

Tecnotree

Laaja raportti

15.09.2022 07:40



Roni Peuranheimo
+358 50 5610455
roni.peuranheimo@inderes.fi



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi

Rahapuun sato vielä korjaamatta

Tecnotree on viime vuosien aikana sinetöinyt paluunsa kriisiyhtiöstä kannattavan kasvun yhtiöksi. Kasvu on kuitenkin sitonut taseeseen merkittävästi käyttöpääomaa saamisten muodossa ja tulevina vuosina yhtiön tuleekin todistaa kassavirtaprofiilinsa kestävä parantuminen. Samaan aikaan yhtiö kamppailee lukuisten ulkoisten haasteiden kanssa, kuten voimakkaan kustannusinflaation ja yhtiön asiakaskuntaan vaikuttavan taloudellisen epävarmuuden kanssa. Koholla olevista riskeistä ja ensi vuodelle ennustamastamme viime vuosia vaisummasta kannattavuudesta huolimatta osakkeen arvostus näyttää houkuttelevalta (2023e: EV/EBIT 8x ja P/E 12x). Siten toistamme lisää-suosituksemme, mutta raportin yhteydessä tehtyjen ennusteikkausten myötä laskemme tavoitehintaa 0,65 euroon (aik. 0,80 euroa).

Operaattorien digitaaliseen transformatioon keskittyvä IT-ratkaisutoimittaja

Tecnotree on globaalisti operoiva teleoperaattorien palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja. Yhtiö tarjoaa asiakkailleen pilvipohjaisia BSS-järjestelmiä, joiden avulla asiakas voi hallita tuotteitaan, asiakkaitaan ja laskutustaan sekä digitalisoida liiketoimintaprosessejaan. Operaattorien lisäksi yhtiö pyrkii laajentamaan tarjootaan myös muihin teollisiin vertikaaleihin digitaalisten kauppapaikkojen rakentamiseen tarkoitetulla liiketoiminta-alustallaan (Moments) sekä fintech-alustallaan (DiWa). Tecnotree toimii globaaleilla OSS/BSS-markkinoilla (koko n. 50 mrd.\$), joiden arvioidaan kasvavan reilun 10 %:n vuotuista vauhtia keskipitkällä aikavälillä. Pääajurit kasvun taustalla ovat operaattorien toimintamallien murros perinteisten viestintäratkaisujen tarjoajista kokonaisvaltaisemmiksi digitaalisten palvelujen tarjoajiksi sekä järjestelmäratkaisujen pilvitransformaatio. Pitkien asiakassuhteiden merkitys korostuu kilpailussa, sillä kestäviä teknologisia kilpailuetuja on arviomme mukaan vaikea luoda ja operaattorien vaihdon kustannukset ovat suuret ratkaisujen liiketoimintakriittisyyden vuoksi.

Riskitason lasku paranevan kassavirtaprofiilin kautta osakkeen keskeinen lyhyen aikavälin arvoajuri

Tecnotreen käänne kriisiyhtiöstä kannattavaksi kasvuyhtiöksi on viime vuosina ollut vakuuttava. Paluu kasvu-uralle on kuitenkin nostanut jälleen esille yhtiön liiketoimintamalliin sekä maantieteelliseen asemoitumiseen liittyviä rakenteellisia heikkouksia. Käyttöpääoman voimakkaan sitoutumisen myötä yhtiön kassavirta on jäänyt viime vuosina selvästi raportoitua vahvaa tulostasoa pienemmäksi. Taseessa paisuneet saamiset (Q2'22: noin 93 % lv:sta) ovat mielestämme jo selkeä riskiprofiilia kohottava tekijä. Tecnotree ei ole kuitenkaan tällä hetkellä huolissaan saamisten kasvusta, vaan pitää niitä strategisina investointeina, joilla on voitettu uusia merkittäviä asiakkaita, mikä mahdollistaa uusia pitkäaikaisia jatkuvia tulovirtoja. Käsityksemme mukaan jatkossa yhtiön fokus siirtyy jälleen enemmän kasvusta kassavirtaan ja tilanteen saamisten suhteen pitäisi näin alkaa helpottaa seuraavan 12kk sisällä. Yhtiön sijoitustarinan kannalta keskeistä onkin seurata saamisten kotiutumista ja kassavirtaprofiilin tervehtymistä lähivuosina.

Riskien vastapainona tarjolla korkea tuotto-odotus

Laskeneilla ennusteillamme odotamme Tecnotreen lyhyen aikavälin kannattavuuden (2022e-2023e EBIT-%: n. 24 %) olevan selvässä paineessa kasvuinvestointien, voimakkaan kustannusinflaatio sekä valuuttakurssien epäsuotuisan kehityksen vuoksi. Vuosien 2022-2023 ennusteilla arvostus on silti maltillinen EV/EBIT-kertoimien ollessa 9x-8x ja P/E-kertoimien 13x-12x. Vuonna 2024 vastaavat kertoimet ovat 5x ja 9x, jotka ovat mielestämme jo hyvin matalia yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaali huomioiden. Myös DCF-mallimme ja pidemmän aikavälin skenaarioanalyysi kielii matalasta arvostuksesta. Samalla kuitenkin taloustilanteeseen ja kassavirran kotiuttamiseen liittyvät riskit painavat hyväksyttävää arvostusta. Kokonaisuutena näemme riski/tuotto-suhteen silti nykyarvostuksella houkuttelevana.

Suositus

Lisää

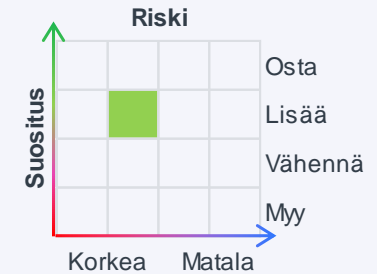
(aik. Lisää)

0,65 EUR

(aik. 0,80 EUR)

Osakekurssi:

0,54



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	64,2	69,3	74,6	83,0
kasvu-%	22 %	8 %	8 %	11 %
EBIT oik.	23,7	16,9	18,3	23,6
EBIT-% oik.	36,9 %	24,3 %	24,5 %	28,5 %
Nettotulos	18,4	12,5	14,0	18,3
EPS (oik.)	0,06	0,04	0,05	0,06

P/E (oik.)	25,0	13,3	11,9	9,1
P/B	6,8	2,1	1,8	1,5
P/Kassavirta	neg.	neg.	10,8	8,8
EV/EBIT (oik.)	18,7	9,1	7,6	5,1
EV/EBITDA	17,5	7,5	6,2	4,2
EV/Liikevaihto	6,9	2,2	1,9	1,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

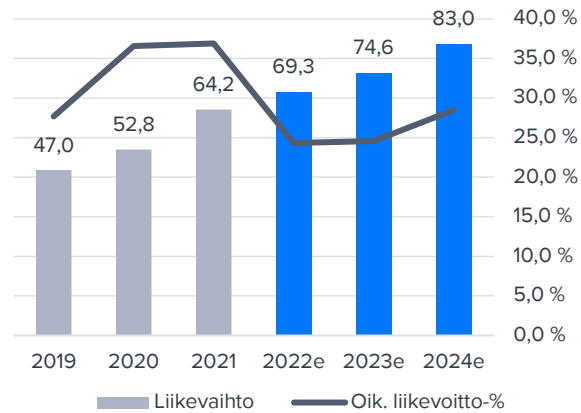
Tecnotree arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan 5-10 % suurempi ja liikevoiton pienempi kuin vuonna 2021.

Osakekurssi



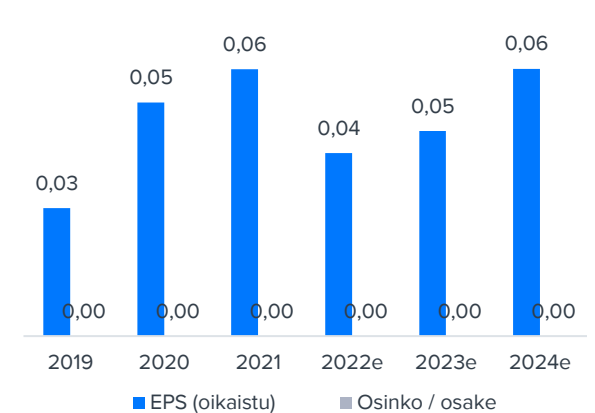
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimialan orgaaniset ajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä
- Yhtiön liiketoimintamalli on skaalautuva ja kulutehokas
- Jatkuvien tulovirtojen kasvattaminen
- Tuoteportfolio teknologisesti kyvykäs



Riskitekijät

- Myyntisaamiin ja kassavirran kotiuttamiseen liittyvät riskit
- Asiakasportfolion rakenne on yltäosalla keskittynyt
- Tuotekehitystyössä ja toimialan lukemisessa epäonnistuminen
- Kulutehokkaan toimintamallin heikkeneminen
- Operaattoreiden investoinneissa on tiettyä syklisyyttä
- Kehittyvien maiden poliittiset ja lainsäädännölliset uhat

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,54	0,54	0,54
Osakemäärä, milj. kpl	310,5	310,5	310,5
Markkina-arvo	167	167	167
Yritysarvo (EV)	154	139	121
P/E (oik.)	13,3	11,9	9,1
P/E	13,3	11,9	9,1
P/Kassavirta	neg.	10,8	8,8
P/B	2,1	1,8	1,5
P/S	2,4	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	2,2	1,9	1,5
EV/EBITDA (oik.)	7,5	6,2	4,2
EV/EBIT (oik.)	9,1	7,6	5,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-11
Sijoitusprofiili	12-15
Toimiala ja kilpailukenttä	16-19
Strategia	20-21
Taloudellinen tilanne	22-24
Ennusteet	25-29
Arvonmääritys	30-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Tecnotree lyhyesti

Tecnotree on kansainvälisesti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja

1978

Perustamisvuosi

2000

Listautuminen

15 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2019-2021

59 %

Oikaistun liikevoiton keskimääräinen kasvu 2019-2021

64,2 MEUR

Liikevaihto 2021

23,7 MEUR (36,9 % liikevaihdesta)

Oikaistu liikevoitto 2021

778

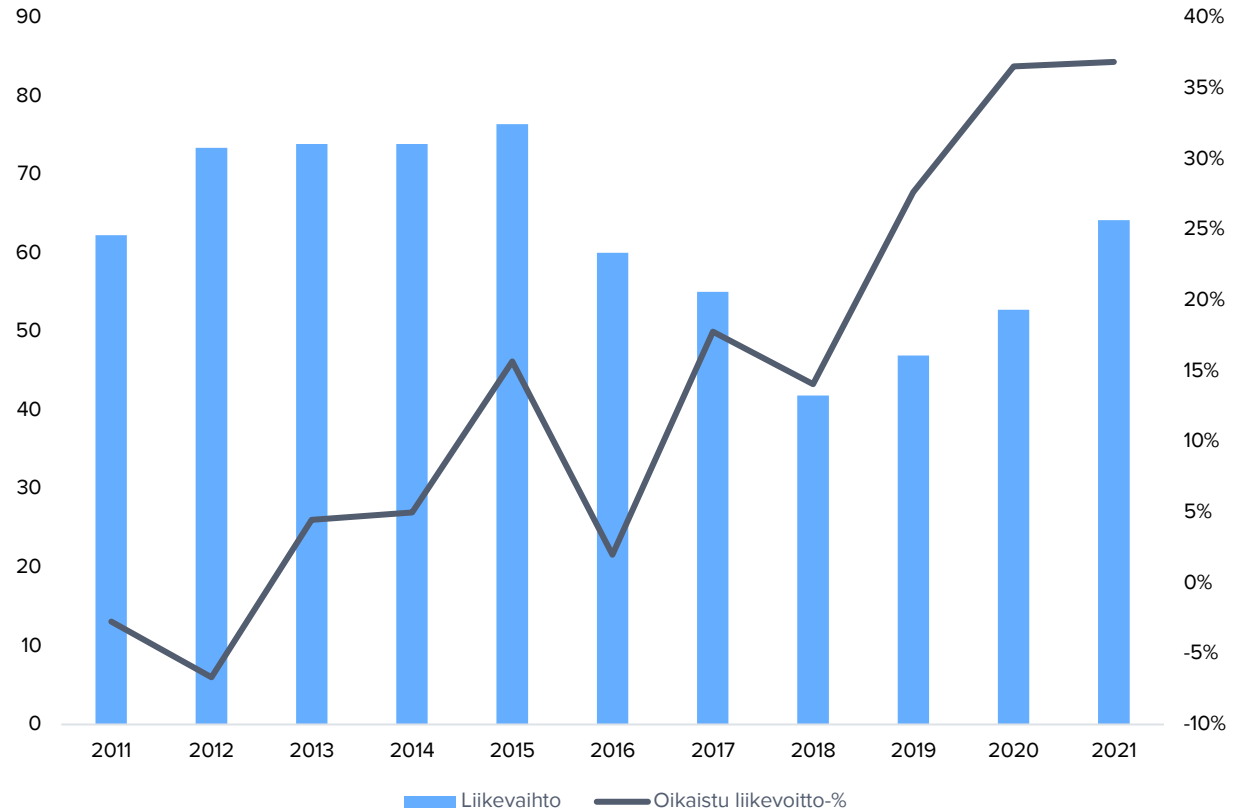
Henkilöstön lukumäärä Q2'22 lopussa

Vuodet 2011-2017

- Vuosina 2011-2016 useita projektiriskejä realisoituu ja ne johtavat rahoitusvaikeuksiin
- Vanha VAS-liiketoiminta laskee
- Onnistuneet investoinnit tuotekehitykseen ja liiketoiminnan tuotteistamiseen nykyisen suorituskyvyn taustalla
- Rakenteiden tehostamistyö aloitetaan

Vuodet 2018-2021

- Rakenteiden tehostamista jatketaan onnistuneesti ja tuloskehitys on vahvaa
- BSS-ratkaisut osoittavat kilpailukykyä ja liikevaihto ja tilauskanta palaavat kasvururalle
- Lähdeverorasitusta kevennetään
- Saneeraus saatetaan päätökseen maksamalla saneerausvelka suunnatusta annista saaduilla varoilla vuonna 2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Teleoperaattoreiden ratkaisutoimittaja

Tecnotree on kansainvälisesti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja. Asiakkailleen Tecnotree tarjoaa pilvi- sekä lisenssipohjaisia järjestelmiä nykyisten tuotteiden, asiakkaiden ja laskutuksen hallintaan, näiden taustalla olevien prosessien digitalisoimiseen sekä asiakkaan kokeman arvon kasvattamiseen. Tecnotreen asiakassuhteet ovat pitkäikäisiä ja sen tuotteet ovat usein tärkeässä roolissa teleoperaattoreiden digitaalisessa liiketoimintamurroksessa. Tästä konkreettinen esimerkki on se, että yhtiön ratkaisulla asiakkaat voivat luoda omaan toimintaansa digitaalisia markkinapaikkoja ja erilaisia mikropalveluita. Tämä mahdollistaa sekä yksilöllisempien että joustavampien palvelukokonaisuuksien tarjoamisen. Tecnotreen pääkonttori sijaitsee Espoossa. Yhtiö työllisti Q2'22 lopussa 778 henkilöä, joista suurin osa työskentelee Intiassa.

BSS Suite 5 -alusta tuoteportfolion keihäänkärki

Tecnotreen tarjooman keihäänkärkenä on Digital BSS Suite 5 -palvelualusta, joka koostuu useista erilaisista ja käytännössä kaikki asiakkaan ydinprosessit kattavista digitaalisista BSS-ratkaisuista (Business Support System). Yhtiön tuoteportfolio kattaa kaikki teleoperaattoreiden keskeiset liiketoiminnan hallintajärjestelmät ja niiden elinkaarten vaiheet. Yleisesti BSS -ratkaisujen päätoiminnallisuuksiin kuuluu esimerkiksi tuotteen, asiakkaan, tulovirran sekä tilausten hallintaan liittyvät ratkaisut. Yhtiön

tuotteet eivät ole riippuvaisia teleoperaattorien omista verkkoteknologioista, mikä kasvattaa ratkaisujen kilpailukykyä. Käsitksemme mukaan Tecnotreen nykyratkaisut ovat kohtuullisin investoinnein mukautettavissa myös muihin teollisiin vertikaaleihin (esim. finanssisektori), mikä mahdollistaa yhtiölle pidemmällä jännteellä liiketoimintamahdollisuuksien kartoittamisen teleoperaattorikentän ulkopuolelta.

Moments ja DiWa

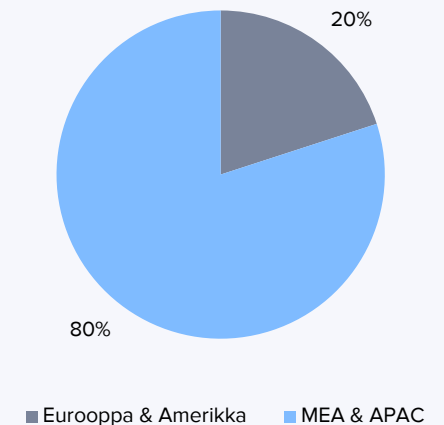
Teleoperaattoreiden BSS-ratkaisuiden lisäksi Tecnotree on kehittänyt uusia ratkaisuja, joiden avulla yhtiö pyrkii laajentamaan tarjoomaansa myös operaattorien ulkopuolisiin vertikaaleihin. Tällä hetkellä näihin uudenlaisiin ratkaisuihin kuuluvat Moments ja DiWa. Nämä ratkaisut toimivat niin sanotulla B2B2C-liiketoimintamallilla, jossa tavoitteena on yhdistää B2B- ja B2C-toimijat niin, että nämä löytävät uusia aiemmin saavuttamattomia liiketoimintamahdollisuuksia. Momentsin ja DiWan tuomat liikevaihtovirrat ovat transaktiopohjaisia ja siten hyvin skaalautuvia.

Tuotteiden avulla yhtiö laajenee entistä enemmän alustaliiketoimintaan, joka on parhaimmillaan erittäin kannattavaa. Suhtaudumme uusiin avauksiin mielenkiintoisina kasvuoptioina, mutta näiden täyttää potentiaalia on vielä vaikea hahmottaa, emmekä vielä ennusteissamme nojaa näiden merkittävään läpimurtoon. Käsitksemme mukaan uusista ratkaisuista tuleva liikevaihto on tässä vaiheessa vielä hyvin pientä. Uudet avaukset kuitenkin nostavat mielestämme Tecnotreen pidemmän aikavälin arvонуontipotentiaalia.

Tecnotree

- Monikymmenvuotinen operatiivinen historia ja asiakkaiden liiketoimintojen syvä ymmärtäminen
- Asiakkaan näkökulmasta ratkaisut ovat liiketoimintakriittisiä
- Pilvipohjainen ja avoimeen lähdekoodiin perustuva palvelualusta on kilpailukykyinen
- Asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat kestäneet vaikeatkin ajat
- Yhtiö on muuttunut projektitalosta selvemmin ohjelmistotuotetaloksi

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Palveluntarjoajien yhdistämiseen ja uusien kauppapaikkojen luomiseen tarkoitettu Moments-alusta pyrkii houkuttelemaan ja palvelemaan esimerkiksi koulutus-, urheilu-, viihde- sekä terveydenhoidon alan toimijoita. Palveluntarjoaja voi Moments-alustan avulla luoda digitaalisia kauppapaikkoja ja tarjota palveluitaan Tecnotreen laajan operaattoriverkon kautta sijainneissa, joihin sillä ei muuten olisi pääsyä. Yhtiö on tehnyt jo kaksi sopimusta Moments-alustan toimittamisesta. Toinen näistä oli Dubai Sports Councilille, joka käyttää Moments-alustaa urheilutapahtumien infrastruktuuriin ja prosessien virtaviivaistamiseen. Kyseinen sopimus oli tärkeä avaus teleoperaattorien ulkopuolisiin vertikaaleihin. Toinen sopimus on MTN Nigerian kanssa ja se pitää sisällään valmiiksi integroituja peli-, urheilu-, viihde-, koulutus-, ja terveydenhoitopalveluita.

Tecnotreen digitaalinen lompakko DiWa (Digital Wallet) on fintech-alusta, jota tarjotaan Momentsin tavoin lisäpalveluna yhtiön muun tuotetarjoaman kyljessä. Yhtiö tarjoaa DiWa-alustaa operaattoreille, pankeille ja fintech-toimijoille. DiWan kautta loppukäyttäjä voi esimerkiksi maksaa laskuja ja hallinnoida tilejään. Alusta palvelee jo yli 5 miljoonaa loppukäyttäjää maailmanlaajuisesti. Alustan potentiaali on erityisen suuri Afrikassa, jossa suurella osalla väestöstä ei ole vielä pankkitiliä.

Suurimmat asiakkaat ovat isoja ja liikevaihto pääosin kehittyviltä alueilta

Vuonna 2021 Tecnotreen liikevaihto oli 64,2 MEUR ja oikaistu liikevoitto 23,7 MEUR (EBIT-% 37 %). Maantieteellisesti Tecnotree raportoi liikevaihtonsa kahden alueen kautta, jotka ovat Eurooppa ja Amerikka (2021: 20 % lv:sta) sekä

MEA & APAC (80 % lv:sta). MEA & APAC:n sisällä yhtiölle tärkeitä alueita ovat erityisesti Lähi-Itä ja Afrikan kehittyneemmät osat. Euroopassa ja Amerikassa Tecnotreen tärkeimmät markkinat löytyvät Väli- ja Etelä-Amerikasta. Merkittävä osa liikevaihdosta tulee Yhdysvaltain dollareissa.

Tecnotreen asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, sillä vuonna 2021 kahden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 68 %. Vielä 2018 vastaava luku oli tosin 84 %. Yhtiö onkin viime vuosina onnistunut voittamaan uusia asiakkuuksia ja siten hajauttamaan asiakasportfoliotaan. Arviomme mukaan yhtiön suurimmat asiakkaat ovat eteläafrikkalainen MTN Group sekä meksikolainen Claro (osa America Movil -konsernia). Molemmat yhtymät ovat valtavia ja omilla mantereillaan johtavissa asemissa olevia toimijoita. Lisäksi näiden operaattoreiden alla on yhteensä kymmeniä paikallisoperaattoreita. Tämän myötä myös Tecnotreen tosiasiallinen asiakasportfolio on raportoitua hajautetumpi ja asiakkaita yhtiöllä on yhteensä yli 90.

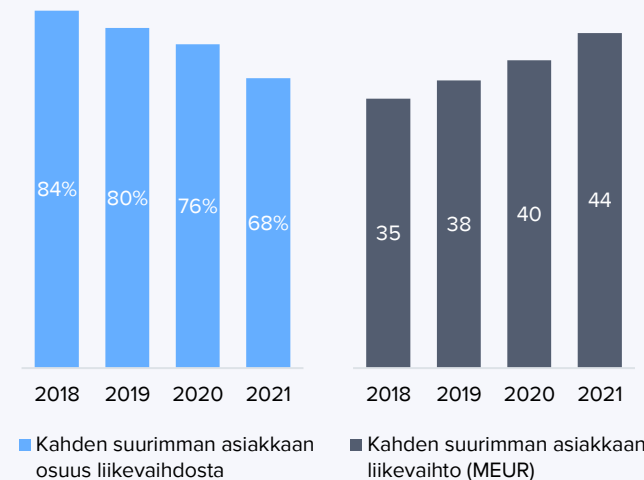
Tecnotreen asiakasriskiä tasaa mielestämme yhtiön tarjoamien ratkaisuiden liiketoimintakriittinen rooli, mikä kohottaa asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia sekä tuo asiakassuhteisiin pitoa. Toisaalta samat tekijät hidastavat uusien asiakkaiden hankkimista. Lyhyellä aikavälillä yhtiön omaa suuntaa ohjaakin vahvasti suurimpien asiakkaiden näkymät ja investointiaktiiviteetti, sillä asiakaspuhjan merkittävä laajentaminen nopealla aikataululla on arviomme mukaan vaikeaa. Isossa kuvassa pidämme asiakasrakennetta riskiprofiilia kohottavana elementtinä suurimpien asiakkaiden vankosta asemasta ja asiakassuhteisiin vaikuttavista tekijöistä huolimatta.



Tecnotreen asiakkaita*



*Asiakkaina yhteensä yli 90 teleoperaattoria ja loppukäyttäjää > 1 miljardi



Tecnotreen tuoteportfolio

B2B-ratkaisut (tuoteportfolion ydin)

Digital BSS Suite 5 -palvelualusta



Tulovirran hallinta

- Päähuomio laskutuksessa, veloituksessa ja tukitoimissa
- Erittäin liiketoimintakriittinen elementti
- Rooli myös datan kerääjänä



Tuotteen hallinta

- Tukee asiakkaan tuotesuunnittelua ja -kehitystä
- Mahdollistaa eri tuotealueiden yhteensovittamisen ja tehostaa operaattorin hinnoitteluprosessia



Asiakkaan hallinta

- Uusien palveluiden luonti
- Keskiössä asiakastyytyvyyden ja -pysyvyyden parantaminen
- Operaattorin arvonluonnin kannalta oleellisin palanen



Tilauksen hallinta

- Mahdollistaa eri palvelualueiden yhteensovittamisen
- Parantaa prosessivirtojen tehokkuutta ja kerää dataa
- Laskee kustannusta per asiakas



Vaihtoehto 1: lisenssi + toimitus (kertaluontoista liikevaihtoa) sekä ylläpitoa (toistuvaa liikevaihtoa)

Vaihtoehto 2: SaaS -malli (toistuvaa liikevaihtoa riippuen tilaajien, käyttäjien ja transaktioiden määrästä)

B2B2C-ratkaisut (uudet transaktiopohjaiset ratkaisut)



Moments

- Liiketoiminta-alusta, jonka avulla voi luoda digitaalisia kauppapaikkoja ja ekosysteemejä yhdistämällä eri palveluntarjoajat toisiinsa
- Moments-alustalle pyritään houkuttelemaan esimerkiksi koulutus-, urheilu-, viihde-, ja terveydenhoitoalan toimijoita
- Tällä hetkellä kumppanuussopimuksia Dubai Sports Counciliin (tärkeä avaus operaattoreiden ulkopuolisissa vertikaaleissa) ja MTN Nigerian kanssa



Digital Wallet (DiWa)

- Fintech-alusta, joka mahdollistaa "lompakon hallintaan" liittyvät ratkaisut kuluttajille ja yrityksille
- Pankkipalvelujen yhdistäminen yhdelle alustalle (esimerkiksi rahasiirrot, tilit, talletukset ja asiakkaiden KYC-prosessit)



Transaktiopohjaista toistuvaa liikevaihtoa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Liiketoimintamalli

Alla erilaisia liikevaihtovirtoja

Tecnotreen ansaintamalli rakentuu luonteeltaan muutaman erilaisen tulovirran varaan. Yhtiö itse jakaa myyntituottojensa raportoinnin omiin lisensseihin, kolmannen osapuolen ohjelmistoihin ja laitteistoihin, toimituksiin sekä huolto- ja hallintapalveluihin. Näistä omat sekä kolmannen osapuolen lisenssit ovat tietynä hetkenä kirjattavia myyntituottoja, kun taas ylläpito- ja hallintapalvelut sekä toimitus laskutetaan tehdyn työn mukaan ajan kuluessa.

Lisenssin myynnistä tuleva liikevaihto tuloutuu yleensä heti myynnin jälkeen ja toimitus noin 12kk:n sisällä tästä. Lisenssi sekä toimitus ovat tyypillisesti noin puolet koko tilauksen arvosta. Tämän lisäksi yleensä sovitaan 2-3 vuoden ylläpitosopimuksesta jolloin toinen osa tilauksesta tuloutuu jakson aikana. Ajanjakson jälkeen ylläpito- ja huoltosopimus pyritään uusimaan. Lisenssimyynnin tulovirrat ovat arviomme mukaan myös tietyin raja-astein sidottuja operaattoreiden asiakasmääriin, mikä mahdollistaa kasvun operaattoreiden mukana ilman varsinaista uusmyyntiä.

Jatkuvat ylläpito- ja hallintapalvelut kattoivat noin 37 % Tecnotreen liikevaihdosta vuonna 2021. Pidemmällä aikavälillä uskomme yhtiön pyrkivän liikkumaan nykyisestä lisenssimallista kohti paremmin skaalautuvaa SaaS-mallia ja tähän myös toimialalla käynnissä oleva pilvitransformaatio tarjoaa hyviä mahdollisuuksia. Muutos täysiveriseksi SaaS-taloksi tulee kuitenkin viemään aikaa, eikä yhtiötä vielä toistaiseksi ole perusteltua

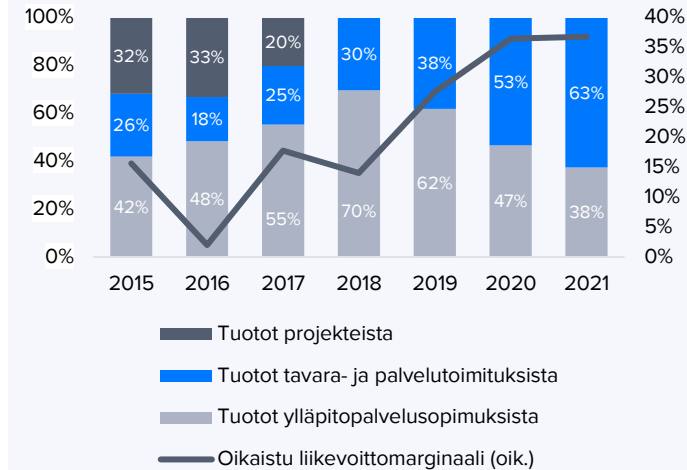
katsoa tämän toimintamallin tai siihen liittyvän potentiaalin kautta.

Omien tuoteratkaisujen myyntiin, käyttöönottoon ja tukipalveluihin liittyvien tulovirtojen lisäksi yhtiöllä on jonkin verran myös kolmansien osapuolten ohjelmistojen ja laitteiden myyntiin liittyvää toimintaa. Tecnotreen näkökulmasta tämän toiminnan taloudellinen merkitys ei kuitenkaan ole oleellinen (2021: 0,6 MEUR). Strategisessa mielessä yhteistyö kolmansien osapuolien kanssa on kuitenkin perusteltua, sillä sitä kautta yhtiö saa kumppanuussuhteita resurssiltaan suurempien toimijoiden kanssa. Tämä puolestaan voi pitkällä aikavälillä tuoda yhtiölle sellaisia päänavauksia, joiden saavuttaminen omin voimin voisi osoittautua liian vaikeaksi.

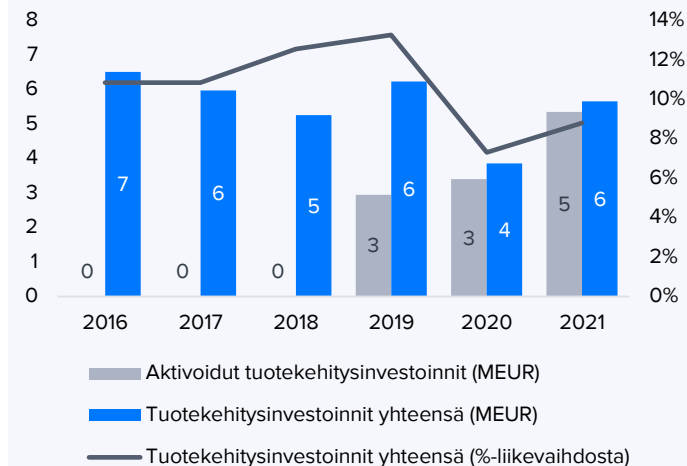
Tuotekehitys on kriittinen toiminto

Tecnotreen liiketoimintamalli on ohjelmistoyhtiölle varsin tyypillinen, sillä yhtiö kehittää, myy ja ylläpitää itse luomiaan tuoteratkaisuja. Tuotekehitys on yhtiön kannalta kriittinen toiminto, sillä yhtiön kilpailukyky nojaa vahvasti tuotteidensa teknologisiin kyvykkyyksiin. Tuotekehityksessä onnistuminen on siten kriittistä myös asiakashankinnan ja -pidon sekä myös pidemmän aikavälin omistaja-arvon luonnin kannalta. Tuotekehitys on luonteeltaan jatkuvaa ja arviomme mukaan sen keskiössä ovat sekä tiiviit dialogit asiakkaiden kanssa että toimialan ja sen suuntausten ennakoiminen. Tuotekehityksessä onnistuminen on luonnollisesti pitkällä aikavälillä riippuvaista siitä, saako yhtiö rekrytoitua ja sitoutettua osaavia kehittäjiä.

Liikevaihdon jakauman ja oikaistun liikevoiton kehitys



Tuotekehitysinvestointien kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Tällä hetkellä yhtiö investoi vahvasti Moments ja DiWa -ratkaisujen kehittämiseen laajentaakseen operaattorien ulkopuolista kohderyhmäänsä. Lisäksi yhtiön tuotekehityksen fokuksessa on BSS-ratkaisujen transformaatio SaaS-malliin.

Tecnotree on historiallisesti ollut varsin kustannustehokas tuotekehityksessään, sillä edellisen viiden vuoden aikana tuotekehitysinvestoinnit ovat olleen keskimäärin vain noin 11 % liikevaihdosta. Osasyynä tälle on yhtiön asiantuntijaresurssien sijoittuminen matalamman kulutason maihin (kuten Intia).

Operaattorin näkökulmasta Tecnotreen BSS-ratkaisut ovat hyvin tärkeässä roolissa, sillä ilman niitä liiketoimintaa on käytännössä mahdotonta ohjata. BSS-ratkaisuilla asiakkaat pyrkivät myös lisäämään toimintansa kustannustehokkuutta ja tekemään siitä kauttaaltaan reagointikykyisempää (mm. uusien palveluiden lyhyempi markkinoillesaattoaika). Uskomme tämän korostuvan Tecnotreen asiakkuuksissa, sillä nämä toimivat nopeasti kehittyvien ja suhteellisen matalien asiakaskohtaisten liikevaihtojen (ARPU) markkinalla. BSS-ratkaisuiden liiketoimintakriittisen luonteen vuoksi niihin liittyvä päätöksenteko on vahvasti kytköksissä strategiaan valintoihin. Käsitteemme mukaan hintaa merkittävämpiä kilpailutekijöitä ovatkin tuotteen teknologiset kyvykkyydet sekä asiakkaan liiketoiminnan hyvä ymmärtäminen. Tämä kokonaisuus tekee Tecnotreen omasta arvoketjuasemasta mielestämme isossa kuvassa kohtuullisen.

Yhtiön pitkä operatiivinen historia sekä viime vuosina parantunut taloudellinen suorituskyky ovat mielestämme vähintäänkin hyviä osoituksia

yhtiön oman teknologian arvosta ja siten tuotekehitystyön hallitsemisesta.

Myyntisyklit ovat useimmiten pitkiä

Tecnotreen tuoteratkaisuiden liiketoimintakriittistä roolia linjaten yhtiön myynnin tulokulma on arviomme mukaan konsultoiva ja ratkaisukeskeinen. Tämä korostaa asiakkaan liiketoiminnan syväluontoista ymmärtämistä osana toimivaa myyntiprosessia. Yhtiön myynti on pääosin suoramyyntiä.

Arviomme mukaan yhtiön myyntisyklit ovat verrattain pitkiä ja myös uudet asiakkuudet käynnistyvät tyypillisesti pienemmistä ratkaisuista ja etenevät myöhemmin kokoluokaltaan suurempaan myyntiin. Myyntiprosessissa asiakkaiden tarpeiden kartoittaminen viekin usein aikaa ja asiakkaalle tarjotaan usein demo-ratkaisuja prosessin aikana. Pitkät myyntisyklit heijastuvat asiakkaiden omaan riskienhallintaan (mm. saumattoman prosessivirran turvaaminen), sillä liiketoimintakriittisiä järjestelmiä yleensä vaihdetaan / päivitetään aina vaiheittain. Isoilla operaattoreilla on tyypillisesti myös useita strategisia järjestelmätoimittajia. Kun myyntityössä onnistutaan ovat asiakassuhteet usein hyvin pitkäkestoisia.

Kulurakenne on skaalautuva

Tecnotreen kulurakenne on ohjelmistoyhtiölle ja henkilöstöintensiiviselle liiketoiminnalle hyvin tavanomainen. Selvästi suurin osa yhtiön kustannuksista on kiinteitä, joista arvioimme suurimman osan kohdistuvan tuotekehitys- ja myyntiorganisaatioon. Henkilöstöstä suurin osa (2021: 77 %) työskentelee Intiassa, jossa

palkkataso on länsimaita huomattavasti matalampi. Tämä luokin yhtiölle mielestämme tiettyä kulupuolen suhteellista etumatkaa verrattuna sellaisiin länsimaisiin kilpailijoihin, joiden henkilöstö työskentelee korkeamman kustannustason alueilla. Kestäväksi kilpailueduksi tätä ei kuitenkaan voi mielestämme sanoa, kun huomioidaan Intian länsimaita vauhdikkaampi palkkainflaatio sekä mallin kopioimisen helppous.

Tecnotreellä on myös ohjelmistoyhtiölle tyypillisesti korkeat bruttokatteet (2021: 97 %). Kiinteä kulurakenne ja korkeiden bruttokatteiden liiketoiminta tarkoittaa sitä, että liikevaihdon kasvu skaalautuu tulokseen hyvin. Toisaalta usein uusmyynti ja toimitukset vaativat jonkin verran etupainotteisia panostuksia, ja siten myös kiinteä kulumassa usein paisuu kasvun myötä. Kääntöpuolena korkeissa bruttokatteissa on se, että liikevaihdon jäädessä matalaksi näkyy tämä myös suoraan tuloksessa negatiivisesti.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Käyttöpääomaa sitoutuu taseeseen runsaasti

Pääoman sitoutumisen näkökulmasta Tecnotreen toiminta on erittäin käyttöpääomariippuvaista ja kasvu sitoo käyttöpääomaa (saamisia) runsaasti. Yhtiö kirjaa projektien tuloutukset muihin saamisiin ja myyntisaamisten kirjaus tapahtuu, kun asiakasta on laskutettu. Historiallisesti yhtiön toimintaan on sitoutunut nettokäyttöpääoma noin 25-50 % liikevaihdosta, kun taas vuonna 2021 nettokäyttöpääoma kohosi jopa 65 %:iin. Tilanne on kärjistynyt entisestään vuoden 2022 aikana, kun H1'22 lopussa nettokäyttöpääoma oli 72 % edellisen 12kk:n liikevaihdosta.

Käyttöpääoman sitoutumista selittää sekä Tecnotreen suurimpien asiakkaiden suuri suhteellinen neuvotteluvoima (ts. pitkät maksuajat) sekä liiketoiminnan painottuminen poliittisesti ja taloudellisesti haastavien olosuhteiden maihin. Yhtiö on myös viime aikoina investoinut runsaasti uusien asiakkuuksien voittamiseen, jolloin yhtiö joutuu usein tarjoamaan pitkiä maksuaikoja voittaakseen asiakkuuksia. Tämä korostui yhtiön ollessa velkasaneerauksessa samalla pyrkien voittamaan uusia asiakkaita sekä kasvattamaan tilauskantaansa. Kilpailutuksissa yhtiö on mieluummin tarjonnut pitkiä maksuaikoja alennusten sijaan, joten käyttöpääoman kasvu on ollut yhtiön puolelta tietoinen investointi. Nyt kun yhtiö on voittanut useita uusia Tier1-luokan asiakkaita, tilanne on käsityksemme mukaan osittain muuttunut. Hyvien asiakasreferenssien myötä yhtiö ei tule jatkossa tarjoamaan yhtä pitkiä maksuaikoja kuin viime vuosina.

Saamisten kasvu muodostaa joka tapauksessa jo merkittävän riskikeskittymän Tecnotreen taseessa. Huonossa skenaariossa käyttöpääoman

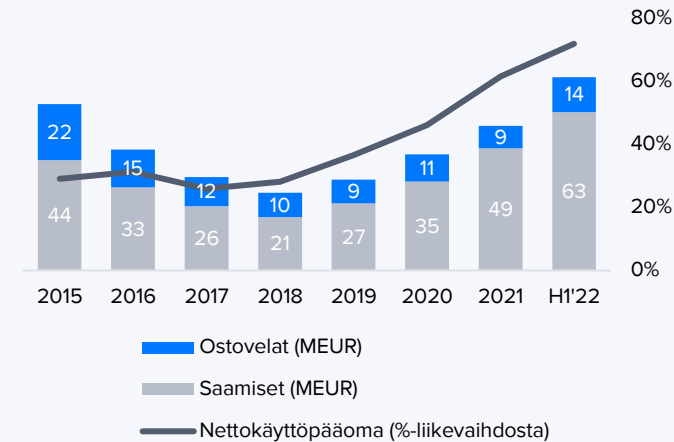
sitoutuminen voi vaikuttaa myös tulostasoon, mikäli pitkiksi venyneisiin saataviin liittyvät riskit realisoituvat ja yhtiö joutuis alaskirjaamaan niitä. Myyntisaamisiin liittyvät riskit ovat kuitenkin asiakaskohtaisesti merkittävästi hajautetummat kuin yhtiön kriisivuosina, jolloin ongelmat syntyivät pääosin yksittäisen suuren projektin saamisista.

Osaltaan rahojen kotiuttamisen hidastumiseen vaikuttaa myös dollarien saatavuus kehittyvässä maissa dollarin ollessa historiallisen vahva. Käsityksemme mukaan saamisten kasvuun ei liity projektihaasteita tai riitatilanteita. Vaikka saamisten kotiuttamiseen ei liittyisi riskejä, korkea käyttöpääomaintensiteetti aiheuttaa ongelmia kasvun tavoittelulle, sillä pienikin volyymikasvu sitoo huomattavia määriä pääomia. Tämä rasittaa yhtiön kassavirtaa ja vaikuttaa sitä kautta myös pääoman allokoointiin.

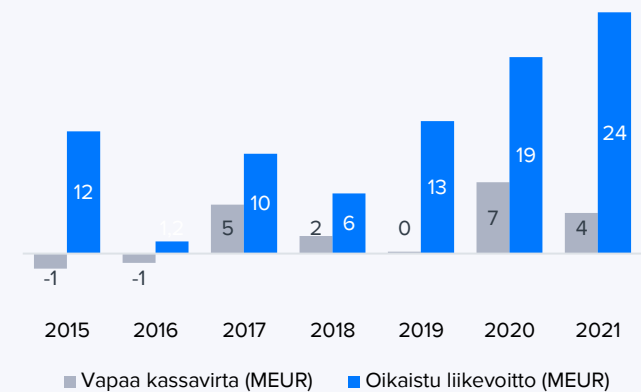
Saneerausohjelma saatu päätökseen

Tecnotree ajautui 2010-luvun alussa liiketoiminnan erilaisen rakenteen sekä projektiriskien realisoitumisten seurauksena pahoihin rahoitusvaikeuksiin ja lopulta vuonna 2016 [saneerausohjelmaan](#). Ohjelman piti alun perin kestää vuoteen 2025 asti, mutta se päättyi etuajassa syksyllä 2021, kun yhtiö maksoi saneerausvelkansa loppuun suunnatun annin kautta kerätyillä varoilla. Nyt Tecnotreellä ei ole lainkaan korollista velkaa taseessaan, mikä on huojentavaa, kun huomioidaan tällä hetkellä kassavirran kotiuttamiseen liittyvät haasteet. Lisäksi joillekin asiakkaille saneerausohjelma oli yhteistyöhön lähtemisen kannalta, ja siten ohjelma ei toimi enää hidasteena uusien asiakkuuksien voittamiselle.

Käyttöpääoman sitoutuminen ja kehittyminen



Vapaan kassavirran ja oikaistun liikevoiton kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

Tecnotree on puhdasverinen kasvuyhtiö

Edelliset viisi vuotta ovat olleet vaiherikkaita Tecnotreelle, kun yhtiö on muuntautunut kriisiyhtiöstä onnistuneen käänteen kautta profiililtaan kannattavan kasvun yhtiöksi. Tecnotree on viime vuosien aikana tehnyt liiketoimintaansa rakenteellisia muutoksia, laittanut perustansa kuntoon ja toteuttanut tuloskäänteen vakuuttavalla tavalla. Pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta kasvuun panostaminen Tecnotreelle on järkevä valinta, kun huomioidaan kasvuun liittyvä tulosvipu. Paluu kasvu-uralle on kuitenkin nostattanut jälleen esiin yhtiön liiketoimintamalliin liittyvän rakenteellisen heikkouden eli käyttöpääoman sitoutumisen ja heikon kassavirran luontikyvyn. Viime vuosina myyntisaamiset ovatkin paisuneet merkittävästi nostaen mielestämme yhtiön riskiprofilia selvästi. Tulevina vuosina yhtiön sijoitustarinan kannalta keskeistä onkin seurata saamisten kotiutumista ja kassavirtaprofiilin tervehtymistä.

Vahvuudet ja arvoajurit

Teknologisesti kyvykkäät ratkaisut ja pitkät asiakassuhteet: Tecnotreen ratkaisut ovat käsityksemme mukaan teknologisesti kyvykkäitä, mistä yhtiön pitkä operatiivinen historia on hyvä osoitus. Myös yhtiön asiakassuhteet ovat pitkäaikaisia ja ne ovat kestäneet vaikeidenkin aikojen yli. Mielestämme nämä ovat konkreettisia osoituksia yhtiön tuotteiden liiketoimintakriittisyydestä sekä asiakaslupausten lunastamisesta.

Kustannustehokas toimintamalli: Yhtiö on hionut toimintamallinsa kriisivuosina varsin kustannustehokkaaksi ja yhtiön sisälle on

muodostunut kulukontrollia painottava kulttuuri. Viime vuosien hyvä orgaaninen kasvu ei ole vaatinut yhtiöltä merkittävää kulurivien paisuttamista, minkä myötä kasvu on ollut hyvin kannattavaa. Kulutehokkuutta voikin pitää yhtiön vahvuutena ja se antaa esimerkiksi yhtiölle liikkumatilaa tarvittavien kasvuinvestointien tekemiseen, joita uudet asiakkuudet nyt vaativat.

Orgaaninen kasvu: Tecnotreen orgaanisen kasvun ensisijaiset ajurit ovat teleoperaattoreiden infra- ja ohjelmistoinvestoinnit. Näitä puolestaan ajaa operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset, joissa operaattorit muuntautuvat asteittain digitaalisten palveluiden markkinapaikoiksi ja jakelijoiksi. Lisäksi taustalla vaikuttavat tietyt megatrendit kuten digitalisaation eteneminen ja kaupungistuminen. Tecnotreen suurimmat asiakkaat ovat kasvu- ja investointikykyisiä ja viime vuosina yhtiö on onnistunut myös uusasiakashankinnassa. Tämä kokonaisuus huomioiden orgaanisen kasvun edellytykset ovat hyvät, mistä myös yhtiön vahva tilauskanta osaltaan kertoo. Operaattoreiden lisäksi yhtiö pyrkii hakemaan uusia asiakkuuksia muista vertikaaleista, mistä yhtiöllä on jo alustavia näyttöjä. Hyvien kasvumahdollisuuksien lisäksi tämä madaltaisi yhtiön riskiprofilia. Siten yhtiön uusissa kasvuhankkeissa onnistuminen olisi pitkän tähtäimen arvonluonnin kannalta erittäin tärkeää.

Liiketoimintamallin transformaatio: Tecnotreen liiketoimintamalli on viimeisten vuosien aikana käännetty vanhan sukupolven projektitoiminnasta pääosin pilvipohjaiseen lisenssimyyntiin. Seuraavana askeleena näemmekin asteittaisen siirtymisen kohti SaaS-mallia. Tämän murroksen myötä yhtiön tulovirroilla olisi edellytyksiä muuttua

aikaisempaa skaalautuvammiksi, ennustettavammiksi sekä vähäriskisemmiksi. SaaS-mallissa myös ohjelmistojen päivittämisen luonne tyypillisesti helpottuu, kun asiakkailla ei ole käytössä enää useita eri ohjelmistoversioita. Tämän tulisi pitkällä aikavälillä tuoda lisää kulutehokkuutta ja samalla vahvistaa tulospotentiaalia. Yhtiö on tässä transformaatioissa kuitenkin vielä alkutekijöissä.

Heikkoudet ja riskitekijät

Saamiisiin liittyvät riskit ja heikko kassavirta: Yhtiön kasvu sitoo merkittävästi käyttöpääomaa erityisesti myyntisaamisten kasvun myötä. Merkittävä syy tälle on se, että yhtiö tarjoaa asiakkailleen pitkiä maksuaikoja myydessään ratkaisujaan. Kassavirta on siten rakenteellisesti raportoitua tulostasoa heikompi. Viime vuosina myyntisaamiset ovat jälleen paisuneet erittäin korkealle tasolle ja kassavirran kotiuttamiseen liittyvät riskit ovat jälleen nostattaneet päätään. Tämä on näkynyt myös osakemarkkinoilla sijoittajien luottamuksen heikentymisessä, sillä Tecnotree on historiassaan kriisiytynyt saamiisiin liittyen ongelmien ja heikon kassavirran takia. Mikäli saamia jouduttaisiin alaskirjaamaan tekisi tämä loven niin yhtiön tulokseen kuin taseeseen. Tämä myös heikentäisi luottamusta yhtiön kassavirran luontikykyyn pidemmällä aikavälillä. Tecnotree ei ole kuitenkaan tällä hetkellä huolissaan saamisten kasvusta, vaan pitää niitä strategisina investointeina, joilla on voitettu uusia merkittäviä asiakkaita. Yhtiön mukaan tilanteen saamisten suhteen pitäisi alkaa helpottaa seuraavan 12kk sisällä.

Sijoitusprofiili 2/2

Operaattoreiden IT-infrat ja investointien

syklisyys: Operaattoreiden nykyiset IT-järjestelmät on rakennettu vanhojen, kalliiden, varsin kömpelöiden ja useiden erilaisten ohjelmistojen varaan. Vaikka tekninen velka on jo nyt käsityksemme mukaan kohtuullisen korkea, on vanhojen järjestelmien korvaaminen teknisesti aikaa vievää ja kallista. Arviomme mukaan tämä voi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä jarruttaa operaattoreiden muutosvauhtia jarruttaen kysyntää Tecnotreen ratkaisuille. Pitkällä aikavälillä tähän liittyvä riski on mielestämme kuitenkin rajallinen, sillä jossain vaiheessa operaattoreiden tekninen velka on purettava. Perusluonteeltaan operaattoreiden investoinnit ovat jokseenkin syklisiä, jota voi pitää Tecnotreen kannalta riskinä.

Asiakasriski: Tecnotreen kahden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta on 68 %. Näin ollen yhtiön asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, vaikka suurimpien asiakkaiden alla onkin useammalta paikalliselta operaattorilta tulevia tulovirtoja. Jommankumman pääasiakkaan menettäminen tai merkittävä supistuminen olisi yhtiölle kuitenkin massiivinen takaisku ja tekisi ison loven sekä liikevaihtoon että tulokseen. Asiakassuhteet näiden operaattoreiden kanssa ovat kuitenkin pitkiä, minkä lisäksi tiettyä suojaa asiakasriskejä vastaan tuo myös Tecnotreen toimittamien ratkaisuiden liiketoimintakriittisyys.

Kilpailukentän ja / tai -aseman muutokset:

Tecnotree on pieni toimija globaalissa ja useita toimijoita sisällään pitävässä OSS/BSS-markkinassa. Vaikka Tecnotreen ratkaisut ovat käsityksemme mukaan kilpailukykyisiä, on tarjolla myös useita muita varteenotettavia vaihtoehtoja. Mikäli suuremmilla resursseilla varustellut toimivat

kilpailijat päättävät vahvistaa läsnäoloaan Tecnotreelle tärkeillä alueilla voi yhtiön kilpailuasema heikentyä. Pilvitransformaation myötä toimialan alalle tulon kynnykset myös laskevat, mikä lisää osaltaan uusien kilpailijoiden tuomaa uhkaa. Kilpailukenttä voi myös muuttua vaikeammaksi operaattorien tai kilpailijoiden yritysjärjestelyjen seurauksena.

Tuotekehitystyössä epäonnistuminen:

Tecnotreen pitkän aikavälin menestyksen kannalta jatkuvat tuotekehityspanostukset ja näissä onnistuminen ovat kriittisiä. Näissä panostuksissa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan yhtiön nykyisiin asiakassuhteisiin, uusmyyntiin, kilpailuasemaan sekä näiden tekijöiden summana pidemmän aikavälin arvonluontiedellytyksiin. Yhtiön tulee myös jatkuvasti kyetä ennakoimaan asiakkaidensa liiketoimintojen kehityssuuntia ja ohjata investointejaan sen mukaisesti. Tässä yhtiön historialliset näytöt ovat mielestämme hyvät, mikä ei tietystikään ole tae tulevaisuudesta.

Kehittyvien markkinoiden riskit: Käyttöpääomaan liittyvät riskit liittyvät osittain myös Tecnotreen strategiseen valintaan toimia poliittisesti ja taloudellisesti epävakailta alueilla. Saamisten kotiuttamiseen liittyvien riskien lisäksi myös paikalliset verolait aiheuttavat yhtiölle haasteita esimerkiksi lähdeverojen kautta. Siten kassavirran kotiuttaminen ei ole aina täysin yhtiön omissa käsissä. Lisäksi kehittyvien markkinoiden taloudet ovat yleisesti varsin herkkiä makrotaloudellisille tekijöille, kuten dollarikurssin kehitykselle. Ylipäättään yhtiön toimintaympäristön kehitys ennustettavuus ei ole parhaimmasta päästä.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Hyvä toimiala- ja teknologiaosaaminen (mm. 5G-valmius)
- Pilvipohjainen ja laaja tuoteportfolio
- Ketterä toimintamalli
- Kilpailukykyinen hintapiste
- Pitkät asiakassuhteet ja vuosikymmenten operatiivinen historia

Heikkoudet

- Suurimpien asiakkaiden osuus liikevaihdosta on valtava
- Pienen toimijan resurssit ovat moneen suuntaan rajallisia
- Käyttöpääoman sitoutuminen rasittaa kassavirtaa oleellisesti
- Kehittyvillä alueilla paljon omien käsien ulkopuolisia muuttujia

Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin orgaaninen kasvunäkymä on hyvä
- Liiketoimintamallin transformaatio nostaa tulospotentiaalia ja laskee riskitasoa
- Operaattorikentän ulkopuoliset vertikaalit
- Potentiaalinen yritysostokohde suuremmalle toimijalle

Uhat

- Saamisiin liittyvät riskit
- Merkittävän asiakkaan supistuminen tai kokonainen poistuminen
- Kilpailukentän rakenteelliset muutokset
- Tuotekehityksessä epäonnistuminen
- Poliittisten riskien realisoituminen

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvunäkymä on hyvä

2.

Kulutehokas liiketoimintamalli

3.

Laajentuminen operaattorikentän ulkopuolisiin vertikaaleihin

4.

Asiakasjakauma on erittäin keskittynyt

5.

Kasvu sitoo käyttöpääomaa ja kassavirta on kroonisesti tulosta heikompi

Potentiaali



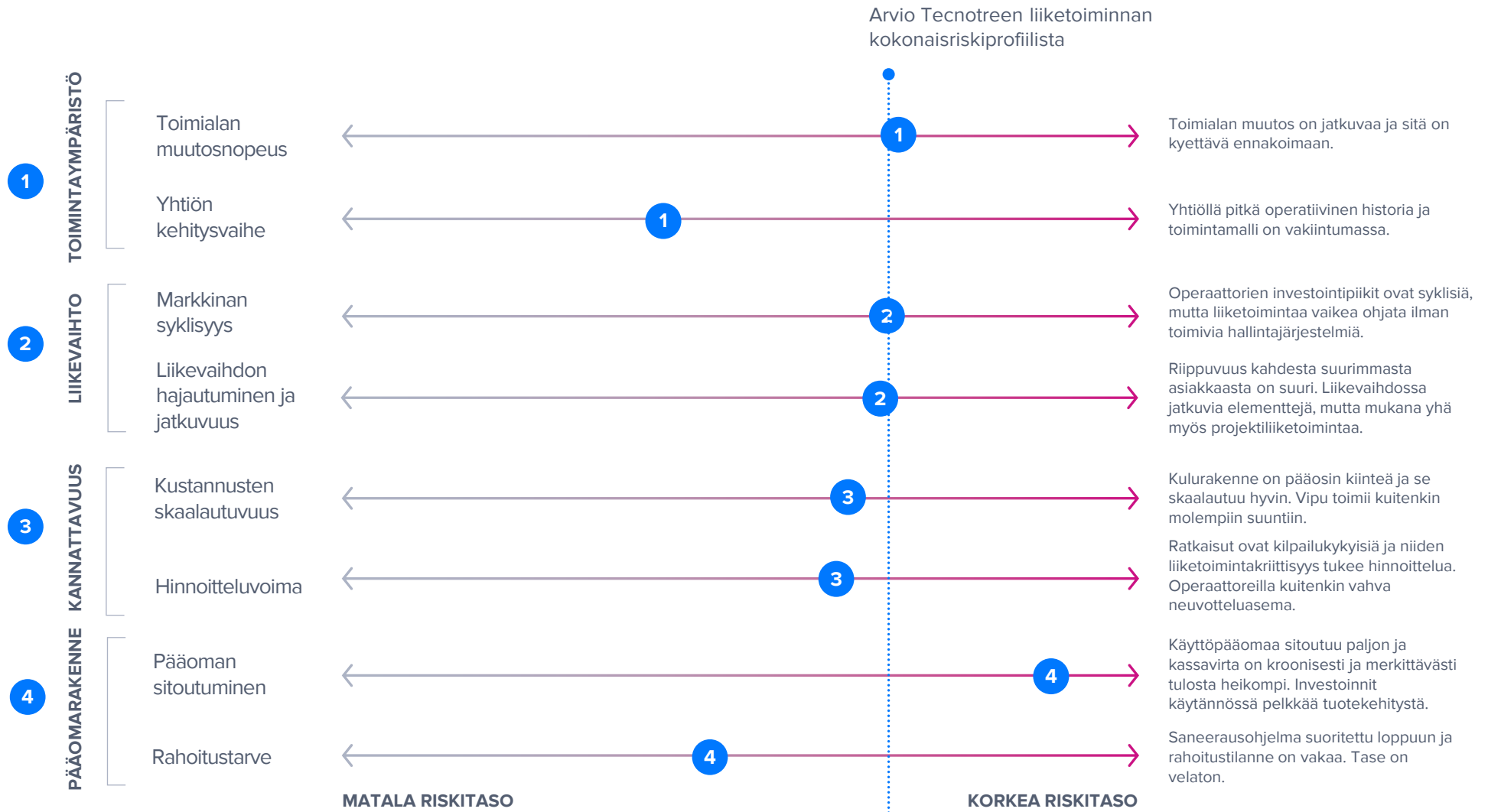
- Tecnotreen toimialaosaaminen ja teknologinen kilpailukyky on vankka
- Toimialan orgaaniset ajurit ovat vahvoja ja kasvunäkymä on yleisesti hyvä
- Ketterä, joustava ja kustannustehokas toimintamalli
- Pitkällä tähtäimellä kasvu uusilta maantieteellisiltä alueilta ja operaattorikentän ulkopuolelta
- Jatkuvien tulovirtojen osuuden kasvu tulevaisuudessa

Riskit



- Operaattoreiden investoinnit ovat syklisiä ja asiakasjakauma on erittäin keskittynyt
- Kasvu sitoo merkittäviä määriä käyttöpääomaa
- Myyntisaamiisiin liittyvät riskit
- Tuotekehitystyössä epäonnistuminen
- Kehittyvien markkinoiden poliittiset ja geopoliittiset riskit ovat korkeita

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Kokonaismarkkina on iso ja kasvava

Tecnotree on globaalisti operoiva BSS-ratkaisuiden kokonaistoimittaja. Koko toimialaa on tyypillisesti tarkasteltu siten, että BSS-ratkaisuiden kylkeen on liitetty myös liiketoimintojen tukiohjelmistojen eli OSS-ratkaisuiden (Operations Support Systems) markkina. OSS-ratkaisut keskittyvät operaatioiden hallintaan, kuten operaattorien tapauksessa verkon hallintaan ja suunnitteluun. BSS-ratkaisut keskittyvät sen sijaan liiketoiminnan pyörittämiseen ja organisaation sisäisiin aktiviteetteihin. Mielestämme Tecnotreelle relevanttia kohdemarkkinaa on perusteltua katsoa koko OSS/BSS-markkinan näkökulmasta, vaikka yhtiö itse onkin asemoitunut puhtaasti BSS-maailmaan ja sen sisällä toistaiseksi vielä käytännössä pelkkään operaattorikenttään. Kokonaisuudessaan markkina koostuu varsinaisista järjestelmäinvestoinneista sekä niihin liittyvistä käyttö- ja tukipalveluista.

Eri markkinatutkimusyhtiöiden mukaan globaalin OSS/BSS-markkinan koko vuonna 2021 oli hieman alle 50 miljardia dollaria. Käsityksemme mukaan BSS-toiminta on tästä kakusta hallitsevampi osapuoli, joskin täysin tarkan kahtiajaon tekeminen OSS:n ja BSS:n välisiin markkinaosuuksiin on vaikeaa. Tämän taustalla on se, että markkinoiden välillä on huomattavia päällekkäisyyksiä niin kysyntä- kuin tarjontapuolella.

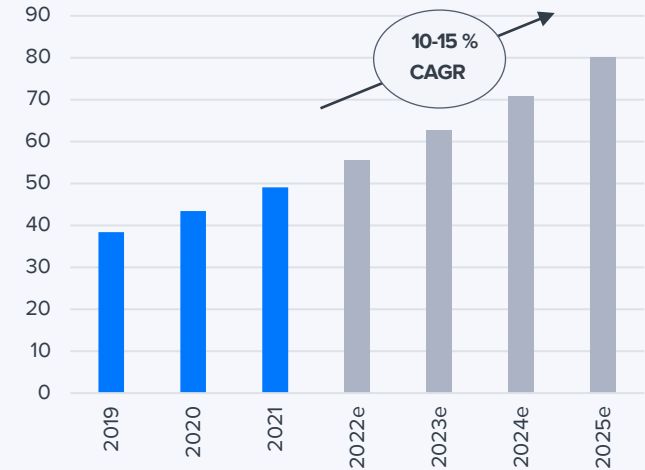
Vertikaaleittain telekommunikaatiosektori on selvästi markkinan suurin. Muita merkittäviä toimialoja ovat muun muassa finanssi- ja terveydenhuoltosektorit. Tecnotreelle oleellista on

mielestämme se, että alla oleva markkina on yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe sen asettavan yhtiön kasvulle rajoitteita.

Eri markkinatutkimusyhtiöt ovat arvioineet kasvuvauhdin olevan vahvalla 10-15 % tasolla. Näin ollen markkinakasvun tarjoaa Tecnotreelle hyviä kasvumahdollisuuksia sekä suojaa kiristyvää kilpailua vastaan. Lyhyellä aikavälillä arvioimme heikentyvän makroympäristön kuitenkin jarruttavan markkinan kasvunäkymää ja kasvun todennäköisesti jäävän alle markkinatutkimusten indikoiman tason seuraavan 12kk aikana.

Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta kehittyvillä talousalueilla teknologisesti matalamman lähtötason ja siten suhteellisesti vauhdikkaamman digitalisoitumisen myötä. Näiden alueiden johtavien operaattoreiden vaatimukset hallintajärjestelmiä koskien ovat käsityksemme mukaan korkeita. Tätä selittää se, että alueiden asiakaskohtaiset liikevaihdot (ARPU) ovat tyypillisesti hyvin matalia ja operaattoreiden oma tuloksentelekyky vaatii taakseen korkean asiakasmassan ja siten sekä skaalautuvan että joustavan liiketoiminnan hallintajärjestelmän. Tässä valossa Tecnotreen maantieteellinen asemoituminen kehittyville markkinoille on mielestämme hyvä. Yhtiön asiakasportfolion rakenne on mielestämme myös osaltaan osoitus yhtiön teknologian kilpailukyvystä alueen korkeaa teknistä vaatimustasoa ja pitkään jatkuneita asiakassuhteita mukaillen.

OSS/BSS-markkina (mrd. \$)



Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

Markkinan rakenne on pirstaloitunut

Toimialan tarjontapuolen rakenne on varsin hajaantunut. Toimijoiden kirjo on hyvin laaja, sillä markkinassa operoivat sekä tiettyihin segmentteihin erikoistuneet että laajan tuoteportfolion (useissa vertikaaleissa olevat yhtiöt) tuote-yhtiöt ja lukuisat pienemmät paikalliseen markkinaan erikoistuneet toimijat (ml. IT-palvelutalot). Tämän lisäksi markkinalla operoivat asiakkaiden omat IT-yksiköt, suuret globaalit verkkoyhtiöt sekä monikansalliset järjestelmäintegraattorit. Yhteensä OSS/BSS-markkinassa jollain tavalla operoivia yhtiöitä onkin arviomme mukaan satoja.

Toimialan polarisoituneisuudesta kertoo se, että suurimpien toimijoiden — muun muassa Amdocs, Ericsson, Huawei, Oracle ja CSG — yhteenlaskettu markkinaosuus on eri arvioiden mukaan noin puolet markkinasta. Tätä selittää näkemyksemme mukaan etenkin se, että vanhassa On-Premise-maailmassa suuret resurssit ovat olleet keskeisimpiä menestystä määrittäviä tekijöitä. Erityisesti johtavat operaattorit ovat pyrkineet parantamaan omien toimintojensa kilpailukykyä hyvin räätälöidyillä ratkaisuilla ja suosineet siten ensisijaisina strategisina kumppaneinaan suuria ja toimituskykyisiä yhtiöitä. Tämä on luonut ja vahvistanut juuri resurssiltaan valtavien toimijoiden skaalapohjaisia (mm. räätälöintikyky) kilpailuetuja. Etenevän pilvitransformaation myötä tämä perinteinen dynamiikka on kuitenkin jossain määrin muuttumassa, mikä tarjoaa arviomme mukaan Tecnotreen kaltaisille pienille ja ketterille toimijoille houkuttelevia kasvumahdollisuuksia.

Toimialan hajanaisen rakenteen takia markkinoilla on nähty historiassa myös kohtuullisen runsas määrä yritysjärjestelyjä. Konsolidaatioissa tyypillinen logiikka on ollut sellainen, että suuremmat toimijat ovat täydentäneet teknistä ja toimialaosaamistaan pienempiä ja keskitetyemmin toimineita yhtiöitä hankkimalla. Yksi konsolidaatioon vaikuttanut tekijä on arviomme mukaan ollut myös operaattorimarkkinan keskittynyt rakenne. Tämä on johtanut operaattoreiden sisällä useisiin ja samalla monimuotoisiin BSS-ratkaisuihin, mikä taas on tehnyt konsolidaatiosta BSS-toimittajille luonnollisen vaihtoehdon omien asiakassuhteiden vahvistamiseksi ja kasvumahdollisuuksien parantamiseksi. Uskomme konsolidaation pysyvän myös jatkossa jossain määrin toimialan rakennetta ohjaavana voimana, vaikka etenevän pilvitransformaation myötä alalle tulon kynnykset laskevat ja toiminnan dynamiikka (mm. suurempi koko ei tuo automaattisesti kilpailuetua) hieman sen seurauksena muuttuukin. Kaiken kaikkiaan markkinaan on edelleen varsin fragmentoitunut eikä tämä tule ainakaan lähitulevaisuudessa muuttumaan selvästi.

Kasvun taustalla kaksi selkeää pääajuria

OSS/BSS-markkinan kasvua ajavat pääasiassa operaattorien liiketoimintamallien murros ja järjestelmäratkaisujen pilvitransformaatio. Markkinan kasvua ajaa myös OSS/BSS-ratkaisujen ulkoistamistrendi sekä pienten ja keskisuurten yritysten kasvanut kysyntä OSS/BSS-järjestelmiä kohtaan oman toimintansa tehostamiseksi. Lisäksi taustalla vaikuttaa myös laajemmat megatrendit, kuten kaupungistuminen ja digitalisaatio (mm. 5G).

Markkinan pääajurit:



Operaattorien liiketoimintamallien murros

→ Vakiomuotoisten viestintäratkaisuiden tarjoamisesta monipuolisempiin asiakaslähtöisiin palveluihin



Pilvitransformaatio

→ Siirtymä hidasliikkeisistä on-premise-järjestelmistä joustavampiin pilvipalveluihin

Muita ajureita:



Ulkoistaminen

→ Operaattorit pyrkivät entistä enemmän ulkoistamaan tukijärjestelmiensä kehitystä



Pk-yritykset

→ Pienten ja keskisuurten yritysten kysynnän OSS/BSS-ratkaisuja kohtaan odotetaan kasvavan

Kasvua tukevat megatrendit:



Kaupungistuminen

→ Markkinan kasvua tukeva megatrendi



Digitalisaatio

→ Markkinan kasvua tukeva megatrendi

Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Operaattorien liiketoimintamallit ovat olleet jo kauan murroksessa. Historiallisesti operaattoreiden toiminta on ollut vahvasti perinteisten ja kilpailijoihin nähden melko vakionuotoisten viestintäratkaisuiden vetämää. Arvonluonnin fokus on ollut pitkälti omissa kustannustehokkuudessa sekä hallinto- ja tukifunktioissa. Viimeisten vuosien aikana operaattoreiden välinen kilpailu on kiristynyt ja mukaan on tullut myös huomattava määrä uutta teknologiayhtiöiden luomaa kilpailua. Operaattoreiden arvonluonnin kannalta tämä kehitys on johtanut siihen, että ajattelumaailmasta on tullut asiakaslähtoisempää ja operatiivisesti toiminnan keskiöön on noussut jatkuva reagointikyky (uusien palveluiden nopea markkinoillesaattoaika) sekä kokonaan digitaaliset palvelut. Isossa kuvassa teleoperaattorit ovatkin muuntautumassa kokonaisvaltaisemmiksi digitaalisten palveluiden tarjoajiksi.

BSS-ratkaisuiden näkökulmasta tämä siirtyminen on puolestaan korostanut järjestelmän ketteryyttä ja joustavuutta. Operaattoreiden haasteena on kuitenkin ollut se, että On-Premise-ympäristöissä käytössä on ollut useita erilaisia ja vanhoihin ansaintamalleihin räätälöityjä järjestelmiä, mikä on tehnyt IT-infrasta hidasliikkeisen sekä vaikeuttanut samalla myös uuteen kilpailuun vastaamista. Oman kilpailukykyä säilyttämiseksi ja uusien ansaintamallien vahvistamiseksi operaattorit ovatkin ryhtyneet purkamaan edellä mainituista tekijöistä syntyneitä teknistä velkaa. Vanhoista järjestelmistä irtaantuminen on kuitenkin teknisesti vaativa, kallis ja aikaa vievä prosessi. Täten operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset tarjoavatkin kilpailukykyisille BSS-toimittajille houkuttelevia pitkän aikavälin kasvupolkuja.

Toinen OSS/BSS-markkinan selkeä kasvuajuri on järjestelmien etenevä pilvitransformaatio. On-Premise-järjestelmien kankeuden lisäksi ongelmana on ollut räätälöintivaateiden korkea hintalappu. Tästä syystä järjestelmien elinkaari- ja vaihtamisen kustannukset voivat olla erittäin korkeita. Lisäksi järjestelmäpäivityksistä voi aiheutua suoria operatiivisia katkoja haitaten päivittäistä toimintaa. Pilvipohjaisten ratkaisuiden keskeisimmät kilpailuedut tulevatkin juuri matalammista elinkaarikustannuksista sekä joustavammasta perusluonteesta (mm. vähemmän räätälöitävyyttä). Molemmat ominaisuudet ovat operaattoreiden kannalta hyvinkin olennaisia, kun huomioidaan liiketoimintamallien murrostila ja kilpailukykyyn vaikuttavat tekijät (mm. kyky tuoda uusia palveluita markkinalle nopeasti). Näin ollen pilvitransformaatio on pitkällä aikavälillä markkinakasvua selkeästi tukeva trendi, vaikka vahva riippuvuus vanhan sukupolven järjestelmistä voikin toimia jarruna kasvulle. Pilvipohjaisten ratkaisujen osuus on kuitenkin vielä suhteellisen matala ja pilvitransformaation kehitys operaattoreilla on ollut suhteellisen hidasta.

Kilpailua kolmessa tasossa

Toimialan hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukentästä on muovautunut monikerroksinen. Täten myöskään Tecnotree ei kilpaile pelkästään tietynlaisten yhtiöiden kanssa, vaan yhtiö kilpailee puhtaasti OSS/BSS-markkinaa ja pääosin operaattorikenttään keskittyneiden toimijoiden, globaalien verkkolaitetoimittajien sekä monikansallisten ja useissa teollisissa vertikaaleissa mukana olevien ohjelmistotalojen kanssa. Lisäksi asiakkaiden omat IT-osastot toimivat jossain määrin Tecnotreen kilpailijoina.



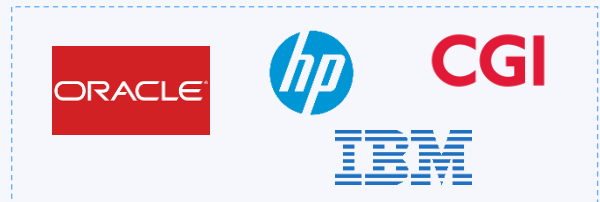
Tecnotreen valikoituja kilpailijoita



BSS-ratkaisuihin erikoistuneet ja vahvan aseman operaattorimarkkinassa omaavat toimijat



Johtavat verkkoinfratoimittajat, jotka ovat asteittain vetäytyneet BSS-markkinasta



Globaalit ohjelmistojätit, jotka ovat mukana useissa teollisissa vertikaaleissa

Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Pääosin pelkkään operaattorikenttään keskittyneistä BSS-toimittajista Tecnotreen tunnetuimpia kilpailijoita ovat arviomme mukaan Amdocs, Netcracker, CSG, Comarch, Optiva ja Sterlite. Näiden yhtiöiden lisäksi Tecnotree kilpailee myös lukuisien pienempien toimittajien kanssa, kuten Whale Cloud ja Qvantel. Yleisesti ottaen vahvasti operaattorikenttään asemoituneiden toimijoiden keskeisimmät vahvuudet tulevat näkemyksemme mukaan syvästä toimialaosaamisesta sekä pitkistä asiakassuhteista. Suurimmat toimijat hyötyvät tyypillisesti myös mittavista resursseistaan, kun taas pienemmillä toimittajilla asiakasläheisyys ja ketteryys voivat olla kilpailukykyä tuova tekijä. Osittain tästä ja rajallisemmista myyntiresursseista johtuen juuri pienten yhtiöiden asiakasportfoliot ovat tyypillisesti hyvin keskittyneitä.

Kilpailijoina toimivat myös globaalit verkkolaite- ja infratoimittajat kuten Ericsson, Nokia, Huawei ja ZTE. Historiallisesti nämä yhtiöt ovat strategioissaan hakeneet telekommunikaatiosektorin arvoketjusta leveämpää osuutta levittäytymällä myös OSS/BSS-markkinaan. Huawei on historiassa voittanut markkinaosuuksia pakottamalla BSS-ratkaisunsa verkkojen kokonaistoimituksiin. Käsityksemme mukaan Huawei ja muut infratoimittajat ovat kuitenkin viimeisten vuosien aikana skaalanneet BSS-toimintonsa alas. Tämä voi siten luoda pienemmille toimijoille uusia mahdollisuuksia.

Kilpailukentän kolmanteen luokkaan kuuluvat monikansalliset ohjelmistotalot, joille operaattorimarkkina on tyypillisesti ollut kohtuullisen tärkeä vertikaali. Nämä yhtiöt ovat historiallisesti olleet keskeisessä roolissa markkinan konsolidoimisessa epäorgaanisten liikkeidensä

kautta. Näiden yhtiöiden keskeisiin vahvuuksiin kuuluvat suuret resurssit sekä jossain määrin myös laaja-alainen vertikaaliosaaminen ja skaalausmahdollisuus (mm. eräänlainen parhaiden käytäntöjen jakaminen). Tecnotreen kanssa kilpailevia ohjelmistotaloja ovat arviomme mukaan muun muassa Oracle, IBM ja CGI.

Kestävät kilpailuedut ovat tiukassa

Toimialan hyvästä kasvuprofiilista huolimatta kilpailutilanne on kova, sillä markkinoilla on lukuisia ratkaisutoimittajia ja merkittävän teknologisen erottautumisen saavuttaminen on arviomme mukaan erittäin haastavaa etenkin pitkällä aikavälillä. Markkinan haasteellisuutta lisää ostajien suuri neuvotteluvoima. Operaattorit ovat harvoin riippuvaisia yhdestä toimittajasta ja koska kilpailijoita on paljon on heillä paljon valinnanvaraa valitessaan toimittajaa. Toisaalta vaihdon korkeat kustannukset rajaavat hieman ostajien neuvotteluvoimaa. Toimialalla menestyminen edellyttääkin arviomme mukaan hyvin kilpailukykyistä ja jatkuvaa tuotekehitystä sekä kykyä ennakoida omien toimintavertikaalien tulevaa kehitystä. Toimialalla keskeisimmät ja lähimpänä kestäviä olevat kilpailuedun lähteet tulevat arviomme mukaan asiakkaan kohtaamista vaihdon kustannuksista ja siten pitkistä asiakassuhteista. Näiden rakentaminen edellyttää kuitenkin juuri tuotekehitys- ja ennakoituvuudessa onnistumista ja siten jatkuvaa asiakaslupauksen täyttämistä. Tecnotreen pitkän operatiivisen historian ja viime vuosien uusien asiakasvoittojen valossa yhtiön kokonaiskilpailukykyä vaikuttaa olevan tällä hetkellä hyvällä tasolla.



Kilpailukentän rakenne



Strategia

Arvolupaus ja asemoituminen

Tecnotreen arvolupaus asiakkailleen rakentuu pitkälti teknologisesti kyvykkään, kulutehokkaan ja pilvipohjaisen BSS-tarjoaman varaan. Yhtiö pyrkii vakiinnuttamaan asemansa asiakkaalle tärkeänä strategisena toimittajana ja siten nostamaan asiakkaan vaihdon kustannuksia. Mielestämme yhtiö on onnistunut tässä historiallisesti varsin hyvin.

Strategisena kohdesegmenttinä yhtiölle ovat kehittyvien talousalueiden ja teknisesti korkeiden vaatimustasojen operaattorit. Pidämme tätä perusteltuna ottaen huomioon yhtiön pitkä historia näillä alueilla ja sitä kautta kertynyt osaaminen. Samalla kuitenkin yhtiön kohdesegmentti nostaa yhtiön riskiprofilia kehittyviin talouksiin liittyvien riskitekijöiden kautta.

Tecnotree ei ole näkemyksemme mukaan premium-hinnoittelija, mikä on mielestämme järkevää ottaen huomioon yhtiön kohdesegmentti. Yhtiön henkilöstöressurssien sijaitessa kilpailukykyisillä alueilla luo tämä tiettyä hintajoustoa suhteessa kilpailijoihin. Siten arvioimme yhtiön pyrkivän tarjoamaan parhaan hinta/laatu-suhteen ratkaisun asiakkailleen.

Strategia tähtää kannattavaan kasvuun

Luonnollisesti Tecnotree pyrkii saavuttamaan operaattorien digitalisaatiota edistävällä liiketoiminnallaan kannattavaa kasvua. Kasvua tavoitellaan erityisesti nykyisissä asiakkaissa sekä uusia asiakkuuksia voittamalla ja pidemmällä aikavälillä myös uusiin teollisiin vertikaaleihin laajentamalla.

Yhtiön strategian toteuttamisen kannalta

tuotekehityksessä ja myynnissä onnistuminen ovat kriittisiä tekijöitä. Tuotekehitysinvestoinnit ovat yhtiön pääoman allokoinnin kannalta olennaisessa asemassa ja näissä onnistuminen pitkälti määrää yhtiön tulevaisuuden kilpailukyvyn.

Uskomme kasvun tavoittelun olevan yhtiön strategian ytimessä vielä pitkälle tulevaisuuteen ja siten emme odota yhtiön aloittavan voitonjakoa ainakaan lähitulevaisuudessa. Sen sijaan odotamme yhtiön allokoivan pääomiaan jatkossakin tuoteportfolion kehittämiseen joko orgaanisesti tai epäorgaanisesti.

Kasvu nykyisissä asiakkaissa

Tecnotreen kasvustrategian ytimessä on kasvu sen nykyisissä suurissa asiakkuuksissa. Yhtiöllä on pääosin erittäin pitkät ja tiiviit suhteet olemassa oleviin asiakkaisiinsa, ja osa asiakassuhteista on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Yhtiön tärkeimpien asiakkaiden strategiat ovat hyvin kasvunhakuisia luoden Tecnotreelle hyvän mahdollisuuden kasvaa asiakkaiden mukana. Asiakasportfolion ollessa keskittynyt on Tecnotreen kasvu myös jossain määrin riippuvaista asiakkaidensa kasvusta. Pidemmällä tähtäimellä yhtiön olisikin näkemyksemme mukaan hyvä edelleen hajauttaa asiakasriskiään panostamalla uusasiakashankintaan.

Uudet asiakkaat

Olemassa olevien asiakkaiden lisäksi Tecnotree luonnollisesti pyrkii myös voittamaan uusia asiakkuuksia. Tämä on pitkän tähtäimen kasvun sekä myös riskien hallinnan kannalta erittäin tärkeää. Uusasiakashankinnan fokus on ensisijaisesti kehittyvillä markkinoilla, mikä on

perusteltua ottaen huomioon pitkän historian mukanaan tuoma paikallisoosaaminen. Uusien asiakkaiden hankinta on kuitenkin usein työlästä asiakkaiden korkeiden vaihdon kustannusten, pitkien myyntisykliä sekä kovan kilpailun vuoksi. Tecnotree on kuitenkin viime aikoina onnistunut voittamaan uusia asiakkaita, mikä on merkki yhtiön tarjoaman kilpailukyvystä sekä myyntikyvykkyyksistä. Voittaakseen uusia asiakkuuksia yhtiö joutuu usein tarjoamaan joko alennuksia tai pitkiä maksuaikoja, joista yhtiö on turvautunut etenkin jälkimmäiseen. Tämä sen sijaan on näkynyt käyttöpääoman voimakkaana kasvuna, joka on yhtiön kannalta tietoinen strateginen valinta.

Laajentuminen uusiin vertikaaleihin ja liiketoimintamalleihin

Pitkällä aikavälillä Tecnotree pyrkii laajentumaan entistä vahvemmin myös teleoperaattorien ulkopuolisissa vertikaaleissa. Tämä toisi yhtiölle uudenlaisia tulovirtoja ja hajauttaisi siten teleoperaattorien investointeihin liittyviä syklisiä riskejä. Tällä hetkellä kasvua uusissa vertikaaleissa haetaan erityisesti Moments ja DiWa (Digital Wallet) -tuotteilla. Näissä tulovirrat ovat pääosin transaktiopohjaisia ja siten erittäin skaalautuvia. Näiden kasvu toisi liikevaihtoon lisää jatkuvuutta ja sitä kautta ennustettavuutta.

Yhtiöllä on jo esimerkki voitetusta sopimuksesta Moments-alustalleen Dubain urheilualan toimijan Dubai Sports Councilin kanssa, joka oli tärkeä avaus uusissa vertikaaleissa. Yhtiö on ilmoittanut Moments-alustansa kohdevertikaalien olevan mm. urheilualan, koulutuksen, terveydenhuollon sekä viihdealan toimijat.

Strategia ja arvolutaus



Strategiset tavoitteet



Kannattava kasvu ja operatiivinen tehokkuus



Nykyiset asiakkaat

- Kasvu nykyisten asiakkaiden kanssa on järkevää asiakkaiden omien strategioiden ollessa kasvuhakuisia
- Pitkät asiakassuhteet luovat hyvät pohjat kasvulle
- Ei vaadi taakseen merkittäviä lisäinvestointeja tuotekehitykseen tai myyntiin
- Keskittynyt asiakasportfolio tekee kasvusta osin riippuvaista vanhoista asiakkaista



Uudet asiakkaat

- Uusien asiakkaiden hankkiminen on kasvun ja riskien hallinnan kannalta tärkeää
- Uusasiakashankinnan fokus on ensisijaisesti kehittyvillä alueilla
- Uusasiakashankinta on työlästä asiakkaiden korkeiden vaihdon kustannusten, pitkien myyntisykliä ja kovan kilpailun vuoksi
- Uusasiakashankinta vaatii yhtiöltä usein joustoa maksuajoista tai marginaaleista



Uudet vertikaalit

- Uusissa vertikaaleissa kasvaminen toisi uudenlaisia tulovirtoja ja laskisi riskitasoa
- Yhtiöllä on jo tällä hetkellä ratkaisuja uusiin vertikaaleihin (Moments ja DiWa) sekä esimerkki voitetusta sopimuksesta (Dubai Sports Council)



Arvolutaus ja asemoituminen



Arvolutaus

- Tecnotreen arvolutaus rakentuu teknologisesti kyvykkään, kulutehokkaan ja pilvipohjaisen BSS-tarjoaman varaan
- Tavoitteena vakiinnuttaa oma asema asiakkaan strategisena kumppanina ja nostaa siten asiakkaan mahdollista vaihdon kustannusta
- Arvolutauksen toimittamisessa onnistuttu pidemmällä aikavälillä



Kohdesegmentti

- Strategisena kohdesegmenttinä ovat kehittyvien talousalueiden operaattorit
- Pidämme tätä perusteltuna ottaen huomioon yhtiön pitkä historia ja osaaminen kyseisessä segmentissä
- Kohdesegmentti osaltaan nostaa yhtiön riskiprofilia
- Pitkällä aikavälillä yhtiö pyrkii kasvamaan myös operaattorien ulkopuolisissa vertikaaleissa



Hinnoittelu

- Tecnotree ei ole premium-hinnoittelija, vaan pyrkii tarjoamaan tuotteillaan parhaan hinta-/laatusuhteen. Tämä on mielestämme perusteltua ottaen huomioon yhtiön kohdesegmentti (matala ARPU)
- Asiantuntijaresurssit sijaitsevat matalamman kulutason alueilla, joka luo hinnoitteluun joustavuutta
- Arvonluonnin ydin ei ole hinnoittelussa vaan omassa operatiivisessa tehokkuudessa

Taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen kasvu- ja tuloskehitys

Tecnotreen historiallinen liikevaihto- ja tuloskehitys on ollut varsin vaihtelevaa, etenkin yhtiön kriisivuosina. Vuosien 2015 ja 2018 välillä yhtiön liikevaihto laski merkittävästi projektiriskien realisoiduttua. Vuodesta 2019 alkaen yhtiön liikevaihto kääntyi jälleen tasaiseen kasvuun ja vuosina 2019-2021 liikevaihto kasvoi keskimäärin 15,3 % vuodessa. Kasvu on syntynyt pitkälti omien lisenssien myynnin kasvusta sekä toimituksista. Sen sijaan jatkuvien ylläpitotuottojen osuus liikevaihdosta on laskenut selvästi. Myös kannattavuus on kehittynyt suotuisasti käännetarinan edetessä oikaistun liikevoittomarginaalin noustua asteittain vuoden 2018 14,1 %:sta vuoden 2021 36,9 %:iin. Kannattavuuden positiiviseen kehitykseen on vaikuttanut kulurakenteen skaalautuminen liikevaihdon kasvun myötä. Lisäksi kannattavuutta on tukenut tuotekehitysinvestointien aloitetut aktivoinnit 2019 alkaen, sillä näistä seuraavat poistot eivät ole vielä kasvaneet merkittävästi. Vuosien 2019-2021 aktivoidut tuotekehitysmenot olivat 2,9-5,4 MEUR ja näiden vaikutus liikevoittomarginaaliin oli noin 6-8 % (mikäli investoinnit olisi kirjattu kuluina). Siten pidämmekin vuosien 2020-2021 erittäin vahvaa kannattavuutta ainakin lyhyellä tähtäimellä poikkeuksena.

Kustannusrakenne on pääosin kiinteä

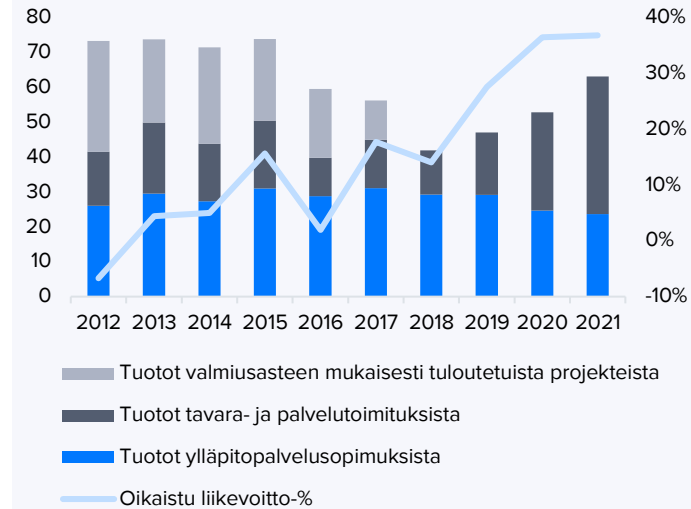
Ohjelmistotalolle tyypilliseen tapaan Tecnotreen bruttokate on hyvin korkea ja viimeisten vuosien aikana se on vaihdellut 95-97 %:n välillä. Korkean bruttokatteen taustalla on yhtiön ansaintamallin kustannuslogiikka, sillä myyntiin liitännäiset muuttuvat suorat kulut ovat kokoluokaltaan pieniä.

Tecnotreen bruttokate voi toisaalta antaa liian ruusuisen kuvan, sillä kululajipohjaisessa tuloslaskelmassa toimituksiin liittyvät henkilöstökulut eivät näy materiaali ja palvelut - kuluissa. Täten toimintokohtaisessa tuloslaskelmassa bruttokate olisi arviomme mukaan selvästi nykyistä matalampi, mutta silti hyvällä tasolla. Korkeasta bruttokatteesta ei siten myöskään voi vetää johtopäätöksiä yhtiön hinnoitteluvoimasta. Korkea bruttokate tekee kuitenkin yhtiön tulosvivusta erittäin voimakkaan, mikäli kiinteät kulut eivät kasva samassa suhteessa liikevaihdon kasvun myötä.

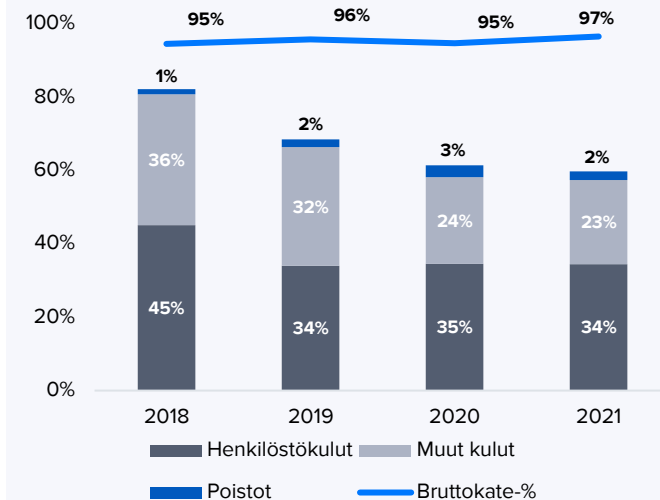
Tecnotreen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, jotka vastasivat yhteensä 55 % kokonaiskustannuksista ja 34 % liikevaihdosta vuonna 2021. Yhtiön tärkeimmät funktiot tuotekehitys ja myynti ovat hyvin tieto- ja henkilöintensiivisiä. Erityisesti tuotekehitykseen sidonnaiset henkilöstökulut ovat arviomme mukaan lähes täysin kiinteitä, kun taas myyntipuolen kustannuksissa on myös muuttuvia elementtejä erilaisten komissioiden muodossa.

Kokonaisuutena henkilöstökulut ovat kasvun mukana suhteellisen hyvin skaalautuva kuluerä. Tecnotreen ansaintamalli, kilpailukyky ja pitkän aikavälin arvonnluonnin ydin nojaavat kuitenkin henkilöintensiivisiin toimintoihin. Käytännössä orgaanisen kasvun tavoittelu vaatii siten aina myös jonkin verran lisäpanostuksia henkilöstöresursseihin, kun yhtiön toimitettava tilauskanta kasvaa. Näihin toimintoihin on investoitava jatkuvaluontoisesti ja jossain määrin myös etupainotteisesti.

Historiallinen kehitys (MEUR)



Kustannusrakenteen kehitys (%-lv:sta)



Taloudellinen tilanne 2/2

Etupainoitteisia investointeja henkilöstöön yhtiö joutuu tekemään etenkin pyrkiessä voittamaan uusia asiakkuuksia. Näin kulujen skaalautumisessa voikin olla selviä kvartaali- ja vuositason eroavaisuuksia.

Tecnotreen muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut viime vuosina 23-36 %. Muut kulut koostuvat pääosin suorasta alihankinnasta, muista ulkoisista resursseista sekä muista liiketoimintaan tyypillisesti liittyvistä kuluista. Muissa kuluissa on sekä muuttuvia että täysin kiinteitä osia.

Lähdeverot ovat olleet historiassa haasteena

Tecnotreen toimittamien järjestelmien ja palveluiden myyntiin liittyy useissa toimintamaissa lähdevero, jonka vuosi yhtiön tuloja verotetaan paikoitellen kaksinkertaisesti. Tecnotreelle tärkeiden kehittyvien alueiden paikallisten verolakien ovat myös tyypillisesti nopeasti muuttuvia ja niiden tulkinta on käsityksemme mukaan paikoitellen ristiriitaista. Historiallisesti lähdeverot ovatkin aiheuttaneet yhtiölle huomattavaa kiusaa, sillä lähdeverot ovat vastanneet suurinta osaa yhtiön maksamasta verokuormasta. Korkeat lähdeverot rasittavat nettotuloksen ohella luonnollisesti myös kassavirtaa. Yhtiö on kuitenkin onnistunut viime vuosina pienentämään lähdeverokuormaansa suhteessa tulokseen merkittävästi, mutta uskomme lähdeverojen aiheuttavan jatkossakin ainakin jossain määrin riesaa. Sen sijaan Suomessa yhtiö ei maksa käytännössä lainkaan tuloveroja, sillä yhtiöllä on merkittävä määrä verovähennyskelpoisia tuotekehityskustannuksia. Lähdeverojen ja yhtiön harjoittaman verosuunnittelun vuoksi yhtiön vuosittaisen veroasteen ennustamiseen liittyykin aina epävarmuutta.

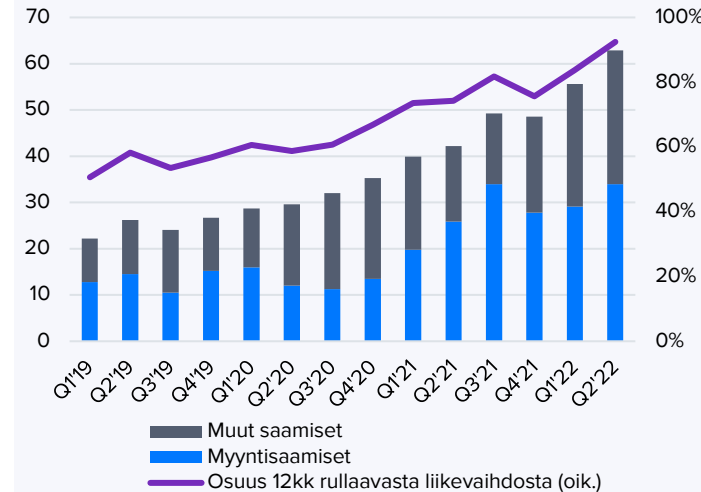
Taseasema on vahva ja kassavirta heikko

Q2'22 lopussa Tecnotreen omavaraisuusaste oli 82 % ja nettovelkaantumisaste -19 %. Tase vahvistui merkittävästi vuonna 2021, kun yhtiö keräsi suunnatussa annissa 22 MEUR:n bruttovarat ja maksoi saneerausvelkansa kokonaan pois. Yhtiön tase on siten tunnusluvuiltaan vahva, mutta ottaen huomioon yhtiön kassavirran kotiuttamiseen liittyvät haasteet ja käyttöpääoman voimakas sitoutuminen, sitä sen täytyy myös olla jatkossakin. Kokonaisuudessaan yhtiön rahoitusasema on mielestämme vakaa, emmekä näe sen aiheuttavan oleellisia hidasteita kasvustrategian toteuttamiselle ja siten pidemmän aikavälin arvonluonnin tavoittelulle. Taseen merkittävin riski liittyy myyntisaamisiin, joiden alaskirjaukset voisivat heikentää selvästi taseen tunnuslukuja. Tällä hetkellä pidämme kuitenkin riskiä merkittäville alaskirjauksille pienenä.

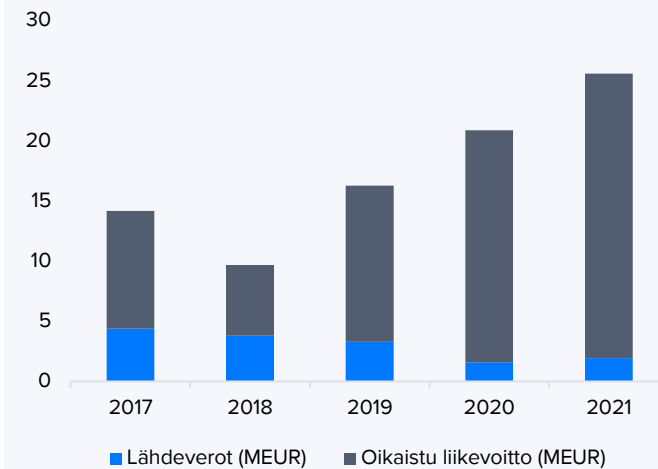
Taseen loppusumma oli Q2'22 lopussa 91 MEUR. Taseen vastaavaa puolella selkeästi suurin osa koostui myynti- sekä muista saamisista (62,9 MEUR). Q2'22 lopussa kassavarat olivat 13,9 MEUR. Aineettomat hyödykkeet olivat yhteensä 11,3 MEUR. Vastattavaa puolella oma pääoma oli 74,4 MEUR ja loput taseesta koostui pääosin ostoveloista (13,9 MEUR).

Kokonaisuudessaan Tecnotreen kannattavuus ja taseen tunnusluvut eivät anna täysin oikeaa kuvaa yhtiön taloudellisesta tilanteesta, sillä yhtiön vapaa kassavirta on rakenteellisesti sekä käyttökattetta että myös muita tulosrivejä matalampi. Tätä ja kassavirran kotiuttamiseen liittyviä tekijöitä peilaten pidämmekin kassavirtaan liittyvien tunnuslukujen seuraamista myös tärkeänä.

Saamisten kehitys suhteessa liikevaihtoon

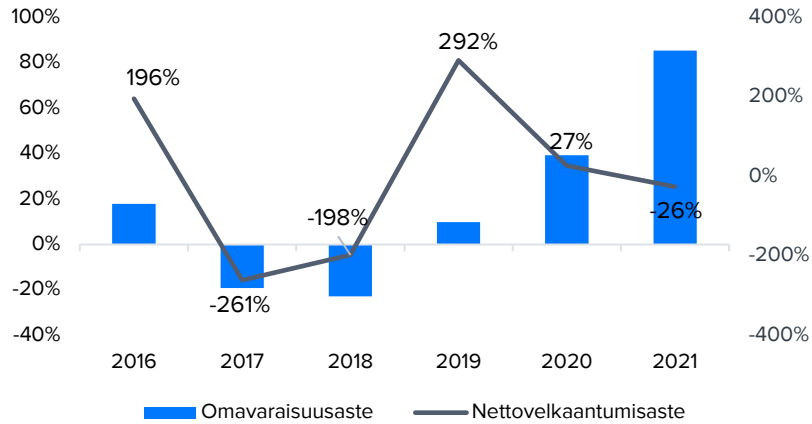


Lähdeverorasituksen kehitys

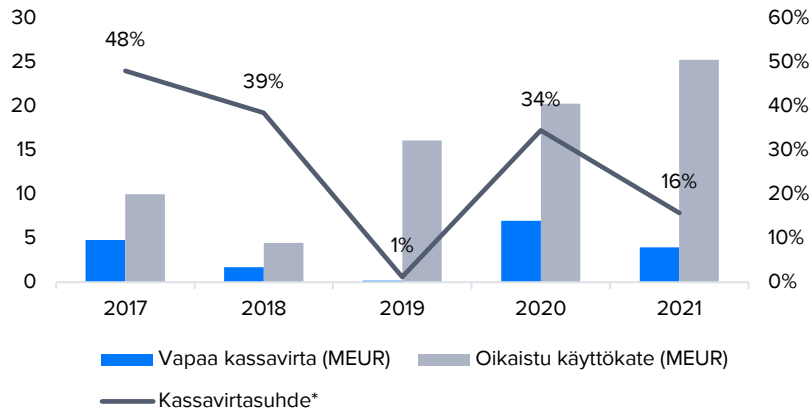


Taloudellinen tilanne

Taseaseman kehitys

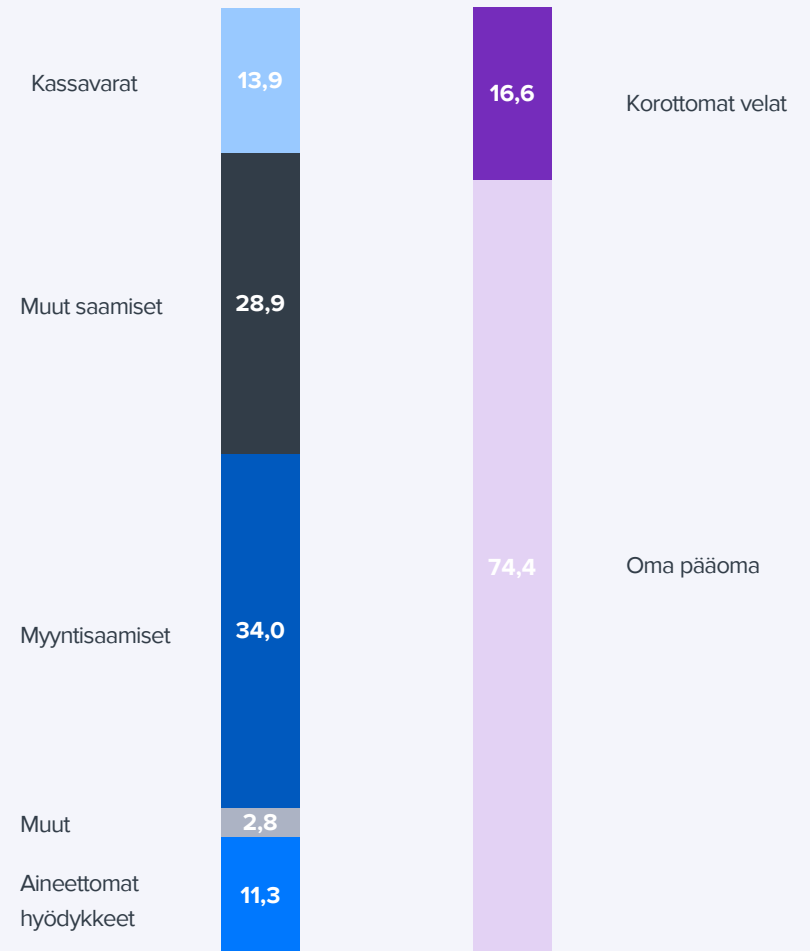


Kassavirtasuhteen kehitys



* Vapaan kassavirran suhde oikaistuun käyttökatteeseen

Taseasema Q2'22 lopussa



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Mallinamme Tecnotreen liikevaihdon kehitystä erikseen tavara- ja palvelusopimusten (sisältäen omat ja kolmansien osapuolten lisenssit sekä toimitukset) sekä ylläpitotuottojen kautta. Lyhyen aikavälin ennusteisiimme haemme suuntaa tilauskannan, saatujen uusien tilausten sekä arvioimimme jatkuvien tulovirtojen pohjalta.

Olemme tämän raportin yhteydessä tarkistaneet lähivuosisien ja pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusennusteitamme alaspäin. Arviomme mukaan nykyisessä heikentyneessä markkinaympäristössä aiemmat oletuksemme osoittautuivat liian optimistisiksi, jonka seurauksena lähivuosisien tulosenusteemme laskivat noin 14-20 %

Lyhyellä aikavälillä kvartaalikohtainen liiketoiminnan ennustettavuus on varsin heikko, sillä tilausten ajoitus ja toimitukset voivat heiluttaa kvartaalikohtaista liikevaihtoa merkittävästi. Lisäksi koska yhtiön bruttokatteet ovat erittäin korkeat ja kustannusrakenne kiinteä, liikevaihtotason vaihtelu voi aiheuttaa myös selvää vaihtelua yhtiön kvartaalikohtaiseen kannattavuuteen. Q1 on yhtiölle tyypillisesti liikevaihdollisesti hiljaisin kvartaali ja siten myös kannattavuuden osalta heikoin. Lyhyen aikavälin ennustettavuutta parantaa ohjeistus, jonka yhtiö antoi ensimmäistä kertaa vuosiin Q2'22-raportin yhteydessä.

Vuositasolla kehitys on kuitenkin tasaisempaa ja numeroiden pitäisi seurata paremmin yhtiön pidemmän aikavälin trendejä. Keskipitkällä aikavälillä näkyvyys yhtiön liiketoimintaan onkin jo kohtuullinen, sillä tilauskannan rakenne on

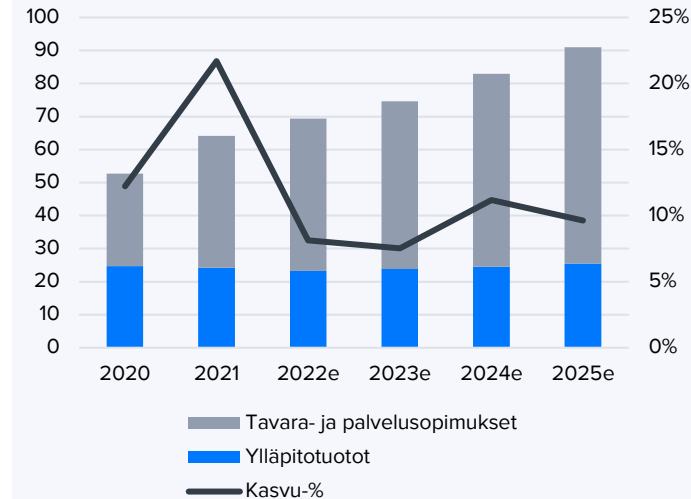
pitkähkö ja liikevaihdossa on mukana myös jatkuvia tulovirtoja. Olennaisimmat epävarmuudet kohdistuvat uusiin tilauksiin ja siten kasvun kulmakertoimeen. Tämän taustalla ovat esimerkiksi operaattoreiden investointeihin liittyvät ajoitukselliset tekijät. Pitkällä aikavälillä yhtiön kasvu on pitkälti riippuvaista yhtiön omasta kilpailukyvästä ja strategian toteuttamisesta sekä luonnollisesti myös markkinan yleisestä kehityksestä.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden ennustamisessa avainasemassa on kulujen ennustaminen. Kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Bruttokatteen odotamme pysyvän jatkossakin vahvalla 93-95 %:n tasolla. Keskeisimmät operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet liittyvät yhtiön kuluprofiilia mukailien henkilöstöhokkuuteen sekä investointien ajoittumiseen ja kokoluokkaan. Valuuttakurssit aiheuttavat ennusteisiin epävarmuutta niin liikevaihto-, kulu- kuin rahoituskuluriveillä. Lisäksi alariveillä näkyvyys yhtiön veroasteeseen on varsin heikko erityisesti lähdeverojen vuoksi.

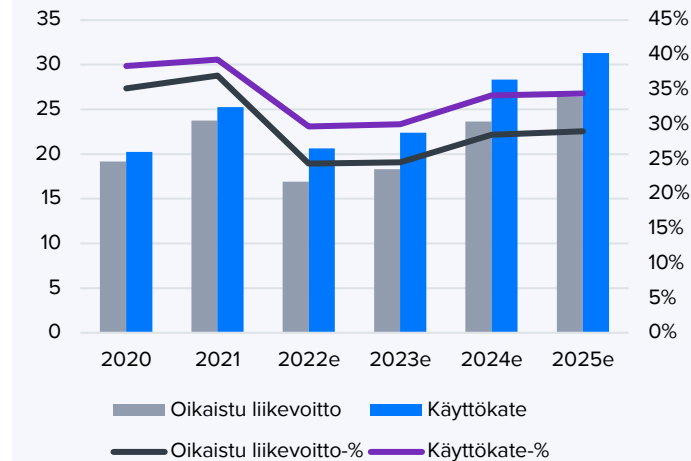
Kannattavuus paineessa tänä vuonna

Vuodet 2020 ja 2021 olivat Tecnotreelle erinomaisia. Yhtiö onnistui koronapandemian vaikeuttamassa ympäristössä kasvamaan, parantamaan kannattavuuttaan, laskemaan asiakasriskiään sekä maksamaan saneerausvelkansa loppuun ja siten vahvistamaan taloudellista tilannettaan selvästi. Vuodet 2020-2021 sinetöivätkin yhtiön paluun kriisiyhtiöstä kannattavaksi kasvuyhtiöksi.

Liikevaihto ja kasvu-%



Oikaistu liikevoitto ja käyttökate



Ennusteet 2/3

Vuosi 2022 sen sijaan on alkanut huomattavasti haastavammin. Tecnotreen liikevaihdossa nähtiin vielä alkuvuonna ripeää kasvua (H1'22: +13,6 %), mutta kannattavuus (H1'22 EBIT-%: 22,6 %) on heikentynyt merkittävästi edellisvuoden tasoilta. Yhtiön kannattavuus kohtaakin tällä hetkellä paineita usealta suunnalta. Tecnotreen tilauskanta on kasvanut merkittävästi viime vuosina ja turvatakseen oman toimituskykynsä yhtiö joutuu investoimaan henkilöstöön etupainotteisesti. Uudet voitettut suuret asiakkuuden vaativat myös paikallisen läsnäolon vahvistamista toimitus- ja tukiorganisaatioissa, mikä aiheuttaa lyhyellä aikavälillä kulupaineita. Samalla yhtiö kamppailee yleisesti voimakkaan kustannusinflaation ja epäsuotuisasti kehittyneiden valuuttakurssien kanssa. Yhtiö kärsii voimakkaasta palkkainflaatiosta erityisesti Intiassa, missä suurin osa yhtiön henkilöstöstä työskentelee. Samalla euron heikentyminen Intian rupiaa vasten nostaa kustannuksia euromääräisesti.

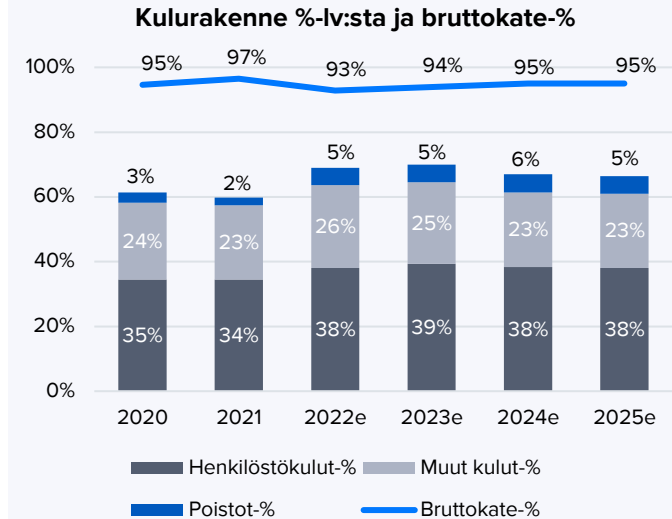
Tecnotreen ohjeistus kuluvalle vuodelle odottaa liikevaihdon kasvavan 5-10 % ja liikevoiton olevan edellisvuotta (2021: 23,7 MEUR) pienempi. Ohjeistuksen indikoima kasvu on mielestämme varsin matala ottaen huomioon yhtiön alkuvuoden kasvu sekä yhtiön runsas tilauskanta (H1'22: 72,8 MEUR, +32 %). Siten varovainen ohjeistus arviomme mukaan kertoo siitä, että yhtiön toimituskyky ei ole tällä hetkellä täysin optimaalisella tasolla. Hidastuvan kasvun taustalla on myös arviomme mukaan yhtiön asiakkaiden investointipäätösten lykkääminen haastavan taloudellisen ympäristön vuoksi. Tämä voi jarruttaa tietyiltä osin tilauskannan toimittamista.

Odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna noin 8 % 69,3 MEUR:oon.

Ennustemme on siten hieman ohjeistushaarukan keskipisteen yläpuolella. Toiselle vuosipuoliskolle tämä tarkoittaa kasvun hidastumista noin 4 %:iin. Arvioimme tänä vuonna kasvun tulevan erityisesti omien lisenssien myynnistä sekä toimituksista. Sen sijaan ylläpituottojen odotamme jatkavan laskuaan edellisvuosien tavoin. Emme odota kuluvana vuonna vielä merkittävää liikevaihtoa yhtiön transaktiopohjaisista ratkaisuksista Tecnotree Momentsista ja DiWa:sta.

Oikastun liikevoiton odotamme laskevan 16,9 MEUR:oon, mikä vastaisi noin 24 %:n (2021: 37 %) oikaistua liikevoittomarginaalia. Ennustamme siis selvää kannattavuuden ja tulostason heikkenemistä. Aiemmin käsittelemiemme kannattavuutta heikentävien tekijöiden lisäksi tulosta edellisvuoteen nähden rasittaa myös selvästi kasvava poistotaso. Tämä johtuu siitä, että Tecnotreen vuodesta 2019 alkaen aktivoimien tuotekehitysmenojen poistot alkavat tästä vuodesta alkaen rullaamaan voimakkaammin. Suurin hyppy poistotasossa tapahtuu arviomme mukaan tämän vuoden aikana. Nettotuloksen odotamme laskevan 12,5 MEUR:oon (2021: 18,4 MEUR), mikä vastaisi 0,04 euron osakekohtaista tulosta (2021: 0,06 euroa).

Huolimatta selvästi positiivisesta tuloksesta odotamme vapaan kassavirran jäävän kuluvana vuonna -4,7 MEUR negatiiviseksi. Kassavirtaa rasittaa voimakkaasti käyttöpääoman sitoutuminen ja yhtiön tekemät tuotekehitysinvestoinnit. Kassavirtojen ennustamiseen liittyy luonnollisesti merkittävää epävarmuutta. Yhtiön mukaan kassavirtatilanteen pitäisi parantua selvästi vuoden sisällä. Mikäli yhtiö onnistuu kotiuttamaan saamisiaan jo loppuvuonna, voisi vapaa kassavirta yltää jo kuluvaan vuoteen osalta positiiviseksi.



Ennusteet 3/3

Kasvu jatkuu vuosina 2023-2025

Vuonna 2023 odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan noin 8 %. Arvioimme haastavan taloudellisen ympäristön aiheuttavan viivästyksiä asiakkaiden investointipäätöksissä ja siten hidastavan kasvua vielä H1'23:n aikana. Loppuvuonna 2023 odotamme kasvun jälleen kiihtyvän. Vuosina 2024-2025 odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan keskimäärin reilun 10 %:n vauhtia. Odotamme, että kasvun tärkeimpinä ajureina tulevana vuosina toimivat omien lisenssien myynnit ja toimitukset. Ennustamme myös ylläpitotuottojen alkavan kasvaa maltillisesti tulevana vuosina, kun yhtiön lukuisista viime vuosien aikana tehdyistä toimituksista pitäisi alkaa kertymään enemmän ylläpitotuottoja.

Tecnotree on indikoinut, että sen uusista kasvuaihoista Momentsista, DiWa:sta sekä SaaS-pohjaisista ratkaisuista alkaisi kertyä liikevaihtoa 2023 lopulla tai 2024 aikana. Emme ennusta näiden liikevaihtoa erikseen, emmekä nojaa näiden läpimurtoon, mutta uudet kasvuaihiot luovat positiivisen option kasvulle vuodesta 2024 eteenpäin. Mikäli makrotaloudellinen epävarmuus hellittää, yhtiön tuotteiden kilpailukyky säilyy hyvällä tasolla ja yhtiö onnistuu ylläpitämään toimituskykyään, voi yhtiöllä olla mahdollisuus ennusteitamme vauhdikkaampaankin kasvuun keskipitkällä aikavälillä.

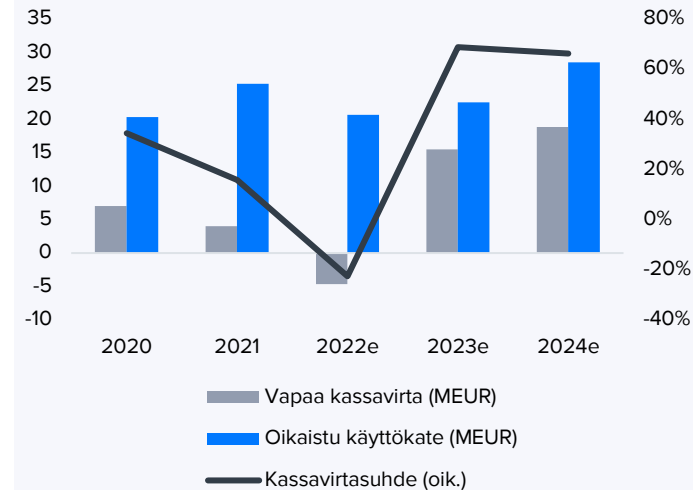
Kannattavuuden osalta ennustamme vuoden 2023 oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 24,5 % ja nousevan asteittain kohti 29 %:n tasoa vuonna 2025. Avainasemassa kannattavuuden kehityksessä on liikevaihdon kasvun myötä

skaalautuvat kiinteät kustannukset. Myös kustannusinflaation hallinta ja kulutehokkaasta toimintamallista kiinnipitäminen on kriittistä. Odotamme myös, että 2023 alkaen käyttöpääoman sitoutuminen rauhoittuu ja yhtiön kassavirta paranee huomattavasti.

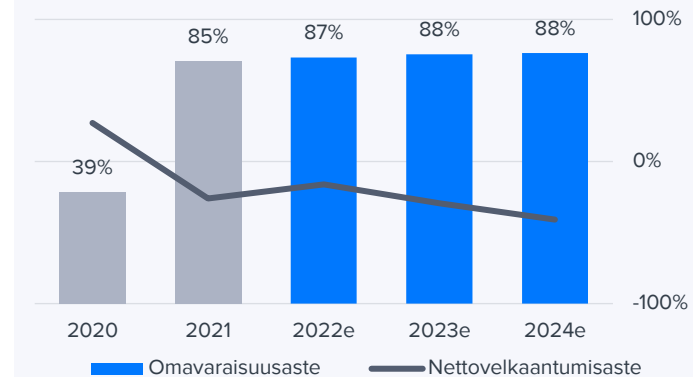
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2026-2031 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan asteittain 5 %:sta 3 %:iin. Tämän jälkeen vuodesta 2031 eteenpäin kasvun ikuisuusoletuksemme on 2 %. Pitkän aikavälin kasvuennusteemme ovat varsin maltilliset ottaen huomioon markkinan odotettu kasvuvauhti. Pidämme kuitenkin perusteltuna pitää ennusteissa turvamarginaalia, sillä näkyvyys yhtiön teknologiseen kilpailukykyyn ja markkinan kehitykseen pidemmällä tähtäimellä on varsin ohut. Odotamme liikevoittomarginaalin saavuttavan vuonna 2027 30 %:n tason ja tasaantuvan tästä 28 %:n tasolle vuonna 2030, mikä on myös ikuisuusoletuksemme. Mikäli yhtiön alustapohjaiset ratkaisut menestyvät ja yhtiö onnistuu ylläpitämään kilpailukykyään ja kustannustehokasta toimintamalliaan, voivat pidemmän tähtäimen oletuksemme osoittautua liian varovaisiksi.

Kassavirta



Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	52,8	11,2	16,7	18,2	18,1	64,2	13,3	18,3	19,2	18,5	69,3	74,6	83,0	91,0
Konserni	52,8	11,2	16,7	18,2	18,1	64,2	13,3	18,3	19,2	18,5	69,3	74,6	83,0	91,0
Käyttökate	20,3	3,4	7,9	7,6	6,4	25,3	3,0	6,0	6,4	5,3	20,6	22,5	28,5	31,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-1,6	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-3,8	-4,2	-4,8	-5,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,3	3,1	7,6	7,1	5,9	23,7	2,0	5,1	5,4	4,3	16,9	18,3	23,6	26,4
Liikevoitto	18,6	3,1	7,6	7,1	5,9	23,7	2,0	5,1	5,4	4,3	16,9	18,3	23,6	26,4
Konserni	18,6	3,1	7,6	7,1	5,9	23,7	2,0	5,1	5,4	4,3	16,9	18,3	23,6	26,4
Nettorahoituskulut	-2,7	-0,2	-1,3	-0,7	0,0	-2,2	-0,4	0,7	-0,2	-0,2	-0,1	-0,8	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	15,9	2,9	6,2	6,4	5,9	21,5	1,6	5,9	5,2	4,1	16,8	17,5	22,8	25,6
Verot	-2,3	-0,5	-0,9	-1,1	-0,7	-3,1	-0,6	-1,9	-1,0	-0,8	-4,3	-3,5	-4,6	-5,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	13,6	2,4	5,3	5,4	5,3	18,4	1,0	4,0	4,2	3,3	12,5	14,0	18,3	20,5
EPS (oikaistu)	0,05	0,01	0,02	0,02	0,02	0,06	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04	0,05	0,06	0,07
EPS (raportoitu)	0,05	0,01	0,02	0,02	0,02	0,06	0,00	0,01	0,01	0,01	0,04	0,05	0,06	0,07

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	12,3 %	14,3 %	17,6 %	24,7 %	27,5 %	21,6 %	18,8 %	9,6 %	5,5 %	2,4 %	8,0 %	7,7 %	11,2 %	9,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	48,5 %	34,8 %	30,2 %	2,9 %	37,8 %	22,7 %	-34,2 %	-32,4 %	-23,7 %	-27,3 %	-28,8 %	8,6 %	29,0 %	11,7 %
Käyttökate-%	38,5 %	30,4 %	47,1 %	41,8 %	35,5 %	39,4 %	22,5 %	32,9 %	33,2 %	28,4 %	29,8 %	30,2 %	34,3 %	34,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	36,6 %	27,7 %	45,2 %	39,0 %	32,7 %	36,9 %	15,3 %	27,9 %	28,2 %	23,2 %	24,3 %	24,5 %	28,5 %	29,0 %
Nettotulos-%	25,7 %	21,4 %	31,9 %	29,6 %	29,1 %	28,7 %	7,8 %	21,9 %	21,7 %	17,7 %	18,0 %	18,8 %	22,0 %	22,5 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	69,3	69,3	0 %	80,0	74,6	-7 %	89,1	83,0	-7 %
Käyttökate	21,2	20,6	-3 %	27,2	22,5	-17 %	32,4	28,5	-12 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,4	16,9	-3 %	23,0	18,3	-20 %	27,6	23,6	-14 %
Liikevoitto	17,4	16,9	-3 %	23,0	18,3	-20 %	27,6	23,6	-14 %
Tulos ennen veroja	17,6	16,8	-5 %	22,7	17,5	-23 %	27,3	22,8	-16 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,04	0,04	-5 %	0,06	0,05	-21 %	0,07	0,06	-14 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	7,3	13,1	16,0	18,5	20,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	5,3	9,9	12,7	15,2	17,0
Käyttöomaisuus	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	2,2	2,2	2,2	2,2
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Vaihtuvat vastaavat	43,3	66,2	76,6	88,9	107
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	35,3	48,6	63,8	61,2	61,4
Likvidit varat	8,0	17,6	12,8	27,7	45,9
Taseen loppusumma	50,6	79,3	92,6	107	128

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	19,9	67,7	80,2	94,3	113
Osakepääoma	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kertyneet voittovarot	18,7	37,1	49,6	63,6	81,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-0,2	29,3	29,3	29,3	29,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	18,8	2,7	2,7	2,7	2,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	12,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Lyhytaikaiset velat	12,0	8,9	9,7	10,5	12,4
Lainat rahoituslaitoksilta	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,0	8,9	9,7	10,5	12,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	50,6	79,3	92,6	107	128

Arvonmääritys 1/3

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme Tecnotreen arvostusta pääosin tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta. Käytämme sekä P/E-kerrointa että taseen paremmin huomioivaa EV/EBIT-kerrointa. Yhtiön kassavirran ollessa kroonisesti tulosta heikompi tarkastelemme tuloskerroimien lisäksi myös kassavirtakertoimia.

Annamme arvonmäärityksessä jonkin verran painoarvoa myös DCF-kassavirtamallille. Lisäksi tarkastelemme pitkän aikavälin tuotto-odotusta erilaisten skenaarioiden valossa. Verrokkiyhtiöt eivät ole suuressa roolissa arvonmäärityksessämme, sillä listattujen BSS-toimittajien lukumäärä on pieni ja lisäksi näiden liiketoimintaprofiili varsin erilainen Tecnotreehen nähden.

Tulos- ja kassavirtakertoimet

Ennusteillamme Tecnotreen P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 13x ja 12x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x. Nämä tasot ovat mielestämme varsin maltillisia ottaen huomioon, että ennustamme Tecnotreen kannattavuuden olevan paineessa vielä 2023. Vuonna 2024 odotamme kasvun kiihtyvän sekä kannattavuuden paranevan selvästi. Tällöin P/E-kerroin laskee 9x ja EV/EBIT-kerroin 5x tasolle. Ennusteisiin sisältyy luonnollisesti vielä epävarmuutta, mutta nämä ovat mielestämme Tecnotreen kasvu- ja kannattavuusprofiili huomioiden jo varsin matalia tasoja. Siten näemme, että Tecnotreen arvostuksessa on sisällä jonkin verran puskuria toimintaan liittyvien riskien realisoitumista ja odotuksiamme heikompaa tuloskehitystä vastaan.

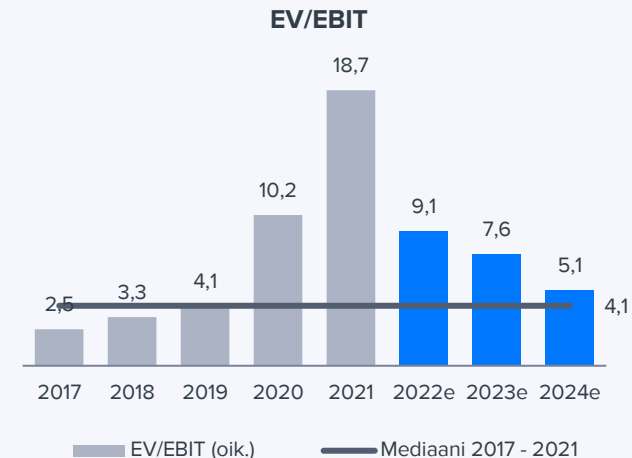
Mielestämme puhtaat tuloskertoimet voivat kuitenkin antaa yhtiön arvostuksesta liian ruusuisen kuvan yhtiön arvostuksesta heikon kassavirtaprofiilin vuoksi. Etenkin tulevaisuuteen katsovat EV-pohjaiset kertoimet nojaavat oletuksiin vahvasta kassavirran kotiuttamisesta ja voivat siten johtaa harhaan, mikäli yhtiö ei onnistuisi kotiuttamaan saamiaan lähivuosina.

Ennusteillamme vuoden 2022 kassavirtakerroin on negatiivinen käyttöpääoman kasvun vuoksi. Vuosina 2023-2024 kertoimet laskevat jo 11x-9x tasoille, mitkä ovat mielestämme jo varsin matalia. Nämä kuitenkin pitävät sisällään oletuksen siitä, että yhtiö onnistuu tulevina vuosina kotiuttamaan saamiaan hyvin, jolloin käyttöpääoman muutos ei rasita kuluvan vuoden tavoin kassavirtaa. Kassavirtojen osalta paljon riippuu myös yhtiön kasvuvauhdista, sillä kasvu sitoo merkittävästi käyttöpääomaa myyntisaamisten muodossa. Muutenkin kassavirroissa on vuosien välillä tulosta enemmän heiluntaa, minkä vuoksi kassavirtakertoimiin tulee suhtautua myös tietyllä varauksella.

Jotta arvostusta voisi tarkkailla vahvemmin tuloskerroimien kautta, tulisi Tecnotreen todistaa kassavirtaprofiilinsa tervehtyneen pysyvästi. Nykyisellä profiililla yhtiö ei mielestämme ansaitse erityisen korkeita tuloskerroimia, kuten esimerkiksi kannattavasti kasvavat SaaS-yhtiöt, jotka kykenevät luomaan vuolasta kassavirtaa reippaasta kasvusta ja kasvuinvestoinneista huolimatta.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,54	0,54	0,54
Osakemäärä, milj. kpl	310,5	310,5	310,5
Markkina-arvo	167	167	167
Yritysarvo (EV)	154	139	121
P/E (oik.)	13,3	11,9	9,1
P/E	13,3	11,9	9,1
P/Kassavirta	neg.	10,8	8,8
P/B	2,1	1,8	1,5
P/S	2,4	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	2,2	1,9	1,5
EV/EBITDA (oik.)	7,5	6,2	4,2
EV/EBIT (oik.)	9,1	7,6	5,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Pitkän aikavälin skenaariot

Havainnollistamme Tecnotreen osakkeen pitkän aikavälin tuottopotentiaalia kolmessa vuoteen 2026 perustuvassa skenaariossa, jotka perustuvat erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta, kannattavuudesta ja hyväksyttävistä arvostuskertoimista. Pitkällä tähtäimellä nämä ovat riippuvaisia siitä, kuinka hyvin yhtiö onnistuu strategiaansa toteuttamaan, säilyttämään kilpailukykyä oikeanlaisilla investoinneilla ja ylläpitämään kustannustehokasta toimintamalliaan. Myös liiketoiminnan riskiprofiilin kehittyminen heijastuu yhtiölle hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Tässä avainasemassa mielestämme on myyntisaamisiin liittyvä tilanne sekä kassavirtaprofiili tulevaisuudessa. Skenaarioanalyysi osoittaa, että yhtiölle voi piirtää tuotto-odotukseltaan hyvinkin poikkeavia skenaarioita riippuen kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilin kehityksestä tulevaisuudessa.

Nykyennusteemme odottaa Tecnotreen liikevaihdon kasvavan noin 8 %:n keskimääräistä vauhtia vuoteen 2026 asti. Yhtiön lyhyen aikavälin kannattavuushasteiden jälkeen odotamme kannattavuuden jälleen asteittain kohenevan, ja vuonna 2026 odotamme liikevoittomarginaalin saavuttavan noin 30 %:n tason. Vahvan kannattavuuden, edelleen hyvän kasvunäkymän sekä kassavirtaprofiilin tervehtymisen kautta laskenutta riskiprofiilia heijastellen yhtiötä voitaisiin tuolloin hinnoitella mielestämme vähintään 10x EV/EBIT-kertoimella. Näillä oletuksilla Tecnotreen velaton yritysarvo vuonna 2026 olisi 282 MEUR ja markkina-arvo vastaavasti ennusteidemme mukaisella nettokassalla 364 MEUR tai 1,2 euroa osakkeelta. Nykyiseen osakekurssiin suhteutettuna

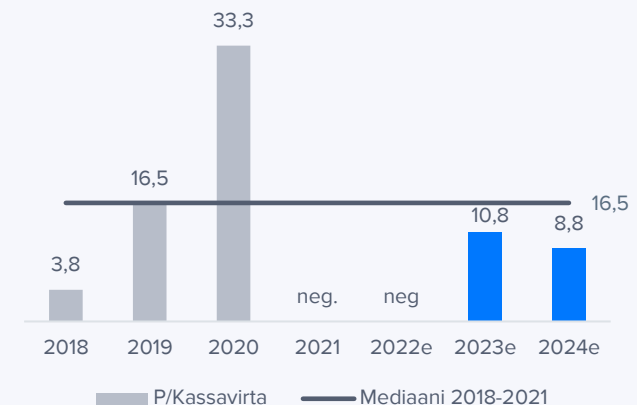
tämä tarkoittaisi noin 20 % vuotuista tuotto-odotusta. Mikäli yhtiö ei edelleenkään onnistuisi kotiuttamaan saamiaiaan odotetusti ja nettokassa olisi vain puolet ennustamastamme, muiden oletusten ollessa ennallaan, vuotuinen tuotto-odotus olisi silti 17 %.

Pessimistisessä skenaariossa odotamme yhtiön kasvun jäävän huomattavasti perusskenaariota heikommaksi ja keskimääräisen vuotuisen kasvun olevan noin 3 % vuoteen 2026 mennessä. Liikevaihdon heikompi kasvu voisi olla seurausta muun muassa heikosta strategian toteuttamisesta tai merkittävän asiakkaan menettämisestä. Toisaalta myös teknologiset riskit ja operaattorien investointisyklit voivat vaikuttaa kasvuvauhtiin. Oletamme liikevoittomarginaalin jäävän tässä skenaariossa noin 20 %:iin ja hyväksyttävän EV/EBIT-kertoimen olemme asettaneet 8x tasolle heijastellen heikompaa kasvunäkymää sekä edelleen koholla olevaa riskiprofiilia. Tällöin vuotuinen tuotto-odotus jäisi -1 %:n tasolle.

Optimistisessä skenaariossa ennakoimme strategian toteuttamisen olevan erittäin onnistunutta ja liikevaihdon kasvavan 11 %:n vuotuista vauhtia. Kasvun odotamme skaalautuvan mainiosti ja liikevoittomarginaalin olevan 35 %. Korkeamman kasvun, kannattavuuden sekä kassavirtaprofiilin tervehtymisen näkyisi arviomme mukaan myös hyväksyttävässä arvostuksessa. Oletamme, että yhtiötä voitaisiin tällaisen kehityksen päätteeksi hinnoitella EV/EBIT-kertoimella 12x. Tässä skenaariossa osakkeen arvoksi muodostuu 1,8 euroa, mikä vastaa 33 %:n vuotuista tuotto-odotusta.

	Pessimistinen	Nykyinen	Optimistinen
Liikevaihto (MEUR)	75	95,5	110
<i>Kasvu-% (CAGR 22-26)</i>	3 %	8 %	11 %
Liikevoittomarginaali	20 %	30 %	35 %
Liikevoitto	15	28	39
EV/EBIT-kerroin	8	10	12
Yritysarvo 2026e (MEUR)	120	282	462
Nettokassa 2026e	40	82	110
Markkina-arvo 2026e	160	364	572
Osakekurssi	0,5	1,2	1,8
<i>Tuottopotentiali</i>	-4 %	119 %	243 %
<i>Vuotuinen tuotto-odotus</i>	-1 %	20 %	33 %

P/kassavirta



Arvonmääritys 3/3

DCF-malli

DCF-mallimme mukainen oman pääoman arvo Tecnotreelle on 269 MEUR, eli noin 0,87 euroa osakkeelta. Mallin käyttökelpoisuutta heikentää käyttöpääoman muutoksiin ja siten kassavirran ennustamiseen liittyvät haasteet sekä sen herkkyys terminaalijakson muuttujille. Mallin ikuisuusoletus kasvun osalta on 2,0 %. Terminaalijakson liikevoittoprosentin olemme asettaneet 28,0 %:iin. Riskejä vahvan kannattavuuden ylläpitämiselle aiheuttaa pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun merkittävä kiristyminen, kilpailevien teknologioiden kehitys ja yhtiön kulutehokkaaseen toimintamallin liittyvien tekijöiden heikkeneminen. Terminaalijakson oletuksemme ovat kokonaisuutena mielestämme varsin kohtuullisia. Siten malli tarjoaa mielestämme relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin tuottopotentiaalın tarkastelulle.

DCF-mallimme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on asetettu 9,4 %:iin. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on 56 %, joka on mielestämme varsin maltillinen taso kasvuyhtiölle.

Verrokeista ei merkittävää tukea arvostukseen

Verrokeista ei saa merkittävää tukea Tecnotreen arvostuksen tarkkailuun, sillä listattuja BSS-toimittajia on vain muutama. Tämän takia hyödynnämmekin verrokkiryhmää vain eräänlaisena viitekehityksen tarjoajana. Listatuista BSS-toimittajista kaikki ovat Tecnotreetä selvästi kookkaampia ja myös yhtiöiden maantieteelliset painopistealueet ja siten strategiset valinnat

painottuvat kehittyneille markkinoille. Tämä tekee verrokkiryhmän riskiprofiilista matalamman.

Verrokkiryhmän vuosien 2022-2023 mediaani P/E-kertoimet ovat 16x-14x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimet 12x-11x. Tecnotreen tulos pohjaisen alennuksen (14-33 %) taustalla on arviomme mukaan yhtiön verrokkeja pienempi koko ja korkeampi riskiprofiili. Pidemmällä aikavälillä yhtiön arvostuksella pitäisi mielestämme olla edellytykset lähestyä verrokkiensa tasoja, kunhan vain kannattavan kasvun tavoittelussa sekä kassavirtojen kotiuttamisessa ja sitä myötä riskiprofiilin asteittaisessa laskussa onnistutaan.

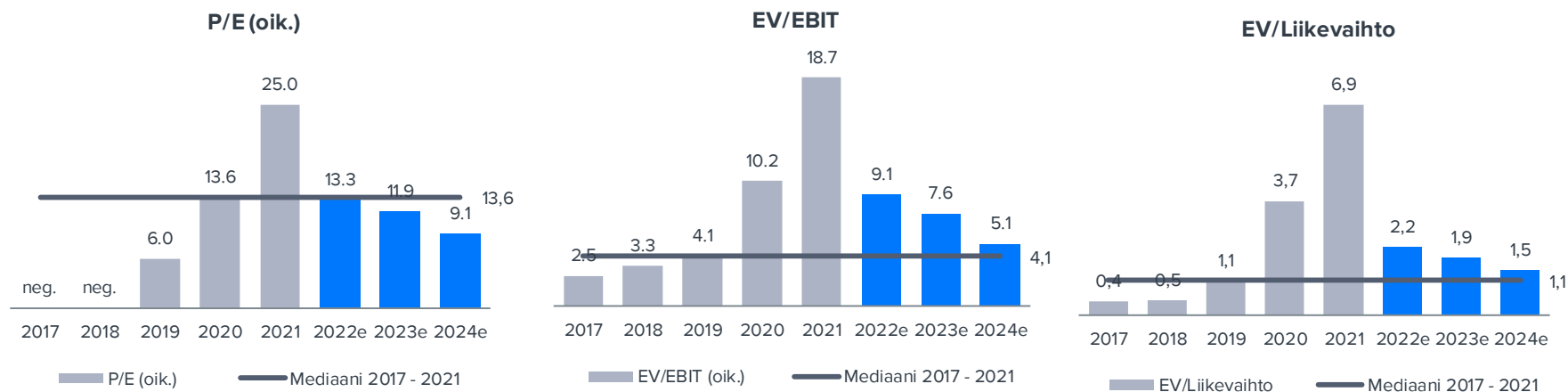
Sijoitusnäkemys

Pidemmällä aikavälillä pidämme Tecnotreen näkymiä hyvinä, joita teleoperaattorien toimintamallimurrokset ja BSS-ratkaisujen pilvitransformaatio tukevat. Myös uusiin toimialavertikaaleihin laajeneminen tarjoaa uusia kasvumahdollisuuksia hajauttaen samalla yhtiön tulovirtoja. Tällä hetkellä näemme kuitenkin riskiprofiilin kohonneen erityisesti kasvaneiden saamisten, heikon kassavirtakehityksen, kestävään kannattavuuspotentiaaliin sekä omiin toimituskyvykkyyksiin liittyvien epävarmuuksien vuoksi. Nämä tekijät ovat heijastuneet myös voimalla yhtiön osakkeeseen kurssilaskun muodossa. Huolimatta koholla olevasta riskiprofiilista näemme Tecnotreen osakkeen arvostuksen maltillisena ja tuotto/riski-suhteen houkuttelevana. Heijastellen ennusteikkauksiamme ja kohonnutta riskiprofiilia leikkaamme tavoitehintamme 0,65 euroon (aik. 0,80 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,07	0,05	0,17	0,70	1,47	0,54	0,54	0,54	0,54
Osakemäärä, milj. kpl	122,6	136,6	235,3	274,6	313,2	310,5	310,5	310,5	310,5
Markkina-arvo	8,6	6,8	40	192	460	167	167	167	167
Yritysarvo (EV)	24	19	53	198	443	154	139	121	103
P/E (oik.)	neg.	neg.	6,0	13,6	25,0	13,3	11,9	9,1	8,1
P/E	neg.	neg.	5,2	14,2	25,0	13,3	11,9	9,1	8,1
P/Kassavirta	1,7	3,8	14,3	33,3	neg.	neg.	10,8	8,8	9,0
P/B	neg.	neg.	11,7	9,7	6,8	2,1	1,8	1,5	1,3
P/S	0,2	0,2	0,9	3,6	7,2	2,4	2,2	2,0	1,8
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	1,1	3,7	6,9	2,2	1,9	1,5	1,1
EV/EBITDA (oik.)	2,6	3,3	3,4	9,7	17,5	7,5	6,2	4,2	3,3
EV/EBIT (oik.)	2,5	3,3	4,1	10,2	18,7	9,1	7,6	5,1	3,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

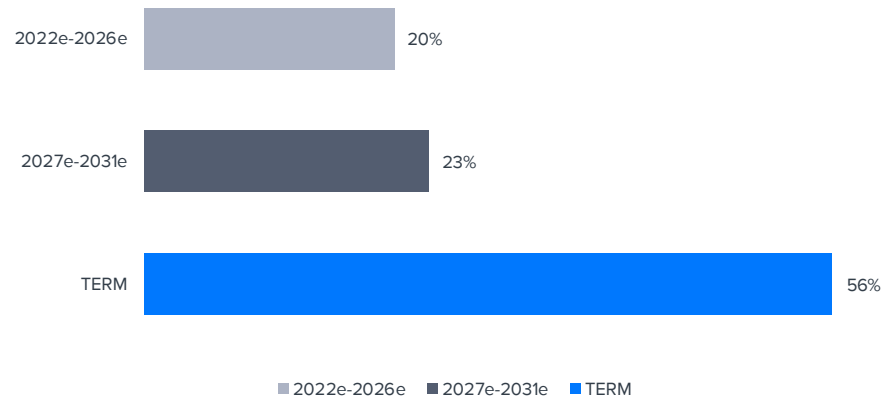
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	23,7	16,9	18,3	23,6	26,4	28,2	29,9	30,6	31,0	30,8	31,5	
+ Kokonaispoistot	1,6	3,8	4,2	4,8	5,1	5,5	5,8	6,2	6,5	6,7	6,8	
- Maksetut verot	-3,2	-4,3	-3,5	-4,6	-5,1	-5,5	-5,8	-6,0	-6,0	-6,0	-6,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-15,5	-14,3	3,3	1,8	-1,1	-1,5	-2,3	-1,1	-0,6	-1,7	-1,1	
Operatiivinen kassavirta	6,3	2,0	22,2	25,5	25,1	26,5	27,5	29,6	30,7	29,7	30,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,3	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,7	-4,7	15,5	18,8	18,4	19,3	20,3	22,4	23,5	22,5	23,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,7	-4,7	15,5	18,8	18,4	19,3	20,3	22,4	23,5	22,5	23,6	326
Diskontattu vapaa kassavirta	-4,6	13,8	15,3	13,7	13,2	12,6	12,7	12,2	10,7	10,3	141	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		251	256	242	227	213	200	187	175	162	152	141
Velaton arvo DCF		251										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		17,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		269										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,87										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,65 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Amdocs Ltd	9941	9773	12,2	11,3	9,6	9,1	2,1	2,0	15,4	13,7	1,9	2,0	2,8
CSG Systems International Inc	1787	2041	12,4	11,3	9,2	8,5	2,0	1,9	15,5	14,4			
Comarch SA	336	277	7,2	7,2	4,7	4,7	0,7	0,7	10,1	9,5	2,3	2,5	1,0
Sterlite Technologies Ltd	875	1253	23,1	18,2	13,4	11,1	1,7	1,4	39,2	25,2	1,4	1,3	3,1
Tecnotree (Inderes)	167	154	9,1	7,6	7,5	6,2	2,2	1,9	13,3	11,9	0,0	0,0	2,1
Keskiarvo			13,7	12,0	9,2	8,3	1,6	1,5	20,0	15,7	1,9	1,9	2,3
Mediaani			12,3	11,3	9,4	8,8	1,8	1,6	15,5	14,0	1,9	2,0	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-33 %	-20 %	-30 %	21 %	16 %	-14 %	-15 %	-100 %	-100 %	-26 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	47,0	52,8	64,2	69,3	74,6	EPS (raportoitu)	0,03	0,05	0,06	0,04	0,05
Käyttökate	15,4	20,3	25,3	20,6	22,5	EPS (oikaistu)	0,03	0,05	0,06	0,04	0,05
Liikevoitto	14,4	18,6	23,7	16,9	18,3	Operat. kassavirta / osake	0,02	0,05	0,02	0,01	0,07
Voitto ennen veroja	11,8	15,9	21,5	16,8	17,5	Vapaa kassavirta / osake	0,01	0,02	-0,01	-0,02	0,05
Nettovoitto	7,7	13,6	18,4	12,5	14,0	Omapääoma / osake	0,01	0,07	0,22	0,26	0,30
Kertaluontoiset erät	1,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	36,8	50,6	79,3	92,6	107,4	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	12 %	22 %	8 %	8 %
Oma pääoma	3,6	19,9	67,7	80,2	94,3	Käyttökateen kasvu-%	161 %	32 %	24 %	-18 %	9 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	120 %	48 %	23 %	-29 %	9 %
Nettovelat	10,6	5,4	-17,6	-12,8	-27,7	EPS oik. kasvu-%	-3598 %	82 %	14 %	-31 %	12 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	32,8 %	38,5 %	39,4 %	29,8 %	30,2 %
Käyttökate	15,4	20,3	25,3	20,6	22,5	Oik. Liikevoitto-%	27,7 %	36,6 %	36,9 %	24,3 %	24,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,6	-8,1	-15,5	-14,3	3,3	Liikevoitto-%	30,6 %	35,2 %	36,9 %	24,3 %	24,5 %
Operatiivinen kassavirta	4,2	12,9	6,3	2,0	22,2	ROE-%	-472,4 %	116,2 %	42,0 %	16,9 %	16,1 %
Investoinnit	-4,8	-3,6	-7,3	-6,7	-6,7	ROI-%	102,3 %	73,1 %	46,8 %	22,8 %	21,0 %
Vapaa kassavirta	2,8	5,8	-4,7	-4,7	15,5	Omavaraisuusaste	9,9 %	39,3 %	85,4 %	86,6 %	87,8 %
						Nettovelkaantumisaste	292,2 %	27,1 %	-25,9 %	-16,0 %	-29,3 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,1	3,7	6,9	2,2	1,9						
EV/EBITDA (oik.)	3,4	9,7	17,5	7,5	6,2						
EV/EBIT (oik.)	4,1	10,2	18,7	9,1	7,6						
P/E (oik.)	6,0	13,6	25,0	13,3	11,9						
P/B	11,7	9,7	6,8	2,1	1,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osaakekurssi
30.3.2021	Osta	0,68 €	0,56 €
30.4.2021	Osta	0,92 €	0,77 €
31.5.2021	Osta	1,00 €	0,86 €
13.8.2021	Lisää	1,54 €	1,39 €
12.10.2021	Osta	1,54 €	1,14 €
1.11.2021	Lisää	1,70 €	1,52 €
3.12.2021	Osta	1,70 €	1,29 €
28.2.2022	Osta	1,50 €	1,21 €
2.5.2022	Osta	1,10 €	0,92 €

Analyytikko vaihtuu

5.8.2022	Lisää	0,80 €	0,69 €
15.9.2022	Lisää	0,65 €	0,54 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**