

# Boreo

## Laaja raportti

23.5.2024 22:50



**Petri Gostowski**  
+358 40 821 5982  
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tähtäimessä paluu tuloskasvu-uralle

Boreon arvonluonti pohjautuu sen omistamien liiketoimintojen operatiiviseen kehitykseen ja näiden tuottamien kassavirtojen uudelleensijoittamiseen. Lyhyellä tähtäimellä arvonluonti on hidastunut yhtiön päämarkkinoiden talous- ja investointiaktiiviteettia sekä tehtyjen yritysostojen seurauksena kohonnutta velkaantuneisuutta heijastellen. Odotamme tehostustoimenpiteiden ja aikanaan piristyvän kysynnän kääntävän viime aikaisen tulostrendin, mihin suhteutettuna osake on nähdäksemme oikein hinnoiteltu. Siten toistamme 22,0 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.

## Arvonluontia operatiivisen kehityksen ja pääomien uudelleensijoittamisen kautta

Boreo on yhtiö, joka pyrkii luomaan arvoa laadukkaita, ennustettavia ja pääomakeveitä B2B-liiketoimintoja hankkimalla ja pitkäjänteisesti kehittämällä sekä näiden tuottamia kassavirtoja uudelleensijoittamalla. Siten myös yritysjärjestelyt ovat yhtiön ydintoimintaa sen arvonluontimallin mukaisesti. Yritysostostrategia voidaan jakaa päälinjoiltaan kahteen; pienemmissä add-on-järjestelyissä teollisena logiikkana on jo olemassa olevien liiketoimintojen vahvistaminen. Tyypillisesti kooltaan suuremmilla platform-järjestelyillä pyritään puolestaan laajentamaan konsernin kasvualustaa täysin uusia liiketoimintoja hankkimalla. Tätä mukailten platform-järjestelyjen tehtävänä on luoda pohjaa myös tuleville add-on-liikkeille. Nykymuotoisen historiansa aikana Boreo on hankkinut pääomakeveitä liiketoimintoja kohtuullisin arvostuksin. Viime aikoina eritoten toimintaympäristöön liittyvät tekijät ovat painaneet liiketoimintojen tuloskuntoa selvästi. Nämä tekijät ovat jarruttaneet konsernitason sijoitetun pääoman tuottoa (ed. 12kk. 9,3 %), mutta pidemmällä historiallisella tarkastelujaksolla verrattain nuoren nykymuotoisen Boreon arvonluonnin vauhti on ollut ripeämpi. Pidämme liiketoimintojen ja strategian arvonluonnin edellytyksiä pitkällä tähtäimellä hyvinä.

## Kaksi operatiivista liiketoiminta-alueetta, jotka kasvavat pitkässä juoksussa orgaanisesti ja epäorgaanisesti

Operatiivisesti Boreo muodostuu kahdesta liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Elektroniikka ja Tekninen kauppa. Arvioimme näiden toimintojen kohdemarkkinoiden kasvuvauhdin asettuvan pitkässä juoksussa noin talouskasvuvauhdin tasolle, mikä myös suurelta osin määrittelee yhtiön orgaanista kasvupotentiaalia. Arvonluontimallinsa mukaisesti odotamme Boreon jatkavan epäorgaanista kasvua yritysostoin keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä, vaikka lyhyellä tähtäimellä prioriteettillisella kärjessä on velkavun alentaminen.

## Arvostus ei herätä suuria tunteita suuntaan tai toiseen

Boreon ennusteidemme mukaiset (oik.) P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat noin 24x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 10x ja 9x. Nämä arvostuskertoimet ovat mielestämme puhtaasti nykyisille liiketoiminnoille perustellulla tasolla, eikä arvostus siten sisällä odotuksia tulevien järjestelyjen arvonluonnista. Tämänhetkiset pääomien allokoinnin prioriteetit ja nykyinen velkaantuneisuus huomioiden pidämme tätä myös perusteltuna ja siten arvostusta neutraalina. Suhteellisesti osake on hinnoiteltu selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmän nähden, mikä on mielestämme myös perusteltua viime aikaiset arvonluontitahtien erot huomioiden. Siten suhteellisen arvostuksen perusteella osake ei ole mielestämme erityisen väärin hinnoiteltu ja tätä samaa arvostuskuvaa viitoittaa myös kassavirtamallimme. Kaiken kaikkiaan pidämme osakkeen nykyistä tuotto/riski-suhdetta tasapainoisena.

## Suositus

### Vähennä

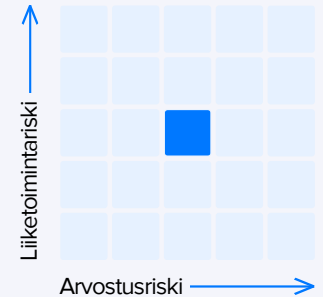
(aik. Vähennä)

**22,00 EUR**

(aik. 22,00 EUR)

### Osakekurssi:

20,20



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	161,3	146,7	150,2	154,0
<b>kasvu-%</b>	1 %	-9 %	2 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	9,5	7,6	9,0	10,3
<b>EBIT-% oik.</b>	5,9 %	5,2 %	6,0 %	6,7 %
<b>Nettotulos</b>	2,6	-0,5	1,7	3,0
<b>EPS (oik.)</b>	1,39	0,84	1,60	2,08
<b>P/E (oik.)</b>	20,6	23,9	12,6	9,7
<b>P/B</b>	1,9	1,2	1,3	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,0	13,9	11,4	9,6
<b>EV/EBITDA</b>	11,3	10,3	8,7	7,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,7	0,7	0,6

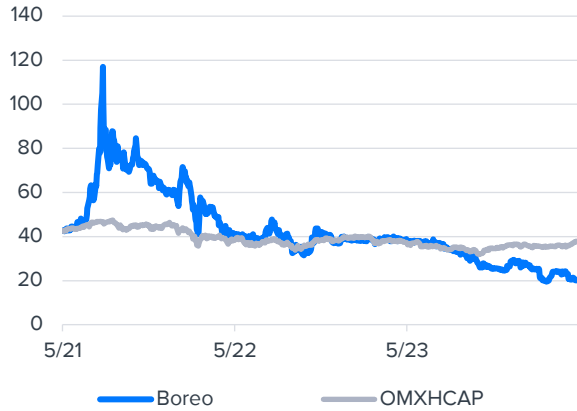
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

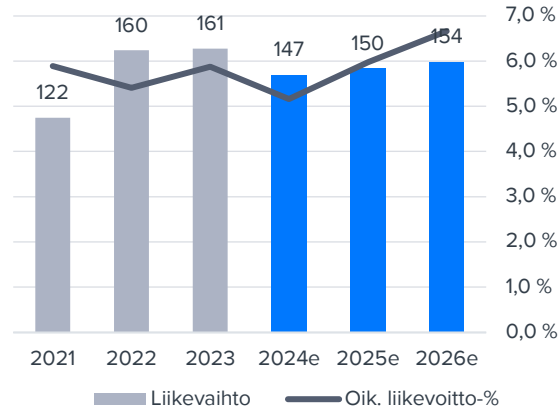
Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

## Osakekurssi



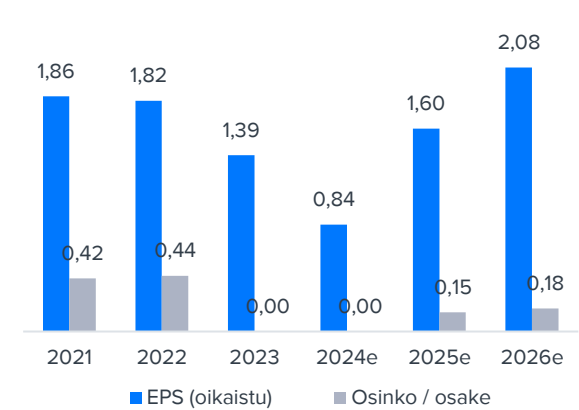
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Liiketoimintaa tukevien ja toiminta-alaa laajentavien yritysostojen toteuttaminen
- Nykyliiketoimintojen tulosparannuspotentiaali ja toteutetut tehostustoimet
- Toiminnan pääomakevää luonne mahdollistaa hyvän pääoman tuoton



### Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkuuden rappeutuminen
- Hinnoitteluvoima on kokonaisuudessaan rajallinen
- Alla olevien liiketoimintojen kysynnän luonne taipuu sykliseksi
- Osakkeen vähäinen likviditeetti

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	20,2	20,2	20,2
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	54	54	54
Yritysarvo (EV)	105	103	98
P/E (oik.)	23,9	12,6	9,7
P/E	neg.	32,2	17,9
P/B	1,2	1,3	1,2
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,3	8,7	7,4
EV/EBIT (oik.)	13,9	11,4	9,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	23,9 %	15,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,7 %	0,9 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-10</b>
Elektroniikka	<b>11-15</b>
Tekninen kauppa	<b>16-20</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>21-24</b>
Sijoitusprofiili	<b>25-27</b>
Taloudellinen tilanne	<b>28-29</b>
Ennusteet	<b>30-34</b>
Arvonmääritys	<b>35-37</b>
Taulukot	<b>38-43</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>44</b>

# Boreo lyhyesti

Boreo on yhtiö, joka hankkii, omistaa ja kehittää pääosin Pohjois-Euroopassa toimivia B2B-liiketoimintoja

## 2019

Liiketoimintamallin ja yleisilmeen muutos

## 153 MEUR

Liikevaihto 2024 (TTM)

## 8 MEUR (5,2 % liikevaihdosta)

Operatiivinen liikevoitto 2024 (TTM)

## 3,4 % / 9,3 %

Oman pääoman / sijoitetun pääoman tuotto 2024 (TTM)

## 2 / 7

Liiketoimintayksiköt / toimintamaat

## 338

Henkilöstömäärä Q1'24:n lopussa

### Vuodet 2019-2023

- Omistajarakenteen muutos vuonna 2019 käynnistää muodonmuutoksen
- 19 yritystoa
- Panostuksia organisaatioon, jotka mahdollistavat pitkän aikavälin kasvun tavoittelun
- Kasvustrategia toteutetaan aktiivisella pääoman allokoinnilla, jossa epäorgaaninen kasvu ensisijalla

### Vuodet 2024-

- Kysynnän selvä jarruttaminen on heikentänyt tuloskuntoa, tehostustoimien purevuutta mitataan vuonna 2024
- Yhtiöiden tehokkuuden parantaminen nousee keskiöön, pääoman allokoinnissa ensisijalla on velkaantuneisuuden hillintä
- Tavoitteena paluu tuloskasvu-uralle



Lähde: Boreo, Inderes

\* Operatiivinen liikevoitto-% 2020 alkaen

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## B2B-liiketoimintojen omistaja ja kehittäjä

Boreo on yhtiö, joka pyrkii luomaan arvoa laadukkaita, ennustettavia ja pääomakevyitä B2B-liiketoimintoja hankkimalla ja pitkäjänteisesti kehittämällä. Arvonluontiteesinsä mukaisesti yritysjärjestelyt ovat Boreon ydintoimintaa ja käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii olemaan ikuinen koti hankkimilleen yrityksille. Näin ollen Boreo ei hanki rakenteisiinsa uusia liiketoimintoja lyhyillä aikahorisonteilla tai erillisillä irtautumisaikeilla. Poissuljettua liiketoiminnoista luopuminen ei kuitenkaan ole, jos niillä ei ole edellytyksiä ylittää yhtiön tavoittelemiin taloudellisiin kriteereihin. Tästä osoitus on Ruotsin ja Suomen Sany-toiminnoista luopuminen alkuvuonna 2023.

Boreon alla olevat liiketoiminnot ovat operatiivisesti hyvin itsenäisiä ja omilla teollisilla strategioilla toimivia kokonaisuuksia. Omistamiaan liiketoimintoja Boreo pyrkii kuitenkin jatkuvasti tukemaan ja parantamaan niin strategisesti kuin operatiivisestikin. Tässä työssä avainroolissa ovat konsernialustasta löytyvät resurssit. Konkreettisia esimerkkejä tällaisista toimista ovat tukiprosessien virtaviivaistamiset (mm. raportointi) ja ristiinmyyntimahdollisuuksien tunnistamiset. Isossa kuvassa yhtiötä ei täten tule luokitella yhtä konserninlaajuista strategiaa jalkauttavaksi konglomeraatiksi, vaan ennemminkin kasvualustansa harkitusti ja tarkkojen kriteerien mukaisesti rakentavaksi sekä erilaisia liiketoimintoja omistavaksi toimijaksi.

Boreolla on liiketoimintaa yhteensä seitsemässä maassa (Suomi, Ruotsi, Viro, Latvia, Liettua, Puola

ja Yhdysvallat) ja tällä hetkellä sillä on lähes 340 työntekijää.

## Liiketoiminnot pääosin tukkukauppaa

Varsinaisten liiketoimintojen tasolla tämänhetkinen Boreo rakentuu suurelta osin erilaisista teknisistä tukkukaupoista. Tukku kaupan ansaintamallia mukaillen Boreolla on hyvin vähän varsinaista tuotekehitystä ja oman kokoonpanoihin painottuvan valmistustoiminnan merkitys on koko konsernin mittakaavassa pientä. Operaatiotasolla tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö on keskittynyt vastaamaan päämiesportfoliossaan olevien toimittajien teknologioiden myynnistä, jakelusta sekä myynnin jälkeisistä toiminnoista, kuten huolloista, varaosamyyneistä ja muista jälkimarkkinapalveluista. Teollisessa mielessä Boreo on puolestaan hyvin monipuolinen toimija, sillä nykyiset liiketoiminnot peittävät alleen useita teollisuudenaloja ja erilaisten ajureiden ohjaamia loppukäyttöjä. Näin ollen konsernitasolla yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisistä toimialoista.

Viimeisen 12 kuukauden jaksolla Boreon liikevaihto oli 153 MEUR ja operatiivinen liikevoitto-% oli 5,2 %.

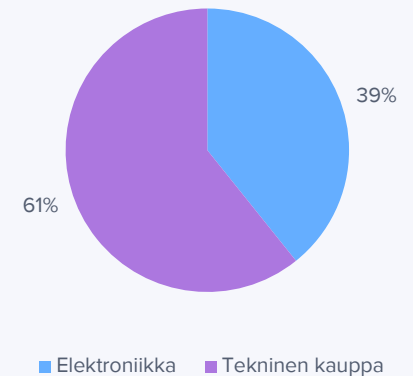
## Liiketoiminnan rakenne

Boreo raportoi taloudellisen tuloksensa kahden liiketoiminta-alueen kautta, jotka ovat Elektroniikka ja Tekninen kauppa, joka muodostuu aiemmin (2023 loppuun saakka) erillään raportoiduista Teknisestä kaupasta ja Raskaasta kalustosta. Konsernitoiminnot taas kattavat konsernihallinnon kulut, jotka olivat edellisen 12 kuukauden aikana

# BOREO

- Pohjoismaisten B2B-liiketoimintojen pitkäjänteinen omistaja ja kehittäjä
- Arvonluonnin ytimessä jatkuvat ja tarkkojen kriteerien mukaiset yritysjärjestelyt
- Alla olevat liiketoiminnot ovat itsenäisiä, pitkät operatiiviset historiat omaavia ja omilla teollisilla strategioilla toimivia kokonaisuuksia
- Liiketoimintojen päämiesportfoliot ovat vahvoja ja tärkeimmät päämiessuhteet pitkäkestoisia
- Asiakasportfolio levittyy useille teollisuudenaloille ja siten eriaikaisille kysyntäajureille

## Liikevaihdon jakauma 2024 (TTM)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

-2 MEUR. Konsernihallinto muodostuu tällä hetkellä kuudesta henkilöstä. Toimitus- ja talousjohtajan lisäksi näihin henkilöihin lukeutuu keskeisten tukifunktioiden, kuten yritysjärjestelyiden, HR:n, (sijoittaja)viestinnän ja taloushallinnon henkilöstöä. Käsityksemme mukaan nykyiset tukifunktiot on resursoitu niin, että nykyinen kokoonpano mahdollistaa myös keskipitkällä aikavälillä todennäköisen konsernitason yhtiömäärän kasvun ilman huomattavia rekrytointipanostuksia.

## **Myynti ja jakelu operatiivisia ydintoimintoja**

Koska Boreon liiketoiminnat ovat suurelta osin teknisiä tukkukauppoja, liittyvät myös yhtiön operatiiviset ydintoiminnot päämiesportfolioissa olevien toimittajien ratkaisuiden myyntiin ja jakeluun. Näiden toimintojen ja jälkimarkkinaoperaatioiden lisäksi liiketoiminnoista löytyy myös useita tukiprosesseja, kuten teknistä tuote- ja asennustukea, joiden avulla Boreo pyrkii olemaan asiakkailleen kokonaisvaltainen kumppani.

Teknisen tukkurin rooli on myös päämiehen kannalta tärkeä, sillä tukkureiden avulla laite- ja komponenttivalmistajat kykenevät laajenemaan tehokkaasti pienempiinkin asiakkuuksiin. Näin ollen tukkurit eivät suoraan kilpaile päämiesten kanssa, vaan ovat osa niiden jakelustrategioita.

Ydintoimintoja mukaillen Boreon liiketoimintojen arvoketjuasemat painottuvat päämiesten myynti- ja asiakkaiden valmistustoimintojen väliin. Päämiehilleen Boreo luo arvoa tarjoamalla sekä toimivan että tehokkaan jakeluverkoston, kun taas

asiakkaiden suuntaan arvo syntyy tuotetarjoaman laajuuden, kilpailukykyisen saatavuuden ja oman teknisen osaamisen kautta. Kokonaisuudessaan pidämme liiketoimintojen arvoketjuasemia tyydyttävänä, vaikka niiden hinnoitteluvoima onkin rajallinen.

## **Päämiesportfolion vahvuus ajaa kilpailukykyä**

Mielestämme keskeisin Boreon liiketoimintojen kilpailukykyä ajava rakenteellinen tekijä on vahva ja monivuotisista toimittajasuhteista koostuva päämiesportfolio. Luonnollisesti myös konserniyhtiöiden ja tukifunktioiden omat tehokkuustasot ovat tuloksenteon kannalta tärkeissä rooleissa. Ottaen kuitenkin huomioon tukkukaupan ansaintalogiikan, pidämme pidemmän aikavälin kilpailukyvyn säilyttämistä ja siten myös arvonluontia heikolla päämiesportfoliolla hyvin haastavana.

Suoran ratkaisukysynnän ohella päämiesportfolio vaikuttaa myös asiakaspysyvyyteen, sillä arviomme mukaan asiakkaat pyrkivät tyypillisesti pitäytymään samoissa toimittajissa / teknologioissa mahdollisimman pitkään ja uudelleenjärjestelemään hankintaketjujaan vain harkituin perustein. Sama logiikka pätee myös laitevalmistajien ja tukkurien välisiin suhteisiin. Tästä johtuen päämiesportfolio voidaan mielestämme nähdä Boreon pitkän aikavälin suhteellisen kilpailukyvyn kannalta avaintekijänä ja mahdollisesti asiakaspysyvyyttä vahvistavana elementtinä.

Arviomme mukaan uusien päämiesten organinen hankkiminen on varsin vaikea ja hidaskäyttöprosessi

etenkin Teknisen kaupan alla. Taustalla on se, että näissä liiketoiminnoissa laitevalmistajien jakelustrategiat painottuvat alueellisiin yksinoikeuksiin ja tukkureilta vaaditaan myös kohtuullisia jälkimarkkinaoperaatioihin kohdistuvia panostuksia. Mielestämme tämä dynamiikka sekä osittain rajaa kilpailijoiden kasvumahdollisuuksia että nostaa alalle tulon kynnyksiä, mikä puolestaan korostaa päämiesportfolion roolia suhteellisen kilpailukyvyn määrittävänä tekijänä.

## **Kulurakenne koostuu suurelta osin muuttuvista eristä**

Boreon kulurakenne on kevyt, sillä suurin osa kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kuluista karkeasti 70-75 % on muuttuvia, kun taas loput kustannuksista ovat kiinteitä kuluja. Kiinteiden kulujen suhteellisen matalaa osuutta selittää se, ettei Boreon myyntiin ja jakeluun painottuvilla liiketoiminnoilla ole merkittävää määrää varsinaista valmistavaa tuotantoa tai tuotekehitystä ja niihin liittyviä kiinteitä kulueriä. Myös hallinnollinen rakenne on suhteellisen kevyt, vaikkakin yhtiö on panostanut siihen viime vuosina pitkän tähtäimen kasvun mahdollistamiseksi. Tiettyjä panostuksia on myös vähennetty vuoden 2023 aikana tehtyjen sopeutustoimien seurauksena. Kevyen kulurakenteen johdosta Boreon realisoitavissa olevat skaalaedut ovat kuitenkin maltillisia. Keskeisin kasvua kannattavuuteen vivuttava elementti onkin myynnin tehokkuuden kautta henkilöstökulut.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kokonaisuudessaan kevyt kulurakenne on mielestämme suotuisaa, sillä se antaa Boreolle edellytykset tyydyttävän kannattavuuden saavuttamiselle laskevienkin liikevaihtotasojen ympäristöissä.

## Pääomatarve on maltillinen

Boreon liiketoiminnat ovat pääomakevyitä. Q1'24:n lopussa (TTM) kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 7 %, mitä voidaan pitää hyvin matalana tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 9 %, mikä myös indikoi maltillisesta pääomaintensiteetistä.

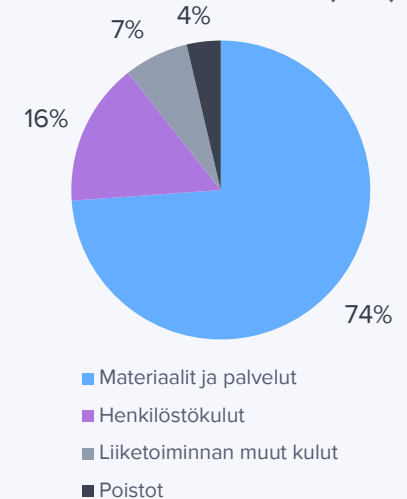
Pääomakeveys selittyy hyvin pitkälti sillä, etteivät Boreon liiketoimintojen ansaintamallit vaadi taakseen omaa tuotantokapasiteettia, kuten esimerkiksi perinteisessä prosessiteollisuudessa. Tätä heijastellen myös varsinainen investointitarve on pieni, ja arviomme mukaan voimakkaastikin kasvavaan kysyntään on mahdollista vastata ilman merkittäviä kiinteitä pääomainvestointeja.

Kasvuvaiheessa investoinnit kohdistuvatkin pääasiassa toimituskykyyn eli käyttöpääomaan. Nettokäyttöpääomaa Boreon toimintaan on sitoutunut edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 12 % liikevaihdosta. Vuosina 2021 ja 2022 tätä kohotti kasvu sekä toimitusketjujen haasteiden vuoksi kasvatetut varastot, mutta edellisen 12 kuukauden aikana yhtiö on onnistunut tavoitteessaan pienentää nettokäyttöpääoman määrää, minkä ansiosta se on palautunut myös pidemmän tähtäimen historialliselle tasolle tai jopa

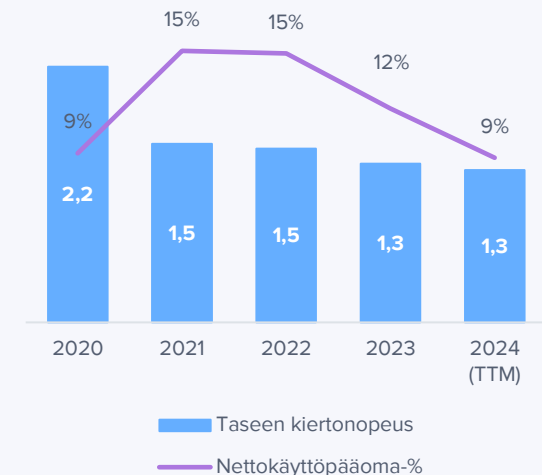
hieman sen alapuolelle. Liiketoiminta-alueiden käyttöpääomissa ei tulisi arviomme mukaan olla yli ajan suuria eroavaisuuksia, vaikka esimerkiksi Teknisessä kaupassa huolto- ja varaosatoiminta tekee pääomaprofiilista hieman erilaisen suhteessa Elektroniikka-toimintaan. Kauttaaltaan Boreon käyttöpääomatarpeet ovat mielestämme kohtuulliset.

Kokonaisuudessaan liiketoimintojen pääomakeveys on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo Boreolle hyvät lähtökohdat korkeiden pääoman tuottojen saavuttamiselle ja omistaja-arvon luomiselle. Pääomakeveys vahvistaa myös vapaata kassavirtaa ja parantaa sitä kautta edellytyksiä kasvustrategian mukaiselle pääoman allokoinnille yritysostoihin.

Kustannusrakenne 2024 (TTM)

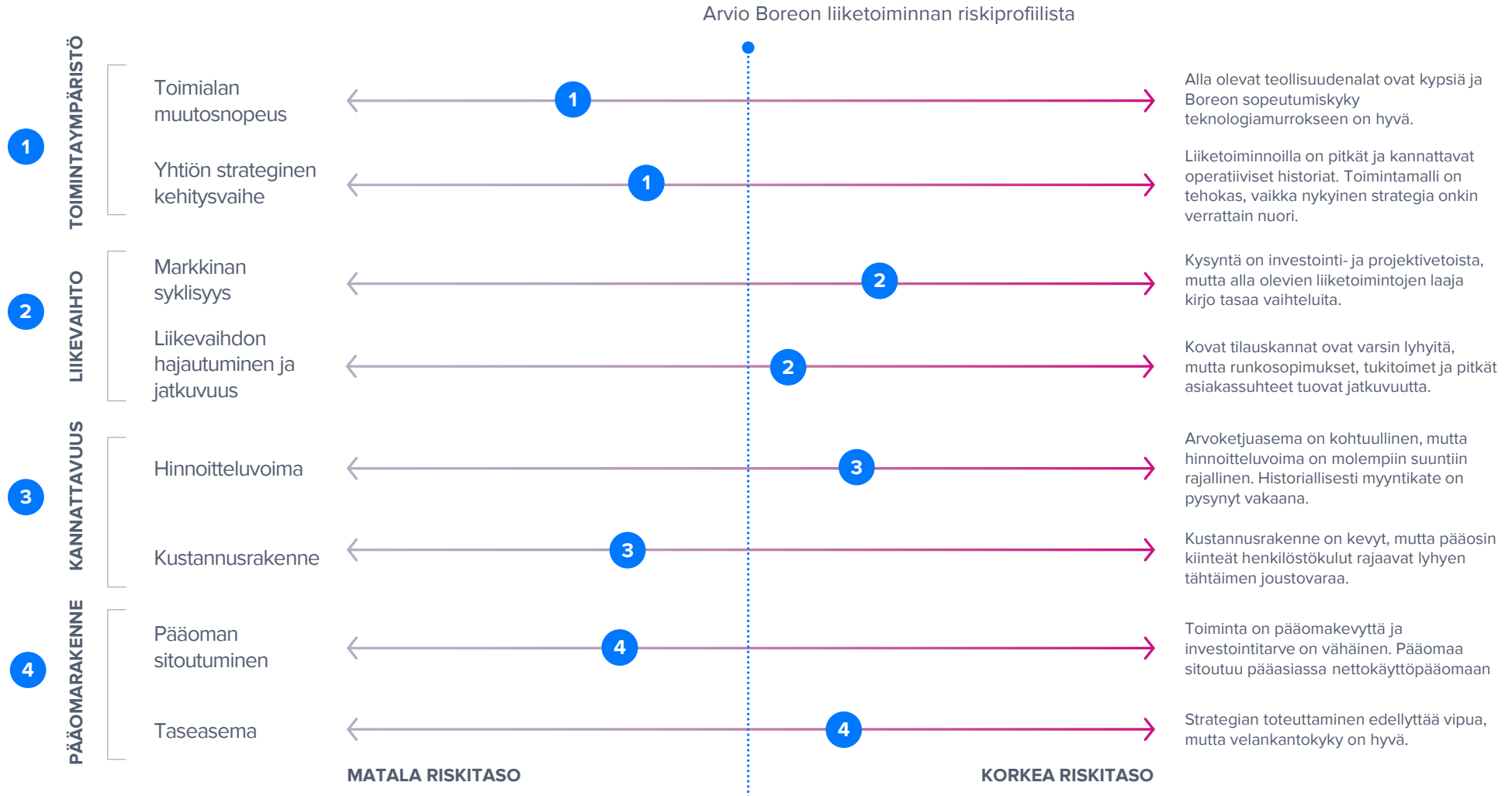


Pääoman sitoutumisen kehitys

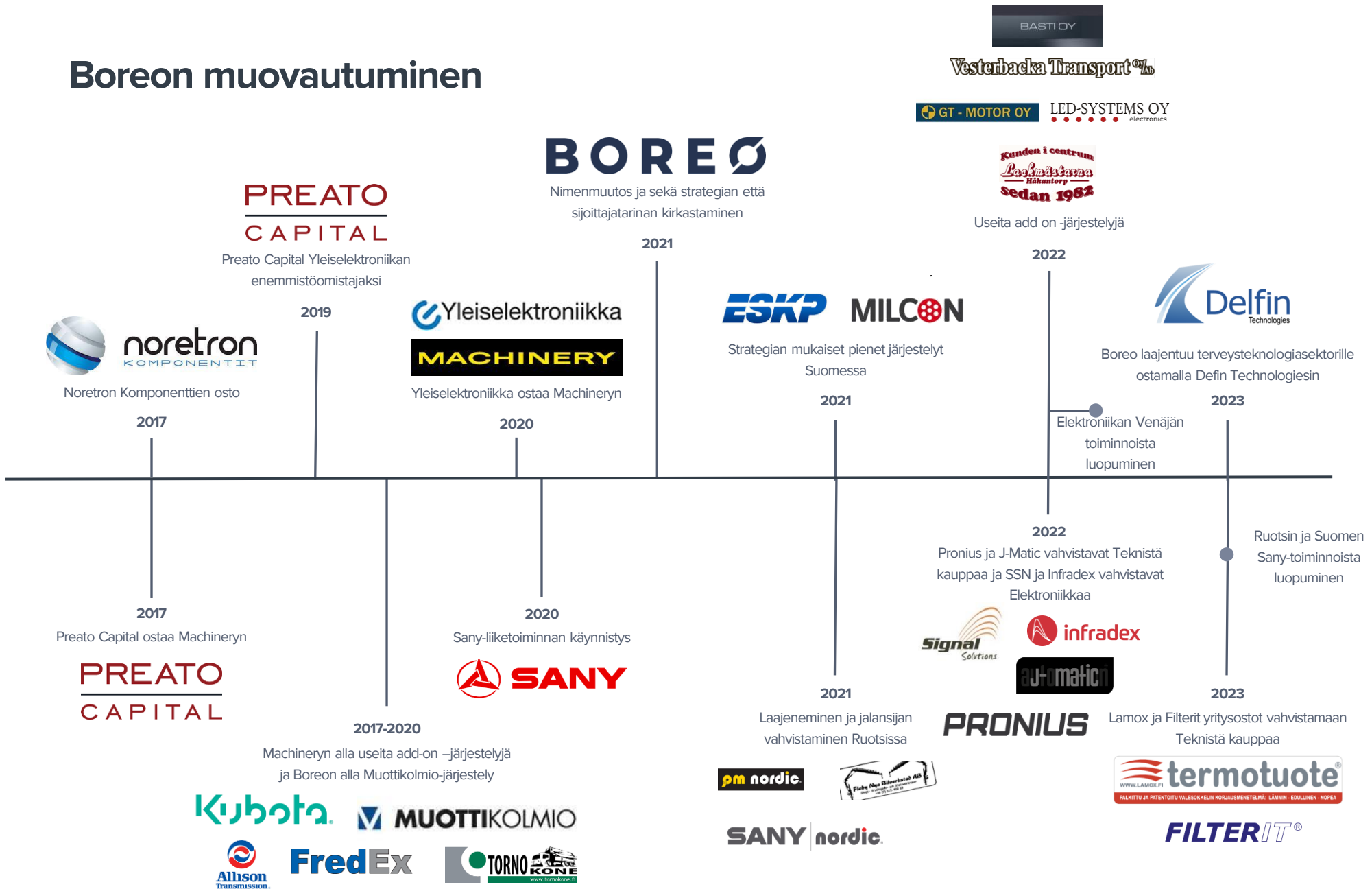




# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Boreon muovautuminen



# Elektroniikka 1/5

**Elektroniikka** on Boreon liiketoiminta-alueista liikevaihdolla mitattuna pienempi. Elektroniikka liiketoiminta-alue muodostuu pääosin ammattielektroniikan komponenttien, laitteiden ja järjestelmien jakeluun sekä tukitoimiin (mm. varastointi- ja logistiikkapalvelut) erikoistuneista liiketoiminnoista. Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Elektroniikan jatkuvat toiminnot teki noin 60 MEUR:n liikevaihdon ja 3,7 MEUR:n operatiivisen tuloksen (Operatiivinen liikevoitto-% 6,2 %).

Elektroniikan liiketoimintojen päämiesportfoliot ovat laajoja ja ne koostuvat omien tuotekategorioidensa johtavista toimittajista. Yksittäisistä päämiehistä suurin on arviomme mukaan RS Components, joka on käsityksemme mukaan voittanut tuotealueillaan markkinaosuutta ja siten tämä liiketoiminta on myös tukenut Elektroniikan kasvua pitkässä juoksussa. Muita tärkeitä päämiehiä ovat muun muassa Nidec ja TE Connectivity. Sähköteknisessä tukukaupassa päämiesportfolion laajuus on oman kilpailukyvyn ja suhteellisen aseman kannalta oleellinen ajuri, sillä näissä liiketoiminnoissa päämiessuhteet ovat vain harvoin alueellisiin yksinoikeuksiin perustuvia. Luonnollisesti myös myyntiorganisaation tekninen osaaminen ja asiakkaan liiketoiminnan hyvä ymmärtäminen ovat tärkeitä kyvykkyyksiä.

Elektroniikka-toiminnan alla on seitsemän toimittajabrändiä ja ne ovat Yleiselektroniikka, YE International, Noretron Komponentit, Milcon, Infradex, Signal Solutions Nordic sekä kesällä 2023 hankittu Delfin Technologies. Maantieteellisesti tarkasteltuna Suomi on

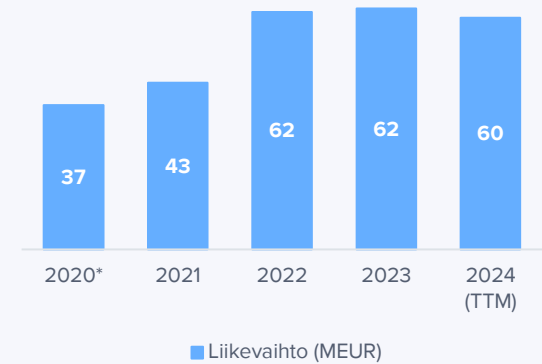
Elektroniikan suurin markkina, mutta se toimii myös Ruotsissa, Virossa, Latviassa, Liettuassa, Yhdysvalloissa ja Puolassa.

Liiketoiminta-alueen asiakkaat ovat tyypillisesti eri teollisuudenalojen laite- ja sopimusvalmistajia, huolto- ja jälleenmyyntiliikkeitä sekä tutkimuslaitoksia. Asiakkaiden loppukäytöissä elektronisten komponenttien rooli on usein raaka-aineomainen. Tästä johtuen Boreo pyrkii arviomme mukaan solmimaan asiakkaidensa kanssa runkosopimuksia, jotka tuovat mukanaan tietyn pohjakysynnän ja ennustettavuuden sekä tehostavat myös omaa käyttöpääoman hallintaa. Sitovia nämä runkosopimukset eivät kuitenkaan ole, mitä mukailien lopulliset tilausvirrat ovat aina riippuvaisia asiakkaiden omien liiketoimintojen kehityksestä. Asiakkaiden suuntaan nämä runkosopimukset tarjoavat puolestaan keskitetympään hankinnan kautta tulevia tehokkuus- ja kustannushyötyjä.

Runkosopimuksista huolimatta suurin osa liiketoiminta-alueen toiminnasta on kuitenkin projektimyyntiä. Mielestämme projektimyynnistä on oleellista ymmärtää se, että kyseessä on aina asiakkaan oma projekti, johon Boreo toimittaa tarvittavat komponentit. Luonteeltaan projektimyynti on runkosopimusten tuomaa liikevaihtovirtaa syklistä, joskin yksittäisten projektien kesto voi olla pisimmillään useita vuosia ja projektin aikana ennustettavuus on yleensä yhtiölle itselleen kohtuullinen.



## Elektroniikka



### Valikoituja päämiehiä



**TDK-Lambda**



**Nider**



Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

\* Yleiselektroniikan Venäjän toimintojen liikevaihto eliminoituna

# Elektroniikka 2/5

## Markkina on valtava ja rakenteeltaan hajanainen

Vuonna 2023 Suomen sähkötekni- sen tukkukaupan koko oli Sähkötekni- sen Kaupan Liiton (STK) keräämän tiedon perusteella noin 1 275 MEUR (Q1'24 TTM 1 212 MEUR). Baltian maiden markkinoiden koosta on vajavaisesti tietoa saatavilla, mutta näiden maiden talouksien kokoluokkien ja Suomen kokonaismarkkinan pohjalta haarukoimme, että Baltian maiden kokonaismarkkinan koko olisi karkeasti 650 MEUR:n kokoluokassa. Täten Elektroniikka- liiketoiminnan kohdemarkkina olisi noin 2 000 MEUR:n suuruusluokassa. Siten markkina on liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna massiivinen, eikä rajoita sen kasvumahdollisuuksia.

Olemme rajanneet Elektroniikan kohdemarkkinan kattamaan vain komponenttien ja tuotantolaitteiden tukkukaupan, emmekä ole tarkastelleet markkinaa koko elektroniikkateollisuuden näkökulmasta. Pidämme tätä perusteltuna, sillä mielestämme muiden elektroniikkateollisuuden toimijoiden — etunenässä laite- ja sopimusvalmistajien — vertikaalisen integraation uhka on isossa kuvassa miltei olematon. Tätä peilaten emme näe erilaisten toimintamallien oleellisesti kilpailevan keskenään.

Rakenteeltaan Elektroniikan kohdemarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan sen sisällä toimii yhteensä satoja yhtiöitä. Näistä suurin osa on verrattain pieniä, suhteellisen kapeisiin tuote- ja asiakasportfolioihin keskittyneitä alueellisia toimijoita. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat puolestaan huomattavan laajoilla tuote- ja myyntiresursseilla operoivia monikansallisia tai

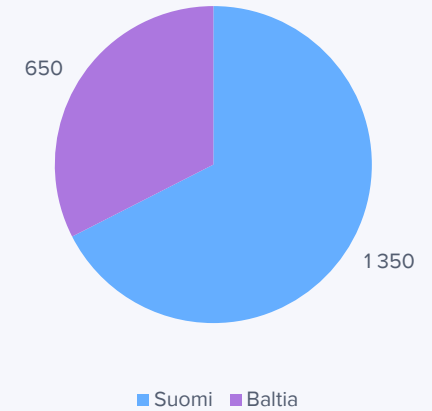
kansallisia yhtiöitä. Toimialan hajanaisesta rakenteesta huolimatta konsolidaatiota ei kuitenkaan ole viime vuosina voimasuhteita muuttaneissa määrissä tapahtunut. Tämä selittyy arviomme mukaan sillä, että laite- ja komponenttivalmistajat painottavat jakelustrategioissaan vain harvoin alueellisia yksinoikeuksia.

## Kasvuvauhti noin BKT:n tasolla tai hieman sen yli

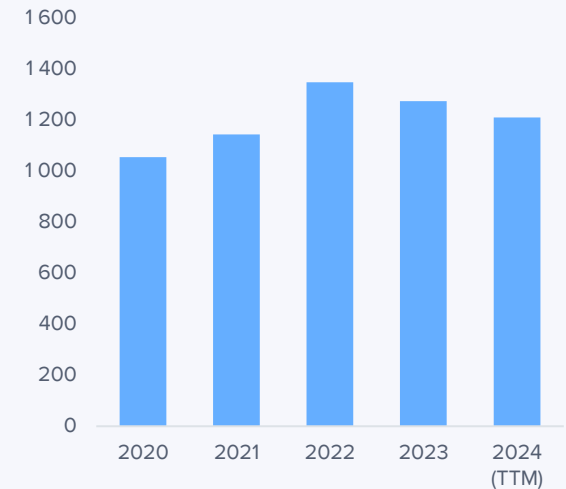
Toimialan kasvua ajaa erityisesti elektronisten sovellusten kysynnän kasvu, mikä on puolestaan johdannainen elintason nousulle, etenevälle digitalisaatiolle sekä väestön ikääntymiselle. Näiden hyvinkin universaalien ajureiden tukemana Elektroniikka-toiminnan kohdemarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut noin 3-5 % vuodessa. Arviomme mukaan muun muassa Suomen markkinan historiallista tasoa voimakkaampi kasvu vuosina 2021-2022 on yhdistelmä sekä volyymikasvua, mutta myös korkean inflaation aiheuttamaa hintojen nousua, joista on kuitenkin nähty palautumista markkinan kääntyttyä selkeään laskuun vuoden 2023 aikana.

Pidemmän tähtäimen kasvun voidaan arvioida olevan historiallisen kasvuvauhdin tuntumassa, joskin ainakin lievää jarrutusta on odotettavissa lyhyellä tähtäimellä talouskehitystä ja hintapaineiden kääntymistä peilaten. Maantieteellisesti kasvuvauhdeissa ei puolestaan tulisi olla merkittäviä eroavaisuuksia, joskin Baltian maiden voi odottaa kasvavan hieman Suomea rivakammin maiden suhteellisesti suurempia sopimusvalmistussektoreita ja ripeämpää talouskasvukuvaa heijastellen.

Kohdemarkkinan jakautuminen (MEUR)



Suomen markkinan kehitys (MEUR)



# Elektroniikka 3/5

## Alalle tulon esteet eivät ole korkeita

Toiminnan pääomakeveästä luonteesta johtuen markkinaaan on mahdollista murtautua ilman merkittäviä pääomapanostuksia, mikä ei ole mahdollista esimerkiksi huomattavasti enemmän pääomaa sitovassa valmistavassa teollisuudessa. Pääomakeveä luonne näkyy myös tukkureiden kulurakenteissa, jotka ovat selvästi valmistavaa teollisuutta kevyemmät (ts. matalammat alalta poistumisen kustannukset).

Toimialan ansaintamallista ja toimittajien jakelustrategioista johtuen elektroniikkatukkureiden tuotetarjoamat ovat päämiesportfolioiden rakenteellisia eroja lukuun ottamatta varsin geneerisiä. Tätä heijastellen toimiala ei arviomme mukaan tarjoa juurikaan mahdollisuuksia tuotetarjoaman kautta saavutettavan etumatkan hankkimiselle. Nämä tekijät, pienten komponenttiterien hintavetoiset kysynät ja siten matalat vaihdon kustannukset sekä OEM-yhtiöiden liki olematon vertikaalisen integraation uhka huomioiden toimialan rakenteelliset alalle tulon esteet eivät arviomme mukaan ole kovinkaan korkeita. Mataliksi jäävät alalle tulon kynnykset tekevätkin toimintaympäristöstä yleisesti ottaen varsin dynaamisen ja selittävät pitkälti myös sitä, miksi toimialan sisällä on runsas joukko kokoluokaltaan pieniä teknisiä tukkureita.

Matalien alalle tulon kynnyksen taustatekijöitä heijastellen oman menestymisen kannalta keskeisiä tekijöitä ovatkin arviomme mukaan myyntiorganisaation korkea tekninen osaamistaso, ratkaisukeskeisyys sekä joustava toimituskyky.

Näiden osa-alueiden hallinta luo tukkureille mielestämme hyvät lähtökohdat niin omien arvoketjuasemien vakiinnuttamisille kuin molemminpuolisesti pitkien yhteistyösuhteidenkin solmimisille. Edellä mainittujen osaamisten luonteenpiirteitä sekä ansaintamallien rajallisia skaalautuvuuksia mukailien emme pidä isoa kokoa automaattisesti menestystä tuovana ominaisuutena, vaan mielestämme myös pienemmillä tukkureilla on hyvät edellytykset kannattavan liiketoiminnan rakentamiselle. Kokonaisuudessaan näemme toimialan tarjoavan hyvät lähtökohdat pidemmän aikavälin arvonluonnille, vaikka kestävien kilpailuetujen luominen onkin haastavaa.

## Kilpailutilanne on kovanlainen

Tukkureiden kohtuullisen rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen toimialan kilpailutilanne on arviomme mukaan kovanlainen. Näkemyksemme mukaan kilpailu on erityisen voimakasta ja hintaherkkää juuri pienempien eräkokojen hylly- ja katalogimyynnin saralla, kun taas runkosopimuksiin pohjautuvassa ja luonteeltaan jatkuvammassa myynnissä kilpailupaine ei ole vastaavanlainen. Tämän taustalla on arviomme mukaan se, että runkosopimusten keskitetyimmissä hankintaoperaatioissa hinnan ja saatavuuden lisäksi merkittävä päätöksentekoon vaikuttava tekijä on tukkurin kyvykyys varsinaisen jakelufunktion päälle tuleviin tukitoimiin.

Historiallisesti katsottuna kilpailun luonne on heijastunut myös toimijoiden keskimääräisiin



## Toimialan rakenne

### Nykyinen kilpailutilanne

- Tukkureiden lukumäärä on suuri ja tuotetasolla erottautuminen on vaikeaa.
- Asiakkaiden kulurakenteissa jäykkyyttä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja kiristää osaltaan kilpailua.
- Terve kysyntänäkymä lievittää kilpailupainetta.

### Päämiesten neuvotteluvoima

- Tukkureiden päämiesportfoliot ovat laajoja ja riippuvuus yksittäisistä toimittajista on yleensä matala. Toisaalta sama dynamiikka pätee myös päämiesten jakelustrategioihin.
- Eteenpäin integroitumisen uhka ei ole kovinkaan suuri.
- Päämiehillä differentikykyä ja siten myös hinnoitteluvoimaa.

### Asiakkaiden neuvotteluvoima

- Asiakkaiden hankintaketjut ovat tyypillisesti vähemmän hajautettuja kuin tukkureiden asiakasportfoliot.
- Tukkureiden differentikyky on hyvin rajallinen, mikä tiettyjen komponenttien laajan tarjonnan kanssa nostaa ostajien neuvotteluvoimaa. Taaksepäin integroitumisen uhkaa ei ole.

### Uusien kilpailijoiden / korvaavien tuotteiden uhka

- Alalle tulon kynnykset ovat matalat ja kysyntänäkymä suotuisa, mutta kriittisen massan (mm. päämies- ja asiakassuhteet) kokoaminen vie aina aikaa.
- Tukkurit eivät omista teknologiaa, mitä peilaten korvaavien tuotteiden uhka tulee päämiestasojen kautta.
- Näköpiirissä ei ole ansaintamallia syrjäyttävää muutosvoimaa.

# Elektroniikka 4/5

katetasoihin, jotka ovat olleet tyypillisesti verrattain ohuita. Pelkkä katetasoihin tuijottaminen ei kuitenkaan anna todellista kuvaa toimialan kannattavuusprofiilista, sillä pääomakeveässä liiketoiminnassa tietyt strategiset valinnat — esimerkiksi varastonkierron optimointi vs. laajaan tuoteportfolioon ja sen nopeaan saatavuuteen keskittyminen — voivat johtaa hyvinkin korkeisiin pääoman tuottoihin kapeista voittomarginaaleista huolimatta. Pitkällä aikavälillä arvioimme toimialan dynamiikkaan vaikuttavien tekijöiden pysyvän nykyisenkaltaisina, emmekä näin ollen odota myöskään yleisen kilpailutilanteen muuttuvan oleellisesti suuntaan tai toiseen.

## Kilpailukentässä useampi kerros

Elektroniikka-toiminnan kilpailukenttä voidaan arviomme mukaan jakaa kahteen selvään kerrokseen: tukkureiden keskenään käymään suoraan sekä päämiesten kautta tulevaan kilpailuun. Toimialan johtavista jakelijajäteistä on hyvä huomata se, että ne ovat usein pienempien toimijoiden päämiehiä (esim. RS Components Boreolle). Tätä mukailien kilpailukenttään voidaan mielestämme hahmottaa myös kolmas kerros.

Tukkureiden keskinäisessä kilpailussa suhteellista asemaa määrittää mielestämme tuotetarjoaman laajuus sekä oma toimitus- ja hintakilpailukyky. Myyntiprosessin konsultoivaa, paikallisella kielellä ja siten lähellä asiakasta tapahtuvaa luonnetta sekä verkkokaupan suhteellisen pientä osuutta mukailien tukkureiden välinen kilpailu on pääosin alueellista. Tästä johtuen Boreon Elektroniikka-toiminnan kohtaama kilpailu vaihtelee sekä maantieteellisen alueen että asiakkaan kysynnän

mukaan (ts. peruskomponenteissa enemmän tarjontaa kuin niche-puolella). Suomessa Elektroniikka-toiminta kilpailee arviomme mukaan muun muassa suurten kansallisten tukkureiden kuten Ahlsellin ja Etran sekä pienempien paikallisten toimijoiden kuten EL-Partsin, Perelin, Elgoodin\* ja Tampereen Sähköpalvelun\* kanssa. Baltiassa kilpaillaan puolestaan lukuisten paikallisten tukkurien kanssa.

Toisen kerroksen kilpailu voidaan nähdä OEM-yhtiöiden välisenä, sillä erityisesti pidemmällä aikavälillä tukkurin omaan kilpailuasemaan vaikuttavat muutokset portfolioissa olevien päämiesten toiminnoissa ja suhteellisissa kilpailukyvyissä. Elektroniikkateollisuuden tukkureiden päämiesportfoliot ovat kuitenkin tyypillisesti hyvin laajoja, mitä heijastellen etenkin lyhyellä aikavälillä yksittäisten päämiesten omat onnistumiset tai epäonnistumiset eivät arviomme mukaan juuri kilpailuympäristöä hetkauta.

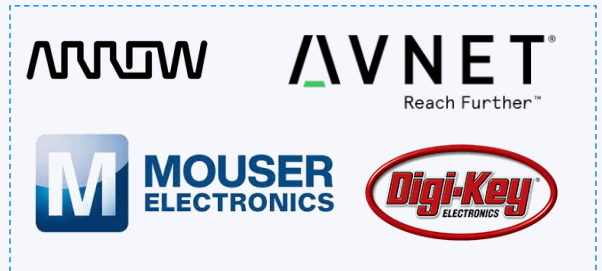
## Boreon asema on hyvä

Boreon suhteellinen asema on mielestämme hyvä, sillä Elektroniikka-toiminnalla ei näkemyksemme mukaan ole selvästi kilpailijoita heikompia osa-alueita. Toisaalta Boreon liiketoiminnot eivät arviomme mukaan myöskään itse omaa selkeää suhteellista etumatkaa. Pitkien operatiivisten historioiden aikana nämä liiketoiminnot ovat kuitenkin osoittaneet kykenevänsä kovanlaisessa kilpailuympäristössä vakaaseen kannattavuustasoon ja hyviin pääoman tuottoihin. Tämä luo mielestämme tukevan lähtökohdan myös tulevia vuosia silmällä pitäen.

\*Osa verrokkiryhmään kuuluvaa Addtechia



## Valikoituja kilpailijoita



Globaalin tason suuret ja johtavat jakelijat



Suuret kansalliset tukkurit laajoilla tuoteportfolioilla



Kooltaan keskisuuret ja pienet toimijat, jotka operoivat rajatuimmilla maantieteellisillä fokuksilla ja tuoteportfolioilla

# Elektroniikka 5/5

## Mukaan on tullut terveysteknologiaa

Elektroniikka liiketoiminnan yhtiöjoukko laajentui [kesällä](#) 2023 terveysteknologia-yhtiö Delfin Technologiesilla. Delfin kehittää, valmistaa ja markkinoi laitteita ihon ominaisuuksien ja paikallisen turvotuksen mittaamiseen. Käsityksemme mukaan yhtiö on historiassaan (perustettu 1998) keskittynyt tuotteiden pitkäaikaiseen kehittämiseen, kun taas kaupallistamisvaihe on ollut selkeästi lyhyempi. Laitteita käytetään kliinisen käytön lisäksi lääketieteellisessä ja dermatologisessa tutkimuksessa sekä kosmetiikkateollisuudessa.

Delfinin lääkinälliset laitteet on hyväksytty kliiniseen käyttöön USA:ssa ja EU:ssa. Boreon alla keskiössä on lyhyellä tähtäimellä tuotekehityksen seurauksena tehtävä alustakehitys ja uuden laitekannan hyväksyttäminen ja tuonti markkinoille. Useamman vuoden tähtäimellä keskiöön taas nousee vahvempien kasvumarkkinoiden tunnistaminen, kasvupanostuksien kohdentaminen ja myyntiputken rakentaminen. Tällä hetkellä yhtiön myynti toteutuu kumppaniverkoston kautta, mutta käsityksemme mukaan pidemmällä tähtäimellä myös kasvuun panostaminen omin resurssein ei ole poissuljettua. Arviomme mukaan kasvustrategiaa hiotaan kuluvan vuoden aikana ja sen ensimmäisiä tuloksia voidaan arvioida keskipitkällä aikavälillä (vuosina 2025-2026).

Arviomme mukaan Delfinin onnistunut skaalaaminen suurempaan kokoluokkaan (2022

liikevaihto 2,5 MEUR) loisi merkittävästi arvoa, sillä yhtiön kannattavuus on varsin korkea (2020-2022 käyttökate-% ~ 50 %).

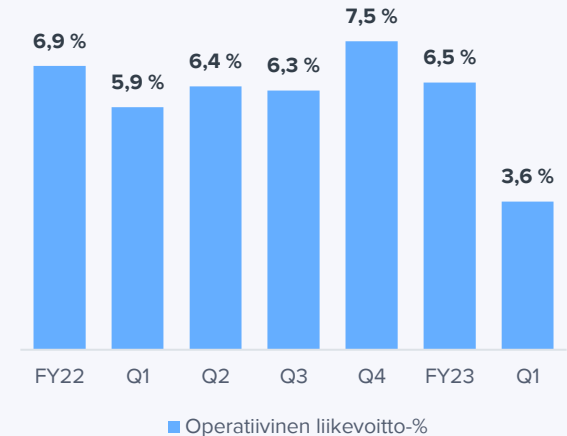
## Segmentin kannattavuus on ollut hyvällä tasolla

Elektroniikan operatiivinen liikevoittomarginaali on ollut vuosien 2019-2023 välisenä aikana 5,8-7,5 %:n välillä ja keskimäärin 6,6 %. Tämä on tukkutoimintaan keskittyneille liiketoiminnoille hyvä taso. Tuoreimpien lukujen valossa Q1:llä Elektroniikan kannattavuus on kuitenkin heikentynyt selvästi. Arviomme mukaan tähän on heijastunut etenkin voimakkaasti alkuvuonna jarruttanut kysyntä, minkä lisäksi jaksolle osui käsittääksemme kertaluontoinen kulujaksotus, eikä toteutetut tehostustoimet näkyneet olennaisesti vielä Q1:llä. Emme odota segmentin rakenteellisessa kannattavuuspotentiaalissa tapahtuneen muutosta.

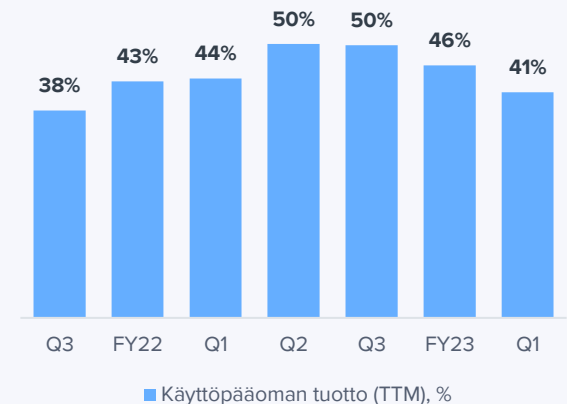
## Tehokkuus on nostettavissa tavoitetasolle

Käyttöpääoman tuotolla mitattuna Elektroniikka on ollut Boreon tehokkaampi liiketoiminta-alue, sillä edellisen seitsemän kvartaalin aikana se on yltänyt keskimäärin reilun 44 %:n (TTM) tuottoon. Jaksolla segmentti on yltänyt parhaimmillaan 50 %:n käyttöpääoman tuottoon, kun taas Boreon tavoitteena on yleisesti yli 50 %. Ottaen huomioon toteutunut kehitys, jaksoa osin värittänyt tavanomaista suurempi käyttöpääoman sitoutuminen ja tehdyt tehostustoimet, pidämme yli 50 %:n käyttöpääoman tuottotavoitetta Elektroniikka-segmentissä realistisena tavoitteena.

## Kannattavuus



## Tehokkuus





# Tekninen kauppa 1/5

**Tekninen kauppa** on Boreon liiketoiminta-alueista suurempi, sillä se koostuu voimantuottoon, metallintyöstöön, rakentamiseen, hitsaukseen, teollisuuden sopimusvalmistukseen ja prosessisuodattimiin keskittyneistä liiketoiminnoista, jotka muodostivat aiemmin Tekninen kauppa –liiketoiminta-alueen. Boreo kuitenkin yhdisti Teknisen kaupan alle vuonna 2024 aiemmin Raskaan kaluston alla olleet betoniteollisuuden ja maanrakennuskoneiden toimituksiin erikoistuneet ja puutavara-autojen päällerakenteisiin ja raskaiden ajoneuvojen pintakäsittelyyn keskittyneet liiketoiminnot. Lisäksi Tekninen kauppa sisältää nykyään myös aiemmin Muissa toiminnoissa raportoidut logistiikka- ja kuriiripalveluja tuottavat ESKP:n ja Vesterbackan.

Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Tekninen kauppa ylsi noin 93 MEUR:n liikevaihtoon ja 6,4 MEUR:n operatiiviseen liikevoittoon (operatiivinen liikevoitto-% 6,9 %). Tekninen kauppa koostuu voimantuoton, metallintyöstön ja rakentamisen alalla toimivista liiketoiminnoista, jotka toimivat Machinery ja Muottikolmio brändeillä. Vastaavasti hitsausalan toiminta on Pronius-brändin alla ja sopimusvalmistus J-Matic -brändin alla. Filterit taas keskittyy prosessisuodatuksen vaatimien tuotteiden ja ratkaisujen toimittamiseen. Lisäksi betoniteollisuuden liiketoimintaan keskittyneitä brändejä ovat Tornokone ja PM Nordic. Betoniteollisuuden liiketoimintaan ja maanrakennuskoneisiin Virossa on taas keskittynyt HM Nordic. Ruotsissa puutavara-autojen päällerakentamisessa vaikuttaa Floby Nya

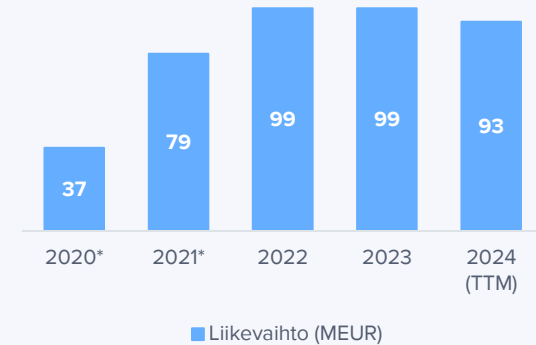
Bilverkstad ja Lackmästarn on keskittynyt raskaiden ajoneuvojen pintakäsittelyyn, maalaukseen ja lakkaukseen.

Arviomme mukaan voimantuotto on Teknisen Kaupan suurimpia osa-alueita tärkeän päämiehen Cumminsin vahvaa markkina-asemaa heijastellen. Muita voimantuoton päämiehiä ovat Kubota ja Allison, kun taas metallintyöstön ja rakentamisen merkittävimpiä päämiehiä ovat käsityksemme mukaan muun muassa SafanDarley, Hyundai Wia, SkyJack, Swepac ja Isodrän. Hitsauksen eli Proniuksen päämies taas on Fronius. Betoniteollisuuden ratkaisuissa tärkeä päämies on maailman johtaviin betonipumppuvalmistajiin kuuluva Putzmeister ja maanrakennuskoneiden saralla Kiinassa ripeästi kasvanut, mutta Euroopassa jalansijaansa vielä isommassa mittakaavassa hakeva Sany. Näitä päämiehiä heijastellen Teknisen kaupan tuotoista arviomme mukaan suurempi osa on laite- ja konekauppaa, kun taas pienempi osa muodostuu huolto- sekä tukitoimista ja myös sopimusvalmistuksesta.

Teknisen Kaupan asiakaskenttä ulottuu laajasti teollisuus- ja rakennussektorien arvoketjujen eri osiin, sillä liiketoiminnoilla on asiakkainaan sekä perus- ja rakennusteollisuuden pieniä ja keskisuuria toimijoita, kuten tilauskonepajoja ja koneurakoitsijoita sekä laitevalmistajia. Lisäksi arvoltaan suurempien betoniteollisuuden ja maanrakennuksen ratkaisujen asiakkaita ovat niin isot rakennuttajat kuin pienet paikalliset kone- ja kuljetusyrittäjätkin.



## Tekninen kauppa



\* Aiemmin itsenäisinä toimineiden Teknisen kaupan ja Raskaan kaluston luvut yhdisteltynä

### Valikoituja päämiehiä





# Tekninen kauppa 2/5

Luonteeltaan Teknisen Kaupan kysyntä on suurelta osin investointivetoista, sillä esimerkiksi tarjoamassa olevat työstökoneet ja isot teollisuusmoottorit ovat asiakkaiden päissä valmiita tuotantohyödykkeitä tai niiden kriittisiä komponentteja. Vastaavasti betoniteollisuuden ja maanrakentamisen ratkaisujen investoinnit voidaan nähdä jopa strategisina ja samalla euromääräisesti merkittävänä investointeja.

Varsinaisissa tulovirroissa on arviomme mukaan kuitenkin erilaisia vivahteita, sillä Boreo toimittaa asiakkaiden tarpeisiin yksittäisiä koneita, laitteita ja komponentteja (ts. yhtiön oma projekti), minkä lisäksi yhtiö on toisinaan mukana asiakkaan omissa projekteissa aina suunnitteluvaiheesta varsinaisen tuotteen tai kokonaisuuden toimitukseen ja myöhemmän vaiheen tukitoimiin saakka. Lisäksi betoniteollisuuden ja maanrakennuksen ratkaisujen saralla yhtiöt harjoittavat uusmyyntiä, vaihtokoneiden myyntiä sekä huolto- ja varaosamyntiä, vaikkakin käsityksemme mukaan näissä ratkaisussa suurin osa myynnistä on uusien ratkaisujen toimittamista.

Arviomme mukaan Teknisen kaupan kysynnässä esiintyy kausiluonteisuutta, sillä rakentamisen saralla kuivien ja lämpimien vuodenaikojen aktiviteetti on märkiä ja kylmiä jaksoja korkeampi. Lisäksi arvoltaan suurempien koneratkaisujen vaihtokonemyynnistä on mielestämme hyvä huomata, että sen kateprofiili on melko matala. Tämä voi aiheuttaa segmentin kannattavuudessa vaihteluja, joskin nykyään Teknisen kaupan laajalti hajautunut liiketoimintarakenne tasoittaa edellä

mainittujen ominaisuuksien vaikutusta liiketoiminta-alueen tasolla.

## Kannattavuus on ollut hyvällä tasolla, erot ovat kuitenkin suuria

Teknisen kaupan kannattavuus on ollut viimeisen kahden vuoden aikana keskimäärin hyvällä 7,2 %:n tasolla. Alla olevaa liiketoimintojen hyvin laajaa kirjoa heijastellen erillisten yhtiöiden kannattavuudet ovat kuitenkin vaihdelleet merkittävästi. Esimerkiksi aiemmin Teknisen kaupan muodostaneiden liiketoimintojen kannattavuus ylsi vuosina 2022 ja 2023 yli 10 %:n operatiiviseen liikevoittomarginaaliin (2022: 10,1 % ja 2023 10,2 %). Samaan aikaan Raskaan kaluston kannattavuus oli varsin vaisulla 2,4 ja 3 %:n tasolla. Tämän jälkeen molempien segmenttien rakenne on kuitenkin muuttunut, sillä esimerkiksi heikosti kehittyneistä ja tappioita tehneistä Ruotsin ja Suomen Sany-toiminnoista on luovuttu ja myös ”vanhaan” Tekniseen kauppaan on tullut kannattavampia liiketoimintoja. Tätä taustaa vasten arviomme, että segmenteistä Tekninen kauppa omaa selkeästi suuremman kannattavuuden parannuspotentiaalin, eikä edes nykymuotoisen segmentin lähil historiassa saavuttama taso kuvaa sen täyttä potentiaalia.

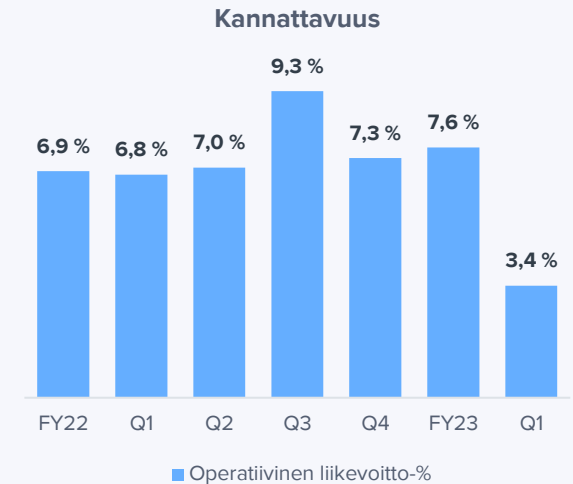
Kannattavuusparannuksen potentiaalia on eritoten arviomme mukaan vaisusta kysynnästä ja sitä kautta tehokkuushaitoista kärsivissä rakentamisen alan toiminnoissa ja betoniteollisuuden ja maanrakentamisen ratkaisujen yhtiöissä. Täten olennainen keino kannattavuusparannuksen



Betoniteollisuuden ratkaisut (Putzmeister-liiketoiminta)



Puutavara-autojen päällerakenteet (FNB:n liiketoiminta)



# Tekninen kauppa 3/5

saavuttamiseen on kasvu, mitä arviomme mukaan vaatii yleisen talouden piristymistä ja sitä kautta vahvistuvaa rakennussektoria ja yleistä investointiaktiiviteettia. Lisäksi tässä liiketoiminta-alueessa on ymmärryksemme mukaan tehty tuntuvia sopeutustoimia, joiden odotamme purevan kuluvaan vuoden aikana.

## Tehokkuudessa on varaa parantaa

Edellisen seitsemän kvartaalin aikana Teknisen kaupan rullaava 12 kuukauden tuotto käyttöpääomalle on ollut keskimäärin 32 %. Siten se on jäänyt selkeästi konsernin tavoitteleman yli 50 %:n tason. Arviomme mukaan olennaisessa roolissa tehokkuuden parantamisessa on edellä esitetyt keinot kannattavuuden parantamiselle. Käsityksemme mukaan Teknisen kaupan alla tietyissä liiketoiminnoissa myös käyttöpääomatasot ovat olleet etenkin vuosien 2022 ja 2023 aikana tarpeettoman korkeat. Siten myös viime vuoden aikana edenneen käyttöpääomatasojen alentamisen pitäisi toimia tehokkuuden parantamisen keinona.

## Markkinalohkot ovat isoja

Teknisen kaupan pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomessa, Ruotsissa ja Virossa. Eri liiketoimintojen relevantit kohdemarkkinat vaihtelevat niiden erikoistumisen mukaan, joten kohdemarkkinoiden tarkastelu koko teollisuuden alan mittakaavassa ei muodosta yksittäisille liiketoiminnoille relevanttia kohdemarkkinaa lyhyellä tai edes keskipitkällä aikavälillä. Pitkässä juoksussa ne kuitenkin muodostavat koko liiketoiminta-alueen kannalta jokseenkin relevantit

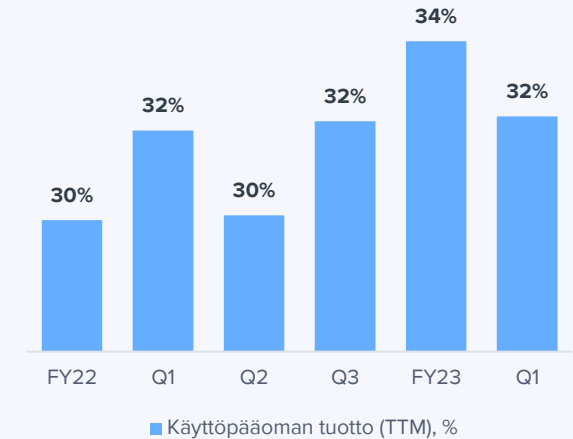
raamit organisaatioista ja epäorganisaatioista kasvumahdollisuuksista.

Tekninen Kaupan Liitto (TKL) on jakanut Suomen markkinan neljään päälohkoon, joista Boreon liiketoiminnoille relevantteja alueita ovat tuotteet ja palvelut teollisuudelle sekä tuotteet ja palvelut rakentamiselle. Näiden alasegmenteistä puolestaan investointitavarat ja palvelut teollisuudelle sekä rakentamisen koneet, laitteet ja palvelut ovat arviomme mukaan liiketoimintojen varsinaiset kohdemarkkinat.

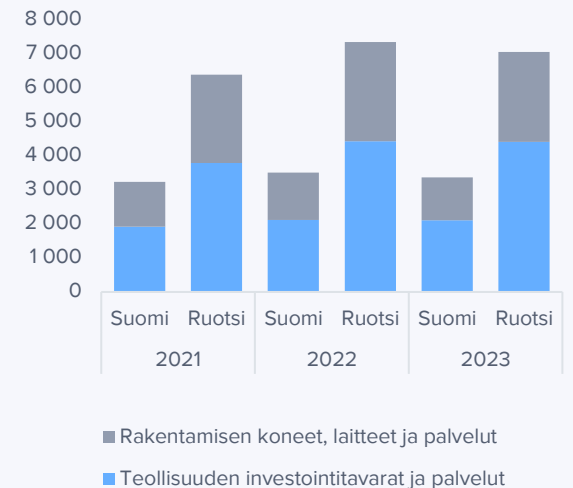
TKL:n koostaman markkinatietojen pohjalta olemme haarukoineet liiketoimintojen kokonaismarkkinan Suomessa olleen vajaa 3 400 MEUR vuonna 2023. Markkina jakaantuu noin 1 900 MEUR:n kokoluokan teollisuussektoriin ja vajaan 1 300 MEUR:n rakennussektoriin. TKL ei erikseen raportoi tukkukaupan osuutta kokonaismarkkinasta. Arviomme mukaan se on kuitenkin valtava Boreon nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna.

Ruotsin markkinasta ei käsityksemme mukaan ole saatavilla vastaavaa tilastointia. Ruotsin reilun kaksinkertaisen BKT:n ja talouden jokseenkin samankaltaisen rakenteen perusteella paikallisen markkinan voidaan kuitenkin karkeasti haarukoida koostuvan noin 4 400 MEUR:n teollisuussektorista ja karkeasti noin 2 600 MEUR:n rakennussektorista. Näiden suuntaa antavien lukujen pohjalta on ilmeistä, että myös Ruotsin markkina on Boreon toimintoihin suhteutettuna valtava.

## Tehokkuus



## Kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



# Tekninen kauppa 4/5

## Varsinainen konsolidointi on vaikeaa

Toimialalla isoimmat tukkurit ovat keskittyneet varsin kattavasti alla olevien markkinoiden tuotealueisiin kuten muun muassa levy- ja työstökoneisiin sekä rakennusteollisuuden erilaisiin sovelluksiin kuten betonivalu- tai pumppukalustoihin. Yksittäisten tuotealueiden sisällä tukkureiden päämiesportfoliot rakentuvat tyypillisesti korkeintaan muutamasta ja usein vain yhdestä päämiehestä (vrt. Elektroniikka-toiminta). Taustalla on se, että tuotantoteknisen tukkukaupan päämiehet painottavat jakelustrategioissaan alueellisia yksinoikeuksia. Yksinoikeuksien avulla laitevalmistajat pyrkivät minimoimaan oman tarjoamansa kohtaaman kilpailun valitun jakelukanavan sisällä.

Laitevalmistajat myös yleensä edellyttävät tukkureilta kattavia jälkimarkkinavykykkyksiä, mikä asettaa päämiesportfolion koolle rajoitteita.

Tämän dynamiikan seurauksena markkinan rakenteesta on muodostunut hajanainen ja sen eri osioissa operoivia yhtiöitä on arviomme mukaan kymmeniä. Markkinan rakenteesta ja päämiesten orgaanisen hankkimisen vaikeudesta johtuen toimialalla on viimeisten vuosien aikana toteutettu kohtuullinen määrä sellaisia yritysjärjestelyjä, joissa isommat tukkurit ovat laajentaneet tuote- ja osaamisalueitaan hankkimalla pienempiä, tiettyihin päämiehiin ja teknologioihin keskittyneitä toimijoita. Arviomme mukaan laitevalmistajien jakelustrategiat tulevat jatkossakin painottamaan alueellisia yksinoikeuksia, mikä pitää myös päämiesten orgaanisen hankkimisen vaikeana. Näin ollen uskomme, ettei toimialalla tulla näkemään perinteistä teollista konsolidointia, vaan edellä kuvatun kaltaiset täsmäiskut hallitsevat yritysjärjestelyjä jatkossakin.

## Investointiaktiiviteetti ohjaa kasvua

Toimialan kasvua ohjaa erityisesti tuotantokapasiteettiin kohdistuvat korjaus- ja kasvuinvestoinnit sekä rakentamisen yleinen aktiiviteetti. Näiden kysyntäajureiden taustalla vaikuttavia makrotason tekijöitä ovat sekä kumuloituneet investointi- ja korjausvelat että kulloisenkin taloussyklin vaihe ja pääoma-markkinoiden tilat. Mikrotasolla toimialan kysyntää puolestaan ajavat asiakkaiden omien liiketoimintojen arvioidut kehityssuunnat, mutta toisaalta myös investointirohkeudet ja -kyvykkyydet. Näitä kasvuajureita mukailien arvioimme kohdemarkkinoiden pitkän aikavälin kasvuvauhdin olevan linkittynyt talouskasvuvauhtiin. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä kokonaismarkkinaa tulee todennäköisesti heijastumaan erilaiset taloussyklin vaiheet.

## Nykyinen kilpailutilanne

- Toimijoiden lukumäärä on runsas, mutta arvoketjuasemat ovat erilaisten päämiesportfolioiden ja tukitoimien myötä vähintäänkin kelvolliset.
- Tukkureiden omat kulurakenteet ovat kevyitä, mikä yhdessä terveen ja ennustettavan kysyntänäkymän kanssa tasaa kilpailupaineita.

## Päämiesten neuvotteluvoima

- Päämiesten suuret skaalat ja hyvät differentikyvyt rajaavat tukkureiden neuvotteluvoimaa. Jakelustrategioiden vaihdon kustannukset voivat kuitenkin nousta korkeiksi.
- Päämiehillä on kyvykkyyttä vertikaaliseen integroitumiseen, mutta tämän tuotto/panos-suhde ei arviomme mukaan ole erityisen hyvä.



## Toimialan rakenne

## Asiakkaiden neuvotteluvoima

- Asiakkaat pyrkivät pitäytymään samoissa tuotantoteknologioissa, mikä nostaa etenkin kriittisimpien ratkaisuiden (mm. voimantuotto) vaihdon kustannuksia. Tietyissä sovelluksissa tukkureilla pientä differentikykyä.
- Asiakkaiden vertikaalisen integroitumisen uhka on matala
- Päätöksenteossa hinta ei ole ensisijainen kriteeri.

## Uusien kilpailijoiden / korvaavien tuotteiden uhka

- Päämiesten orgaaninen hankkiminen on vaikeaa ja uuden toiminnan ylösajo vie aikaa, mikä laskee uusien kilpailijoiden kiinnostusta.
- Päämiesten edellyttämät jälkimarkkinatoimet nostavat alalle tulon esteitä, mutta toisaalta toiminnan pääomakeveys laskee niitä.
- Korvaavien tuotteiden uhka on pieni ja se tulee päämiesastojen kautta.

# Tekninen kauppa 5/5

Tämän ansiosta kokonaismarkkinan kasvu voi poiketa etenkin lyhyellä tähtämellä pidemmän aikavälin kasvuvauhdin tasosta, jonka arvioimme asettuvan yli ajan tarkasteltaessa noin talouskasvuvauhdin tasolle.

## Kilpailukyky tulee päämies- ja asiakassuhteista

Tukkukaupan ansaintalogiikasta sekä erityisesti toimialan päämiesportfolioihin liittyvästä dynamiikasta johtuen keskeisimmät menestymistä määrittävät tekijät liittyvät arvioimme mukaan kilpailukykyiseen ratkaisutarjoamaan, myyntiorganisaation osaamistasoon sekä näiden kautta pitkiin asiakassuhteisiin. Luonnollisesti myös oman toimittajabrändin tunnettuus on tärkeä ominaisuus. Markkinatoimijoiden tarjoamien ratkaisuiden roolit ovat asiakkaiden tuotantoprosesseissa tyypillisesti erittäin merkittäviä. Tätä peilaten arvioimme olennaisimmin päätöksentekoon vaikuttavan tekijän olevan hinnan sijaan hankittavan ratkaisun suorituskyky, mikä korostaa kilpailukyvyn lähteenä sekä päämiesportfolion laatua että tukkurin ymmärrystä asiakkaan liiketoiminnasta.

Pitkät päämiessuhteet ovat puolestaan tärkeitä asiakassuhteiden kannalta, sillä arvioimme mukaan asiakkaat pyrkivät pitäytymään samojen laitevalmistajien teknologioissa mahdollisimman pitkään. Vaikka asiakkaiden ostovälit ovatkin tuotteiden elinkaaria ja investointikustannuksia peilaten varsin pitkiä, tuovat jälkimarkkinatoimet asiakkuuksiin arvokasta jatkuvuutta. Näillä tekijöillä näemme olevan asiakkaan vaihdon kustannuksia

kohottavia ja sitä kautta tukkurin omaa kilpailuasemaa vahvistavia vaikutuksia. Toisaalta samat muuttujat asettavat tiettyjä haasteita uusasiakashankinnalle. Päämies- ja asiakassuhteiden pitkäkestoisuutta sekä lisäarvoa luovia tukitoimintoja heijastellen pidämme tukkureiden arvoketjuasemia kelvollisina, vaikka niiden hinnoitteluvoima onkin varsin rajallinen.

## Kilpailukentässä useita toimijoita

Boreon liiketoimintojen kilpailukenttä on monipuolinen ja se koostuu toimialan rakennetta mukaillen sekä isoista, laajan tuotetarjoaman omaavista tukkureista että pienemmistä, kapeampiin tuotealueisiin ja tiettyihin teollisuussektoreihin erikoistuneista toimijoista.

Teknisen Kaupan toiminnoissa Boreon kilpailijoita ovat muun muassa Wihuri Tekninen kauppa, Knorrning, OEM Finland, Kartecon sekä Talhu. Betoniteollisuuden puolella kilpailija on Pumpoint, kun taas Ruotsissa Putzmeisterin kanssa kilpailevia päämiehiä edustaa ROX International.

Myös Teknisen kaupan liiketoiminnoissa päämiesten välinen kilpailu on omaa pitkän aikavälin suhteellista asemaa oleellisesti määrittävä tekijä. Kohtuullisen kapeita päämiesportfolioita mukaillen tukkurin oma kilpailukyky onkin altis muutoksille päämiesten kilpailukyvyissä. Mielestämme Boreon tilanne tässä kamppailussa on kuitenkin hyvä, sillä keskeisimmät päämiehet ovat omilla alueillaan pitkät tarinat ja hyvän suhteellisen kilpailukyvyn omaavia valmistajia.



## Valikoituja kilpailijoita



KARTECON



Crontek



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Yhtiö keskittyy pitkän aikavälin tuloskasvun luomiseen

Boreon tähtää kestäväen pitkän aikavälin tuloskasvun luomiseen, johon yltääkseen liiketoimintoja ohjaa kolme pääperiaatetta, jotka ovat 1) Hajautettu organisaatio, 2) Pääoman allokointi ja 3) Pitkä aikaväli.

Boreo-konsernin yhtiöt toimivat hajautetussa organisaatiomallissa, mikä näkyy jo siinä, ettei konsernin muodostamia tytäryhtiöitä tyypillisesti integroida vaan ne toimivat itsenäisinä. Lisäksi yhtiöillä on omat pitkän aikavälin strategiset suunnitelmat, joskin yhtiöt ja niiden paikallinen johto toimivat konsernin asettamien taloudellisten ja ei-taloudellisten tavoitteiden puitteissa. Siten vaikka paikallisella johdolla on vapaus johtaa yhtiötä kohti strategisia tavoitteita, niiden onnistumista seurataan konsernin keskeisillä tulostilastoilla ja yrityksiä vertaillaan järjestelmällisesti ja säännöllisesti.

Pääoman allokointi –kriteerit määrittelevät konsernin omistamien yhtiöiden pääoman allokointiä. Boreo näkee yritysostot eli epäorgaaniset sekä orgaaniset investoinnit yhtä tärkeinä ja raja-arvot kummallekin investointipolulle ovat samat. Epäorgaanisen kasvun merkitystä kuitenkin korostaa se, että yhtiön omistamat yhtiöt ovat tyypillisesti pieniä niche-pelureita, jolloin orgaaniset investointi mahdollisuudet ovat usein rajalliset. Siten epäorgaaninen kasvu laajentaa pääoman uudelleensijoituspotentiaalia ja vahvistaa edellytyksiä pitkän aikavälin tuloskasvulle.

Boreon strategisia tavoitteita ovat vähintään 15 %:n keskimääräinen vuotuinen operatiivisen tuloksen kasvu ja vähintään 15 %:n sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%). Velkaantuneisuustavoite on nettovelka/operatiiviseen käyttökatteeseen tasolla 2-3x. Nämä tavoitteet ohjaavat ja muodostavat reunaehdot pääoman allokoinnille. Tämän lisäksi yhtiö investoi vain niiden omistamiensa yhtiöiden kasvuun, jotka ylittävät 50 %:n käyttöpääoman tuoton tason. Käänteisesti tämä tarkoittaa myös sitä, että mikäli konsernin panostuksista huolimatta jokin liiketoiminta ei osoita kykyä saavuttaa em. tuottotasoa, Boreo voi luopua tämänkaltaisista liiketoiminnoista.

Pitkä aikaväli taas on keskeinen osa Boreon arvolutapausta omistamilleen yhtiöille. Tällä lähestymistavalla se myös erottautuu tietyistä muista omistajista, kuten esimerkiksi pääomasijoittajista, joilla on tavanomaisesti exit-suunnitelma ostamilleen liiketoiminnoille. Hajautetun organisaatiomallin mahdollistama liiketoimintojen autonomia kehittää toimintojaan, pitkää aikaväliä korostava ajattelutapa sekä suuremman konsernin tuomat hyödyt (ml. operatiiviset resurssit ja rahoitusmahdollisuudet) ovat Boreolle keinoja olla houkutteleva vaihtoehto yrittäjille, jotka harkitsevat liiketoimintansa myyntiä.

## Järjestelyissä kahta tyyliä

Yritysostrategian toteuttamisessa Boreo keskittyy pääomakeveisiin, ennustettaviin, kannattaviin ja hyvää kassavirtaa tekeviin

pohjoismaisiin B2B-liiketoimintoihin. Kokoluokaltaan pienemmissä add-on-järjestelyissä teollinen ja strateginen logiikka voidaan mielestämme tiivistää siihen, että ostettava yhtiö tekee itsestään (mm. parantuva investointikyky) ja/tai jo valmiiksi Boreon alta löytyvästä liiketoiminnasta arvokkaampaa.

Varsinaisten horisontaalisten add-on-liikkeiden lisäksi Boreo katsoo arviomme mukaan myös tilaisuuksia vertikaalisille järjestelyille. Mielestämme pitkällä aikavälillä mielenkiintoisimmat vertikaaliset mahdollisuudet löytyvät etenkin sellaisten toimijoiden joukosta, joiden lopputuotteisiin Boreon olisi mahdollista jalkauttaa omien liiketoimintojensa ratkaisuja, kuten esimerkiksi teollisuusmoottoreita. Vertikaalisista järjestelyistä on kuitenkin hyvä huomata se, että laitevalmistajien suuremmat teknologiavaihdokset ovat tyypillisesti pitkiä ja prosessimielessä moniulotteisia harjoituksia (mm. suunnittelun ja tuotantolinjojen välisen harmonian turvaaminen). Näin ollen vertikaalisten liikkeiden hyödyt tulisivatkin läpi vasta pidemmällä aikavälillä.

Platform-järjestelyissä Boreon mielenkiinto on puolestaan lähtökohtaisesti kooltaan suuremmissa ja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolisissa yhtiöissä. Tämä on loogista, sillä kasvualustaa todella laajentaakseen ja osaltaan myös tuleville add-on-järjestelyille pohjaa luodakseen ostettavan liiketoiminnan on tuotava mukanaan riittävästi kriittistä massaa eli muun muassa liikevaihtoa ja kassavirtaa. Nimensä mukaisesti tällaisia

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

järjestelyjä ei integroida olemassa oleviin liiketoiminta-alueisiin, vaan ne muodostavat konserniin tullessaan uuden kokonaisuuden. Add-on-järjestelyissä integraatioita katsotaan sen sijaan aina tapauskohtaisesti.

Platform-järjestelyissä Boreon mielenkiinto on puolestaan lähtökohtaisesti kooltaan suuremmissa ja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolisissa yhtiöissä. Tämä on loogista, sillä kasvualustaa todella laajentaakseen ja osaltaan myös tuleville add-on-järjestelyille pohjaa luodakseen ostettavan liiketoiminnan on tuotava mukanaan riittävästi kriittistä massaa eli muun muassa liikevaihtoa ja kassavirtaa. Nimensä mukaisesti tällaisia järjestelyjä ei integroida olemassa oleviin liiketoiminta-alueisiin, vaan ne muodostavat konserniin tullessaan uuden kokonaisuuden. Add-on-järjestelyissä integraatioita katsotaan sen sijaan aina tapauskohtaisesti.

## Tuloskasvu ja eritoten tehokkuus strategian toteutuksen mittareina

Sijoittajan suuntaan Boreon strategiset tavoitteet eli operatiivisen tuloksen kasvu ja sijoitetun pääoman tuotto toimivat strategian toteutuksen onnistumisen mittarina. Samalla yhtiön velkaantuneisuusmittari kuvastaa pääoman allokoinnin liikkumavaraa eli investointikyvykkyyttä.

Boreon operatiivinen tulos on noussut vuoden 2020 5,9 MEUR:sta edellisen 12 kuukauden 8 MEUR:oon, mikä vastaa noin 9 %:n vuotuista keskimääräistä kasvua. Lyhyelle jaksolle mahtuu sekä vahvan talouskasvun ja sitä kautta organisen tuloskasvun värittämät vuodet 2021 ja

2022, jolloin Boreo kasvoi myös lukuisten yritysostojen myötä. Näiden tuoman velkaantuneisuuden nousun ja sitä kautta pysähtyneen epäorganisen kasvun ja myös orgaanisesti heikentyneen tulostason seurauksena jaksolla negatiiviseksi. Siten yhtiö on jäänyt tavoitteiden mukaisesta tuloskasvusta. Yleisesti tavoitteen saavuttaminen yli ajan edellyttää arviomme mukaan orgaanisen tuloskasvun lisäksi epäorganista kasvua.

Pidämme sijoitetun pääoman tuottoa sijoittajan näkökulmasta parhaana mittarina yhtiön onnistumiselle pääoman allokoinnissa, sillä se huomioi sekä nykyisten toimintojen operatiivisen kehityksen että orgaanisten ja epäorganisten investointien kautta eri arvonluonnin menetelmät. Edellisen seitsemän kvartaalin (TTM) lukujen pohjalta laskettuna Boreo on yltänyt keskimäärin vajaan 11 %:n sijoitetun pääoman tuottoon. Tämä ylittää soveltamamme tuottovaateen, joten kokonaisuutena konserni on luonut arvoa. Yli 15 %:n tavoitteeseen yhtiöllä on kuitenkin vielä matkaa, ja sijoitetun pääoman tuoton nousu nojaa arviomme mukaan lyhyellä tähtäimellä pitkälti nykyisten toimintojen tehokkuuden nousuun ja pitkällä aikavälillä tämän lisäksi yritysostojen onnistumiseen. Yleisesti tarkasteltuna tavoitetaso on korkea, mutta mielestämme se on realistinen pääomakeveille liiketoiminnoille ja Boreolle, kunhan se pitäytyy yritysostoissa laadukkaissa liiketoiminnoissa ja ne toteutetaan kohtuullisilla arvostuksilla.



## Yritysjärjestelyhistoria

	2020	2021	2022	2023	Yhteensä
Järjestelyjen lukumäärä **	2	4	9	3	18
Ostetut liikevaihdot*	57,1	30,3	25,4	7,0	120
Ostetut käyttökatteet*	4,3	3,7	5,3	1,9	15
Käyttökatemarginaali	7 %	12 %	21 %	27 %	13 %
Ostetut liikevoivot*	4,1	3,2	3,2	1,8	12,3
Liikevoittomarginaali	7 %	11 %	12 %	26 %	10 %

\*Järjestelyvuotta edeltäneen tilikauden raportointirivi

\*\*Järjestelyn toteutumisasjankohdan mukaan

**MACHINERY**

**pm nordic**

Platform-järjestelyt

**MUOTTIKOLMIO**

**MILCON**

**PRONIUS**



**ESKP**

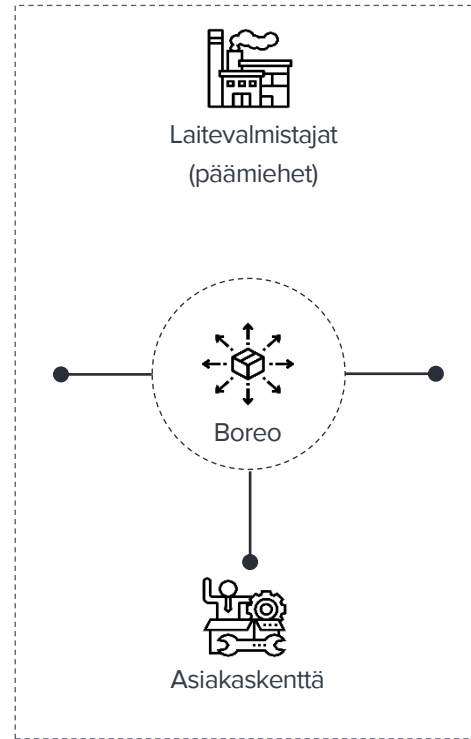
Esimerkkejä add-on-järjestelyistä

Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

# Yritysostostrategia

## Kasvualustan laajentaminen (platform-järjestelyt)

- Kasvualustan laajentaminen toimintahorisonttia leventävin yritysostoin
- Nykyisten liiketoimintojen ulkopuolella huomattava määrä houkuttelevia alueita
- Pidemmällä aikavälillä kasvualustan laajentaminen luo leveämpää pohjaa myös seuraavien add-on-järjestelyjen toteuttamiselle
- Ostettavan yhtiön oltava riittävän suurikokoinen
- Ostokohteen operoitava kohtuullisella kannattavuudella ja liiketoiminnan oltava ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Arvonluonti myös rahoitussynergioiden kautta
- Ostokohteelle Boreo kykenee tarjoamaan pörssiyhtiön hyötyjä (mm. tukifunktiot ja -prosessit) ja olemaan houkutteleva omistaja



## Vertikaalinen integraatio (add-on-järjestelyt)

- Eteenpäin suuntautuvan vertikaalisen integraation kautta mahdollista löytää hyvin mielenkiintoisia pidemmän aikavälin kasvupolkuja
- Houkuttelevimmat toimijat ovat sellaisia, joiden tuotetarjoaman teknologiaa korvattavissa Boreon oman portfolion tarjoamalla
- Vertikaalisen integraation kautta on mahdollista hankkia etumatkaa suhteessa integroitumattomiin toimijoihin

## Nykytoimintojen vahvistaminen (add-on-järjestelyt)

- Arvoketjuaseman vahvistaminen nykyisiä liiketoimintoja täydentävien ja tukevien yritysostojen kautta
- Järjestelyt joko konsernitasolla tai nykyisen portfolion sisällä
- Logiikkana erityisesti päämiesportfolion kasvattaminen ja sitä kautta kriittisen massan saavuttaminen (ts. koko, skaala ja laajuus)
- Ostokohteen kannattavuusprofiilin oltava terve ja liiketoiminnan ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Ostettujen liiketoimintojen integraatioita katsotaan aina tapauskohtaisesti, synergieita ei lähtökohtaisesti haeta operatiivisesta toiminnasta
- Uudet liiketoiminnat jatkavat operointiaan itsenäisinä yksikköinä ja omilla teollisilla strategioilla, eikä järjestelyillä haeta mittavia operatiivisia synergieita
- Arvonluonti rahoitussynergioiden sekä ostettujen liiketoimintojen perustekemisten kehittämisen avulla

## Yritysostojen kriteerit

Kohtuullinen arvostustaso

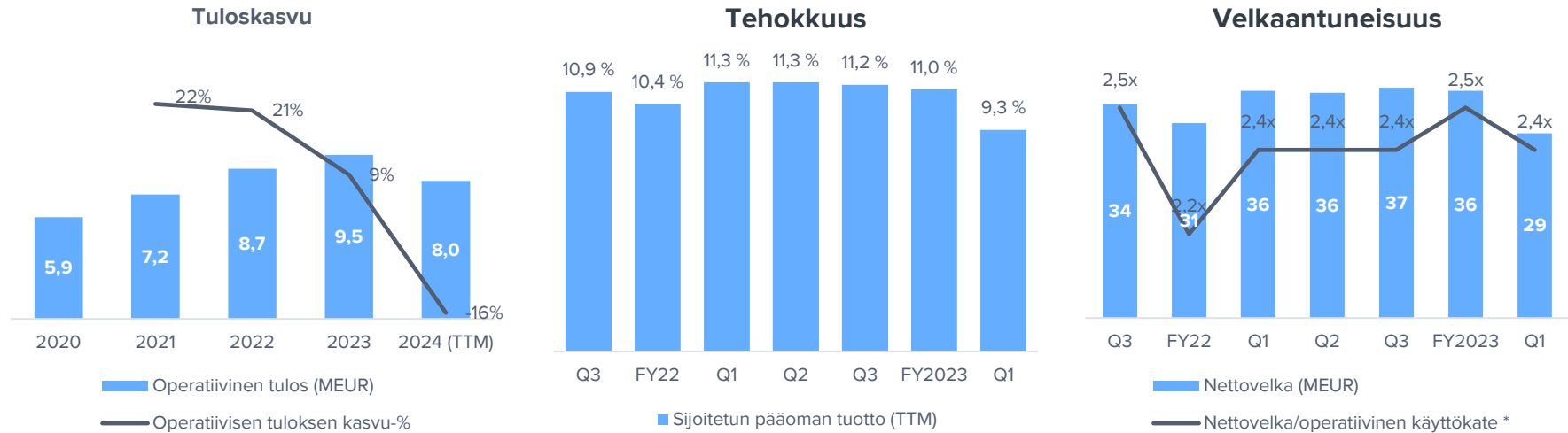
Pääomakevyt ja ennustettava B2B-liiketoiminta

Terve kannattavuus ja hyvä kassavirta



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Boreon taloudelliset tavoitteet



### Yhtiön taloudelliset tavoitteet



**Tulokasvu:** Vähintään 15 % keskimääräinen vuotuinen operatiivisen tuloksen kasvu



**Tehokkuus:** Vähintään 15 % sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%)



**Velkaantuneisuus:** Nettovelka/operatiivinen käyttökate 2-3x



**Voitonjako:** maksaa vuosittain kasvavaa osakekohtaista osinkoa ottaen huomioon pääoman allokoinnin prioriteetit.

### Inderesin kommentit tavoitteista

- Tulokasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää epäorgaanista kasvua, sillä orgaaninen liikevaihdon kasvu- ja kannattavuuden parannuspotentiaali eivät arviomme mukaan riitä tavoitteen saavuttamiseen yli ajan.
- Tehokkuustavoite on korkea suhteessa toteumaan, mutta saavutettavissa onnistuneella epäorgaanisen kasvun toteutuksella (ts. ostamalla laadukkaita ja pääomakeveitä liiketoimintoja maltillisella hinnalla) ja nykyisten operaatioiden tehokkuutta parantamalla. Merkittävää parannuspotentiaali on nykyisellään arviomme mukaan mm. vanhan Raskaan kaluston toiminnoissa.
- Pidämme velkaantuneisuuden tavoitetasoa perusteltuna yli ajan tarkasteltaessa. Lyhyen tähtäimen tavoite on pitää velkaantuneisuus haarukan alalaidalla, joten merkittävät investoinnit ovat arviomme mukaan väliaikaisesti toissijaisia.
- Arvioimme orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun olevan pääoman allokoinnissa etusijalla, mutta edellytykset osingon vuotuiselle kasvulle pitkässä juoksussa ovat hyvät, mikäli strategian toteutus onnistuu.

Lähde: Boreo, Inderes

\* Operatiivinen pro forma käyttökate edelliseltä 12 kuukaudelta



# Sijoitusprofiili 1/2

## Boreo on pitkäjänteinen omistaja

Ansainta- ja toimintamallinsa mukaisesti Boreo profiloituu yhtiöksi, joka omistaa ja kehittää kannattavia, hyvää kassavirtaa tuottavia, pääomakevyitä ja ennustettavia B2B-liiketoimintoja. Näkemystämme omistamiseen kulminoituvasta yhtiöprofiilista tukee lisäksi yritysostovetoinen kasvustrategia ja pitkäjänteisyyttä vaaliva ajattelutapa.

Arviomme mukaan Boreon nykyisten liiketoimintojen pääomatarpeet ovat matalat ja niiden yli ajan tuottamat vapaat kassavirrat hyviä. Tämä mahdollistaa tukevan lähtökohdan myös tasaisesti kasvavan osingon maksamiseen, vaikka uskommekin pääoman allokoinnin kasvustrategian toteuttamiseen olevan tärkeysjärjestyksessä selvästi osinkoa korkeammalla. Pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta tämä valinta on looginen, sillä pelkästään orgaaniseen kasvuun ja kannattavuusnostoon pohjautuva arvonluontivara ei arviomme mukaan ole suuri.

## Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Boreon toimintojen keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

**Yritysostot:** Strategiansa mukaisesti Boreo pyrkii kasvamaan sekä nykyisiä liiketoimintoja tukevien ja vahvistavien että kasvualustaa laajentavien yritysostojen kautta. Mielestämme yhtiön edellytykset tähän ovat hyvät vahvistettua organisaatiota sekä viimeisen kahden ja puolen vuoden aikana karttunutta kokemusta heijastellen.

Myös historialliset näytöt arvoa luoneista järjestelyistä ovat kokonaisuutena hyvät vanhan Raskaan kaluston viime vuosien alisuoriutumisen huolimatta. Tätä sekä potentiaalisten ostokohteiden laajaa avaruutta mukaillen pidämme yritysostovetoista kasvua keskeisenä pitkän tähtäimen arvoajurina ja sen arvonluonnin edellytyksiä varsin hyvinä.

## Vahva päämiesportfolio ja pitkät asiakassuhteet:

Tukkukaupan logiikasta johtuen keskeinen kilpailukykyä määrittävä tekijä on päämiesportfolio. Mielestämme Boreon nykyisten liiketoimintojen päämiehet ovat valtaosin laatunsa osoittaneita ja omilla tuotealueillaan vahvoja toimijoita. Tärkeimmät päämiessuhteet ovat myös hyvin pitkäikäisiä. Tämä on mielestämme osoitus siitä, että Boreo on onnistunut omilla ydintoiminnoillaan luomaan päämiehilleen arvoa ja vakiinnuttamaan paikkansa osana päämiesten jakelustrategioita. Myös asiakassuhteet ovat käsityksemme mukaan monivuotisia, mikä tukee näkemystämme sekä päämiesten että omien liiketoimintojen kilpailukykyjen kestävyyydestä.

**Orgaaninen kasvu:** Nykyisten liiketoimintojen loppukysynnät kasvavat yli ajan suurin piirtein linjassa BKT:n kasvun kanssa. Tätä taustaa vasten yhtiön tulisi arviomme mukaan yltää pidemmällä tähtäimellä muutaman prosentin vuotuisen orgaaniseen kasvuun, minkä pitäisi kuludynamiikka huomioiden valua myös tulokseen. Vahvaa päämiesportfolioa heijastellen Boreolla on arviomme mukaan myös edellytykset myös pieniin markkinaosuusvoittoihin pidemmässä juoksussa.

## Täyden tulospotentiaalain saavuttaminen:

Edellisen 12 kuukauden jaksolla Boreo on yltänyt 5,2 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Arviomme mukaan kannattavuutta on nakertanut jossain määrin vallinneet haastavat olosuhteet (ts. liikevaihdon lasku ja tehokkuustappiot ) ja etenkin vanhan Raskaan kaluston vaisu kannattavuus. Siten viime aikainen kannattavuustaso ei arviomme mukaan heijastele Boreon täyttä kannattavuuspotentiaalia. Arviomme mukaan konsernialustaan tehdyt panostukset ovat myös olleet jossain määrin etupainotteisia. Näemmekin nykyisten toimintojen kannattavuudessa nousupotentiaalia.

## Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Boreon toimintojen keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

## Kysynnän vaihtelut ja sen syklinen luonne:

Boreon liikevaihdesta valtaosa tulee asiakkailta, joiden omat / asiakkaiden loppukysynät ovat investointi- ja projektivetoisia sekä suhdannealttiita. Tästä johtuen muutokset loppukysynnöissä voivat vaikuttaa nopeastikin omaan toimintaan ja heiluttaa sekä liikevaihtoa että tulosta. Vaikka pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteensa puolesta tiettyä joustovaraa, mielestämme merkittävin iskunkestävyyttä tuova ominaisuus löytyy kuitenkin syvemältä rakenteista. Boreon sisällä on useille erilaisille kysyntäajureille ja siten eriaikaisille syklin vaiheille ulottuvia liiketoimintoja, mikä tuo erityisesti epävarmoissa olosuhteissa toimintaan ennustettavuutta ja samalla vakautta.

# Sijoitusprofiili 2/2

**Päämiesriski:** Koska liiketoimintojen kilpailukyvyt ovat riippuvaisia päämiesportfolion vahvuudesta, olisi keskeisen päämiehen menettämisellä heikentäviä vaikutuksia omaan suhteelliseen asemaan ja siten myös liikevaihto- ja tulostasoon. Päämiehen varsinaisen menettämisen lisäksi Boreo kantaa riskiä myös siitä, että keskeisimpien päämiesten omat suoritus- ja kilpailukyvyt rappeutuvat ja ne menettävät merkittäviä vaikutuksiaan. Tämä heijastuisi luonnollisesti Boreon oman tarjoaman kiinnostavuuteen ja liiketoimintamahdollisuuksiin. Yhtiön tärkeimmät päämiessuhteet ovat kuitenkin hyvin pitkäikäisiä, eivätkä päämiehet ryhdy jakeluketjujen / -strategioiden tyyppisesti kalliisiin uudelleenjärjestelyharjoituksiin kevyin perustein. Tärkeimmät päämiehet ovat myös omilla alueillaan vahvoja toimijoita. Näin ollen päämiehiin liittyvä kokonaisriskitaso on maltillinen. Näkemystämme tästä tukee myös se, ettei Boreon liiketoiminta ole huomattavan riippuvainen yksittäisistä päämiehistä.

**Hinnoitteluvoima:** Vaikka Boreon arvoketjuasema on mielestämme kohtuullinen, on yhtiön hinnoitteluvoima kuitenkin hyvin rajallinen. Tästä johtuen yhtiöllä voi olla paikoin vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, mikäli lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat selvää laskupainetta ja / tai hankintahinnat nousupainetta, kuten viime aikoina on tapahtunut. Taaksepäin katsottuna nykytoimintojen myyntikatteet ovat kuitenkin pysyneet verrattain vakaina. Tämä on mielestämme osoitus siitä, että yhtiön

neuvottelurako päämiesten ja asiakkaiden välissä on riittävä.

**Myyntiorganisaation vaihtuvuus:** Teknisessä tukkukaupassa myynti on konsultatiivista, mikä edellyttää myyntiorganisaatiolta sekä korkeaa tuoteteknistä osaamista, hyviä henkilösuhteita että asiakkaan liiketoiminnan ymmärtämistä. Täten myyntityön aloittaminen vaatii aina verrattain pitkän ylösajojakson. Boreolle onkin kriittistä kyetä minimoimaan myyntiorganisaationsa vaihtuvuus, jotta tehokkuus kyetään ylläpitämään riittävällä tasolla ja kannattavuudelle rasitteita aiheuttavilta ylösajokuluilta vältytään.

**Yritysosot:** Näkemyksemme mukaan Boreon kannalta olennaisimmat yritysostoriskit liittyvät kriteerit täyttävien ostokohteiden löytämiseen ja saatavuuteen (mm. omistajarakenne) sekä tiettyihin teknisimpiin muuttujiin kuten avainhenkilöiden sitouttamiseen. Boreon arvonluontiteesi ei perustu mittaviin operatiivisiin synergioihin, minkä myötä yhtiö ei mielestämme kannata oleellista ja perinteisesti yritysostoihin liittyvää integraatoriskiä. Pohjoismaissa toimii kuitenkin Boreon kaltaisilla toimintamalleilla operoivia ja siten jossain määrin samoista kohteista kilpailevia toimijoita. Tämän suoran riskin ohella uhkana on mielestämme myös se, että näiden toimijoiden vertikaaliset ja / tai horisontaaliset liikkeet muokkaavat toimintaympäristöä ja heikentävät sitä kautta Boreon omia liiketoimintamahdollisuuksia.



## SWOT-analyysi

### Vahvuudet

- Laadukas ja monipuolinen päämiesportfolio
- Hyvät näytöt arvoa luoneista
- Liiketoimintojen korkeat pääoman tuotot ja hyvät kassavirrat
- Hajautettu toimialaportfolio tuo vakautta

### Heikkoudet

- Liiketoiminnot ennustettavia, mutta kovat tilauskannat lyhyitä
- Kysyntä investointi- ja projektivetoista
- Oma kilpailukyky päämiesten ohjaamaa
- Hinnoitteluvoima on rajallinen

### Mahdollisuudet

- Yritysjärjestelyjen arvonluontipotentiaali on suuri
- Päämiessuhteiden vankistaminen
- Kannattavuudessa ja pääoman kierrossa varaa parantaa

### Uhat

- Päämiehen menettäminen tai oman kilpailukyvyyn heikentyminen
- Kulutehokkuuden menettäminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Kilpailevien toimijoiden aiheuttamat rakenteelliset muutokset

# Sijoitusprofiili

1.

**Yritystovetoisen kasvustrategian eteneminen**

2.

**Pääomakeveiden liiketoimintojen hyvät pääoman tuotot**

3.

**Vahvat päämiesportfoliot**

4.

**Yritystostot mahdollistavat pääomien tehokkaan uudelleensijoittamisen**

5.

**Hajautunut liiketoimintakokonaisuus vakauttaa toimintaa**

## Potentiaali



- Maltillisilla arvostuksilla toteutettavat yritysjärjestelyt, jotka vahvistavat nykyisiä liiketoimintoja ja / tai laajentavat toimintaa kokonaan uusille alueille
- Pidemmällä aikavälillä hajautettu liiketoimintaportfolio parantaa syklinkestävyyttä
- Konsernitasolla orgaaninen kasvupotentiaali on pitkässä juoksussa noin talouskasvun tasolla
- Kannattavuudessa ja pääoman kierrossa parantamisen varaa

## Riskit



- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen (ml. mahdollisuuksien kutistumiset)
- Loppukysyntöjen syklisyys
- Riippuvuus päämiesten kilpailukyvyistä, vaikka konsernitasolla riippuvuus yksittäisistä päämiehistä onkin pieni
- Liiketoimintojen rajalliset hinnoitteluvoimat

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Myyntikate on pysynyt melko vakaana

Boreon kulurakenteen suurin yksittäinen erä on liiketoimintojen ansaintalogiikkoja mukaillen materiaalit ja palvelut. Historiallisesti nämä luonteeltaan liki täysin muuttuvat ja siten ei-skaalautuvat erät ovat laskelmiemme mukaan kattaneet kokonaiskustannuksista noin 74-78 %. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan liikkunut noin 72-75 % välillä. Näin ollen Boreon myyntikate on ollut 25-28 %, mitä voidaan mielestämme pitää tukkukaupan kontekstiin linjattuna tyydyttävänä tasona. Huomionarvoista on myös se, että myyntikate on vahvistunut korkean inflaatiojakson rasittamalta tasolta (2021-2022) omien toimenpiteiden ja myös arviomme mukaan korkeamman katetason yritysostojen ansiosta.

## Henkilöstökustannukset toiseksi suurin erä

Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on myyntiorganisaatiolle tyypilliseen tapaan henkilöstökulut. Arviomme mukaan nämä kulut ovat lyhyellä tähtäimellä pääosin kiinteitä. Täten ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti kohtuullisesti, eikä organiseen kasvuun yltäminen vaadi yhtiöltä myyntiorganisaation kasvattamiseen kohdennettuja panostuksia. Toisaalta yhtiön pitkän aikavälin kasvun mahdollistaminen edellyttää organisaatioon panostamista, mikä kasvattanee kulutasoa hieman liiketoimintojen tarpeita ripeämmin. Henkilöstökulujen kiinteistä luonteista johtuen niiden lyhyen aikavälin joustovara on kuitenkin rajallinen, mikä asettaa laskevan kysynnän markkinassa omat haasteensa kulutason

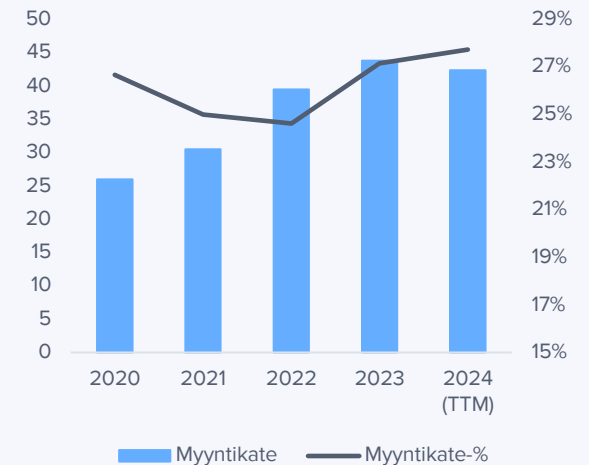
sopeuttamiselle ilman esimerkiksi lomautus- tai muita muutosneuvottelutoimia.

Edellisen 12 kuukauden taikana (TTM) Boreon henkilöstökulut ovat olleet vajaa 16 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus on ollut noin 15 %, mitkä vastaavat jokseenkin historiallisia tasoja. Arviomme mukaan edellisen 12 kuukauden kehitys eli suhteellisten henkilöstökulujen lievä nousu heijastelee toisaalta liikevaihdon orgaanista laskua ja sitä ettei hiljattain tehdyt sopeutustoimet ole vielä realisoitunut henkilöstökulujen laskuna. Arvioimmekin tehtyjen toimien tuovan henkilöstökuluja niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti hieman alaspäin lähitulevaisuudessa.

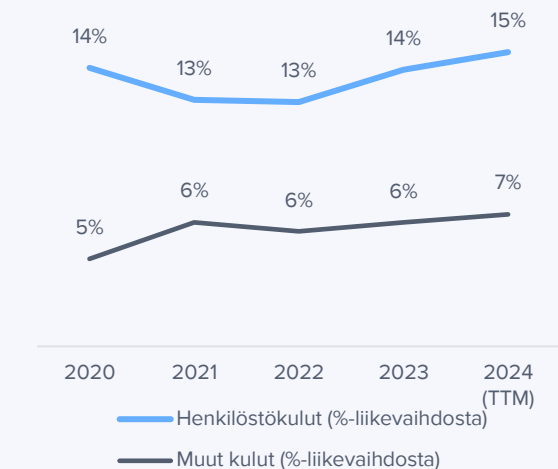
## Muiden kulujen osuus on pieni

Boreon muiden kulujen historiallinen osuus kokonaiskustannuksista on ollut noin 5-7 % ja niin ikään liikevaihdosta noin 5-6 %. Liiketoiminnan muut kulut koostuvat useista pienistä eristä ja ovat suurelta osin kiinteitä, mitä heijastellen niiden suhteellinen osuus on myös hieman noussut viime aikaisen liikevaihdon laskun myötä. Muiden kulujen suhteellinen osuus on kuitenkin kokonaisuudessaan maltillinen. Tämän taustalla on näkemyksemme mukaan liiketoimintojen kevyet organisaatorakenteet, mitä heijastellen emme usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa. Merkittävää supistamisvaraa kuluerässä ei arviomme mukaan kuitenkaan ole, mikä pitää realisoitavissa olevat skaalaedut kokonaisuuden kannalta hyvin maltillisina.

## Myyntikatteen kehitys



## Henkilöstö- ja muut kulut



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Käyttöpääoma ja liikearvo taseen suurimpia varoja

Boreon 119 MEUR:n (Q1'24) taseen keskeiset varat ovat sen liiketoiminnan luonnetta heijastellen käyttöpääoman erät sekä epäorganista kasvua peilaten 42 MEUR:n liikearvo. Kiinteää ja aineettomia omaisuuseriä tarkastelujakson lopun taseessa oli 10 MEUR kumpaakin. Kassassa yhtiöllä oli rahavaroja 10 MEUR, mikä on varsin riittävä taso liiketoimintojen nykyisiin kokoluokkiin ja ansaintalogiikkoihin suhteutettuna.

Q1'24:n lopussa korollista pitkäaikaista velkaa taseessa oli 34 MEUR ja vastaavasti lyhytaikaista korollista velkaa oli 7 MEUR. Siten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli reilu 29 MEUR ja näin ollen nettovelan suhde edellisen 12 operatiiviseen käyttökatteeseen oli 2,4x. Tämä on mielestämme kestävä taso ja myös yhtiön asettaman 2-3x tavoitehaarukan sisällä. Yhtiön mukaan sen tavoite on lähiaikoina säilyttää velkaantuneisuus tavoitehaarukan alalaidassa, mikä jossain määrin rajoittaa epäorganista kasvua lyhyellä tähtäimellä.

Nettovelka/operatiivinen käyttökatte -tunnusluvun laskennasta tulee huomata se, että operatiivinen käyttökatte tarkoittaa edellisen 12 kuukauden ajanjaksoa ja se sisältää hankitut liiketoiminnat siten, kuin ne olisi omistettu koko tarkasteluperiodin ajan. Näin ollen tunnusluvusta saadaan laskettua auki Boreon nykyisten liiketoimintojen viimeisen 12 kuukauden tuloksentekeyky. Tämä asettui Q1'24:n lopun parametrien perusteella noin 12,1 MEUR:oon.

Huomioitavaa lisäksi on, että kirjanpitoikäntönnön mukaisesti taseen 24 MEUR:n hybridilaina lukeutuu Boreon taseessa omaan pääomaan, vaikkakaan osakkeenomistajien pääomaa hybridilainan varat eivät loppuen lopuksi olekaan.

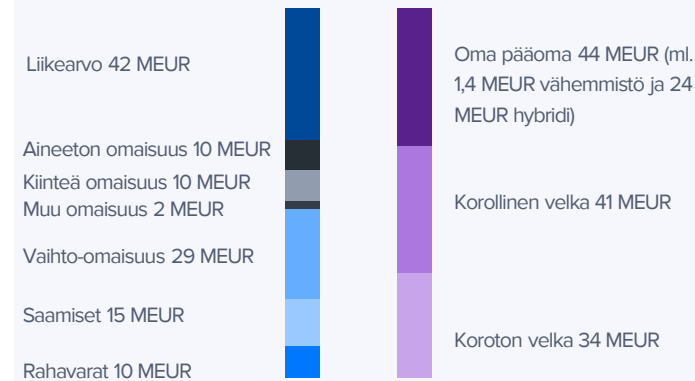
## Investointitarpeet ovat maltilliset

Vuosien 2022 ja 2023 orgaaniset käyttöomaisuus-investoinnit ovat olleet noin 2 MEUR:n kokoluokassa ja edellisen 12 kuukauden aikana ne olivat 2,4 MEUR. Lisäksi vuokrasopimusvelkojen lyhennykset ovat olleet noin 2 MEUR. Arviomme mukaan tämä kokoluokka heijastelee tulevaisuuden investointitarpeita yhtiön nykyisessä kokoluokassa ja heijastelee liiketoiminnan maltillista investointitarvetta.

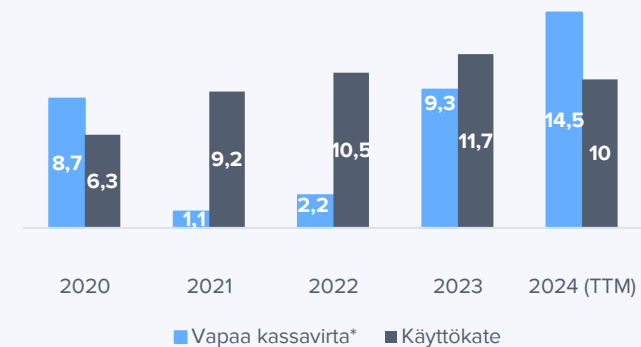
## Yritysosot lyhyellä aikavälillä pienemmässä roolissa

Tavoitetason ylälaitaan nähden ja viimeisen 12 kuukauden tuloskunnolla Boreolla olisi vapaata velkakapasiteettia reilun 7 MEUR:n verran. Yhtiön kommenttien perusteella taseen velkaantuneisuutta kuitenkin supistetaan, joten lyhyellä tähtäimellä jäänevät sivurooliin. Lisäksi on huomioitava, että yhtiön ensimmäisen 20 MEUR:n hybridilainan tarkistuspäivä on 2/2025, jolloin yhtiö arviomme mukaan viimeistään lyhentää [tuoreen 20 MEUR:n hybridilainan](#) (laskettu liikkeelle 3/2024, kolmivuotinen ja 10,75 %:n kiinteä korko) ylittävän hybridilainan osuuden eli 4 MEUR. Muusta pitkäaikaisesta korollisesta rahoituksesta valtaosa erääntyy nykytiedon valossa vuonna 2027.

## Taserakenne Q1'24:n lopussa



## Kassavirran kehitys



Lähde: Boreo, Inderes

\* Vapaa kassavirta = liiketoiminnan nettorahavirta – kom. investoinnit

# Ennusteet 1/4

## Ennustemalli

Ennustamme Boreon liiketoiminta-alueiden liikevaihtoa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä alla olevien markkinakasvujen sekä jo toteutettujen yritysjärjestelyjen pohjalta. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat toimialatasojen odotettuihin kasvuihin, jotka mukailevat hyvin pitkälti kohdemarkkinoiden talouskehitystä ja sitä kautta arvioituja markkinakasvuja. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun sekä liiketoimintojen kulurakenteiden kehitykseen. Pitkällä aikavälillä ennustamme kannattavuutta puolestaan liiketoiminta-alueille arvioimamme pitkän aikavälin marginaalitasojen kautta. Emme ole ennusteissamme ottaneet huomioon todennäköisiä uusia yritysjärjestelyjä. Tämän taustalla on se, ettei järjestelyjen ajoitusten, kokojen ja muiden ominaisuuksien (mm. kauppahinta, rahoitusrakenne ja vaikutukset muihin toimintoihin) arviointi ole mahdollista.

## Orgaaninen kasvun jarrutus heijastuu vuoteen 2024

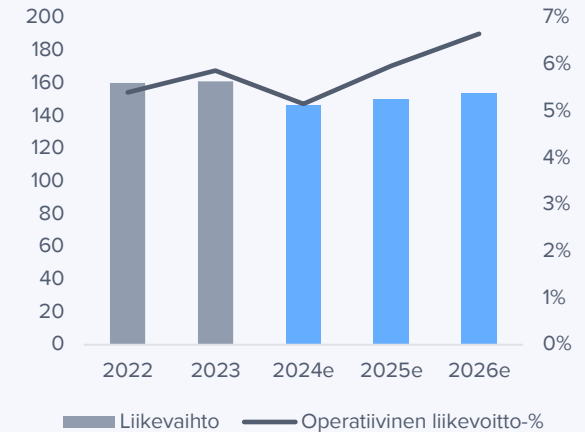
Vuoden 2024 ensimmäisen kvartaalin aikana Boreo on yltänyt 33 MEUR:n liikevaihtoon (TTM: 153 MEUR), mikä tarkoittaa 20 %:n liikevaihdon laskua. Samalla yhtiön operatiivinen liikevoitto laski 72 % 0,6 MEUR:oon (TTM: 8 MEUR). Boreo ei ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Viimeisin yhtiön tekemä yritysosto on viime vuoden kesäkuussa kerrottu Delfin Technologies

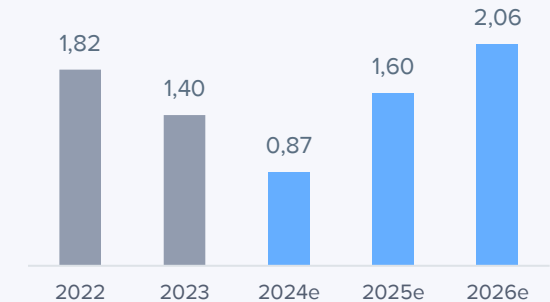
–yritysosto Elektroniikan alle. Siten epäorgaanisesta kasvusta tulee vielä lievästi vetoapua Q2:lla. Kuluva vuoden ennusteissamme odotamme Boreon liikevaihdon kuitenkin laskevan 9 %, mikä heijastelee ennusteissamme edelleen orgaanisesti laskevaa liikevaihtoa Q2:lla ja Q3:lla, joiden vertailukaudet olivat vielä liikevaihdon kehityksen näkökulmasta kohtuullisia, eivätkä arviomme mukaan heijastele tilauskirjojen nykytasoa täysimääräisesti. Vastaavasti Q4:llä odotamme liikevaihdon kääntyvän lievään kasvuun, mutta matalamman kysyntätason peilaamaa koko vuoden liikevaihdon kasvunäkymää tämä ei ennusteissamme muuta.

Boreo toteutti vuoden 2023 aikana tuntuvan kokoisen tehostusohjelman, jonka avulla sen tavoitteena on yltää 1 MEUR:n vuotuisiin nettosäästöihin. Näiden säästöjen yhtiö odottaa realisoituvan täysimääräisesti kuluva vuoden H2:sta alkaen, minkä odotamme heijastuvan molempien operatiivisten segmenttien kannattavuuteen ja myös lievästi supistuvaan konsernitoimintojen operatiiviseen tappioon. Liikevaihtokuorman kehitystä ja tehostusohjelman etenemistä peilaten odotamme Q2'24:n operatiivisen tuloksen edelleen laskevan selvästi vertailukaudesta, kun taas absoluuttisen liikevaihtokuorman nousu ja ennusteissamme marginaaleja tukevan tehostusohjelman myötä odotamme kuluva vuoden jälkimmäisen puoliskon olevan tuloksellisesti selvästi alkuvuotta vahvempi. Tätä taustaa vasten odotamme vuoden 2024 operatiivisen liikevoiton laskevan 20 % edellisvuodesta 7,6 MEUR:oon, mikä vastaa

## Liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden kehitys



## Operatiivisen esakekohtaisen tuloksen kehitys



# Ennusteet 2/4

5,2 %:n operatiivista liikevoittomarginaalia.

Kohonnutta korkotasoa peilaavia nettora hoituskuluja, hybridilainan korkomenoja ja tavanomaista veroastetta heijastellen odotamme vuoden 2024 operatiivisen osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,87 euroon osakkeelta (2023: 1,39e/osake). Ennustamme ettei yhtiö maksa osinkoa myöskään vuoden 2024 tuloksesta, edellisvuoden tapaan.

Odotamme matalamman kysynnän ja muun muassa tiettyjen tuotetarjooman supistamiseen tähtäävien toimenpiteiden myötä kuluvan vuoden rahavirran saavan lievää vahvistusta nettokäyttöpääoman vapautumisesta. Siten vuoden lopun nettovelan odotamme asettuvan noin 29 MEUR:oon, mikä vastaa kuluvan vuoden ennusteellamme 2,9x nettovelka/käyttökattetta.

## Odotamme paluuta kasvu-uralle vuonna 2025

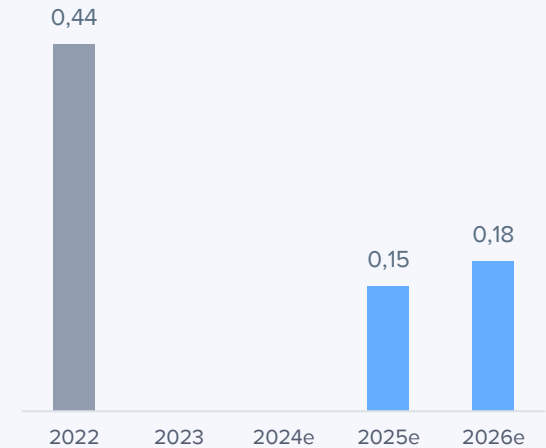
Vuonna 2025 odotamme Boreon liikevaihdon kääntyvän kasvuun vahvempaa talousympäristöä heijastellen ja yltävän 150 MEUR:oon. Elektroniikan liikevaihdon ennustamme kasvavan 3 % kuluvan vuoden matalammalta tasolta palautuvaa kysyntää heijastellen. Teknisen kaupan orgaanisen kasvun ennustamme taas asettuvan 2 %:iin, mikä heijastelee arviomme mukaan laajan yhtiöjoukon erinäköisiä kasvuajureita. Pitkään jatkuneen rakentamisen alakulun myötä alalla on todennäköisesti tiettyä investointivajetta, mutta toisaalta alan kokonaisnäkyminen on nähdäksemme edelleen 12 kuukauden tähtäimelle vaisu. Siten perusskenaariossamme alan kysyntänäkyminen ei

olennaisesti vahvistu vielä alkuvuonna 2025. Tämän odotamme rajaavan koko Teknisen kaupan kasvuvauhtia.

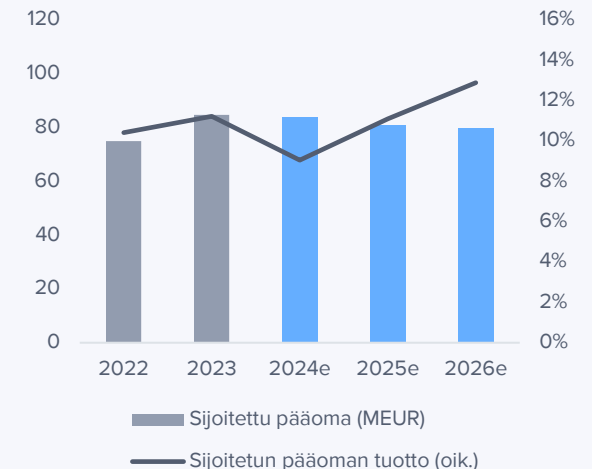
Liikevaihdon kasvua, molempien segmenttien hyvää operatiivista tulosvipua ja täysimääräisesti tuloskuntoon heijastuvia tehostustoimenpiteitä heijastellen ennustamme vuoden 2025 operatiivisen liikevoiton kohoavan 9 MEUR:oon vastaten 6,0 %:n kannattavuutta. Erityisesti Teknisen kaupan alla liikevaihdon jakauman tulisi arviomme mukaan vahvistaa sen kannattavuutta, sillä arviomme mukaan keskimääräistä paremmat kasvunäkymät vuodelle 2025 omaavissa yhtiöissä kannattavuuspotentiaali on myös korkeampi. Vastaavasti vuonna 2025 odotamme konsernitoimintojen kulujen eli liiketappion lievästi kasvavan tavanomaista kustannusten nousupainetta heijastellen.

Edelleen suhteellisen korkeaa korkotasoa peilaten odotamme nettora hoituskulujen tulosrasituksen olevan tuntuva myös vuonna 2025, kun taas hybridilainan korkomenojen odotamme supistuvan lievästi, sillä odotamme yhtiön lunastavan alkuvuonna 2025 ensimmäisen hybridilainan 4 MEUR:n hännän. Tätä ja tavanomaista yhteisöverokantaa mukailevaa veroastetta heijastellen vuoden 2025 operatiivisen osakekohtaisen tuloksen odotamme asettuvan 1,60 euroon osakkeelta. Odotamme yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vuoden 2025 tuloksesta, kun odotamme yhtiön maksavan 0,15 euroa/osake osinkoa keväällä 2026.

## Osakekohtaisen osingon kehitys



## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys \*



Lähde: Inderes

\* Operatiivinen liikevoitto/keskimääräinen sijoitettu pääoma tilikaudella



# Ennusteet 3/4

Liikevaihdon kehityksen kasvuun kääntymistä heijastellen odotamme nettokäyttöpääoman kasvavan lievästi vuonna 2025. Tavanomaisia investointitasoja ja tuntuvia korkomenoja (sis. hybridilainan korkomenot) heijastellen ennusteissamme vuoden 2025 nettovelat asettuvat noin 30 MEUR:oon, mikä vastaa 2,5x kerrointa suhteessa vastaan vuoden käyttökatteeseen.

Emme ole tehneet lähivuosien ennusteisiimme olennaisia muutoksia raportin yhteydessä. Vuoden 2026 raportoitua tulosta painoi muutokset kyseisen vuoden ennustetuissa hankintamenojen allokointeihin liittyvissä poistoissa

## Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme liikevaihdon pysyvän kasvussa alla olevien teollisuudenalojen kehitystä ja yleistä talouskasvunäkymää heijastellen. Siten odotamme

nykyisten liiketoimintojen liikevaihtojen kasvavan keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä 2,5 %:n vuositahtia. Nykyrakenteen liikevoittomarginaalin odotamme liikkuvan 6-6,5 % haarukassa rajallisia hinnoitteluvoimia, melko kapeita skaalahyötyjä ja niiden myötä kestäviksi arvioimiamme tehokkuustasoja heijastellen. Strategian edetessä Boreon todellinen liikevaihdon ja tuloksen kasvuvauhti tulee kuitenkin eroamaan keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteiden mukaisesta tahdista. Siten pidemmän tähtäimen ennusteiden rooli onkin pääasiassa arvonmäärityksen haarukoinnin tukena toimiminen.

## Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Mielestämme lyhyen tähtäimen ennusteisiimme liittyvät keskeisimmät riskit liittyvät orgaaniseen kasvuvauhtiin edelleen tämän hetkisessä alakuloisessa talousympäristössä. Myös loppuvuodelle ja etenkin ensi vuodelle ennustettu

kysynnän piristyminen ja sitä myöden liikevaihdon kasvuun kääntymisen kulmakerron on vaikeasti arvioitava. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä arvioimme Teknisen kaupan omaavan ennusteitamme suurempaa kannattavuuden parannuspotentiaalia, mikä peilaa etenkin vanhan Raskaan kaluston liiketoimintojen potentiaalia.

Boreo on kertonut, että se on sitoutunut toteuttamaan vaadittavat toimenpiteet sen liiketoimintojen omistamiselle asetettujen kriteerien (kestävä tuloskasvu ja yli 50 % käyttöpääoman tuotto) saavuttamiseksi ja mikäli yhtiöt eivät osoita kykyä saavuttaa näitä kriteereitä, se on valmis harkitsemaan rakenteellisia toimenpiteitä. Siten arvioimme mukaan etenkin Teknisen kaupan liiketoimintojen saralla voidaan nähdä myös rakenteellisia muutoksia (liiketoiminnoista luopuminen ja/tai divestoinnit) lähivuosina.

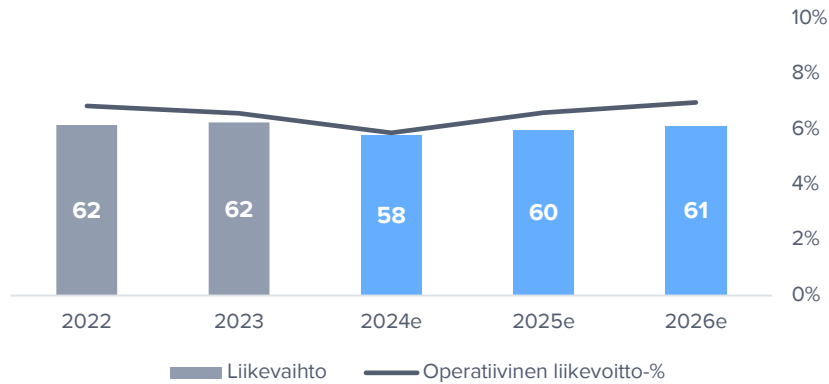
Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	147	147	0 %	150	150	0 %	154	154	0 %
Käyttökate	10,2	10,2	0 %	12,0	11,9	0 %	13,3	13,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,6	7,6	0 %	9,0	9,0	0 %	10,3	10,3	0 %
Liikevoitto	4,5	4,5	0 %	6,4	6,4	0 %	8,6	7,7	-10 %
Tulos ennen veroja	1,9	1,9	0 %	4,6	4,6	0 %	7,0	6,1	-13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,87	0,87	0 %	1,60	1,60	0 %	2,00	2,06	3 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,15	0,15	0 %	0,18	0,18	0 %

Lähde: Inderes

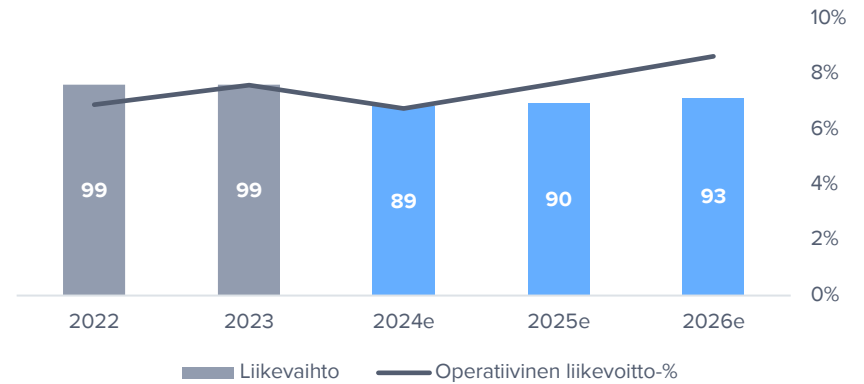


# Ennusteet 4/4

## Elektroniikka



## Tekninen kauppa



## Konsernitoiminnot



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>160</b>	<b>41,0</b>	<b>42,3</b>	<b>41,0</b>	<b>37,1</b>	<b>161,3</b>	<b>32,6</b>	<b>35,9</b>	<b>39,5</b>	<b>38,7</b>	<b>147</b>	<b>150</b>	<b>154</b>	<b>157</b>
Elektroniikka	61,5	15,9	15,1	16,3	15,1	62,4	13,5	13,6	15,5	15,4	58,0	59,8	61,3	62,5
Tekninen kauppa	98,9	25,1	27,2	24,8	22,0	98,9	19,1	22,3	24,0	23,3	88,7	90,4	92,7	95,0
<b>Käyttökate</b>	<b>10,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>11,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>10,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,3</b>	<b>13,8</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-5,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,7	-5,6	-5,6	-5,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>8,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>9,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>6,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,8</b>
Elektroniikka	4,2	0,9	1,0	1,0	1,1	4,1	0,5	0,7	1,0	1,2	3,4	3,9	4,3	4,4
Tekninen kauppa	6,8	1,7	1,9	2,3	1,6	7,5	0,6	1,4	2,0	2,0	6,0	6,9	8,0	8,2
Konsernitoiminnot	-2,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1
Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät	-2,2	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-3,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-3,0	-2,6	-2,6	-1,7
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,6	-2,1	-1,9	-1,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>3,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,1</b>	<b>7,8</b>
Verot	-1,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,7	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,9	-1,2	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,82</b>	<b>0,27</b>	<b>0,37</b>	<b>0,47</b>	<b>0,28</b>	<b>1,39</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,11</b>	<b>0,46</b>	<b>0,44</b>	<b>0,87</b>	<b>1,60</b>	<b>2,06</b>	<b>2,40</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,29</b>	<b>0,07</b>	<b>0,16</b>	<b>0,21</b>	<b>0,03</b>	<b>0,46</b>	<b>-0,45</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,21</b>	<b>0,19</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,63</b>	<b>1,10</b>	<b>1,77</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	31,5 %	29,0 %	4,7 %	-5,2 %	-17,6 %	0,6 %	-20,5 %	-15,1 %	-3,8 %	4,5 %	-9,1 %	2,4 %	2,5 %	2,3 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	20,7 %	70,8 %	3,9 %	-1,0 %	-4,5 %	9,3 %	-70,7 %	-33,2 %	-8,6 %	27,5 %	-20,2 %	18,6 %	14,3 %	2,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	6,5 %	6,5 %	7,1 %	8,1 %	7,3 %	7,2 %	3,1 %	6,6 %	8,6 %	9,0 %	7,0 %	7,9 %	8,7 %	8,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	5,4 %	5,0 %	5,7 %	7,1 %	5,7 %	5,9 %	1,8 %	4,5 %	6,7 %	7,0 %	5,2 %	6,0 %	6,7 %	6,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,1 %	0,4 %	1,0 %	1,4 %	0,2 %	0,8 %	-3,6 %	-1,0 %	1,4 %	1,3 %	-0,3 %	1,1 %	1,9 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Huom. Hybridilainan korot huomioitu osakekohtaisessa tuloksessa ja oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta oikaistu operatiiviset kertaerät ja PPA-poistot.

# Arvonmääritys 1/3

## Kertoimissa tulos pohjaisuus toimii parhaiten

Suosimme Boreon arvonmäärityksessä tulos- ja tase pohjaisia arvostuskertoimia ja kassavirtamallia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskerroimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioiva EV/EBITDA-kerroin. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiön nykyrakenteelle arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme liiketoimintojen laaduista, kannattavuus- ja riskiprofileista. Huomioidaksemme liiketoimintamallin arvonluontipotentiaalin, olemme absoluuttisten kertoimien lisäksi hyödyntäneet myös laajan ja arvonluontimalleiltaan hyvin samanlaisista yhtiöistä koostuvan verokkiryhmän tarjoamaa viitekehikkoa. Tase pohjaisessa arvonmäärityksessä olemme soveltaneet arvostusta suhteessa sijoitettuun pääomaan, mitä peilaamme sijoitetun pääoman tuottoon.

Arviomme mukaan sijoittajan tuotto-odotus rakentuu pitkälti arvostuskertoimien muutoksen ja tuloskasvun kautta, sillä odotamme pääoman allokoinnissa korostuvan epäorgaanisen kasvun myötä lyhyen ja pidemmän tähtäimen osinkotuoton jäävän maltilliseksi ja lähinnä tuotto-odotusta niukasti tukevaksi komponentiksi.

## Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Boreon arvostukseen:

**Yritysostrategian arvonluontipotentiaali** on merkittävä ja yhtiön näytöt strategian

toteuttamisesta ovat mielestämme kokonaisuutena hyvät, vaikka tiettyjen liiketoimintojen operatiivinen kehitys onkin viime aikoina ollut vaisua. Onnistuneen epäorgaanisen kasvun tulisi näkyä kestävässä tuloskasvuna ja eritoten suhteellisesti korkeana pääomien uudelleeninvestointeina houkuttelevalla pääoman tuotolla.

**Nykyisten liiketoimintojen historialliset näytöt** pitkän aikavälin kannattavasta kasvusta ovat jo itsenäisinä kokonaisuuksina hyvät. Nämä näytöt vahvistavat luottamusta liiketoimintojen pidemmän aikavälin kilpailukykyä ja niiden taustalla olevien tekijöiden kestävyyskykyä kohtaan.

**Liiketoimintojen kassavirtaprofiilit ovat yli ajan vahvoja** ja kiinteät investointitarpeet maltillisia. Tämä luo Boreolle tukevan perustan vapaiden kassavirtojen tehokkaalle ja omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

**Liiketoimintojen keskeisimmät kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Boreota talouden suhdannevaihteluille. Yhtiön alla olevien liiketoimintojen, teollisuudenalojen ja siten myös loppukysyntöjen kirjo on kuitenkin laaja. Nämä tekijät arviomme mukaan tasaavat taloussyklien vaikutusta, mutta viime aikainen laskusuhdanne osoittaa kysynnän riippuvuutta yleisestä talouskehityksestä.

**Omistajarakenne on keskittynyt** ja vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden määrä on rajallinen. Nämä tekijät rajoittavat tiettyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta (mm. instituutiot) yhtiöön ja pitävät kaupankäyntiliquiditeetin erittäin ohuena.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	20,2	20,2	20,2
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	54	54	54
Yritysarvo (EV)	105	103	98
P/E (oik.)	23,9	12,6	9,7
P/E	neg.	32,2	17,9
P/B	1,2	1,3	1,2
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,3	8,7	7,4
EV/EBIT (oik.)	13,9	11,4	9,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	23,9 %	15,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,7 %	0,9 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

Arvostukseen vaikuttavien tekijöiden selkeydestä huolimatta tarkan ja staattisen kerroinhaarukan määrittäminen on Boreon kaltaiselle yritysostovetoiselle arvonluojalle haastavaa, sillä turhan rajattu lähestymistapa ohjaisi katsomaan yhtiötä liian lyhyestä perspektiivistä ja pelkästään nykyisten liiketoimintojen tuloksenteekokykyjen perusteella. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä Boreon alla on hyvin suurella todennäköisyydellä nykyistä enemmän liiketoimintoja, joten tarkkaan kerroinhaarukkaan ja vain tämänhetkisiin liiketoimintoihin pohjaava arvonmääritys yli ajan olisi mielestämme myös epärationaalinen.

Mielestämme nykyisten liiketoimintojen arvo peilaa hyvin Boreon perustellun arvon alalaitaa, kun taas tämän ylittävä arvo heijastelee markkinoiden jo hinnoittelemaa tulevien järjestelyiden arvonluontia. Mielestämme tulevien yritysjärjestelyjen arvonluonnin hinnoittelua tulee peilata yhtiön sen hetkiseen yritysjärjestelykapasiteettiin ja historiallisiin näyttöihin arvonluonnista.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

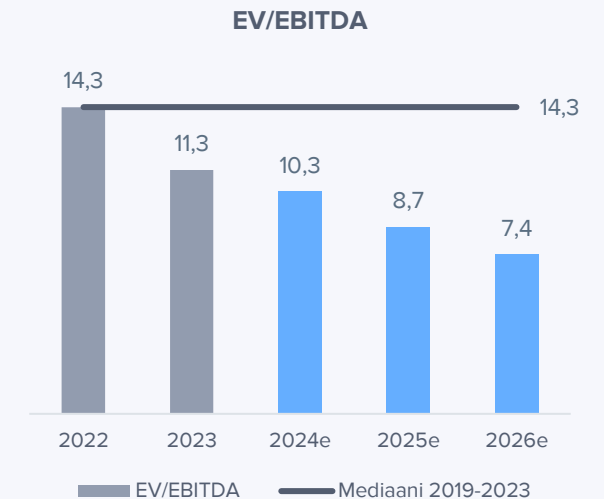
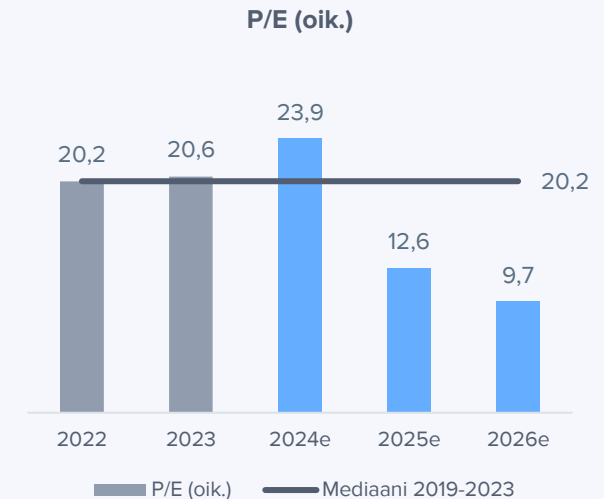
Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat noin 24x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 10x ja 9x. Nämä arvostuskertoimet ovat selvästi viime vuosien toteutuneita arvostustasoa (mediaani) korkeammat. Näkemyksemme mukaan historiallinen arvostustaso on kuitenkin hinnoitellut merkittävää arvonluontia epäorgaanisesti, mitä emme nyt odota. Lisäksi korkojen nousun myötä myös tuottovaade on kohonnut, mikä vastaavasti painaa hyväksyttävää arvostustasoa. Siten

pidämmekin nykyistä hyväksyttävää arvostustasoa matalampana. Näkemyksemme mukaan kuluva vuoden arvostuskertoimet ovat nykyisille liiketoiminnoille perusteltua tasoa (P/E 12-15x ja EV/EBITDA 8-10x) korkeammat, etenkin nettotulospohjaisella P/E-kertoimella. Tämä heijastelee nykyiseen operatiiviseen tulostasoon suhteutettuna korkeita vieraan pääoman kustannuksia eli korkokulujen rasitetta. Vastaavat vuoden 2025 arvostuskertoimet taas painuvat mielestämme perustellun haarukan alalaidan tuntumaan. Siten pidämme absoluuttista arvostustasoa kaikkiaan suhteellisen neutraalina 12 kuukauden tähtäimellä.

## Verrokkiarvostuksesta hyvä mittatikku

Yritysostoja aktiivisesti samanlaisilla liiketoimintamalleilla toteuttavia listattuja yhtiöitä on runsas joukko. Tämä mahdollistaa sen, että Boreon arvostusta voidaan tarkastella myös verrokkien kautta. Verrokkit eivät ole niiden pääoman tuoton pohjalta tarkasteltuna tai riskiprofiileiltaan täydellisen yhteismitallisia, mutta kokonaisuutena verrokkiryhmän arvostus muodostaa Boreon arvostukselle mielestämme hyvän mittatikkun. Verrokkien ja Boreon omaa yritysostostrategiaa mukailien uskomme, että verrokkiryhmän kesken käydään jonkin verran myös kilpailua potentiaalisten ostokohteiden rintamalla.

Verrokkeihin nähden Boreo hinnoitellaan nyt 28 %:n tulospohjaisella alennuksella keskeisillä vuosien 2024-2025 mediaani arvostuskertoimilla.



# Arvonmääritys 3/3

Näkemyksemme mukaan Boreo on perusteltua hinnoitella alennuksella verrokkiryhmään, jonka mediaani sijoitetun pääoman tuotto on ollut tuntuvasti Boreon vastaavaa korkeampi. Yleisellä tasolla katsomme verrokkiryhmän melko korkeiden, joskin myös varsin hajanaisten absoluuttisten arvostuskertoimien olevan perusteltuja, kun valtaosalla toimijoista on kattavat pitkän aikavälin näytöt onnistuneesta pääoman allokoinnista. Erityisen houkuttelevana emme kuitenkaan verrokkiryhmän arvostusta pidä, joten Boreon suhteellinen alennus voi nähdäksemme myös supistua verrokkiryhmän arvostuksen muutoksen kautta.

## Tasepohjainen arvostus

Nykykurssilla laskettu Boreon yritysarvo (sis. Hybridilaina) vastaa ennusteillamme lähes 1,3x sen sijoitettua pääomaa (EV/IC). Vastaavasti historiallisesti yhtiö on saavuttanut karkeasti 11 %:n sijoitetun pääoman tuoton, mistä haarukoituna nykyinen tuotto-odotus asettuu vajaan 9 %:iin. Tämä on käytännössä linjassa soveltamamme tuottovaateen kanssa, joten tämä staattinen ja taaksepäin katsova tarkastelutapa osoittaa osakkeen olevan oikein hinnoiteltu.

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Lähestymme arvonmääritystä myös kassavirtapohjaisen mallin (DCF) kautta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 22,3 euroa. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu asettuu terminaalijaksolla 2 %:iin, kun taas operatiivisen kannattavuuden ennusteemme on 6 %.

Mallissamme terminaalijakson kassavirtojen osuus on kohtuullisen eli 55 %:n tasolla ja käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 %. Mielestämme kassavirtamalli toimii hyvin nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen, mutta se ei huomioi epäorgaanisen kasvun potentiaalista arvonaluontia. Emme odota tämän olevan osakkeen ajuri seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä ja siten kassavirtamalli mielestämme tukee näkemystämme osakkeen oikein hinnoittelusta.

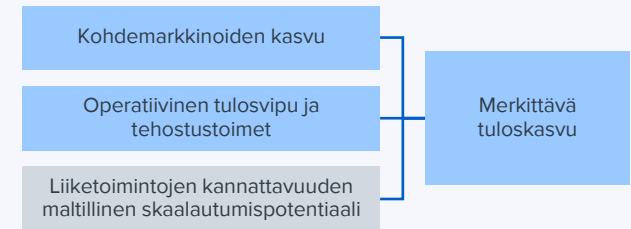
## Sijoitusnäkemys

Toistamme Boreon 22,0 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan osakkeen nykyinen arvostus on puhtaasti nykyliiketoiminnalle perusteltu, mutta se ei sisällä odotuksia todennäköisten tulevien yritysjärjestelyiden arvonaluonnista. Tämä taas on mielestämme perusteltua nykyinen velkaantuneisuus ja viime aikainen operatiivinen kehitys huomioiden. Tätä taustaa ja eri arvonmääritystapojen pohjalta olemme haarukoineet osakkeen käyväksi arvoksi 18-24 euroa. Siten pidämme sijoittajan riski/tuotto-suhdetta nykykurssilla neutraalina ja näin ollen pidämme lisäostojen panttaamista toistaiseksi perusteltuna.

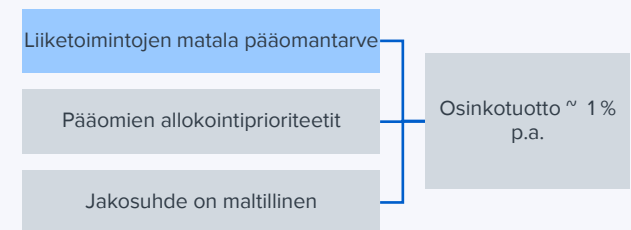
## Osaketuoton ajurit 2023-2026e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

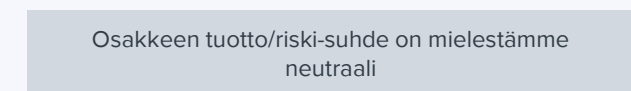
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Vertailuryhmän arvostus

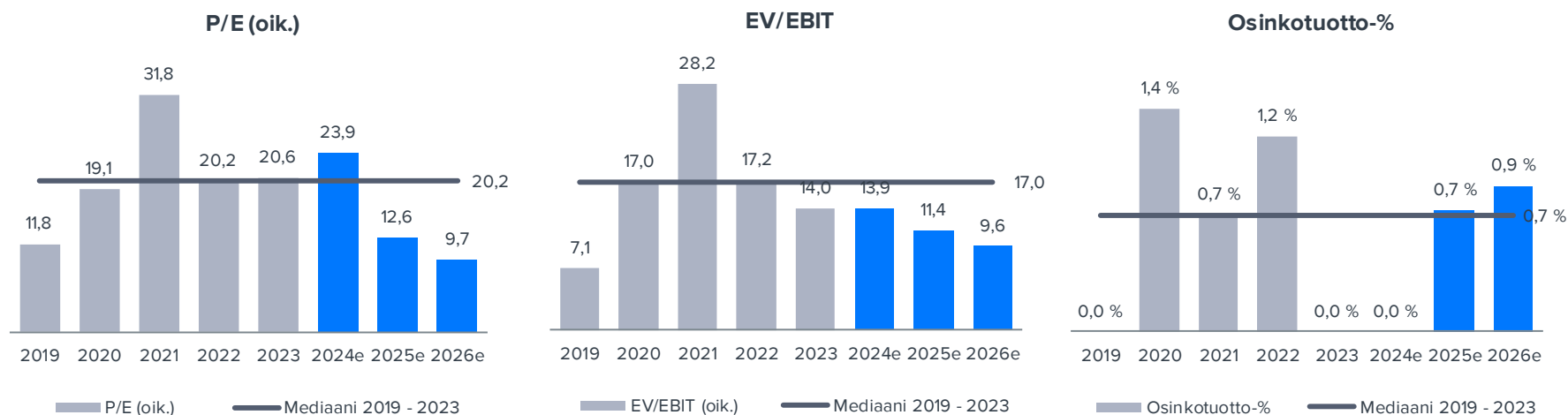
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Indutrade AB	8 787	9 517	28,2	25,9	20,0	18,8	3,5	3,3	35,5	31,8	1,1	1,2	6,3
Bergman & Beving AB	656	794	22,6	21,4	14,0	12,5	1,9	1,8	33,4	28,7	1,4	1,5	3,2
Momentum Group AB	683	728	30,3	28,1	20,7	19,5	3,0	2,8	34,2	30,9	0,9	1,0	10,4
Bufab AB	1 239	1 522	16,9	16,1	14,7	13,7	2,1	2,0	23,0	19,6	1,4	1,5	3,7
Addtech AB	6 110	6 491	31,0	29,1	23,5	22,2	3,7	3,6	41,9	39,2	1,0	1,1	10,9
Beijer Ref AB	7 398	8 124	26,0	23,3	20,7	18,8	2,7	2,4	36,2	31,0	0,9	1,0	3,7
Beijer Alma AB	1 114	1 348	16,3	14,8	11,7	11,1	2,2	2,1	21,2	18,5	1,9	2,0	3,1
Lifco AB (publ)	10 470	11 146	27,7	24,6	20,8	18,8	5,1	4,7	40,4	36,3	0,7	0,8	7,5
Lagercrantz Group AB	3 540	4 074	37,5	33,3	27,8	24,7	5,7	5,2	40,4	35,2	1,0	1,2	9,9
Volati AB	878	1 117	20,0	16,2	12,6	11,1	1,6	1,5	23,1	17,6	1,2	1,4	4,7
Relais Group Oyj	233	383	12,2	11,6	7,6	7,4	1,2	1,2	12,6	10,9	3,6	3,8	2,0
AddLife AB	1 192	1 645	27,6	23,8	12,9	11,8	1,9	1,8	55,7	33,1	0,7	1,3	2,7
Addnode Group AB (publ)	1 393	1 463	28,2	24,0	17,3	15,9	2,1	2,3	38,8	31,2	1,0	1,2	6,8
Instalco AB	909	1 256	15,6	13,6	10,2	9,4	1,0	1,0	17,4	14,0	1,8	2,1	2,8
Seafire AB (publ)	21	41	21,5	11,0	6,2	5,0	0,5	0,5		18,6			0,4
Sdipotech AB (publ)	1 030	1 030	13,0	11,5	9,5	8,7	2,2	2,0	22,9	19,1			2,8
Fasadgruppen Group AB (publ)	299	417	11,6	9,3	8,8	7,4	0,9	0,9	13,6	9,8	2,4	3,0	1,4
<b>Boreo (Inderes)</b>	<b>54</b>	<b>105</b>	<b>13,9</b>	<b>11,4</b>	<b>10,3</b>	<b>8,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>23,9</b>	<b>12,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>22,7</b>	<b>19,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>30,6</b>	<b>25,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,8</b>
<b>Mediaani</b>			<b>22,6</b>	<b>21,4</b>	<b>14,0</b>	<b>12,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>33,8</b>	<b>28,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-38 %</b>	<b>-47 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-66 %</b>	<b>-65 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-67 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osaakekurssi	10,6	29,4	59,0	36,8	28,7	20,2	20,2	20,2	20,2
Osakemäärä, milj. kpl	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	27	75	154	99	77	54	54	54	54
Yritysarvo (EV)	25	100	203	149	132	105	103	98	93
P/E (oik.)	11,8	19,1	31,8	20,2	20,6	23,9	12,6	9,7	8,3
P/E	11,8	32,4	43,3	28,5	61,8	neg.	32,2	17,9	11,2
P/B	1,8	4,8	7,2	2,5	1,9	1,2	1,3	1,2	1,1
P/S	0,5	0,8	1,3	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	1,0	1,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,4	15,9	22,1	14,3	11,3	10,3	8,7	7,4	6,8
EV/EBIT (oik.)	7,1	17,0	28,2	17,2	14,0	13,9	11,4	9,6	8,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	44,1 %	30,9 %	34,7 %	0,0 %	0,0 %	23,9 %	15,9 %	11,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,4 %	0,7 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,9 %	1,0 %

Lähde: Inderes



# DCF-laskelma

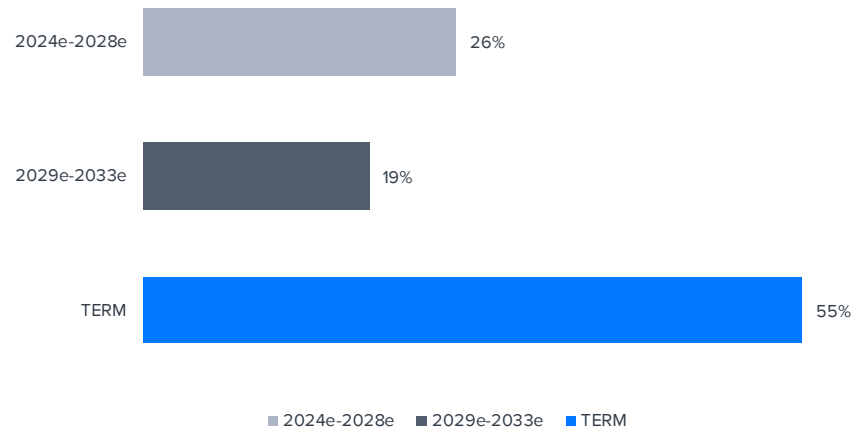
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,6 %	-9,1%	2,4 %	2,5 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	3,1%	4,2 %	5,0 %	5,6 %	6,5 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,3</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,8</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	
+ Kokonaispoistot	5,4	5,7	5,5	5,6	5,0	4,3	4,1	4,2	4,2	4,6	4,6	
- Maksetut verot	0,0	-0,5	-0,9	-1,2	-1,5	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-2,0	-2,2	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	4,7	1,8	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>15,9</b>	<b>10,9</b>	<b>9,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>12,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11,8</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-18	-3,5	-3,6	-3,7	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-1,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,3</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	-1,6	7,4	6,2	7,7	7,6	8,0	8,0	7,4	7,6	8,1	8,3	135
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>7,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>63,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		115	108	102	95,9	90,2	84,7	79,6	75,2	71,0	67,0	63,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>115</b>										
- Korolliset velat		-63,6										
+ Rahavarat		6,5										
-Vähemmistöosuus		-1,8										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>60,0</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>22,3</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,3 %</b>

Lähde: Inderes

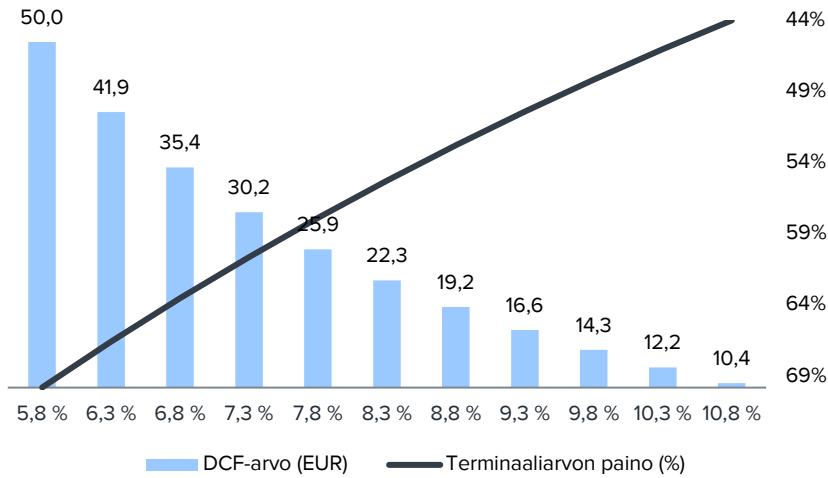
## Rahavirran jakauma jaksoittain



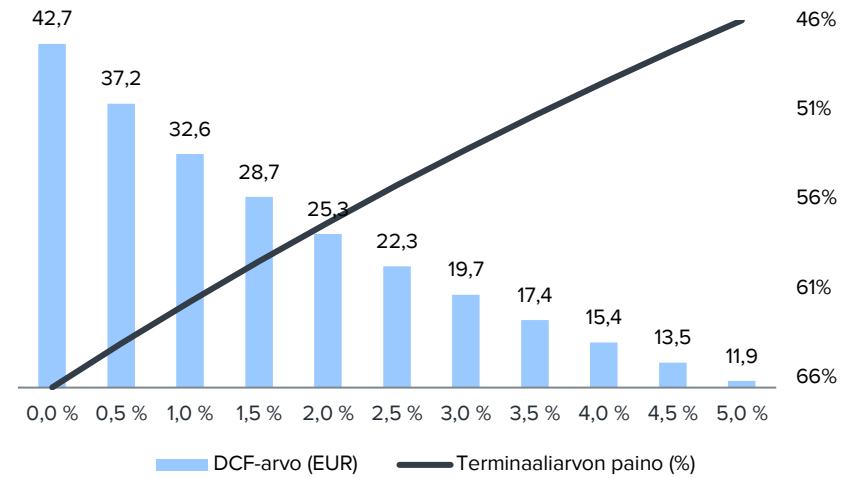


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

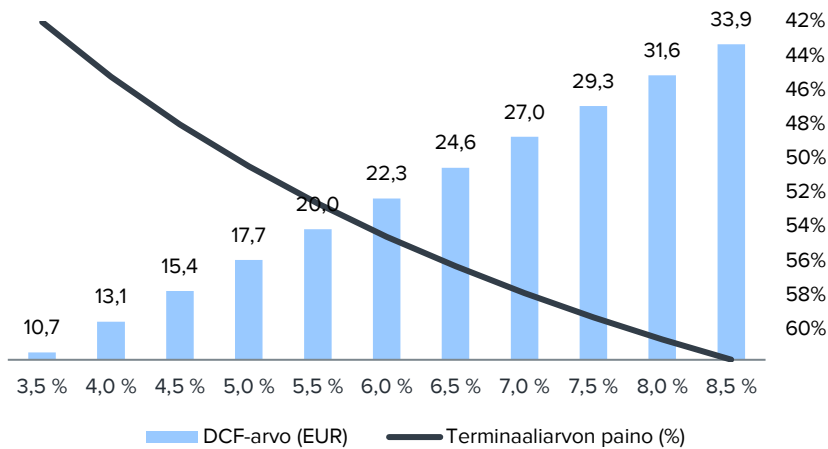
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



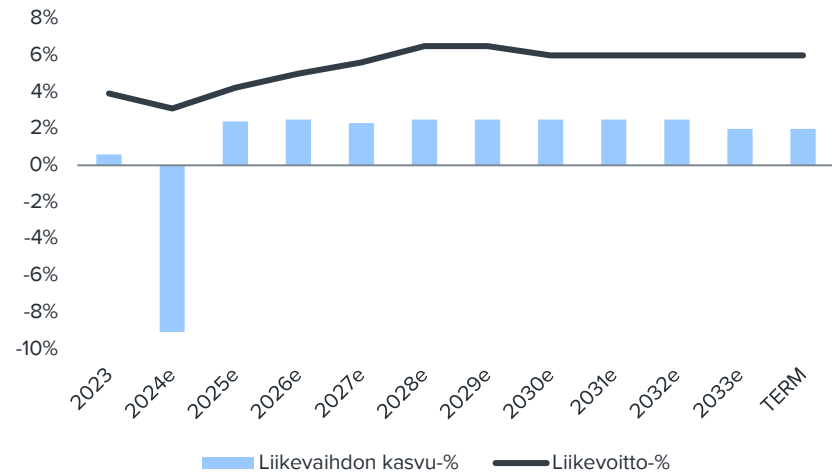
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	122,0	160,4	161,3	146,7	150,2	EPS (raportoitu)	1,36	1,29	0,46	-0,20	0,63
Käyttökate	9,2	10,5	11,7	10,2	11,8	EPS (oikaistu)	1,86	1,82	1,39	0,84	1,60
Liikevoitto	5,8	6,5	6,3	4,5	6,4	Operat. kassavirta / osake	-2,90	4,65	5,93	4,05	3,63
Voitto ennen veroja	4,6	5,5	3,5	2,0	4,6	Vapaa kassavirta / osake	-8,09	-2,78	-0,58	2,76	2,31
Nettovoitto	3,6	-1,3	1,2	-0,5	1,7	Omapääoma / osake	8,21	15,27	15,31	16,61	15,74
Kertaluontoiset erät	-1,4	-2,2	-3,1	-3,0	-2,6	Osinko / osake	0,42	0,44	0,00	0,00	0,15
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	97,4	121,4	119,6	112,5	112,1	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	31 %	1 %	-9 %	2 %
Oma pääoma	22,5	41,8	42,6	46,1	43,7	Käyttökateen kasvu-%	47 %	14 %	12 %	-13 %	16 %
Liikearvo	29,0	35,5	42,4	42,4	42,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	21 %	9 %	-20 %	19 %
Nettovelat	40,9	30,9	37,1	29,5	30,6	EPS oik. kasvu-%	21 %	-2 %	-24 %	-39 %	90 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	7,5 %	6,5 %	7,2 %	7,0 %	7,9 %
Käyttökate	9,2	10,5	11,7	10,2	11,8	Oik. Liikevoitto-%	5,9 %	5,4 %	5,9 %	5,2 %	6,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-16,8	2,3	4,7	1,8	-0,7	Liikevoitto-%	4,7 %	4,0 %	3,9 %	3,1 %	4,2 %
Operatiivinen kassavirta	-7,6	12,3	15,9	10,9	9,7	ROE-%	19,2 %	11,0 %	3,1 %	-1,2 %	3,9 %
Investoinnit	-14,6	-17,3	-17,8	-3,5	-3,6	ROI-%	10,4 %	8,5 %	7,4 %	5,4 %	8,3 %
Vapaa kassavirta	-21,2	-7,4	-1,6	7,4	6,2	Omavaraisuusaste	24,3 %	34,4 %	36,2 %	41,0 %	39,0 %
						Nettovelkaantumisaste	181,9 %	74,0 %	87,0 %	64,0 %	70,1 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	1,7	0,9	0,8	0,7	0,7						
EV/EBITDA	22,1	14,3	11,3	10,3	8,7						
EV/EBIT (oik.)	28,2	17,2	14,0	13,9	11,4						
P/E (oik.)	31,8	20,2	20,6	23,9	12,6						
P/B	7,2	2,5	1,9	1,2	1,3						
Osinkotuotto-%	0,7 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %						

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>53,0</b>	<b>65,6</b>	<b>63,4</b>	<b>61,4</b>	<b>59,5</b>
Liikearvo	36	42	42	42	42
Aineettomat hyödykkeet	7,0	10,0	7,5	5,2	2,8
Käyttöomaisuus	9,2	10,7	11,0	11,4	11,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>68,4</b>	<b>54,0</b>	<b>49,1</b>	<b>50,6</b>	<b>51,9</b>
Vaihto-omaisuus	32,0	31,0	27,9	28,8	29,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	23,2	16,4	15,4	15,8	16,2
Likvidit varat	13,2	6,5	5,9	6,0	6,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>121</b>	<b>120</b>	<b>113</b>	<b>112</b>	<b>111</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>41,8</b>	<b>42,6</b>	<b>46,1</b>	<b>43,7</b>	<b>46,4</b>
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	13,1	13,5	13,0	14,7	17,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	20,0	20	24	20	20
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,8	5,2	5,2	5,2	5,2
Vähemmistöosuus	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>37,7</b>	<b>38,6</b>	<b>36,8</b>	<b>37,5</b>	<b>33,9</b>
Laskennalliset verovelat	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	34,1	34,0	32,3	32,9	29,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>41,9</b>	<b>38,4</b>	<b>29,6</b>	<b>30,9</b>	<b>31,1</b>
Korolliset velat	10,0	9,5	3,1	3,7	3,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	31,9	28,8	26,4	27,0	27,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>121</b>	<b>120</b>	<b>113</b>	<b>112</b>	<b>111</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitseminen ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.8.2022	Lisää	52,0 €	47,70 €
4.11.2022	Lisää	44,0 €	39,60 €
5.12.2022	Vähennä	44,0 €	41,20 €
28.2.2023	Lisää	44,0 €	37,80 €
6.3.2023	Lisää	44,0 €	39,50 €
8.5.2023	Lisää	42,00 €	38,20 €
7.8.2023	Lisää	42,0 €	36,60 €
11.8.2023	Lisää	40,0 €	34,50 €
3.11.2023	Lisää	34,0 €	27,90 €
1.3.2024	Lisää	24,0 €	21,80 €
24.4.2024	Vähennä	24,0 €	24,20 €
1.5.2024	Vähennä	22,0 €	20,70 €
23.5.2024	Vähennä	22,0 €	20,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**