

## Tecnotreen seuranta päättyy

Lopetamme Tecnotreen osakkeen seurannan johtuen yhtiöseurantasopimuksen päättymisestä. Päätöshetkellä suosituksemme osakkeelle oli myy ja tavoitehintamme 0,04 euroa. Tecnotreen viime vuosi oli tapahtumarikas, kun yhtiöstä tehty Viking Acquisitionsin 0,10 euron käteisostotarjous kariutui ja yhtiö päätyi monimutkaisen prosessin jälkeen ratkaisemaan rahoituskriisiään Fitzroy-yhtiön tarjoamalla 5 MEUR:n rahoituspaketilla. Tecnotreen lyhyen aikavälin rahoitus on nyt osittain turvattu ja yhtiön kulusäästöt ovat edenneet, mutta kassavirta ei arviomme mukaan ole vielä riittävällä tasolla liiketoiminnan ja saneerausohjelman velvoitteiden hoitamiseen. Siten yhtiön omistajat joutuvat edelleen kantamaan merkittävää riskiä yhtiön liiketoiminnan jatkuvuudesta ja arviomme mukaan osakkeen nousupotentiaali käänteen onnistuessa hautautuu toistaiseksi yhtiön tarvitseman rahoituksen aiheuttamaan diluutioon. Keskeiset huomiomme sijoittajille jatkoa ajatellen ovat seuraavat:

### Q3:lla nähty operatiivinen käänne antaa toivoa

Tecnotreen operatiivinen liiketoiminta ajautui rajuun pudotukseen viime vuonna yhtiön epäselvästä rahoitustilanteesta johtuen, mutta Q3:lla tilanne stabiloitui ja yhtiön tulos nousi voitolle. Tecnotreen ylläpitoliiketoiminta yhtiön kahdessa pääasiakkaassa kantaa edelleen hyvin, mutta haastava rahoitustilanne hankaloittaa suurempien tilausten tai uusien asiakkaiden voittamista. Yhtiö on yhä täysin riippuvainen kahdesta pääasiakkaastaan. Tecnotree on edelleen tehnyt hyvää työtä kustannusten karsimisessa, mikä on parantanut operatiivista kannattavuutta. Jos yhtiön suunnittelemat kulusäästöt etenevät ilman merkittävää liikevaihdon laskua, on yhtiöllä edellytykset nostaa operatiivinen kannattavuus terveelle tasolle tämän vuoden aikana, mikä helpottaisi saneerausohjelman läpivientiä.

### Kassakriisi on silti yhä ratkaisematta ja yhtiö tarvitsee rahoitusta

Operatiivisesta tulosparannuksesta huolimatta Tecnotreen kassatilanne on yhä kriittinen ja yhtiön kassavirta ei tällä hetkellä riitä kattamaan käyttöpääoman tarpeita. Käyttöpääoman arvioidaan riittävän 12 kuukauden ajaksi edellyttäen, että yhtiö saa Fitzroytä rahoituspaketin mukaisen 2,9 MEUR:n sijoituksen tammikuun loppuun mennessä. Liiketoiminnan nykyisellä volyymillä Tecnotreen on arviomme mukaan haastava tuottaa kassavirtaa, jolla saneerausohjelman maksut saataisiin tulevana vuosina hoidettua. Siten yhtiö tarvitsee todennäköisesti lisää rahoitusta, eikä Fitzroy:n 5 MEUR:n rahoituspaketti arviomme mukaan anna yhtiölle kovin hyviä edellytyksiä liiketoiminnan kestäväen käänteen toteuttamiseksi, vaan tämä edellyttäisi kunnollista rahoitusruisketta. Lisäksi yhtiön rahoittajien riitautuminen ei tarjoa mielestämme hedelmällistä pohjaa lähteä rakentamaan liiketoiminnalle kestäväää käännettä.

### Osakkeen potentiaali voi hautautua diluutioon

Tecnotreen sijoittajien on tiedostettava kyseessä olevan saneerausohjelmassa oleva kriisiyhtiö, jonka riskitaso on erittäin korkea. Yhtiö tarvitsee edelleen kriisistä selvitäkseen ulkopuolista rahoitusta, mistä aiheutuva diluutio vastaavasti hautaa osakkeen tuottopotentiaalia. Osakkeen EV/Liikevaihto -luku on noin 0,6x tälle vuodelle, mikä on korkea arvostus saneerauksessa olevan kriisiyhtiön liiketoiminnasta.

### Analyytikko

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



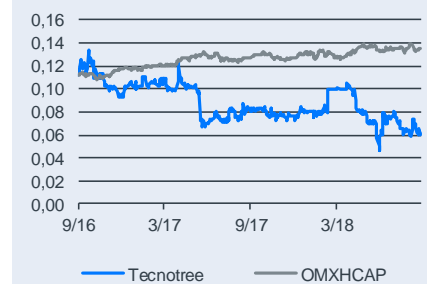
### Suositus

-

Edellinen: Myy

### Tavoitehintaa - EUR

Edellinen: 0,04



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös **0,05 EUR**

12 kk vaihteluväli **0,0422-0,109 EUR**

Potentiaali -

### Ohjeistus

Epävarmuuden jatkumisen takia yhtiö ei pysty arvioimaan liikevaihtoa ja liiketulosta vuodelle 2018.

### Avainluvut

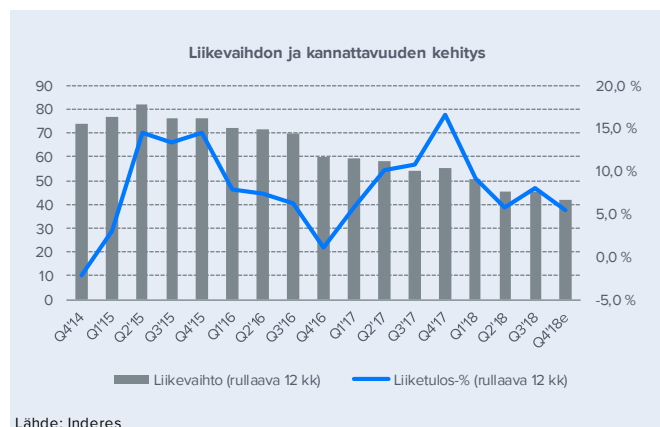
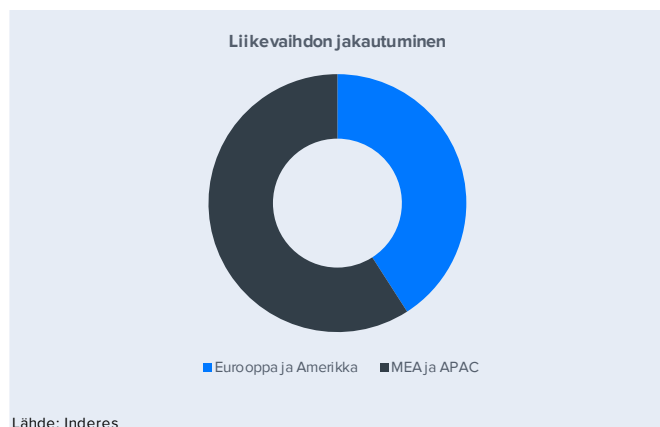
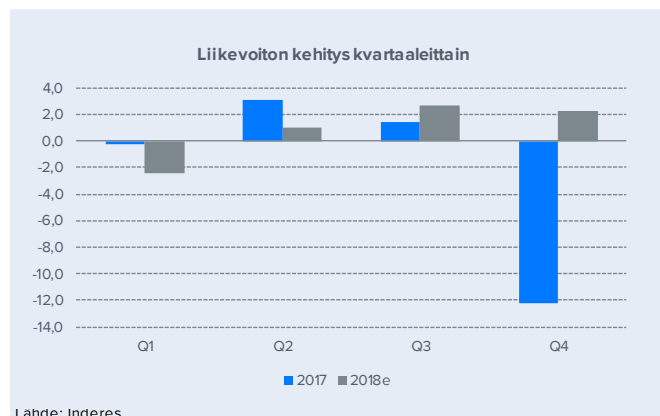
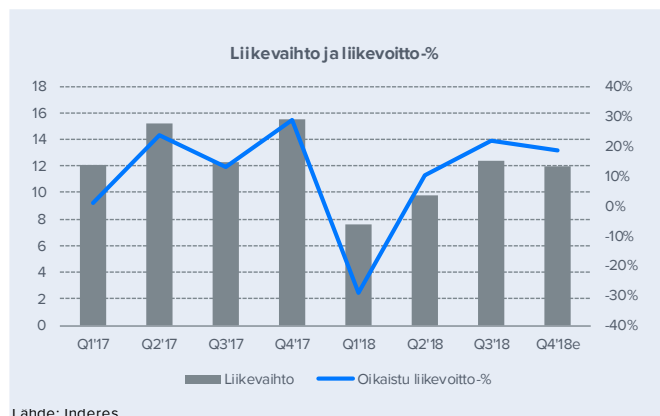
	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	60	-10,1	-16,8 %	-5,7	-0,05	0,00	0,7	20,0	35,0	-25,0	0,0 %
2017	55	-7,9	-14,4 %	-10,5	-0,13	0,00	0,6	1,3	3,6	5,1	0,0 %
2018e	42	3,6	8,5 %	2,8	-0,01	0,00	0,5	5,3	6,1	-7,5	0,0 %
2019e	39	2,3	6,0 %	1,6	0,00	0,00	0,6	8,7	9,6	46,1	0,0 %
2020e	39	2,3	6,0 %	1,6	0,00	0,00	0,6	9,6	9,8	28,1	0,0 %
Markkina-arvo, MEUR			9	OPO / osake 2018e, EUR			-0,04	CAGR EPS, 2017-2020, %			-124 %
Nettovelka 2018e, MEUR			14	P/B 2018e			-1,7	CAGR kasvu, 2017-2020, %			-11 %
Yritysarvo (EV), MEUR			23	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-272,2 %	ROE 2018e, %			20 %
Taseen koko 2018e, MEUR			20	Omavaraisuusaste 2018e, %			-25,6 %	ROCE 2018e, %			24,6 %

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>60,1</b>	<b>12,1</b>	<b>15,2</b>	<b>12,3</b>	<b>15,5</b>	<b>55,1</b>	<b>7,6</b>	<b>9,8</b>	<b>12,4</b>	<b>12,0</b>	<b>41,8</b>	<b>38,9</b>	<b>38,9</b>
<i>Eurooppa ja Amerikka</i>		4,5	6,8	4,7	8,2	24,1	2,8	3,2	5,6	5,5	17,1	15,9	15,9
<i>MEA ja APAC</i>		7,7	8,5	7,6	7,2	30,9	4,8	6,6	6,8	6,5	24,7	23,0	23,0
<b>Käyttökate</b>	<b>-9,2</b>	<b>0,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>4,7</b>	<b>9,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-16,9	-17,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	-0,2	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>3,6</b>	<b>1,6</b>	<b>4,5</b>	<b>9,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-10,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,1</b>	<b>1,4</b>	<b>-12,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
<i>Group (EBIT)</i>	-10,1	-0,2	3,1	1,4	-12,3	-7,9	-2,4	1,0	2,7	2,3	3,6	2,3	2,3
Nettorahoituskulut	4,5	-1,1	-0,8	-0,2	-0,4	-2,5	0,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-5,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-12,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Verot	-0,6	-0,9	-1,5	-1,1	-1,5	-5,0	-1,0	-0,7	-1,0	-1,2	-3,9	-1,4	-1,2
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
<b>Nettotulos</b>	<b>-6,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-14,2</b>	<b>-15,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-21,4 %	-6,9 %	-6,2 %	-24,1 %	5,3 %	-8,4 %	-37,2 %	-35,5 %	0,8 %	-22,5 %	-24,1 %	-7,0 %	0,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-90,0 %	-104,3 %	252,9 %	-9,1 %	477,9 %	712,5 %	#####	-72,2 %	70,0 %	-49,4 %	-61,4 %	-38,0 %	0,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	-15,3 %	0,0 %	21,7 %	13,0 %	30,0 %	17,3 %	-29,7 %	11,7 %	22,7 %	20,0 %	9,8 %	6,6 %	6,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	2,0 %	0,8 %	23,7 %	13,0 %	28,7 %	17,7 %	-29,1 %	10,2 %	21,9 %	18,8 %	9,0 %	6,0 %	6,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	-10,5 %	-18,2 %	5,3 %	0,8 %	-91,4 %	-28,1 %	-37,0 %	0,0 %	9,8 %	3,8 %	-2,7 %	0,5 %	0,8 %

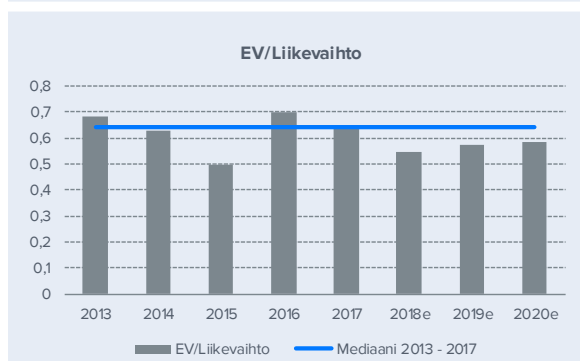
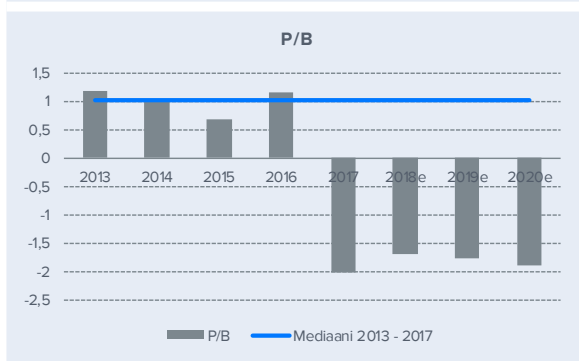
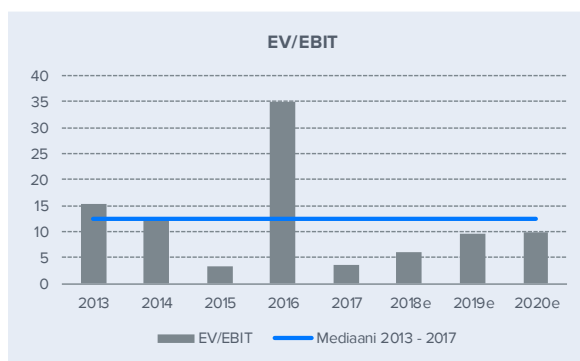
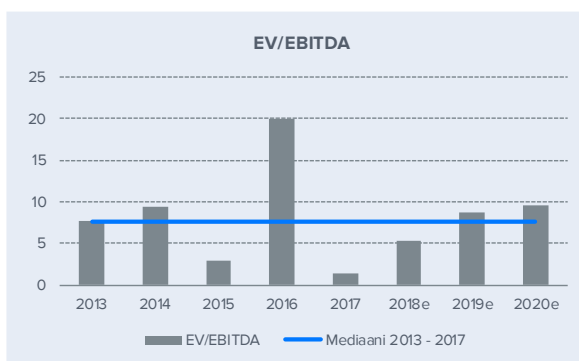
Lähde: Inderes



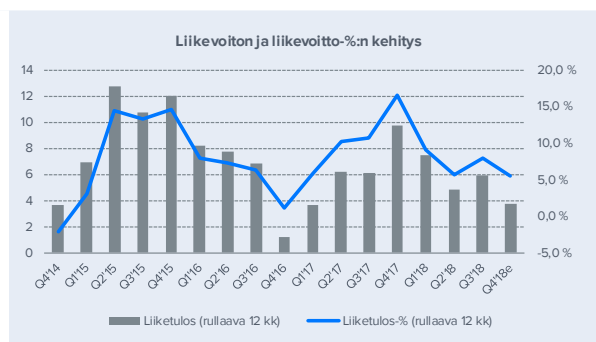
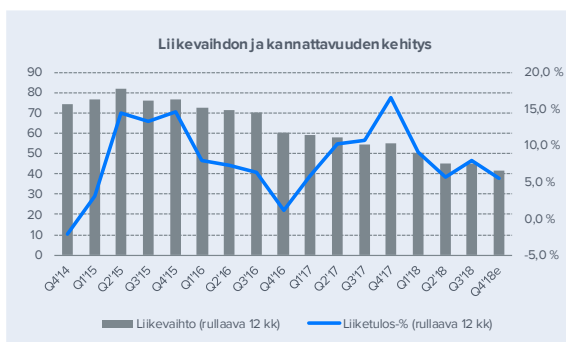
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,21	0,14	0,10	0,10	0,10	0,05	0,05	0,05
Markkina-arvo	26	17	12	12	12	9	9	9
Yritysarvo (EV)	50	46	38	42	35	23	22	23
P/E (oik.)	neg.	neg.	22,7	neg.	5,1	neg.	46,1	28,1
P/E	neg.	neg.	51,1	neg.	neg.	neg.	46,1	28,1
P/Kassavirta	154,0	-3,6	2,2	-4,5	1,2	1,1	8,5	72,5
P/B	1,2	1,0	0,7	1,1	-2,0	-1,7	-1,8	-1,9
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,6	9,3	3,0	20,0	1,3	5,3	8,7	9,6
EV/EBIT	15,2	12,6	3,2	35,0	3,6	6,1	9,6	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

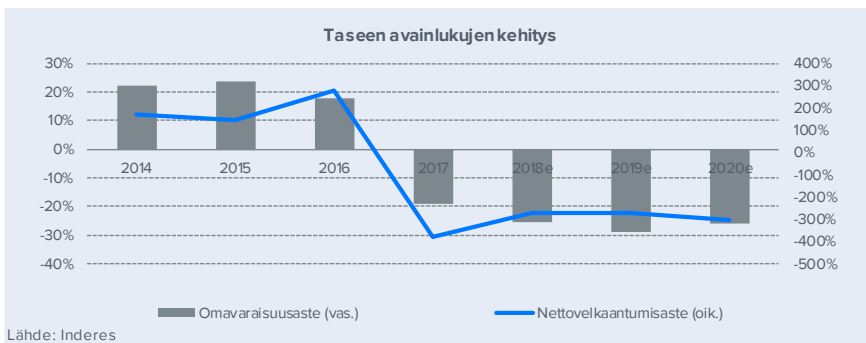


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>2</b>
Liikearvo	18	18	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	0	0	0	1
Käyttöomaisuus	4	3	2	2	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	1	1	1	1	1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>51</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>15</b>
Varastot	1	1	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	44	33	25	15	13
Likvidit varat	6	3	2	1	2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>75</b>	<b>60</b>	<b>32</b>	<b>20</b>	<b>17</b>

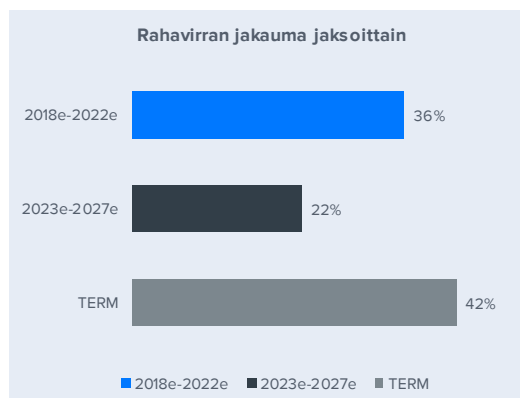
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
Osakepääoma	5	5	5	5	5
Kertyneet voittovarot	-2	-8	-25	-26	-26
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	15	14	14	16	16
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2</b>	<b>33</b>	<b>24</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	1	33	24	13	14
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	2	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>55</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>9</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	32	0	1	1	2
Lyhytaikaiset korottomat velat	23	16	13	10	7
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>75</b>	<b>60</b>	<b>32</b>	<b>20</b>	<b>17</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-7,9</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>	
+ Kokonaispoistot	17,5	0,6	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	
- Maksetut verot	-5,0	-3,9	-1,4	-1,2	-0,7	-1,6	-1,5	-1,2	-1,3	-1,2	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	
+ 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	4,7	8,4	-1,6	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	1,2	-0,8	1,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	1,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,9</b>	<b>7,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>	
+/- 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	9,9	7,6	1,0	0,1	0,4	2,1	2,4	2,9	3,0	3,3	4,6	39,2
Diskontattu vapaa kassavirta		7,7	0,9	0,1	0,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,4	12,2
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>28,7</b>	<b>21,1</b>	<b>20,1</b>	<b>20,1</b>	<b>19,8</b>	<b>18,5</b>	<b>17,2</b>	<b>15,9</b>	<b>14,7</b>	<b>13,6</b>	<b>12,2</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>28,7</b>											
- Korolliset velat		-25,4										
+ Rahavarat		2,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>5,6</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>0,03</b>											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	9,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	19,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	13,9 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	76,5	60,1	55,1	41,8	38,9
EBITDA	12,5	-9,2	9,6	4,1	2,6
EBITDA-marginaali (%)	16,4	-15,3	17,3	9,8	6,6
EBIT	11,7	-10,1	-7,9	3,6	2,3
Voitto ennen veroja	7,8	-5,7	-10,5	2,8	1,6
Nettovoitto	0,2	-6,3	-15,5	-1,1	0,2
Kertaluontoiset erät	-0,3	-11,3	-17,7	-0,2	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	74,6	59,8	31,8	20,2	17,1
Oma pääoma	17,8	10,7	-6,1	-5,2	-5,0
Liikearvo	17,5	17,6	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	32,3	33,2	25,4	14,9	15,1

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	12,5	-9,2	9,6	4,1	2,6
Nettokäyttöpääoman muutos	6,1	3,7	4,7	8,4	-1,6
Operatiivinen kassavirta	6,9	-1,3	8,7	8,4	-0,6
Vapaa kassavirta	5,6	-2,7	9,9	7,6	1,0

Yhtiökuvaus
Tecnotree on kansainvälinen teleoperaattoreiden it-ratkaisujen toimittaja, joka tarjoaa tuotteita ja palveluita veloitukseen, laskutukseen, asiakaspalveluun ja asiakkuudenhallintaan sekä viestintäpalveluihin ja sisältöliiketoimintaan. Yhtiön tuoteportfolio kattaa teleoperaattorin liiketoimintatukijärjestelmien miltei koko kentän yhtenäisellä ratkaisulla kiinteän verkon, mobiilipalveluiden ja laajakaistan tarpeisiin sekä ennakkomaksu- että kuukausilaskuasiakkaiden liittymien, palveluiden ja rahavirtojen hallinnointiin. Tecnotree on vahva jalansija erityisesti kehittyvillä markkinoilla.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,00	-0,05	-0,13	-0,01	0,00
EPS oikaistu	0,00	0,00	0,02	-0,01	0,00
Operat. kassavirta per osake	0,06	-0,01	0,07	0,06	0,00
Tasearvo per osake	0,15	0,09	-0,05	-0,04	-0,03
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	51,1	neg.	neg.	neg.	46,1
P/B	0,7	1,1	neg.	neg.	neg.
P/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/CF	1,8	neg.	1,4	1,0	neg.
EV/Liikevaihto	0,5	0,7	0,6	0,5	0,6
EV/EBITDA	3,0	neg.	3,7	5,5	8,7
EV/EBIT	3,3	neg.	neg.	6,4	9,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Hammaren Lars-Olof	7,2 %
Wilenius Markku	5,8 %
The Orange Company	4,9 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	4,8 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva	4,5 %

## Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.8.2014	Vähennä	0,18 €	0,18 €
14.8.2014	Vähennä	0,15 €	0,15 €
30.10.2014	Lisää	0,18 €	0,16 €
13.1.2014	Lisää	0,18 €	0,16 €
2.2.2015	Vähennä	0,16 €	0,17 €
6.3.2015	Vähennä	0,08 €	0,09 €
29.4.2015	Vähennä	0,10 €	0,11 €
14.8.2015	Vähennä	0,12 €	0,13 €
30.10.2015	Vähennä	0,10 €	0,10 €
9.3.2016	Myy	0,10 €	0,13 €
1.4.2016	Vähennä	0,13 €	0,14 €
28.4.2016	Myy	0,10 €	0,12 €
15.8.2016	Myy	0,10 €	0,11 €
31.10.2016	Myy	0,06 €	0,11 €
3.4.2017	Myy	0,07 €	0,10 €
2.5.2017	Myy	0,07 €	0,11 €
15.5.2017	Myy	0,07 €	0,11 €
20.6.2017	Myy	0,05 €	0,07 €
14.8.2017	Vähennä	0,07 €	0,08 €
31.10.2017	Vähennä	0,07 €	0,08 €
18.1.2018	Vähennä	0,07 €	0,08 €
27.2.2018	Vähennä	0,07 €	0,08 €
6.5.2018	Vähennä	0,07 €	0,08 €
8.3.2018	-	0,10 €	0,10 €
22.5.2018	Myy	0,07 €	0,08 €
25.6.2018	Myy	0,02 €	0,06 €
25.9.2018	Myy	0,03 €	0,06 €
29.10.2018	Myy	0,04 €	0,06 €
7.1.2019	-		0,05 €

## 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. 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/>