

Teleste

Seurannan aloitus

06/2016

**inde
res.**

Markkinatrendit tukevat kasvua

Aloitamme Telesten seurannan lisää-suosituksella ja 9,30 euron tavoitehinnalla. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan ja kannattavuuden nousevan lähivuosina parantuvan myyntijakauman ja palveluliiketoiminnan tehostamisen myötä.

Laajakaista ja video liiketoiminnan ytimessä

Teleste on perustettu 1954 Turussa ja nykyään yhtiöllä on toimipisteitä 20 maassa. Teleste raportoi kaksi liiketoiminta-aluetta, jotka ovat Video and Broadband Solutions ja Network Services. Teleste kehittää ja tuottaa tilaajaverkkolaitteita ja tarjoaa palveluita Euroopan kaapelioperaattoreille. Teleste kehittää ja tuottaa myös videoalvontaan sekä matkustajainformaatioon liittyviä sovelluksia ja ratkaisuja.

Markkinat hyvällä pohjalla

Vaikka Telestellä on vahvat juuret Suomessa, tulee yhtiön liikevaihdosta noin 95 % viennistä ja Eurooppa on yhtiön tärkein markkina-alue. Euroopan kaapeli-verkkomarkkinalla operaattorit ovat alkaneet päivittämään tilaajaverkkojaan uuteen DOCSIS 3.1-standardiin, jotta loppukäyttäjille voidaan tarjota nopeampia internetsopeuksia. Operaattoreiden investoinnit tukevat Telesten kasvua ja odotamme yhtiön tilaajaverkkotuotteiden kasvun olevan hyvää lähivuosina. Video- ja matkustajainformaatiotratkaisissa turvallisuuden tarve ja digitalisaatio tukevat markkinoiden kasvua. Network Services -markkinalla kasvu tulee arviomme mukaan olemaan vaisumpaa, mutta kuitenkin kohtalaisen vakaa.

Video and Broadband Solutions kasvumootorina

Ennustamme Telesten liikevaihdon kasvavan lähivuosina pääosin Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikön vetämänä. Arvioimme Telesten vahvan DOCSIS 3.1 -tuoteportfolion tukevan kasvua ja kannattavuutta, kun verkko-operaattorit investoivat kapasiteettiin. Network Services -liiketoimintayksikön liikevaihto tulee arviomme mukaan kasvamaan hitaammin. Odotamme Telesten liikevaihdon kasvavan vuosittain keskimäärin 5 % vuosien 2016-2018 aikana. Ennustamme Telesten kannattavuuden nousevan lähivuosina paremman myyntimixin ja nousevan palveluliiketoiminnan kannattavuuden myötä. Odotamme liikevoiton kasvavan vuosittain keskimäärin 9 % vuosina 2016-2018 ja liikevoittomarginaalin nousevan 6,8 %:iin vuonna 2018 (2015: 5,8 %).

Osakkeessa nousuvaraa

Suurimmat haasteet ja riskit Telestelle ovat hintaeroosio ja kireä kilpailutilanne Euroopan markkinoilla. Näemme yhtiöllä mahdollisuuksia laajentua Yhdysvaltojen tilaajaverkkomarkkinoille, mikä toisi hyviä kasvumahdollisuuksia tulevaisuudessa. Network Services -liiketoimintayksikön kannattavuus on näkemyksemme kaukana todellisesta potentiaalistaan ja odotamme segmentin kannattavuuden nousevan hieman lähivuosina. Telesten liikevaihto ja tulos ovat historiallisesti olleet vakaassa kasvussa ja yhtiöllä on vahva tase. Vuosien 2016-2017 P/E-kertoimet ovat 12x ja 11x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Osake tulee ennustemme mukaisesti tarjoamaan noin 3-4 %:n osinkotuottoa lähivuosina. Näemme arvostus-kertoimissa nousuvaraa lyhyellä tähtäimellä, ja jos Teleste pääsisi täyteen tulospotentiaaliinsa (liikevoittomarginaali noin 8-9 %) näkisimme osakkeessa huomattavaa nousuvaraa.

Analytikit

Rasmus Skand
+ 358 50 338 2631
rasmus.skand@inderes.fi



Mikael Rautanen
+358 50 346 321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

Lisää

Tavoitehinta: 9,30 €



Edellinen päätös

8,10 EUR

12 kk vaihteluväli

6,94-9,89 EUR

Potentiaali

14,8 %

Avainluvut

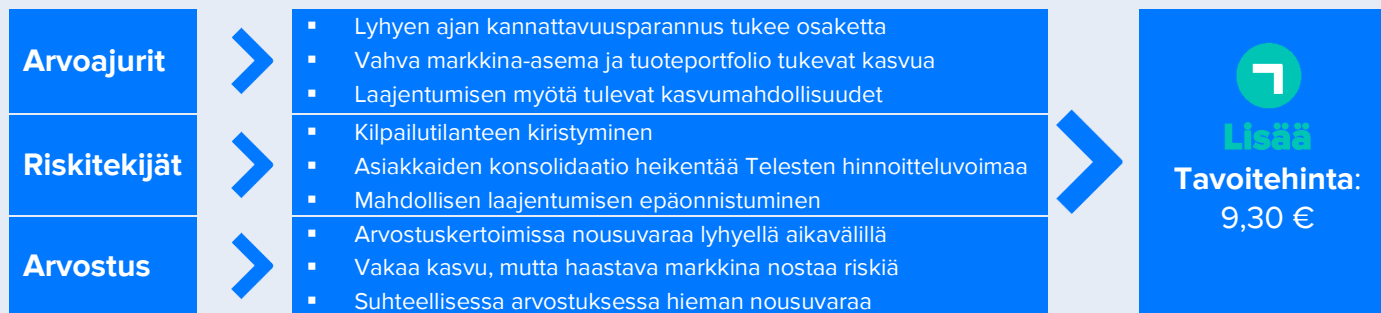
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	248	268	280
- kasvu-%	26 %	8 %	5 %
Liikevoitto (EBIT)	14,3	16,7	17,9
- EBIT-%	5,8 %	6,2 %	6,4 %
Tulos ennen veroja	13,9	15,9	17,4
Nettotulos	11,0	12,4	13,6
EPS	0,61	0,68	0,75
Osinko	0,23	0,26	0,29
- Osinkosuhte	38 %	38 %	39 %

P/E	16,1	11,8	10,8
P/B	2,3	1,7	1,6
P/S	0,7	0,5	0,5
EV/EBIT	13,8	9,9	8,8
EV/EBITDA	10,3	7,7	6,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,2 %	3,6 %

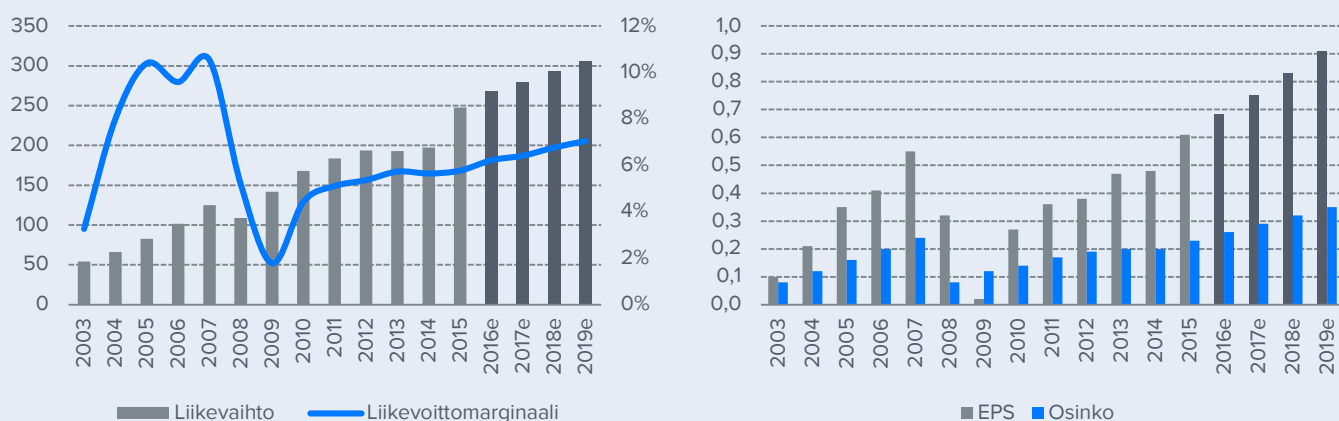
Lähde: Inderes

Teleste yhteenveto

Sijoitusnäkemys



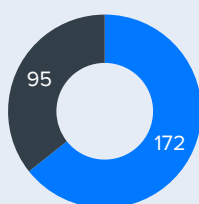
Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Teleste & Inderes

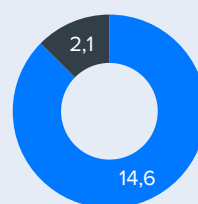
Liiketoimintarakenne 2016e

Liikevaihdon jakautuminen



■ Video and Broadband Solutions ■ Network Services

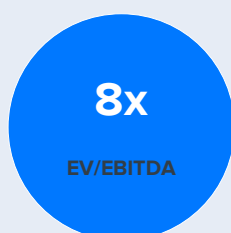
Liikevoiton jakautuminen



■ Video and Broadband Solutions ■ Network Services

Lähde: Inderes

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Teleste yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili.....	5
Liiketoimintamalli	10
Markkinat ja toimiala	14
Strategia	19
Taloudellinen katsaus.....	22
Ennusteet ja arvostus	25
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	30
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä.....	31
Vastuuvapauslauseke	33

Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili

Teleste on vuonna 1954 perustettu suomalainen teknologiakonserni, joka kehittää ja tarjoaa video- ja laajakaistateknologioita sekä niihin liittyviä palveluita. Yhtiöllä on kaksi liiketoimintayksikköä: ¹⁾ Video and Broadband Solutions, mihin kuuluu Network Products ja Video Security & Information Solutions, sekä ²⁾ Network Services. Telesten liikevaihto oli viime vuonna 248 MEUR ja yhtiö työllisti vuoden lopussa yli 1500 henkilöä. Yhtiön päämarkkina-alue on Eurooppa ja viime vuoden liikevaihdosta yli 95 % tuli Suomen ulkopuolelta.

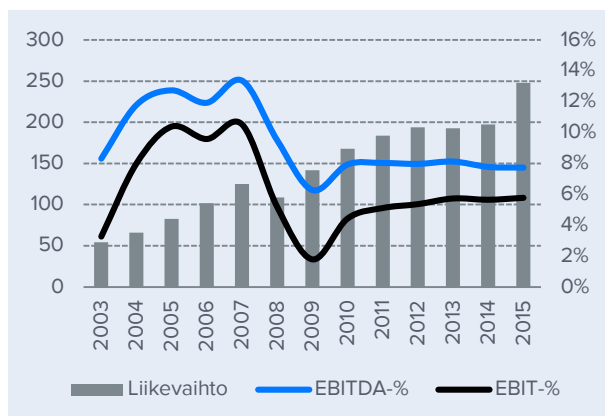
Suomalainen globaali teknologiayhtiö

Teleste on suomalainen teknologiakonserni, joka kehittää ja tarjoaa video- ja laajakaistateknologioita sekä niihin liittyviä palveluita. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin vuonna 1998.

Telesten liikevaihto oli 248 MEUR ja liikevoitto 14 MEUR vuonna 2015, liikevoittomarginaalin ollessa 5,8 %. Yhtiön päämarkkina-alue on Eurooppa ja liikevaihdosta 95 % tuli viennistä. Yhtiön kahdesta liiketoiminta-alueesta Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikön osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 62 % ja Network Services -liiketoimintayksikön osuus oli 38 %.

Telesten pääkonttori sijaitsee Turussa ja kaikkiaan yhtiöllä on toimipisteitä 20 maassa. Tilaajaverkkolaitteiden tuotanto tapahtuu pääosin Suomessa ja tuotekehitystä yhtiöllä on pääosin Suomessa ja Puolassa. Vuoden 2015 lopussa yhtiön palveluksessa oli 1506 henkilöä, joista 33 % sijaitsi Suomessa, 42 % Saksassa ja 7 % Isossa-Britanniassa ja loput henkilöstöstä muualla maailmalla. Teleste raportoi kaksi liiketoiminta-aluetta, jotka ovat Video and Broadband Solutions (VBS) ja Network Services (NS).

Liikevaihto ja kannattavuus 2003-2015



Lähde: Teleste

Teleste toimii tilaajaverkkolaitteiden kehittäjänä, tuottajana ja myyjänä sekä kaapeli- ja teleoperaattoreiden verkkojen palvelutoimittajana. Yhtiö tarjoaa tämän lisäksi videovalvontaan ja matkustajainformaatioon tarvittavia sovelluksia sekä ratkaisuja lähinnä julkisen sektorin asiakkaille ja raideliikenteeseen. Telesten liiketoiminnan ytimessä on videon ja datan käsittely, siirto ja hallinta.

Laajakaistateknologiassa Teleste keskittyy kaapeliverkkoihin ja näiden verkkojen sisällä yhtiö on erikoistunut HFC-segmenttiin (Hybrid Fibre-Coaxial). Yhtiö kehittää ja tuottaa tilaajaverkkolaitteita Turussa ja pienemmissä määrissä Kiinassa. Teleste myy verkkolaitteitaan pääosin eurooppalaisille kaapelioperaattoreille. Kaikki Euroopan suurimmat kaapelioperaattorit ovat Telesten asiakkaita ja yhtiö toimittaa niille joko laitteita tai palveluita. Yhtiö toimittaa myös verkkolaitteitaan Hospitality-segmenttiin (hotellit jne.) ja jälleenmyyjille.

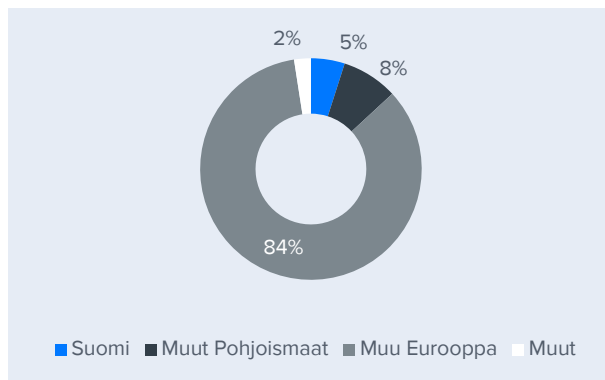
Video Securityn liiketoiminta on suurimmilta osin ohjelmistopohjaista, laitteiden osa liikevaihdosta on vain pieni osa. Tuotekehitys ja tuotanto tapahtuvat pääosin Puolassa. Video Securityssä suurimmat markkina-alueet ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Kaakkois-Aasia.

Teleste osti tammikuussa 2015 suomalaisen julkisen liikenteen informaatiojärjestelmien ja nykyaikaisten näyttöratkaisujen toimittajan Mitronin. Mitron-yrityksoston mukana Teleste pystyy nyt tarjoamaan raideliikennemarkkinoille kokonaisvaltaisen asemien ja junavaunujen videovalvonta- ja tiedonhallintaratkaisun.

Network Services -liiketoimintayksikössä Teleste tuottaa palveluita eurooppalaisille kaapeli-, laajakaista- ja televiestintäpalveluja tarjoaville operaattoreille. Segmentin palvelut kattavat verkkojen suunnittelua, dokumentointia, asennusta ja huoltoa. Asiakkaina ovat pääosin eurooppalaiset kaapelioperaattorit ja tärkeimmät maat ovat Suomi, Sveitsi, Iso-Britannia, Belgia ja Saksa.

Konsernitasolla Telesten 248 MEUR:n liikevaihdosta vuonna 2015 noin 5 % tuli Suomesta, 8 % muista Pohjoismaista, 84 % muista Euroopan maista ja 2 % tuli muualta maailmalta.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma

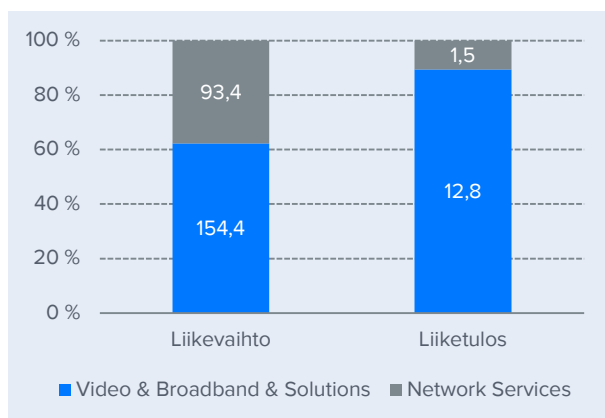


Lähde: Teleste

Liiketoimintayksiköt

Teleste raportoi liikevaihtonsa ja liikevoittonsa kahdessa eri liiketoimintayksikössä, jotka ovat Video and Broadband Solutions sekä Network Services. Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikköön kuuluu kaksi liiketoimintaa- aluetta, jotka ovat Network Products ja Video Security & Information Solutions. Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikön osuus konsernin vuoden 2015 liikevaihdosta oli 62 % ja sen osuus liikevoitosta oli 90 %. Network Services -liiketoimintayksikön osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna 38 % ja sen osuus liikevoitosta oli 10 %.

Liikevaihdon ja liikevoiton jakauma liiketoimintayksiköittäin 2015



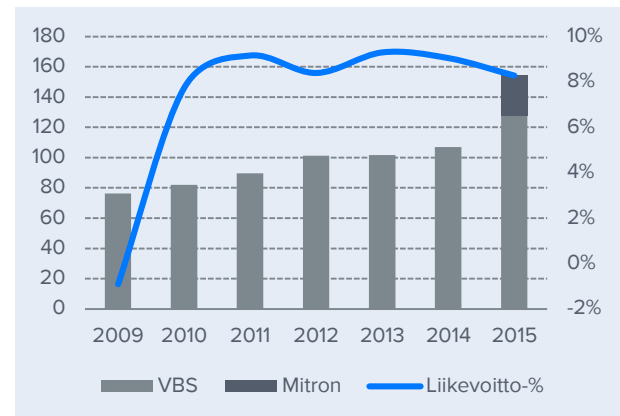
Lähde: Teleste

Video and Broadband Solutions (VBS)

Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikkö koostuu kahdesta toisistaan eriyvästä segmentistä, jotka ovat Network Products ja Video Security & Information Solutions. VBS:n vuosittainen kasvu ilman vuoden 2015 Mitron-yritystoa on ollut keskimäärin noin 9 % vuosina 2010-2015 ja Mitron mukaan lukien kasvu on ollut noin 13 %. Liikevoittomarginaali on samalla ajalla ollut noin 8-9 %:

tasolla. VBS-segmentin osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna 62 % ja liikevoitosta 90 %. Segmentissä työskenteli vuoden 2015 lopussa 47 % Telesten henkilöstöstä, eli noin 700 henkilöä.

Video and Broadband Solutions liikevaihto ja liikevoittomarginaali 2009-2015



Lähde: Teleste

Network Products -segmentti kehittää ja tuottaa pääosin kaapelioperaattoreille tilaajaverkkolaitteita. Kaikki Euroopan suurimmat kaapelioperaattorit ovat Telesten asiakkaita ja jälleenmyyjien kautta yhtiö palvelee myös pienempiä ja keskisuuria operaattoreita Keski- ja Itä-Euroopassa. Tuotetarjontaan kuuluu kaikki kaapeliverkon tilaajaverkon tuotteet videokeskuksesta kotitalouden päätelaitteeseen. Tämä osa kaapeliverkosta tunnetaan myös nimellä HFC Network (Hybrid Fibre-Coaxial), sillä siinä yhdistyy laajemmassa verkossa olevat kuitukaapelit ja kotitalouksissa olevat koaksiaalikaapelit. Telesten tärkeimmät tuoteryhmät ovat tilaajaverkon aktiivi- ja passiivituotteet, videokeskukset ja tilausvideoratkaisut. Teleste toimittaa myös videokeskustuotteita globaalisti jälleenmyyjien kautta hospitality-segmenttiin (hotellit yms.). Telesten suurin vahvuus Network Productsin tuotteissa on sen vahva maine sekä laaja ja luotettava tuoteportfolio. Euroopan kaapelioperaattorimarkkinat vaihtelevat maittain ja Telesten tuoteportfolio on optimoitu näiden markkinoiden vaihteleviin tarpeisiin. Varsinkin älykkäissä tuotteissa standardituotteet ovat harvinaisia, joten tuotteita pitää olla kaikille markkinoille. Telestellä on vahva markkina-asema Euroopassa ja yhtiö tarjoaa myös paikallista asiakastukea sen Euroopan toimipisteiden kautta. Yhtiön mukaan sillä on markkinan kattavin DOCSIS 3.1 -tuoteportfolio, minkä lähivuosina pitäisi tuoda yhtiölle kilpailuetua, kun kaapelioperaattorit alkavat investoida tilaajaverkkolaitteiden päivittämiseen DOCSIS 3.0-standardista uuteen 3.1-standardiin.

Video Security & Information Solutions (VSI) on toinen osa Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksiköstä. Nimensä mukaan segmenttiin kuuluu kaksi erilaista liiketoimintaa- aluetta, Video Security ja Information Solutions. Video Security keskittyy vaativiin videovalvontakohteisiin,

joissa on verkotettu usean kohteen kamerat, tallentimet ja työasemat yhdeksi yhtenäiseksi videovalvontajärjestelmäksi. Information Solutions liiketoiminta-alue keskittyy matkustajainformaatioon ja fokus on pääosin raideliikenteessä. Video Securityssä Teleste kehittää ja tuottaa videovalvontaan liittyviä ohjelmistoja ja hallintajärjestelmiä. Yhtiö tarjoaa kokonaisvaltaisia videovalvontasovelluksia, joissa Telesten omat tuotteet kattavat videon siirron, tallennuksen ja hallinnan. Telesten videohallintasovellukset liitetään usein yhteen muiden järjestelmien, kuten liikennevalvonta- ja hälytys sekä kriisinhallintajärjestelmien kanssa. Telesten kuuluisin referenssikohde on Pariisin kaupunki, missä Telesten videovalvontasovelluksiin on liitetty yli 21 000 kameraa. Video Securityn liikevaihdosta suurin osa tulee ohjelmistoista ja vain pieni osa tulee laitteiden myynnistä.

Information Solutions -segmentti perustettiin vuoden 2015 Mitron-yrityskaupan yhteydessä. Tässä segmentissä Teleste kehittää ja myy pääosin raideliikenteeseen suuntautuvia informaatiojärjestelmiä ja -laitteita. Viime vuoden yritystalon myötä Teleste pystyy nyt Mitronin kanssa tarjoamaan kokonaisvaltaisia videovalvonta- ja informaatioasovelluksia asiakkailleen, joilla raideliikenteen operaattorit pystyvät ylläpitämään asemien ja junavaunujen videovalvontaa ja tiedonhallintaa. Mitronilla on vahvat suhteet eurooppalaisten junavalmistajien kanssa ja yritystalon avulla Teleste pystyy nyt tarjoamaan kokonaisvaltaisia videovalvonta ja informaatoratkaisuja raideliikenteeseen.

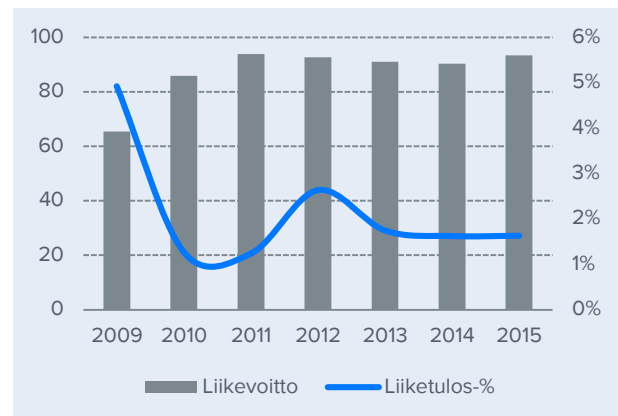
Network Services (NS)

Telesten toinen raportoima liiketoimintayksikkö on Network Services, joka tarjoaa palveluita kaapeli-, laajakaista- ja televiestintäpalveluja tarjoaville operaattoreille. Teleste aloitti Network Services liiketoiminnan raportoimisen vuonna 2009, kun Saksasta ostettiin neljä kaapelioperaattoriverkon palvelutoimittajaa. Segmentin keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 2 % vuosina 2010-2015 ja liikevoittomarginaali on samalla ajalla ollut 1-2 %:n tasolla. Network Services -liiketoimintayksikön liikevaihto oli 93 MEUR ja liikevoitto 1,5 MEUR vuonna 2015 ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 38 % ja liikevoitosta 10 %. Segmentissä työskenteli vuoden 2015 lopussa 53 % Telesten henkilöstöstä, eli noin 800 henkilöä. Liiketoiminnan kannattavuus on Suomessa, Belgiassa ja Sveitsissä hyvällä tasolla, mutta Britanniassa ja Saksassa yhtiöllä on kannattavuusongelmia.

Liiketoiminnan maantieteelliset painopistealueet ovat Belgia, Suomi, Saksa, Sveitsi ja Iso-Britannia. Teleste tarjoaa verkko-operaattoreille suunnittelua, dokumentointia, rakentamista, huoltoa ja asennusta. Verkkopalveluihin kuuluu myös suurten hankkeiden konsultointia, projektinhallintaa ja palvelunhallintaratkaisuja. Telesten vahvuuksia ovat vahva teknologinen osaaminen ja hyvä maine. Telestellä on myös hyvä kyky tarjota asiakkaille laaja palveluvalikoima ja sen pitkä historia eurooppalaisena laitetoimittajana tuo palveluliiketoiminnalle uskottavuutta.

Telesten laaja asennettu laitekanta toimii myös hyvänä pohjana palveluliiketoiminnalle. Telesten suurin asiakas Vodafone Kabel Deutschland vastaa arviomme mukaan noin kahdesta kolmasosasta segmentin liikevaihdosta ja suurin osa liikevaihdosta tulee siten Saksasta. Teleste solmi vuonna 2015 uuden kolmen vuoden raamisopimuksen Vodafone Kabel Deutschlandin kanssa, jonka vuosittainen arvo on noin 50-60 MEUR. Uusi raamisopimus laajensi Telesten edellistä sopimusta asiakkaan kanssa.

Network Services liikevaihto ja liikevoittomarginaali 2009-2015



Lähde: Teleste

Palveluliiketoiminnan kannattavuus on mielestämme kaukana todellisesta potentiaalistaan. Arviomme mukaan Telesten pitäisi palveluliiketoiminnassaan kyetä 5-10 %:n liikevoittomarginaaliin, eli huomattavasti korkeampaan tasoon verrattuna historialliseen 1-2 %:n tasoon. Yhtiö on kertonut kannattavuuden nousseen Britanniassa ja Saksassa kehitys on mennyt oikeaan suuntaan.

Sijoittajaprofiili

Olemme tiivistäneet Telesten vahvuudet, heikkoudet, mahdollisuudet, riskit ja arvostuksen seuraavasti:

Vahvuudet

- **Markkinoiden laajin DSCIS 3.1 -tuoteportfolio**
Teleste on viime vuosina panostanut huomattavasti kaapelioperaattoreiden tilaajaverkkolaitteiden tuotekehitykseen. Telestellä on vahva DSCIS 3.1-standardin mukaisten verkkolaitteiden tuoteportfolio, jotka luovat yhtiölle hyvän kasvualustan.
- **Vahva markkina-asema Euroopassa**
Telestellä on erittäin vahva markkina-asema Euroopan HFC-markkinasegmentillä. Telestellä on vahvat siteet kaikkiin suurimpiin Euroopan kaapelioperaattoreihin. Kaapeliverkkomarkkinat ovat Euroopassa hyvin hajautetut eikä yhtä universaalista standardia ole olemassa. Tämän takia markkinalle tulolle on

kohtalaisen suuri kynnys, sillä tuotekehitysinvestoinnit ovat suuret.

■ **Videovalvonta ja Informaatiotratkaisut**

Telesten Video Security ja Information Solutions ovat mielestämme yhtiön kiinnostavampia liiketoimintoja ja arviomme mukaan hyvin kannattavia. Molempien markkinoiden kasvua tukevat vahvat megatrendit. Nämä segmentit ovat suhteessa Teleste-konsernin liikevaihtoon kuitenkin vielä pieniä, mutta onnistunut kasvu näissä segmenteissä nostaisi arviomme mukaan hyvän kannattavuuden takia yhtiön tulosta ripeästi.

Heikkoudet

■ **Markkinoilla huomattavaa hintaeroosiota**

Network Productsin tilaajaverkkolaitteissa esiintyy toimialalle tavanomaista voimakasta hintaeroosiota. Hintaeroosio luo painetta yhtiön marginaaleihin, mikä rasittaa tulosta. Volyymikasvu on monesti paras tai ainoa tapa kilpailla hintaeroosiota vastaan.

■ **Palveluliiketoiminnan kannattavuus**

Telesten palveluliiketoiminnan kannattavuus on mielestämme aivan liian matala. Liikevoittomarginaali on 1-2 %:n tasolla, kun sen mielestämme pitäisi olla 5-10 %:n tasolla. Segmentin heikko kannattavuus heikentää koko konsernin kannattavuutta.

■ **Asiakaskunnan konsolidoituminen**

Telestelle tärkeät Euroopan kaapelioperaattorit ovat viime vuosina vahvasti konsolidoineet toimialaa, minkä takia asiakkaista on tullut suurempia. Suuremmat asiakkaat heikentävät Telesten hinnoitteluvoimaa.

Mahdollisuudet

■ **Laajentuminen Yhdysvaltoihin tai Kiinaan**

Telestellä on erittäin vahva markkina-asema Euroopan HFC-markkinalla. Markkinaosuuden kasvattaminen Euroopassa on arviomme mukaan haastavaa, joten laajentuminen Yhdysvaltoihin tai Kiinaan on luonnollinen seuraava askel liiketoiminnan kasvattamisessa.

■ **Tase mahdollistaa merkittävän kokoisia yritysostoja**

Telesten tase on vahva. Omavaraisuusaste oli viime vuoden lopussa 47 % ja nettovelkaantumisaste 26 %. Nettovelka suhteessa käyttökatteeseen oli 1,1x. Telestellä olisi arviomme mukaan varaa nostaa nettovelan suhteessa käyttökatteeseen reilulle 3x-tasolle, mikä tarkoittaisi, että Telestellä olisi varaa ottaa 40-50 MEUR lisää velkaa.

■ **Palveluliiketoiminnan kannattavuuden nostaminen**

Network Services -liiketoimintayksikössä, eli Telesten palveluliiketoiminnassa, kannattavuus on mielestämme kaukana todellisesta potentiaalistaan. Sijoittajien arvionlomisessa palveluliiketoiminnan kannattavuuden nostaminen täyteen potentiaaliin on mielestämme tärkeä ajuri ja suuri mahdollisuus yhtiölle.

■ **Teleste yritysostokohteena**

Näemme mahdollisuuksia, että suurempi kilpailija kuten esimerkiksi Arris ostaisi ainakin Telesten Network Products & Network Services -liiketoiminnot johtuen Telesten vahvasta tuoteportfoliosta ja markkina-asemasta Euroopassa.

Riskit

■ **Suurten toimijoiden tulo markkinoille**

Suurten verkkotoimijoiden (Arris, Nokia, Huawei, Ericsson) tulo markkinoille voisi kiristää kilpailua entisestään. Huawei esimerkiksi tekee tanskalaisen TDC:n koko kaapeliverkon uudistuksen. Teleste ei ole kilpailukykyinen suurimmissa projekteissa, joissa toimitetaan laajoja verkkoratkaisuja ja -palveluita kokonaistoimituksina. Suuret kilpailijat voivat polkea hintoja alas tai asettaa Telesten heikompaan asemaan arvoketjussa, mikäli tulevaisuudessa kaapelioperaattorit ostavat verkkoja ja palveluita laajoina kokonais-toimituksina suurilta verkkoinfrastruktuurin toimittajilta.

■ **Palveluliiketoiminnassa yksi asiakas vastaa suuresta osasta liikevaihdosta**

Network Services -liiketoimintayksikössä Vodafone Kabel Deutschland vastaa arviomme mukaan noin kahdesta kolmasosasta segmentin liikevaihdosta. Tämän asiakkaan menettäminen olisi lähes kriittistä Telesten palveluliiketoiminnalle. Riskiä vähentää se, että nykyinen raamisopimus ulottuu vuodelle 2018.

■ **Maantieteellisen laajentumisen epäonnistuminen**

Teleste on kertonut tarkastelevansa mahdollista laajentumista Yhdysvaltoihin tai Kiinaan. Laajentumiseen liittyy aina pieni riski siitä, että yhtiö tekee yli-investointeja tai epäonnistuu muuten laajentumisessaan.

Arvostus

■ **Kannattavuusparannus ajaa lyhyen aikavälin arvonnousua**

Ennustamme Telestelle kohtuullista kannattavuusparannusta lyhyellä aikavälillä, kun myyntimix ja palveluliiketoiminnan kannattavuus nostavat tulosta. Pidämme lyhyen aikavälin arvostusta matalana ja näemme arvostuskertoimissa nousuvaraa.

■ **Pitkällä tähtäimellä täyden tulospotentiaalin saavuttaminen arvonluoja**

Pitkällä tähtäimellä suurin arvonnousupotentiaali piilee mielestämme yhtiön kyvyssä nostaa tuloksensa ja kannattavuutensa täyteen potentiaaliin (EBIT-% 8-9 %).

■ **Vahva tase pienentää yhtiön riskiä**

Telesten omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste ovat vahvoja. Sijoittajien ei tarvitse huolehtia taseen kestävydestä.

■ **Lievä alihinnoittelu suhteessa vertailuryhmään**

Teleste on aliarvostettu suhteessa vertailuryhmään.

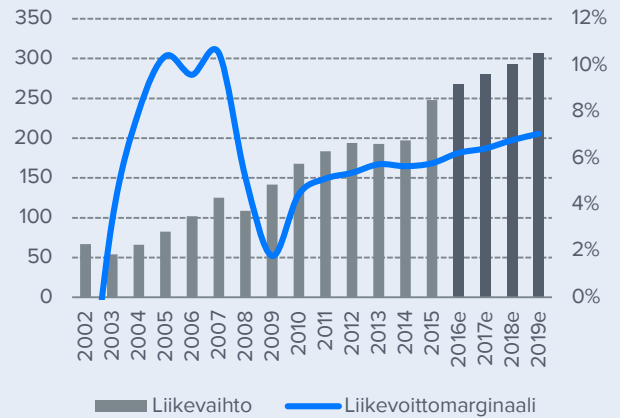
Yhtiökuvaus

Liiketoimintarakenne 2015



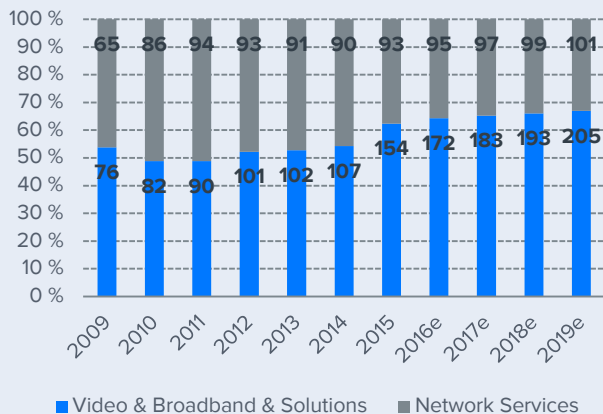
Lähde: Teleste & Inderes

Kehitys 2002-2019e



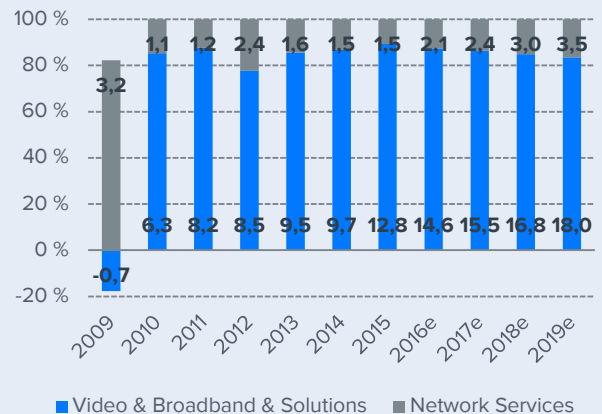
Lähde: Teleste & Inderes

Liiketoimintatulo segmenteittäin



Lähde: Teleste & Inderes

Liiketoimintatulo segmenteittäin



Lähde: Teleste & Inderes

Liiketoimintamalli

Teleste on yhdistelmä laite- (Network Products), palvelu- (Network Services) ja ohjelmistoliiketoimintaa (Video Security & Information Solutions). Network Products kehittää, valmistaa ja myy kaapeliverkkoihin tarkoitettuja tilaajaverkkolaitteita. Network Services tuottaa verkko-operaattoreille tarkoitettua palveluliiketoimintaa, mikä tarjoaa synergiaa tilaajaverkkotuotteiden liiketoimintaan. Video Security & Information Solutions kehittää ja myy myös videovalvontaan ja informaatoratkaisuihin käytettäviä sovelluksia, järjestelmiä ja laitteita. Verkkolaitteita yhtiö kehittää ja valmistaa Turussa ja Kiinassa. Videovalvontaan käytettävien ohjelmien kehitys sekä tuotanto ovat pääosin Puolassa ja informaatoratkaisujen tuotteet kehitetään ja tuotetaan pääosin Suomessa. Tärkein asiakaskunta on eurooppalaiset kaapelioperaattorit ja muita suuria asiakasryhmiä ovat julkinen sektori ja junavaunuvalmistajat.

Laajakaista ja video liiketoiminnan ytimessä

Teknologia kehittyy nopeasti ja jatkuvasti, tuotekehitys tärkeässä roolissa

Telesten liiketoiminnan perustana toimii vahva teknologinen osaaminen. Yhtiö panostaa merkittävästi tuotekehitykseen, sillä laitteiden ja ohjelmistojen laatu ja luotettavuus ovat asiakkaille tärkeitä. Tämän lisäksi teknologia kehittyy jatkuvasti ja teknologian kehitys on nopeaa ja Telesten on pysyttävä mukana kehityksessä. Telesten tuotekehitystoiminta on pääosin niin kutsuttua soveltavaa tuotekehitystä, jonka tavoitteena on jokin uusi tuote tai tuoteominaisuus. Teleste tekee tuotekehityksessään myös yhteistyötä yliopistojen ja ammattikorkeakoulujen kanssa. Teleste toimii useilla eri teknologia-alueilla ja teknologian kehitys on nopeaa ja tämän vuoksi yhtiö keskittyy valittuihin kehitysalueisiin. Muut tarvittavat osa-alueet yhtiö pyrkii kattamaan kumppaniverkoston avulla.

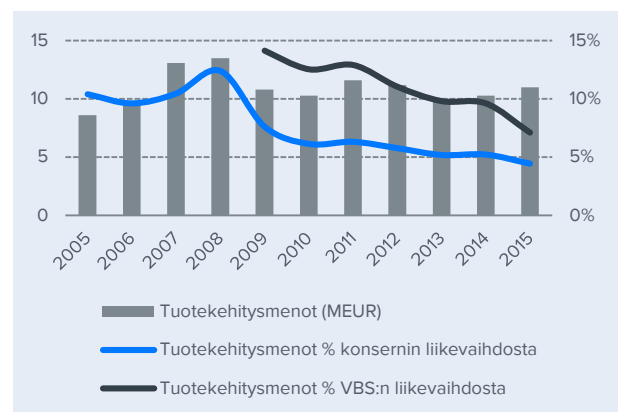
Telesten tuotekehityksessä toimii arviomme mukaan noin 140 henkilöä Suomessa, Belgiassa ja Puolassa. Verkkolaitteiden tuotekehitystä yhtiöllä on Suomessa ja Belgiassa. Suomessa Telestellä on myös informaatiolaitteiden ja -ohjelmien tuotekehitystä, mitkä tulivat vuoden 2015 Mitron-yritysoston mukana. Puolassa yhtiöllä on videovalvontaan liittyvien ohjelmistojen ja hallintajärjestelmien tuotekehitystä.

Tuotekehityksen painopiste kohdistuu pääosin kaapelioperaattoreiden tilaajaverkkoihin, päävahvistimen videoprosessointiratkaisuihin, videovalvontakameroiden hallintajärjestelmiin ja matkustajainformaation ratkaisuihin. Tilaajaverkkolaitteiden tuotekehitys on viime vuosina keskittynyt vahvasti laitteiden päivittämiseksi DOCSIS 3.1-standardin mukaisiksi. Uusi DOCSIS 3.1-standardi julkaistiin vuonna 2013 ja se on jatkokehitystä edelliselle vuonna 2006 julkaistulle 3.0-standardille. Lyhyesti selitettynä DOCSIS 3.1-standardi tarjoaa kaapelioperaattoreille mahdollisuuden nostaa internetyhteyksien nopeutta huomattavasti. Kaapelioperaattorit pystyvät uuden standardin mukaisilla tuotteilla tarjoamaan 10 Gbps:n

loppukäyttäjäkokeuksia, kun 3.0-standardilla nopeudet ovat maksimissaan 1 Gbps:n luokkaa. Yhtiön mukaan sen tarjonta DOCSIS 3.1-standardin mukaisissa laitteissa on markkinoiden laajin. Tulevina vuosina Teleste tulee keskittymään hajautetun verkkoarkkitehtuurin kehittämiseen, joka myös mahdollistaa korkeampia internetsopeuksia kaapelioperaattoreiden loppukäyttäjille. DOCSIS 3.1-standardissa päivitetään nodien ja päävahvistinasemissa olevia laitteita, lisäksi hajautetussa verkkoarkkitehtuurissa verkkolaitteissa olevaa älykkyyttä siirretään päävahvistinasemilta lähemmäs loppukäyttäjiä oleviin nodeihin. Sekä DOCSIS 3.1 että hajautettu verkkoarkkitehtuuri ovat positiivisia kasvuajureita Telestelle.

Telesten tuotekehityskulut ovat vuoden 2009 jälkeen olleet noin 10-12 MEUR vuodessa. Tuotekehityksen suhteellinen osuus konsernin liikevaihdesta laski vuonna 2009, kun yhtiön palveluliiketoiminta kasvoi merkittävästi yritysostojen ansiosta ja tuotekehityskulut hieman laskivat vuosien 2007-2008 tasolta. Tuotekehityskulujen osuus konsernin liikevaihdesta on viime vuosina ollut noin 4-6 %:n tasolla. Tuotekehityskulut kohdistuvat kuitenkin ainoastaan Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikköön ja niiden osuus kyseisen liiketoimintayksikön liikevaihdesta oli viime vuonna 7,1 %. Suhteellinen osuus on laskenut tasaisesti vuodesta 2009 lähtien, jolloin se oli 12,6 %.

Tuotekehityskulut ja osuus liikevaihdesta



Lähde: Teleste

Verkkolaitteiden tuotanto pääosin Suomessa

Telesten liiketoimintaan kuuluu laitteiden ja ohjelmistojen sekä hallintajärjestelmien suunnittelu, kehitys ja tuotanto. Telestellä on myös huomattava kaapeli- ja teleoperaattoreille suunnattu palveluliiketoiminta.

Network Productsin tilaajaverkkolaitteiden suunnittelu, kehitys ja tuotanto tapahtuvat pääosin yhtiön Turun (Littainen) tehtaassa. Telesten tuotanto perustuu niin kutsuttuun LEAN-tuotantoon, jolla pyritään maksimoimaan tuotannon joustavuuden pitämällä tuotantorakenteen kevyenä. Turussa tuotetaan teknologisesti vaativimmat laitteet, kuten optiset laitteet ja vahvistimet. Nämä laitteet Teleste tuottaa make-to-order mallilla, eli Teleste alkaa tuottaa laitteita vasta kun asiakkaalta on saatu tilaus. Näin yhtiö välttää turhan varastointituotannon. Massavolyymituotteet ja vähemmän teknologiaosaamista vaativat tuotteet Teleste tuottaa alihankintana. Telestellä on myös pienempi tehdas Kiinassa, jossa se voi tuottaa tilaajaverkkoon tarvittavia laitteita. Suurin osa Network Productsin tuotannosta on arviomme mukaan laitteita, jotka sisältävät sulautettuja ohjelmistoja.

Laitteiden tuotanto ja varsinkin skaalautuvuus voisi arviomme mukaan olla hieman halvempaa Kiinassa, mutta kun kyseessä on korkean teknologian laitteita niin tuotantokustannukset eivät käsityksemme mukaan ole merkittävästi halvempia Kiinassa. Tilaajaverkkolaitteissa on myös hyvä muistaa, että vaikka kyseessä olisi samat laitteet (esimerkiksi vahvistimet) voivat niiden teknologiset ominaisuudet vaihdella asiakkaittain, sillä eri maissa on erilaiset tilaajaverkot ja laitteet pitää näin soveltaa kyseisen maan teknologisen kokoonpanon mukaan. Tämän takia on myös loogista, että tuotanto ja tuotekehitys ovat saman katon alla Suomessa, jolloin tuotteet saadaan nopeammin suunnittelupöydältä tuotantolinjalle. Teleste pystyy helposti kopiaamaan ja skaalaamaan tuotantonsa viemällä tuotanto Suomesta esimerkiksi Baltian maihin niin kutsutulla ”lentävä solu” -mallilla. Tämä tarkoittaa periaatteessa sitä, että Turusta tuotantomalli viedään kolmannen osapuolen tehtaalle, missä tuotetaan laitteita siinä määrin mitä niitä tarvitaan.

Video Security & Information Solutions tuottaa pääosin ohjelmistoja

Video Security ja Information Solutions -segmenteissä Teleste tuottaa pääosin kokonaisvaltaisia videovalvonta- ja matkustajainformaatiosovelluksia sekä pienemmässä määrässä serverilaitteita ja informaationäyttöjä. Tuotanto tapahtuu suurimmaksi osaksi Puolassa ja informaatiopuolella on tuotantoa Suomessa.

Videovalvonnassa Teleste tuottaa pääosin sovelluksia, joten tuotanto on hyvin henkilöstökeskeistä ja se ei siten sido kovin paljon pääomia. Informaatoratkaisuissa tuotanto on arviomme mukaan myös pääosin sovellustyyppistä, mutta Mitron tuottaa myös jonkin verran informaationäyttöjä.

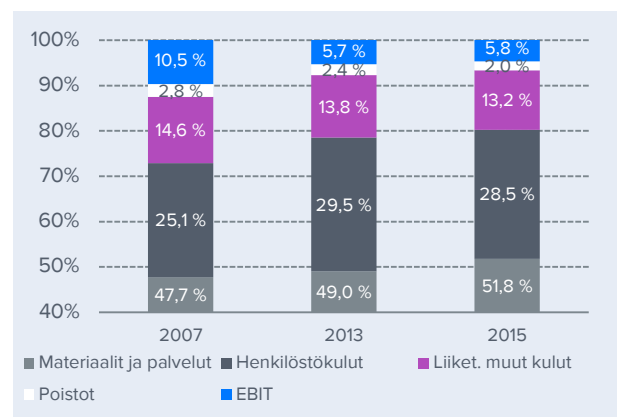
Kulurakenne

Telesten kulurakenne on vuosien mittaan muuttunut markkinan kiristyneen kilpailun mukana. Telesten suurimmat kulut ovat materiaali- ja palvelukulut jotka viime vuonna vastasivat 52 %:sta yhtiön liikevaihdosta. Toiseksi suurin kuluerä ovat henkilöstökulut, jotka viime vuonna olivat 29 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut (mm. vuokratulot, ulkopuoliset palvelut, matkakulut jne.) olivat viime vuonna 13 % yhtiön liikevaihdosta. Poistot ovat noin 2 % liikevaihdosta ja poistoista noin puolet ovat aineettomien hyödykkeiden (aktivoidut kehittämismenot ja muut aineettomat hyödykkeet) poistoja ja loput aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden poistoja (rakennukset, koneet ja kalusto ja muut). Yllä mainittujen kulujen jälkeen jäljelle jäi viime vuonna 5,8 %:n liikevoittomarginaali.

Telesten bruttomarginaali oli 52,3 % vuonna 2007, vuonna 2013 se oli tippunut alas 51 %:iin ja vuonna 2015 se oli 48,2 %. Bruttomarginaali on laskenut, vaikka yhtiön palveluliiketoiminnan osuus liikevaihdosta samaan aikaan on kasvanut. Bruttomarginaalin laskua selittää näkemyksemme mukaan markkinan jatkuva hintaeroosio. Paras tapa tapella hintaeroosiota vastaan on kasvattaa volyymeja, mitä Teleste vuosien mittaan on onnistunut tekemään, mutta ei vielä riittävästi kattaakseen bruttomarginaalin heikkenemistä. Lähivuosina arviomme kuitenkin asiakkaiden siirtymisellä uusiin DOCSIS 3.1-standardin mukaisiin tuotteisiin nostavan marginaaleja, kun vanhemmat alempien katteiden tuotteiden osuus liikevaihdosta vähenee.

Näkemyksemme mukaan henkilöstökulut ja varsinkin liiketoiminnan muut kulut ovat parhaiten skaalautuvia kuluja. Arviomme mukaan varsinkin palveluliiketoiminnan henkilöstön käyttöasteissa on huomattavaa nousuvaraa, jolloin liikevaihtoa voisi kasvattaa palkkaamalla lisää henkilöstöä, jolloin kulut skaalautuvat volyymikasvun mukana. Toinen vaihtoehto olisi henkilöstön vähentäminen vastaamaan matalampaa liikevaihtoa.

Kulurakenne (% liikevaihdosta)



Lähde: Teleste

Euroopan suurimmat kaapelioperaattorit tärkeimmät asiakkaat

Telesten liiketoiminta kattaa neljä aluetta, jotka ovat verkkolaitteet, videovalvonta, informaatoratkaisut ja verkko-operaattoreiden palvelut. Informaatoratkaisujen ja julkisen sektorin videovalvonnan asiakkaat pois lukien kaapeliverkko-operaattorit ovat Telesten tärkein asiakaskunta. Telesten vuoden 2015 liikevaihdosta 95 % tuli Suomen ulkopuolelta, pääosin Euroopasta.

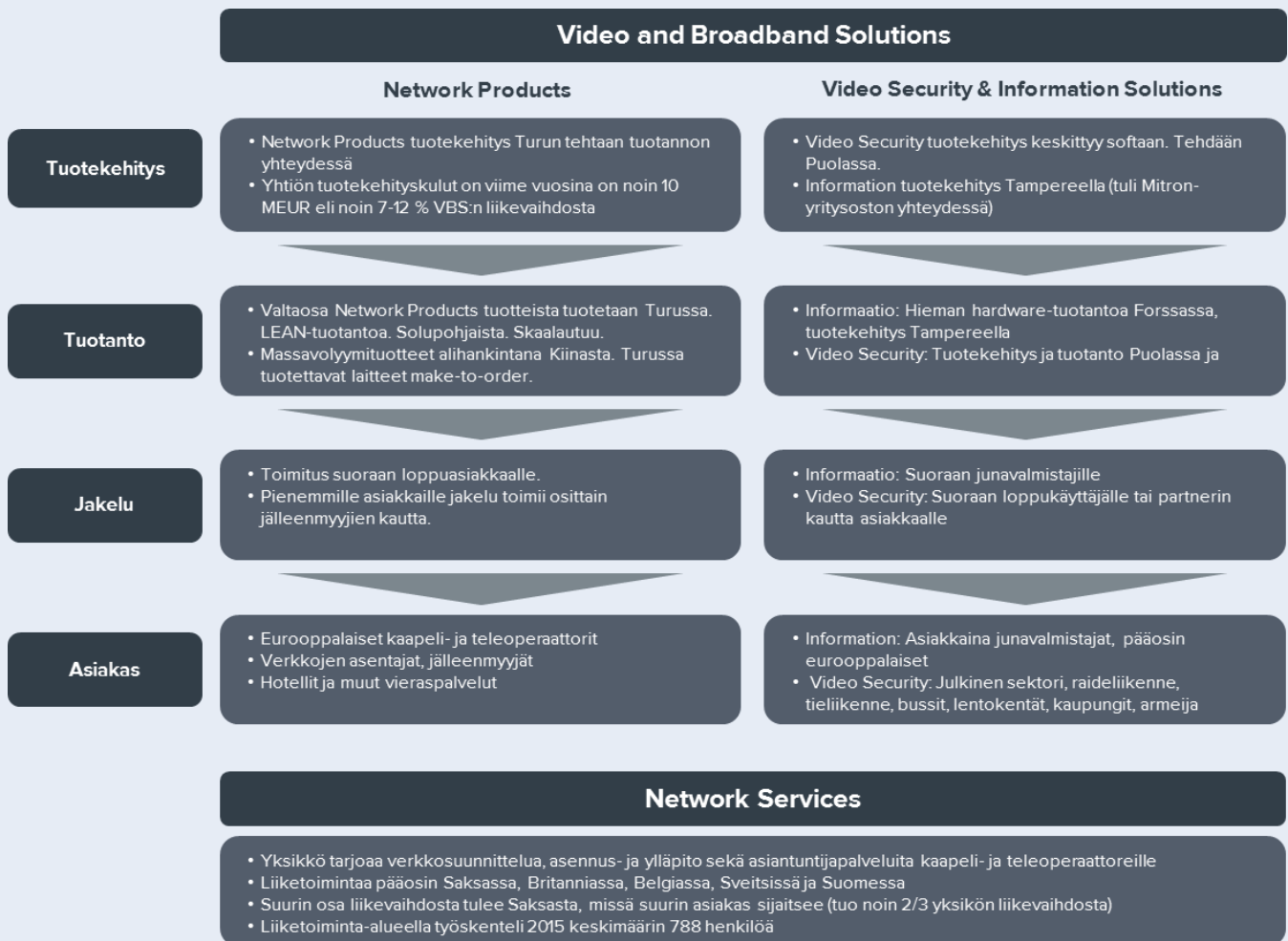
Telesten verkkolaitteiden asiakkaina ovat kaikki Euroopan suurimmat kaapelioperaattorit, joille Teleste toimittaa tuotteensa suoraan. Pienemmille ja keskisuurille operaattoreille Keski- ja Itä-Euroopassa Teleste toimittaa tuotteitaan jälleenmyyjien kautta. Verkkolaitteisiin kuuluvia videokeskuksia Teleste toimittaa globaalisti operaattoreille ja hospitality-segmenttiin (hotellit yms.).

Videovalvonnassa Telesten asiakkaina toimivat pääosin julkisen sektorin toimijat. Tärkeimmät asiakasryhmät ovat kaupungit ja tie-, raide- sekä lentoliikenteestä vastaavat viranomaiset. Suurimmat markkina-alueet ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Kaakkois-Aasia.

Informaatoratkaisuissa tärkeimmät asiakkaat ovat junavaunuvalmistajat sekä merkittävät kaupunkiliikenneoperaattorit.

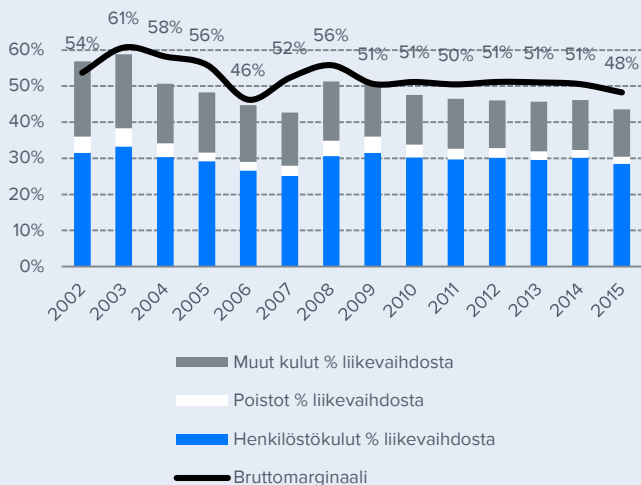
Näkemyksemme mukaan Telesten asiakasportfolio on Network Products sekä Video Security and Information Solutions -segmenteissä hyvin hajautettu, eikä yhtiöllä näin ole riskiä suuren asiakkaan menettämisessä. Network Services -liiketoimintayksikössä suurin asiakas vastaa arviomme mukaan noin kahdesta kolmasosasta segmentin liikevaihdosta, joten tämän asiakkaan häviäminen olisi suuri menetys Telestelle. Riskiä pienentää kuitenkin suurimman asiakkaan kanssa vuonna 2015 tehty kolmevuotinen raamisopimus, missä on myös optio yhdelle lisävuodelle.

Liiketoimintamalli



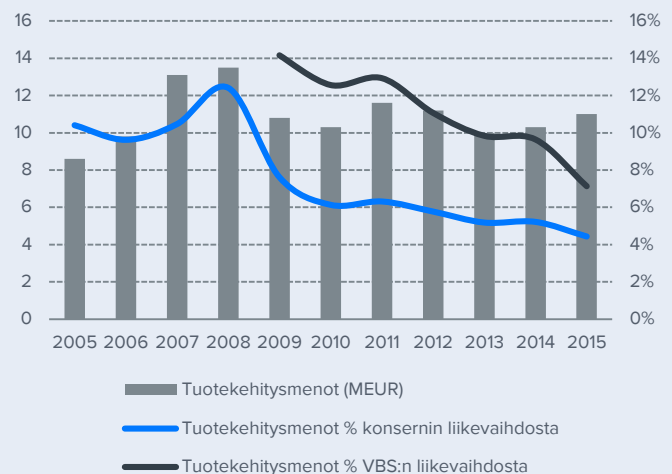
Lähde: Inderes

Kulurakenteen kehitys 2002-2015



Lähde: Teleste

Tuotekehityskulut ja osuus liikevaihdosta



Lähde: Teleste

Markkinat ja toimiala

Telesten päämarkkina-alue on Eurooppa ja asiakasryhmittäin sen tärkeimmät asiakkaat ovat kaapelioperaattorit, raideliikenteen toimijat ja julkisen sektorin toimijat. Kaapeliverkkomarkkinalla päivitykset DOCSIS 3.1-standardiin tulevat lähivuosina tukemaan kasvua, mutta asiakaskunnan konsolidoituminen ja uusien suurten toimijoiden mahdollinen tulo alalle toimivat riskeinä. Videovalvonnassa ja matkustajainformaatioissa markkinat ovat terveellä pohjalla ja yhtiöllä on mielestämme hyvät mahdollisuudet kasvaa näillä alueilla. Palveluliiketoiminnan markkina on kooltaan suurin, mutta sen kasvu on kaikista segmenteistä heikoin ja hinnoitteluvoima tällä markkinalla on näkemysmme mukaan hyvin vahvasti asiakkailla.

Kaksi liiketoimintayksikköä, monta eri markkinaa

Telestellä on kaksi liiketoimintayksikköä, mutta yhtiö toimii usealla eri toimialalla. Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikön Network Products toimii kaapelioperaattorimarkkinoilla. Video Securityssä Teleste toimii videovalvontamarkkinoilla ja Information Solutions -segmentissä yhtiö toimii informaatoritarkaisumarkkinoilla. Network Services toimii Network Productsin kanssa kaapelioperaattorimarkkinoilla, mutta tässä segmentissä keskiössä on palvelut. Telen suurin markkina-alue on Eurooppa ja yhtiön liikevaihdosta suurin osa tulee kaapeliverkkojen HFC- markkinasegmentistä.

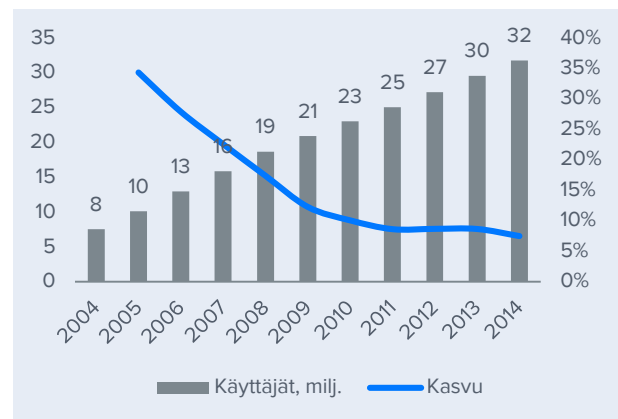
Network Products

Teleste toimii Network Products -segmentissä Euroopan kaapeliverkkomarkkinoilla. Teleste on kaapeliverkon sisällä keskittynyt HFC osa-alueeseen, mikä kaapeliverkossa on osa verkosta, joka kytkee loppukäyttäjät (kodit) runkoverkkoon. Yksinkertaistettuna kaapeliverkon rakennetta voi kuvata seuraavasti: ¹⁾ kaapeliverkon runkoverkosta lähtee kuitukaapeli päävähvistinasemalle (esimerkiksi Pasilassa on päävähvistinasema), ²⁾ josta lähtee kuitukaapeli loppukäyttäjän lähellä oleviin noodeihin (esimerkiksi verkkojakelukaapit kaduilla), ³⁾ näistä noodeista lähtee koaksiaalikaapelit taloihin ja asuntoihin. Koska tämän tyyppisessä kaapeliverkossa on sekä kuitukaapelia että koaksiaalikaapelia, kutsutaan sitä HFC-verkoksi (Hybrid Fibre-Coaxial). Telen fokus ei ole kuluttajille tarkoitetuissa tuotteissa kuten modeemit.

Euroopassa on arviolta noin 158 miljoonaa laajakaistakäyttäjää, josta noin 71 % käyttävät DSL-tekniikoita, 11 % muita kuitupohjaisia tekniikoita ja 18 % käyttävät kaapelitekniikoita. Euroopan kaapelioperaattorit ovat jatkuvasti pystyneet kasvattamaan asiakasmääränsä vuodesta 2004 lähtien. Vuonna 2014 Euroopan kaapelilaajakaistojä käyttävä asiakasmäärä kasvoi 7,5 % 31,8 miljoonaan. Asiakasmäärän kasvuvauhti on hidastunut viime

vuosina, mutta kaapelioperaattorit ovat onnistuneet ottamaan markkinaosuutta tele- ja mobiilioperaattoreilta.

Kaapelilaajakaistan käyttäjät Euroopassa



Lähde: Cable Europe

Euroopan HFC-markkina on Telen tärkein markkinasegmentti ja yhtiöllä on erittäin vahva markkina-asema kyseisellä markkinalla. Yhtiön arvion mukaan markkinan koko on noin 300 MEUR ja sen keskimääräisen vuosittaisen kasvun ajalla 2015-2018 odotetaan olevan noin 9 %. Arvomme mukaan Telen Network Products -segmentin liikevaihto oli noin 100 MEUR viime vuonna, minkä mukaan yhtiön markkinaosuus Euroopan HFC-markkinalla olisi noin 33 %.

Teleste on ilmoittanut katsoavansa USA:n ja Kiinan markkinoita, sillä yhtiön mukaan Euroopan markkinaosuuden kasvattaminen nykyiseltä korkealta tasolta voi olla haastavaa. Pidämme yhtiön laajentumista USA:han todennäköisempänä vaihtoehtona ja odotamme yhtiön ilmoittavan lisää suunnitelmista tämän tai ensi vuoden aikana.

Markkina

Euroopan kaapeliverkkomarkkina vaihtelee maakohtaisesti eikä yhtä eurooppalaista markkinaa ole olemassa. Eri maiden kaapeliverkot ovat rakennettu eri aikoihin ja erilaisilla teknisillä ratkaisuilla. Tästä johtuen verkkolaite-

tuotteissa on paljon erilaista maakohtaista tarjontaa. Esimerkiksi Suomen ja Saksan kaapeliverkkoihin asennettavat vahvistimet voivat teknologialtaan olla hyvin eriäviä, joten standardituotteita on vaikea kehittää. Kaapeliverkon markkina Euroopassa on mielestämme terveellä pohjalla. Markkinan kasvua tukee jatkuva datamäärän kasvu, mikä vaatii nopeampia internetnopeuksia. Kaapelioperaattoreiden on jatkuvasti investoitava kapasiteetin ja nopeuden kasvattamiseen, jotta ne pystyvät kilpailemaan teleoperaattoreita ja mobiilioperaattoreita vastaan. Tämä tarkoittaa myös sitä, että teknologia kehitty jatkuvasti ja laitetoimittajien kuten Telesten, on pysyttävä mukana tuotekehityksessä. Kaapelioperaattorit ovat Euroopassa viime vuosina pystyneet kasvattamaan asiakasmääränsä hyvin, kun teleoperaattorit ovat hävinneet markkinaosuutta.

Telesten asiakaskunta on mielestämme hyvä, sillä yhtiöllä on vahvat siteet kaikkiin Euroopan suurimpiin kaapeliverkko-operaattoreihin. Yhtiön asiakaskuntaan kuuluu myös keskisuuria ja pieniä kaapelioperaattoreita. Euroopan suurimpiin kaapelioperaattoreihin ja Telesten asiakkaisiin kuuluvat muun muassa

- Liberty Global
- Altice
- Vodafone

Euroopan verkkomarkkinoilla on viime vuosina tapahtunut suuria yritysjärjestelyitä ja asiakaskunnan konsolidaatio on ollut hyvin voimakasta. Trendinä on ollut kaapeli-kaapeli operaattoreiden yrityskaupat, joissa logiikkana on toiminut skaalaetujen hankkiminen. Esimerkki tämän tyyppin kaupasta on Liberty Globalin Ziggo-yritysosto vuonna 2014, jonka arvo oli 10 miljardia dollaria. Markkinalla on myös nähty kaapeli-mobiili yritysjärjestelyitä ja ne ovat yleistyneet, kun operaattorit haluavat laajentaa tuoteportfolionsa. Näissä kaupoissa logiikkana on yleensä toiminut suurempi koko ja kilpailukykyisempi tuotetarjonta (esimerkiksi liikkuva laajakaista + kiinteä laajakaista + maksutelevisio). Esimerkkejä tämän tyyppisistä kaupoista ovat Altice - SFR (2014, 23 miljardia dollaria), Vodafone - Kabel Deutschland (2013, 10 miljardia dollaria) ja DNA - Welho (2010, 200 MEUR). Yhdysvaltalaiset kaapelioperaattorit eivät ole näyttäneet kovin paljon kiinnostusta Euroopan markkinoista, mutta eurooppalainen Altice on viime vuonna tehnyt suuria yritysostoja Yhdysvalloissa. Vuonna 2015 Altice osti yhdysvaltalaiset kaapelioperaattorit Suddenlinkin 9,1 miljardilla dollarilla ja Cablevisionin 18 miljardilla dollarilla. Altice on Telesten pitkäaikainen asiakas ja Telestellä on näin mielestämme hyvä ponnahduslauta Yhdysvaltojen kaapeliverkkomarkkinoille.

Ennusteiden mukaan datamäärän käyttö internetissä kasvaa vuosittain noin 50 %, mikä asettaa vaatimuksia internetyhteyksien nopeuksiin. Kaapelioperaattorit voivat nostaa asiakkaille luvattuja internetnopeuksia periaatteessa kolmella tavalla. Operaattorit voivat vetää kuituverkkoja talojen sisälle (FTTH, Fibre To The Home), mutta tämä on hyvin kallista, sillä kiinteistöjen sisäistä kaapelointia pitää

uudistaa. Tämä tapa kasvattaa kapasiteettiä on Telesten laitemyynnin kannalta huonoin. Toinen tapa kasvattaa nopeuksia on nodien lisääminen. Perinteisesti yksi nodi palvelee noin 250-2000 loppukäyttäjää. Lisäämällä noodeja, harvempi loppukäyttäjä jakaa yhden nodin tarjoamaa kapasiteettiä, jolloin loppukäyttäjille voidaan luvata nopeampia yhteyksiä. Kasvattamalla noodien määrää voidaan päästä 1 Gbps nopeuksiin vanhalla DOCSIS 3.0-standardilla. Esimerkkinä tästä on DNA:n äskettäin lanseeraama uusi Valokuitu Plus, joka nyt tarjoaa Helsingissä 1 gigabitin nopeuksia. Tämä tapa kasvattaa kapasiteettiä on Telesten laitemyynnille positiivista, sillä noodien määrän kasvu lisää niiden sisällä olevien laitteiden tarvetta. Kaapelioperaattorit voivat myös kasvattaa nopeuksiaan vaihtamalla DOCSIS 3.0-standardin mukaiset laitteet 3.1-standardiin. Tästä esimerkkinä myös DNA, joka 30.5.2016 ilmoitti alkavansa päivittämään verkkojaan Suomessa 3.1-standardin mukaiseksi, käyttäen Telesten laitteita ja palveluita. DOCSIS 3.1:een päivittäminen on alkanut lyömään läpi, mutta sen kustannukset ovat vielä kohtalaisen suuret, joten siirtymässä tulee kestämään aikaa. Tämän lisäksi markkinalle on nyt tulossa uusi hajautetun verkkoarkkitehtuurin ratkaisu, joka myös lupaa nopeampia yhteyksiä. Tämä lisää nodemarkkinan arvoa (hajautetut nodet), mutta toisaalta pienentää optisten siirtolaitteiden markkinaa. Kaikki yllä mainitut esimerkit paitsi kuituverkon vetäminen suoraan taloon tukevat Telesten kasvua, joten kasvu-ajurit ovat mielestämme hyvin paikallaan.

Telesten kaapelioperaattoreiden asiakaskunnan konsolidoituminen synnyttää entistä suurempia asiakkaita. Suuremmilla asiakkailla ostovoima vahvistuu, kun osto-osastoista tulee ammattimaisempia ja volyymit kasvavat. Tämä yhdessä kireän kilpailun kanssa johtaa jatkuvaan hintaeroosioon markkinalla. Positiivista Euroopan markkinoilla on kuitenkin se, että markkina ei ole yhtenäinen, joten standardituotteita on vaikea hankkia. Tämän takia tiettyjen tuotteiden volyymit eivät tule kasvamaan todella suuriin luokkiin. Telestelle lyhyet, räätälöidyt tuotesarjat ovat hyviä, sillä yhtiö on erikoistunut niihin ja se pystyy kilpailemaan niissä paremmin kuin massavolyymituotteissa. Uuden DOCSIS 3.1-standardin yleistymisen markkinalla tulisi myös näkemyksemme mukaan helpottamaan hintaeroosiota.

Kilpailu

Euroopan kaapeliverkkojen laitemarkkinoita kilpailu on kovaa, mutta teknologian asettamat vaatimukset ja sen nopea kehittyminen asettavat markkinalle korkean markkinan tulon kynnyksen. Verkkolaitteet ovat usein maa- tai asiakaskohtaisesti räätälöityjä, joten aasialaisia massavolyymituottajia ei kilpailukentällä varsinaisesti ole. Passiivituotteissa, missä teknologinen konfigurointi on matala, löytyy enemmän kilpailijoita. Tilaajaverkkojen laitetuottajat ja Telesten suurimmat kilpailijat ovat

- Vector
- Technetix
- Arris
- Cisco

Näistä Technetix on Euroopassa Telesten kovin kilpailija, mutta kokoluokaltaan Technetix on kuitenkin huomattavasti Telesteä pienempi. Vector toimii myös Euroopan markkinoilla, mutta Technetixin tapaan Vector on Telesteä pienempi. Arris ja Cisco ovat kokoluokaltaan huomattavasti Telesteä suuremmat, mutta niiden päämarkkina-alue on Yhdysvallat. Suurempien kilpailijoiden tulo Euroopan markkinoille on riski Telestelle, mutta huomioiden markkinan koon ja vaihtelevat teknologiset standardit, emme ole kovin huolissamme, että suhteellisen pienelle markkinalle tulisi kilpailijoita Pohjois-Amerikasta.

Suurin riski kilpailukentällä on mielestämme kuitenkin suurempien toimijoiden tulo alalle, mistä ensimmäiset merkit on jo nähty. Pitkällä aikavälillä suurten toimijoiden alalle syntymistä puoltaa operaattoreiden konsolidoituminen sekä operaattoreiden ostokäyttäytymisen muutos kohti laajempia verkkojen kokonaisratkaisujen ja palveluiden toimituksia. Huaweiin suuri projekti tanskalaisen TDC:n kanssa oli ensimmäinen merkki tällaisesta ilmiöstä. Suurilla toimijoilla ei kuitenkaan näkemysmme mukaan ole tarvittavia teknologioita tuottaakseen laitteita. Näin ollen tapauksissa, joissa suuret toimijat kuten Huawei tarjoavat kokonaisvaltaisia "avaimet käteen" -verkkotoimituksia operaattoreille, he joutuvat ostamaan laitteitaan Telesten tyyppisiltä toimittajilta. Telestelle tämä tarkoittaa sitä, että Teleste siirtyy arvoketjussa taaksepäin matalamman katteen segmenttiin alihankkijaksi, mikä pitkällä tähtäimellä olisi negatiivista yhtiölle.

Yksi pitkän tähtäimen uhkatekijä Network Productsille on myös tietoliikenneverkkojen virtualisoituminen, mikä voi kiihdyttää laitteiden hintaeroosiota ja vähentää operaattoreiden tarvetta erillisille verkkolaitteille. Virtualisoinnin myötä tietoliikenneverkkojen toimintoja voidaan ajaa ohjelmistoilla standardilaitteistoilla. Tällöin verkkojen älykkyys ja arvo siirtyvät laitteista ohjelmistokerrokseen, mikä voi heikentää Telesten asemaa arvoketjussa. Kaapelioperaattoreiden markkinalla virtualisointiskehitys on kuitenkin vielä hyvin varhaisessa vaiheessa eikä vaikuta Telesten liiketoimintaan lyhyellä aikavälillä.

Video Security

Video Security -segmentissä Teleste toimii globaalisti, mutta yhtiön tärkeimmät maantieteelliset alueet ovat Pohjois-Amerikka ja Eurooppa. Teleste tarjoaa videovalvontaan sovelluksia ja ratkaisuja pääosin julkisen sektorin asiakkaille. Esimerkkejä asiakassegmenteistä ovat liikenne, kaupunki, maanpuolustus ja turvallisuus.

Video Securityn ytimessä ovat sovellukset ja Teleste on valituissa vertikaaliryhmissä panostanut high-end järjestelmiin (kompleksit, vaativat järjestelmät), sillä kuluttajamarkkinalla (matalan konfiguraation pienet järjestelmät) kilpailu on kovempaa ja niiden arvo on pienempi. Teleste erottautuu kilpailijoista siten, että yhtiö

toimittaa videovalvontaratkaisuja eikä pelkkiä yksittäisiä tuotteita. Teleste toimii nykyään pääosin Video Management Systems (VMS) markkinalla, mutta yhtiö on puhunut mahdollisesta laajentumisesta Physical Security Information Management (PSIM) markkinalle. PSIM-markkina on laajempi ja arvokkaampi verrattuna VMS:ään, sillä siinä siirrytään yksi pykälä ylemmäs järjestelmän hierarkiassa.

Markkina

Teleste on arvioinut globaalin VMS-markkinan koon olevan noin 500 MEUR ja lähivuosina sen odotetaan kasvavan yli 10 %:n vuosivauhtia. Markkinan kasvua tukevat vahvat megatrendit, kuten kaupungistuminen ja lisääntyvä turvallisuuden tarve. Ihmiset maailmalla muuttavat entistä tiheämpään tahtiin kaupunkeihin, jolloin videovalvonnan tarve lisääntyy, jotta tieliikenne, junat, bussit ja muut liikenneyhteydet toimivat joustavasti. Lisääntyvä väestö kaupungeissa kasvattaa myös turvallisuuden tarvetta, etenkin nykypäivän levottomassa ympäristössä. Megatrendit ja lähivuosien ennustetun kasvun perusteella markkina on mielestämme terveellä pohjalla.

Videovalvontamarkkina Euroopassa on hyvin hajautunut. Markkinalla on monta eri toimijoa, joilla on eri roolit videovalvonnassa. Markkinalla on pienten sovellusten toimittajia, laitetoimittajia, integraattoreita, ylläpitäjiä ja järjestelmätoimittajia. Teleste on keskittynyt laajempien videovalvontajärjestelmien suunnitteluun, joihin voi liittää kolmansien osapuolten sovelluksia ja laitteita.

Telestellä on erittäin hyvät referenssit videovalvontamarkkinalla. Yhtiön asiakkaita ovat muun muassa

- Julkinen turvallisuus: SNCF, Pariisin kaupunki, Kapkaupungin poliisi, BT Redcare
- Chicagon julkinen liikenneviranomainen CTA
- Raideliikenne: Bombardier, Alstom, VR
- Bussiliikenne
- Lentokentät
- Tieliikenneviranomaiset
- Armeijat ja rajavartiostot

Koska asiakkaina toimivat pääosin julkisen sektorin toimijat voivat tilauksien päätöksentekoaajat yleensä olla pitkiä tai pitkittyä alkuperäisestä suunnitelmasta. Myyntiprosessit ovat myös usein hyvin kilpailuja.

Videovalvonnassa tärkeimmät kilpailutekijät ovat luotettavuus, mikä Telestelle on hyvä asia, sillä yhtiön tuotteilla on hyvä maine. Telesten kilpailuetuna toimii myös vahva teknologinen videohallinnan osaaminen ja fokusointi tiettyihin vertikaaleihin, minkä takia Telestellä on hyvä ymmärrys asiakkaiden tarpeista. Tuotekilpailijat markkinalla toimivat hieman eri tavalla verrattuna Telesteen, sillä nämä kilpailijat eivät ole teknisiä integraattoreita eivätkä pysty tarjoamaan suuria videovalvontajärjestelmiä.

Videovalvontasovellus on hyvin niche-sovellus alue, joten suurten toimijoiden panostukset tähän segmenttiin ei

välttämättä ole heille kovin kannattavaa. Näin ollen kilpailijat ovat usein pienempiä, 50 MEUR:n kokoluokassa olevia yhtiötä. Suurimmissa tilannehallintajärjestelmissä vastaan tulevat suuremmat IT-talot kuten esimerkiksi Tieto. Suurimmat uhkatekijät markkinalla ovat suurten integraattoreiden mahdollinen uudelleenaseoituminen kokonaisvaltaisiksi videovalvonta- ja tilannehallintajärjestelmien toimittajiksi.

Information Solutions

Teleste arvioi Pohjois-Amerikan ja Euroopan matkustajainformaatiomarkkinoiden koon olevan noin 400 MEUR ja sen kasvavan 10-15 %:n vuosivauhtia lähivuosina. Markkinasegmentti on Telestelle uusi, sillä se tuli vuoden 2015 Mitron-yritysoston mukana. Teleste toimii matkustajainformaatiomarkkinalla vielä Mitronin nimellä.

Telesten informaatoratkaisu-segmentin asiakkaina toimivat pääosin suuret eurooppalaiset junavaunuvalmistajat ja raideliikenteen toimijat. Nämä ovat muun muassa.

- Bombardier
- Alstom
- VR
- SNCF
- Stadler
- Deutsche Bahn

Mitronilla on hyvin vahvat suhteet suurten eurooppalaisten junavaunuvalmistajien kanssa. Videovalvonta ja matkustajainformaatoratkaisuilla Teleste pystyy nyt tarjoamaan raideliikenteeseen sekä kokonaisvaltaisia ratkaisuja, jotka sisältävät sekä informaatoratkaisuja että videovalvontaa juniin ja juna-asemille.

Informaatoratkaisujen kasvua tukevat digitalisaatio ja teollinen internet, minkä takia matkustajaliikenteen informaatiovaatimukset jatkuvasti kasvavat.

Network Services

Network Services -liiketoimintayksikössä Teleste toimii Euroopassa. Yhtiö palvelee eurooppalaisia kaapeli-, laajakaista- ja televiestintäpalveluja tarjoavat operaattorit. Teleste on äskettäin laajentanut palveluvalikoimaansa ja yhtiö palvelee nyt myös matkapuhelinoperaattoreita ja alkuperäisiä laitevalmistajia. Maantieteelliset painopistealueet ovat Belgia, Suomi, Saksa, Sveitsi ja Iso-Britannia.

Palveluliiketoiminta on markkinakooltaan Telesten suurin segmentti. Yhtiö arvioi Euroopan markkinan koon olevan noin 900 MEUR ja sen odotetaan kasvavan vuosittain noin 5 % lähivuosina.

Telesten suurin asiakas Network Services -liiketoimintayksikössä on Vodafone Kabel Deutschland, jota Teleste palvelee Saksassa. Arviomme mukaan Vodafone Kabel Deutschland vastaa noin kahdesta kolmasosasta

segmentin noin 90 MEUR:n liikevaihdosta. Telesten asiakkaina toimivat muun muassa

- Vodafone Kabel Deutschland
- Elisa
- Anvia
- DNA
- Virgin
- Unitymedia

Palveluliiketoiminnan kasvua tukee operaattoreiden lisääntyvä tietoliikenneverkkojen hallinnan ulkoistaminen. Tämän lisäksi laajakaistan laajeneminen ja kaistanleveyden kasvu toimivat kasvun tekijöinä. Operaattorit ovat myös alkaneet keskittämään hankintojaan, jolloin he hakevat useammin toimittajia, jotka voivat tarjota sekä laitteita että palveluita. Verkkojen ylläpidon ulkoistaminen ulkopuolisille toimittajille ei kuitenkaan ole vielä kaapelioperaattoreissa yhtä yleistä kuin se on ollut mobiilioperaattoreissa. Mikäli vastaava trendi tapahtuu kaapelioperaattoreissa, tulee markkina kasvamaan voimakkaasti. Palveluliiketoiminnan tuottajan tulee kuitenkin olla äärimmäisen tehokas, jotta se pystyy kannattavasti tuottamaan operaattorille ulkoistamisen hyödyt.

Telesten kilpailijoita palveluliiketoiminnassa ovat käsityksemme mukaan suurien globaalien operaattoreiden sisäiset palveluorganisaatiot. Kilpailijoihin kuuluu muun muassa

- Nokia
- Alcatel-Lucent
- Ericsson
- Huawei
- Paikalliset palvelutarjoajat

Markkinat yhteenveto

Markkina	Kuvaus	Kilpailijat	Koko ja kasvu
Network Products	- Erikoistunut HFC-verkkoon - Jatkuvasti kehittyvä - Maiden välillä hyvin eriyvää teknologiaa - Kilpailtu markkina - Korkeat alalietuloasteet - Toimiala hyvin konsolidoitu - Huomattavaa hintaeroosiota	- Arris - Cisco - Harmonic - Huawei - Technetix - ZTE - Wisi - Kathrein	Eurooppa 300 MEUR 9 %
Video Security	- Teleste erikoistunut Video Management Systems sovelluksiin - Paljon pieniä tuotekilpailijoita, integraattorit suurempia - Pääosin julkisen sektorin asiakkaita - Hyvät kasvumahdollisuudet	- Canon - Genetec - Milestone - OnSSI - Axis - Axxon	Globaali 500 MEUR 10 %
Raide (Informaatio)	- Pääasiakkaina Eurooppalaiset junavaunuvälmistajat - Mitron tarjoaa matkustaja-informaattoriratkaisuja ja Teleste tarjoaa videovalvontaa - Monta eri toimijaa markkinoilla	- Annax - Luminator - Televic - Aesys - RUF	Pohjois-Amerikka ja Eurooppa 400 MEUR 10-15 %
Network Services	- Asiakkaina eurooppalaiset kaapeli-, laajakaista- ja televiestintäpalveluja tarjoavat operaattorit. - Telesten tärkeimmät maat Suomi, Sveitsi, Saksa, Belgia, Britannia - Palvelujen ulkoistaminen yleistyy	- Nokia - Alcatel-Lucent - Ericsson - Huawei (Operaattoreiden sisäiset palveluorganisaatiot)	Eurooppa 900 MEUR 5 %

Lähde: Teleste & Inderes

TELESTE Markkinatrendit



Kasvava datamäärä

Vaatii nopeammat internetyhteydet



DOCSIS 3.1

Kaapelioperaattorit aloittaneet investoinnit D3.1:een



Hajautettu verkkoarkkitehtuuri

Tarjoaa operaattoreille nopeammat internetyhteydet



Kaupungistuminen

Lisää kaapeliverkkojen käyttäjämäärää
Lisää turvallisuuden tarvetta – Videovalvontaa jne.



Palvelujen ulkoistaminen

Mahdollisuus laajentaa palveluliiketoimintaa



Asiakaskunnan konsolidaatio

Suuremmilla asiakkailla parempi hinnoitteluvoima



Suurten kilpailijoiden alalle tulo

Voi asettaa Telesten heikompaan asemaan arvoketjussa
Voi polkea hintoja alas



Tietoliikenneverkkojen virtualisoituminen

Arvo siirtyy laitteista ohjelmistoihin.
Voi vähentää tilaajaverkkolaitteiden tarvetta



Hintaeroosio

Heikentää katteita. Volyymikasvulla voi ehkäistä.



Kiristynyt kilpailu

Voi heikentää tilaajaverkkotuotteiden katteita

Lähde: Inderes

Strategia

Telestellä on mielestämme erittäin vahva markkina-asema Euroopassa ja vahva tuoteportfolio. Tämän takia pidämme yhtiön kasvumahdollisuuksia hyvinä, mutta haasteena tulee olemaan kannattavuuden nostaminen. DOCSIS 3.1-tuotteiden tuotekehitys alkaa arviomme mukaan olla loppusuoralla ja yhtiön tuotekehitys tulee lähivuosina painottumaan hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin sekä video- ja informaatoratkaisuihin. Yhtiö etsii uusia kasvualueita verkkoliiketoiminnalleen ja odotamme yhtiöltä lähivuosina uutisia maantieteellisestä laajennuksesta. Video- ja informaatoratkaisuissa yhtiö pyrkii kasvattamaan liiketoimintoa uusilla tuotteilla ja palveluilla. Palveluliiketoiminnan kannattavuus on liian alhainen ja sen nostaminen nykyisestä 1-2 %:n tasolta yli 5 %:iin on mielestämme yksi yhtiön tärkeimmistä strategisista hankkeista. Yhtiö ei ole julkistanut pitkän tähtäimen taloudellisia tavoitteita ja osinkopolitiikka on hieman abstrakti, mutta voitonjakosuhte on historiallisesti ollut noin 40 %.

Kasvua ja kannattavuuden parantamista

Vahva markkina-asema Euroopassa

Telestellä on toimipisteet 20 maassa, minkä avulla se pystyy hyvin palvelemaan asiakkaitaan ympäri maailman. Telesten markkina-asema Euroopan HFC-markkinasegmentissä on erittäin hyvä, sen ollessa arviomme mukaan hieman yli 30 %. Palveluliiketoiminnassa kaikki Euroopan suurimmat kaapelioperaattorit ja moni teleoperaattori on Telesten asiakkaita. Informaatoratkaisuissa Telestellä on vahvat siteet junavalmistajiin ja videovalvonnassa yhtiöllä on hyvät referenssi kohteet.

Kasvualueiden etsiminen

Kaapelioperaattoreissa asiakkaiden tarve painottuu yhä enemmän kokonaisvaltaisiin ratkaisuihin ja palveluihin, minkä takia Teleste joutuu laajentamaan toimintaansa kohti palveluita ja kokonaisratkaisutoimituksia. Teleste ei ole tarjonnut kaapelioperaattoreille suuria kokonaisvaltaisia ”avaimet käteen” -asiakasprojekteja, mutta tulevaisuudessa yhtiö pyrkii tarjoamaan näitä keskisuurille ja pienille kaapelioperaattoreille. Suurimmille kaapelioperaattoreille Telestellä ei näkemyksemme mukaan ole riittäviä resursseja tarjota laajoja kokonaisvaltaisia verkkotoimituksia.

Teleste kartoittaa uusien osaamisalueiden lisäksi uusia maantieteellisiä kasvualueita. Telesten vahva markkina-asema ja tunnettuus Euroopassa tarjoaa sille hyvät mahdollisuudet laajentaa toimintaansa muihin maanosiin. Yksi maanosa mihin Teleste arviomme mukaan hyvin voisi laajentua on Pohjois-Amerikka, missä markkinat tähän asti dominoi pieni määrä suuria pelureita. Telesten vahvan teknologisen osaamisen myötä yhtiöllä olisi arviomme mukaan hyvät mahdollisuudet kilpailla Pohjois-Amerikan markkinoilla. Telesten pitkäaikainen asiakas, eurooppalainen kaapelioperaattori Altice on viime vuosina tehnyt yritysostoja Yhdysvalloissa. Vuonna 2015 Altice osti yhdysvaltalaiset Cablevision ja Suddenlink

kaapelioperaattorit ja näin Alticesta tuli Yhdysvaltojen neljänneksi suurin kaapelioperaattori. Näkemyksemme mukaan Teleste voisi Alticen kautta saada hyvän jalansijan Yhdysvaltoihin, mutta laajentuminen ei tapahdu hetkessä. Telesten pitää ensin kehittää markkinoille sopivat laitteet, ennen kuin yhtiö voi alkaa myydä tuotteita uudelle markkinalle.

Pidämme Telesten laajentumista Yhdysvaltoihin hyvin todennäköisenä. Nähtäväksi jää, aikooko yhtiö laajentua orgaanisesti tai epäorgaanisesti yritysostojen kautta, sillä molemmat mahdollisuudet ovat täysin mahdollisia. Orgaaninen laajentuminen olisi hitaampi, sillä Telesten pitäisi rakentaa läsnäoloa ja teknologioita Yhdysvaltojen markkinoille. Telesten vahva tase mahdollistaa yrityskauppoja ja yritysoston kautta laajentuminen olisi nopeampi, mutta ehkä kalliimpi keino, laajentua Yhdysvaltoihin.

Tuotekehitykseen panostetaan

Teleste on viime vuosina panostanut huomattavasti DOCSIS 3.1 -standardin mukaisten tilaajaverkkolaitteiden tuotekehitykseen. Yhtiön mukaan sillä on nyt markkinoiden laajin DOCSIS 3.1 -tuoteportfolio. DOCSIS 3.1-standardi on jatkoa edelliselle 3.0-standardille ja sen uskotaan kestävän noin 10-20 vuotta, ennen kuin uusi standardi jälleen kypsyy valmiiksi. Laajakaistateknologian kehitys on kuitenkin jatkuva, eikä tuotekehityksessä voi ottaa takapakkia muuten kilpailijat voivat astua varpaille. Kehitteillä onkin jo muokattuja versioita DOCSIS 3.1 -standardista, jotka lupaavat vielä nopeampia internetyhteyksiä.

Lähivuosina tilaajaverkkolaitteiden tuotekehitys tulee arviomme mukaan painottumaan hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin, joka myös lupaa nopeampia internetonopeuksia. Tässä teknologiassa älykkyyttä siirretään päävähvistinasemalta lähemmäksi asiakkaita, jolloin laitteiden määrä päävähvistinasemassa vähentyy. Hajautetun verkkoarkkitehtuurin avulla voidaan myös vetää kuitua lähemmäs loppukäyttäjää ja tällä tavalla nostaa internetonopeuksia.

Videovalvonnassa Teleste pyrkii tulevaisuudessa kehittämään sovelluksia niin, että se pääsee paremmalle paikalle videovalvontaratkaisujen hierarkiassa. Telesten sovellukset painottuvat nyt VSM:ään (Video Security Management), mutta yhtiö haluaisi käsityksemme mukaan myös siirtyä korkeammalle tasolle valvontasovelluksissa, sillä siellä on enemmän arvoa. Teleste fokusoi siksi osan videovalvonta-tuotekehityksestään PSIM-tuotteisiin (Physical Security Information Management), joka toimii enemmän hallintajärjestelmänä.

Enemmän lisäarvoa tarjoavia palveluita

Network Services -liiketoimintayksikön kannattavuus on vuodesta 2009 lähtien ollut heikkoa. Palveluliiketoiminta on yleensä yhtiöiden kannattavinta liiketoimintaa, mutta Telesten tapauksessa se on heikoin. Teleste suunnittelee tarjoavansa asiakaskunnalleen enemmän lisäarvoa tarjoavia palveluita, joiden kannattavuus Telestelle myös olisi parempi.

Videovalvonnan ja matkustajainformaation vahvistaminen

Teleste laajensi liiketoimintansa matkustajainformaatioon viime vuonna Mitron-yritysoston kautta. Telesten kokonaistarjonta kasvoi ja potentiaalisten asiakkaiden määrä kasvoi eurooppalaisilla junavalmistajilla ja matkustajaoperaattoreilla. Videovalvonnan ja informaatiotuotteiden yhdistäminen tarjonnassa ja myynnissä tarjoaa Telestelle mielestämme hyviä kasvumahdollisuuksia. Esimerkiksi raideliikenteessä Teleste pystyy tarjoamaan junavalmistajille matkustajainformaatiopalveluita ja samalla tarjoamaan juniin ja asemille videovalvontaratkaisuja.

Teleste on myös kartoittanut uusia liiketoiminta-alueita, joissa se voisi hyödyntää videovalvonta- ja informaatiotratkaisujaan. Yksi esimerkki tästä on Smart Home, eli älykodin ratkaisut. Teollisen internetin kasvun myötä yhä useampi laite kotona kytketään verkkoon ja esimerkiksi videovalvonta ja kodin eri informaatiotratkaisut voivat tulevaisuudessa tarjota kasvumahdollisuuksia.

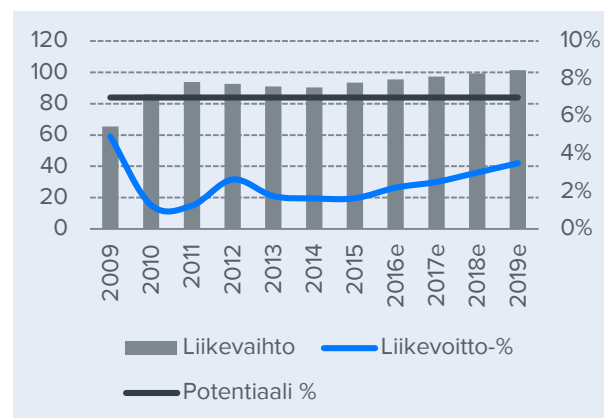
Video Security & Information Solutions -segmentti on arviomme mukaan hyvin kannattava. Segmentin suurin haaste on skaala, sillä kulurakenne on hyvin kiinteä. Kannattavan liiketoiminnan kasvu näkyisi arvioimme mukaan hyvin positiivisena konsernin tuloksessa.

Kannattavuuden parantaminen

Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikön kannattavuus on kohtuullisella 8-9 %:n tasolla. Network Services -liiketoimintayksikön kannattavuus on vuodesta 2009 ollut heikolla 1-2 %:n tasolla. Realistinen tavoite segmentin kannattavuudelle liikkuu mielestämme 5-10 %:n välissä. Telestellä on siten paljon parannettavaa, jotta kannattavuus saadaan täyteen potentiaaliin. Vuonna 2015

yhtiö on pyrkinyt parantamaan kannattavuuttaan Saksassa, Britanniassa, Suomessa, Sveitsissä ja Belgiassa. Heikoiden suoriutuvat segmentit ovat käsityksemme mukaan Britannia ja Saksa, missä edellä mainitussa toiminta on viime vuosina ollut tappiollista.

Network Services kannattavuus ja näkemyksemme mukainen potentiaali



Lähde: Teleste & Inderes

Tavoitteet ja osinkopolitiikka

Teleste ei ole julkistanut pitkän tähtäimen taloudellisia tavoitteita ja yhtiön osinkopolitiikka on hyvin abstrakti. Yhtiön kuva osinkopolitiikkansa seuraavasti: ”Telesten tavoitteena on olla kiinnostava sijoituskohte, jossa sekä sijoituksen arvonnousu että osinkotuotto muodostavat kilpailukykyisen kokonaisuuden. Vuosittaisen osinkoehdotuksen hallitus perustelee huomioiden kannattavuuden, rahoitustilanteen sekä kannattavan kasvun edellyttämät investointitarpeet.”

Strategian yhteenveto

Strategiset hankkeet vuoteen 2018

Lähellä asiakasta

- Telesten vuoden 2015 liikevaihdosta 95 % tuli Suomen ulkopuolelta
- Toimipisteitä 20 maassa ympäri maailmaa, suurin osa Euroopassa
- Vahva markkina-asema Euroopassa, kasvua haetaan Pohjois-Amerikasta ja Lähi-idästä
- Yhtiöllä mahdollisuudet laajentaa asiakaskuntaa kaapelioperaattoreista teleoperaattoreihin

Uusien kasvualueiden etsiminen

- Kokonaisvaltaiset ratkaisut ja palvelut voivat tarjota kasvualueita
- Mitron-yritysosto tehtiin 2015, tarjooma laajentui informaatoratkaisuihin
- Teleste harkinnut laajentuvan Pohjois-Amerikan kaapelioperaattorimarkkinoille

Tilaajaverkkojen kilpailukykyisen tuotetarjonnan kehittäminen

- Kapasiteetin kysyntä ja teknologian nopea kehittyminen vaatii tuotekehitystä
- Lisätään enemmän älykkyyttä HFC-verkkoihin
- DOCSIS 3.1 tuoteportfolio valmis, Telestellä markkinoiden laajin DOCSIS 3.1 tuoteportfolio
- Teleste keskittyy verkkolaitteiden tuotekehityksessä hajautettuun arkkitehtuuriin

Tilaajaverkkojen innovatiivisten palvelujen vahvistaminen

- Tilaajaverkkojen palveluissa Telesten kilpailuetu perustuu vahvaan osaamiseen, laajaan asennettuun laitekantaan ja paikalliseen läsnäoloon
- Asiakassektorilla palveluiden ulkoistaminen yleistyy
- Teleste pyrkii lisäämään korkeamman lisäarvon tuottavia palveluita

Kokonaisvaltaisten videovalvonta- ja matkustajainformaatiotarkaisujen vahvistaminen

- Teleste tarjoaa kokonaisvaltaisia ratkaisuja tarkkaan valituissa segmenteissä (transportation, public space, government & military ja enterprise)
- Teleste yhdistää omia ja kolmansien osapuolten tuotteita.
- Tuotekehityksen painopisteenä eri järjestelmiä yhdistävien ohjelmistojen luominen ja mobiilisovellukset

Oman toiminnan tuottavuuden parantaminen

- Toimialalle tyypillistä tuotannon kysynnän kausivaihteluita tasataan tuotannon joustavuudella
- Teleste pyrkii parantamaan Network Services -segmentin kannattavuutta. Britanniassa ja Saksassa Telestellä on ollut kannattavuusongelmia.

Lähde: Teleste & Inderes

Taloudellinen katsaus

Telesten liikevaihto on ollut tasaissa kasvussa vuodesta 2002 lähtien. Liikevoittomarginaali laski vuonna 2008 alhaisemmalle tasolle ja on siitä lähtien ollut noin 4-6 %:n tasolla. Yhtiön liikevaihto kasvoi viime vuonna orgaanisesti sekä Mitron-yritystoston tukemana 26 % 248 MEUR:oon ja liikevoitto kasvoi 28 % 14 MEUR:oon. Yhtiön tase on historiallisesti ollut vahva eikä viime vuosi ollut poikkeus. Viime vuonna omavaraisuusaste oli 47 %, nettovelkaantumisaste oli 26 % ja nettovelka suhteessa käyttökatteeseen oli 1,1x. Yhtiön taseesta suurin osa varoista ovat kiinni varastossa ja saamisissa.

Hyvä kasvu, palveluliiketoiminnan kannattavuudessa haasteita

Kireä kilpailutilanne pitänyt marginaalit alhaalla

Telesten liikevaihto on kasvanut keskimäärin 10 %:n tahtia vuosina 2005-2015, mitä voidaan pitää hyvänä saavutuksena markkinan kireä kilpailu huomioiden. Kasvu ei kuitenkaan ole täysin orgaanista, sillä yhtiö on vuosien varrella tehnyt lukuisia yritysostoja. Suurimmat yritysostot Teleste on tehnyt vuosina 2009 ja 2015. Vuonna 2009 Teleste hankki neljä palveluliiketoimintaa harjoittavaa yhtiötä Saksasta ja yhtiö aloitti tämän jälkeen Network Services -liiketoimintayksikön raportoinnin. Hankittujen yhtiöiden vaikutus vuoden 2009 liikevaihtoon oli noin 60 MEUR, eli orgaaninen kasvu oli reilusti negatiivinen vuonna 2009. Vuonna 2015 Teleste osti suomalaisen Mitronin, jonka vaikutus vuoden 2015 liikevaihtoon oli noin 27 MEUR. Nämä yritysostot näkyvät kasvuharppauksina kyseisissä vuosina vieressä olevassa kuvassa. Teleste teki ennen finanssikiiriä noin 10 %:n liikevoittomarginaalia, mutta vuoden 2009 jälkeen kannattavuus on jäänyt 5-6 %:n tasolle. Kireä markkinatilanne on näkemyksemme mukaan pitänyt yhtiön marginaalit matalalla tasolla. Jos Teleste pystyisi tehostamaan Network Services -liiketoimintayksikköä pitäisi yhtiön arviomme mukaan pystyä tekemään noin 8-9 %:n liikevoittomarginaalia tulevaisuudessa.

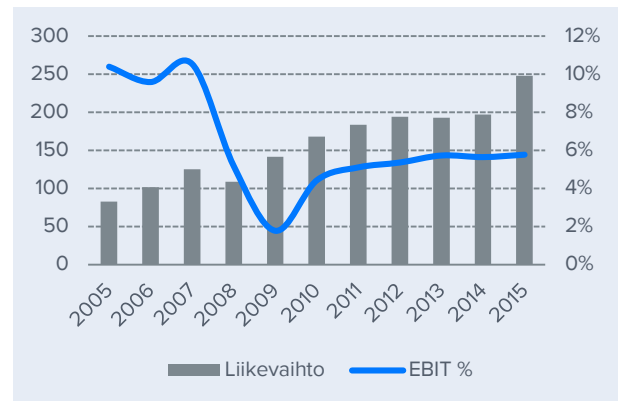
Telesten liikevaihto kasvoi viime vuonna orgaanisesti sekä Mitron-yritystoston tukemana 26 % 248 MEUR:oon. Liikevoitto kasvoi vuoden aikana 28 % 14,3 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali nousi 0,2 prosenttiyksikköä 5,8 %:iin.

Kasvu oli voimakasta Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikössä, missä liikevaihto kasvoi 44 % 154 MEUR:oon. Kasvusta hieman alle puolet oli orgaanista ja loput epäorgaanista kasvua Mitron-yritystoston johdosta. Liikevoitto kasvoi volyymin tukemana 32 % 12,8 MEUR:oon, mutta liikevoittomarginaali laski 8,3 %:iin (2014: 9,0 %) johtuen suuremmasta matalan katteen tuotteiden myynnistä.

Network Services -liiketoimintayksikön liikevaihto kasvoi viime vuonna 3 % 93 MEUR:oon ja liikevoitto oli

edellisvuoden 1,5 MEUR:n tasolla. Liikevoittomarginaali oli vuonna 2015 edellisvuoden tasolla 1,6 %:ssa.

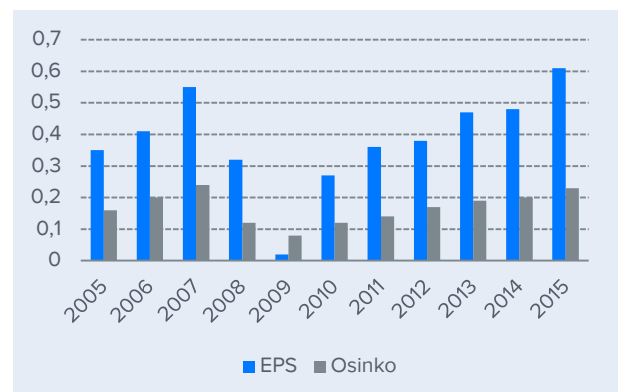
Liikevaihto ja liikevoitto-% 2005-2015



Lähde: Teleste

Telesten osakekohtainen tulos ja osinko ovat heikon vuoden 2009 jälkeen olleet tasaissa kasvussa. Telesten liikevoitto on vuosina 2005-2015 kasvanut keskimäärin 5 %:n vuosivauhtia. Rahoituskulut ovat samalla aikavälillä pysyneet suurin piirtein samalla tasolla ja osakekohtainen tulos on kasvanut hieman liikevoittoa nopeammin 6 %:n vuosivauhtia samalla ajalla. Telestellä ei ole varsinaista osinkopolitiikkaa, mutta osakkeen osinkotuotto on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut noin 3,4 % voitonjakosuhteen ollessa noin 40 %. Osakekohtainen osinko on kasvanut EPS:n mukana keskimäärin 4 % vuodessa.

Osakekohtainen tulos ja osinko 2005-2015

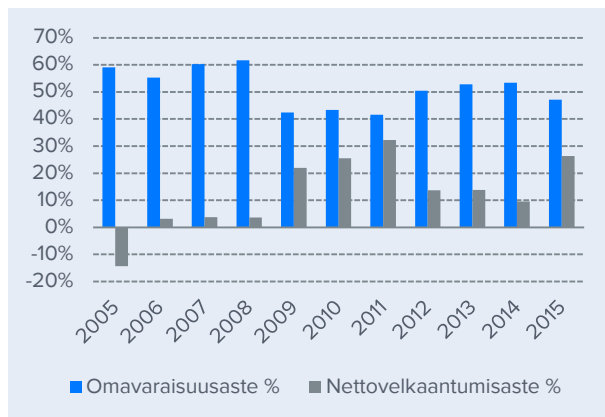


Lähde: Teleste

Vahva tase

Telesten tase oli vuoden 2015 lopussa vahva ja se on viimeisten kymmenen vuoden aikana myös ollut vahva. Yhtiön omavaraisuusaste oli ennen vuoden 2009 hieman suurempia yritysostoja 60 %:n tasolla, minkä jälkeen se on ollut noin 45-50 %. Nettovelkaantumisaste nousi vuonna 2009 ja 2015 yhtiön suurempien yritysostojen takia noin 30 %:n tasolle, muuten se on yleensä ollut noin 10 %:n tasolla. Yhtiön nettovelka suhteessa käyttökatteeseen (Net debt/EBITDA) on viimeisten kymmenen vuoden aikana ollut mielestämme hyvin varovaisella tasolla sen ollessa alle 1x. Yhtiöllä olisi mielestämme varaa nostaa velkaisuuttaan, sillä nettovelka suhteessa käyttökatteeseen voisi hyvin olla 2x-3x tasolla.

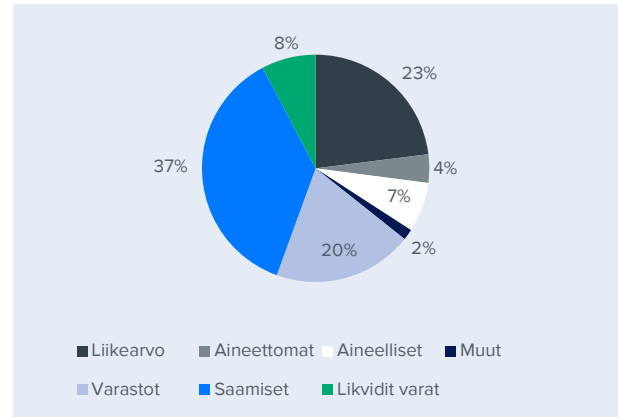
Taseen tunnusluvut 2005-2015



Lähde: Teleste

Telesten varoista 65 % oli vuoden 2015 lopussa kiinni lyhytaikaisissa varoissa, joista suurin osuus oli kiinni saamisissa (37 % taseesta) ja varastoissa (20 %). Yhtiöllä ei ole varsin paljon aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä, sillä tuotanto perustuu LEAN-metodiin eikä se näin sido merkittävästi pääomia. Telestellä on 38 MEUR kiinni liikearvossa (23 % taseesta), mikä on kertynyt yritysostojen kautta. Yhtiö tekee vuosittain liikearvon arvonalentumistestauksia ja viime vuosien testauksien perusteella emme näe mitään riskiä siinä, että yhtiö joutuisi alaskirjaamaan liikearvoa lähivuosina.

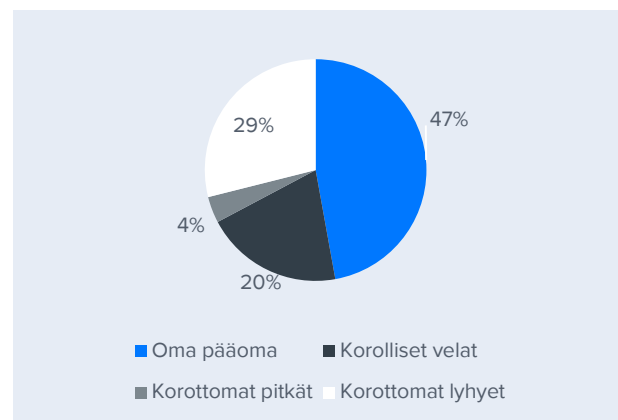
Taseen vastattavat 2015



Lähde: Teleste

Vastaavalla puolella yhtiön tase on vahva. Omavaraisuusaste oli viime vuoden lopussa hieman alle 50 % ja korolliset velat vastasivat noin 20 %:sta taseen loppusummasta. Yhtiöllä olisi näkemyksemme mukaan varaa nostaa velkaisuuttaan enemmän, joten yhtiö voisi hyvin esimerkiksi tehdä lisää yritysostoja lähivuosina samalla pitäen taseensa vahvana.

Taseen vastaavat 2015



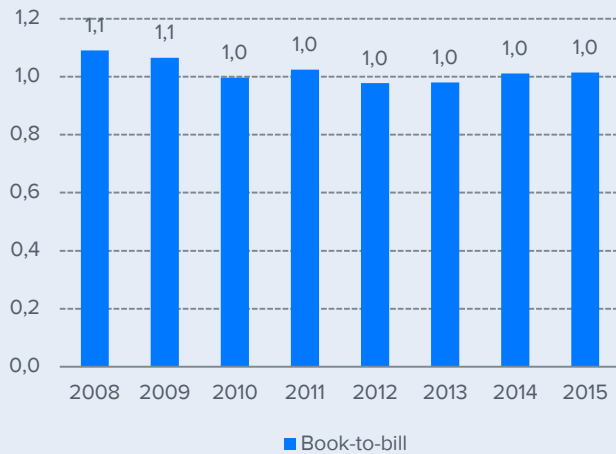
Lähde: Teleste

Tilaukanta

Teleste raportoi molemmille liiketoimintayksiköille tilauksetymän. Palveluliiketoiminnassa yhden neljänneksen tilauksetymä realisoituu yleensä liikevaihdoksi samalla neljänneksellä, joten tilauksetymä ei sinänsä synny. Network Products -segmentin tilauksetymästä kaikki tilaukset eivät yleensä ehdi realisoitua liikevaihdoksi samalla neljänneksellä, joten yhtiölle jää hieman tilauksetymä, mikä yleensä realisoituu liikevaihdoksi seuraavalla neljänneksellä. Network Productsin tuotteiden läpimenoaika on suhteellisen nopea ja arvioimme tuotteiden realisoituvan tilauksesta liikevaihdoksi noin 3-5 viikossa, enimmäkseen 8 viikossa.

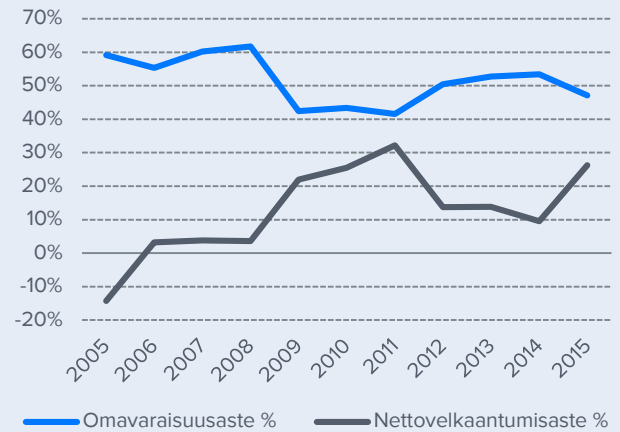
Taloudellisen katsauksen yhteenveto

Book-to-bill 2008-2015



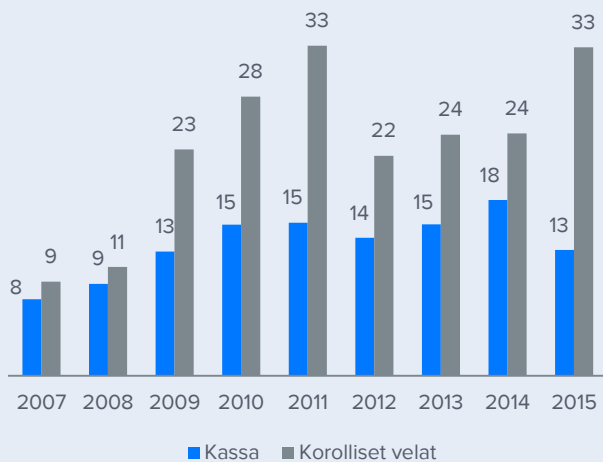
Lähde: Teleste

Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste



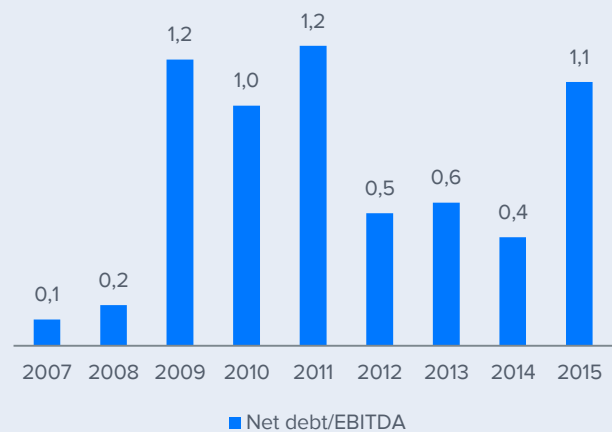
Lähde: Teleste

Kassa ja korolliset velat



Lähde: Teleste

Nettovelka suhteessa käyttökatteeseen



Lähde: Teleste

Ennusteet ja arvostus

Ennustamme Telesten liikevaihdon kasvavan tänä vuonna VBS-liiketoimintayksikön vetämänä 8 % 268 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin nousevan 6,2 %:iin (2015: 5,8 %) paremman myyntimixin ja nousevan palveluliiketoiminnan kannattavuuden tukemana. Lähivuosina odotamme myös VBS:n toimivan kasvumootorina ja paremman myyntimixin ja nousevan palveluliiketoiminnan kannattavuuden asteittain nostavan Telesten liikevoittomarginaalin 7 %:iin vuonna 2019. Telesten arvostus on mielestämme alhainen ja näemme lyhyellä aikavälillä osakkeessa nousuvaraa. Vuosien 2016-2017 P/E-kertoimet ovat 12x ja 11x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Teleste on suhteessa vertailuryhmään arvostettu alennuksella, mitä emme pidä perusteltuna ottaen huomioon Telesten vahvan markkina-aseman, taseen ja hyvät kasvunäkymät. Pitkän aikavälin arvonluonti riippuu pitkälti siitä, onnistuuko yhtiö teknologiavalinnoissa, hintaeroosion torjumisessa, palveluliiketoiminnan kannattavuuden nostamisessa sekä uusiin kilpailu-uhkiin reagoinnissa.

Ennusteet

Lyhyen aikavälin ennusteet

Telesten kasvu oli viime vuonna erittäin vahva liikevaihdon kasvaessa 26 % 248 MEUR:oon. Kasvun takana toimi osin Mitron-yritysosto, joka vuonna 2015 toi noin 27 MEUR liikevaihdon Telestelle. Tilaaajaverkkotuotteiden orgaaninen kasvu oli viime vuonna hyvää, kun uudet DOCSIS 3.1-tuotteet tukivat kasvua. Telesten orgaaninen kasvu oli arvioimme mukaan viime vuonna hyvällä noin 12 %:n tasolla. Telesten liikevoitto kasvoi viime vuonna 28 % 14,3 MEUR:oon.

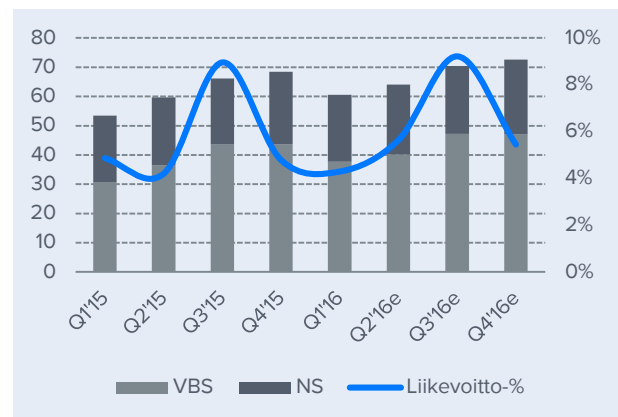
Teleste on ohjeistanut vuoden 2016 liikevaihdon ja liiketuloksen ylittävän vuoden 2015 tason. Pidämme ohjeistuksen saavuttamista varsin realistisena, kun otetaan huomioon Q1:n hyvä 13 %:n liikevaihdon kasvu. Liikevoitto kasvoi Q1:llä ainoastaan 0,2 %, mutta arvioimme kasvun kiihtyvän loppuvuonna, kun Network Services -segmentin kannattavuus kohenee alkuvuoden matalalta tasolta.

Odotamme Telesten loppuvuoden kasvun jatkuvan, mutta hieman vahvaa alkuvuotta hitaampaa tahtia. Video and Broadband Solutionsin liikevaihdon odotamme kasvavan noin 12 % 172 MEUR:oon kuluvana vuonna. Arvioimme DOCSIS 3.1 -tuotteiden sekä Mitronin informaatioteknisien ja videovalvontasovelluksien tukevan liikevaihdon kasvua. Ennustamme segmentin liikevoiton kasvavan volyymikasvun mukana 14 % 14,6 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin nousevan 8,5 %:iin (2015: 8,3 %). Arvioimme korkeamman katteen tilaaajaverkkotuotteiden sekä VSI:n kasvun tukevan segmentin kannattavuutta. Network Services -liiketoimintayksiköltä emme odota kovin paljon kasvua kuluvana vuonna. Odotamme liikevaihdon kasvavan 2 % 96 MEUR:oon. Ennustamme kuitenkin kannattavuuden nousevan 2,2 %:iin (2015: 1,5 %) ja liikevoiton kasvavan 2,1 MEUR:oon. Teleste on saanut Britannian liiketoimintojen kannattavuutta nostettua Q1:llä. Tämän lisäksi Q1:n kannattavuutta rasitti uuden palvelujen käynnistäminen Etelä-Saksassa, mikä arvioimme mukaan ei tule rasittamaan loppuvuoden kannattavuutta.

Segmenttikohtaiset ennusteemme tarkoittavat konsernitasolla, että liikevaihto kasvaa 8 % 267 MEUR:oon vuonna 2016. Liikevoitto kasvaa ennusteemme mukaan 17 % 16,7 MEUR:oon (2015: 14,3 MEUR) ja liikevoittomarginaali nousee 6,2 %:iin (2015: 5,8 %).

Ennustamme rahoituskustannusten olevan alkuvuotta alhaisemmalla tasolla loppuvuonna ja veroasteen olevan noin 22 %. Osakekohtainen tulos kasvaa ennusteemme mukaan 0,68 euroon edellisvuoden 0,61 eurosta. Ennustamme Telesten maksavan noin 40 % tuloksestaan osinkoina, minkä mukaan osakekohtainen osinko nousee 0,26 euroon (2015: 0,23 euroa).

Ennusteet vuosineljänneksellä



Lähde: Inderes

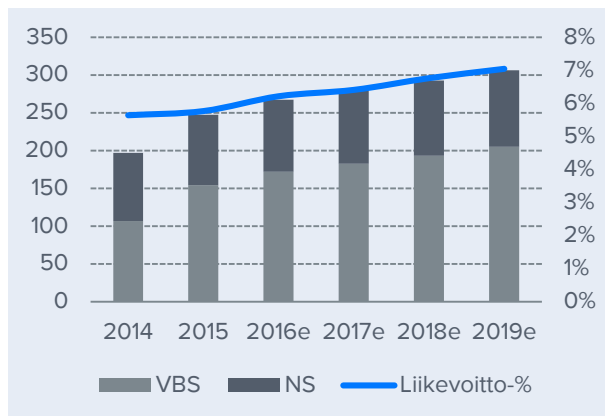
Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme Telesten liikevaihdon kasvavan vuosina 2017-2019 noin 5 % vuositasolla. Kasvu saa tukea erityisesti Video and Broadband Solutions -segmentiltä, missä arvioimme liikevaihdon kasvun olevan noin 6 % vuositasolla. Segmentin liikevaihdon kasvua tukee arvioimme mukaan kasvavat volyymit, kun DOCSIS 3.1 -standardi yleistyy, mutta markkinan hintaeroosio tulee jarruttamaan kasvua. Ennustamme kasvu VBS:lle on linjassa markkinakasvuennusteiden kanssa. Network Services -

segmentissä odotamme kasvun olevan vaisumpaa, sen kasvaessa 2 % vuosittain ajalla 2017-2019.

Video and Broadband Solutions -liiketoimintayksikölle ennustamme liikevoittomarginaalin olevan 8,5-8,8 %:n tasolla vuosina 2017-2019. Arvioimme volyymikasvun tukevan segmentin kannattavuuskehitystä, mutta markkinan hintaeroosion samalla rasittavan katteita. Network Services -liiketoimintayksikössä olemme varovaisempia ennusteissamme, ottaen huomioon segmentin heikko historiallinen kehitys. Arvioimme kuitenkin, että Teleste pystyy tehostamisella nostamaan segmentin kannattavuutta historialliselta noin 1-2 %:n tasolta 2,5-3,5 %:n tasolle vuosina 2017-2019. Palveluliiketoiminnalla olisi mielestämme potentiaalia huomattavasti korkeampaan kannattavuuteen (arvioimme mukaan 5-10 %), mutta haluamme näyttää kannattavuusparannuksesta ennen kuin annamme sille enemmän painoarvoa.

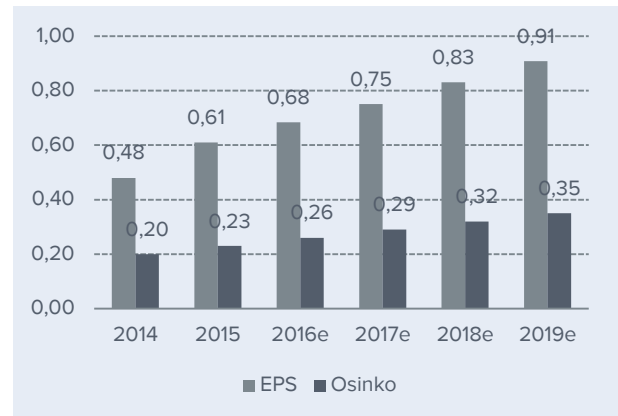
Pitkän aikavälin ennusteet



Lähde: Inderes

Ennustamme Telesten rahoituskulujen pysyvän noin 0,5 MEUR:n tasolla vuosina 2017-2019 ja veroasteen olevan noin 22 %. Osakekohtainen tulos kasvaa ennusteemme mukaan keskimäärin noin 10 %:n vuosivauhtia samalla ajalla. Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 0,75 euroon vuonna 2017, 0,83 euroon vuonna 2018 ja 0,91 euroon vuonna 2019. Osakekohtainen osinko kasvaa ennusteemme mukaan hieman tulokasvua nopeammin ja nousee 0,29 euroon vuonna 2017, 0,32 euroon vuonna 2018 ja 0,35 euroon vuonna 2019. Voitonjakosuhte pysyy ennusteemme mukaan noin 40 %:n tasolla.

Osakekohtainen tulos ja osinko 2014-2019e



Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Teleste profiloituu mielestämme kypsäksi, melko vakaaksi yhtiöksi jonka liiketoiminta ja markkinat ovat vakaalla pohjalla. Osakkeen suurin arvonnousupotentiaali tulee mielestämme yhtiön kyvystä parantaa kannattavuutta, eikä niin ikään kasvusta. Osakkeen osinkotuotto on historiallisesti ollut vahvalla noin 4-5 %:n tasolla, mutta viime vuoden huomattavan osakekurssin nousun myötä arvioimme sen olevan lähivuosina hieman alempi, mutta hyvällä 3-4 %:n tasolla. Näemme kilpailutilanteen kiristymisen ja asiakaskunnan konsolidaation Telesten suurimpina uhkina. Mahdollisuuksia näemme maantieteellisessä laajentumisessa, vahvan tuoteportfolion myynnin kasvun kiihdyttäessä nousevassa kannattavuudessa ja palveluliiketoiminnan tehostamistoimenpiteiden myötä kannattavammissa palveluliiketoiminnassa. Emme epäroi Telesten teknologista asiantuntemusta ja uskomme yhtiön tuotteiden pärjäävän markkinoilla myöskin tulevaisuudessa.

Arvostuskertoimia tarkastellessa pidämme P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia hyvinä arvostusmittareina. Telesten rahoituskustannukset ovat hyvin maltilliset ja yhtiö maksaa veroja hieman yli 20 %:n veroasteella, joten epämääräiset kustannukset eivät rasita nettotulosta. Telesten investointitahti on samalla tasolla kuin poistot, noin 5-6 MEUR vuodessa, joten rahavirtamielessä käyttökate ja investoinnit nollaavat toisensa. Poistot ovat suhteessa liikevaihtoon alle 2 % vuositasolla eli eivät kovin merkittäviä.

Telesten vuosien 2016 ja 2017 P/E-kertoimet ovat ennusteemme mukaisesti tällä hetkellä 12x ja 11x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Volyymipohjainen EV/S-kerroin on 0,6x ja tasepohjainen P/B-luku on 1,7x vuodelle 2016.

Ottaen huomioon Telesten mahdollisuudet ja riskit näemme arvostuskertoimissa nousuvaraa ja pidämme osaketta lievästi aliarvostettuna. Mielestämme Telesten ensi vuoden (2017) P/E-kerroin tulisi olla noin 13-14x tasolla ja EV/EBITDA-kertoimen tulisi olla noin 8x tasolla.

Teleste mahdollisena yritysostokohteena

Telesten Network Productsin toimialalla on tapahtunut paljon konsolidaatiota viime aikoina. Yhdysvalloissa Arris on viime vuosina ostanut yhdysvaltalaisia kilpailijoita, eurooppalainen Technetix osti viime vuonna Arrisin liiketoimintoja Yhdysvalloista ja Nokia ilmoitti kesäkuussa 2016 ostavansa Yhdysvaltalaisen hajautetun verkkoarkkitehtuurin toimijan Gainspeedin. Asiakaskentässä on myös tapahtunut konsolidaatiota. Pidämme hyvin todennäköisenä, että suuri kilpailija (esimerkiksi Arris) tai operaattoripuolen infrastruktuuritoimittaja (Nokia, Huawei, Ericsson) voisi olla kiinnostunut ostamaan Telesten laajakaistaliiketoiminnot. Arvioimme mukaan Teleste saisi laajakaista-liiketoiminnoistaan hyvän hinnan, sillä yhtiöllä on vahva tuoteportfolio ja vahva markkina-asema Euroopassa. Teletelle jäisi tässä skenaariossa videovalvonta ja informaattorikatkaist -liiketoiminnot, jotka arvioimme mukaan ovat hyvin kannattavia.

Skenaarioanalyysit

Olemme mallintaneet yksinkertaiset skenaariot, joissa tarkastelemme Telesten arvostuskertoimia käyttäen erilaisia kasvu- ja kannattavuuslukuja. Tämän lisäksi olemme

laskeneet indikaatiivisen arvon osakkeelle, jos Teletelle hyväksyttäisiin P/E-kertoimen 13x vuodelle 2017 ja P/E-kertoimen 11x vuodelle 2018.

Normaalissa skenaariossa Telesten liikevaihto kasvaa ennusteesme mukaisesti 293 MEUR:oon vuonna 2018 ja liikevoittomarginaali nousee 6,8 %:iin. Vuosien 2016-2018 P/E-kertoimet ovat tässä skenaariossa 12-10x tasolla ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8-6x tasolla. Osakkeessa on tässä skenaariossa 10-20 % nousuvaraa.

Heikossa skenaariossa VBS:n kasvu on heikolla 2 %:n tasolla ja Network Services liikevaihto kasvaa vuosittain 1 %:n. Liikevoittomarginaali laskee VBS-segmentissä 7 %:n tasolle ja Network Services -segmentin liikevoitto pysyy matalalla 1,5 %:n tasolla. Konsernin liikevaihto kasvaa näin 260 MEUR:oon vuonna 2018 ja liikevoittomarginaali laskee 5 %:iin. Vuosien 2016-2018 P/E-kertoimet ovat tässä skenaariossa 17-16x tasolla ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 10-9x tasolla. Osakkeessa on tässä skenaariossa 20-30 % laskuvaraa.

Vahvassa skenaariossa VBS:n liikevaihto kasvaa lähivuosina 15 %:n tahtia ja Network Services kasvaa noin 5 %:n vauhtia. Telesten liikevaihto kasvaa näin 343 MEUR:oon vuonna 2018. Liikevoittomarginaali nousee VBS-segmentissä asteittain 9,4 %:iin paremman myyntimixin ansiosta ja Network Services -segmentin liikevoitto nousee tehostamisen myötä 5 %:iin vuonna 2018. Vuosien 2016-2018 P/E-kertoimet ovat 11x-8x ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 7-5x tasolla. Osakkeessa on tässä skenaariossa noin 50 % nousuvaraa.

Skenaarioanalyysi

Normaali	2015	2016e	2017e	2018	Heikko	2015	2016e	2017	2018e	Vahva	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto					Liikevaihto					Liikevaihto				
VBS	154	172	183	193	VBS	154	157	161	164	VBS	154	178	204	235
kasvu	44 %	12 %	6 %	6 %	kasvu	44 %	2 %	2 %	2 %	kasvu	44 %	15 %	15 %	15 %
NS	93	95	97	99	NS	93	94	95	96	NS	93	98	103	108
kasvu	3 %	2 %	2 %	2 %	kasvu	3 %	1 %	1 %	1 %	kasvu	3 %	5 %	5 %	5 %
Konserni	248	268	280	293	Konserni	248	252	256	260	Konserni	248	276	307	343
kasvu	26 %	8 %	5 %	5 %	kasvu	26 %	2 %	2 %	2 %	kasvu	26 %	11 %	11 %	12 %
Liikevoitto					Liikevoitto					Liikevoitto				
VBS	12,8	14,6	15,5	16,8	VBS	12,8	11,0	11,2	11,5	VBS	12,8	16,0	18,8	22,1
%	8,3 %	8,5 %	8,5 %	8,7 %	%	8,3 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	%	8,3 %	9,0 %	9,2 %	9,4 %
NS	1,5	2,1	2,4	3,0	NS	1,5	1,4	1,4	1,4	NS	1,5	2,9	4,1	5,4
%	16 %	2,2 %	2,5 %	3,0 %	%	16 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	%	16 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %
Konserni	14,3	16,7	17,9	19,8	Konserni	14,3	12,4	12,7	12,9	Konserni	14,3	18,9	22,9	27,5
%	5,8 %	6,2 %	6,4 %	6,8 %	%	5,8 %	4,9 %	5,0 %	5,0 %	%	5,8 %	6,9 %	7,5 %	8,0 %
EPS	0,68	0,75	0,83		EPS	0,50	0,51	0,52		EPS	0,77	0,93	1,12	
P/E	11,8	10,8	9,7		P/E	16,3	16,0	15,7		P/E	10,6	8,7	7,2	
EV/EBITDA	7,7	7,0	6,1		EV/EBITDA	9,6	9,1	8,4		EV/EBITDA	7,0	5,7	4,7	

Potentiaali

Alla lasketaan indikaatiivinen osakkeen arvo sekä nousu- tai laskupotentiaali käyttäen ennustettuja skenaarioita. Osakkeen arvo lasketaan käyttämällä P/E-kerrointa 13x vuodelle 2017 ja 11x vuodelle 2018.

Osakkeen arvo	9,76	9,14	6,58	5,68	12,12	12,35
Potentiaali	21 %	13 %	-19 %	-30 %	50 %	52 %

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

Telestelle on vaikea löytää täydellinen vertailuyhtiö, sillä millään muulla yhtiöllä ei ole täysin samanlaista liiketoimintarakennetta ja ansaintarakennetta kuin Telestellä. Arris ja Finisar ovat yhdysvaltaisia yhtiöitä, joissa osa liiketoiminnoista on suoraan verrattavissa Telesten kanssa ja toimivat kohtalaisen hyvinä verrokkeina. Nokia ja Ericsson ovat myös mukana vertailuryhmässä, sillä yhtiöt toimivat jossain määrin samalla toimialalla kuin Teleste. Muut vertailuryhmän yhtiöt toimivat kaapeli- ja telekommunikaatiomarkkinoilla ja heillä on jotain Telesteen verrattavaa liiketoimintaa.

Vertailuryhmän mediaani kertoimet vuodelle 2016 ovat P/E 15x, EV/EBITDA 8x ja EV/Liikevaihto 1,0x, kun Telesten vastaavat kertoimet ennustemme mukaan ovat 11,8x, 7,7x ja 0,6x. Teleste on siis hinnoiteltu alennuksella vertailuryhmään nähden. Emme pidä alennusta perusteltuna, kun huomioidaan Telesten vahvat kasvunäkymät, vahva tase ja vahva markkina-asema. Teleste on myös arvostettu selvästi alle Helsingin pörssin keskiarvon. Pidämme Telesten suhteellista arvostusta matalana ja näemme näin myös suhteellisessa arvostuksessa nousuvaraa.

Vertailuryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Teleste	8,10	154	173	9,9	8,5	6,7	5,7	0,7	0,6	12,5	10,9	3,3	3,8	1,8
Nokia	4,56	26633	18873	9,2	7,3	7,8	5,9	0,8	0,7	24,4	13,7	4,4	4,3	1,4
Ericsson	60,45	21363	17511	8,0	6,7	6,0	5,1	0,7	0,7	13,2	11,1	6,3	6,7	1,4
Arris	20,40	3518	5016					0,8	0,8	7,8	6,7			
Cisco	27,16	124053	93531	6,9	6,5	6,0	5,7	2,1	2,0	11,6	11,1	3,5	4,0	2,2
ZTE	9,80	7443	8050	10,1	9,3	9,0	8,4	0,5	0,5	9,3	8,5	2,3	2,5	0,9
Harmonic	2,66	187	215					0,6	0,5	45,9	9,6			
Motorola	62,87	9969	12687	10,5	9,9	9,0	8,4	2,3	2,3	13,8	12,6	2,6	2,9	
Viavi Solutions	6,37	1345	984	6,9	7,0	4,3	4,1	1,2	1,2	17,4	16,6			1,8
Fujian Starnet	19,80	1458	1495					1,9	1,6	33,6	27,0	1,2	1,5	2,8
Exfo	3,83	188	148	13,6	11,8	9,7	8,1	0,7	0,7	16,9	14,7			
Ciena	18,00	2258	2601	9,4	6,3	8,2	6,1	1,1	1,0	13,0	10,7			3,2
Fiberhome	24,28	3472	3940			18,7	16,4	1,8	1,5	27,6	22,5	1,6	2,6	3,3
Finisar	16,92	1655	1365	13,9	9,2	7,5	5,7	1,2	1,1	17,4	13,3			1,6
Teleste (Inderes)	8,10	147	165	9,9	8,8	7,7	6,9	0,6	0,6	11,8	10,8	3,2	3,6	1,7
Keskiarvo				9,8	8,3	8,4	7,2	1,2	1,1	18,9	13,5	3,2	3,5	2,0
Mediaani				9,6	7,9	7,8	5,9	1,0	0,9	15,4	11,9	2,9	3,3	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				3 %	12 %	-1 %	18 %	-36 %	-37 %	-23 %	-9 %	9 %	7 %	-3 %

Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Lähde: Bloomberg & Inderes

DCF-arvonmääritys

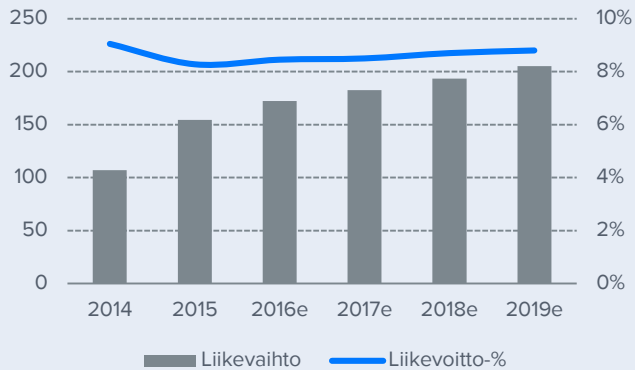
DCF-mallimme mukainen arvo Telesten osakkeelle on 10,62 euroa, eli 31 % yli osakkeen nykyisen markkinahinnan. Olemme DCF-mallissamme ennustaneet, että Telesten kasvu vuosina 2020-2024 on 3 %:n tasolla ja tämän jälkeen kasvuvauhti asettuu 2 %:iin ikuisuuteen. Ennustamme liikevoittomarginaalin olevan noin 6-6,5 %:n tasolla 2020-2024 aikana ja tämän jälkeen olevan 6 % missä se pysyy ikuisuuteen.

Arvioimme Telesten investointien olevan noin 5-6 MEUR vuositason ja poistojen olevan noin 5 MEUR vuositason.

Huomioiden Telesten riskit ja vahvuudet käytämme diskonttaus korkona (WACC) 7,6 %, joka nykyiseen matalan koron markkinatilanteeseen verrattuna mielestämme on kohtuullinen.

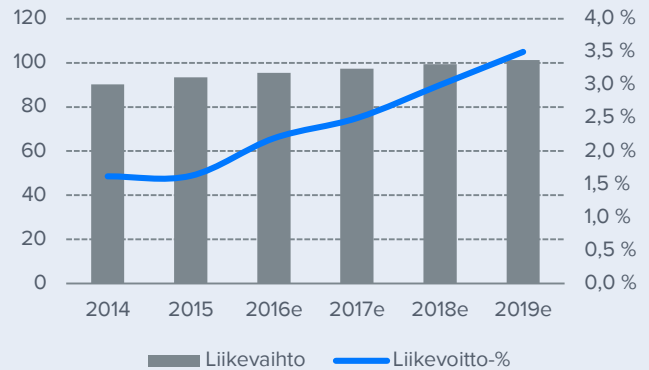
Ennusteet ja arvostus

Video and Broadband Solutions



Lähde: Inderes

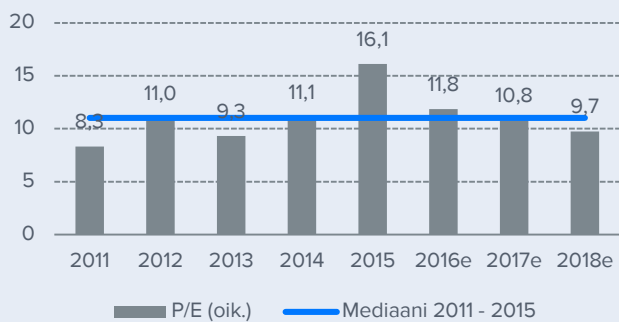
Network Services



Lähde: Inderes

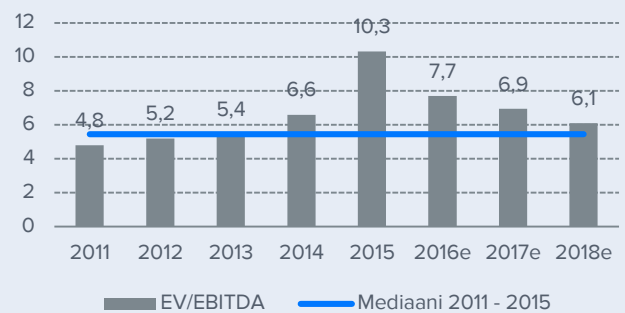
Arvostuskertoimet

P/E (oikaistu)



Lähde: Inderes

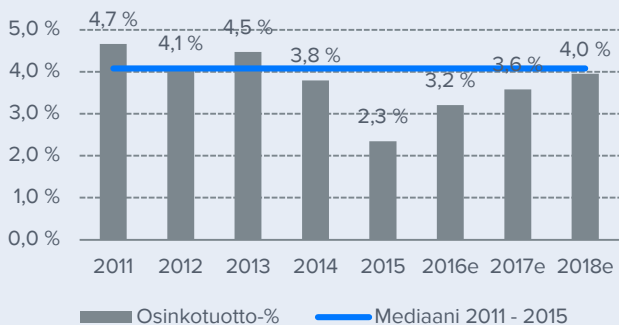
EV/EBITDA



Lähde: Inderes

Osinkotuotto 2011-2018e

Osinkotuotto-%



Lähde: Inderes

EPS ja DPS 2014-2019e



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	193	197	248	268	280	293
Kulut	-177	-182	-229	-246	-257	-268
EBITDA	15,7	15,3	19,2	21,4	22,9	24,8
Poistot	-4,6	-4,2	-4,9	-4,8	-4,9	-5,0
Liikevoitto	11,0	11,1	14,3	16,7	17,9	19,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>11,0</i>	<i>11,1</i>	<i>14,3</i>	<i>16,7</i>	<i>17,9</i>	<i>19,8</i>
Rahoituserät	-1,1	-1,4	-1,6	-1,7	-1,5	-1,5
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	10,7	10,8	13,9	15,9	17,4	19,3
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-2,5	-2,4	-2,9	-3,6	-3,8	-4,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,1	8,5	11,0	12,4	13,6	15,1
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>8,1</i>	<i>8,5</i>	<i>11,0</i>	<i>12,4</i>	<i>13,6</i>	<i>15,1</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	8,1	8,5	11,0	12,4	13,6	15,1
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,46</i>	<i>0,48</i>	<i>0,61</i>	<i>0,68</i>	<i>0,75</i>	<i>0,83</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,46	0,48	0,61	0,68	0,75	0,83

Tase

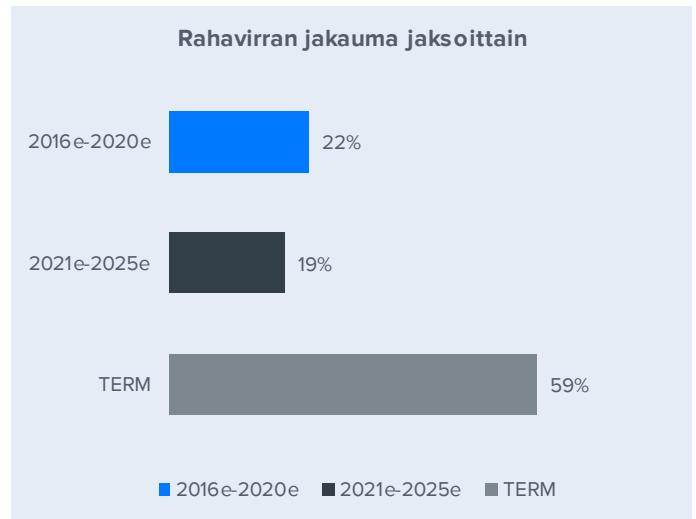
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	50	49	59	59	59
Liikearvo	33	33	38	38	38
Aineettomat oikeudet	4	4	7	7	8
Käyttöomaisuus	10	10	12	12	12
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	1	1	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	2	2	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	74	83	106	116	122
Varastot	20	20	33	36	38
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	39	45	60	67	70
Likvidit varat	15	18	13	13	14
Taseen loppusumma	124	132	164	175	181

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	65	70	78	86	95
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	53	58	66	74	83
Omat osakkeet	2	2	2	2	2
Uudelleenarvostusrahasto	4	4	3	3	3
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	6	4	37	36	31
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	1	2	2	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	0	1	31	30	24
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	2	0	3	3	3
Lyhytaikaiset velat	53	58	50	54	56
Lainat rahoituslaitoksilta	24	24	2	2	2
Lyhytaikaiset korottomat velat	28	34	47	50	53
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1	1
Taseen loppusumma	124	132	164	175	181

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	14,3	16,7	17,9	19,8	21,6	20,5	21,1	20,1	20,7	21,3	21,7	
+ Kokonaispoistot	4,9	4,8	4,9	5,0	4,9	4,7	4,7	4,9	5,0	5,2	5,2	
- Maksetut verot	-2,7	-3,7	-3,8	-4,2	-4,6	-4,4	-4,5	-4,4	-4,6	-4,7	-4,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	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	-14,1	-6,2	-2,4	-2,5	-2,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	2,3	11,4	16,5	17,9	19,0	18,9	19,3	18,6	19,2	19,7	20,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttonivestoinnit	-14,4	-4,8	-5,0	-4,8	-4,7	-4,9	-5,2	-5,4	-5,5	-5,5	-6,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,2	6,6	11,5	13,1	14,4	14,0	14,1	13,2	13,7	14,2	14,1	
+/- 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	-9,2	6,6	11,5	13,1	14,4	14,0	14,1	13,2	13,7	14,2	14,1	257,3
Diskontattu vapaa kassavirta		6,4	10,3	10,9	11,1	10,1	9,4	8,2	7,9	7,6	7,0	128,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		217,0	210,6	200,3	189,4	178,3	168,2	158,8	150,6	142,7	135,1	128,1
Velaton arvo DCF		217,0										
- Korolliset velat		-33,0										
+ Rahavarat		12,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,2										
Oman pääoman arvo DCF		192,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,62										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %



Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	197,2	53,4	59,7	66,2	68,4	247,8	60,6	64,1	70,4	72,6	267,7	279,9	292,8
<i>Video and Broadband Solutions</i>	106,9	30,5	36,5	43,8	43,6	154,4	37,7	40,2	47,3	47,1	172,2	182,5	193,5
<i>Network Services</i>	90,3	22,9	23,2	22,4	24,8	93,4	22,9	23,9	23,1	25,6	95,5	97,4	99,3
Käyttökate	15,3	3,8	3,7	7,1	4,6	19,2	3,8	4,8	7,7	5,2	21,4	22,9	24,8
Poistot ja arvonalennukset	-4,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,8	-4,9	-5,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,1	2,6	2,5	5,9	3,3	14,3	2,6	3,6	6,5	4,0	16,7	17,9	19,8
Liikevoitto	11,1	2,6	2,5	5,9	3,3	14,3	2,6	3,6	6,5	4,0	16,7	17,9	19,8
<i>Video and Broadband Solutions</i>	9,7	2,0	3,0	5,1	2,7	12,8	2,4	3,4	5,7	3,1	14,6	15,5	16,8
<i>Network Services</i>	1,5	0,6	-0,5	0,8	0,6	1,5	0,2	0,2	0,8	0,9	2,1	2,4	3,0
Nettorahoituskulut	-0,3	0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	10,8	2,9	2,4	5,5	3,1	13,9	2,2	3,5	6,4	3,9	15,9	17,4	19,3
Verot	-2,4	-0,7	-0,7	-1,3	-0,2	-2,9	-0,5	-0,8	-1,4	-0,8	-3,6	-3,8	-4,2
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
Nettotulos	8,5	2,2	1,7	4,2	2,9	11,0	1,7	2,7	5,0	3,0	12,4	13,6	15,1
EPS (oikaistu)	0,48	0,12	0,09	0,23	0,16	0,61	0,09	0,15	0,27	0,17	0,68	0,75	0,83
EPS (raportoitu)	0,48	0,12	0,09	0,23	0,16	0,61	0,09	0,15	0,27	0,17	0,68	0,75	0,83

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	2,3 %	22,8 %	20,9 %	31,4 %	27,0 %	25,7 %	13,4 %	7,3 %	6,3 %	6,2 %	8,0 %	4,6 %	4,6 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	0,8 %	101,2 %	81,3 %	20,0 %	-7,2 %	28,4 %	0,2 %	44,1 %	9,4 %	20,8 %	16,4 %	7,8 %	10,4 %
<i>Käyttökate-%</i>	7,8 %	7,1 %	6,2 %	10,7 %	6,7 %	7,7 %	6,3 %	7,5 %	10,9 %	7,1 %	8,0 %	8,2 %	8,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,6 %	4,9 %	4,2 %	8,9 %	4,8 %	5,8 %	4,3 %	5,6 %	9,2 %	5,4 %	6,2 %	6,4 %	6,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	4,3 %	4,1 %	2,9 %	6,3 %	4,2 %	4,4 %	2,7 %	4,3 %	7,1 %	4,1 %	4,6 %	4,9 %	5,1 %

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	192,8	197,2	247,8	267,7	279,9
EBITDA	15,7	15,3	19,2	21,4	22,9
EBITDA-marginaali (%)	8,1	7,8	7,7	8,0	8,2
EBIT	11,0	11,1	14,3	16,7	17,9
Voitto ennen veroja	10,7	10,8	13,9	15,9	17,4
Nettovoitto	8,1	8,5	11,0	12,4	13,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	124,3	132,5	164,5	175,3	180,7
Oma pääoma	65,6	70,7	77,5	85,8	94,7
Liikearvo	33,3	33,1	37,8	37,8	37,8
Korolliset velat	24,3	24,4	33,0	31,8	26,0

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	15,7	15,3	19,2	21,4	22,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,7	-2,2	-14,1	-6,2	-2,4
Operatiivinen kassavirta	7,5	11,1	2,3	11,4	16,5
Vapaa kassavirta	2,7	5,9	-9,2	6,6	11,5

Yhtiökuvaus

Teleste on kansainvälinen teknologiakonserni, joka kehittää ja tarjoaa video- ja laajakaistateknologioita sekä niihin liittyviä palveluita. Telestellä on kaksi liiketoimintaa, jotka ovat Video and Broadband Solutions ja Network Services. Vuonna 2015 Telesten liikevaihto oli 248 MEUR ja sen palveluksessa oli yli 1500 henkilöä. Yhtiön osakkeet noteerataan Nasdaq Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,46	0,48	0,61	0,68	0,75
EPS oikaistu	0,46	0,48	0,61	0,68	0,75
Operat. kassavirta per osake	0,42	0,62	0,13	0,63	0,91
Tasearvo per osake	3,65	3,94	4,28	4,73	5,22
Osinko per osake	0,19	0,20	0,23	0,26	0,29
Voitonjako, %	42	42	38	38	39
Osinkotuotto, %	4,5	3,8	2,3	3,2	3,6

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	9,3	11,1	16,1	11,8	10,8
P/B	1,2	1,3	2,3	1,7	1,6
P/Liikevaihto	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5
P/CF	10,1	8,4	78,1	12,9	8,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,8	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,4	6,6	10,3	7,7	6,9
EV/EBIT	7,7	9,1	13,8	9,9	8,8

Suurimmat omistajat

	%-osakkeista
EM Group Oy	23,2 %
Mandatum Henkivakuutusyhtiö	8,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	5,1 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva	4,3 %
Teleste Management II Oy	2,9 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	2,7 %

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 kehoitukseksi 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 neuvonantaja. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kuukauden tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.6.2016	Lisää	9,30 €	8,10 €

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**