

Odottelemme Comptelin tarjousprosessin etenemistä osakkeenomistajina

Comptelista tulee Stonesoftin ja Okmeticin jälkeen kolmas yhtiö, joka ostetaan pois salkustamme. Ostimme Comptelia mallisalkkuunne ensin vuonna 2015 myytyämme silloin Nokiat ja kasvatimme painoa lisää keväällä 2016. Hankintojen keskihintaan nähden ostotarjous vastaa noin 140 %:n tuottoa mallisalkullemme. Ostotarjous vastaa laihalta tuntuva 29 %:n preemiota edellispäivän kurssiin nähden, mutta preemio suhteellisen arvostustason näkökulmasta on paljon tuntuva. Olimme jo aiemmin pitäneet Comptelia potentiaalisena ostokohteena Nokialle.

Nouseva tähti konsolidoituvalla toimialalla = potentiaalinen ostokohde

Pidämme ostotarjouksen hintaa lähtökohtaisesti hyvänä, sillä preemiota tulee suhteuttaa muuhunkin kuin edellisen päivän päätöskurssiin. Ostotarjouksen arvostus vastaa noin 28x EV/EBIT-kerrointa ja 3,3x EV/liikevaihtokerrointa Comptelin 2016 luvuista. Liikevaihtokerroin on noin 50 % yli verrokkien ja linjassa useiden sektorilla tehtyjen yrityskauppojen kanssa. Comptelin toimiala on konsolidoitunut voimakkaasti 2000-luvulla, mikä huomioiden ostotarjous oli myös odotettu. Keskeisimmillä arvostuskertoimilla kokonaisuutena preemio on yli 80 % Comptelin vertailuryhmään nähden. Tunnetasolla meitä harmittaa se, että uusien tuotealueiden (FWD, Fastermind virtualisointi) houkutteleva tulevaisuuden potentiaali jää nyt meiltä näkemättä. Toisaalta niiden mahdollisuudet heijastuivat hintaan. Eikä Nokia olisi Comptelista kiinnostunut, jollei yhtiö olisi uudessa tuotestrategiassaan edennyt niin menestyksellisesti.

Parempaa yhteensopivuutta ei löydy, mutta parempi maksaja teoriassa mahdollinen

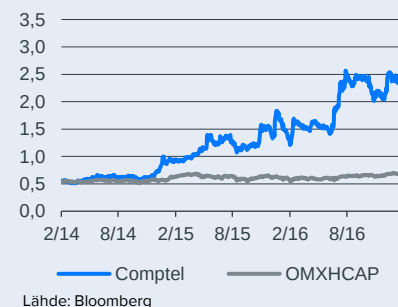
Pidämme kilpailevaa ostotarjousta mahdollisena, mutta hyvin epätodennäköisenä. Maailmalta arviomme mukaan tuskin löytyy toista ostajaa, jolla olisi Nokian parempi strateginen yhteensopivuus Compteliin. Ericssonilta löytyy jo vastaavat tuotealueet kuin Comptelilta ja Huawei on rakentanut ohjelmistoratkaisujaan pääosin omalla tuotekehityksellä. Muita sektorin merkittäviä toimijoita ovat Amdocs, Oracle ja NEC Netcracker, jotka ovat Comptelin suoria kilpailijoita monilla tuotealueilla. Nokialle Comptelin ratkaisut ovat täysin täydentäviä ja sopivat yhtiön ohjelmistoliiketoiminnan strategiaan kuin nenä päähän. Kilpailevan ostotarjouksen mahdollisuus on siis sen varassa, että joku ostajaehdokas olisi valmis maksamaan Nokian korkeamman hinnan heikommista synergioista huolimatta. Lisäksi kilpailevan ostajan pitäisi pystyä äärimmäisen nopealla aikataululla tekemään oma selvitystyönsä ostotarjousta varten.

Olemme tyytyväisiä käteispainon nousuun

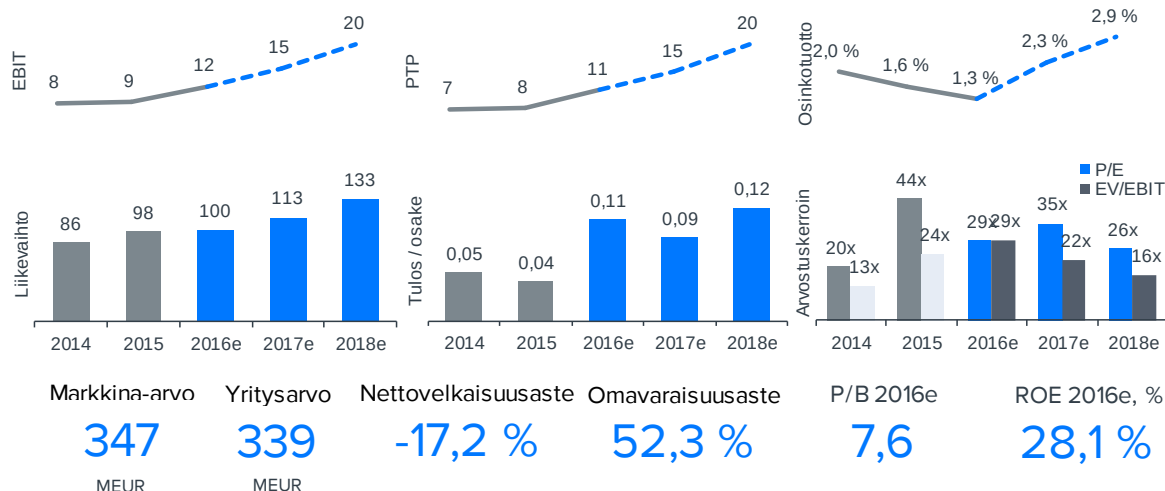
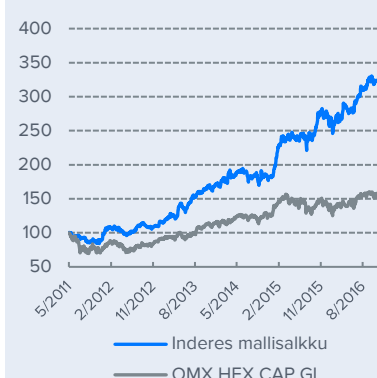
Koska salkullamme ei ole tarvetta käteiselle tai kiirettä uusiin ostoihin nykyisessä markkinatilanteessa, jääme odottamaan tarjousprosessin alkamista ja säilytämme näin vielä pienen option tarjouksen nousuun. Muutoin tulemme hyväksymään ostotarjouksen 27.2. alkavana tarjousaikana. Salkkumme käteispaino tulee nousemaan noin 30 %:iin ostotarjouksen myötä. Olemme tyytyväisiä käteispainon nousuun ja katsomme tilannetta maltillisesti, sillä näkemyksemme mukaan pörssin arvostustaso on haastava ja hyvät ostokohteet vähissä. Näin säilytämme salkussa mahdollisuuden liikkua, mikäli hyviä ostopaikkoja avautuu.



Osakekurssi



Mallisalkun pitkän aikavälin kehitys



Ostotarjouksen preemio vertailuryhmään nähden

	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	38,44	1161	1294					1,8	1,8	13,4	15,0
Amdocs	58,57	8049	7158	12,3	12,2	10,5	9,7	2,1	2,0	16,4	15,4
Vering Systems	36,35	2133	2545	13,1	13,3	9,5	11,8	2,3	2,6	11,0	14,6
Synchronoss	35,38	1501	1620	12,5	4,1	9,0	3,1	2,7	2,1	17,7	14,0
Redknee	1,65	127	139		13,6		4,3	0,9	0,9		41,9
Qlik Technologies*		2632	2285			33,9	23,9	3,5	3,1	66,0	46,5
Comptel (Inderes)	3,07	347	339	28,9	21,8	19,1	15,4	3,4	3,0	28,8	35,1
Keskiarvo				12,6	10,8	15,7	10,6	2,2	2,1	24,9	24,6
Mediaani				12,5	12,8	10,0	9,7	2,2	2,1	16,4	15,2
Erutus-% vrt. mediaani				131 %	71 %	91 %	59 %	54 %	44 %	76 %	131 %

Lähde: Bloomberg / Inderes

*Ei enää listattu, yritystoston kohde 6/2016

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	82,7	85,7	97,8	100,0	113,3
EBITDA	13,0	14,6	15,3	17,8	21,9
EBITDA-marginaali (%)	15,7	17,0	15,6	17,8	19,3
EBIT	7,3	8,3	8,5	11,7	15,4
Voitto ennen veroja	5,6	7,4	7,7	11,2	14,8
Nettovoitto	2,6	5,5	4,6	11,7	9,9
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	87,4	95,1
Oma pääoma	28,9	33,3	37,3	45,7	51,1
Liikearvo	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Korolliset velat	8,8	7,6	7,2	3,0	3,0

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	13,0	14,6	15,3	17,8	21,9
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	1,4	-8,1	3,7	-2,0
Operatiivinen kassavirta	9,9	11,9	1,5	19,2	15,8
Vapaa kassavirta	2,9	5,7	-4,5	15,7	7,7

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 800 henkeä 24 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	0,11	0,09
EPS oikaistu	0,02	0,05	0,04	0,11	0,09
Operat. kassavirta per osake	0,09	0,11	0,01	0,17	0,14
Tasearvo per osake	0,27	0,31	0,34	0,42	0,45
Osinko per osake	0,01	0,02	0,03	0,04	0,07
Voitonjako, %	41	39	72	39	80
Osinkotuotto, %	2,1	2,0	1,6	1,3	2,3

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	19,8	19,5	43,9	29,7	35,1
P/B	1,8	3,2	5,4	7,6	6,8
P/Liikevaihto	0,6	1,2	2,1	3,5	3,1
P/CF	5,2	8,9	133,4	18,1	22,0
EV/Liikevaihto	0,7	1,2	2,1	3,4	3,0
EV/EBITDA	4,2	7,2	13,4	19,1	15,4
EV/EBIT	7,4	12,6	24,0	28,9	21,8

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 %

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 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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia 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 laatineilla 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 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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>