

## Ostotarjous on hyvä päätös vaikealle taipaleelle

Tecnotree kertoi tänään Viking Acquisitionsin tekevän yhtiöstä käteistarjouksen hintaan 0,10 euroa osakkeelta, mikä vastaa 26,6 %:n preemiota edelliseen päätöskurssiin. Vaikka ostotarjous ei tarjoa merkittävää preemiota Tecnotreen osakekurssiin, tarjoaa se omistajille mielestämme hyvän ulospääsyn yhtiön vaikeasta tilanteesta. Ostotarjouksesta johtuen emme anna osakkeelle enää suositusta (aik. vähennä) ja tavoitehintamme on ostotarjouksen mukainen 0,10 euroa (aik. 0,07 EUR). Omistajien kannattaa hyväksyä käteistarjous nyt, kun kohtalainen ratkaisu yhtiön pitkään jatkuneeseen epävarmaan tilanteeseen viimein löytyi.

### Omistajien vaihtoehtona olisi ollut rahoittaa yhtiötä merkittävästi

Aiemman arviomme mukaan Tecnotree olisi tarvinnut yli 10 MEUR:n pääomaruiskeen oman pääoman ehtoisena rahoituksena selvittää nykyisestä kassakriisistä. Omistajien olisi siis pitänyt käytännössä laittaa yhtiöön sen markkina-arvon verran lisää pääomaa erittäin korkealla riskillä, sillä Tecnotreen käänteen kestävyys oli vielä epävarma ja liiketoiminta käytännössä täysin kahden asiakkaan varassa. Omistajien kannalta on parempi ottaa nyt tarjolla oleva käteistarjous, kuin lähteä rahoittamaan yhtiötä lisää erittäin korkealla riskillä tai dilutoitua merkittävästi rahoitusjärjestelyssä.

### Ostotarjouksen läpimeno näyttää selkeältä

Uskomme, että yhtiön hallituksessa on käännetty kaikki mahdolliset kivet yhtiön rahoittajan tai teollisen ostajan löytämiseksi. Siten kilpaileva ostotarjous on erittäin epätodennäköinen. Yhtiön hallitus suosittelee tarjouksen hyväksymistä yksimielisesti ja 41,45 % omistajista on jo antanut peruuttamattoman hyväksynnän, joten tarjouksen läpimeno näyttää todennäköiseltä. Yhtiön hajautuneen osakaskunnan myötä 90 %:n lunastusrajan saavuttaminen voi kuitenkin viedä hetken.

### Teollinen ostaja oli jo pitkään tiedostettu vaihtoehto

Yksi tiedostettu vaihtoehto Tecnotreelle on ollut jo muutaman vuoden ajan yhtiön myyminen. Tecnotreen viime vuoden aikana selvästi parantunut kannattavuuskehitys antoi todennäköisesti viimein edellytykset siihen, että ostaja saatiin kiinnostumaan. Yhtiön ostaja Vikingilla on laaja kokemus kansainvälisten ohjelmistoyhtiöiden ostamisesta, vakauttamisesta ja kasvattamisesta, joten ostaja vaikuttaa ainakin paperilla Tecnotreelle loogiselta kodilta.

### Korkeampaa arvostustasoa olisi vaikea vaatia

Kauppahinta vastaa noin 35 MEUR:n velatonta arvoa ja 12 MEUR:n markkina-arvoa Tecnotreelle. Tämä vastaa noin 0,65x EV/Liikevaihto ja 4x EV/EBIT -kertoimia yhtiön vuoden 2017 luvuista laskettuna. Arvostuskertoimet ovat matalia, mutta yhtiön vaikean rahoitustilanteen sekä korkean asiakasriippuvuuden takia on parempaa tasoa vaikea vaatia. Kyseiset arvostuskertoimet antavat lisäksi hieman todellista alhaisemman kuvan arvostuksesta, sillä tulosta merkittävästi rasittava lähdeverojen kuluerä (noin 5 MEUR vuodessa) kiertää liikevoiton alapuolelta.

## Analyttikko

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



## Suositus

### EI SUOSITUSTA

Edellinen: Vähennä

**Tavoitehintaa 0,10 EUR**

Edellinen: 0,07



Lähde: Bloomberg

**Ei ilisen päätös 0,10 EUR**

**12 kk vaihteluväli 0,063-0,133 EUR**

**Potentiaali 0,0 %**

## Ohjeistus

Yhtiö arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2018 on samalla tasolla kuin vuonna 2017 ja että operatiivinen kannattavuus (liiketulos) on parempi kuin vuoden 2017 oikaistu liiketulos. Vuonna 2017 yhtiön liikevaihto oli 55,1 miljoonaa euroa ja oikaistu liiketulos 9,8 miljoonaa euroa.

## Avainluvut

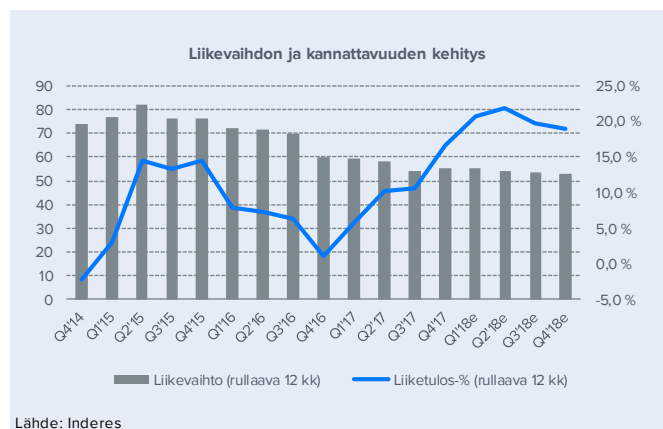
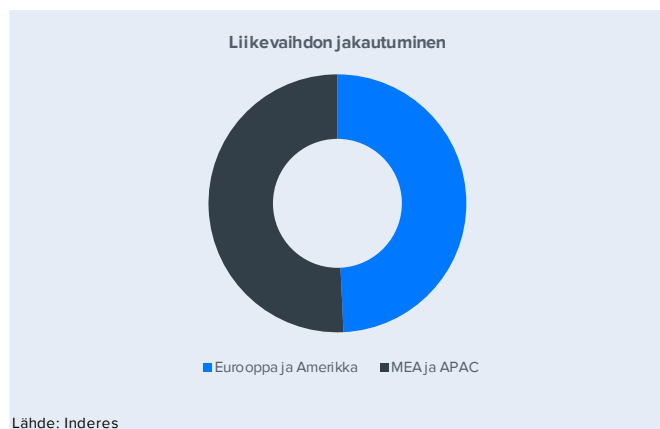
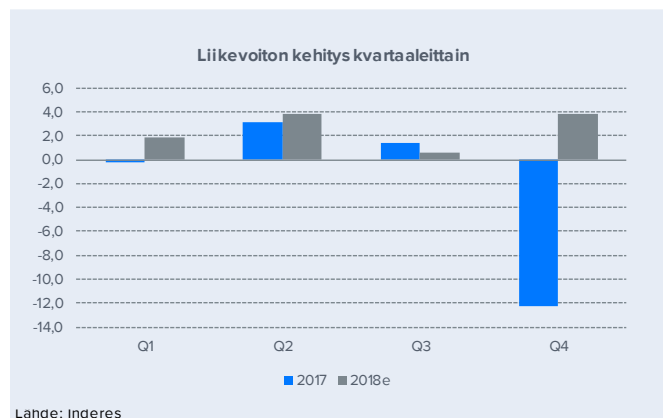
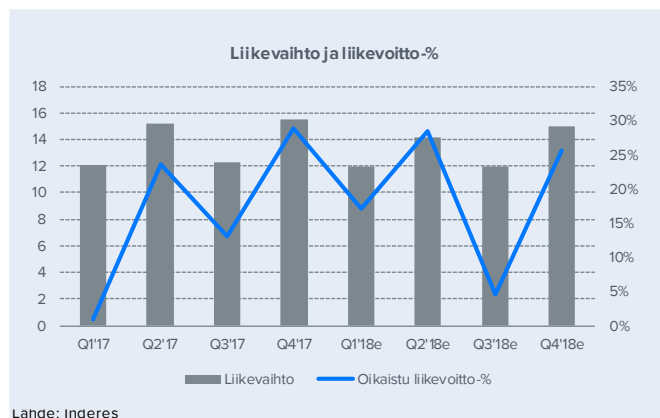
|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/                      | EV/  | P/E   | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------------------------|------|-------|---------|
|                         | 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         | 1,2                      | 3,3  | 3,6   | 0,0 %   |
| 2018e                   | 53          | 10,1        | 19,0 %       | 8,5                          | 0,02   | 0,00    | 0,7         | 3,1                      | 3,3  | 3,6   | 0,0 %   |
| 2019e                   | 53          | 8,0         | 15,0 %       | 6,8                          | 0,01   | 0,00    | 0,6         | 3,9                      | 4,0  | 7,9   | 0,0 %   |
| 2020e                   | 54          | 7,5         | 14,0 %       | 6,4                          | 0,02   | 0,00    | 0,6         | 4,2                      | 4,2  | 5,3   | 0,0 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 12           | OPO / osake 2018e, EUR       |        |         | -0,03       | CAGR EPS, 2017-2020, %   |      |       | -153 %  |
| Nettovelka 2018e, MEUR  |             |             | 22           | P/B 2018e                    |        |         | -3,9        | CAGR kasvu, 2017-2020, % |      |       | -1 %    |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 35           | Nettovelkaisuusaste 2018e, % |        |         | -712,7 %    | ROE 2018e, %             |      |       | -64 %   |
| Taseen koko 2018e, MEUR |             |             | 31           | Omavaraisuusaste 2018e, %    |        |         | -10,0 %     | ROCE 2018e, %            |      |       | 49,0 %  |

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2016         | Q1'17        | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17        | 2017         | Q1'18e      | 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>12,0</b> | <b>14,2</b> | <b>12,0</b>  | <b>15,0</b> | <b>53,2</b> | <b>53,2</b> | <b>53,7</b> |
| <i>Eurooppa ja Amerikka</i>        |              | 4,5          | 6,8         | 4,7         | 8,2          | 24,1         | 5,5         | 7,2         | 5,5          | 8,0         | 26,2        | 26,2        | 26,5        |
| <i>MEA ja APAC</i>                 |              | 7,7          | 8,5         | 7,6         | 7,2          | 30,9         | 6,5         | 7,0         | 6,5          | 7,0         | 27,0        | 27,0        | 27,3        |
| <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>2,0</b>  | <b>4,0</b>  | <b>0,7</b>   | <b>4,0</b>  | <b>10,7</b> | <b>8,2</b>  | <b>7,5</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>2,1</b>  | <b>4,1</b>  | <b>0,6</b>   | <b>3,9</b>  | <b>10,5</b> | <b>8,0</b>  | <b>7,5</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>1,9</b>  | <b>3,9</b>  | <b>0,6</b>   | <b>3,9</b>  | <b>10,1</b> | <b>8,0</b>  | <b>7,5</b>  |
| <i>Group (EBIT)</i>                | -10,1        | -0,2         | 3,1         | 1,4         | -12,3        | -7,9         | 1,9         | 3,9         | 0,6          | 3,9         | 10,1        | 8,0         | 7,5         |
| Nettorahoituskulut                 | 4,5          | -1,1         | -0,8        | -0,2        | -0,4         | -2,5         | -0,4        | -0,4        | -0,4         | -0,4        | -1,6        | -1,2        | -1,1        |
| <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>1,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>0,2</b>   | <b>3,5</b>  | <b>8,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,4</b>  |
| Verot                              | -0,6         | -0,9         | -1,5        | -1,1        | -1,5         | -5,0         | -1,7        | -1,3        | -1,1         | -1,5        | -5,5        | -5,2        | -4,1        |
| 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>-0,2</b> | <b>2,2</b>  | <b>-0,9</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,0</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,3</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>0,00</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,02</b> | <b>0,03</b> | <b>0,01</b> | <b>0,02</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>0,00</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,02</b> | <b>0,02</b> | <b>0,01</b> | <b>0,02</b> |

| Tunnusluvut                          | 2016    | Q1'17    | Q2'17   | Q3'17   | Q4'17   | 2017    | Q1'18e   | 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 %  | -0,8 %   | -6,6 % | -2,4 %  | -3,1 %  | -3,4 % | 0,0 %   | 1,0 %  |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | -90,0 % | -104,3 % | 252,9 % | -9,1 %  | 477,9 % | 712,5 % | 1950,0 % | 12,5 % | -65,6 % | -13,5 % | 7,7 %  | -24,0 % | -5,7 % |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | -15,3 % | 0,0 %    | 21,7 %  | 13,0 %  | 30,0 %  | 17,3 %  | 16,7 %   | 28,2 % | 5,8 %   | 26,7 %  | 20,1 % | 15,4 %  | 14,0 % |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 2,0 %   | 0,8 %    | 23,7 %  | 13,0 %  | 28,7 %  | 17,7 %  | 17,1 %   | 28,5 % | 4,6 %   | 25,7 %  | 19,7 % | 15,0 %  | 14,0 % |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | -10,5 % | -18,2 %  | 5,3 %   | 0,8 %   | -91,4 % | -28,1 % | -1,9 %   | 15,3 % | -7,8 %  | 13,0 %  | 5,6 %  | 2,9 %   | 4,3 %  |

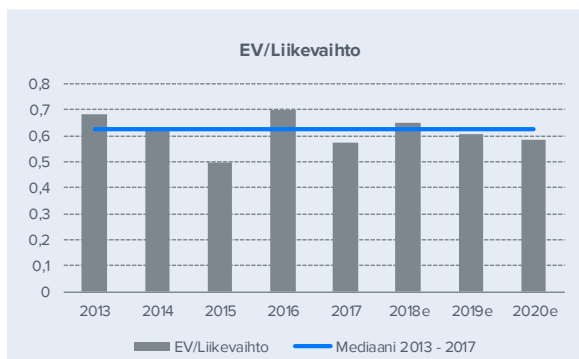
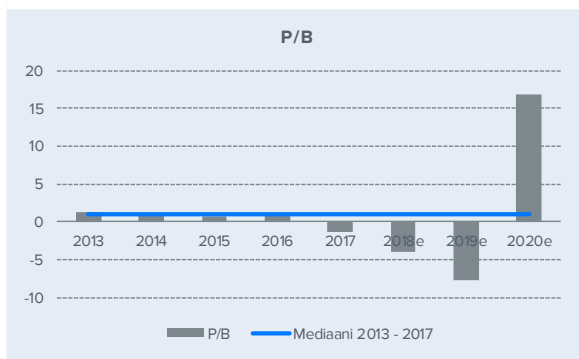
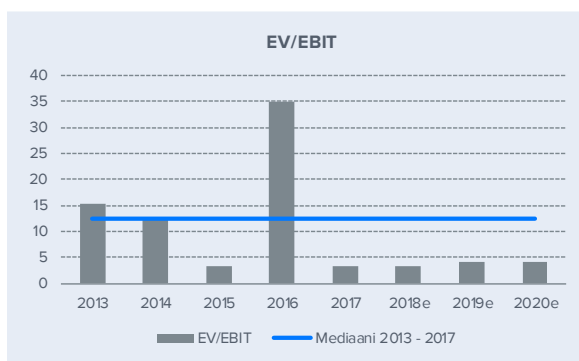
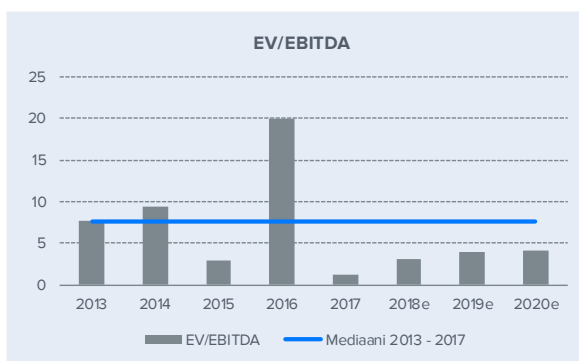
Lähde: Inderes



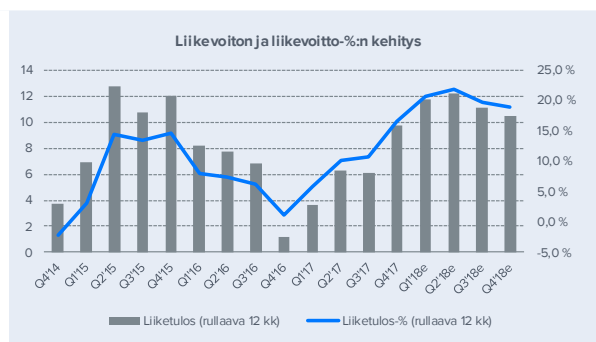
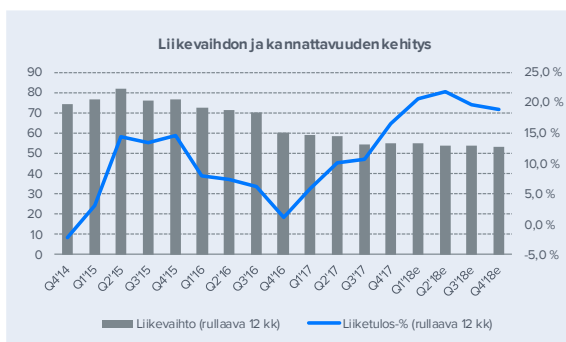
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e | 2020e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi      | 0,21  | 0,14  | 0,10  | 0,10  | 0,07  | 0,10  | 0,10  | 0,10  |
| Markkina-arvo    | 26    | 17    | 12    | 12    | 9     | 12    | 12    | 12    |
| Yritysarvo (EV)  | 50    | 46    | 38    | 42    | 32    | 35    | 32    | 31    |
| P/E (oik.)       | neg.  | neg.  | 22,7  | neg.  | 3,6   | 3,6   | 7,9   | 5,3   |
| P/E              | neg.  | neg.  | 51,1  | neg.  | neg.  | 4,1   | 7,9   | 5,3   |
| P/Kassavirta     | 154,0 | -3,6  | 2,2   | -4,5  | 0,9   | 6,2   | 3,8   | 7,4   |
| P/B              | 1,2   | 1,0   | 0,7   | 1,1   | -1,4  | -3,9  | -7,8  | 16,8  |
| 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   | 0,6   | 0,6   |
| EV/EBITDA        | 7,6   | 9,3   | 3,0   | 20,0  | 1,2   | 3,1   | 3,9   | 4,2   |
| EV/EBIT          | 15,2  | 12,6  | 3,2   | 35,0  | 3,3   | 3,3   | 4,0   | 4,2   |
| 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 (rollaava 12 kk)

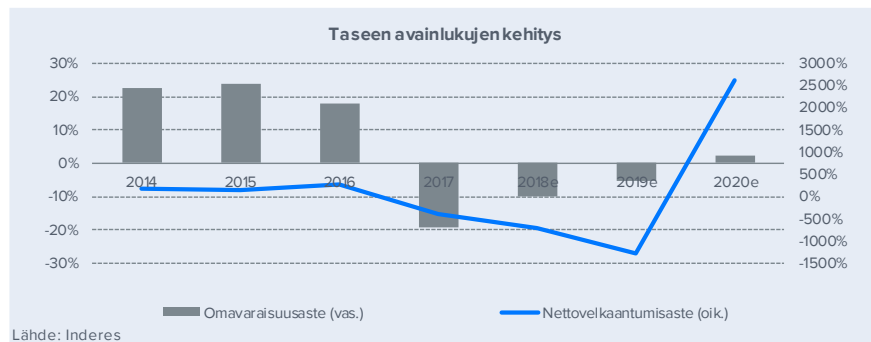


## Tase ja kassavirtalaskelma

### 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>28</b> | <b>28</b> |
| Varastot                       | 1         | 1         | 0         | 1         | 1         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Myyntisaamiset                 | 44        | 33        | 25        | 24        | 25        |
| Likvidit varat                 | 6         | 3         | 2         | 3         | 3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>75</b> | <b>60</b> | <b>32</b> | <b>31</b> | <b>30</b> |

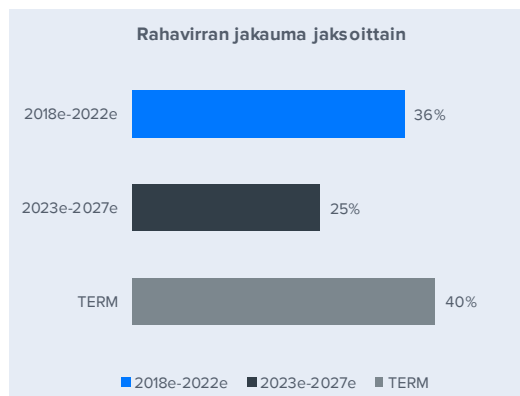
| Vastattavaa (MEUR)             | 2015      | 2016      | 2017      | 2018e     | 2019e     |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>18</b> | <b>11</b> | <b>-6</b> | <b>-3</b> | <b>-2</b> |
| Osakepääoma                    | 5         | 5         | 5         | 5         | 5         |
| Kertyneet voittovarot          | -2        | -8        | -25       | -22       | -20       |
| 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>23</b> | <b>20</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Varaukset                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1         | 33        | 24        | 23        | 20        |
| 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>11</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 32        | 0         | 1         | 3         | 2         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 23        | 16        | 13        | 10        | 9         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>75</b> | <b>60</b> | <b>32</b> | <b>31</b> | <b>30</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>10,1</b> | <b>8,0</b>  | <b>7,5</b>  | <b>7,1</b>  | <b>6,7</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,2</b> |      |
| + Kokonaispoistot                              | 17,5        | 0,6         | 0,2         | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3        |      |
| - Maksutut verot                               | -5,0        | -5,5        | -5,2        | -4,1        | -3,1        | -2,4        | -1,8        | -1,4        | -1,5        | -1,6        | -1,7       |      |
| - verot rahoituskuluista                       | -0,6        | -0,4        | -0,3        | -0,3        | -0,4        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,2        | -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         | -2,0        | -1,1        | -0,7        | -0,3        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4       |      |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>8,7</b>  | <b>2,8</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,5</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,9</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,3</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        | -0,2       |      |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>9,9</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,3</b>  | <b>1,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,1</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         | 2,0         | 3,3         | 1,7         | 2,7         | 3,1         | 2,7         | 3,2         | 3,3         | 3,5         | 4,1        | 35,1 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |             | 1,8         | 2,6         | 1,2         | 1,6         | 1,6         | 1,3         | 1,3         | 1,2         | 1,1         | 1,1        | 9,8  |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>24,6</b> | <b>22,8</b> | <b>20,3</b> | <b>19,1</b> | <b>17,5</b> | <b>15,8</b> | <b>14,6</b> | <b>13,2</b> | <b>12,0</b> | <b>10,9</b> | <b>9,8</b> |      |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>24,6</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |      |
| - Korolliset velat                             |             | -25,4       |             |             |             |             |             |             |             |             |            |      |
| + Rahavarat                                    |             | 2,3         |             |             |             |             |             |             |             |             |            |      |
| -Vähemmistöosuus                               |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |            |      |
| -Osinko/pääomapalautus                         |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |            |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |             | <b>1,5</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |            |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |             | <b>0,01</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  | 53,2  | 53,2  |
| EBITDA                | 12,5 | -9,2  | 9,6   | 10,7  | 8,2   |
| EBITDA-marginaali (%) | 16,4 | -15,3 | 17,3  | 20,1  | 15,4  |
| EBIT                  | 11,7 | -10,1 | -7,9  | 10,1  | 8,0   |
| Voitto ennen veroja   | 7,8  | -5,7  | -10,5 | 8,5   | 6,8   |
| Nettovoitto           | 0,2  | -6,3  | -15,5 | 3,0   | 1,6   |
| 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 | 31,5  | 30,1  |
| Oma pääoma        | 17,8 | 10,7 | -6,1 | -3,1  | -1,6  |
| Liikearvo         | 17,5 | 17,6 | 0,0  | 0,0   | 0,0   |
| Korolliset velat  | 32,3 | 33,2 | 25,4 | 25,0  | 22,7  |

| Kassavirta                | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EBITDA                    | 12,5 | -9,2 | 9,6  | 10,7  | 8,2   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 6,1  | 3,7  | 4,7  | -2,0  | -1,1  |
| Operatiivinen kassavirta  | 6,9  | -1,3 | 8,7  | 2,8   | 1,6   |
| Vapaa kassavirta          | 5,6  | -2,7 | 9,9  | 2,0   | 3,3   |

| Yhtiökuvaus  |
|--|
| Tecnotree on kansainvälinen teleoperaattoreiden it-ratkaisujen toimittaja, joka tarjoaa tuotteita ja palveluita veloitukseen, laskutukseen, asiakaspalveluun ja asiakkaiden hallintaan 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 | 0,02  | 0,01  |
| EPS oikaistu                 | 0,00 | 0,00  | 0,02  | 0,03  | 0,01  |
| Operat. kassavirta per osake | 0,06 | -0,01 | 0,07  | 0,02  | 0,01  |
| Tasearvo per osake           | 0,15 | 0,09  | -0,05 | -0,03 | -0,01 |
| 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. | 4,1   | 7,9   |
| 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. | 1,0  | 4,4   | 7,6   |
| EV/Liikevaihto | 0,5  | 0,7  | 0,6  | 0,7   | 0,6   |
| EV/EBITDA      | 3,0  | neg. | 3,3  | 3,2   | 3,9   |
| EV/EBIT        | 3,3  | neg. | neg. | 3,4   | 4,0   |

| Suurimmat omistajat              | %-osakkeista |
|----------------------------------|--------------|
| Hammaren Lars-Olof               | 7,2 %        |
| Wilenius Markku                  | 5,8 %        |
| The Orange Company               | 4,9 %        |
| Mandatun 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 €      |

## 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 nousuvara 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 ylittävää 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/>