

## Pienomistajan tilanne näyttää lohduttomalta

Toistamme Tecnotreen myy-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 0,02 euroon (aik. 0,07 euroa), sillä emme näe yhtiön nykyisessä vaikeassa tilanteessa pienomistajille realistista ulospääsyä positiivisella lopputuloksella. Mielestämme sijoittajan ei kannata osallistua yhtiön kärjistyvään omistajariitaan, jossa voiton todennäköisyydet ovat pienet. Omistusriita ja pääomistajan pyrkimys ajaa yhtiötä konkurssiin voi vaikeuttaa merkittävästi Tecnotreen liiketoimintaa asiakkaiden jäädyttäessä tilauksiaan. Siten yhtiön kyky tuottaa rahavirtaa ja selvitä maksuvelvoitteistaan vaikeutuu merkittävästi ja lopputuloksessa kukaan ei voita, jos kriisi ei nyt ratkea nopeasti. Nykyisten omistajien kannattaa ottaa yhtiöstä ulos se, mitä osakkeesta on vielä saatavissa.

### Pääomistaja ja -velkoja ajamassa yhtiötä konkurssiin

Tecnotreen omistajat eivät hyväksyneet Viking Acquisitionsin yhtiöstä tekemää 0,10 euron ostotarjousta. Tarjouksen läpimeno olisi edellyttänyt 90 %:n omistussuuden, kun ostotarjous saavutti vain 88 %:n osuuden. Viking sai yhtiöstä kuitenkin 24 %:n omistussuuden ja oli hankkinut Tecnotreen velkoja itselleen 21,6 MEUR:n edestä. Myöhemmässä yhtiökokouksessa Tecnotreen omistajat estivät Vikingin edustajien pääsyn yhtiön hallitukseen, jolloin Vikingin mahdollisuus päästä vaikuttamaan yhtiön kehittämiseen ja rahoitusjärjestelyihin estettiin. Viime viikolla Viking jätti Tecnotreestä konkurssihakemuksen, joka kuitenkin vedettiin pois Tecnotreen suoritettua saatavat. Tecnotreessä vahvaa kontrollia pitävä Viking haluaa lähettää yhtiön omistajille vahvan signaalin, ettei lopputulos ole prosessin kariutumisen jälkeen enää pienomistajille suotuisa. Emme kuitenkaan osaa arvioida, mihin Viking konkurssihakemuksella lopulta pyrkii. Ilman hallituspaikkoja Viking ei pääse toteuttamaan yhtiössä tavoittelemaansa toimenpiteitä, joten kontrollia haetaan ilmeisesti muita reittejä pitkin.

### Liiketoiminta sulaa alta, jos epäselvä tilanne jatkuu

Tecnotreen Q1-liiketoimintakatsauksesta kävi hyvin selväksi, että yhtiön pääasiakkaat ovat jarruttaneet tilauksiaan ostotarjousprosessin takia (liikevaihto -37 %). Vikingin konkurssihakemuksen jälkeen tilanteen voidaan olettaa pahentuvan. Yhtiön kassavirta oli Q1:n osalta kohtalainan vapautuneen käyttöpääoman ansiosta, mutta rahoituskriisiä se ei poistanut. Tecnotree oli saavuttanut hyvän käänteen liiketoiminnassaan, mutta omistajien riita uhkaa nyt romuttaa käänteen. Jos yhtiön liiketoiminta sulaa alta, sulaa myös Tecnotreen liiketoiminnassa ja sen käännteessä piilevä arvo pois. Nykyisessä tilanteessa on mielestämme epärealistista odottaa, että Tecnotreen liiketoiminta lähtisi nousuun ja tilanne ratkeaisi sitä kautta omistajien eduksi.

### Tecnotree tarvitsee edelleen rahoituksen

Aiemman arviomme mukaan Tecnotree olisi tarvinnut yli 10 MEUR:n pääomaruiskeen oman pääoman ehtoisena rahoituksena selvittää nykyisestä kassakriisistä. Nykyisen kriisin myötä rahoituksen hankkiminen käy yhtiölle entistä vaikeammaksi. Tecnotreen on samaan aikaan suoriuduttava tulevista saneerausohjelman mukaisista velkojen lyhennyksistä, koska maksuvelvoitteiden viivästyessä on Viking ajamassa yhtiötä välittömästi konkurssiin. Sijoittajan tuottopotentialiaali yhtiön nykyisessä tilanteessa on parhaassakin skenaariossa heikko, mutta huonossa skenaariossa emme voi sulkea pois koko pääoman tuhoutumisen riskiä.

### Analyytikko

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



### Suositus

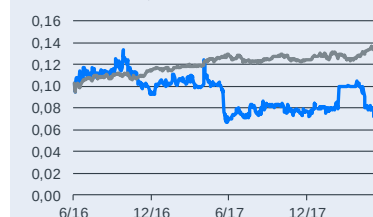
Myy



Edellinen: Myy

Tavoitehintaa 0,02 EUR

Edellinen: 0,07



Lähde: Reuters

Eilisen päätös 0,06 EUR

12 kk vaihteluväli 0,063-0,133 EUR

Potentiaali -66,7 %

### Ohjeistus

Epävarmuuden jatkumisen takia yhtiö ei pysty arvioimaan liikevaihtoa ja liike-tulosta 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        | %            | 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          | -1,1        | -2,5 %       | -1,7                         | -0,05  | 0,00    | 0,7         | -468,2                   | -42,6 | -1,4    | 0,0 %   |
| 2019e                   | 40          | 1,2         | 3,0 %        | 0,1                          | 0,00   | 0,00    | 0,7         | 20,7                     | 24,6  | 586,8   | 0,0 %   |
| 2020e                   | 40          | 1,2         | 3,0 %        | 0,0                          | 0,00   | 0,00    | 0,8         | 25,1                     | 25,6  | -1162,0 | 0,0 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 7            | OPO / osake 2018e, EUR       |        |         | -0,10       | CAGR EPS, 2017-2020, %   |       |         | -93 %   |
| Nettovelka 2018e, MEUR  |             |             | 21           | P/B 2018e                    |        |         | -0,6        | CAGR kasvu, 2017-2020, % |       |         | -10 %   |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 28           | Nettovelkaisuusaste 2018e, % |        |         | -173,6 %    | ROE 2018e, %             |       |         | 65 %    |
| Taseen koko 2018e, MEUR |             |             | 20           | Omavaraisuusaste 2018e, %    |        |         | -59,7 %     | ROCE 2018e, %            |       |         | -7,3 %  |

## Ennustemuutokset

### Laskimme ennusteita

Olemme laskeneet ennusteitamme merkittävästi johtuen yhtiön epävarmasta tilanteesta, mikä vaikuttaa arviomme mukaan kahden pääasiakkaan tilauksiin.

| Ennustemuutokset            | 2018e | 2018e | Muutos  | 2019e | 2019e | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %       | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 50    | 42    | -17 %   | 50    | 40    | -21 %  | 51    | 40    | -22 %  |
| Käyttökate                  | 7,6   | -0,5  | -106 %  | 5,2   | 1,4   | -73 %  | 5,1   | 1,2   | -76 %  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 7,4   | -0,7  | -109 %  | 5,0   | 1,2   | -76 %  | 5,1   | 1,2   | -77 %  |
| Liikevoitto                 | 7,0   | -1,1  | -115 %  | 5,0   | 1,2   | -76 %  | 5,1   | 1,2   | -77 %  |
| Tulos ennen veroja          | 5,4   | -1,7  | -131 %  | 3,7   | 0,1   | -98 %  | 3,8   | 0,0   | -101 % |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,00  | -0,04 | -1081 % | 0,01  | 0,00  | -98 %  | 0,01  | 0,00  | -101 % |
| Osakekohtainen osinko       | 0,00  | 0,00  |         | 0,00  | 0,00  |        | 0,00  | 0,00  |        |

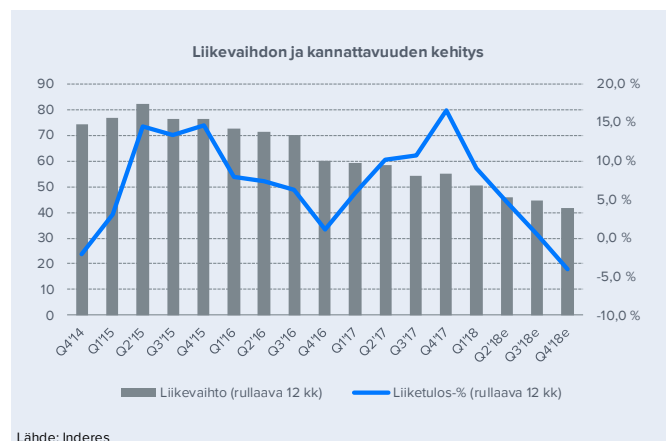
Lähde: Inderes

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2016         | Q1'17        | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17        | 2017         | Q1'18        | Q2'18e       | Q3'18e       | 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>10,5</b>  | <b>11,0</b>  | <b>12,5</b> | <b>41,6</b>  | <b>39,5</b> | <b>39,5</b> |
| <i>Eurooppa ja Amerikka</i>        |              | 4,5          | 6,8         | 4,7         | 8,2          | 24,1         | 2,8          | 5,0          | 5,0          | 6,0         | 18,8         | 17,9        | 17,9        |
| <i>MEA ja APAC</i>                 |              | 7,7          | 8,5         | 7,6         | 7,2          | 30,9         | 4,8          | 5,5          | 6,0          | 6,5         | 22,8         | 21,7        | 21,7        |
| <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>0,6</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>1,5</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,2</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -0,9         | -0,2         | -0,2        | -0,2        | -16,9        | -17,5        | -0,2         | -0,2         | -0,2         | -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>0,7</b>   | <b>-0,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,2</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>0,5</b>   | <b>-0,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>-1,1</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,2</b>  |
| <i>Group (EBIT)</i>                | <i>-10,1</i> | <i>-0,2</i>  | <i>3,1</i>  | <i>1,4</i>  | <i>-12,3</i> | <i>-7,9</i>  | <i>-2,4</i>  | <i>0,5</i>   | <i>-0,5</i>  | <i>1,4</i>  | <i>-1,1</i>  | <i>1,2</i>  | <i>1,2</i>  |
| Nettorahoituskulut                 | 4,5          | -1,1         | -0,8        | -0,2        | -0,4         | -2,5         | 0,6          | -0,4         | -0,4         | -0,4        | -0,6         | -1,1        | -1,2        |
| <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>0,0</b>   | <b>-0,9</b>  | <b>1,0</b>  | <b>-1,7</b>  | <b>0,1</b>  | <b>0,0</b>  |
| Verot                              | -0,6         | -0,9         | -1,5        | -1,1        | -1,5         | -5,0         | -1,0         | -0,9         | -1,0         | -1,3        | -4,2         | -0,1        | 0,0         |
| 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>-0,9</b>  | <b>-1,8</b>  | <b>-0,3</b> | <b>-5,8</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</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>-0,01</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,00</b> | <b>-0,04</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>-0,01</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,00</b> | <b>-0,05</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |

| Tunnusluvut                          | 2016    | Q1'17    | Q2'17   | Q3'17   | Q4'17   | 2017    | Q1'18     | Q2'18e  | Q3'18e   | Q4'18e  | 2018e    | 2019e    | 2020e |
|--------------------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------|---------|----------|----------|-------|
| <i>Liikevaihdon kasvu-%</i>          | -21,4 % | -6,9 %   | -6,2 %  | -24,1 % | 5,3 %   | -8,4 %  | -37,2 %   | -30,9 % | -10,6 %  | -19,3 % | -24,5 %  | -5,0 %   | 0,0 % |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | -90,0 % | -104,3 % | 252,9 % | -9,1 %  | 477,9 % | 712,5 % | -2310,0 % | -81,9 % | -128,1 % | -69,7 % | -106,8 % | -279,6 % | 0,0 % |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | -15,3 % | 0,0 %    | 21,7 %  | 13,0 %  | 30,0 %  | 17,3 %  | -29,7 %   | 5,7 %   | -2,7 %   | 12,0 %  | -1,1 %   | 3,6 %    | 3,1 % |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 2,0 %   | 0,8 %    | 23,7 %  | 13,0 %  | 28,7 %  | 17,7 %  | -29,1 %   | 6,2 %   | -4,1 %   | 10,8 %  | -1,6 %   | 3,0 %    | 3,0 % |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | -10,5 % | -18,2 %  | 5,3 %   | 0,8 %   | -91,4 % | -28,1 % | -37,0 %   | -8,5 %  | -16,7 %  | -2,4 %  | -14,1 %  | 0,0 %    | 0,0 % |

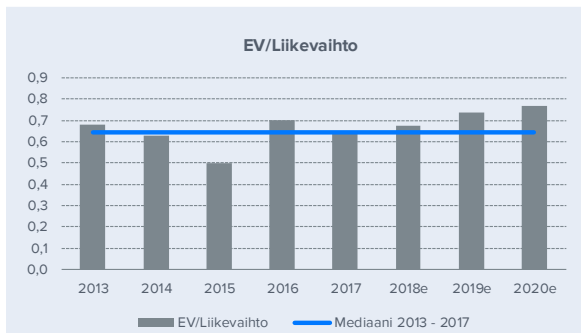
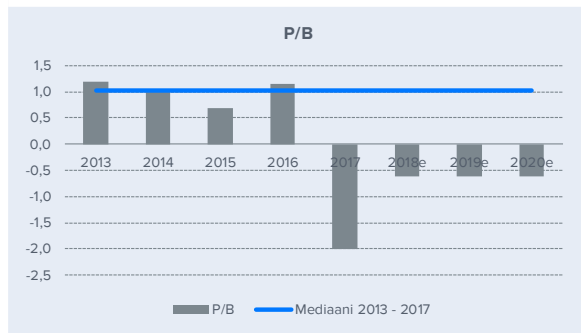
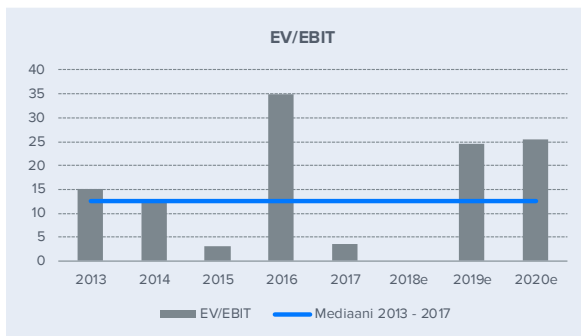
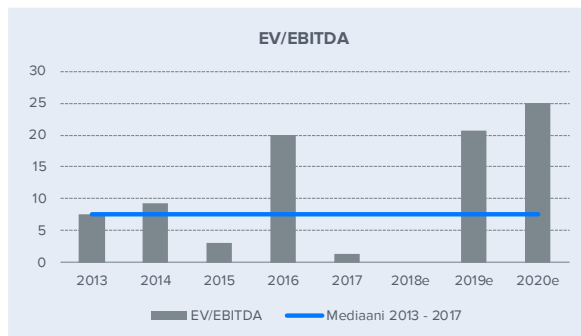
Lähde: Inderes



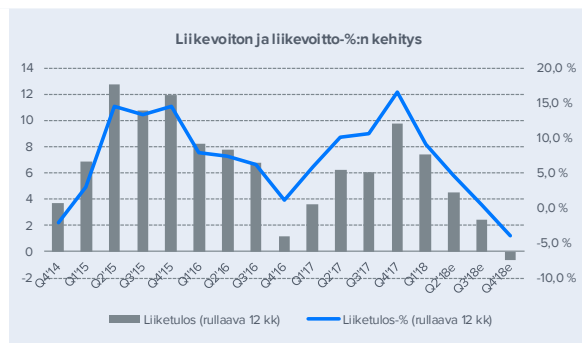
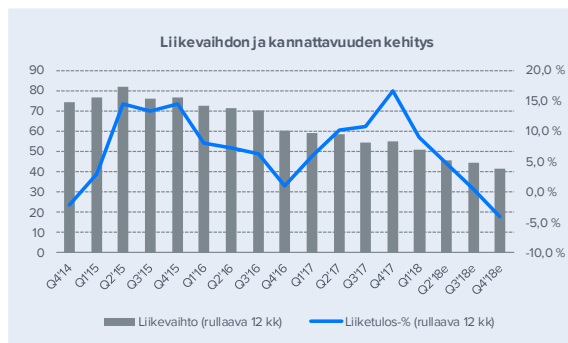
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e | 2020e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi      | 0,21  | 0,14  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,06  | 0,06  | 0,06  |
| Markkina-arvo    | 26    | 17    | 12    | 12    | 12    | 7     | 7     | 7     |
| Yritysarvo (EV)  | 50    | 46    | 38    | 42    | 35    | 28    | 29    | 30    |
| P/E (oik.)       | neg.  | neg.  | 22,7  | neg.  | 5,1   | neg.  | 586,8 | neg.  |
| P/E              | neg.  | neg.  | 51,1  | neg.  | neg.  | neg.  | 586,8 | neg.  |
| P/Kassavirta     | 154,0 | -3,6  | 2,2   | -4,5  | 1,2   | 2,6   | -39,3 | -26,9 |
| P/B              | 1,2   | 1,0   | 0,7   | 1,1   | -2,0  | -0,6  | -0,6  | -0,6  |
| 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   | 0,7   | 0,7   | 0,8   |
| EV/EBITDA        | 7,6   | 9,3   | 3,0   | 20,0  | 1,3   | neg.  | 20,7  | 25,1  |
| EV/EBIT          | 15,2  | 12,6  | 3,2   | 35,0  | 3,6   | neg.  | 24,6  | 25,6  |
| 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)

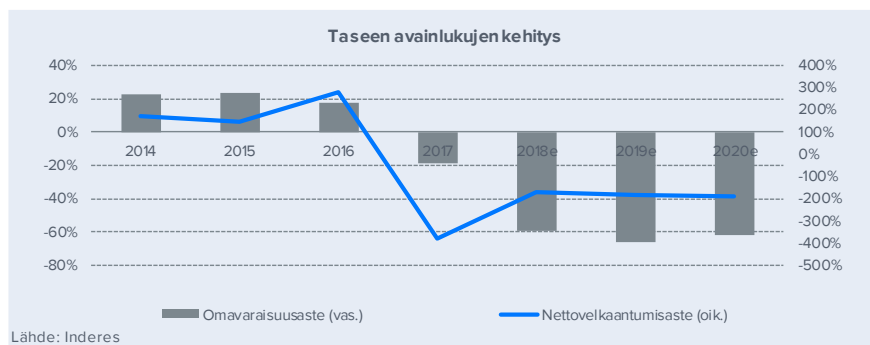


## Tase ja kassavirtalaskelma

### 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>16</b> |
| Varastot                       | 1         | 1         | 0         | 0         | 0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Myyntisaamiset                 | 44        | 33        | 25        | 15        | 14        |
| Likvidit varat                 | 6         | 3         | 2         | 1         | 2         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>75</b> | <b>60</b> | <b>32</b> | <b>20</b> | <b>18</b> |

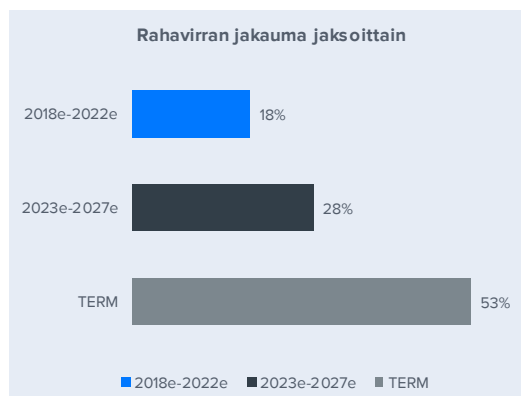
| Vastattavaa (MEUR)             | 2015      | 2016      | 2017      | 2018e      | 2019e      |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>18</b> | <b>11</b> | <b>-6</b> | <b>-12</b> | <b>-12</b> |
| Osakepääoma                    | 5         | 5         | 5         | 5          | 5          |
| Kertyneet voittovarot          | -2        | -8        | -25       | -30        | -30        |
| Omat osakkeet                  | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Muu oma pääoma                 | 15        | 14        | 14        | 14         | 14         |
| Vähemmistöosuus                | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>2</b>  | <b>33</b> | <b>24</b> | <b>19</b>  | <b>21</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Varaukset                      | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1         | 33        | 24        | 19         | 21         |
| 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>13</b>  | <b>9</b>   |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 32        | 0         | 1         | 2          | 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>18</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>-1,1</b> | <b>1,2</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,2</b>  | <b>4,8</b>  | <b>4,9</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>4,5</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         | -4,1        | -0,1        | 0,0         | 0,3         | -1,4        | -1,3        | -1,0        | -1,1        | -1,0        | -0,8        |      |
| - verot rahoituskuluista                       | -0,6         | -0,2        | -0,3        | -0,3        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,5        | -0,4        | -0,3        | -0,3        |      |
| + verot rahoitusluotoista                      | 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         | -2,9        | -0,4        | 0,0         | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        |      |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>8,7</b>   | <b>3,7</b>  | <b>-1,8</b> | <b>0,5</b>  | <b>1,2</b>  | <b>3,0</b>  | <b>3,2</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        | 1,0         |      |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>9,9</b>   | <b>2,9</b>  | <b>-0,2</b> | <b>-0,3</b> | <b>0,5</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,9</b>  | <b>3,0</b>  | <b>3,3</b>  | <b>4,5</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          | 2,9         | -0,2        | -0,3        | 0,5         | 2,3         | 2,5         | 2,9         | 3,0         | 3,3         | 4,5         | 38,8 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   | 2,7          | -0,2        | -0,2        | 0,3         | 1,3         | 1,2         | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,3         | 11,2 |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>21,1</b>  | <b>18,4</b> | <b>18,6</b> | <b>18,7</b> | <b>18,5</b> | <b>17,2</b> | <b>16,0</b> | <b>14,7</b> | <b>13,6</b> | <b>12,5</b> | <b>11,2</b> |      |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>21,1</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Korolliset velat                             |              | -25,4       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| + Rahavarat                                    |              | 2,3         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| -Vähemmistöosuus                               |              | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| -Osinko/pääomapalautus                         |              | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   | <b>-2,1</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         | <b>-0,02</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 25,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 40,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 8,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,50   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,80 % |
| Likviditeettipremio                 | 9,00 % |
| Riskiton 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  | 41,6  | 39,5  |
| EBITDA                | 12,5 | -9,2  | 9,6   | -0,5  | 1,4   |
| EBITDA-marginaali (%) | 16,4 | -15,3 | 17,3  | -1,1  | 3,6   |
| EBIT                  | 11,7 | -10,1 | -7,9  | -1,1  | 1,2   |
| Voitto ennen veroja   | 7,8  | -5,7  | -10,5 | -1,7  | 0,1   |
| Nettovoitto           | 0,2  | -6,3  | -15,5 | -5,8  | 0,0   |
| Kertaluontoiset erät  | -0,3 | -11,3 | -17,7 | -0,4  | 0,0   |

| Tase              | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 74,6 | 59,8 | 31,8 | 20,0  | 18,1  |
| Oma pääoma        | 17,8 | 10,7 | -6,1 | -11,9 | -11,9 |
| Liikearvo         | 17,5 | 17,6 | 0,0  | 0,0   | 0,0   |
| Korolliset velat  | 32,3 | 33,2 | 25,4 | 21,6  | 23,3  |

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

| 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. Tecnotreeella on vahva jalansija erityisesti kehittyvillä markkinoilla. |

| Osakekohtaiset luvut         | 2015 | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e |
|------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS                          | 0,00 | -0,05 | -0,13 | -0,05 | 0,00  |
| EPS oikaistu                 | 0,00 | 0,00  | 0,02  | -0,04 | 0,00  |
| Operat. kassavirta per osake | 0,06 | -0,01 | 0,07  | 0,03  | -0,01 |
| Tasearvo per osake           | 0,15 | 0,09  | -0,05 | -0,10 | -0,10 |
| 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.  | 782,4 |
| 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  | 2,7   | neg.  |
| EV/Liikevaihto | 0,5  | 0,7  | 0,6  | 0,7   | 0,8   |
| EV/EBITDA      | 3,0  | neg. | 3,7  | neg.  | 22,5  |
| EV/EBIT        | 3,3  | neg. | neg. | neg.  | 26,6  |

| 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 %        |

## Suosittelushistoria, viimeiset 12 kk

| 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 €      |

## 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 sijoituspäätöstensä 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 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 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/>