

Kasvun hidastumisen syyt tilapäisiä

Tarkistamme Comptelin tavoitehintaa 2,60 euroon (aik. 2,65 EUR) ja toistamme lisää-suosituksen. Mielestämme eilinen kurssireaktio (-7 %) oli liioiteltu ja pidämme liikevaihdon kasvun hidastumisen syitä tilapäisinä. Q3 antoi hieman lisää konkreettisia merkkejä FWD-tuotteen potentiaalista. Mielestämme osakkeessa kannattaa pysyä edelleen mukana, sillä yhtiön nykyliiketoiminnat ovat hyvässä vedossa ja uusista tuotteista erityisesti FWD tarjoaa houkuttelevan option osakkeeseen.

Latinalaisen Amerikan heikko markkina jarrutti kasvua Q3:lla

Comptelin kasvu Q3:lla jäi nollaan ja selvästi odotuksistaamme (+14 %) sekä alkuvuoden kasvuvauhdista. Heikko kasvu johtui erityisesti asiakkaiden päätöksenteon lykkäytymisestä Latinalaisessa Amerikassa ja Aasiassa. Latinalaisen Amerikan osalta taustalla ovat makrotaloudelliset syyt eikä nopeaa piristymistä ole odotettavissa, mutta alueen paino Comptelin liikevaihdossa on alle 10 %. Aasian syiden yhtiön kertoi olevan tilapäisiä. Lisäksi yhtiö kommentoi myynnin hankekannan olevan hyvällä tasolla, mikä antaa luottamusta ensi vuoteen. Tilaukanta kasvoi 7 % Q3:lla. Positiivista raportissa oli kannattavuus, joka parani vertailukaudesta (EBIT-% 5,5 % vs. 3,6 %) liikevaihdon nollakasvusta huolimatta. Suuria operaattoreita palvelevan Comptelin projektiliiketoiminnan luonteeseen kuuluu, että heilahtelut yksittäisten neljännesten välillä voivat olla rajuja, minkä takia Q3 ei herättänyt erityisiä huolia meissä.

FWD näyttää edelleen lupaavalta

FWD-tuotteen osalta yhtiö kertoi neuvottelevansa parhaillaan useista uusista kaupoista. Käsityksemme mukaan useat operaattoriryhmät ovat kiinnostuneita kokeilemaan tuotetta yhdellä paikallisoperaattorilla, minkä jälkeen ratkaisua laajennettaisiin muille ryhmän operaattoreille, jos tulokset ovat positiivisia. Yhtiö kertoi tuotteen ensimmäisen suuren asiakkaan Robin osalta FWD:n yli kaksinkertaistaneen operaattorin käyttäjäkohtaisen dataliikevaihdon. Ilmaiskäyttäjistä kaksi kolmesta oli tullut maksaviksi asiakkaiksi. Tulokset ovat rohkaisevia. FWD näkyi jo Comptelin tuloksessa Muut-liikevaihtorivillä 0,1 MEUR liikevaihtolukuna. Numero on mitättömän pieni, mutta se kertoo jo sen, että palvelulla on arviomme mukaan vähintään useita satoja tuhansia aktiivisia käyttäjiä. FWD:n SaaS-liiketoimintamallissa liikevaihto kertyy hitaasti ja perustuu valtavien volyymeihin, mutta se on erittäin skaalautuvaa.

Kannattavuus paranee, vaikka kehitysinvestointeja kasvatetaan

Comptel tarkensi liikevoitto-%:n ohjeistustaan tasolle 9-13 % (aik. 9-14 %). Laskimme hieman ennusteitamme, mutta isossa kuvassa yhtiön näkymät ovat edelleen hyvät sekä tuotteiden kilpailukyvyyn, että markkinan kysyntäajureiden osalta. Comptelissa on tärkeä huomata, että yhtiön tulosta rasittavat merkittävästi kehityspanokset (tuotekehityksenmenot +25 % tänä vuonna). Ilman FWD:iin liittyviä kehitysinvestointeja yhtiö tekisi tänä vuonna yli 15 % liikevoittoa. Kannattavuus on noussut erinomaiselle tasolle Intelligent Data -yksikössä (EBIT-% 2016e 18 %) ja hyvälle tasolle Service Orchestrationissa (EBIT-% 2016e 12,5 %). Ennustamme FWD:n olevan lähellä break-even tasoa ensi vuonna, mikä nostaa jo huomattavasti yhtiön kannattavuutta. Odotamme yhtiön tiedottavan loppuvuoden aikana uusista FWD-kaupoista sekä useista suurista Fulfillment-kaupoista, mikä tulee tukemaan osakekurssia. Suurin tilauspiikki ajoittuu normaalisti Q4:n loppupuolelle. Ennusteellamme 2017e EV/EBIT on 14x ja P/E 21x, mitä pidämme maltillisena tasona huomioiden yhtiön kasvunäkymät.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2014	86	8	9,7 %	7	0,05	0,02	1,2	7,2	12,6	19,5	2,0 %
2015	98	9	8,7 %	8	0,04	0,03	2,1	13,4	24,0	43,9	1,6 %
2016e	106	12	11,4 %	12	0,07	0,04	2,3	13,4	20,1	31,7	1,8 %
2017e	122	17	14,3 %	17	0,10	0,07	2,0	10,1	13,8	21,8	3,1 %
2018e	140	22	15,5 %	21	0,13	0,09	1,7	8,3	11,1	17,7	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR			249	OPO / osake 2016e, EUR			0,38	CAGR EPS, 2015-2018, %			45 %
Nettovelka 2016e, MEUR			-5	P/B 2016e			5,9	CAGR kasvu, 2015-2018, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			244	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			-12,2 %	ROE 2016e, %			19,8 %
Taseen koko 2016e, MEUR			87	Omavaraisuusaste 2016e, %			48,0 %	ROCE 2016e, %			26,7 %

Analyytikko

Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

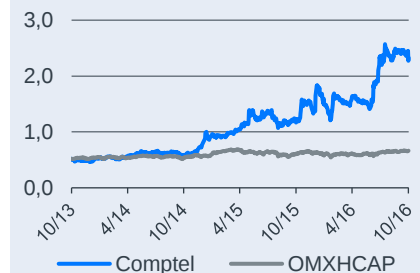
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 2,60 EUR

Edellinen: 2,65



Eilisen päätös 2,27 EUR

12 kk vaihteluväli 1,06-2,65 EUR

Potentiaali 14,5 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Q3 jäi heikoksi

Asiakkaiden päätöksenteossa lykkääntymistä

Comptelin eilinen Q3-tulos jäi melko selvästi ennusteistamme ja yhtiö tarkensi ohjeistustaan prosenttiyksiköllä alaspäin haarukan yläpäästä. Raportin perusteella operaattoreiden investointiaktiiviteetin heikentyminen erityisesti Latinalaisen Amerikan alueella vaikutti Q3-tulokseen. Myös Aasiassa tilauksia viivästy, mutta yhtiö kertoi tämän olevan tilapäistä.

Comptelin liikevaihdon kasvu jäi nolnaan Q3:lla, kun odotuksemme oli alkuvuoden 14 % tasolla. Kasvun hidastuminen tuli projektiliiketoiminnasta (-2,4 %), missä asiakkaiden päätöksenteko lykkääntyi suurempien transformaatiohankkeiden kohdalla. Kannattavuus parani vertailukaudesta ja oli kohtalaisen hyvä heikkoon liikevaihtotasoon nähden. Liikevoitto oli 1,2 MEUR (Q3'15: 0,8 MEUR) jääden kuitenkin melko selvästi 2,6 MEUR:n ennusteistamme.

Comptelin tuloksen heilunta vuosineljännesten välillä on melko suurta ja kausiluonteisesti tärkein neljännes on Q4, joten Q3 ei aiheuttanut erityisen suuria huolia meissä. Huomioimme loppuvuonna keskittyä erityisesti siihen, kuinka paljon yhtiö saa solmittua uusia merkittäviä tilauksia sekä FWD-kauppoja. Tyypillisesti erityisesti suuret Fulfillment-tilaukset ajoittuvat Q4:lle.

Odotamme FWD-sopimuksia loppuvuodelle

Yhtiön mukaan uuden FWD-ratkaisun toteutukset etenevät asiakkaiden parissa ja yhtiö neuvottelee parhaillaan useasta uudesta kaupasta. Alkuvuonna yhtiö kertoi neuvottelevansa merkittävien operaattoriryhmien kanssa Aasiassa ja Afrikassa. Aasian sopimuksen yhtiö on jo julkistanut (Robi) ja käsityksemme mukaan myös Afrikan sopimus on nyt loppusuoralla. Yhtiö on myös vuoden aikana lisännyt panostuksia FWD-ratkaisuun, jolla on vuoden 2016 kannattavuuteen selvästi heikentävä vaikutus. Myös kokonaisuutena katsottuna Comptel on lisännyt edelleen selvästi tuotekehityspanoksia (+25 %) tänä vuonna.

Tilaukanta hyvällä tasolla

Tilaukanta oli Q3:n lopussa kohtalaisen hyvällä tasolla 57,2 MEUR:ssa (Q3'15: 53,5 MEUR). Yhtiön tilaukset painottuvat tyypillisesti Q4:n lopulle. Yhtiö on tehnyt tammi-syyskuussa 9 yli 1 MEUR sopimusta (vertailukausi: 7). Yhtiö kommentoi myynnin hankekannan olevan hyvällä tasolla Q3-raportin yhteydessä.

Ennustetaulukko	Q3'15	Q3'16	Q3'16e	Q3'16e	Konsensus	Erotus (%)	2016e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	22,4	22,4	25,5				106,3
Liikevoitto	0,8	1,2	2,6				12,1
Tulos ennen veroja	0,5	0,9	2,4				11,6
EPS (oikaistu)	0,00	0,01	0,01				0,07
Osinko/osake							0,04
Liikevaihdon kasvu-%	10,3 %	-0,1 %	13,8 %				8,7 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	3,6 %	5,5 %	10,3 %				11,4 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Laskimme hieman ennusteita

Comptel odottaa nyt liikevaihdon kasvun jatkuvan ja liikevoiton olevan 9–13 prosenttia liikevaihdosta vuonna 2016 (aik. 9-14 %). Tämä oli pettymys, sillä ennustemme oli 13,3 % tasolla. Uusi ennustemme on 11,4 %:ssa. Huomautamme, että FWD:iin liittyvistä kuluista oikaistuna yhtiön EBIT-% olisi arviomme mukaan yli 15 % tasolla.

Olemme hieman laskeneet lähivuosien ennusteitamme. Arvioimme Comptelin kasvavan lähivuodet noin 14-15 % vauhtia ja EBIT-%:n nousevan 14-15 % tasolle. Ensi vuoden osalta odotamme FWD:n nousevan lähelle break-even tasoa, mikä antaa kannattavuudelle jo muutaman prosenttiyksikön parannuksen. Vuonna 2018 arvioimme FWD:llä olevan lievästi positiivinen vaikutus Comptelin tulokseen ja 2019 merkittävän skaalautumisen myötä FWD muodostaa ennusteessamme jo kolmanneksen (10 MEUR) Comptelin liikevoitosta.

FWD:n liiketoimintamalli painottuu vahvasti revenue share -komponenttiin (kanavakomissio) ja tuote on Comptelille erittäin skaalautuva pilvipalvelu. Tuotteesta on vielä saatavilla niukasti tietoja luotettavaa ennustetta varten, mutta olemme mallintaneet FWD:n ennusteen käyttäjämäärien, ARPUn ja kanavakomissioiden kautta seuraavasti:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Käyttäjämäärä, milj. kpl		1	9	20	45	90
ARPU, EUR		12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
FWD:n läpi kulkeva myynti, MEUR		7	108	240	540	1080
Kanavakomissio		5,5 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %
FWD:n liikevaihto, MEUR		0,4	5,4	10,8	21,6	37,8
Kustannukset	-3,0	-3,6	-5,0	-7,1	-9,9	-13,8
EBIT		-3,2	0,4	3,7	11,7	24,0
EBIT-%		-809 %	7 %	35 %	54 %	63 %

Pitkän aikavälin näkymä hyvä

Yhtiön pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusnäkymää tukee se, että Comptelin nykyiset tuotteet ovat edelleen hyvässä vedossa, markkinan kysyntäfundamentit vahvoja ja lisäksi yhtiöllä on putkessa useita kiinnostavia tulevaisuuden kasvutuotteita (FWD, Monetizer, Fastermind ja virtualisointi). Tämän vuoden aikana yhtiö on tehnyt näistä tuotteista sopimuksia FWD:n, Fastermindin ja Monetizerin osalta. Tietoliikenneverkkojen virtualisointi liittyy verkkomarkkinoiden pitkän aikavälin murrokseen, mihin Comptel on Fulfillment-tuotealueella ohjelmistoyhtiönä hyvin asemoitunut. Näiden ratkaisujen kaupallinen potentiaali on kuitenkin vielä muutaman vuoden päässä.

Ennustemuutokset	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	111	106	-4 %	129	122	-6 %	148	140	-6 %
Käyttökate	21,1	18,1	-14 %	24,8	23,9	-4 %	30,1	28,9	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,7	12,1	-18 %	18,2	17,4	-4 %	23,0	21,6	-6 %
Liikevoitto	14,7	12,1	-18 %	18,2	17,4	-4 %	23,0	21,6	-6 %
Tulos ennen veroja	14,3	11,6	-19 %	18,0	16,8	-7 %	22,7	21,3	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,09	0,07	-19 %	0,11	0,10	-4 %	0,14	0,13	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,04	0,04	0 %	0,07	0,07	0 %	0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus

Kertoimet kasvunäkymiin nähden maltillisia

Emme usko Q3:n kääntävän Comptelin osaketta pidempiaikaiseen laskuun eilisen pudotuksen jälkeen. Osakkeen tärkein lyhyen tähtäimen positiivinen ajuri tulee olemaan tilausvirta, joka on tyypillisesti hyvin aktiivista Q4:n loppupuolella aina joulukuun viimeisiin päiviin. Odotamme yhtiön tiedottavan loppuvuoden aikana uusista FWD-kaupoista, mikä voisi tukea osakekurssia.

Ennusteillamme Comptelin tämän ja ensi vuoden EV/EBIT-kertoimet ovat 20x ja 14x ja vastaavat P/E -luvut 32x ja 22x. FWD:llä on siten lyhyen aikavälin arvostuskertoimiin selvästi kohottava vaikutus, vaikka Comptelin arvonnmuodostukseen sillä

on merkittävä positiivinen vaikutus. Arvioimillamme FWD-panostuksista (noin 3,5 MEUR) oikaistuilla luvuilla esimerkiksi tämän vuoden P/E olisi 24x ja EV/EBIT 15,5x.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
CSG Systems	40,81	1192	1248					1,8	1,8	15,4	14,3
Amdocs	58,28	7911	6895	12,1	10,7	10,3	9,2	2,1	2,0	16,4	15,4
Evolving Systems	4,20	45	45					2,0	1,6	14,0	9,8
Vering Systems	36,83	2068	2396	12,7	10,7	9,3	9,6	2,3	2,4	11,1	12,2
Synchronoss	41,07	1673	1763					2,9	2,5	16,6	14,0
Comverse	24,85	564	590					2,4			
Redknee	1,50	111	128		99,8		7,0	0,8	0,8		20,7
Qlik Technologies	30,34	2600	2255	40,5	27,2	30,3	22,6	3,5	3,1	63,3	45,0
Comptel (Inderes)	2,27	249	244	20,1	13,8	13,4	10,1	2,3	2,0	31,7	21,8
Keskiarvo				21,8	37,1	16,6	12,1	2,2	2,0	22,8	18,8
Mediaani				12,7	19,0	10,3	9,4	2,2	2,0	15,9	14,3
Erotus-% vrt. mediaani				58 %	-27 %	30 %	7 %	6 %	0 %	99 %	52 %

Lähde: Bloomberg / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

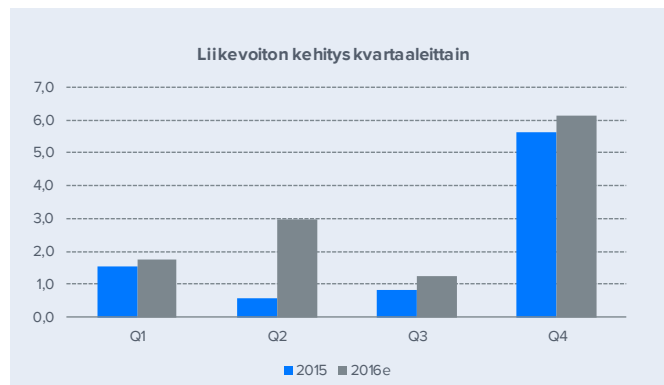
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	85,7	21,0	21,7	22,4	32,6	97,8	22,4	25,3	22,4	36,2	106,3	121,5	139,6
Intelligent Data	39,7	9,1	9,6	9,2	14,6	42,5	10,4	10,5	9,7	15,8	46,5	50,5	56,6
Service Orchestration	46,0	11,9	12,1	13,2	18,0	55,3	12,0	14,8	12,5	20,2	59,4	65,6	72,2
Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	5,4	10,8
Käyttökate	14,6	3,1	2,2	2,7	7,3	15,3	3,4	4,4	2,5	7,8	18,1	23,9	28,9
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,6	-1,6	-1,8	-1,7	-6,8	-1,6	-1,4	-1,3	-1,7	-6,0	-6,5	-7,3
Liikevoitto ilman kertaerä	8,3	1,5	0,6	0,8	5,6	8,5	1,8	3,0	1,2	6,1	12,1	17,4	21,6
Liikevoitto	8,3	1,5	0,6	0,8	5,6	8,5	1,8	3,0	1,2	6,1	12,1	17,4	21,6
Intelligent Data	0,0	0,9	0,6	0,9	3,5	5,8	1,7	1,4	1,1	3,8	8,0	9,2	10,5
Service Orchestration	0,0	1,1	0,5	0,6	2,9	5,1	0,7	2,5	0,8	3,2	7,2	8,4	8,7
Muut	8,3	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-2,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-3,1	-0,1	2,4
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,7	-0,2	-0,3	0,0	-1,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,6	-0,3
Tulos ennen veroja	7,4	0,8	0,4	0,5	5,9	7,7	1,4	3,3	0,9	5,9	11,6	16,8	21,3
Verot	-2,0	-0,5	0,0	-0,6	-2,0	-3,1	-0,6	-1,0	-0,4	-1,8	-3,7	-5,4	-7,2
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	5,5	0,3	0,3	-0,1	4,0	4,6	0,8	2,3	0,6	4,2	7,9	11,4	14,0
EPS (oikaistu)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04	0,01	0,02	0,01	0,04	0,07	0,10	0,13
EPS (raportoitu)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04	0,01	0,02	0,01	0,04	0,07	0,10	0,13

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	16,6 %	5,5 %	10,3 %	21,7 %	14,1 %	6,6 %	16,4 %	-0,1 %	11,1 %	8,7 %	14,3 %	14,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,7 %	59,7 %	-52,2 %	-63,7 %	42,3 %	2,4 %	14,6 %	429,0 %	52,7 %	9,5 %	42,2 %	43,7 %	24,0 %
Käyttökate-%	17,0 %	15,0 %	10,1 %	11,8 %	22,3 %	15,6 %	15,1 %	17,5 %	11,4 %	21,5 %	17,1 %	19,6 %	20,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,7 %	7,3 %	2,6 %	3,6 %	17,2 %	8,7 %	7,8 %	11,8 %	5,5 %	16,9 %	11,4 %	14,3 %	15,5 %
Nettotulos-%	6,4 %	1,6 %	1,6 %	-0,3 %	12,2 %	4,7 %	3,7 %	9,1 %	2,5 %	11,5 %	7,4 %	9,4 %	10,1 %

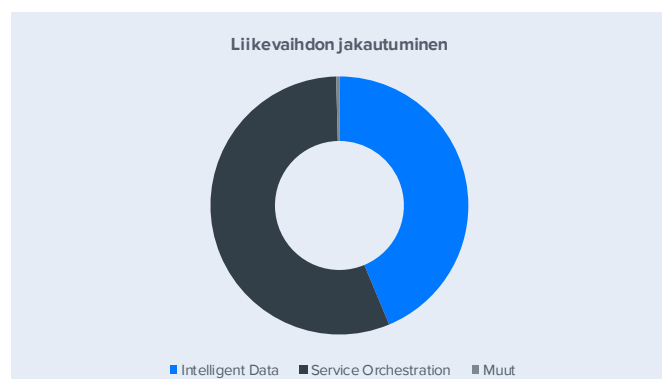
Lähde: Inderes



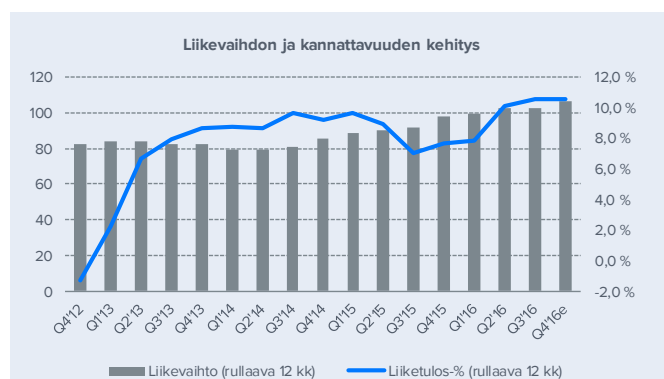
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

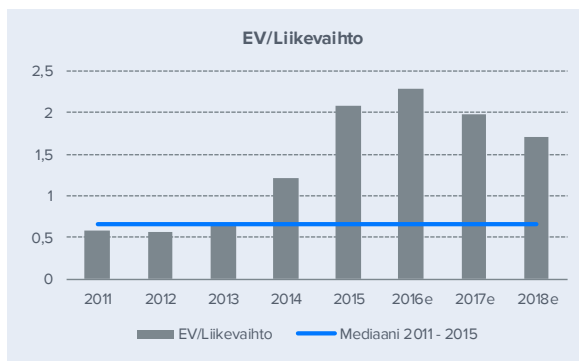
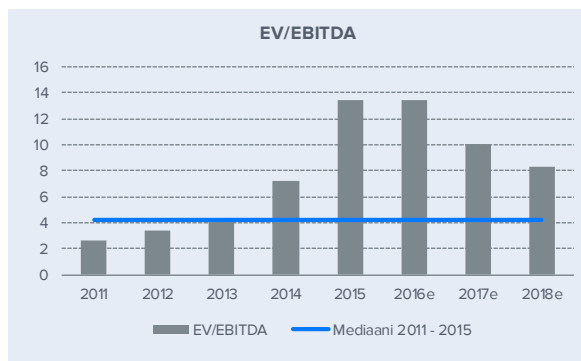
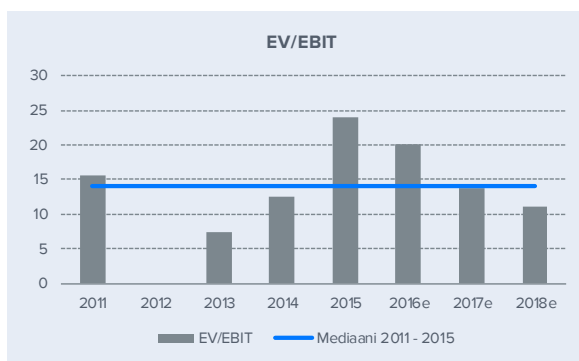
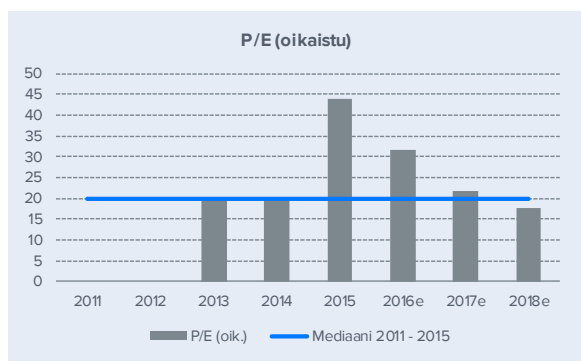


Lähde: Inderes

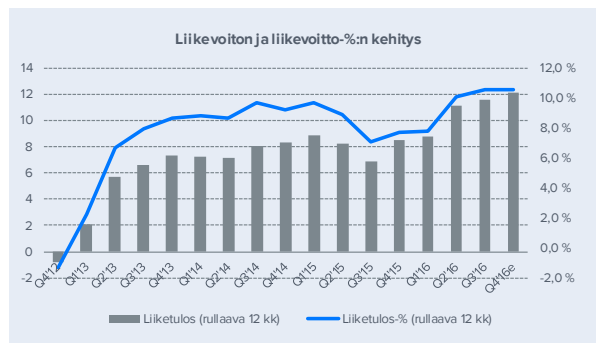
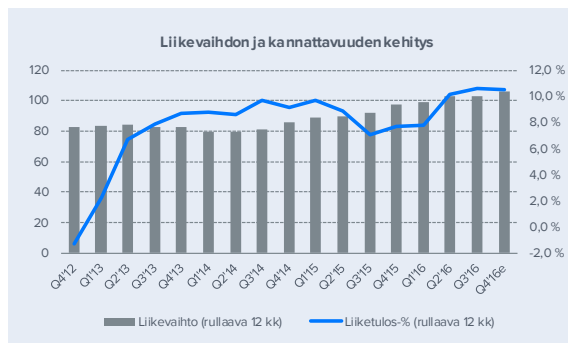
Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	0,49	0,40	0,48	0,99	1,83	2,27	2,27	2,27
Markkina-arvo	52	43	51	107	201	249	249	249
Yritysarvo (EV)	44	46	54	105	204	244	241	239
P/E (oik.)	neg.	neg.	19,8	19,5	43,9	31,7	21,8	17,7
P/E	7,2	neg.	19,8	19,5	43,9	31,7	21,8	17,7
P/Kassavirta	3,0	-4,5	17,5	18,7	-44,8	19,3	31,4	25,6
P/B	1,3	1,6	1,8	3,2	5,4	5,9	5,1	4,5
P/S	0,7	0,5	0,6	1,2	2,1	2,3	2,0	1,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,7	1,2	2,1	2,3	2,0	1,7
EV/EBITDA	2,7	3,4	4,2	7,2	13,4	13,4	10,1	8,3
EV/EBIT	15,6	neg.	7,4	12,6	24,0	20,1	13,8	11,1
Osinko/tulos (%)	44,0 %	0,0 %	41,3 %	39,4 %	72,0 %	55,9 %	67,3 %	70,2 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	0,0 %	2,1 %	2,0 %	1,6 %	1,8 %	3,1 %	4,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

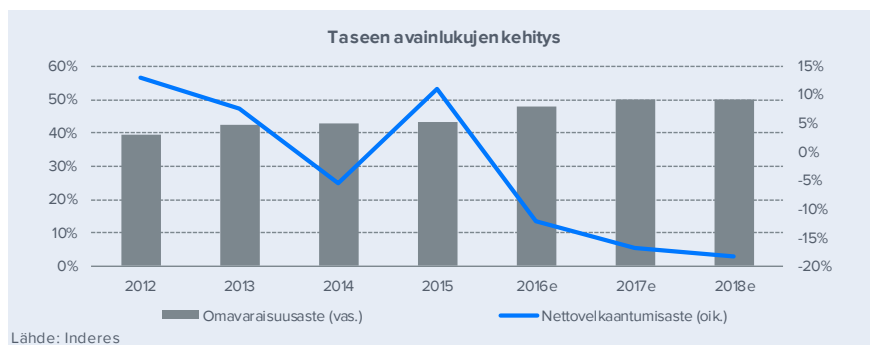


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	24	25	26	27	27
Liikearvo	3	3	3	3	3
Aineettomat oikeudet	14	13	13	14	15
Käyttöomaisuus	2	2	1	2	2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	4	6	8	7	6
Vaihtuvat vastaavat	44	53	60	61	70
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	37	43	57	51	57
Likvidit varat	7	9	3	10	13
Taseen loppusumma	68	78	86	87	98

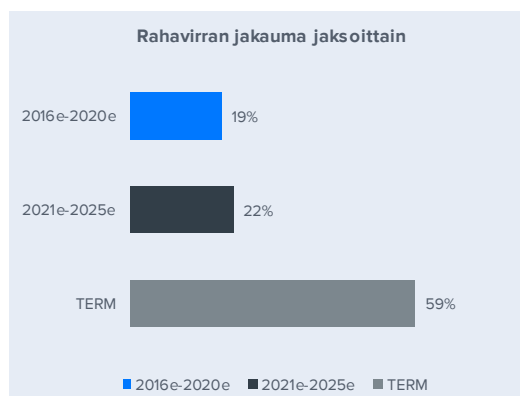
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	29	33	37	42	49
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	28	32	34	39	46
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	-1	0	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	8	5	4	6	7
Laskennalliset verovelat	3	3	3	3	3
Varaukset	2	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	3	1	0	3	3
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	31	39	45	39	42
Lainat rahoituslaitoksilta	5	6	7	2	2
Lyhytaikaiset korottomat velat	25	33	38	37	40
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	68	78	86	87	98



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	8,5	12,1	17,4	21,6	31,4	37,2	41,7	41,3	39,6	31,2	31,8	
+ Kokonaispoistot	6,8	6,0	6,5	7,3	7,7	9,1	10,3	11,6	12,7	13,7	14,4	
- Maksetut verot	-5,4	-2,6	-4,4	-5,2	-10,3	-11,9	-13,4	-13,2	-12,7	-10,0	-10,2	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	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	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-8,1	4,9	-3,2	-2,5	-3,3	-3,2	-3,1	-2,9	-2,6	-1,7	-0,7	
Operatiivinen kassavirta	1,5	20,2	16,1	21,0	25,5	31,2	35,6	36,7	37,1	33,2	35,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,7	-7,3	-8,2	-11,3	-11,3	-12,5	-13,7	-14,7	-15,5	-15,6	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,5	12,9	7,9	9,7	14,1	18,7	21,8	22,0	21,6	17,6	20,1	
+/- 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	-4,5	12,9	7,9	9,7	14,1	18,7	21,8	22,0	21,6	17,6	20,1	337,0
Diskontattu vapaa kassavirta		12,7	7,2	8,2	11,0	13,5	14,6	13,6	12,3	9,3	9,8	164,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		277,1	264,4	257,2	249,0	238,0	224,5	209,9	196,3	184,0	174,7	164,8
Velaton arvo DCF		277,1										
- Korolliset velat			-7,2									
+ Rahavarat			3,0									
- Vähemmistöosuus			0,0									
- Osinko/pääomapalautus			-3,3									
Oman pääoman arvo DCF			269,7									
Oman pääoman arvo DCF per osake			2,46									

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	82,7	85,7	97,8	106,3	121,5
EBITDA	13,0	14,6	15,3	18,1	23,9
EBITDA-marginaali (%)	15,7	17,0	15,6	17,1	19,6
EBIT	7,3	8,3	8,5	12,1	17,4
Voitto ennen veroja	5,6	7,4	7,7	11,6	16,8
Nettovoitto	2,6	5,5	4,6	7,9	11,4
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	67,9	77,6	86,4	87,2	97,8
Oma pääoma	28,9	33,3	37,3	41,9	48,9
Liikearvo	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Korolliset velat	8,8	7,6	7,2	4,4	5,1

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	13,0	14,6	15,3	18,1	23,9
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	1,4	-8,1	4,9	-3,2
Operatiivinen kassavirta	9,9	11,9	1,5	20,2	16,1
Vapaa kassavirta	2,9	5,7	-4,5	12,9	7,9

Yhtiökuvaus
CompTEL on televiestintään erikoistunut ohjelmistoyhtiö. Yhtiö kehittää, myy ja toimittaa teleoperaattoreiden liiketoimintaa tukevia tuotteita ja palveluita globaalisti. Yhtiön ohjelmistot yhdistävät fyysiset tietoliikenneverkot operaattoreiden asiakasjärjestelmiin. Yhtiö työllistää yli 600 henkeä 20 maassa ja se on palvellut lähes 300 teleoperaattoria lähes 100 maassa historiansa aikana. CompTELin liiketoimintamalli perustuu ohjelmistolisensseihin ja niiden toimitusprojekteihin sekä ylläpitoliiketoimintaan, joka käsittää tukipalvelut, ylläpidon ja jatkuvat Managed Services -palvelusopimukset.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,02	0,05	0,04	0,07	0,10
EPS oikaistu	0,02	0,05	0,04	0,07	0,10
Operat. kassavirta per osak	0,09	0,11	0,01	0,18	0,15
Tasearvo per osake	0,27	0,31	0,34	0,38	0,45
Osinko per osake	0,01	0,02	0,03	0,04	0,07
Voitonjako, %	41	39	72	56	67
Osinkotuotto, %	2,1	2,0	1,6	1,8	3,1

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	19,8	19,5	43,9	31,7	21,8
P/B	1,8	3,2	5,4	5,9	5,1
P/Liikevaihto	0,6	1,2	2,1	2,3	2,0
P/CF	5,2	8,9	133,4	12,3	15,5
EV/Liikevaihto	0,7	1,2	2,1	2,3	2,0
EV/EBITDA	4,2	7,2	13,4	13,4	10,1
EV/EBIT	7,4	12,6	24,0	20,1	13,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Mandatum Life Insurance Company Limited	19,1 %
Elisa	13,3 %
Kaleva Mutual Insurance Company	8,1 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	4,8 %
FIM	3,3 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.3.2015	Lisää	1,05 €	0,91 €
27.4.2015	Osta	1,25 €	1,06 €
16.6.2015	Lisää	1,30 €	1,21 €
5.8.2015	Vähennä	1,30 €	1,32 €
14.9.2015	Lisää	1,30 €	1,21 €
21.10.2015	Lisää	1,30 €	1,20 €
9.12.2015	Vähennä	1,50 €	1,50 €
16.2.2016	Lisää	1,50 €	1,38 €
19.2.2016	Lisää	1,70 €	1,50 €
22.4.2016	Lisää	1,70 €	1,64 €
23.6.2016	Osta	1,85 €	1,47 €
18.7.2016	Osta	2,40 €	2,10 €
10.8.2016	Lisää	2,65 €	2,45 €
21.10.2016	Lisää	2,60 €	2,27 €

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 (välittömät 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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk 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 yhtiössä. 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 laatiineen 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/>