

Yleiselektroniikka

Seurannan aloitus

04/2020

Teknistä tukkukauppaa ja yritysjärjestelyjä

Aloitamme Yleiselektronikan seurannan 15,50 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Yhtiö hinnoitellaan tällä hetkellä mielestämme alle käyvän arvonsa. Vaikka lyhyen tähtäimen ajurit tämän realisoitumiselle puuttuvat, näemme vallitsevat turvamarginaalit poikkeuksellisen korkeaa riski- ja epävarmuustasoa vastaan kuitenkin riittävinä. Yhtiön kilpailukyky on vahvan päämiesportfolion ajamana tukeva ja suhtaudumme luottavaisesti myös yritysostovetoisen strategian arvonluontipotentialiin. Täten näemme yhtiön sijoittajatarinan hyvin mielenkiintoisena ja varovaisten ostojen aloittamisen olevan perusteltua koholla olevista toiminta- ja ennusteriskeistä huolimatta

Operatiivisella tasolla tekninen tukkukauppa, strategisena keihäänkärkenä yritysjärjestelyt

Operatiivisella tasolla yhtiö muodostuu kahdesta teknisestä tukkurista: sähkötekniisiin komponentti- ja laite-toimituksiin erikoistuneesta Yleiselektronikasta sekä helmikuussa 2020 hankitusta teollisuuden työkon- ja komponenttitoimituksiin erikoistuneesta Machinerystä. Konsernin liikevaihdosta noin 70 % tulee Suomesta, 20 % Venäjältä ja 10 % Baltian maista. Asiakkailleen yhtiö luo arvoa tarjoamalla liiketoiminnan vaateisiin vastaavan ratkaisun oikeaan aikaan sekä kilpailukykyiseen hintaan ja päämiehelleen tarjoamalla tehokkaan myyntikanavan pienempiin loppukäyttäjiin. Näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisimmät vahvuudet ovat etenkin vahva päämiesportfolio sekä kustannustehokas toimintamalli. Pääriskit liittyvät puolestaan investointivetoiseen kysyntäkuvaan sekä arvoketjuaseman rajaamaan hinnoitteluvoimaan. Yhtiön strategia on hyvin kasvuorientoitunut ja sen keihäänkärkenä on omistaja-arvon luominen sekä nykyisiä liiketoimintoja tukevien ja vahvistavien että toimintaa laajentavien yritysostojen kautta. Strategista painopistealuetta heijastellen näemmekin yhtiön profiloituvan pidemmällä aikavälillä laajalla, hajautetulla sekä mahdollisesti myös tukkukaupan ulkopuolelle ulottuvalla liiketoimintaportfoliolla operoivaksi ja toimintajänteeltään pitkäikäiseksi teolliseksi omistajaksi.

Koronavirus sotkee tämän vuoden, mutta ei rapauta rakenteellisesti

Koronaviruspandemia tulee väistämättä iskemään molempien liiketoimintahaarojen kysyntäajureihin (mm. teollisuuden investointiaktiiviteetti) ja siten koko vuoden orgaanisiin toimitusvirtoihin. Kuluva vuonna odotamme konsernin liikevaihdon kasvavan 51 % 91 MEUR:oon täysin Machinery-kaupan epäorgaanisten vaikutusten ajamana. Oikaistun liikevoiton odotamme kohoavan 9 % 3,8 MEUR:oon Machineryn tuloskontribuution kompensoidessa orgaanista volyymlaskua ja sen lieviä vipuvaikutuksia. Ensi vuonna odotamme yhtiön toimintaympäristön ja suoritustason normalisoituvan, joskin koronaviruksen aiheuttamien rasitteiden todelliseen mittakaavaan liittyvät kysymysmerkit pitävät riskitason vielä kiusallisen korkealla ensi vuoden kehityskaarta ajatellen. Koronaviruksella ei kuitenkaan tulisi olla rakenteellisia vaikutuksia yhtiön keskeisimpiin kilpailuvaltteihin, mitä heijastellen uskomme suhteellisen suoritus- ja iskukyvyn pysyvän tyydyttävänä vallitsevassakin toimintakehikossa.

Varovaisten ostojen aloittaminen on perusteltua

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 18x ja 12x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 7x. Tämän vuoden pehmeästä tuloksesta huolimatta kertoimet eivät ole sietämättömän korkeita ja ensi vuoden kertoimilla yhtiö on jo edullinen, vaikka tulostaso jää vielä selvästi nykyrakenteen potentiaalista. Lyhyen tähtäimen poikkeuksellisen korkeasta riskitasosta huolimatta on yhtiön pidemmän aikavälin arvonluontipotentialin ja riittävän leveiksi taipuvien turvamarginaalien muodostama kokonaisuus mielestämme riittävän houkutteleva. Näin ollen pidämme varovaisten ostojen aloittamista ja yhtiön sijoittajatarinan kyytiin nousemista perusteltuna.

Analytytikot



Joonas Korkiakoski

+358 40 1828 660

joonas.korkiakoski@inderes.fi



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



15,50 EUR

Osakekurssi: 14,20 EUR

Potentiaali: 9,2 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Maailmanlaajuisen koronaviruspandemian (COVID-19) johdosta olennaisesti muuttuneen tilanteen ja siihen liittyvän merkittävän epävarmuuden vuoksi Yleiselektronikka ei anna toistaiseksi näkymiä vuodelle 2020.

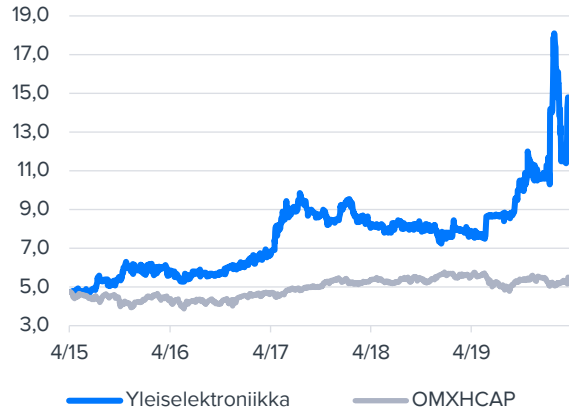
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	59,9	90,5	103,3	107,5
kasvu-%	5 %	51 %	14 %	4 %
EBIT oik.	3,5	3,8	5,0	6,4
EBIT-% oik.	5,8 %	4,2 %	4,9 %	5,9 %
Nettotulos	2,3	1,9	2,9	4,1
EPS (oik.)	0,90	0,81	1,15	1,59

P/E (oik.)	11,8	17,5	12,4	8,9
P/B	1,8	2,1	1,9	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	2,7 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	7,1	13,2	9,5	6,9
EV/EBITDA	5,4	8,7	6,6	5,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5	0,4

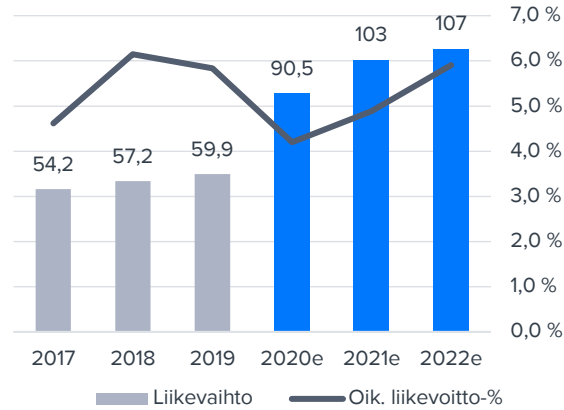
Lähde: Inderes

Osakekurssi



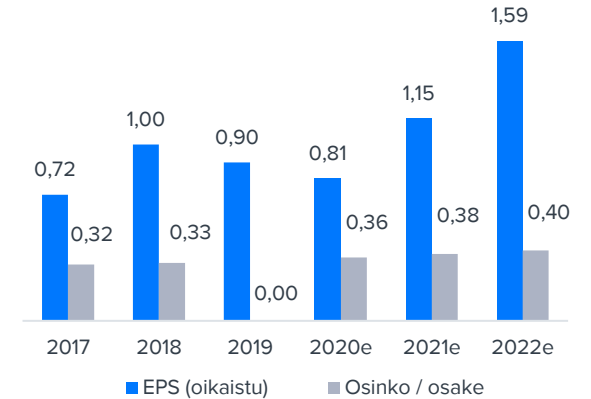
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liiketoimintaa tukevien ja toiminta-alaa laajentavien yritysostojen toteuttaminen
- Nykyliiketoimintojen vakaa, mutta maltillinen orgaaninen kasvukuva
- Toiminnan pääomakeveä luonne mahdollistaa korkeat pääoman tuottoluvut
- Keskipitkällä aikavälillä kertoimissa selvää nousuvaraa

Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkaan toimintamallin rappeutuminen
- Hinnoitteluvoima on kokonaisuudessaan rajallinen
- Kysyntä luonteeltaan investointivetoista ja siten syklistä
- Koronavirus lyhyellä tähtämellä huomattava riski

Arvostus

- Absoluuttinen arvostus ei kohoa kuluvaan vuoteen pehmeästä tuloksesta huolimatta sietämättömän korkealle
- Pidemmän aikavälin tulospotentiaaliin suhteutettuna arvostus on jo huomattavan edullinen
- Yhtiö hinnoitellaan alle nykyrakenteensa käyvän arvon
- Osinko vain maltillisesti tuotto-odotusta tukeva komponentti

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	7-11
Sijoitusprofiili	12-14
Toimiala ja kilpailukenttä	15-19
Strategia	20-24
Taloudellinen tilanne	25-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys ja suositus	33-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Yleiselektronikka lyhyesti

Yleiselektronikka-konserni muodostuu sähkötekniseen tukkukauppaan asemoituneesta Yleiselektronikkasta sekä tuotantotekniseen tukkukauppaan erikoistuneesta Machinerystä.

1969

Perustamisvuosi

1988

Listautuminen

112 MEUR

Havainnollistava liikevaihto 2019

7,4 MEUR (6,6 % liikevaihdosta)

Havainnollistava liikevoitto 2019 (ilman kertaluontoisia eriä)

2

Portfolioyhtiöt

5

Toimintamaat

336

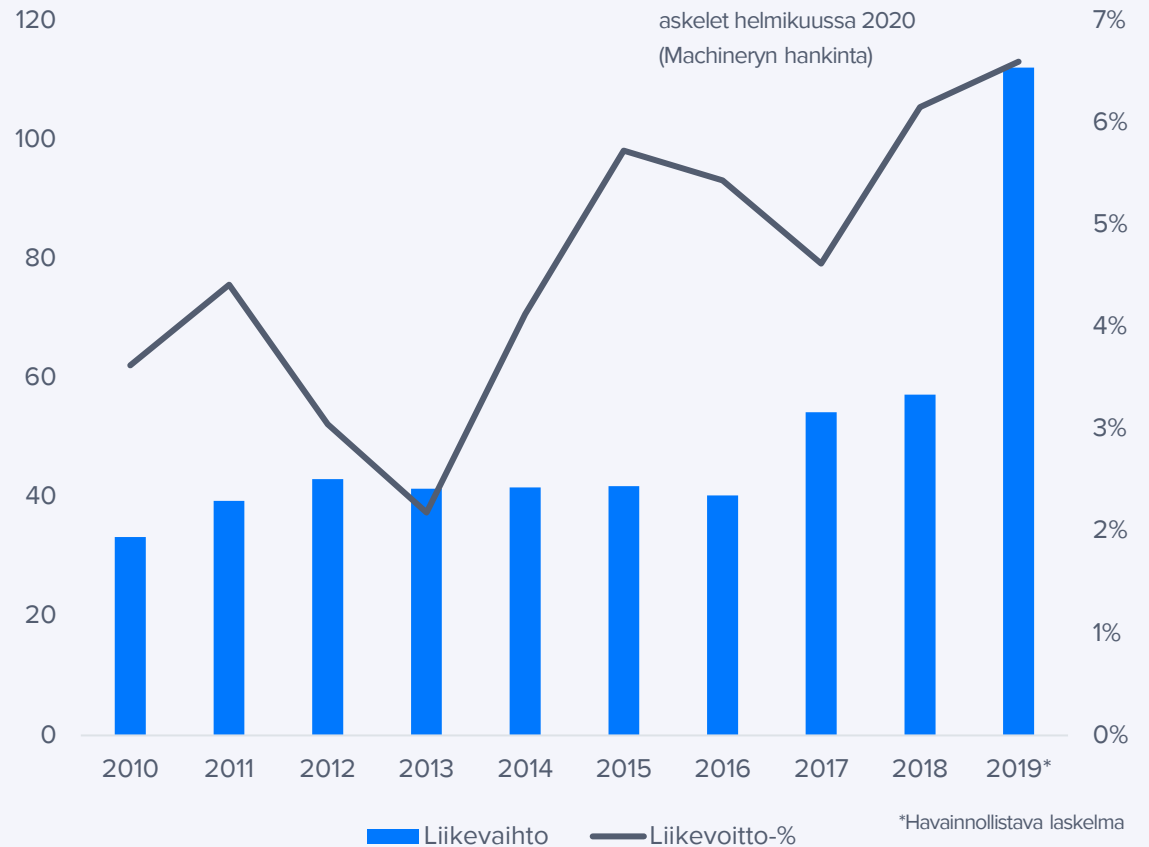
Havainnollistava henkilöstömäärä vuoden 2019 lopussa

Vuodet 2010-2016

- Hyvin vakaan operatiivisen suorittamisen aikakausi
- Kannattavuusparannuksen taustalla lievä kasvu ja kustannustehokkaan toimintamallin purevuus
- Myyntimixin painopiste kohti sähkö- ja automaatiolaitteita

Vuodet 2017-2019

- Vahvat kannattavan kasvun vuodet
- Noretron Komponentit -kauppa 2017
- Omistajarakenteen muutos luo pohjan sekä takaa kyvykkyydet hyvin kasvuorientoituneen strategian toteuttamiselle
- Uuden strategian ensimmäiset askelet helmikuussa 2020 (Machineryn hankinta)



*Havainnollistava laskelma

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Tekniseen tukkukauppaan erikoistunut konserni

Yleiselektronikka on tekninen tukkukauppa, joka muodostuu kahdesta liiketoimintahaarasta: ammattielektroniikan sähkötekniisiin komponentti- ja tuotantolaitetoimituksiin erikoistuneesta Yleiselektronikkasta (YE) sekä perus- ja rakennusteollisuuden työkonetoimituksiin kuin myös huolto- ja varaosapalveluihin erikoistuneesta Machinerystä. Yhtiöllä ei ole omaa tuotekehitystä tai -valmistusta. Operaatiotasolla tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö on keskittynyt vastaamaan päämiesportfoliossaan olevien toimittajien (ts. laite- ja komponenttivalmistajien) tuotetarjoaman myynnistä, jakelusta sekä myynnin jälkeisistä toiminnoista, kuten huollosta ja teknisestä tuotetuesta. Yhtiön molemmat liiketoimintahaarat ovat lisäksi keskittyneet lähes täysin yrityspuolen asiakkaiden palvelemiseen.

Yhtiö operoi yhteensä viidessä toimintamaassa (Suomi, Venäjä, Viro, Latvia ja Liettua) ja vuoden 2019 lopussa se työllisti 238 henkilöä. Machineryn hankinnan myötä koko konsernin henkilöstömäärä nousi yli 300 työntekijään.

YE:n tuloksesta valtaosa tulee Venäjältä

Vuonna 2019 puhtaasti YE:n toiminnasta koostunut konserni ylsi 60 MEUR:n liikevaihtoon ja 5,8 % liikevoittomarginaaliin, jota voidaan mielestämme pitää verrattain tyydyttävänä tasona tukkukaupan ansaintalogiikkaan ja sitä kautta melko rajalliseen hinnoitteluvoimaan suhteutettuna. Tämä on mielestämme osoitus yhtiön kilpailukykyisistä tuote-eduksista sekä myös onnistuneesta asemoitumisesta

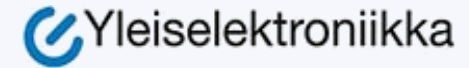
ammattielektroniikan asiakassegmenttiin.

Maantieteellisesti tarkasteltuna YE:n tärkeimpiä markkina-alueita ovat Suomi, joka toi 41 % liikevaihdosta vuonna 2019 sekä Venäjä, jonka osuus liikevaihdosta oli 37 %. Tuloksen muodostumisen kannalta Venäjä on kuitenkin huomattavasti Suomea tärkeämpi, sillä vuonna 2019 sen osuus liikevoitosta oli 68 %, kun taas Suomen liikevoittokontributio oli 20 %.

Machinery on kotimarkkinavetoinen

Vuonna 2019 Machineryn liikevaihto oli 52 MEUR ja liikevoittomarginaali IFRS-standardiin konvertoituna 7,4 %. Myös Machineryn kannattavuustasoa voidaan mielestämme pitää varsin hyvänä. Hyvän operatiivisen kannattavuustason taustalla on arviomme mukaan erityisesti vahva päämiesportfolio sekä tehokkaasti toimiva ja korkean teknisen osaamistason omaava myyntiorganisaatio. Arviomme mukaan Machineryn välitön liiketoiminta on puhtaasti kotimarkkinavetoista. Machineryn asiakkaiden asiakkaat ovat käsityksemme mukaan kuitenkin tyypillisesti kansainvälisiä toimijoita, mitä peilaten yhtiön liiketoiminta ulottuu toimitusketjujen ja siten välillisten kysyntäajureiden kautta myös Suomen rajojen ulkopuolelle.

Havainnollistamistarkoituksessa laaditussa laskelmassa (ilman kertaluontoisia eriä) koko konsernin liikevaihto olisi ollut 112 MEUR ja liikevoittomarginaali 6,6 %, mikäli Machinery olisi konsolidoitu konserniin jo koko vuoden 2019 osalta. Arviomme mukaan tämä havainnollistus antaakin kohtuullisen kuvan myös nykyrakenteen pidemmän aikavälin suorituskyvystä.



- Sähkötekniisten komponenttien ja tuotantolaitteiden toimittaja
- Monikymmenvuotinen kokemus sähköteknisestä tukkukaupasta
- Yli 22.000 tuoteartikkelin portfolio ja kyky myös yön yli toimituksiin
- Pienten erien verkkokauppa yhteistyössä Iso-Britannialaisen RS Componentsin kanssa
- Toimintaa yhteensä viidessä eri maassa

MACHINERY

- Perus- ja rakennusteollisuuden työ- ja tuotantokoneiden toimittaja
- Kattava tarjoama myös huolto- ja varaosapalveluissa
- Markkinajohtaja Suomessa
- Yli satavuotinen operatiivinen historia
- Tehokas ja korkean osaamistason omaava myyntiorganisaatio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Historiallinen kehitys

Yleiselektronikalla on takanaan pitkä historia, sillä yhtiö on perustettu vuonna 1969 ja ollut listautuneena Helsingin pörssissä vuodesta 1988. Historiassaan yhtiö on kasvanut sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti pieniä ydintoimintoja tukeneita yritysostoja toteuttamalla (mm. Noretron Komponentit vuonna 2017). Operatiivisesti tarkasteltuna yhtiön historiallinen kehityskaari on ollut hyvin tasainen ja arviomme mukaan ensisijaisina prioriteetteina on ollut vakaa kannattavuus ja kassavirta sekä vahvan taseaseaman säilyttäminen, minkä taustalla arvioimme olleen aikaisemman pääomistajan varsin konservatiivinen ajatus- ja toimintamalli.

Preato Capital tuli Yleiselektronikan pääomistajaksi vuonna 2019 ja pääomistajan muutoksen myötä konsernin strategia ja tavoitteet muuttuivat selvästi kasvuhakuisemmiksi. Historiansa toistaiseksi suurimman järjestelyn yhtiö toteutti helmikuussa 2020 hankkimalla Machinery Oy:n koko osakekannan. Kaupan myötä yhtiön koko liki tuplaantui ja toiminta laajeni sähkötekniikan tukkukaupan ulkopuolelle. Kauppa oli lähipiiritransaktio (ts. myyjänä Preato Capital), mutta se oli markkinaehtoinen ja pidämme Machineryn arvostusta transaktiossa edullisena (IFRS-konvertoituna EV/EBITDA 4x ja EV/EBIT 5x).

Johto ja omistajarakenne

Helmikuusta 2020 lähtien yhtiön väliaikaisena toimitusjohtajana on toiminut DI, CEFA Martti Yrjö-Koskinen, mutta viimeistään toukokuussa vetovastuun yhtiöstä ottaa MMM, CEFA Kari Nerg. Yhtiön hallitus koostuu seitsemästä jäsenestä ja

puheenjohtajana on toiminut vuodesta 2020 lähtien Simon Hallqvist. Hallituksen muut jäsenet ovat Ralf Holmlund, Martti Yrjö-Koskinen, Anssi Ruohtula, Michaela von Wendt, Camilla Holmlund ja Jouni Grönroos. Hallituksen jäsenistä Hallqvist ja Yrjö-Koskinen eivät ole riippumattomia yhtiön suurimmasta osakkeenomistajasta Preato Capitalista. Kokonaisuudessaan hallitus on mielestämme hallinnointikoodin mukainen.

Yleiselektronikan suurin omistaja Preato Capital omistaa yhtiöstä 76 %. Preato on henkilöomisteinen sijoitusyhtiö, jonka tavoitteena on kohdeyhtiön pitkäaikainen omistaminen ja jatkuva kehittäminen. Yhtiön omistajarakenne ja suurimman omistajan tahtotila takaavat mielestämme sen, että yhtiötä johdetaan hyvin omistaja-arvokeskeisesti ja turhan aggressiivista riskinottoa välttäen. Lisäksi Preato vaikuttaa olevan sitoutunut kehittämään Yleiselektronikkaa erityisesti pörssiyhtiönä. Myös Preato operoi arviomme mukaan hyvän hallintotavan mukaan ja uskomme potentiaalisissa yritysostokohteissa etuosto-oikeuden olevan Yleiselektronikalla, vaikka kohteita Preaton johdolla todennäköisesti seulotaankin. Keskittyneen omistajarakenteen olemme huomioineet arvonmäärityksessämme likviditeettipreemiona.

Liiketoimintamalli

Myynti ja jakelu teknisen tukkurin kovaa ydintä

Koska Yleiselektronikka on tukkuri, ei yhtiöllä ole omaa valmistavaa toimintaa. Näin ollen yhtiön liiketoimintamallin ydintoimintoja ovat päämiesportfoliossa olevien toimittajien tuotteiden

myynti ja jakelu. Ydintoimintojen lisäksi yhtiön liiketoimintamallissa on myös useita arvoa luovia tukiprosesseja, kuten asennus- ja varaosapalveluita, huoltotoimintoja sekä teknistä tuotetukea, joiden tukemana yhtiö pyrkii olemaan asiakkailleen kokonaisvaltaisina kumppaneina. Tukkurin rooli on myös päämiehen kannalta tärkeä, sillä niiden avulla päämiehet kykenevät kasvamaan myös pienempien asiakkaiden kautta. Tukkurin ei siten suoraan kilpaile päämiehen omien myyntioperaatioiden kanssa, vaan on osa päämiehen jakelukanavaa.

Näitä ydin- ja tukitoimintoja heijastellen myös yhtiön arvoketjuasema painottuu päämies- ja asiakasverkoston väliseen lohkokon. Päämiehillään yhtiö luo arvoa tarjoamalla toimivan ja tehokkaan myynti- ja jakeluverkoston etenkin pienempiin asiakkaisiin, kun taas asiakkaiden suuntaan arvo syntyy erityisesti tuotetarjoaman laajuuden (ml. tukitoimet) ja sen kilpailukykyisen saatavuuden kautta. Kokonaisuudessaan näemme arvoketjuaseman tyydyttävänä, vaikka yhtiön hinnoitteluvoima onkin varsin rajallinen.

Liiketoimintahaaroissa sama perusdynamikka

YE:n asiakkaat ovat arviomme mukaan tyypillisesti elektronikkateollisuuden laite- ja sopimusvalmistajia, huoltoliikkeitä sekä tutkimuslaitoksia. Elektroniset komponentit ovat raaka-aineen omaisessa roolissa yhtiön asiakkaiden lopputuotteissa. Tästä johtuen yhtiö pyrkii arviomme mukaan solmimaan asiakkaidensa kanssa hankinnan tietyn tason runkosopimuksia, jotka tuovat mukanaan tietyn pohjakäytännön ja ennustettavuuden sekä

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

tehostavat myös yhtiön käyttöpääoman hallintaa. Pohjakysynnästä huolimatta runkosopimukset eivät kuitenkaan tuo syklinkestäväää kilpeä, vaan lopulliset tilausvirrat ovat aina riippuvaisia asiakkaiden toimintojen kulloisistakin kehityssuunnista. Asiakkaille runkosopimukset tarjoavat puolestaan keskitetyn hankinnan kautta tehokkuus- ja kustannushyötyjä.

Runkosopimusten lisäksi yhtiöllä on myös merkittävää projektimyyntiä sekä asiakkaan akuuttiin tarpeeseen vastaavaa suoraa hyllymyyntiä. Projektimyynnistä on syytä huomata se, että kyseessä on asiakkaan oma projekti, johon YE toimittaa tarvittavat komponentit. Lisäksi projektimyynti on runkosopimusten tuomaa liikevaihtovirtaa syklistä, vaikka yksittäisten projektien kesto voikin olla pisimmillään useita vuosia ja projektin aikana ennustettavuus on yleensä hyvä. Myös projektimyynnin maantieteelliset vaihtelut ovat arviomme mukaan merkittäviä. Esimerkiksi Venäjällä projektimyynnin osuus kokonaisuudessa on näkemyksemme mukaan huomattavan korkea peilaten muun muassa asiakkaiden riippuvuutta julkisen rahoituksen saatavuudesta ja sen ajoittumisesta. Arviomme mukaan projekti- ja hyllymyynnin osuus YE:n liikevaihdosta on yhteensä noin 50 %.

Machineryn asiakaskenttä ulottuu arviomme mukaan varsin laajasti teollisuus- ja rakennussektorin arvoketjun eri osiin, sillä yhtiöllä on asiakkainaan sekä perus- ja rakennusteollisuuden pieniä ja keskisuuria toimijoita kuten tilauskonepajoja ja koneurakoitsijoita että myös laitevalmistajia (OEM-yhtiöt). Machineryn tuotekysyntä on luonteeltaan

pääosin investointivetoista (pl. rakennusteollisuuden hyllytavara), sillä esimerkiksi yhtiön tarjoamassa olevat työstökoneet ja teollisuusmoottorit ovat asiakkaille tyypillisesti pääomahyödykkeitä. Yhtiön liikevaihtovirtojen luonteissa on arviomme mukaan kuitenkin useampaa taajuutta, sillä Machinery toimittaa asiakkaiden tarpeisiin sekä yksittäisiä koneita, laitteita ja komponentteja (ts. yhtiön oma projekti) että on mukana asiakkaan omissa projekteissa tarvittaessa aina suunnitteluvaiheesta varsinaisen tuotteen tai kokonaisuuden toimitukseen ja myöhemmän vaiheen tukitoimiin saakka. Lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan myös sellaisia tulovirtoja, joissa on tiettyjä elementtejä näistä molemmista päähaaroista. Arviomme mukaan erityisesti OEM-yhtiöistä kotiutuviissa tulovirroissa yhtiö on mukana hyvin varhaisesta vaiheesta alkaen, kun taas esimerkiksi pienet konepajateollisuuden asiakkaat painottuvat yksittäisten komponentti- ja laitetuotteiden piiriin.

Yhtiön asiakkaat ovat näkemyksemme mukaan kotimaisia toimijoita. Asiakkaiden asiakkaat ovat kuitenkin tyypillisesti kansainvälisiä operoijia, mitä heijastellen myös Machineryn toimittamien tuotteiden määränpää on jatkojalostamisen jälkeen hyvin usein Suomen rajojen ulkopuolella ja vain osa toimituksista jää suoraan asiakkaan omaan liiketoimintaan. Tätä dynamiikkaa mukailen yhtiö huoltaakin vain harvoin itse myymiään tuotteita. Kokonaiskuvassa Machineryn tuotteiden myyntityö on hyvin pitkäjänteistä ja asiakassuhteet arviomme mukaan laaja-alaisten huolto- ja tukitoimien vahvistamina pitkiä. Huolto tuo lisäksi yhtiön liiketoimintaan tiettyä vakautta,

vaikka sen kokoluokka ja dynamiikka (ts. riippuvuus uuslaitemyynnistä) huomioiden puskuri kysynnän vaihteluita vastaan ei ole massiivinen. Operaatioiden ja sitä kautta liikevaihtovirtojen luonteista johtuen näkyvyys Machineryn liiketoimintaan on kuitenkin tyypillisesti varsin lyhyt ja kova tilauskanta arviomme mukaan noin neljänneksen mittainen.

Kokonaisuudessaan Yleiselektronikan toimintamalli on tukkurille varsin tyypillinen ja liiketoimintahaarojen perusdynamiikka samanlainen. Toimintamallin geneerisestä luonteesta johtuen se ei mielestämme itsessään tuo yhtiölle etumatkaa tai luo selkeää kilpailuetua. Näin ollen näemmekin yhtiön vahvuuksien kumpuavan erityisesti päämiehistä sekä korkean teknisen osaamistason myyntiorganisaatiosta.

Päämiesportfolion vahvuus määrittää kilpailukyyn ja on myös kilpailuedun lähde

Mielestämme keskeisin Yleiselektronikan kilpailukykyä ajava rakenteellinen tekijä on vahva ja pitkäkestoisista toimittajasuhteista koostuva päämiesportfolio. Luonnollisesti myös yhtiön oma tehokkuustaso on tärkeässä roolissa, mutta ottaen huomioon tukkukaupan ansaintalogiikan, on pidemmällä aikavälillä kilpailukyyn säilyttäminen ja siten myös arvonluonti heikolla (ts. tuotteiden matala tekninen laatutaso ja suorituskyky) päämiesportfoliolla mielestämme hyvin haastavaa.

Päämiesportfolio vaikuttaa suoran tuotekysynnän ohella myös yhtiön asiakaspysyvyyteen, sillä arviomme mukaan asiakkaat pyrkivät tyypillisesti pitkäaikaiseen samaan toimittajaan / jakelijoihin

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

mahdollisimman pitkään ja uudelleenjärjestelemään hankintaketjujaan vain vakavin perustein. Tästä johtuen vahva päämiesportfolio voidaan mielestämme nähdä yhtiölle asteittaisena kilpailuedun lähteenä sen asiakaspysyvyyttä vankistavia ja vaihdon kustannuksia kohottavia vaikutuksia heijastellen. Lisäksi uusien päämiesten orgaaninen hankkiminen on arviomme mukaan verrattain hidas ja vaikea prosessi sekä sähkö- että tuotantoteknisessä tukkukaupassa jakelijoilta vaadittavia myynti- ja huoltoverkostoon kohdistuvia panostuksia, päämiesten erilaisia jakelustrategioita (mm. alueellisesti rajallinen määrä tukkukumppaneita) sekä päämies/jakelija-suhteiden pitkäikäisyyttä mukaillen. Tämä korostaa mielestämme päämiesportfolioa kilpailuedun lähteenä rajaamalla osittain sekä kilpailijoiden kasvumahdollisuuksia että nostamalla alalle tulon kynnyksiä erityisesti Machineryn viitekehityksessä.

Päämiesportfolion vahvuutta tarkasteltaessa mielestämme huomiota tulee kiinnittää erityisesti päämiesten laatuun varsinaisen lukumäärän sijaan ja arvioimme tämän kulman olevan myös yhtiön portfolionhallinnan keskeinen prioriteetti. Arviomme mukaan yhtiö on tässä myös kiitettävällä tavalla onnistunut, sillä yhtiöllä on pitkiä päämiessuhteita omien tuotesegmenttiensä johtavien toimijoiden, kuten Putzmeisterin (betonipumput), Cumminsin (teollisuusmoottorit) ja Fluken (mittauslaitteet) kanssa.

Kustannusrakenne on melko kevyt

Yliselektroniikan kustannusrakenne on melko kevyt, sillä suurin osa kustannuksista on muuttuvia

materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista yhteensä noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas kiinteiden kustannusten osuus on 15-20 %. Kiinteiden kustannusten suhteellisen matalaa osuutta selittää, ettei yhtiöllä ole myyntiin ja jakeluun keskittyneenä toimijana omaa valmistavaa tuotantoa ja siihen liitännäisiä kulumassoja (mm. tuotekehityshenkilöstö). Lisäksi yhtiön organisaatorakenne on kokoluokkaan suhteutettuna hyvin ohut ja toimintakulttuuri arviomme mukaan hyvin kustannustietoinen. YE:n ja Machineryn kustannusrakenteissa ei näkemyksemme mukaan ole merkittäviä eroja yksiköiden liiketoimintamallien samankaltaista perusluonnetta mukaillen.

Keveyden kustannusrakenteen johdosta realisoitavat skaalaedut ovatkin varsin maltilliset ja keskeisin liikevaihdon kasvua kannattavuuteen vivuttava elementti on myyntiorganisaation tehokkuuden kautta henkilöstökulut. Kokonaisuudessaan yhtiön kustannusrakenteen kevyt luonne on kuitenkin suotuisaa, sillä se tarjoaa yhtiölle arviomme mukaan riittävät työkalut positiivisen marginaalitason saavuttamiselle laskevankin liikevaihtotason ympäristössä.

Toiminta on pääomakevyttä

Yhtiön liiketoiminta on hyvin pääomakevyttä. Yhtiön kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta vuonna 2019 oli noin 5 %, mitä voidaan pitää hyvin maltillisena tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli noin 11 %, mikä myös indikoi hyvin matalaa pääomaintensiteettiä. Kiinteän pääoman maltillinen sitoutuminen selittyy hyvin pitkälti sillä, ettei yhtiön liiketoiminta- ja ansaintamalli vaadi

taakseen omaa tuotantokapasiteettia, kuten esimerkiksi perinteisessä prosessiteollisuudessa. Tätä heijastellen myös teknisen tukkukaupan varsinainen investointitarve on hyvin maltillinen, ja arviomme mukaan toimijat kykenevät vastaamaan voimakkaastikin kasvavaan kysyntään ilman mittavia investointeja.

Nettokäyttöpääomaa yhtiön toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 12 %. Vuonna 2019 yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaaliset (ts. myyntisaamiset < ostovelat), mitä peilaten asiakkaat rahoittivat osan käyttöpääoman tarpeesta. Myös pidemmällä aikajaksolla tarkasteltuna suhde on ollut samansuuntainen, mikä kertoo mielestämme yhtiön riittävän kilpailukykyisestä neuvotteluraosta sekä toimittaja- että asiakasverkostoon. Machineryn toiminnan arviomme kuitenkin sitovan hieman enemmän käyttöpääomaa huolto- ja varaosatoiminnan edellyttämää pääomatarvetta peilaten. Kauttaaltaan tekninen tukkukauppa ei ole massiivisen käyttöpääomaintensiivistä, eikä sen sitoutuminen rasita yhtiön vapaata kassavirtaa poikkeuksellisesti voimakkaakaan volyymikasvun ympäristössä, mikäli yhtiö kykenee pitämään varastonhallintansa ja maksuaikansa nykytasolla.

Kokonaisuutena liiketoiminnan pääomakeveä luonne on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo yhtiölle hyvät lähtökohdat korkealle pääoman tuotolle ja siten omistaja-arvon luonnille toimialan kroonisesti ohuista katemarginaaleista huolimatta. Pääoman maltillinen sitoutuminen vahvistaa myös yhtiön vapaata kassavirtaa luoden riittävästi vapausasteita myös pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

Kilpailijat



Toiminnot



Hankinta



Myynti



Jakelu



Tukipalvelut

Liiketoimintaidea

Yleiselektronikka-konserni koostuu sähkötekniiseen tukkukauppaan asemoituneesta Yleiselektronikasta sekä tuotantotekniiseen tukkukauppaan erikoistuneesta Machinerystä

Yleiselektronikka

MACHINERY

Päämiehet



FLUKE®

Kubota



grindex

Weidmüller



MW
MEAN WELL

SDMO®

Päämiehiä on yhteensä kymmeniä ja portfolio kattaa laajasti eri tuotealueiden johtavia yhtiöitä

Myyntikanavat



Suoramyynti



Jälleenmyyjät



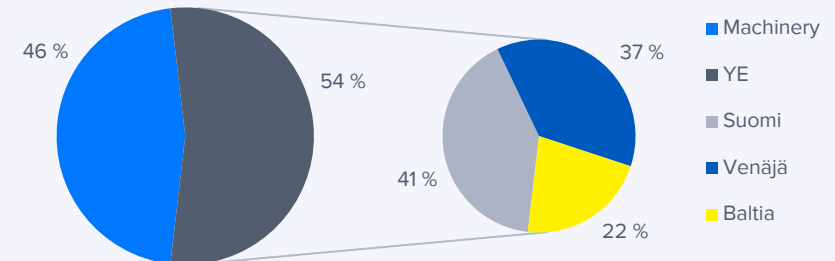
Verkkokauppa

Pääoman tuoton kehitys



Havainnollistava liikevaihto
112 MEUR (2019)

Tulovirtojen jakautuminen



Sijoitusprofiili 1/2

Isossa kuvassa teollinen omistaja

Isossa kuvassa Yleiselektronikka profiloituu mielestämme yhtiöksi, joka pyrkii omistamaan ja kehittämään erityyppisiä yhtiöitä, joiden liiketoiminnot ovat kannattavia, suhteellisen ennustettavia ja pääomakeveitä. Näkemystämme tukee sekä yhtiön pääomistajien voimakas epäorgaaninen kasvuhakuisuus, pitkäaikaista omistamista ja kehittämistä vaaliva strategia että vankka yritysjärjestelytausta. Yhtiön nykyiset liiketoiminnot eivät sido poikkeuksellisia määriä pääomia, ja arvioimme yhtiön pyrkivän myös tasaisesti kasvavan osingon maksamiseen. Sijoitus- sekä kasvuyhtiöprofiilia mukaillen osingon rooli ei kuitenkaan ole merkittävä ja näemmekin sen vain tuotto-odotusta maltillisesti tukevana komponenttina. Pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta kasvuorientoituneisuus on mielestämme perusteltua, sillä nykyliiketoimintojen marginaaleissa ei ole isoa tasonnoston varaa ja myös orgaaniset kasvukuvat ovat rajalliset.

Vahvuudet ja ajurit

Näkemyksemme mukaan nykyliiketoimintojen keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

- **Vahva päämiesportfolio ja pitkät asiakassuhteet:** Tukkukaupan logiikasta johtuen yhtiön omaa pidemmän aikavälin kilpailukykyä keskeisin määrittävä tekijä on mielestämme päämiesportfolion vahvuus. Sekä YE:n että erityisesti Machineryn portfoliot ovat vahvoja ja arvioimme mukaan päämiehet ovat johtavia toimijoita omilla tuotealueillaan. Vahvan portfolion lisäksi yhtiön päämiessuhteet ovat hyvin pitkäkestoisia,

minkä taustalla on arviomme mukaan yhtiön todistetusti arvoa luoneet ydintoiminnot ja siten vakiintunut arvoketjuasema. Myös yhtiön asiakassuhteet ovat arviomme mukaan pitkäikäisiä, mikä tukee näkemystämme myös päämiesportfolion vahvuudesta ja siten yhtiön oman kilpailukyvyn kestävyyydestä.

- **Kustannustehokas toimintakulttuuri:** Historiallisesta kasvusta huolimatta yhtiön kannattavuustaso on säilynyt varsin vakaalla tasolla, eikä kasvua ole siten haettu kannattavuuden kustannuksella. Arviomme mukaan toimialaan suhteutettuna hyvän kannattavuuden taustalla on etenkin yhtiön kustannustehokas ja -orientoitunut toimintamalli. Tehokkaan toimintamallin ylläpitäminen on tärkeää myös tulevaisuudessa toimialan verrattain ohut marginaalitaso huomioiden ja uskomme tämän myös olevan yhtiön keskeisiä operatiivisia painopistealueita.
- **Orgaaninen kasvu:** YE:n ja Machineryn tuotekysyntä kasvaa tyypillisesti suurin piirtein linjassa BKT:n kasvun kanssa. Tätä taustaa vasten yhtiön pitäisi arviomme mukaan yltää orgaanisesti muutaman prosentin kasvuvauhtiin, minkä pitäisi toimintadynamiikka huomioiden skaalautua maltillisesti myös tulokseen. Tämän lisäksi uskomme yhtiön kykenevän vahvan päämiesportfolionsa turvin voittamaan myös markkinaosuuksia erityisesti Machineryn liiketoimintahaarassa.
- **Kasvua tukevien yritysostojen toteuttaminen:** Arviomme yhtiön pyrkivän kasvamaan toteuttamalla sekä nykyisiä liiketoiminoja

tukevia että Machinery-kaupan kaltaisia toimintaa uusille toimialoille laajentavia yrityskauppoja. Mielestämme yhtiöllä on tähän myös hyvät edellytykset pääomistajan taustaa ja jo aikaisemmin sekä Yleiselektronikassa (mm. Noretron Komponentit vuonna 2017) että Machineryssä (2017-2019 useita järjestelyjä) toteutettujen kauppojen verrattain hyviä historiallisia näyttöjä heijastellen. Tätä taustaa vasten pidämme epäorgaanista kasvua ja omistaja-arvon yrityskauppavetoista luontia sijoittajille positiivisena tienhaarana.

- **Kannattavuuden lievä parannuspotentiaali:** Vuonna 2019 yhtiö ylsi havainnollistamistarkoituksessa laadituin luvuin (ilman kertaluontoisia eriä) tarkasteltuna 6,6 %:n liikevoittomarginaaliin. Yrityskaupan myötä yhtiö kykenee arviomme mukaan saavuttamaan asteittaisia synergiahyötyjä, kuten tiettyjä mittakaavaetuja. Näiden hyötyjen sekä maltillisen operatiivisen tehostamistyön kautta yhtiön marginaalitasossa on mielestämme lievää parannusvaraa ja saavutettavissa oleva marginaali voisi arviomme mukaan liikevoittotasolla olla noin 7-8 % (PPA-poistot oikaistuin). Parannusvaran realisoituminen vaatii nykyrakenteellaan taakseen kuitenkin sekä edellä mainitut toimenpiteet että pienen orgaanisen kasvun.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

- **Kysyntävaihtelut ja sykliisyys:** Yhtiön liikevaihdosta iso osa tulee asiakkailta, joiden

Sijoitusprofiili 2/2

omat lopputuotekysynät ovat alttiita suhdanteille. Tästä johtuen kysyntäkuvan nopeat muutokset voivat nakertaa sekä liikevaihto- että tulostasoa. Pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteensa puolelta tiettyä joustovaraa, minkä lisäksi asteittaista syklipuskuria yhtiölle tuo asiakasportfolion painottuminen maailmantalouden vaihteluista vähemmän riippuvaiseen pk-sektoriin.

- **Päämiesriski:** Koska yhtiön kilpailukyky on ansaintalogiikasta johtuen riippuvainen päämiesportfolion vahvuudesta, olisi keskeisen päämiehen menettämisellä yhtiön kilpailukykyä ja siten myös liikevaihto- ja tulostasoa heikentävä vaikutus. Päämiehen varsinaisen menettämisen lisäksi on riski, että keskeisimpien päämiesten oma suoritus- ja kilpailukyky rappeutuu, mikä heijastuisi väistämättä myös yhtiön tarjoaman kiinnostavuuteen ja sen iskukykyyn. Arviomme mukaan yhtiön liiketoiminta ei kuitenkaan ole huomattavan riippuvainen yksittäisistä päämiehistä, mitä heijastellen myös päämiehiin liittyvä kokonaisriski on arviomme mukaan varsin maltillinen erityisesti lyhyellä aikavälillä. Lisäksi yhtiön päämiessuhteet ovat tyypillisesti varsin pitkiä ja päämiehet uudelleenjärjestelevät jakeluketjujaan arviomme mukaan melko harvoin.
- **Hinnoitteluvoima:** Vaikka yhtiön arvoketjuasema on mielestämme kohtuullinen, on yhtiön tuotetason hinnoitteluvoima kuitenkin varsin rajallinen. Tästä johtuen

yhtiöllä voi olla asteittaisia vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, mikäli lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat selvää laskupainetta ja / tai hankintahinnat nousupainetta. Historiallisesti yhtiön myyntikate on kuitenkin ollut varsin vakaa, mikä on mielestämme osoitus yhtiön riittävällä tasolla olevasta neuvotteluraosta päämiesten ja asiakkaiden välissä.

- **Myyntiorganisaation vaihtuvuus:** Teknisen tukkukaupan luonne edellyttää myyntiorganisaatiolta korkeaa osaamistasoa, mistä johtuen myyntityön aloittaminen vaatii taakseen riittävän tuoteteknisen ymmärryksen ja verrattain pitkän ylösajojakson. Tästä johtuen yhtiölle on kriittistä kyetä minimoimaan myyntiorganisaationsa vaihtuvuus, jotta tehokkuus kyetään ylläpitämään riittävällä tasolla ja kannattavuuspainetta luovilta ylösajokustannuksilta välttyään.
- **Venäjä-riski:** Iso osa yhtiön liikevaihdosta ja tuloksesta tulee Venäjältä. Keskeisimmät Venäjän liiketoimintoihin liittyvät riskit ovat arviomme mukaan regulaatio- ja politiikkamuutosten riskit sekä valuuttakurssiriskit. Sähkötekniisten tuotteiden maahantuonti Venäjälle vaatii taakseen hyvin työläänsä sertifiointiprosessin. Arviomme mukaan yhtiö hallitsee voimassa olevan sertifiointiprosessin hyvin, mutta muutokset tässä viitekehikossa voisivat aiheuttaa yhtiön toimitusketjuun ja -kykyyn pullonkaloja sekä vaikuttaa myös kilpailutilanteeseen. Venäjään kohdistuu myös erilaisia talouspakotteita, joilla

on heikentävä vaikutus yhtiön liiketoimintaympäristöön. Luonnollisesti myös näiden pakotteiden muutoksilla olisi vaikutuksia sekä yhtiön omaan toimintaan että kilpailuympäristön vireystilaan.

Venäjän rupla on varsin volatiili, mistä johtuen sen nopeat kurssimuutokset heijastuvat sekä maahantuotujen tuotteiden hintakilpailukykyyn että yhtiön euromääräiseen liikevaihtoon ja tulokseen. Suoran transaktioriskin lisäksi rupla aiheuttaa yhtiölle myös translaatoriskin. Yhtiö on kuitenkin toiminut Venäjällä jo vuodesta 1994 lähtien, mitä heijastellen olemme varsin luottavaisia yhtiön kykyyn operoida alueen sekä poliittisesti että ajoittain myös taloudellisesti haastavassa ympäristössä.

- **Koronavirus:** Maailmanlaajuisesti levinnyt ja yhä etenemistään jatkava koronavirus tulee arviomme mukaan vaikuttamaan maailmantalouteen erittäin negatiivisesti ainakin lähikvartaaleilla ja sitä kautta se asettaa paineita myös yhtiön tuotekysynnälle. Lähtökohtaisesti pidämme virusta kuitenkin lyhyen tähtäimen riskinä, emmekä usko sen vaikuttavan rakenteellisesti yhtiön liiketoimintoihin. Koronaviruksen rasitteiden todellinen mittakaava ja siten myös maailmantalouden elpymisvauhti on vielä hyvin epäselvä, vaikka valtiot ja keskuspankit ovatkin aloittaneet mittavat elvytystoimet talouden tukemiseksi. Näin ollen virus kohottaa myös Yleiselektroniikan riskitasoa lyhyellä tähtäimellä ja pitää näkyvyyden erittäin heikkona.

Sijoitusprofiili

1.

Pitkä operatiivinen historia sekä asiakas- ja päämiessuhteet

2.

Nykyliiketoimintoja tukevat / laajentavat yritysostot sekä orgaaninen kasvu

3.

Kustannustehokas toimintamalli ja -kulttuuri

4.

Kannattavuudessa lievää parantamisen varaa suhteessa potentiaaliin

5.

Tehokas pääoman käyttö mahdollistaa korkeat pääoman tuottoluvut

Potentiaali



- Nykyliiketoimintoja tukevat ja laajentavat yritysostot kohtuullisilla hinnoilla ja pääomaa tehokkaasti allokoiden
- Orgaaninen markkinakasvu nykyisten asiakkaiden, uusasiakashankinnan sekä markkinaosuuden voittamisen kautta
- Pidemmällä aikavälillä hajautettu liiketoimintaportfolio luo tiettyä syklinkestävyyttä
- Kannattavuudessa lievää parantamisen varaa synergiahyötyjen, operatiivisten tehostamistoimien sekä orgaanisen kasvun tukemana

Riskit



- Kysyntä luonteeltaan syklistä
- Riippuvuus päämiesten kilpailukyvyistä, vaikka portfoliotasolla yhtiö ei olekaan yksittäisten päämiesten varassa
- Rajallinen hinnoitteluvoima ja tiettyjen tuotealueiden (mm. sähkötekninen hyllytavara) kova kilpailutilanne
- Yrityskauppoihin liittyvät riskit
- Venäjä-sidonnaiset toiminta- ja politiikkariskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä – YE 1/2

Kohdemarkkina on hyvin suuri ja hajautunut

YE toimii Suomessa, Venäjällä ja Baltiassa. Vuonna 2019 Suomessa sähköteknisen tukkukaupan koko oli Sähköteknisen Kaupan Liiton (STK) keräämän tilastodatan perusteella noin 1 000 MEUR, kun taas Venäjän komponenttimarkkinan koko vuonna 2019 oli eri markkinalähteiden mukaan noin 2 700 MEUR. Baltian yhteenlasketun markkinan on valtioiden tutkimuslaitosten markkinatiedon perusteella arvioitu olleen vuonna 2019 noin 580 MEUR. Näin ollen YE:n relevantti markkina on kokonaisuudessaan noin 4 300 MEUR. Kokonaismarkkina on YE:n mittakaavaan suhteutettuna hyvin suuri, eikä se mielestämme aseta YE:n kasvulle rakenteellisia rajoitteita nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

YE:n kohdemarkkinan olemme rajanneet kattamaan vain komponenttien ja tuotantolaitteiden tukkukaupan, emmekä ole tarkastelleet yhtiön toimialaa koko elektroniikkateollisuuden perspektiivistä. Mielestämme tämä on perusteltua, sillä arviomme mukaan muiden elektroniikkateollisuuden toimijoiden, kuten laite- tai sopimusvalmistajien, vertikaalisen integraation uhka on isossa kuvassa varsin rajallinen, eivätkä erilaiset toimintamallit siten mielestämme kilpaile keskenään.

Toimijoiden perspektiivistä sähkötekninen tukkukauppa on varsin hajanainen, sillä arviomme mukaan kohdemarkkinoilla toimii yhteensä satoja yhtiötä. Näistä suurin osa on arviomme mukaan verrattain pieniä, suhteellisen kapeaan tuote- ja asiakasportfolioon keskittyneitä alueellisia

toimijoita. Toimialan suurimmat tukkurit ovat puolestaan laajoilla tuote- ja myyntiresursseilla operoivia monikansallisia tai kansallisia yhtiöitä. Toimialan hajanaisesta rakenteesta huolimatta konsolidaatiotahti ei ole ollut viime vuosina poikkeuksellisen korkea, mitä selittää arviomme mukaan etenkin laite- ja komponenttivalmistajien jakelustrategiat (ts. tukkureilla harvoin yksinoikeuksia).

Kasvuvauhti linjassa BKT:n kanssa

Markkinan kasvua ajaa erityisesti sähkölaitteiden kysynnän kasvu, mikä on puolestaan erityisesti elintason nousun, digitalisaation sekä väestön ikääntymisen ajamaa. Näiden varsin universaalien ajureiden tukemana YE:n kohdemarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut noin 3-5 % vuodessa. Markkinakasvu onkin ollut varsin tervettä ja tarjonnut toimijoille tyydyttävän toimintaympäristön. Myös lähivuosina kasvun on arvioitu säilyvän historiallisen tason tuntumassa, mitä peilaten tulevien vuosien kysyntäympäristö vaikuttaa kokonaisuudessaan melko suotuisalta, vaikka koronaviruksesta kumpuavat rasitteet aiheuttavatkin lyhyellä aikavälillä huomattavaa epävarmuutta sekä päämiesten ja asiakkaiden omiin liiketoimintoihin että tukkureiden toimitus- ja arvoketjuihin. Yksittäisten markkina-alueiden kasvuvauhteissa ei puolestaan arvioida olevan merkittäviä eroavaisuuksia, joskin Baltian maiden arvioidaan kasvavan aavistuksen Suomea ja Venäjä vauhdikkaammin maiden suhteellisesti suuremman sopimusvalmistussektorin vetämänä.

Alalle tulon esteet eivät kohoa erityisen korkeiksi

Tukkukaupan pääomakeveästä luonteesta

johtuen toimialalle on mahdollista murtautua ilman mittavia pääomapanostuksia, mikä ei ole mahdollista esimerkiksi huomattavasti pääomaraskaammassa konepajateollisuudessa. Tukkukaupan ansaintamallista johtuen myös varsinaiset tuotetarjoamat ovat päämiesportfolion rakenteellisia eroja lukuun ottamatta hyvin geneerisiä, mitä heijastellen viitekehikko ei juurikaan tarjoa mahdollisuuksia tuotetarjoaman erilaistamiseen pohjautuvan etumatkan hankkimiselle. Nämä tekijät, pienten komponenttiterien hintavetoinen kysyntä ja siten matalat vaihdon kustannukset, OEM-yhtiöiden matala vertikaalisen integraation uhka sekä niiden laajat jakeluverkot huomioden, eivät sähköteknisen tukkukaupan alalle tulon rakenteelliset kynnykset kohoa mielestämme erityisen korkeiksi. Matalalle jäävät alalle tulon kynnykset puolestaan pitävät toimintaympäristön varsin dynaamisena ja arviomme mukaan myös kauttaaltaan hintasensitiivisenä.

Varsin mataliksi jäävien alalle tulon kynnysten taustalla olevien tekijöiden myötä menestymisen peruspilareita ovat etenkin myyntiorganisaation korkea tekninen osaamistaso ja ratkaisukeskeisyys. Näiden osa-alueiden hallinta luo tukkureille hyvät lähtökohdat oman arvoketjuaseman vakiinnuttamiseen ja siten myös molemminpuolisesti pitkien yhteistyösuhteiden rakentamiseen. Tätä taustaa vasten toimiala tarjoaakin mielestämme riittävät edellytykset pidemmän aikavälin kestäväälle arvonluonnille, vaikka sen rakenne ei näkemyksemme mukaan erityisen syvän vallihaudan kaivamiselle otollista maaperää tarjoakaan.

Toimiala ja kilpailukenttä – YE 2/2

Kilpailuympäristö on kova

Rajallisesta hinnoitteluvoimasta johtuen toimialan kilpailutilanne on arviomme mukaan varsin kova. Kilpailu on näkemyksemme mukaan erityisen voimakasta ja hintasensitiivistä hylly- ja katalogimyynnin saralla, kun taas runkosopimuksiin pohjautuvassa ja luonteeltaan hieman jatkuvammassa myynnissä kilpailupaine ei ole yhtä kireä. Tämä selittyy arviomme mukaan sillä, että runkosopimuksissa ja siten keskitetyissä hankintaoperaatioissa hinnan ja saatavuuden lisäksi merkittävä päätöksentekoon vaikuttava tekijä on tukkurin kyvykkyys riittävän kattaviin tukitoimiin. Kilpailun luonne on heijastunut myös toimijoiden keskimääräisiin katetasoihin, jotka ovat tyypillisesti olleet verrattain ohuita. Näkemyksemme mukaan dynamiikka tulee säilymään myös tulevaisuudessa samansuuntaisena, emmekä siksi odota kilpailutilanteeseen syntyvän oleellisia muutoksia.

Kilpailukentässä kaksi kerrosta

Kilpailukenttä voidaan arviomme mukaan jakaa kahteen erilliseen kerrokseen: tukkureiden suoraan keskinäiseen kilpailuun sekä päämiesten kautta syntyvään kilpailuun. Tuktureiden suorassa keskinäisessä kilpailussa toimijoiden suhteellista asemaa määrittää mielestämme tuotetarjoaman laajuus (sis. tukitoimet) sekä tukkurin toimitus- ja hintakilpailukyky. Tuktureiden välinen kilpailu on pääosin alueellista myyntiprosessin konsultoivaa, paikallisella kielellä ja siten lähellä asiakasta tapahtuvaa luonnetta sekä verkkokaupan suhteellisen pientä osuutta heijastellen. Tästä johtuen myös YE:n kilpailukenttä vaihtelee

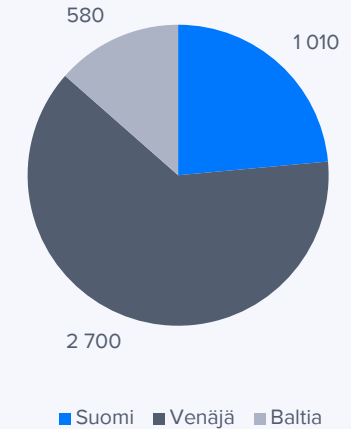
maantieteellisin aluein ja esimerkiksi Suomessa yhtiö kilpailee isojen kansallisten tukkureiden kuten Ahlsellin, SLO:n ja Onnisen sekä pienempien toimijoiden kuten EL-Partsin, T.Stenbackan ja Finnpartian kanssa, kun taas Venäjällä ja Baltiassa yhtiö kilpailee lukuisten paikallisten toimijoiden kanssa.

Toisessa kerroksessa YE:lle relevantti kilpailu voidaan mielestämme nähdä OEM-yhtiöiden välisenä, sillä erityisesti pidemmällä aikavälillä tukkurin omaan kilpailutilanteeseen vaikuttaa muutokset portfolioissa olevien päämiesten omista toiminnoista ja suhteellisissa kilpailukyvyissä. Sähkötekniisten tukkureiden päämiesportfoliot ovat tyypillisesti kuitenkin hyvin laajoja, mitä heijastellen yksittäisten päämiesten markkinaosuuden kasvu tai lasku ei arviomme mukaan ole merkittävä kilpailudynamiikkaa ajava tekijä etenkin lyhyellä tähtämellä.

YE:n asema on tukeva

YE:n asema suhteessa toimialaan ja kilpailukenttään on mielestämme varsin vankka, sillä yhtiöllä ei näkemyksemme ole toiminnassaan sellaisia osa-alueita, joilla kilpailijat olisivat selkeästi yhtiötä edellä. Toisaalta YE ei arviomme mukaan myöskään itse ole yksittäisillä osa-alueilla selvällä karkumatkalla suhteessa kilpailijoihinsa. Pitkän operatiivisen historiansa aikana yhtiö on kuitenkin osoittanut kykenevänsä kovassa kilpailuympäristössä vakaaseen kannattavuustasoon ja hyviin pääoman tuottolukuihin. Tämä kokonaisuus luo mielestämme YE:lle hyvän lähtökohdan myös tulevaisuutta ajatellen.

Kohdemarkkinan jakautuminen (MEUR)



Valikoitujen kilpailijoiden kokoluokka ja asemoituminen Suomessa

Kansallinen

onninen

SLO
ahlsell

REXEL

EL PARTS

Yleiselektronikka

Alueellinen

Kokoluokka

Toimiala ja kilpailukenttä – Machinery 1/2

Kohdemarkkinan lohkot ovat isoja

Machinery toimii puhtaasti Suomen perus- ja rakentamisteollisuuden markkinassa. Tekninen Kaupan Liitto (TKL) jakaa markkinan neljään segmenttiin, joista Machinerylle relevantteja lohkoja ovat tuotteet ja palvelut teollisuudelle sekä tuotteet ja palvelut rakentamiselle. Näiden alasegmenteistä puolestaan investointitavarat ja palvelut teollisuudelle sekä koneet, laitteet ja palvelut rakentamiseen ovat arviomme mukaan yhtiön varsinaiset kohdemarkkinat.

TKL:n keräämän markkinadatan mukaan Machineryn kokonaismarkkinan koko vuonna 2019 oli yhteensä noin 2 900 MEUR jakaantuen noin 1 700 MEUR:n kokoiseen teollisuussektoriin sekä noin 1 200 MEUR:n rakennussektoriin. TKL ei erikseen raportoi tukkukaupan osuutta kokonaismarkkinasta, mutta arviomme mukaan myös puhdas tukkumarkkina on Machineryn kokoluokkaan suhteutettuna hyvin suuri, emmekä siten näe markkinan asettavan yhtiön kasvulle rajoitteita nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Toimialalla nähty yritysjärjestelyjä

Toimialalla tukkurit ovat yleensä keskittyneet varsin kattavasti kohdemarkkinoiden eri tuotealueisiin kuten muun muassa levy- ja työstökoneisiin sekä rakennusteollisuuden vaatimiin sovelluksiin kuten betonivalu- tai pumppukalustoon. Tuotealueiden laajasta kirjosta huolimatta toimijoiden päämiesportfoliot kunkin tuotealueen sisällä rakentuvat kuitenkin tyypillisesti korkeintaan muutamasta päämiehestä (vrt. sähkötekniinen kauppa). Tämä selittyi arviomme mukaan etenkin sillä, että tuotantoteknisessä tukkukaupassa

laitevalmistajien jakelustrategioissa painottuvat alueelliset yksinoikeudet, sillä laitevalmistajat pyrkivät minimoimaan oman tuotetarjoamansa kohtaaman kilpailun valitun jakelukanavan sisällä. Laitevalmistajat myös tyypillisesti vaativat tukkureilta kattavia asennus- ja huoltopalveluita, mikä asettaa päämiesportfolion koolle tiettyjä rajoitteita myös tukkurien omien resurssien näkökulmasta.

Tätä dynamiikkaa peilaten koko toimialan rakenne on melko hajanainen ja arviomme mukaan markkinoilla toimiikin kymmeniä yhtiöitä. Markkinan rakenteesta ja päämiesten orgaanisen hankkimisen vaikeudesta johtuen toimialalla on viime vuosina toteutettu kohtuullisen paljon järjestelyjä, joissa isommat tukkurit ovat laajentaneet tuote- ja osaamisalueitaan hankkimalla pienempiä, tiettyihin päämiehiin tai tuotealueisiin keskittyneitä toimijoita. Arviomme mukaan laitevalmistajien jakelustrategiat tulevat myös jatkossa pysymään samansuuntaisina ja siten päämiesten orgaanisen hankkimisen haastavana, minkä myötä odotamme tämän tyyppisten järjestelyjen ottavan eteenpäin suuntautuvia askeleita tulevaisuudessakin.

Kasvu investointiaktiiviteetin vetämää

Toimialan kasvua ajaa erityisesti kasvu- ja korjausinvestoinnit tuotantokapasiteettiin sekä rakentamisen aktiiviteetti. Näiden suorien kysyntäajureiden taustalla vaikuttaa puolestaan kumuloitunut investointi- ja korjausvelka sekä taloussyklin vaihe ja rahoitusmarkkinoiden vireystila. Näiden tekijöiden tukemana toimiala on TKL:n markkinadatan mukaan kasvanut viime vuosina noin 5-7 % vuodessa. Toimintaympäristö

on siten ollut hyvin suotuisa ja taannut toimijoille mielestämme oikeinkin houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia.

Lähivuosina markkinakasvun on arvioitu jäävän historiallisista tasoistaan, mutta olevan kuitenkin lievästi BKT:n kasvuvauhtia korkeammalla noin 2-3 % tasolla. Täten kysyntäympäristö vaikuttaa säilyvän myös tulevaisuudessa verrattain terveenä, vaikka koronaviruksen aiheuttamat rasitteet talouskasvuun ja erityisesti teollisuussektorin investointiasteisiin asettavatkin markkinan ylle lyhyellä tähtämellä huomattavia epävarmuustekijöitä. Toimialan pidemmän aikavälin kokonaiskuva on kuitenkin verrattain vakaa Suomen teollisuus- ja rakentamisvetoista kansantaloutta sekä sen yhä purkamatta olevaa investointi- ja korjausvelkaa mukaillen.

Pitkät päämies- ja asiakassuhteet kilpailukyvyne keihäänkärkenä

Tukkukaupan ansaintalogiikasta sekä erityisesti tuotantoteknisten tukkureiden päämiesportfolioihin liittyvästä dynamiikasta johtuen toimialalla keskeisimmät menestymistä määrittävät tekijät ovat kilpailukykyinen tuotetarjoama (ts. päämiesportfolio), myyntiorganisaation korkea osaamistaso (tuotetarjoama ja asiakkaan liiketoiminta) sekä sitä kautta pitkät asiakassuhteet. Toimialan hyödykkeet ovat asiakkaiden tuotantoprosessien kannalta tyypillisesti merkittävässä roolissa. Tästä johtuen näemme keskeisimmän päätöksentekoon vaikuttavan tekijän olevan hinnan sijaan tuotantokoneen- tai laitteen suorituskyky, mikä korostaa sekä päämiesportfolion laatua että

Toimiala ja kilpailukenttä – Machinery 2/2

tukkurin omaa ymmärrystä asiakkaan liiketoiminnasta.

Pitkät päämiessuhteet ovat tukkureiden kilpailukyvyyn kannalta erittäin kriittisiä myös asiakassuhteiden osalta, sillä asiakkaat pyrkivät arviomme mukaan pitäytymään samojen valmistajien teknologioissa mahdollisimman pitkään. Vaikka asiakkaiden ostosykli on pitkä, luovat tukkureiden tarjoamat huolto- ja tukipalvelut asiakassuhteisiin kuitenkin tiettyä jatkumoa. Tällä näemme puolestaan olevan asiakkaan vaihdon kustannuksia kohottavia ja myös tukkurin omaa kilpailuetua vahvistavia elementtejä. Toisaalta samaiset tekijät asettavat tiettyjä haasteita myös uusasiakashankinnan suuntaan erityisesti, kun huomioidaan päämiesportfolion orgaaniseen kasvattamiseen liittyvät haasteet.

Kilpailutilanne ei ole raadollinen

Vaikka tukkureiden suora hinnoitteluvoima on arviomme mukaan rajallinen, näemme toimijoiden yleisen arvoketjuaseman kuitenkin varsin kelvollisena päämies- ja asiakassuhteiden pitkäkestoisuutta sekä lisäarvoa luovia tukipalveluita heijastellen. Tätä taustaa vasten myös kilpailuympäristö ei arviomme mukaan ole raadollisen hintasensitiivinen tai luonteeltaan poikkeuksellisen ankara. Tuktureiden ansaintalogiikka heijastellen toimialan katemarginaalit ovat kuitenkin kohtuullisen ohuita.

Machinery on toimialan vahvoja pelureita

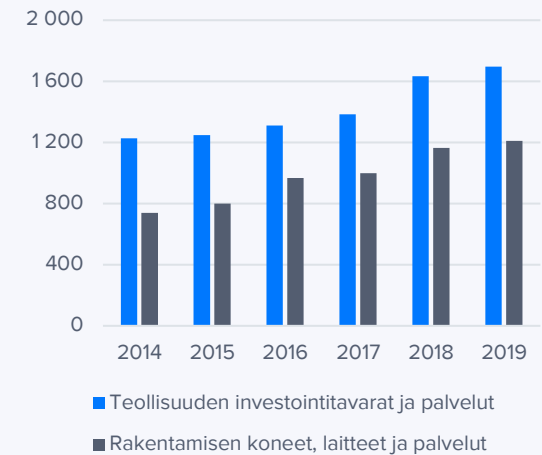
Machineryn kilpailukenttä on toimialan rakennetta mukaillen monipuolinen, sillä se koostuu sekä isoista, laajan tuotetarjoaman omaavista

tukkureista että pienistä tiettyihin tuotealueisiin ja teollisuussektoreihin erikoistuneista toimijoista. Arviomme mukaan toimialalla ei ole olemassa yhtä kilpailijaa, joka toimisi täysin Machineryn kanssa samoilla alueilla. Näin ollen yhtiö kilpailee teollisuusmoottoreissa muun muassa Grönblomin, Finmotorin ja IKH:n kanssa, kun taas metallintyöstössä ja rakentamisessa keskeisimpiä kilpailijoita ovat muun muassa Wihuri Tekninen Kauppa, Realmachinery, Knorring ja OEM Finland.

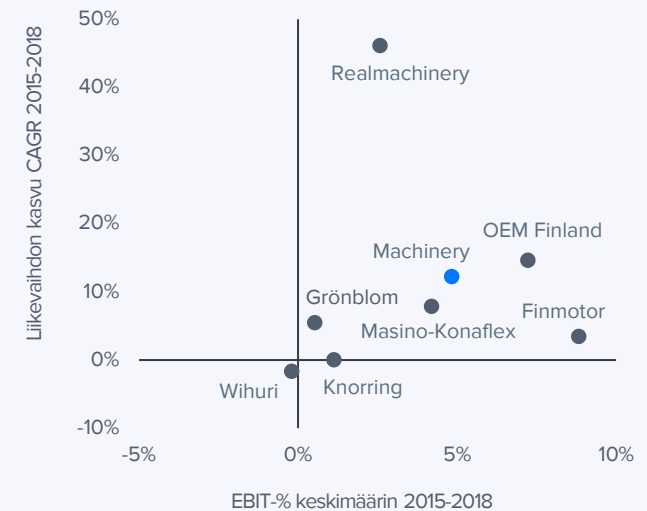
Myös tuotantoteknisessä tukkukaupassa erityisesti tukkurin omaa pidemmän aikavälin kilpailuasemaa keskeisimmin määrittävä tekijä on arviomme mukaan päämiesten välinen kilpailu. Tuktureiden kohtuullisen kapeita päämiesportfolioita heijastellen oma kilpailukyky on varsin altis muutoksille portfolioissa olevien päämiesten omissa kilpailukyvyissä. Näkemyksemme mukaan Machineryn asema päämiesten välistä kilpailua vastaan on kuitenkin hyvä. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihdosta noin 35-45 % tulee teollisuusmoottoreista, joissa yhtiön suurin päämies on toimialan johtava ja kiistatta kestäviä kilpailuetuja omaava Cummins. Machineryn päämiessuhde Cumminsiin on kestänyt yli 60 vuotta, mikä yhdessä Cumminsin operatiivisen suoritustason ja vakaan markkina-aseman kanssa luo hyvät lähtökohdat myös tulevaisuutta ajatellen.

Kokonaisuutena pidämme Machineryn asemaa suhteessa kilpailijoihin yhtiön laajan tuoteportfolion sekä pitkien päämies- ja asiakassuhteiden tukemana hyvänä. Mielestämme yhtiö asemoituu yhdeksi toimialan vahvimmista yhtiöistä, mikä on näkynyt myös terveenä marginaalitasona ja korkeina pääoman tuottolukuina.

Kohdemarkkinan historiallinen kehitys (MEUR)

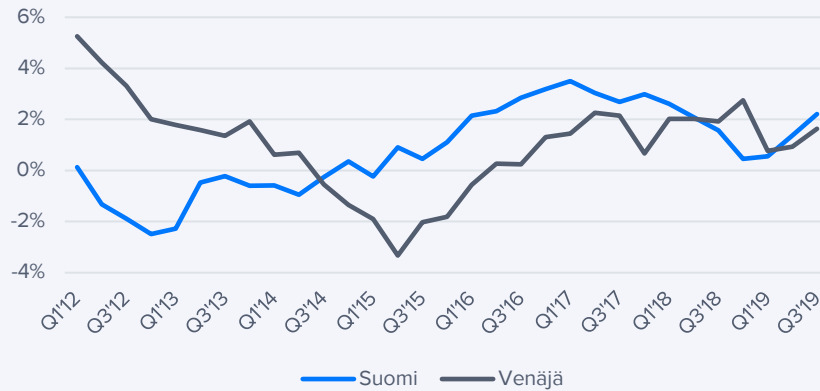


Kilpailukentän kasvu CAGR-% vs. EBIT-%

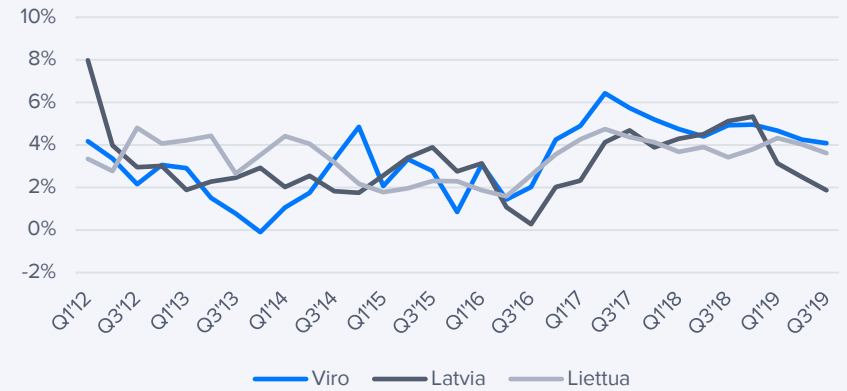


Toimintaympäristön markkina-ajurit

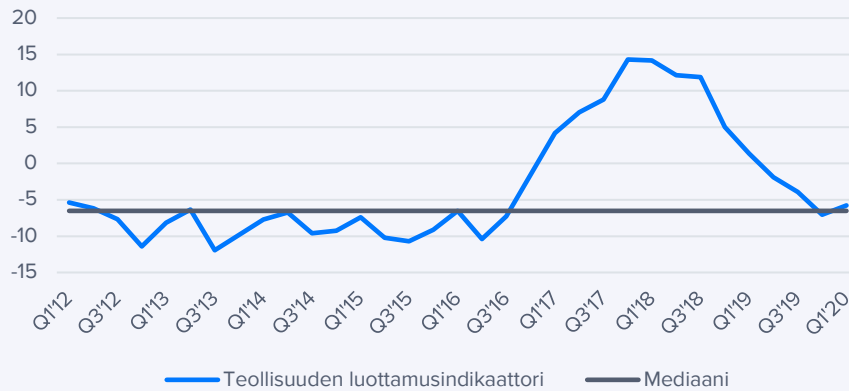
Suomen ja Venäjän BKT:n kehitys (v/v)



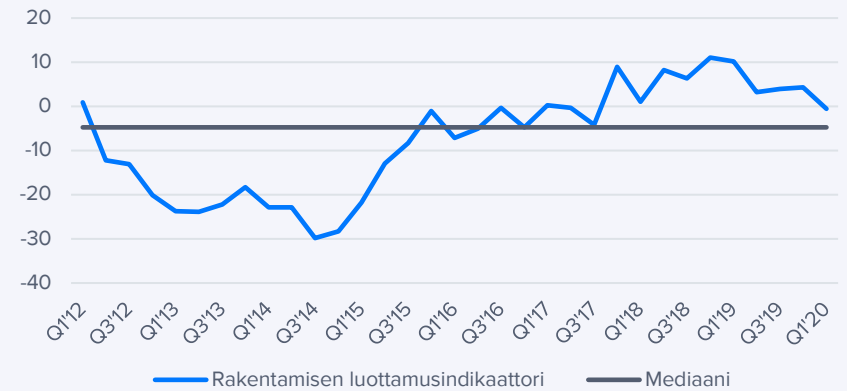
Baltian maiden BKT:n kehitys (v/v)



Teollisuuden luottamusindikaattori



Rakentamisen luottamusindikaattori



Strategia 1/3

Yritysosot isossa kuvassa keskeisin kulma

Keskeisin osa konsernin kasvustrategiaa on nykyisiä liiketoimintoja tukevat ja toiminta-alaa laajentavat yritysostot. Ensimmäisen strategiansa mukaisen järjestelyn yhtiö toteutti helmikuussa 2020 hankkimalla Machineryn ja laajentamalla toimintaansa tuotantotekniseen tukkukauppaan. Vaikka yritysjärjestelyjen järjestyminen on aina tapauskohtaista ja siihen vaikuttaa muun muassa maksettu hinta ja ostetun yhtiön liiketoiminnan luonne, näemme yritysostovetöisen kasvustrategian yhtiölle perusteltuna valintana. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

- 1. Edulliset yritysostot** (ts. listaamattoman yhtiön kertoimet ovat pörssiyhtiön kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiali on houkutteleva
- 2. Nykyliiketoimintojen päämiesportfolion kasvattaminen** on yritysostoin huomattavasti nopeampaa, eikä vaadi taakseen merkittäviä panostuksia huolto- ja varaosainfrastruktuurin rakentamiseen (ts. nämä osa ostettua yhtiötä)
- 3. Yritysosto laajentaa asiakaskantaa** automaattisesti ja avaa mahdollisesti myös uusia markkina-alueita / teollisuudenaloja
- 4. Yritysoson kassavirtaprofiili** on alusta alkaen positiivinen ja se tuo organista kasvua nopeampia tuloksia
- 5. Kohdemarkkinoiden rakenne** on verrattain hajanainen, mikä tarjoaa yhtiölle mielestämme mielenkiintoisia konsolidointimahdollisuuksia

Näitä tekijöitä sekä yhtiön pääomistajan yritysjärjestelytaustaa että kasvuambitioita peilaten pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee tulevien vuosien aikana toteuttamaan useita yrityskauppoja. Yritysosostategiassaan arvioimme yhtiön mielenkiinnon painottuvan pääosin yrityspuolella (B2B-markkina) toimiviin, normaaleissa olosuhteissa ennustettaviin, pääomakeveisiin ja vakiintuneisiin yhtiöihin Yleiselektronikan omia ydinosaamisalueita mukaillen. Ostokohteet voivat olla liitännäisiä yhtiön nykyliiketoimintoihin, mutta emme usko tämän olevan välttämättömyys (ts. seula myös tukkukaupan ulkopuolella). Mielestämme erityisesti vertikaalinen integraatio edustaisi yhtiölle tällaista tukkukaupan ulkopuolelle ulottuvaa ja profiililtaan riittävän mielenkiintoista pidemmän aikavälin tiehaaraa. Kaikkein potentiaalisimmat vertikaaliset integraatiotaskut löytyvät arvioimme mukaan erityisesti sellaisten laitevalmistajien massasta, joiden tuotteisiin yhtiön olisi mahdollista jalkauttaa omaa teknologiaansa, kuten esimerkiksi teollisuusmoottoreita.

Varsinaisten ostokohteiden ominaisuuksien (ts. laatu ja hinta) suhteen arvioimme yhtiön noudattavan varsin konservatiivista toimintamallia, emmekä usko yhtiön olevan juuri kiinnostunut tappiollisista tai heikolla kannattavuustasolla operoivista toimijoista. Siten yritysostotutka haravoimme mukaan vähintään kohtuullisen kannattavuustason saavuttaneita ja varsin ennustettavaan liiketoimintaan keskittyneitä toimijoita, mikä on mielestämme perusteltua yritysostoihin liittyvät riskit huomioiden.

Arvioimme mukaan yhtiö ei tavoittele

yritysosotoissa merkittäviä operatiivisia synergioita, vaikka luonnollisesti pidemmällä tähtäimellä ostokohteen operatiivista toimintaa ja siten myös konsernin kannattavuustasoa pyritään kehittämään. Synergiapuolella keskeisin kulma onkin näkemyksemme mukaan rahoitussynergioissa, mitä heijastellen yhtiö pyrkii tehostamaan ostokohteen pääoman hallintaa ja kassavirtaa sekä tarvittaessa uudelleenjärjestelemään lainaportfoliota, sillä konsernilla on kokoluokka huomioiden pääty edullisempiin rahoituslähteisiin. Nämä toimenpiteet puolestaan tähtäävät pääoman kokonaiskustannusten laskuun ja siten ostetun yhtiön arvon kohottamiseen. Mielestämme rahoitussynergioita tukevana kulmana voidaan nähdä myös kerroin-arbitraasi, minkä avulla yhtiö pyrkii luomaan omistajilleen suoraa arvoa hankkimalla listaamattoman kohdeyhtiön alle omien pörssiyhtiön kertoimiensa.

Operatiivisten synergioiden asettaminen toissijaiseen rooliin on mielestämme perusteltua, sillä se laskee integraatioprosessin riskitasoa (ts. ei suurta tehostamis- tai uudelleenjärjestelytarvetta) sekä laajentaa mahdollisten ostokohteiden skaalan useille toimialoille. Lisäksi fokuksen ollessa muualla kuin mittavien operatiivisten synergioiden realisoinnissa riski siitä, että kauppahintaan puhalletaan näiden odotettujen hyötyjen kautta ilmaa, on näkemyksemme mukaan huomattavasti pienempi kuin päinvastaisessa tilanteessa. Potentiaalisten ostokohteiden sijainnin suhteen arvioimme fokuksen olevan Suomessa, sillä yhtiö tuntee paikallisen toimintadynamiikan ja asiakaskentän

Strategia 2/3

näkemyksemme mukaan erittäin hyvin. Suomen markkina on kokoluokaltaan suuri ja markkinoilla on arviomme mukaan riittävästi yhtiön yritysostostrategian kannalta relevantin kokoisia eli noin 10-50 MEUR:n liikevaihdolla operoivia toimijoita. Siten näemme Suomessa olevan yhtiölle riittävää liikkumatilaa kunnianhimoisen yritysostostrategian toteuttamiselle. Ajan yli uskomme strategian toteuttamisen ulottuvan myös Suomen ulkopuolelle ja näemme erityisesti muut Pohjoismaat hedelmällisenä maaperänä laajempaa toimiala- ja toimijakenttää heijastellen.

Operatiivisena arvolupauksena oikea ratkaisu, oikeaan aikaan ja hintaan

Yhtiön molemmille liiketoimintahaaroille on pitkän operatiivisen historian myötä syntynyt arviomme mukaan maine laadukkaana, toimitusvarmana ja hintakilpailukykyisenä tukkukauppana. Mielestämme pitkä operatiivinen historia ei olisi ollut mahdollista ilman kestävän lisäarvon luomista sekä päämies- että asiakaskenttään. Lisäarvon luomisen näemme puolestaan pohjautuneen strategian taustalla olevan arvolupauksen jatkuvaluontoiseen lunastamiseen ja sitä kautta oman arvoketjuaseman vakiinnuttamiseen. Mielestämme sekä YE:n että Machineryn strategisena arvolupauksena onkin toimittaa asiakkaan liiketoiminnan kannalta oikea ratkaisu, oikeaan aikaan ja kilpailukykyiseen hintaan.

Vahvoihin päämiehiin asemoituminen keskiössä

Arviomme mukaan arvolupauksen kannalta keskiössä on erityisesti asemoituminen sellaisiin päämiehiin, jotka ovat tuotealueillaan vahvoja. Tällaisia päämiehiä ovat arviomme mukaan

etenkin laitevalmistajat, joilla on takanaan pitkä toimintahistoria, tukeva markkina-asema sekä tunnistettavia kilpailuetuja (esim. mittakaava tai teknologiset ominaisuudet). Vahvoihin päämiehiin asemoitumisella yhtiö pyrkii näkemyksemme mukaan varmistamaan tuotetarjoamansa korkean laadun ja sitä kautta toimintansa kilpailukyvyyn, mikä puolestaan luo hyvät perusteet kannattavalle liiketoiminnalle ja omistaja-arvon luonnille. Omissa liiketoiminnoissaan menestyviin päämiehiin asemoituminen takaa mielestämme myös sen, että päämiehillä on riittävät resurssit ja kyvykkyydet tarjoaman pidemmän aikavälin iskukyvyyn kannalta kriittiseen kehitystyöhön.

Vahvojen päämiesten kanssa yhtiö pyrkii tekemään hyvin pitkäkestoista yhteistyötä. Pitkäkestoinen yhteistyö korostuu arviomme mukaan etenkin Machineryssä sen liiketoimintadynamiikkaa ja siten laitevalmistajien yksinoikeuksiin painottuvia jakelustrategioita heijastellen. Pitkäkestoisten päämiessuhteiden kannalta kriittistä on se, että yhtiö onnistuu jatkuvaluontoisesti luomaan lisäarvoa päämiehilleen ja sitä kautta vakiinnuttamaan paikkansa osana laitevalmistajien jakeluketjua. Tämän arvonluontiprosessin keskeisimmät tekijät ovat puolestaan arviomme mukaan sekä myyntiorganisaation korkea osaamis- ja tehokkuustaso että erityisesti Machineryssä huolto-, asennus- ja varaosapalveluiden hallitseminen. Arviomme mukaan yhtiö on näillä osa-alueilla myös onnistunut hyvin, eikä ole liiketoimintahaaroissaan juuri päämiehiä menettänyt.

Asiakkaan liiketoiminnan ymmärtäminen toisessa aallossa

Vahvoihin päämiehiin asemoituminen ja niiden kanssa solmittujen pitkäkestoisten suhteiden ohella toinen strategian toteuttamisen kannalta tärkeä alue on asiakkaiden liiketoimintojen laaja-alainen ymmärtäminen. Yhtiön kokonaistarjoaman rooli asiakkaan tuotantoprosessissa tai lopputuotteessa on tyypillisesti varsin suuri. Tästä johtuen yhtiön on mielestämme tärkeää tuntea asiakaskentässä olevien toimijoiden liiketoimintojen luonteet ja niiden ydinprosessit. Ymmärtämällä asiakkaan liiketoimintaa kattavasti, yhtiö kykenee tehostamaan myyntioperaatioitaan, tarjoamaan asiakkaiden valikoituihin vaateisiin juuri oikeanlaisen ratkaisun ja olemaan siten asiakkaalle lisäarvoa luova yhteistyökumppani. Asiakkaiden liiketoimintojen ymmärtäminen korostuu erityisesti Machineryn kohdalla, sillä näkemyksemme mukaan sen tarjoamassa on tiettyjä räätälöintimahdollisuuksia verrattuna YE:n tarjoamaan. Näiden mahdollisuuksien näemme puolestaan avaavan asiakkaan arvoketjuista hieman tavallista leveämpiä lohkoja.

Asiakkaan liiketoiminnan hyvä ymmärtäminen ja sitä kautta omalla tarjoamalla ja toiminnalla luotu lisäarvo luovat tukevan lähtökohdan myös pitkäaikaisten asiakassuhteiden rakentamiselle. Myös tässä yhtiö on mielestämme onnistunut hyvin, mikä tukee kokonaisuudessaan näkemystämme yhtiön lisäarvoa luoneesta ja siten onnistuneesti toteutetusta strategiasta. Lisäksi näiden tekijöiden sekä pitkien ja vahvojen päämiessuhteiden kautta yhtiö ponnistaa mielestämme varsin tukevalta alustalta myös

Strategia 3/3

tulevien vuosien strategiatyötä sekä arvonluontia ajatellen.

Tie auki strategian toteuttamiselle

Strategiassaan yhtiö tähtää arviomme mukaan etenkin kannattavaan kasvuun. Päämäärän saavuttamisen kannalta näemme keskeisimpinä kulmakivinä yritysostojen ohella päämiessuhteiden vankistamisen ja vaalimisen, pitkien asiakassuhteiden ylläpitämisen ja kasvun näiden asiakkuuksien mukana, maltillisesti etenevän uusasiakashankinnan sekä kustannustehokkaan toimintakulttuuriin. Yhtiön nykytoiminnot ovat viime vuosina kehittyneet mallikkaasti, mikä on näkynyt sekä liikevaihto- että marginaalitason kasvussa. Arviomme mukaan Machineryn hankinta ei tule aiheuttamaan yhtiölle mittavia integraatioponnistuksia, sillä Machinery jatkaa operointiaan pääosin itsenäisenä yksikkönä. Yhtiöllä ei ole myöskään kesken muita kokoluokaltaan merkittäviä kehityshankkeita, mitä peilaten yhtiö kykenee suuntaamaan resurssinsa puhtaasti strategiansa toteuttamiseen ja pidemmän aikavälin arvonluontiin.

Orgaaninen kasvu myös tärkeä elementti

Myös orgaaninen kasvu on yhtiölle tärkeä elementti ja arviomme mukaan sitä tavoitellaan sekä nykyisten että uusien asiakkaiden kautta. Nykyasiakkaissa yhtiö pyrkii arviomme mukaan nojaamaan pitkäkestoisiin päämies- ja asiakassuhteisiinsa ja kasvamaan asiakkaiden liiketoimintojen mukana, mutta myös voittamaan markkinaosuuksia yksittäisten asiakkuuksien sisällä. Mielestämme yhtiöllä on tähän myös verrattain hyvät edellytykset Machineryssä, jossa lisäarvoa luovat tukitoiminnot muodostavat

varsinaiselle tuotemyynnille merkittävän tuen, vaikka asiakkaiden ostosykliä ovatkin huomattavasti pidempiä kuin YE:n asiakaskentässä. Markkinaosuuksien voittamiselle haasteen asettaa kuitenkin asiakkaiden hankintastrategiat, sillä etenkin YE:n asiakkaat pyrkivät tyypillisesti hallitsemaan riskejään hyödyntämällä useita toimittajia. Pullonkaulaa orgaaniselle kasvulle tämä ei kuitenkaan mielestämme aseta ottaen huomioon toimialan massiivisen kokoluokan.

Uusissa asiakkaissa yhtiön painopiste on arviomme mukaan toimijoissa, jotka tuntevat tai jo osin hyödyntävät yhtiön päämiesten teknologiaa. Nämä asiakkaat ovat arviomme mukaan potentiaaaliltaan varsin houkuttelevia verrattuna täysin yhtiön portfoliota tuntemattomiin toimijoihin, sillä yhtiön tarjoaman kautta tällaisten asiakkaiden on helpompi muuttaa tuotantoteknologiaansa vaihteittain. Tämä on myös asiakkaiden omien prosessien sujuvuuden ja riskienhallinnan kautta suotuisa toimintakaari. Toisaalta asiakkaat pyrkivät pitäytymään samojen laitevalmistajien tarjoamissa mahdollisimman pitkään, mikä asettaa kohtuullisiksi kohoavien vaihdon kustannusten kautta omat paineensa uusasiakashankinnan etenemiselle ja sen kasvua tukeville vaikutuksille.

Ei julkilausuttuja taloudellisia tavoitteita

Yhtiöllä ei ole julkilausuttuja kasvu- tai kannattavuustavoitteita, mutta uskomme yhtiön tavoittelevan nykyrakenteellaan markkinoita nopeampaa orgaanista kasvua. Yhtiön toimintalohtot ja niiden odotetut pidemmän aikavälin kehityskaaret huomioiden tämä voisi arviomme mukaan tarkoittaa noin 3-5 % vuotuista

kasvua. Epäorgaanisen kontribuution suhteen uskomme yhtiön pyrkivän pitkällä aikavälillä selvästi vauhdikkaampaan tasoon. Epäorgaaninen kasvu tulee kuitenkin olemaan hyvin portaittaista. Kokonaisuudessaan yhtiön pidemmän aikavälin kasvunäkymä onkin varsin terve ja mielestämme kasvu on myös lyhyen tähtäimen tärkein ajuri.

Kannattavuuden osalta näemme yhtiöllä olevan nykytasoltaan (2019 havainnollistava laskelma: EBIT 6,6 %, ilman kertaluontoisia eriä) lievää parannusvaraa vahvoja päämiessuhteita sekä vakiintunutta toimintamallia ja markkina-asemaa heijastellen. Näin ollen näemmekin, että yhtiön tulisi tavoitella noin 9-10 % käyttökatemarginaalia ja vastaavasti noin 7-8 % liikevoittomarginaalia (PPA-poistot oikaistuna). Kokonaisuutena kannattavuustason nostoon pohjautuva arvonluontipotentiali on kuitenkin varsin maltillinen toimialan rajallista hinnoitteluvoimaa peilaten, mikä korostaa kasvua arvonluonnin ykkösratsuna.

Taseen osalta arviomme yhtiön pyrkivän operoimaan sellaisella pääomarakenteella, joka on tarpeeksi tukeva toimialan liiketoimintalogiikka (ml. toimituskyvyn varmistaminen) sekä yhtiön yritysostostrategian vaatima liikkumatila huomioiden. Toisaalta uskomme yhtiön myös tavoittelevan taseeseensa riittävää määrää vipua oman pääoman tuoton tehostamiseksi. Omavaraisuusasteen näkökulmasta yhtiön mukavuusalueella oleva taseasema voisi edellä mainittuja tekijöitä mukailien olla noin 35-45 %. Yrityskauppojen yhteydessä aggressiivisempikin taseasema on perusteltu, mikäli paluu takaisin mukavuusalueelle on realistinen nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Strategia



Strategian ydinkohdat ja haasteet

Toteutunut (vanha YE)

- Onnistunut asemoituminen ammatti- ja teollisuuselektronikan asiakassegmenttiin
- Kustannustehokkaan toimintamallin ja -kulttuurin ylläpitäminen
- Pitkien asiakassuhteiden vahvistaminen ja uusien solmiminen
- Venäjä-riskien hallinta ja paikallisen markkina-aseman vahvistaminen
- Jatkuvat panostukset myyntiorganisaation osaamis- ja tehokkuustasoon

Lähitulevaisuus 1-2v

- Houkuttelevien yritysostokohteiden löytäminen ja järjestelyjen toteuttaminen
- Markkinaosuuden orgaaninen kasvattaminen
- Päämies- ja asiakassuhteiden vahvistaminen
- Jatkuvat panostukset myyntiorganisaation osaamis- ja tehokkuustasoon sekä henkilöstön vaihtuvuuden minimointi
- Kustannustehokkuuden merkitys korostuu

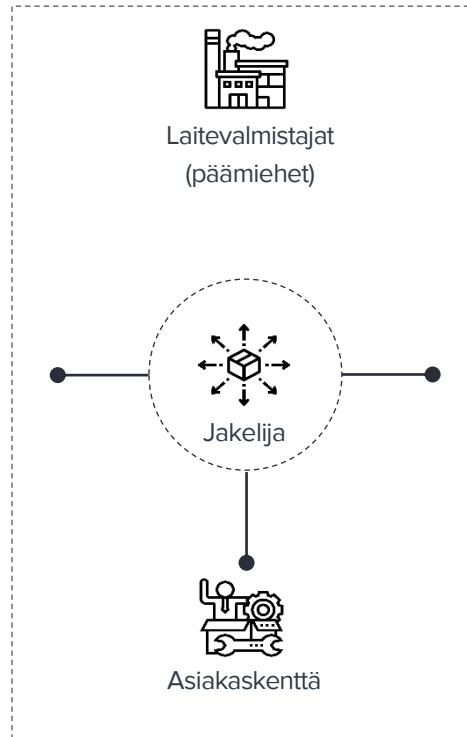
Seuraavat 5 vuotta

- Profiililtaan sopivien yritysostokohteiden löytäminen
- Jatkuvat panostukset kilpailukyvyyn ja tehokkuustason ylläpitämiseen
- Vahvimmissa päämiessuhteissa kiinni pysyminen
- Riittävän reagointi- ja joustovaran säilyttäminen

Yritysostostrategia

Toimintahorisontin laajentaminen

- Arvoketjuaseman laajentaminen toimintahorisonttia leventävin yritysostoin
- Mahdollista löytää houkuttelevia markkinarakoja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolelta
- Pidemmällä aikavälillä toimintahorisontin laajentaminen luo pohjaa myös uusien kasvualustojen rakentamiselle
- Ostokohteen operoitava kohtuullisella kannattavuudella ja liiketoiminnan oltava ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Omistaja-arvon luonti rahoitussynergioiden kautta
- Ostokohteelle yhtiö voi tarjota tiettyjä pörssiyhtiön hyötyjä (mm. tukifunktiot ja -prosessit) ja olla siten houkutteleva omistaja



Vertikaalinen integraatio

- Eteenpäin suuntautuvan vertikaalisen integraation kautta mahdollista löytää hyvin mielenkiintoisia pidemmän aikavälin kasvupolkuja
- Houkuttelevimmat toimijat sellaisia, joiden tuotetarjoaman teknologia korvattavissa yhtiön oman portfolion tarjoamalla
- Vertikaalisen integraation kautta yhtiön on myös mahdollista vahvistaa kilpailuasemaansa ja -kykyään suhteessa integroitumattomiin toimijoihin

Nykytoimintojen vahvistaminen

- Arvoketjuaseman vahvistaminen nykyisiä liiketoimintoja täydentävin ja tukevin yritysostoin
- Järjestelyt joko konsernitasolla tai nykyisen portfolion sisällä (add-on- ja bolt-on-transaktiot)
- Teollisena logiikkana erityisesti päämiesportfolion kasvattaminen ja sitä kautta kriittisen massan saavuttaminen (ts. koko, skaala ja laajuus)
- Ostokohteen kannattavuusprofiilin oltava kohtuullinen ja liiketoiminnan ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Ostetut yhtiöt jatkavat operointiaan itsenäisinä yksikköinä eikä järjestelyin pyritä saavuttamaan mittavia operatiivisia synergioita
- Omistaja-arvon luonti rahoitussynergioiden kautta, vaikka ostetun kohteen operatiivinenkin kehittäminen tärkeässä roolissa

Taloudelliset kriteerit

Liikevaihto noin
10-50 MEUR,
toiminta
pääomakevyttä

Kohtuullinen
kannattavuus (ei
käänneyhtiöitä)

Omia kertoimia
alhaisempi
arvostustaso

Taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikate ollut varsin vakaa

Konsernin kustannusrakenteen suurin yksittäinen erä on tukkukaupan ansaintalogiikka heijastellen materiaalit ja palvelut. Liiketoimintahaarojen kustannusrakenteet ovat käsityksemme mukaan hyvin samansuuntaisia, mitä peilaten materiaalien ja palvelujen historiallinen osuus on arviomme mukaan ollut noin 75-78 % kokonaiskustannuksista. Nämä kustannukset ovat täysin muuttuvia, eivätkä ne siten skaalautu.

Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan liikkunut arviomme mukaan noin 69-72 % välillä. Näin ollen yhtiön myyntikate on ollut noin 28-31 % tasolla, mitä voidaan mielestämme pitää tukkureiden varsin rajallinen hinnoitteluvoima ja etenkin sähköteknisen tukkukaupan hintasensitiiviseksi taipuva luonne huomioiden hyvänä tasona. Huomionarvoista on myös se, että näistä tekijöistä huolimatta myyntikate on ollut varsin vakaa, mikä luo terveen lähtökohdan myös tulevaisuuden katetasojen puolustamista ajatellen.

Myyntiorganisaatiolle tuottavuus tärkeä mittari

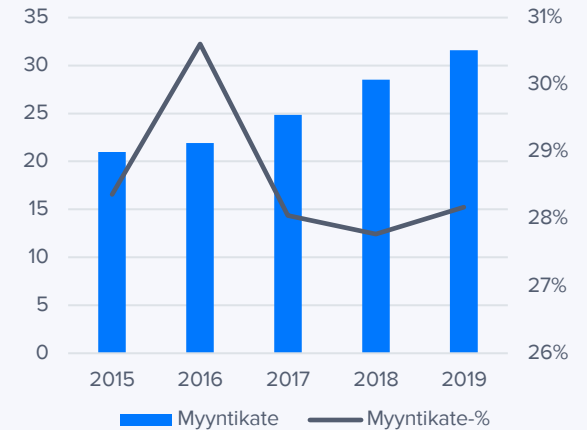
Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on myyntiorganisaatiolle tyypilliseen tapaan henkilöstökulut. Arviomme mukaan yhtiön henkilöstökulut ovat pääosin kiinteitä. Näin ollen ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti kohtuullisesti, eikä orgaanisen kasvun tavoittelu edellytä yhtiöltä mittavia panostuksia myyntiorganisaation kasvattamiseen. Pääosin kiinteän henkilöstökulumassan lyhyen aikavälin joustovara on kuitenkin rajallinen, mikä asettaa tiettyjä haasteita kustannustason sopeuttamiselle laskevan kysynnän ympäristössä.

Vuonna 2019 arvioimamme pro forma -tason mukaan henkilöstökulut olivat noin 16 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna noin 15 %. Yhtiön henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on arvioimamme pro forma -tason mukaan ollut historiallisesti noin 290 TEUR, kun vuonna 2019 liikevaihto / työntekijä oli arviomme mukaan noin 338 TEUR. Myyntiorganisaation ja erityisesti sen tehokkuuden merkittävästä roolista johtuen uskommekin sekä tuottavuustason ylläpitämisen että sen asteittaisen vahvistamisen olevan yhtiölle hyvin keskeinen alue. Arviomme mukaan tuottavuuden parantamisen on kuitenkin ensisijaisesti nojattava sekä myyntihenkilöstön osaamistason kohottamiseen että myyntiprosessin tehostamiseen kokonaisuudessaan rajallista hinnoitteluvoimaa heijastellen.

Muissa kuluissa lievää skaalautumisvaraa

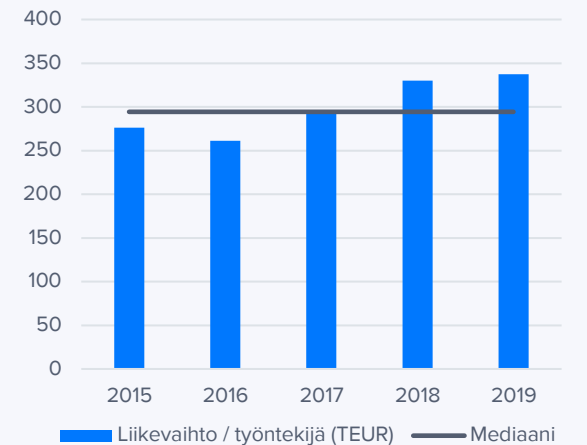
Yhtiön muiden kulujen osuus liikevaihdosta on arvioimamme pro forma -kustannusrakenteen perusteella ollut historiallisesti noin 6-7 %. Nämä kulut koostuvat useista pienistä eristä ja ovat arviomme mukaan pääasiallisesti kiinteitä. Muiden kulujen osuus on varsin maltillinen, mikä selittyy arviomme mukaan hyvin matalalla organisaatorakenteella sekä liiketoimintahaarojen kustannusorientoituneella toimintamallilla ja -kulttuurilla. Näitä tekijöitä mukaillemme usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa. Selvää laskuvaraa muiden kulujen suhteellisessa osuudessa ei arviomme mukaan kuitenkaan ole, mikä pitää tästä kulumassasta realisoitavissa olevat skaalaedut varsin maltillisina.

Myyntikatteen kehitys*



* Inderesin arvio pro forma -tasoista

Tuottavuuden kehitys*



* Inderesin arvio pro forma -tasoista

Taloudellinen tilanne 2/2

Machinery-kaupan myötä taseessa on vipua

Vuoden 2019 lopussa yhtiön havainnollistavan laskelman mukainen omavaraisuusaste oli 25 % ja nettovelkaantumisaste 145 %. Näin ollen puhtaasti velkarahalla toteutetun Machinery-kaupan myötä yhtiöllä on taseessaan runsaasti vipua, minkä myötä myös aikaisemmin äärimmäisen ylikapitalisoitunut taseasema on purkautunut. Vuoden lopussa yhtiön kassavarat olivat noin 9 MEUR ja likviditeettiasema on siten tukeva liiketoiminnan skaala ja ansaintalogiikka huomioiden. Havainnollistavan taseen loppusumma oli puolestaan 66 MEUR.

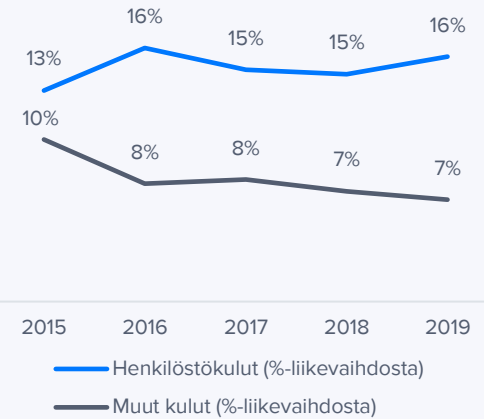
Vuonna 2019 Machineryn IFRS-standardiin konvertoitu käyttökate oli 4,4 MEUR ja koko konsernitason havainnollistavan laskelman mukainen käyttökate (ilman kertaluontoisia eriä) 8,9 MEUR. Mikäli tämän käyttökateen suhteuttaa yhtiön vuoden lopun ja Machineryn hankinnan huomioivaan taseeseen, on yhtiön lainanhoitokykyä kuvaava nettovelka / käyttökate -kerroin vielä kohtuullisella 2,6x tasolla (ml. IFRS 16:n vaikutukset). Yhtiön molempien liiketoimintahaarojen operatiivinen kassavirta on hyvä ja investointitarve matala, mitä heijastellen myös yhtiön rakenteellinen velankantokyky on mielestämme tukevalla pohjalla, vaikka koronaviruksen aiheuttamien käyttökatteen lyhyellä tähtämällä epävarmana. Tätä kokonaiskuvaa vasten näemme kuitenkin, että yhtiön mukavuusalueella oleva taseasema voisi nettovelka / käyttökate -kertoimella tarkasteltuna olla karkeasti noin 2-3x tasolla (pl. IFRS 16:n vaikutukset). Vaikka yhtiön taseasema onkin vielä arvioimamme mukavuusalueen sisällä, uskomme yhtiön lyhyellä

tähtämällä pyrkivän lyhentämään velkojaan, kasvattamaan siten liikkumatilaansa yritysostovetoisen kasvustrategian toteuttamista varten sekä keskittymään koronaviruspandemian aiheuttamassa turbulenssissa ensisijaisesti omaan puolustuspeliin. Nykyluoketoimintojen hyvän kunnon sekä ajan myötä kasvavan liikkumatilan tukemana näemme yhtiöllä olevan erittäin hyvät edellytykset tehdä useita pienempiä (EV 5-10 MEUR) tai yksittäisiä keskisuuria (EV 10-15 MEUR) yritysostoja seuraavien vuosien aikana. Toisaalta arvioimme yhtiön myös olevan valmis toteuttamaan Machineryn kaltaisia isoja järjestelyjä, mikäli tuotopotentialiaali on riittävän houkuttelevalla tasolla. Uskomme yhtiön pyrkivän hyödyntämään myös omaa osakettaan yritysjärjestelyiden maksuvälineenä, mikä lisää osaltaan liikkumatilaa sekä taseasemaa että kasvustrategian toteuttamista ajatellen. Lisäksi oman osakkeen hyödyntämisellä voisi olla parantava vaikutus myös osakkeen likviditeettiin.

Käyttökate rullaa hyvällä suhteella kassavirtaan

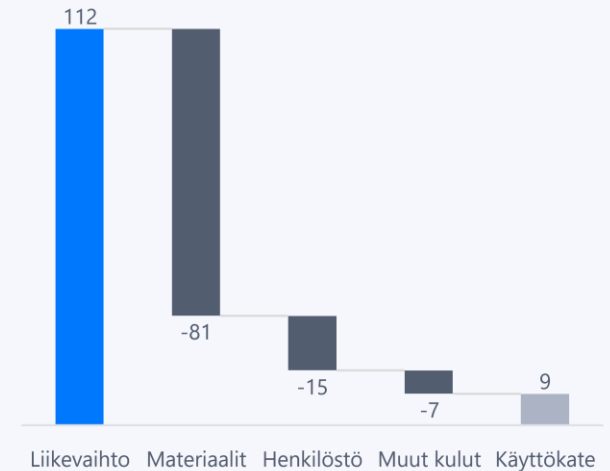
Orgaanisen kasvun edellyttämän ja matalaksi jäävän investointi- ja käyttö pääomatarpeen jälkeen yhtiön kassavirtasuhde (vapaan kassavirran suhde käyttökatteeseen) on ollut viime vuosina varsin hyvällä yli 50 % tasolla. Molempien liiketoimintahaarojen kassavirtaprofiili on arvioimme mukaan varsin samankaltainen, mitä heijastellen odotamme konsernitason kassavirtasuhteen (pl. mahdolliset yritysostot) pysyvän hyvällä tasolla myös lähivuosina. Näin ollen operatiivisen toiminnan tulisi taata yhtiölle riittävästi orgaanista raaka-ainetta kassavirran omistaja-arvoa luovaa allokointia ajatellen.

Henkilöstö- ja muut kulut*



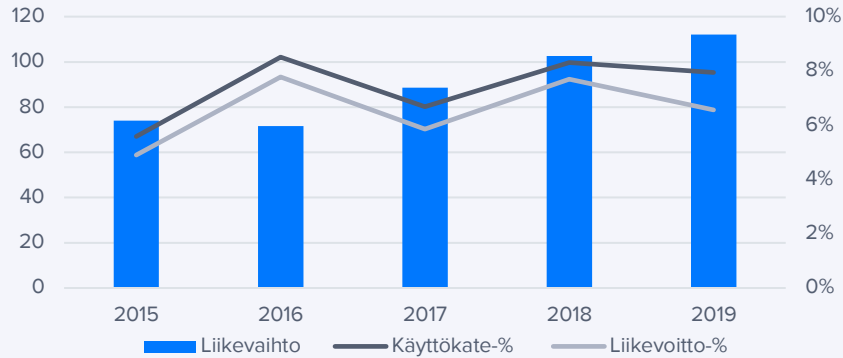
* Inderesin arvio pro forma -tasoista

2019 havainnollistavan käyttökateen muodostuminen



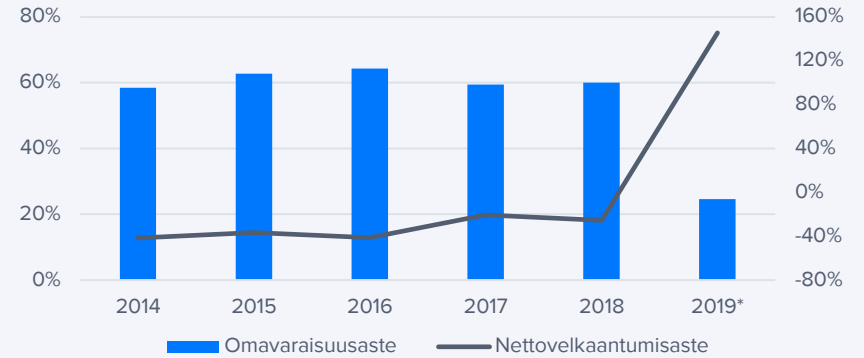
Taloudellinen tilanne

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys*



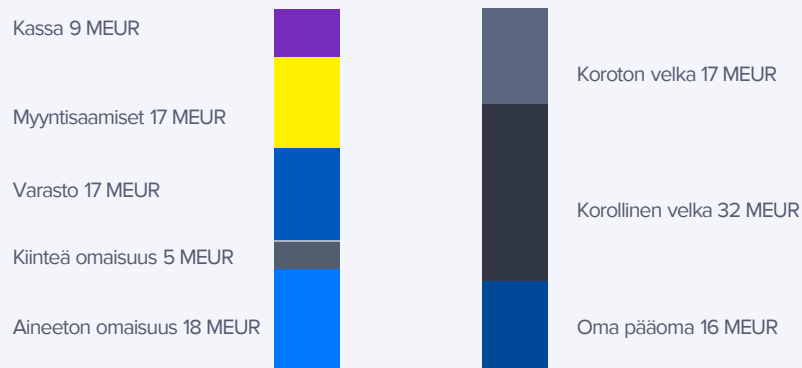
*2015-2018 Inderesin arvio pro forma -tasoista
*2019 havainnollistava laskelma

Taseaseman kehitys

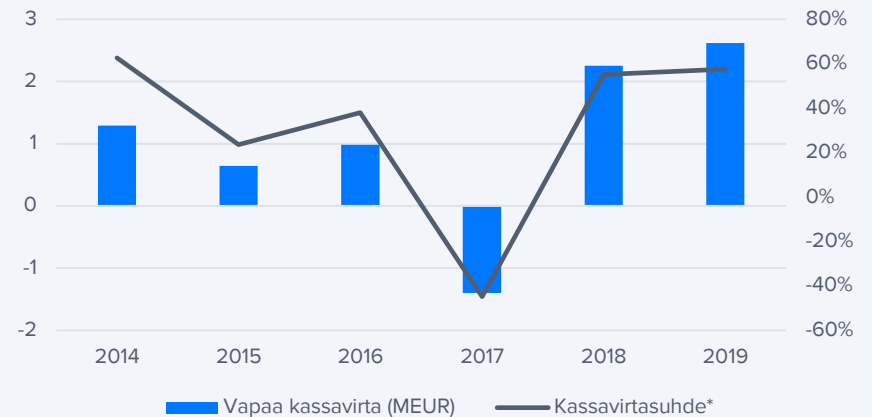


*Havainnollistava tase

Havainnollistava taserakenne vuoden 2019 lopussa



Kassavirran kehitys



* Vapaan kassavirran suhde oikaistuun käyttökatteeseen

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä ensisijaisesti alla olevan markkinakäytön perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kustannusrakenteen kehitystä vuositasona. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan nojautuu kasvun osalta kohdemarkkinoiden BKT:n kehityskaareen ja kannattavuuden osalta historiallisiin ja arvioimiimme pitkän aikavälin kestäviin kannattavuustasoihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon jo keskipitkällä aikavälillä mielestämme hyvin todennäköisiä yrityskauppoja, sillä niiden ajoitusten arviointi on mahdotonta.

Korona sotkee vuoden 2020

Koronaviruspandemian rapistuttamaa toimintaympäristöä ja siihen liittyviä merkittäviä epävarmuustekijöitä mukailien yhtiö ei ole toistaiseksi antanut ohjeistusta vuodelle 2020. Arviomme mukaan vuoden ensimmäiset kuukaudet sujuivat yhtiöltä kohtuullisen hyvin, eikä asiakaskysynnässä, komponenttien saatavuudessa tai yhtiön omassa toimituskyvyssä ilmennyt poikkeuksellista pehmeyttä tai merkittäviä aikaviiveitä. Koronaviruksen etenemisen myötä tilanne on viimeisen kuukauden aikana kuitenkin muuttunut radikaalisti, mikä tulee väistämättä iskemään myös yhtiön molempien liiketoimintahaarojen kysyntäkuvaan yhtiön markkina-alueiden ja globaalin talouskuvan äkkijarrutusta ja siten Q2:lla ja myös H2:lla heikkenevää investointiaktiiviteettiä heijastellen.

Vuonna 2020 odotamme Yleiselektronikka-konsernin liikevaihdon kasvavan 51 % 91

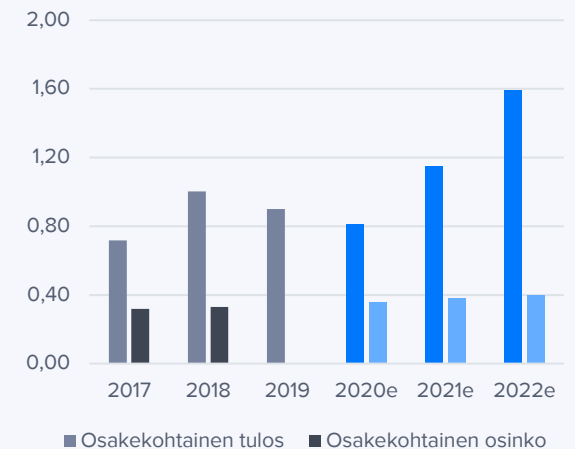
MEUR:oon. Kasvu on puhtaasti Machineryn tuomien ja tänä vuonna 10 kuukaudelle ulottuvien epäorgaanisten vaikutusten ajamaa, sillä odotamme toimitusvirtojen jäävän voimakkaasti heikentyneessä ympäristössä selvästi edellisvuoden alapuolelle ja YE:n liikevaihdon laskevan 15 %. Koronaviruksen nakertaman talouskuvan ja hidastuvan investointiaktiiviteetin arvioimme osuvan Machineryn kysyntäkuvaan piirun verran kovemmalla volyyminä sen syklisempää luonnetta peilaten. Tätä dynamiikkaa heijastellen odotamme Machineryn liikevaihdon laskevan tänä vuonna orgaanisesti 20 %. Machineryn koko vuoden liikevaihtoa tukevat kuitenkin vuoden 2019 aikana toteutettujen yritysostojen (Tornokone kesäkuussa ja FredEx elokuussa) epäorgaaniset vaikutukset.

Oikaistun liikevoiton odotamme kohoavan 9 % 3,8 MEUR:oon Machineryn tuoman absoluuttisen tuloskontribuution kompensoidessa laskevan volyymitason ja lievän operatiivisen vipuvaikutuksen negatiivisia rasitteita. Marginaalitaso odotamme näin ollen jäävän 4,2 %:iin ja siten selvästi yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalisen alapuolelle. Kokonaisuudessaan näemme yhtiön suhteellisen kilpailukykyyn säilyvän kuitenkin tukevana vahvojen ja pitkien päämiessuhteiden sekä myyntiorganisaation korkean osaamistason ajamana, mutta näiden ominaisuuksien ja omien kyvykkyyksien hautautuvan koronaviruksen nostattaman toimintamyrskyn alle. Koronaviruksen muutosnopeuteen liittyvien ja osin yhä tuntemattomien uhkakuvien johdosta korostamme, että ennusteriskit ovat alkaneelle vuodelle poikkeuksellisen korkeita.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys



Ennusteet 2/3

Konsernin rahoituskulujen arvioimme tänä vuonna kohoavan 0,9 MEUR:oon Machinery-hankinnan ja Machineryn omien rahoituskulujen ajamana. Raportoituja rahoituskuluja rasittaa lisäksi ei-kassavirtavaikutteiset euron ja ruplan väliset valuuttakurssierot. Vaikka näihin liittyy tiettyä kloonista epävarmuutta, ei niiden merkitys kokonaisuuden kannalta ole kuitenkaan merkittävä. PPA-poistojen verovähennyskeltomuuden ajamana odotamme veroasteen olevan noin 23 % tasolla. Näin ollen odotamme yhtiön yltävän tänä vuonna 1,9 MEUR:n nettotulokseen ja 0,81 euron oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen. Tästä arvioimme yhtiön jakavan 0,36 euron osakekohtaisen osingon. Operatiivisen kassavirran odotamme puolestaan säilyvän vankkana kohtuullista tulostasoa ja maltillista käyttöpääoman sitoutumista heijastellen, joskin vapaata kassavirtaa rasittaa voimakkaasti Machinery-järjestely. Taseaseman odotamme paranevan vuoden lopun havainnollistavan laskelman tasosta ja omavaraisuusasteen kohoavan 30 %:iin sekä nettovelkaantumisasteen laskevan 83 %:iin.

Vuonna 2021 paluu kohti normaalia

Vuonna 2021 odotamme koronaviruksen suorien rasitteiden jäävän taakse ja yhtiön liiketoimintaympäristön normalisoituvan ainakin osin. Koronaviruksen aiheuttaman talouskuopan syvyyteen ja siten maailmantalouden elpymisvauhtiin liittyy kuitenkin huomattavia epävarmuustekijöitä. Toistaiseksi arvioimme talouskasvun kääntyvän positiiviseksi valtio- ja keskuspankkitason mittavia toimenpiteitä sekä heikoiksi jääviä vertailulukuja heijastellen. Tällä

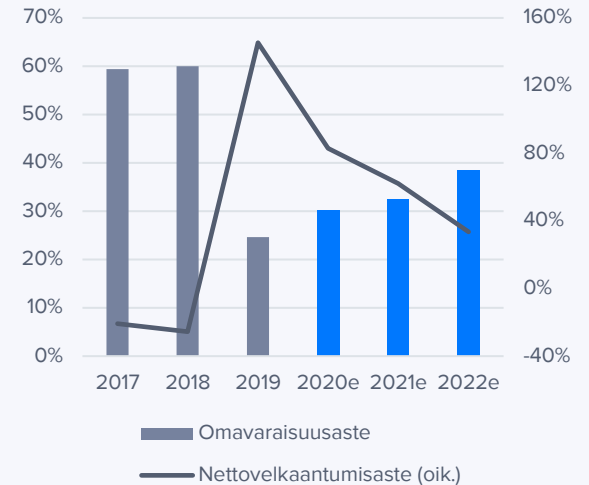
hetkellä ei ole kuitenkaan perusteltua sulkea poiskaan sitä vaihtoehtoa, että virus ajaa maailmantalouden syvään taantumaa ja jättää jälkeensä myös pysyväluonteisia vaurioita.

Vuonna 2021 odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 14 % 103 MEUR:oon. Kasvusta hieman yli puolet tulee Machineryn alkuvuodelle tuomasta epäorgaanisesta tuesta, kun taas konsernin orgaanisen kasvun odotamme normalisoituvan toimintaympäristön kohottamien tilausvirtojen ja investointiasteiden ajamana olevan noin 6 %. Kohollaan olevasta epävarmuustasosta johtuen orgaaninen kasvuennustemme on verrattain maltillinen, ja yhtiöllä on mielestämme rahkeita parempaan suoritukseen, mikäli toimintaympäristön elpymisvauhti osoittautuu odotuksiamme ripeämmäksi.

Liikevoiton odotamme vuonna 2021 kohoavan liikevaihdon kasvun, koronaviruksen aiheuttamien kannattavuuspaineiden (mm. toimitusketjujen aikaviiveet) hälventymisen sekä normalisoituvassa toimintaympäristössä hieman lähemmäs perustasoaan palautuvan operatiivisen tehokkuuden ajamana 33 % 5,0 MEUR:oon. Hieman edellisvuotta korkeampien rahoituskulujen ja normaalien verojen jälkeen odotamme nettotuloksen kohoavan 3,0 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 1,17 euroon vuonna 2021. Tästä odotamme yhtiön maksavan edellisvuodesta maltillisesti kasvavan 0,38 euron osakekohtaisen osingon.

Vapaan kassavirran arvioimme vahvistuvan edellisvuodesta merkittävästi poistoja matalampien investointien ja käyttöpääoman

Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Ennusteet 3/3

normaalin sitoutumisen jälkeen. Tätä heijastellen odotamme myös yhtiön taseaseman vankistuvan ja vuoden lopun omavaraisuusasteen nousevan 32 %:iin ja nettovelkaantumisasteen laskevan 62 %:iin. Näin ollen vuoden 2021 lopussa yhtiöllä olisi taseessaan jo verrattain hyvin liikkumatilaa yritysostovetoisen strategiansa toteuttamiseksi. Näkemystämme riittävästä liikkumatilasta tukee myös se, että vuoden 2021 lopun odottamallamme nettovelalla yhtiön nettovelka / käyttökate -kerroin on 1,6x, mikä on selvästi yhtiölle arvioimamme mukavuusalueen alapuolella.

Kasvu jatkuu 2022

Vuonna 2022 odotamme yhtiön jatkavan terveellä organisaalisella kasvupolulla ja liikevaihdon kasvavan 4 % 107 MEUR:oon. Kasvun keskeisimmät ajurit ovat BKT:n vakaata kehitystä piirun verran rivakampi markkinakasvu, kumuloituneen investointivelan asteittainen purkautuminen, maltillisesti etenevä uusasiakashankinta sekä vakiintuneissa asiakkuuksissa pienet markkinaosuusvoitot. Odotamme yhtiön yltävän vuonna 2022 6,4 MEUR:n liikevoittoon ja 5,9 % marginaaliin liikevaihdon kasvun ja operatiivisen tehokkuustason nousun tukiessa kannattavuutta. Rahoituskulujen ja verojen odotamme puolestaan säilyvän normaaleilla tasoillaan ja yhtiön nettotuloksen kasvavan 4,1 MEUR:oon, mikä vastaa 1,59 euron osakekohtaista tulosta. Osingon odotamme jatkavan maltillisella kasvu-urallaan ja olevan 0,40 euroa osakkeelta. Vankan nettotuloksen ja hyvän kassavirran myötä odotamme omavaraisuusasteen nousevan 38 %:iin ja nettovelkaantumisasteen putoavan 34 %:iin. Näillä tasoilla yhtiöllä olisi jo huomattavaa

liikkumatilaa suurenkin yrityskaupan toteuttamiseksi ja pidämmekin käytännössä varmana, että yhtiö tulee yritysostokentällä toimimaan ennen vuoden 2022 loppua.

Pitkällä aikavälillä kasvu jatkuu

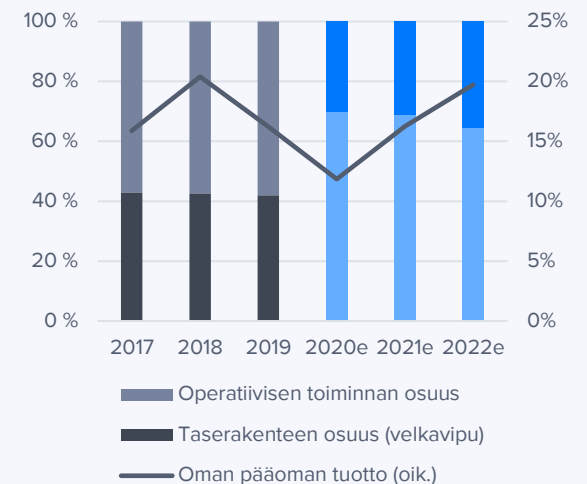
Odotamme yhtiön jatkavan nykyisissä liiketoimintahaaroissaan kannattavaan kasvuun tähtäävän strategian johdonmukaista toteuttamista varsin tuloksekkaasti myös vuoden 2022 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme yhtiön liikevaihdon jatkavan kasvuaan alla olevien markkinalohkojen kehitystä tukevien (mm. kapasiteetti- ja tehokkuusinvestoinnit) ja vauhdittavien (mm. ulkoistamisasteen nousu sopimusvalmistuksessa) ajureiden myötä. Tätä kokonaiskuvaa vasten odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan pitkällä aikavälillä noin 2-3 %, mikä on varsin konservatiivinen taso. Pitkällä tähtäimellä yritysostot tulevat tehostamaan kasvua, mutta niiden kokoluokkien ja ajoitusten ennakoiminen on mahdotonta. Yhtiön nykyrakenteen liikevoittomarginaalin odotamme pitkällä tähtäimellä liikkuvan 5-7 % haarukassa rajallista hinnoitteluvoimaa ja kokonaisuudessaan realisoitavissa olevien skaalahyötyjen kapeutta heijastellen.

Pitkällä tähtäimellä ennusteisiimme sisältyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Tätä epävarmuutta peilaten pitkän aikavälin ennusteidemme osuus arvonmäärityksessämme on rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä ensisijaisesti tukena laatimassamme DCF-laskelmissa.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Oman pääoman tuoton kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	57,2	15,1	13,7	15,1	15,9	59,9	18,3	22,1	24,4	25,7	90,5	103	107	111
Konserni	57,2	15,1	13,7	15,1	15,9	59,9	18,3	22,1	24,4	25,7	90,5	103	107	111
Käyttökate	4,1	1,4	0,8	1,3	1,0	4,5	1,1	1,3	1,7	1,8	5,8	7,2	8,6	9,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-1,0	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,1	0,6	1,0	0,8	3,5	0,8	0,7	1,1	1,3	3,8	5,0	6,4	6,9
Liikevoitto	3,5	1,1	0,6	1,0	0,8	3,5	0,6	0,7	1,1	1,3	3,6	5,0	6,4	6,9
Nettorahoituskulut	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,9	-1,1	-1,0	-0,9
Tulos ennen veroja	3,6	1,0	0,6	1,0	0,7	3,3	0,5	0,4	0,8	1,0	2,7	4,0	5,4	5,9
Verot	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,8	-1,1	-1,1
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	2,6	0,7	0,4	0,7	0,5	2	0,3	0,3	0,6	0,7	1,9	3,0	4,1	4,7
EPS (oikaistu)	1,00	0,28	0,15	0,27	0,20	0,90	0,19	0,12	0,23	0,27	0,81	1,17	1,59	1,82
EPS (raportoitu)	1,00	0,28	0,15	0,27	0,20	0,90	0,13	0,12	0,23	0,27	0,75	1,17	1,59	1,82

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	7,2 %	-1,6 %	11,0 %	2,3 %	4,6 %	21,1 %	61,5 %	61,2 %	61,3 %	51,2 %	14,2 %	4,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	40,5 %	49,1 %	-14,5 %	-1,5 %	-26,8 %	-0,8 %	-32,7 %	20,8 %	8,1 %	61,0 %	8,8 %	32,8 %	25,8 %	8,5 %
Käyttökate-%	7,1 %	9,0 %	6,2 %	8,6 %	6,4 %	7,6 %	5,8 %	5,7 %	6,8 %	7,1 %	6,4 %	7,0 %	8,0 %	8,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,2 %	7,4 %	4,2 %	6,7 %	4,9 %	5,8 %	4,1 %	3,1 %	4,5 %	4,9 %	4,2 %	4,9 %	5,9 %	6,2 %
Nettotulos-%	4,5 %	4,6 %	2,9 %	4,6 %	3,2 %	3,8 %	1,8 %	1,3 %	2,4 %	2,7 %	2,1 %	2,9 %	3,8 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	3,3	4,8	20,3	18,5	16,7
Liikearvo	0,6	0,6	7,4	7,4	7,4
Aineettomat hyödykkeet	0,8	0,8	7,9	7,7	7,5
Käyttöomaisuus	1,5	2,9	4,9	3,3	1,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	19,8	21,1	36,2	40,3	40,8
Vaihto-omaisuus	7,1	7,3	11,8	13,4	14,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,9	7,2	10,9	13,4	12,9
Likvidit varat	4,7	6,6	13,6	13,4	14,0
Taseen loppusumma	23,1	25,8	56,5	58,8	57,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	13,8	16,2	17,0	19,0	22,1
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	10,6	12,6	14,5	16,6	19,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,7	1,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,8	2,0	25,8	22,1	18,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,8	2,0	25,8	22,1	18,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,5	7,7	13,6	17,6	16,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,5	1,9	3,1	2,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,0	7,1	11,8	14,5	14,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	23,1	25,8	56,5	58,8	57,5

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Tulospohjainen hinnoittelu relevanteinta

Suosimme yhtiön arvonmäärityksessä tulospohjaisia hinnoittelukertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskertoimet ovat nettotulospohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioiva EV/EBITDA-kerroin (tietystä IFRS 16 -standardin aiheuttamasta kohinasta oikaistuna). Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet sekä yhtiölle relevanttien verrokkiyhtiöiden arvostustasoja että yhtiölle määrittelemämme hyväksyttävää hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen yhtiön nykyisestä kasvu, kannattavuus- ja riskiprofilista. Tarkastelemme yhtiötä ensisijaisesti kuluva ja seuraavan vuoden kertoimilla.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat yhtiön arvostukseen:

- **Molempien liiketoimintahaarojen vahvat track-records** kannattavasta kasvusta vankistavat luottamusta yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukykyä ja sen taustalla olevien tekijöiden kestävyyttä kohtaan.
- **Yritysjärjestelyt** ovat mielestämme selkeästi positiivinen kulma sijoittajille johtoryhmän ja pääomistajan vankkaa yritysjärjestelytaustaa sekä omistaja-arvokeskeistä ajattelumallia heijastellen.
- **Kassavirtaprofiili on molemmissa** liiketoimintahaaroissa hyvin vahva ja investointitarve maltillinen, mikä luo yhtiölle tukevan perustan pääoman omistaja-arvoa

luovalle allokoinnille.

- **Lähivuosisien orgaaniset tuloskasvuodotukset** ovat varsin maltilliset, sillä volyymikasvu on hitaan talouskasvun ympäristössä haastavaa eikä marginaaleissa ole merkittävää tasonnoston varaa.
- **Keskeisimmät kysyntäajurit ovat pääosin investointivetoisia**, mikä altistaa yhtiön talouden suhdannevaihteluille sekä vaikuttaa kokonaisriskiprofiiliin kohottavasti.
- **Keskittynyt omistajarakenne ja rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajaavat tietyntyyppisten sijoittajien (mm. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön ja ohuen likviditeetin takia arvonmäärityksessä on mielestämme sovellettava likviditeettipreemiota.

Näiden tekijöiden pohjalta yhtiölle voidaan mielestämme hyväksyä normaalin tuloskunnan viitekehityksessä oikaistu P/E-luku 12x-15x ja vastaavasti EV/EBITDA-kerroin 6x-9x. Tasot pohjautuvat sekä yhtiökohtaisiin operatiivisiin fundamentteihin (mm. pääoman tuotto- ja -potentiaali ja vahva kassavirtaprofiili), Machinery-kaupan myötä laajentuneeseen toiminta-alaan ja sitä kautta asteittain laskeneeseen riskiprofiiliin sekä osin myös verrokkiyhtiöiden historiallisiin pidemmän aikavälin arvostustasoihin (mediaani P/E 14-16x ja EV/EBITDA 9-10x). Osakemarkkinoiden vanhalle Yleiselektronikalle historiallisesti hyväksymät kertoimet eivät mielestämme ole käyttökelpoisia yhtiön uutta strategista suuntaa ja profiilia sekä historiallisesti vallinnutta ja varsin voimakastakin

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	14,2	14,2	14,2
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	50	48	44
P/E (oik.)	17,5	12,4	8,9
P/E	19,0	12,4	8,9
P/Kassavirta	neg.	8,5	5,7
P/B	2,1	1,9	1,6
P/S	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,7	6,6	5,1
EV/EBIT (oik.)	13,2	9,5	6,9
Osinko/tulos (%)	48,2 %	33,1 %	25,1 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,7 %	2,8 %

Lähde: Inderes



Lähde: Yleiselektronikka, Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

informaatioalennusta mukailleen. Hyväksytyt kertoimet ovat lievästi Helsingin pörssin pidemmän aikavälin keskiarvoa alempia (mediaani P/E 14-15x ja mediaani EV/EBITDA 9x-10x).

Hyväksymämme kerroinhaarukka ei ole lukittu, vaan siinä on tiettyä liikkumavaraa etenkin yhtiön strategisen ja operatiivisen kehitysvaiheen sekä riskitason muutosten huomiointiin. Yhtiön molempien liiketoimintahaarojen operatiivinen kehitys on ollut viime vuosina vahvaa ja pääoman tuotot ovat säilyneet kestävästi mainioilla tasoilla. Mikäli yhtiö onnistuu yritysostovetoisen strategiansa kautta rakentamaan itselleen kokonaan uusia tukijalkoja, laajentamaan tätä kautta tulosperustansa, jatkamaan nykyisten liiketoimintojen arvoa luovaa kehittämistä sekä ylläpitämään pääoman tuottoluvut korkeilla tasoilla, on hyväksymässämme kerroinhaarukassa pidemmällä tähtäimellä nousuvaraa. Lyhyellä tähtäimellä hyväksyttävän arvostustason merkittävää venyttämistä ei ole mielestämme silti perusteltua odottaa koronaviruksen kohottaman epävarmuus- ja riskitason sekä sen maailmantalouteen heijastamien rasitteiden johdosta.

Kertoimet eivät ole korkeita

Yleiselektroniikan ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2020 ja 2021 ovat 18x ja 12x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 7x. Kuluvaan vuoden kertoimet painottuvat vain hieman hyväksymämme kerroinhaarukan yläpuolelle, vaikka yhtiön tulostaso tulee tänä vuonna jäämään koronaviruksen aiheuttamien toimintarasitteiden painamana varsin selvästi nykyrakenteen kestävästä tasosta sekä erityisesti

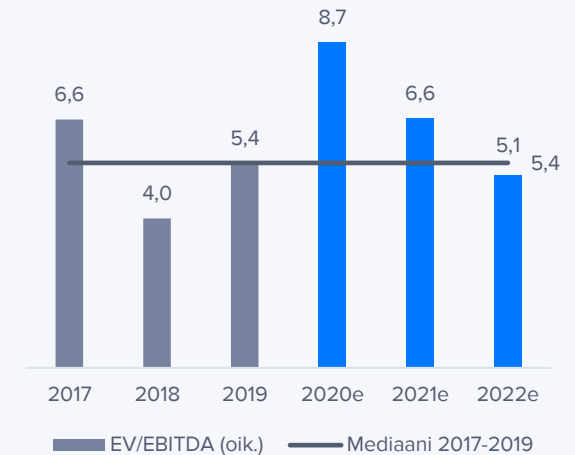
pidemmän aikavälin potentiaalista. Ensi vuoden kertoimet painottuvat puolestaan hyväksymämme kerroinhaarukan alalaitaan, mikä kääntää arvostuskuvan mielestämme kokonaisuudessaan houkuttelevaksi toimintaympäristöön liittyvistä mittavista riskitekijöistä huolimatta.

Mielestämme yhtiön hinnoittelussa ei tällä hetkellä anneta juurikaan painoarvoa Machineryn mukanaan tuomalle pidemmän aikavälin tulos- ja arvonluontipotentiaalille ja sen kokonaisriskitasoa laskeneille vaikutuksille, mitä heijastellen näemme osakkeen nykyhinnoittelun olevan pääosin yleisen markkinasentimentin ja lyhyen tähtäimen riskikuvan ohjaamaa. Näkemystämme tukee se, että Machineryn nollatuloksella ja YE:n 25 % tuloslaskulla P/E olisi vielä toimintaympäristö huomioden jokseenkin siedettävällä 20x tasolla. Näin ollen näemme, että nykyinen arvostus pitää sisällään jo riittävän leveät turvamarginaalit odotuksiamme negatiivisempia skenaarioita ja siten myös lyhyen tähtäimen poikkeuksellisen korkeita toiminta- ja ennusteriskejä vastaan.

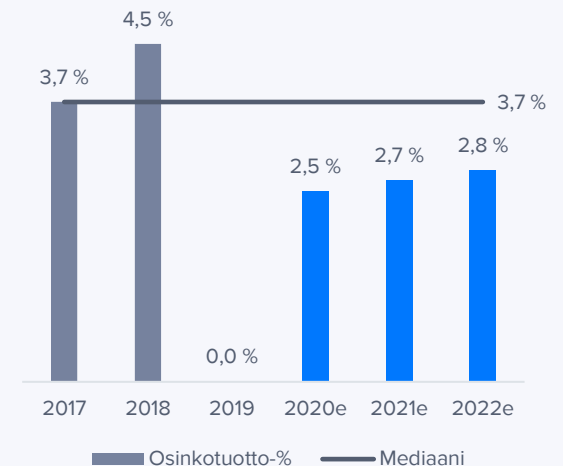
Verrokkiarvostus on toistaiseksi harhaanjohtava

Tekniseen tukkukauppaan asemoituneita, yritysostovetoista kasvustrategiaa toteuttavia ja yhtiön kanssa rakenteellisesti verrattain samankaltaisilla markkinoilla operoivia listattuja toimijoita on riittävästi, jotta arvostusta voidaan tarkastella myös verrokkiyhtiöiden näkökulmasta. Huomioitavaa on kuitenkin se, että kohtuullisen kokoisesta verrokkiryhmästä huolimatta vertailtavuus ei ole täydellinen verrokkien pääosin isompaa kokoa ja hajautetumpia liiketoimintaportfolioita heijastellen. Valitut verrokki- ja ennusteriskejä vastaan.

EV/EBITDA (oik.)



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 3/4

kannattavuustasolla, mikä mahdollistaa suhteellisten kertoimien hyödyntämisen arvonmäärityksemme tukena, vaikka painopiste onkin absoluuttisissa kertoimissa.

Ruotsissa on useita listattuja ja yhtiön kanssa vastaavanlaisen toimintamallin omaavia toimijoita, joista olemme verrokkiryhmäämme valinneet valtaosan. Näiden toimijoiden portfoliot ovat pääosin laajoja ja levittyvät läpi Pohjoismaiden. Valitsemamme verrokkiyhtiöt voidaan mielestämme nähdä osittain yhtiön suorina kilpailijoina, sillä osa niiden portfolioyhtiöistä toimii YE:lle ja Machinerylle relevanteilla markkinaaloilla. Verrokkien ja yhtiön omaa yritystovetoista strategiaa mukaillen kilpailua käydään arviomme mukaan jossain määrin myös potentiaalisten ostokohteiden rintamalla.

Verrokkiryhmään nähden yhtiö hinnoitellaan tulos pohjaisesti preemiolla. Tämä ei arviomme mukaan anna kuitenkaan todellista kuvaa yhtiön suhteellisesta arvostuksesta, sillä rajun myllerryksen keskellä merkittävästi muuttuneessa kokonaiskuvassa verrokkien ennusteisiin ei mielestämme voi juurikaan luottaa (ts. ennusteet voivat olla liian korkealla). Tästä johtuen tulos pohjaiset suhteelliset kertoimet ovat toistaiseksi harhaanjohtavia ja siten arvonmäärityksemme kannalta käyttökelvottomia. Volyympohjaisesti yhtiö hinnoitellaan puolestaan alennuksella suhteessa verrokkeihin, kun taas tase pohjaisesti tilanne on päinvastainen. Volyympohjainen alennus ei ole mittakaavassaan mielestämme perusteltua yhtiön hyvää operatiivinen kannattavuustaso huomioiden, joskin

on huomattava että verrokkien volyympohjaisia kertoimia rasittaa samat ennusteiden luotettavuuteen liittyvät haasteet kuin tuloskerroimissa. Tase pohjaisesti lievä preemio on puolestaan perusteltua yhtiön hyvää oman pääoman tuottokyky huomioiden.

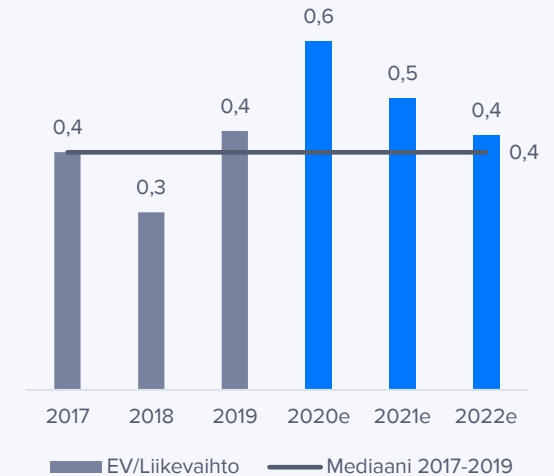
Normaaleissa olosuhteissa yhtiön tulos pohjainen hinnoittelu tulisi näkemysksemme mukaan olla liki linjassa verrokkiryhmän kanssa. Lievää suhteellista alennusta puoltaa mielestämme etenkin toistaiseksi verrokkeja kapeampi liiketoimintaportfolio, pienempi kokoluokka sekä maantieteellisesti rajoittuneempi toiminta-ala. Yritystovetostrategian johdon mukaisella toteuttamisella yhtiön on kuitenkin mahdollista kuroa näitä eroja kiinni jo keskipitkällä aikavälillä.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson muuttujissa varsin konservatiivista näkemystä, mitä peilaten malli tarjoaa mielestämme riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille sekä myös yhtiön pidemmän aikavälin tuottopotentiaalın tarkastelulle.

DCF-mallin mukainen osakkeen arvo on 18,50 euroa ja tukee näin ollen muiden käyttämämme menetelmien indikoimaa arvoa osakkeen potentiaalista. Lyhyellä tähtäimellä toimintaympäristöön liittyvät riskit ovat kuitenkin poikkeuksellisen korkeita ja heijastuvat

EV/Liikevaihto



P/B



Arvonmääritys ja suositus 4/4

väistämättä myös osakemarkkinoiden riskiparametreihin. Tätä taustaa vasten emme usko markkinoiden antavan pidemmän ajan potentiaalille täyttä painoarvoa, emmekä siksi pidä kassavirtamallin osoittaman arvon realisoitumista lyhyellä tähtämellä todennäköisenä lopputulemana. DCF-malli antaa mielestämme kuitenkin kohtuullisen kokonaiskuvan nykyliiketoimintojen varaan rakentuvasta käyvästä arvosta.

Ennusteissamme liikevaihdon kasvuvauhti tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin globaalia talouskasvua heijastellen ja liikevoittomarginaali 5-7 %:iin. Konservatiivisista pitkän aikavälin ennusteistamme huolimatta terminaalijakson osuus kohoaa varsin korkealle 65 % tasolle. Tätä selittää etenkin se, että Machinery-järjestelyn myötä mallin alkupään kumulatiiviset vapaat kassavirrat painuvat negatiivisiksi. Mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9 % ja oman pääoman kustannus 10 %. Riskitön korko on 3 % ja markkinan riskipreemio puolestaan 5 %.

Hinta alle käyvän arvon

Kun huomioidaan yhtiön kilpailukykyinen ja vahva päämiesportfolio, tukeva markkina-asema ja pitkät asiakassuhteet sekä kustannustehokas toimintamalli, on yhtiöllä mielestämme edellytyksiä ylittää nykyrakenteellaan kestävästi noin 1,40-1,60 euron osakekohtaiseen tulokseen. Näin ollen hyvin neutraalilla 12x tulostuotolla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan näkemysmme mukaan arvioida 17-19 euroa. Pidemmällä aikavälillä uskomme yhtiön käyvän arvon myös nousevan yhtiön onnistuessa pysymään kestävästi

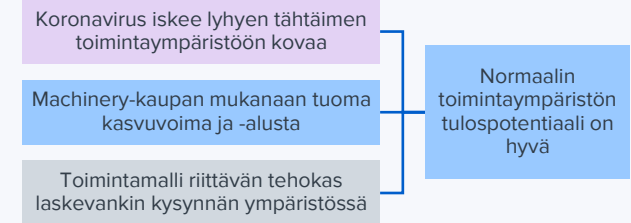
kannattavalla kasvupolulla (ts. nykyliiketoimintojen operatiivinen kehitys) sekä samalla todistamaan markkinoille yritysostovetoisen kasvustrategiansa purevuuden (ts. hyväksyttävän arvostustason kohoaminen). Korostamme kuitenkin, ettei näkemysmme käyvästä arvosta pidä sisällään jo keskipitkällä aikavälillä mielestämme hyvin todennäköisiä yritysjärjestelyjä ja näiden arvonluontikykyä vaan sijoittajat saavat tämän positiivisen option kaupan päälle.

Tätä ja muiden käyttämämme arvonmääritysmenetelmien muodostamaa kokonaiskuvaa vasten näemme, että yhtiö hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi alle nykyrakenteensa käyvän arvon. Vaikka ajureita käyvän arvon täysimääräiseen realisoitumiseen ei lyhyellä tähtämellä juurikaan ole, taipuu yhtiön seuraavan 12 kuukauden tuotto/riski-profiili mielestämme riittävien turvamarginaalien, Machinery-kaupan tuoman operatiivisen tulostuen sekä pienen osinkotuoton tukemana tasolle, joka riittää kantamaan kärsivälliset sijoittajat yli koronamyrsky nostattaman epävarmuus- ja riskiaallokon. Suhtaudumme lisäksi sekä yhtiön hyvän operatiivisen isku- ja kilpailukykyyn että erityisesti yritysostovetoisen kasvustrategian varaan rakentuvaan pidemmän aikavälin arvonluontipotentialiin varsin luottavaisesti. Näitä tekijöitä mukaillen näemme maltillisten ja ajallisesti hajautettujen ostojen aloittamisen sekä yhtiön mielenkiintoiseen sijoittajatarinaan nojaamisen olevan kohonneenkin riskitason ympäristössä perusteltua. Täten aloitamme Yleiselektroniiikan seurannan 15,50 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella.

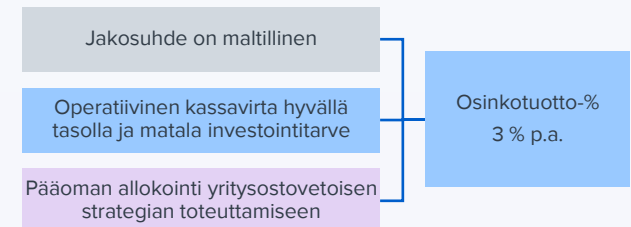
Osaketuoton ajurit 2020-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

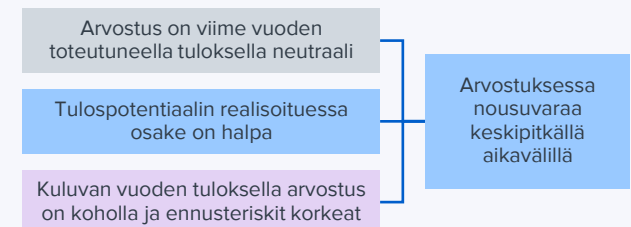
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



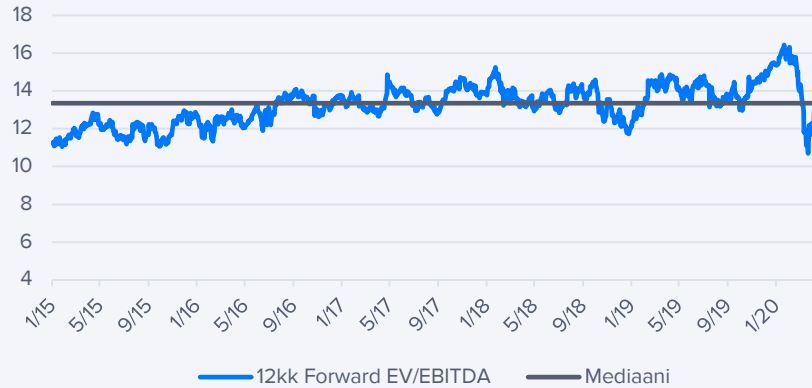
Arvostuskertoimien ajurit



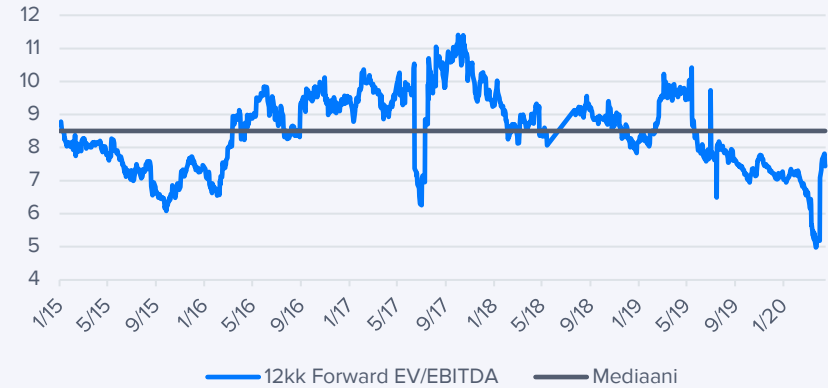
Osakkeen kokonaistuotto-odotus n. 10-15 % p.a.

Vertailuryhmän arvostus

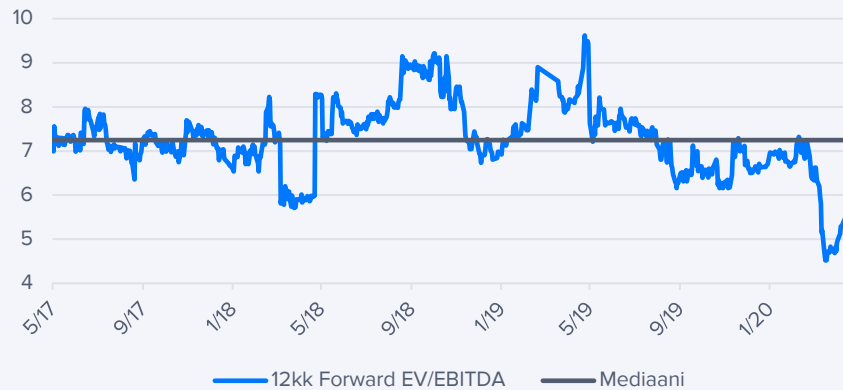
Indutrade 12kk Forward EV/EBITDA



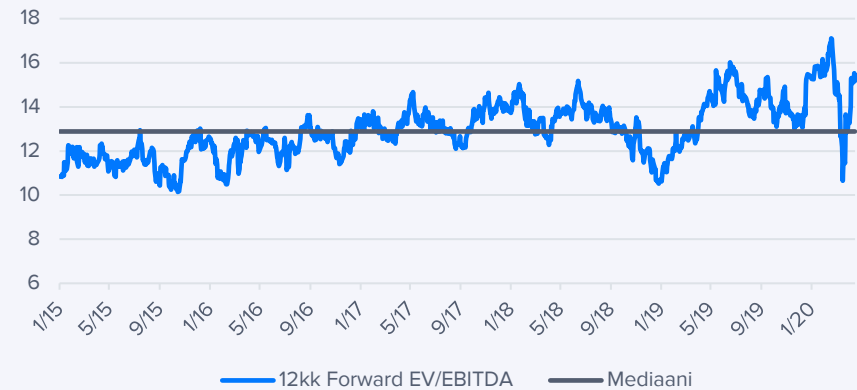
Bergman & Beving 12kk Forward EV/EBITDA



Christian Berner Tech Trade 12kk Forward EV/EBITDA



Addtech 12kk Forward EV/EBITDA



Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Indutrade AB	286,00	3188	3727	22,4	18,5	14,5	12,7	2,1	1,9	27,3	22,6	1,6	1,9	4,2
Bergman & Beving AB	55,40	133	232	17,0	18,8	9,1	9,3	0,8	0,8	11,0	12,9	1,8	3,0	0,9
Momentum Group AB	78,20	361	433	14,8	14,2	8,0	7,0	0,7	0,8	9,0	11,5		4,1	1,6
Rexel SA	8,65	2413	5381	11,2	8,3	6,2	5,2	0,4	0,3	12,6	8,2	2,8	5,0	0,5
Christian Berner Tech Trade AB	16,40	27	35	8,1	7,1	5,5	4,9	0,5	0,5	10,4	9,8	3,8	4,4	
Addtech AB	259,60	1587	1816	18,5	20,4	15,0	16,3	1,7	1,8	20,7	22,7	2,0	2,0	5,7
Yleiselektronikka (Inderes)	14,20	36	50	13,2	9,5	8,7	6,6	0,6	0,5	17,5	12,4	2,5	2,7	2,1
Keskiarvo				15,3	14,6	9,7	9,2	1,0	1,0	15,2	14,6	2,4	3,4	2,6
Mediaani				15,9	16,4	8,6	8,1	0,8	0,8	11,8	11,5	2,0	3,6	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				-17 %	-42 %	1 %	-19 %	-28 %	-41 %	49 %	7 %	26 %	-25 %	35 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

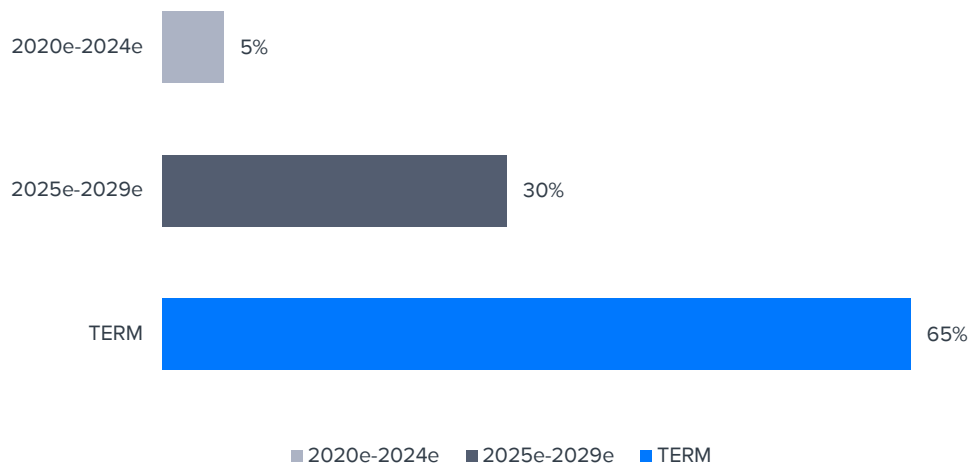
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	3,5	3,6	5,0	6,4	6,9	7,7	8,1	7,0	6,6	6,1	6,2	
+ Kokonaispoistot	1,0	2,2	2,2	2,2	2,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	
- Maksetut verot	-0,7	-0,4	-0,8	-1,1	-1,2	-1,6	-1,7	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	-3,5	-1,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	3,4	1,7	4,7	6,8	7,3	6,0	6,3	5,6	5,0	4,7	4,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,5	-17,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	-16,1	4,3	6,4	6,9	5,6	5,9	5,2	4,6	4,3	4,4	
+/- 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	0,9	-16,1	4,3	6,4	6,9	5,6	5,9	5,2	4,6	4,3	4,4	64,3
Diskontattu vapaa kassavirta		-15,2	3,7	5,1	5,0	3,7	3,6	2,9	2,4	2,0	1,9	28,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		43,2	58,3	54,7	49,6	44,6	40,9	37,2	34,3	31,9	29,9	28,0
Velaton arvo DCF		43,2										
- Korolliset velat		-2,5										
+ Rahavarat		6,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		47,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,80 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	54,2	57,2	59,9	90,5	103,3	EPS (raportoitu)	0,72	1,00	0,90	0,75	1,15
Käyttökate	3,1	4,1	4,5	5,8	7,2	EPS (oikaistu)	0,72	1,00	0,90	0,81	1,15
Liikevoitto	2,5	3,5	3,5	3,6	5,0	Operat. kassavirta / osake	0,06	1,46	1,34	0,68	1,82
Voitto ennen veroja	2,6	3,6	3,3	2,7	4,0	Vapaa kassavirta / osake	-0,47	1,27	0,37	-6,32	1,67
Nettovoitto	1,8	2,6	2,3	1,9	2,9	Omapääoma / osake	4,68	5,15	5,96	6,67	7,46
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,32	0,33	0,00	0,36	0,38
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	21,2	23,1	25,8	56,5	58,8	Liikevaihdon kasvu-%	35 %	5 %	5 %	51 %	14 %
Oma pääoma	12,6	13,8	16,2	17,0	19,0	Käyttökateen kasvu-%	42 %	31 %	11 %	28 %	25 %
Liikearvo	0,6	0,6	0,6	7,4	7,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	40 %	-1 %	9 %	33 %
Nettovelat	-2,6	-3,5	-4,0	14,1	11,8	EPS oik. kasvu-%	27 %	40 %	-10 %	-10 %	42 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	5,7 %	7,1 %	7,6 %	6,4 %	7,0 %
Käyttökate	3,1	4,1	4,5	5,8	7,2	Oik. Liikevoitto-%	4,6 %	6,2 %	5,8 %	4,2 %	4,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	-0,4	-0,4	-3,5	-1,5	Liikevoitto-%	4,6 %	6,2 %	5,8 %	4,0 %	4,9 %
Operatiivinen kassavirta	0,2	3,7	3,4	1,7	4,7	ROE-%	15,9 %	20,4 %	16,2 %	11,8 %	16,3 %
Investoinnit	-1,4	-0,5	-2,5	-17,9	-0,4	ROI-%	18,9 %	24,0 %	20,7 %	11,4 %	11,3 %
Vapaa kassavirta	-1,2	3,2	0,9	-16,1	4,3	Omavaraisuusaste	59,4 %	60,0 %	62,6 %	30,1 %	32,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-20,6 %	-25,5 %	-24,9 %	82,9 %	62,2 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Preato Capital Ab				76,0 %		EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	0,6	0,5
Mikko Määttä				1,7 %		EV/EBITDA (oik.)	6,6	4,0	5,4	8,7	6,6
Kari Nerg				1,4 %		EV/EBIT (oik.)	8,2	4,6	7,1	13,2	9,5
Ari Sulin				1,1 %		P/E (oik.)	12,0	7,3	11,8	17,5	12,4
Mikko Moilanen				1,0 %		P/B	1,8	1,4	1,8	2,1	1,9
Janne Silvennoinen				0,8 %		Osinkotuotto-%	3,7 %	4,5 %	0,0 %	2,5 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavaa arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2020	Lisää	15,50 €	14,20 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**