

# Boreo

## Laaja raportti

04.12.2022 20:30



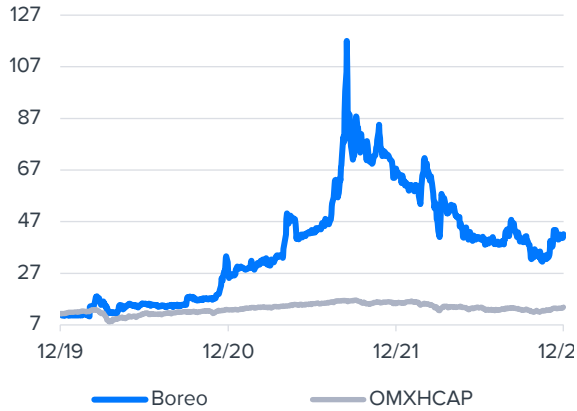
**Petri Gostowski**  
+358 40 821 5982  
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

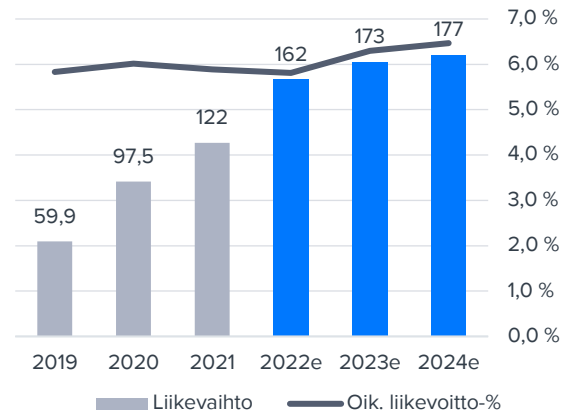


## Osakekurssi



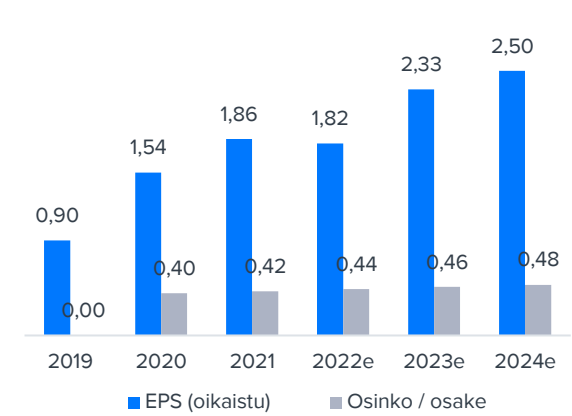
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	41,2	41,2	41,2
Osakemäärä, milj. kpl	2,69	2,69	2,69
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	164	158	152
P/E (oik.)	22,7	17,7	16,5
P/E	34,5	22,2	20,3
P/B	2,8	2,5	2,3
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	14,9	11,2	10,4
EV/EBIT (oik.)	17,4	14,5	13,2
Osinko/tulos (%)	36,9 %	24,8 %	23,7 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,1 %	1,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-12</b>
Sijoitusprofiili	<b>13-16</b>
Toimiala ja kilpailu	<b>17-22</b>
Strategia	<b>23-26</b>
Taloudellinen tilanne	<b>27-28</b>
Ennusteet	<b>29-33</b>
Arvonmääritys	<b>34-36</b>
Taulukot	<b>37-41</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>42</b>

# Boreo lyhyesti

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

## 1988

Listautuminen Yleiselektronikka-nimellä

## 2019

Liiketoimintamallin ja yleisilmeen muutos

## 155 MEUR

Liikevaihto 2022 (TTM) \*

## 8,4 MEUR (5,4 % liikevaihdesta)

Oikaistu liikevoitto 2022 (TTM) \*

## 13,1 % / 10,8 %

Oman pääoman / sijoitetun pääoman tuotto 2022 (TTM)

## 3 / 7

Liiketoimintayksiköt / toimintamaat

## 304

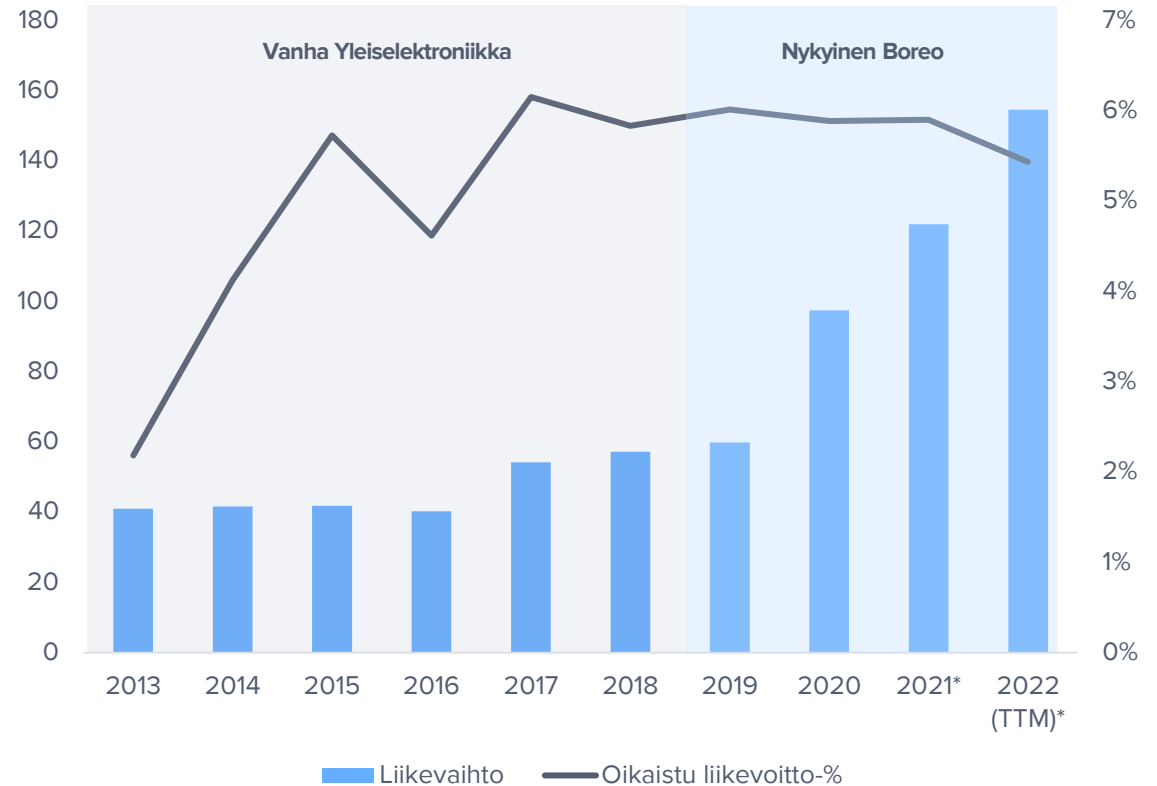
Henkilöstömäärä Q3'22:n lopussa

### Vuodet 2013-2018

- Vakaata operatiivista tekemistä ja myyntimixin painopiste vaiheittain kohti sähkö- ja automaatiolaitteita
- Kannattavuus paranee pienen organisen kasvun ja omien tehostamisten myötä
- Noretron Komponentit -yrityskauppa vuonna 2017

### Vuodet 2019-2022

- Omistajarakenteen muutos vuonna 2019 käynnistää muodonmuutoksen
- Kaksi Platform-yritysjärjestelyä sekä 12 add on-yritysjärjestelyä
- Kasvustrategiaa toteutetaan määrätietoisella ja omistaja-arvoa luovalla tavalla



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## B2B-liiketoimintojen omistaja ja kehittäjä

Boreo on yhtiö, joka pyrkii luomaan arvoa laadukkaita, ennustettavia ja pääomakevyitä B2B-liiketoimintoja hankkimalla ja pitkäjänteisesti kehittämällä. Arvonluontiteesinsä mukaisesti yritysjärjestelyt ovat Boreon ydintoimintaa ja käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii olemaan ikuinen koti hankkimilleen yrityksille. Näin ollen Boreo ei hanki rakenteisiinsa uusia liiketoimintoja lyhyillä aikahorisonteilla tai erillisillä irtautumisaikeilla. Tämän myötä yhtiön toiminnan luonne eroaakin varsin selvästi pääomasijoittajista.

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

Boreolla on liiketoimintaa yhteensä seitsemässä maassa (Suomi, Ruotsi, Viro, Latvia, Liettua, Puola ja Yhdysvallat) ja tällä hetkellä sillä on hieman yli 300 työntekijää.

## Liiketoiminnat pääosin tukkukauppaa

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

Viimeisen 12 kuukauden jaksolla Boreon jatkuvat toiminnot ylsivät 155 MEUR:n liikevaihtoon ja 5,4 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Jatkuvat toiminnot eivät sisällä viime elokuussa Venäjän hyökkäyssodan aloituksen jälkeen myytyjä Yleiselektronikan Venäjän toimintoja.

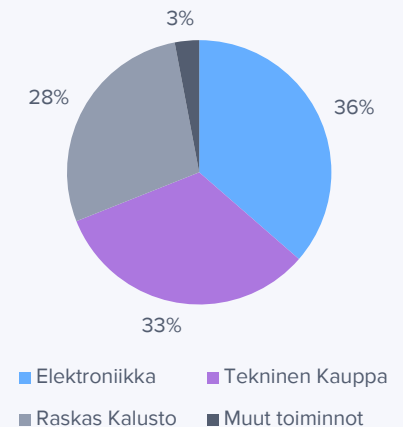
## Liiketoiminnan rakenne

Boreo raportoi taloudellisen tuloksensa kolmen liiketoiminta-alueen kautta, jotka ovat Elektroniikka, Tekninen kauppa ja Raskas kalusto. Muut toiminnot koostuvat vastaavasti logistiikka- ja kuriiripalveluja tuottavista yhtiöistä, minkä lisäksi tähän kokonaisuuteen lukeutuu konsernihallinto.

# BOREO

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

Liikevaihdon jakauma 2022 (TTM)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

**Elektroniikka** on Boreon liiketoiminta-alueista liikevaihdolla mitattuna suurin. Elektroniikka liiketoiminta-alue muodostuu pääosin ammattielektroniikan komponenttien, laitteiden ja järjestelmien jakeluun sekä tukitoimiin (mm. varastointi- ja logistiikkapalvelut) erikoistuneista liiketoiminnoista. Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Elektroniikan jatkuvat toiminnot (ts. ilman myytyjä Venäjän toimintoja) teki noin 56 MEUR:n liikevaihdon ja 3,3 MEUR:n operatiivisen tuloksen (Operatiivinen liikevoitto-% 5,3 %).

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

Elektroniikka-toiminnan alla on kuusi toimittajabrändiä ja ne ovat Yleiselektroniikka, YE International, Noretron Komponentit, Milcon, Infradex ja Signal Solutions Nordic. Maantieteellisesti tarkasteltuna Suomi on

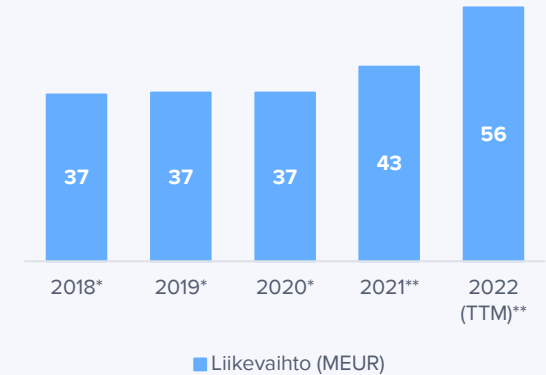
Elektroniikan suurin markkina, mutta se toimii myös Ruotsissa, Virossa, Latviassa, Liettuassa, Yhdysvalloissa ja Puolassa.

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

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



## Elektroniikka



### Valikoituja päämiehiä



**TDK-Lambda**

**FLUKE**

**Nidec**

**Mini-Circuits**



Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

\* Yleiselektroniikan Venäjän toimintojen liikevaihto eliminoituna

\*\* raportoitu jatkuvien toimintojen liikevaihto

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

**Tekninen kauppa** on Boreon liiketoiminta-alueista toiseksi suurin ja se koostuu voimantuottoon, metallintyöstöön, rakentamiseen, hitsaukseen ja teollisuuden sopimusvalmistukseen keskittyneistä liiketoiminnoista. Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Tekninen kauppa ylsi noin 50 MEUR:n liikevaihtoon ja 5 MEUR:n operatiiviseen tulokseen (operatiivinen liikevoitto-% 10,2 %). Tekninen kauppa koostuu voimantuoton, metallintyöstön, rakentamisen alalla toimivista liiketoiminnoista, jotka toimivat Machinery ja Muottikolmio brändeillä. Vastaavasti hitsausalan toiminta on Pronius brändin alla ja sopimusvalmistus J-Matic brändin alla. Arviomme mukaan voimantuotto on Teknisen Kaupan suurin osa-alue tärkeimmän päämiehen Cumminsin vahvaa markkina-asemaa heijastellen. Muita voimantuoton päämiehiä ovat Kubota ja Allison, kun taas metallintyöstön ja rakentamisen merkittävimpiä päämiehiä ovat käsityksemme mukaan muun muassa SafanDarley, Hyundai Wia, SkyJack, Swepac ja Isodrän. Hitsauksen eli Proniuksen päämies taas on Fronius. Arviomme mukaan Teknisen kaupan tuotoista noin 80 % on laite- ja konekauppaa, kun taas loput muodostuvat huolto- sekä tukitoimista ja tulevaisuudessa myös sopimusvalmistuksesta.

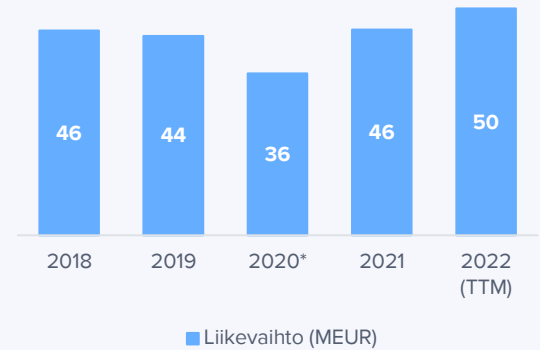
Teknisen Kaupan asiakaskenttä ulottuu laajasti teollisuus- ja rakennussektorien arvoketjujen eri osiin, sillä liiketoiminnoilla on asiakkainaan sekä perus- ja rakennusteollisuuden pieniä ja keskisuuria toimijoita kuten tilauskonepajoja ja koneurakoitsijoita että laitevalmistajia. Luonteeltaan Teknisen Kaupan kysyntä on investointivetoista, sillä esimerkiksi tarjoamassa olevat työstökoneet ja isot teollisuusmoottorit ovat asiakkaiden päissä valmiita tuotantohyödykkeitä

tai niiden kriittisiä komponentteja. Varsinaisissa tulovirroissa on arviomme mukaan kuitenkin erilaisia vivahteita, sillä Boreo toimittaa asiakkaiden tarpeisiin yksittäisiä koneita, laitteita ja komponentteja (ts. yhtiön oma projekti), minkä lisäksi yhtiö on toisinaan mukana asiakkaan omissa projekteissa aina suunnitteluvaiheesta varsinaisen tuotteen tai kokonaisuuden toimitukseen ja myöhemmän vaiheen tukitoimiin saakka. Arviomme mukaan erityisesti OEM-yhtiöiltä tulevissa tulovirroissa Boreo on mukana hyvin varhaisesta vaiheesta alkaen, kun taas esimerkiksi pienet konepajateollisuuden asiakkaat painottuvat selvemmin yksittäisten komponentti- tai laitetöimitysten piiriin.

Liiketoiminta-alueen asiakkaat ovat käsityksemme mukaan täysin kotimaisia toimijoita. Asiakkaiden asiakkaat ovat kuitenkin tyypillisesti kansainvälisiä operoijia, mitä peilaten myös Boreon toimittamien tuotteiden määränpää on jatkojalostuksen jälkeen hyvin usein Suomen rajojen ulkopuolella ja vain osa toimituksista jää suoraan asiakkaan omaan liiketoimintaan. Yhtiön jälkimarkkinatoimet kohdistuvatkin verrattain harvoin itse myytyihin tuotteisiin. Tämä dynamiikka korostuu arviomme mukaan etenkin voimantuoton liiketoiminnoissa. Kokonaisuudessaan Teknisen Kaupan myyntityö on hyvin pitkäjänteistä ja asiakassuhteet arviomme mukaan laaja-alaisten huolto- ja tukitoimien vahvistamina pitkiä. Asiakassuhteita vahvistavien elementtien lisäksi huolto- ja varaosamynti tuo liiketoimintoihin myös tiettyä vakautta, vaikka sen kokoluokka ja logiikka (ts. riippuvuus uusmyynnistä) huomioiden varsinainen puskuri kysynnän vaihteluista vastaan ei ole suuri.



## Tekninen kauppa



\* Havainnollistava liikevaihto, jossa Muottikolmio ja pro forma -perusteisesti

## Valikoituja päämiehiä





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Pitkällä aikavälillä Teknisen Kaupan liiketoiminta on ennustettavaa, sillä asiakas- ja päämiestason isommat muutokset, kuten tuotantoteknologioiden vaihtamiset, ovat aina moniulotteisia ja taakseen aikaa vaativia toimenpidesarjoja. Näin ollen nämä muutokset eivät tule vastaan yllättäen. Normaalissa tilanteessa Teknisen Kaupan kova tilauskanta on arviomme mukaan puolestaan noin neljänneksen mittainen. Tätä sekä tilausten kotiinkutsuihin liittyviä tavanomaisia ajoituksellisia tekijöitä heijastellen voi kvartaalittason tuloverroissa olla huomattavaakin heiluntaa.

**Raskas kalusto** on Boreon kolmas liiketoiminta-alue ja se koostuu sekä betoniteollisuuden ja maanrakennuskoneiden toimituksiin erikoistuneista että puutavara-autojen päällerakenteisiin (mm. suunnittelu- ja kokoonpanotoimet) keskittyneistä liiketoiminnoista. Betoniteollisuuden operaatiot ovat käsityksemme mukaan Raskaan kaluston selvästi suurin osa-alue, kun taas Maanrakennuskoneiden ja Puutavara-autojen päällerakenteiden tulovirrat ovat tuntuvasti pienempiä. Osa-alueista Maanrakennuskoneiden toiminta on suhteellisen nuori ja se onkin vielä ylösajovaiheessa.

Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Raskas kalusto teki noin 43 MEUR:n liikevaihdolla 1,7 MEUR:n operatiivisen tuloksen (Operatiivinen liikevoitto-% 4,1 %). Maantieteellisesti Raskaan kaluston toiminta painottuu Suomeen, Ruotsiin, ja Viroon. Raskaassa kalustossa on viisi toimittajabrändiä: betoniteollisuuden liiketoimintaan keskittyneet Tornokone, PM

Nordic, HM Nordic, maanrakennuskoneisiin asemoitunut Sany Nordic sekä puutavara-autojen päällerakentamisessa vaikuttava FNB. Liiketoiminta-alueen tärkeimmät päämiehet ovat puolestaan maailman johtaviin betonipumppuvalmistajiin kuuluva Putzmeister sekä Kiinassa valtavaa vauhtia kasvanut, mutta Euroopassa jalansijaansa vielä isommassa mittakaavassa hakeva Sany.

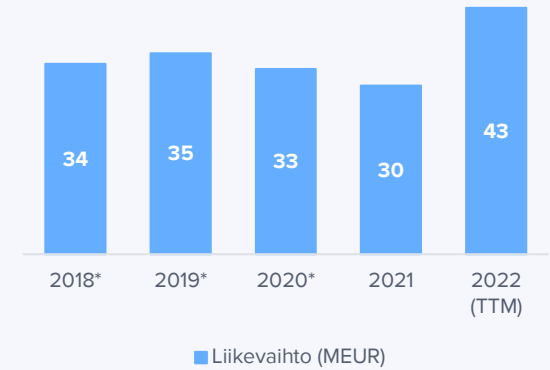
Pidämme Raskaan kaluston päämiesportfoliota laadukkaana. Pidempää aikaväliä ajatellen se on mielestämme myös hyvin mielenkiintoinen, sillä Putzmeister on osa Sany-konsernia. Sany-konsernin koko tuoteportfolio on puolestaan hyvin laaja (mm. nosturit ja tiekoneet) ja sen strategia kasvuhakuinen. Arviomme mukaan nämä tekijät sekä viimeisen vuoden aikana vahvistunut päämiessuhde voivatkin tuoda Boreon sisään pitkällä aikavälillä kokonaan uusia tuotealueita ja sitä kautta mielenkiintoisia orgaanisia kasvulähtöjä.

Raskaan kaluston päämiehistä löytyy myös synergistisiä pintoja muihin liiketoiminta-alueisiin, sillä esimerkiksi Sanyn suurimmissa maanrakennuskoneissa on Cummins-moottorit. Mielestämme tällaiset linkit ovat liiketoiminnan pitkäjänteisen kehittämisen kannalta merkityksellisiä, sillä ne sekä vahvistavat Boreon omaa tuloksentelekehäjä että todennäköisesti myös tukevat päämiespitoa.

Arviomme mukaan Raskaan kaluston asiakasportfolio on laaja ja se kattaa muun muassa niin isoja rakennuttajia kuin pieniä paikallisia kone- ja kuljetusyrittäjiäkin. Asiakkaan näkökulmasta



## Raskas kalusto



\* Havainnollistava liikevaihto, jossa mukana Tornokone, PM Nordic, Sany Nordic ja FNB.



Betoniteollisuuden ratkaisut (Putzmeister-liiketoiminta)



Puutavara-autojen päällerakenteet (FNB:n liiketoiminta)



Maanrakennuksen ratkaisut (Sany-liiketoiminta)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Raskaan kaluston ratkaisut ovat käytännössä aina strategisia ja samalla euromääräisesti merkittäviä investointeja. Täten kysyntä on asiakkaiden omien investointiaktiivisuuksien ja niiden liiketoimintojen kehityssuuntien ajamaa. Esimerkiksi rakentamisen lainalaisuuksia — kuivien ja lämpimien vuodenaikojen aktiviteetti on märkiä ja kylmiä jaksoja korkeampi — mukaillen toiminnassa on myös selkeää kausiluontoisuutta.

Raskaan kaluston tulovirroissa on käsityksemme mukaan kolme pääaluetta: uusmyynti, vaihtokoneiden myynti sekä huolto- ja varaosamyynti. Arviomme mukaan suurin osa koko liiketoiminta-alueen myynnistä on uusien ratkaisuiden toimittamista. Tämä on loogista, sillä esimerkiksi ylösajettavien maanrakennuskoneiden puolella vaihtokone- ja huoltovolyymit ovat riippuvaisia alla olevan konekannan koosta.

Yleisesti ottaen vaihtokonemyynnistä on mielestämme hyvä huomata, että sen kateprofiili on melko matala. Siten lyhyellä aikavälillä liiketoiminta-alueen suhteellinen kannattavuus voi vaihdella voimakkaastikin, mikäli myynnin rakenteeseen osuu enemmän vaihtokoneita esimerkiksi yhden neljänneksen aikana.

**Muut toiminnot** ovat varsinaisten liiketoiminta-alueiden ulkopuolinen kokonaisuus. Muiden toimintojen alla on logistiikka- ja kuriiripalveluja tuottavat ESKP ja Vesterbacka sekä konsernihallinto. Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Muut toiminnot tekivät 4,6 MEUR:n liikevaihdon ja 1,6 MEUR:n operatiivisen tappion, joka muodostuu logistiikkatoimintojen

operatiivisesta tuloksesta 0,6 MEUR ja konsernikuluista (-1,7 MEUR).

## Myynti ja jakelu operatiivisia ydintoimintoja

Koska Boreon liiketoiminnat ovat pääosin teknisiä tukkukauppoja, liittyvät myös yhtiön operatiiviset ydintoiminnot päämiesportfolioissa olevien toimittajien ratkaisuiden myyntiin ja jakeluun. Näiden toimintojen ja jälkimarkkinaoperaatioiden lisäksi liiketoiminnoista löytyy myös useita tukiprosesseja, kuten teknistä tuote- ja asennustukea, joiden avulla Boreo pyrkii olemaan asiakkailleen kokonaisvaltainen kumppani. Teknisen tukkurin rooli on myös päämiehen kannalta tärkeä, sillä tukkureiden avulla laite- ja komponenttivalmistajat kykenevät laajenemaan tehokkaasti pienempiinkin asiakkuuksiin. Näin ollen tukkurit eivät suoraan kilpaile päämiesten kanssa, vaan ovat osa niiden jakelustrategioita.

Näitä ydintoimintoja mukaillen Boreon liiketoimintojen arvoketjuasemat painottuvat päämiesten myynti- ja asiakkaiden valmistustoimintojen väliin. Päämiehilleen Boreo luo arvoa tarjoamalla sekä toimivan että tehokkaan jakeluverkoston, kun taas asiakkaiden suuntaan arvo syntyy tuotetarjoaman laajuuden, kilpailukykyisen saatavuuden ja oman teknisen osaamisen kautta. Kokonaisuudessaan pidämme liiketoimintojen arvoketjuasemia tyydyttävinä, vaikka niiden hinnoitteluvoima onkin rajallinen.

## Päämiesportfolion vahvuus ajaa kilpailukykyä

Mielestämme keskeisin Boreon liiketoimintojen kilpailukykyä ajava rakenteellinen tekijä on vahva

ja monivuotisista toimittajasuhteista koostuva päämiesportfolio. Luonnollisesti myös omat tehokkuustasot ovat tuloakseleiden kannalta tärkeissä rooleissa. Ottaen kuitenkin huomioon tukkukaupan ansaintalogiikan, pidämme pidemmän aikavälin kilpailukykyyn säilyttämistä ja siten myös arvonaluontia heikolla päämiesportfoliolla hyvin haastavana.

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

Arviomme mukaan uusien päämiesten organinen hankkiminen on varsin vaikea ja hidas prosessi etenkin Teknisen Kaupan ja Raskaan kaluston alla. Taustalla on se, että näissä liiketoiminnoissa laitevalmistajien jakelustrategiat painottuvat alueellisiin yksinoikeuksiin ja tukkureilta vaaditaan myös kohtuullisia jälkimarkkinaoperaatioihin kohdistuvia panostuksia. Mielestämme tämä dynamiikka sekä osittain rajaa kilpailijoiden kasvumahdollisuuksia että nostaa alalle tulon kynnyksiä, mikä puolestaan korostaa päämiesportfolion roolia suhteellisen kilpailukykyyn määrittävänä tekijänä.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

## Kulurakenne koostuu suurelta osin muuttuvista eristä

Boreon kulurakenne on kevyt, sillä suurin osa kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kuluista noin 80-85 % on muuttuvia, kun taas kiinteä puoli kattaa noin 15-20 %. Kiinteiden kulujen suhteellisen matalaa osuutta selittää se, ettei Boreon myyntiin ja jakeluun painottuvilla liiketoiminnoilla ole merkittävää määrää varsinaista valmistavaa tuotantoa tai tuotekehitystä ja niihin liittyviä kiinteitä kuluja. Myös hallinnollinen rakenne on suhteellisen kevyt ja liiketoimintojen toimintakulttuurit kulutietoisia.

Kevyen kulurakenteen johdosta Boreon realisoitavissa olevat skaalaedut ovat kuitenkin maltillisia. Keskeisin kasvua kannattavuuteen vivuttava elementti onkin myynnin tehokkuuden kautta henkilöstökulut. Kokonaisuudessaan kevyt kulurakenne on mielestämme suotuisaa, sillä se tuo Boreolle hyvät työkalut tyydyttävän marginaalitason saavuttamiselle laskevienkin liikevaihtotasojen ympäristöissä.

## Pääomatarve on maltillinen

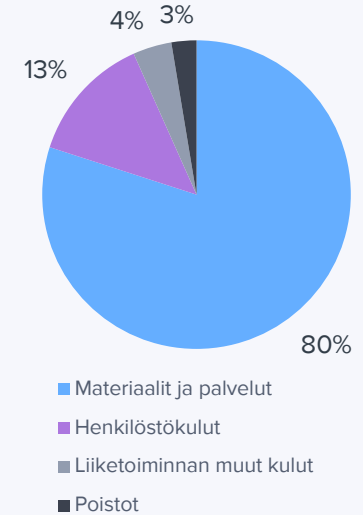
Boreon liiketoiminnat ovat pääomakevyitä. Q3'22:n lopussa (TTM) kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 6 %, mitä voidaan pitää hyvin matalana tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 8 %, mikä myös indikoi maltillisesta pääomaintensiteetistä. Pääomakeveys selittyi hyvin pitkälti sillä, etteivät Boreon

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

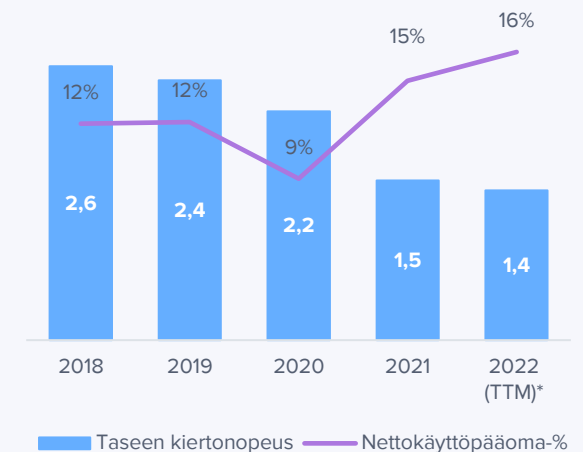
Nettokäyttöpääomaa Boreon toimintaan on sitoutunut edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 13 % liikevaihdosta. Viime kahden vuoden aikana taso on kuitenkin kohonnut lievästi, kun se oli noin 16 % Q3'22:n lopussa. Arviomme mukaan tähän on vaikuttanut toimitusketjujen haasteisiin varautumisen ansiosta tehdyt panostukset varastotasoihin, emmekä usko että Boreon nettokäyttöpääoman sitoutumiseen on tullut merkittävää ja ylijään vaikuttavia rakenteellisia muutoksia. Liiketoiminta-alueiden käyttöpääomissa ei arviomme mukaan ole suuria eroavaisuuksia, vaikka esimerkiksi Teknisessä Kaupassa ja Raskaassa kalustossa huolto- ja varaosatoiminta tekee pääomaprofilista hieman erilaisen suhteessa Elektroniikka-toimintaan. Kauttaaltaan Boreon käyttöpääomatarpeet ovat mielestämme varsin kohtuullisia.

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

Kustannusrakenne 2022 (TTM)

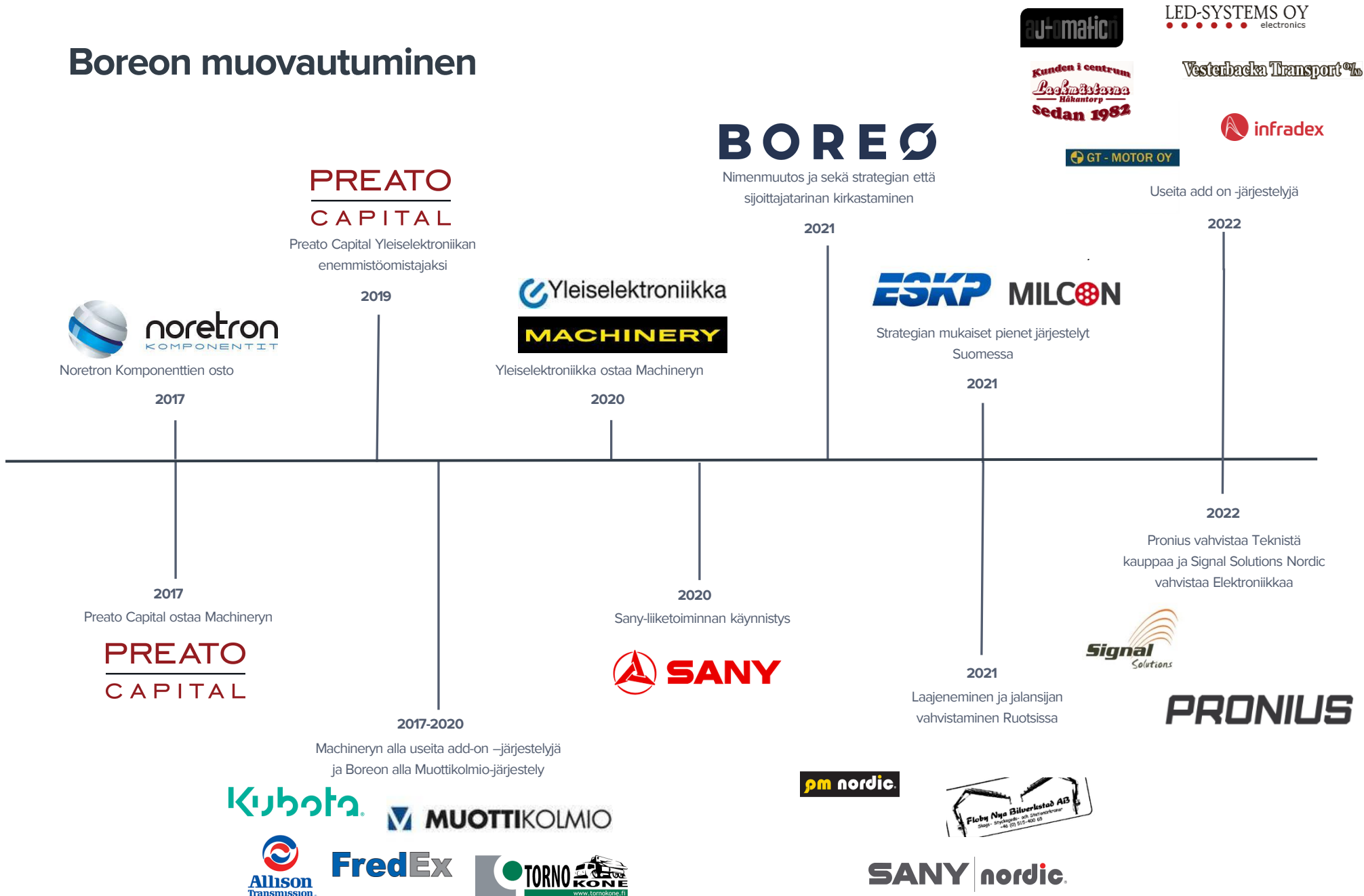


Pääoman sitoutumisen kehitys



\*Kiertonopeus todellista matalampi, sillä viimeisimpien järjestelyjen liikevaihtovaikutukset eivät tule koko vuodelta

# Boreon muovautuminen



# Sijoitusprofiili 1/2

## Boreo on pitkäjänteinen omistaja

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

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

## Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Boreon toimintojen keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

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

järjestelyistä ovat varsin hyvät. Tätä sekä potentiaalisten ostokohteiden laajaa avaruutta mukailten pidämme epäorgaanista kasvua ja yritysostovetoista arvonluontia mainiona polkuna.

## Vahva päämiesportfolio ja pitkät asiakassuhteet:

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

## Kustannustehokas toimintakulttuuri:

Nykymuotoisen Boreon kannattavuustaso on lyhyen historian aikana ollut sen ansaintalogiikkaan suhteutettuna hyvällä tasolla. Tämän taustalla on arviomme mukaan yhtiön kulutehokas ja -orientoitunut toimintamalli. Kulutehokkuuden ylläpitäminen ja jatkuva parantaminen on olennaista myös jatkossa toimialan verrattain ohut marginaalitaso huomioiden.

**Orgaaninen kasvu:** Nykyisten liiketoimintojen loppukysynnät kasvavat yli ajan suurin piirtein linjassa BKT:n kasvun kanssa. Tätä taustaa vasten yhtiön tulisi arviomme mukaan yltää pidemmällä tähtäimellä muutaman prosentin vuotuisen

orgaaniseen kasvuun, minkä pitäisi kuludynamiikka huomioiden valua myös tulokseen. Vahvaa päämiesportfolioa heijastellen Boreolla on arviomme mukaan myös edellytykset myös pieniin markkinaosuusvoittoihin pidemmässä juoksussa.

## Täyden tulospotentiaalin saavuttaminen:

Edellisen 12 kuukauden jaksolla Boreo on yltänyt 5,4 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Arviomme mukaan kannattavuutta on nakertanut jossain määrin vallinneet tavanomaista haastavammat olosuhteet (mm. toimitusketjujen solmut ja korkea inflaatio). Siten viime aikainen kannattavuustaso ei arviomme mukaan heijastele Boreon täyttä kannattavuuspotentiaalia. Arviomme mukaan konsernialustaan tehdyt panostukset ovat myös jossain määrin olleet etupainotteisia.

## Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Boreon toimintojen keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat:

## Kysynnän vaihtelut ja sen syklinen luonne:

Boreon liikevaihdosta valtaosa tulee asiakkailta, joiden omat / asiakkaiden loppukysynät ovat investointi- ja projektivetoisia sekä suhdannealttiita. Tästä johtuen muutokset loppukysynnöissä voivat vaikuttaa nopeastikin omaan toimintaan ja heiluttaa sekä liikevaihtoa että tulosta. Vaikka pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on kulurakenteensa puolesta tiettyä joustovaraa, mielestämme merkittävin iskunkestävyyttä tuova ominaisuus löytyy kuitenkin syvemmmältä

# Sijoitusprofiili 2/2

rakenteista. Boreon sisällä on useille erilaisille kysyntäajureille ja siten eriaikaisille syklin vaiheille ulottuvia liiketoimintoja, mikä tuo erityisesti epävarmoissa olosuhteissa toimintaan arvokasta ennustettavuutta ja samalla vakautta.

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

**Hinnoitteluvoima:** Vaikka Boreon arvoketjuasema on mielestämme kohtuullinen, on yhtiön hinnoitteluvoima kuitenkin hyvin rajallinen. Tästä johtuen yhtiöllä voi olla paikoittain vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, mikäli lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat selvää laskupainetta ja / tai hankintahinnat nousupainetta, kuten viime aikoina on tapahtunut. Taaksepäin katsottuna

nykytoimintojen myyntikatteet ovat kuitenkin pysyneet verrattain vakaina. Tämä on mielestämme osoitus siitä, että yhtiön neuvottelurako päämiesten ja asiakkaiden välissä on riittävä.

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

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



## SWOT-analyysi

### Vahvuudet

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

### Heikkoudet

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

### Mahdollisuudet

- Yritysjärjestelyjen arvontuotepotentiaali on merkittävä (ml. vertikaaliset liikkeet)
- Päämiessuhteiden vankistaminen ja pääsy koko tarjoamaan (esim. Sanyin laaja tuoteperhe)
- Kannattavuudessa pieni petrausvara

### Uhat

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

# Sijoitusprofiili

1.

**Yritystovetoisen kasvustrategian eteneminen**

2.

**Liiketoimintojen hyvät kassavirtaprofiilit**

3.

**Vahvat päämiesportfoliot**

4.

**Yritystojen maltilliset arvostukset mahdollistavat korkean pääoman tuoton**

5.

**Hajautunut liiketoimintakokonaisuus vakauttaa toimintaa**

## Potentiaali



- Matalilla arvostuksilla toteutettavat yritysjärjestelyt, jotka vahvistavat nykyisiä liiketoimintoja ja / tai laajentavat toimintaa kokonaan uusille alueille
- Pidemmällä aikavälillä hajautettu liiketoimintaportfolio parantaa syklinkestävyyttä
- Liiketoimintojen orgaaniset kasvunäkymät ovat maltillisia
- Kannattavuudessa pientä parantamisen varaa synergiahyötyjen, operatiivisten tehostusten sekä volyymikasvun ajamana

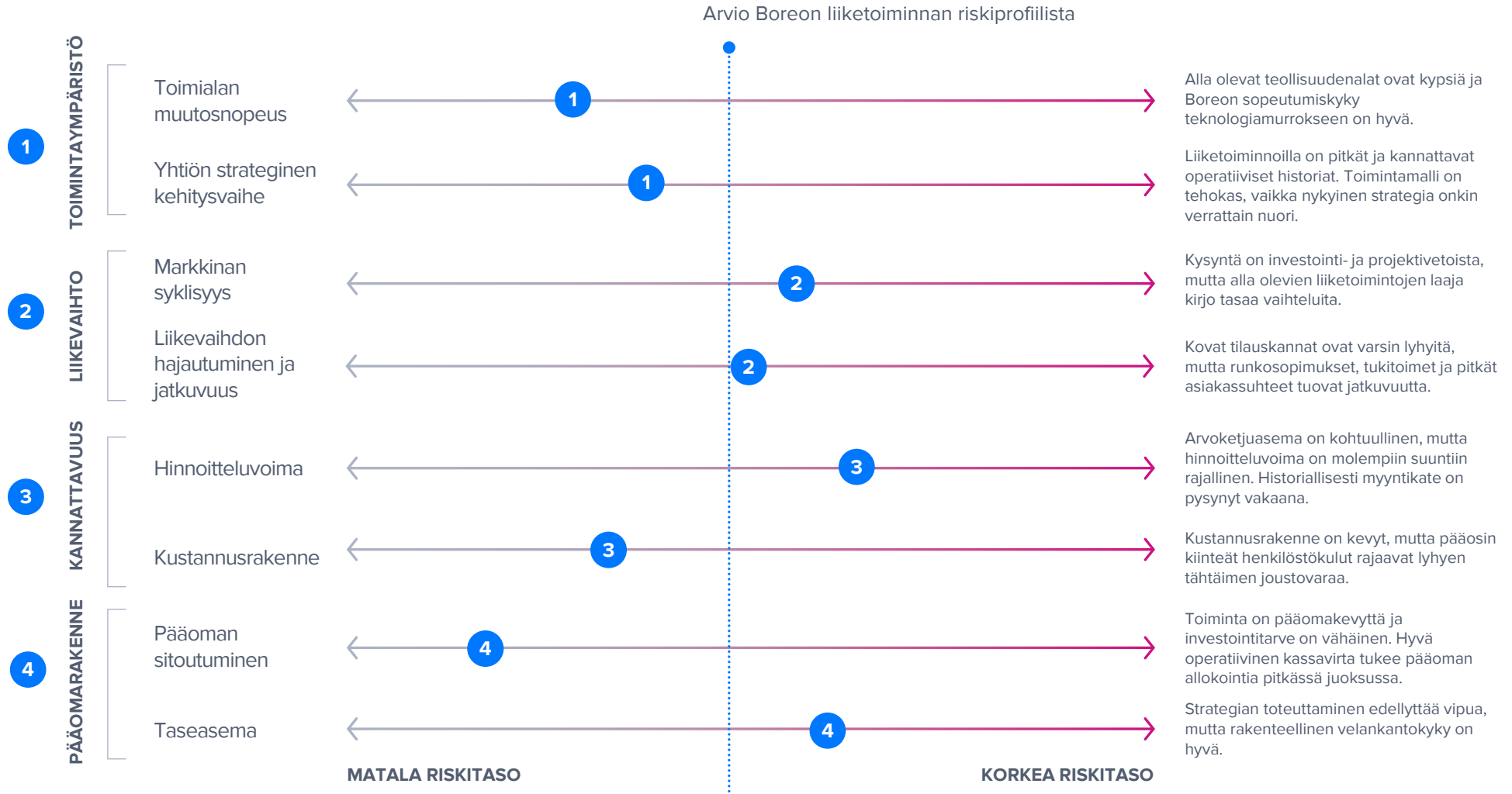
## Riskit



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



# Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Toimiala ja kilpailu – Elektroniikka 1/3

## Markkina on valtava ja rakenteeltaan hajanainen

Boreon Elektroniikka-liiketoiminta operoi Suomessa ja Baltiassa. Vuonna 2021 Suomen sähköteknisen tukkukaupan koko oli Sähköteknisen Kaupan Liiton (STK) keräämän tiedon perusteella lähes 1150 MEUR. Baltian maiden markkinoiden koosta on vajavaisesti tietoa saatavilla, mutta näiden maiden talouksien kokoluokkien ja Suomen kokonaismarkkinan pohjalta haarukoimme, että Baltian maiden kokonaismarkkinan koko olisi karkeasti 550 MEUR:n kokoluokassa. Täten Elektroniikka-liiketoiminnan kohdemarkkina on noin 1750 MEUR:n suuruusluokassa. Siten markkina on liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna massiivinen, eikä rajoita sen kasvumahdollisuuksia.

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

Rakenteeltaan Elektroniikan kohdemarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan sen sisällä toimii yhteensä satoja yhtiöitä. Näistä suurin osa on verrattain pieniä, suhteellisen kapeisiin tuote- ja asiakasportfolioihin keskittyneitä

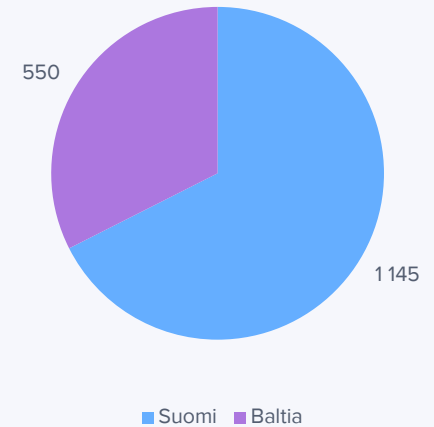
alueellisia toimijoita. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat puolestaan huomattavan laajoilla tuote- ja myyntiresursseilla operoivia monikansallisia tai kansallisia yhtiöitä. Toimialan hajanaisesta rakenteesta huolimatta konsolidaatiota ei kuitenkaan ole viime vuosina voimasuhteita muuttaneissa määrissä tapahtunut. Tämä selittyy arviomme mukaan sillä, että laite- ja komponenttivalmistajat painottavat jakelustrategioissaan vain harvoin alueellisia yksinoikeuksia.

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

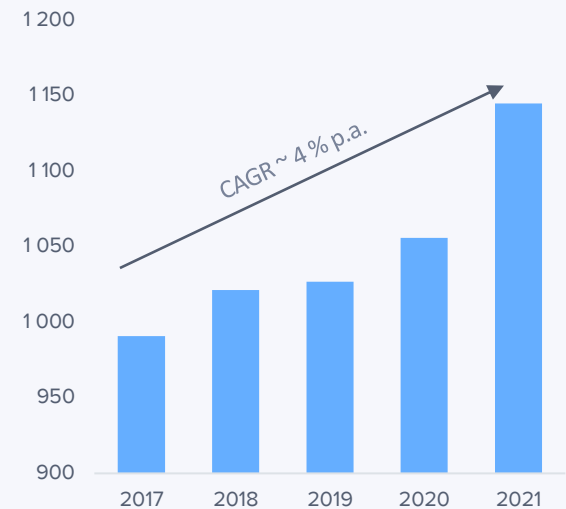
Toimialan kasvua ajaa erityisesti elektronisten sovellusten kysynnän kasvu, mikä on puolestaan johdannainen elintason nousulle, etenevälle digitalisaatiolle sekä väestön ikääntymiselle. Näiden hyvinkin universaalien ajureiden tukemana Elektroniikka-toiminnan kohdemarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut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

Tulevien vuosien kasvun voidaan arvioida olevan historiallisen kasvuvauhdin tuntumassa. Maantieteellisesti kasvuvauhdeissa ei puolestaan tulisi olla merkittäviä eroavaisuuksia, joskin Baltian maiden voisi odottaa kasvavan hieman Suomea rivakammin maiden suhteellisesti suurempia sopimusvalmistussektoreita ja ripeämpää talouskasvukuvaa heijastellen.

Kohdemarkkinan jakautuminen (MEUR)



Suomen markkinan kehitys (MEUR)



# Toimiala ja kilpailu – Elektroniikka 2/3

## Alalle tulon esteet eivät ole korkeita

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

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

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

Näiden osa-alueiden hallinta luo tukkureille mielestämme hyvät lähtökohdat niin omien arvoketjuasemien vakiinnuttamisille kuin molemminpuolisesti pitkien yhteistyösuhteidenkin solmimisille. Edellä mainittujen osaamisten luonteenpiirteitä sekä ansaintamallien rajallisia skaalautuvuuksia mukailien emme pidä isoa kokoa automaattisesti menestystä tuovana ominaisuutena, vaan mielestämme myös pienemmillä tukkureilla on oikeinkin järkevät edellytykset kannattavan liiketoiminnan rakentamiselle. Kokonaisuudessaan näemme toimialan tarjoavan hyvät lähtökohdat pidemmän aikavälin arvonnluonnille, vaikka sen rakenne ei mielestämme maaperää täysin kestävien kilpailualueiden luomiselle tarjoakaan.

## Kilpailutilanne on kovanlainen

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

Historiallisesti katsottuna kilpailun luonne on heijastunut myös toimijoiden keskimääräisiin



## Toimialan rakenne

### Nykyinen kilpailutilanne

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

### Päämiesten neuvotteluvoima

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

### Asiakkaiden neuvotteluvoima

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

### Uusien kilpailijoiden / korvaavien tuotteiden uhka

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

# Toimiala ja kilpailu – Elektroniikka 3/3

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

## Kilpailukentässä useampi kerros

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

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

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

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

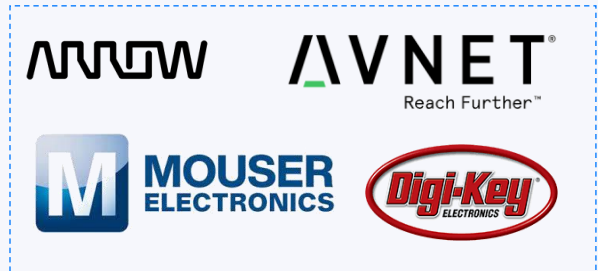
## Boreon asema on hyvä

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

\*Osa verrokkiryhmään kuuluvaa Addtechia



## Valikoituja kilpailijoita



Globaalin tason suuret ja johtavat jakelijat



Suuret kansalliset tukkurit laajoilla tuoteportfolioilla



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

# Toimiala ja kilpailu – Tekninen kauppa & Raskas kalusto 1/3

## Markkinalohkot ovat isoja

Boreon Teknisen kaupan ja Raskaan kaluston liiketoimintojen pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomessa ja Ruotsissa, minkä myös Sany- ja Putzmeister-liiketoimintaa operoidaan myös Virossa. Tekninen Kaupan Liitto (TKL) on jakanut Suomen markkinan neljään päälohkoon, joista Boreon liiketoiminnoille relevantteja alueita ovat tuotteet ja palvelut teollisuudelle sekä tuotteet ja palvelut rakentamiselle. Näiden alasegmenteistä puolestaan investointitavarat ja palvelut teollisuudelle sekä rakentamisen koneet, laitteet ja palvelut ovat arviomme mukaan liiketoimintojen varsinaiset kohdemarkkinat.

TKL:n koostaman markkinatietojen pohjalta olemme haarukoineet liiketoimintojen kokonaismarkkinan Suomessa olleen noin 3200 MEUR vuonna 2021. Markkina jakaantuu noin 1900 MEUR:n kokoluokan

teollisuussektoriin ja noin 1300 MEUR:n rakennussektoriin. TKL ei erikseen raportoi tukkukaupan osuutta kokonaismarkkinasta. Arviomme mukaan se on kuitenkin valtava Boreon nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna.

Ruotsin markkinasta ei käsityksemme mukaan ole saatavilla vastaavaa tilastointia. Ruotsin reilun kaksinkertaisen BKT:n ja talouden jokseenkin samankaltaisen rakenteen perusteella paikallisen markkinan voidaan kuitenkin karkeasti haarukoida koostuvan noin 3800 MEUR:n teollisuussektorista ja noin 2600 MEUR:n rakennussektorista. Näin ollen myös Ruotsin markkina on Boreon toimintoihin suhteutettuna valtavan kokoinen.

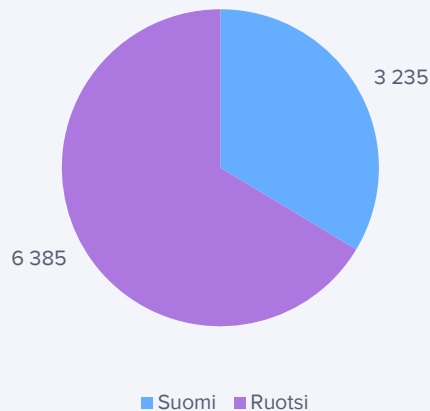
## Varsinainen konsolidointi on vaikeaa

Toimialalla isoimmat tukkurit ovat keskittyneet varsin kattavasti alla olevien markkinoiden tuotealueisiin kuten muun muassa levy- ja työstökoneisiin sekä

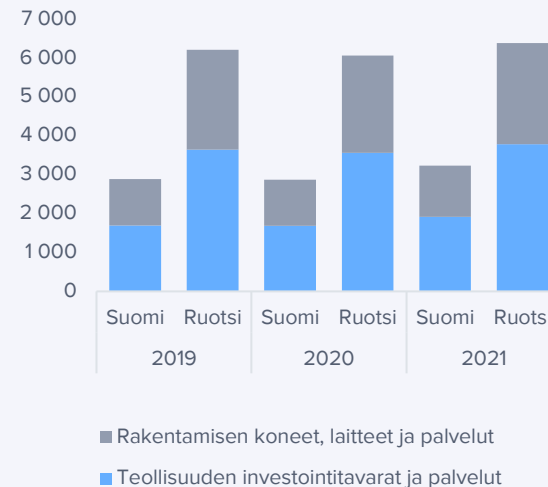
rakennusteollisuuden erilaisiin sovelluksiin kuten betonivalu- tai pumppukalustoihin. Yksittäisten tuotealueiden sisällä tukkureiden päämiesportfoliot rakentuvat kuitenkin tyypillisesti korkeintaan muutamasta ja usein vain yhdestä päämiehestä (vrt. Elektroniikka-toiminta). Taustalla on se että tuotantoteknisen tukkukaupan päämiehet painottavat jakelustrategioissaan alueellisia yksinoikeuksia. Tämä on loogista, sillä yksinoikeuksien avulla laitevalmistajat pyrkivät minimoimaan oman tarjoamansa kohtaaman kilpailun valitun jakelukanavan sisällä. Laitevalmistajat myös yleensä edellyttävät tukkureilta kattavia jälkimarkkinakyvykkyksiä, mikä asettaa päämiesportfolion koolle luontaisia rajoitteita tukkurien omien resurssienkin näkökulmasta.

Tämän dynamiikan seurauksena markkinan rakenteesta on muodostunut hajanainen ja sen eri osioissa operoivia yhtiöitä on arviomme mukaan

Kohdemarkkinan jakautuminen (MEUR)



Kohdemarkkinoiden kehitys (MEUR)



# Toimiala ja kilpailu – Tekninen kauppa & Raskas kalusto 2/3

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

## Investointiaktiiviteetti ohjaa kasvua

Toimialan kasvua ohjaa erityisesti tuotantokapasiteettiin kohdistuvat korjaus- ja kasvuinvestoinnit sekä rakentamisen yleinen

aktiiviteetti. Näiden kysyntäajureiden taustalla vaikuttavia makrotason tekijöitä ovat sekä kumuloituneet investointi- ja korjausvelat että kulloisenkin taloussyklin vaihe ja pääoma-markkinoiden tilat. Mikrotasolla toimialan kysyntää puolestaan ajavat asiakkaiden omien liiketoimintojen arvioidut kehityssuunnat, mutta toisaalta myös investointirohkeudet ja -kyvykkyudet.

Näitä kasvuajureita mukaillen arvioimme kohdemarkkinoiden pitkän aikavälin kasvuvauhdin olevan linkittynyt talouskasvuvauhtiin. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä kokonaismarkkinaan tulee todennäköisesti heijastumaan erilaiset taloussyklin vaiheet. Tämän ansiosta kokonaismarkkinan kasvu voi poiketa etenkin lyhyellä tähtäimellä pidemmän aikavälin kasvuvauhdin tasosta, jonka arvioimme asettuvan yli ajan tarkasteltaessa noin talouskasvuvauhdin tasolle tai aavistuksen sen yläpuolelle.

## Kilpailukyky tulee päämies- ja asiakassuhteista

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

## Nykyinen kilpailutilanne

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

## Päämiesten neuvotteluvoima

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



## Toimialan rakenne

## Asiakkaiden neuvotteluvoima

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

## Uusien kilpailijoiden / korvaavien tuotteiden uhka

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

# Toimiala ja kilpailu – Tekninen kauppa & Raskas kalusto 3/3

Pitkät päämiessuhteet ovat puolestaan tärkeitä asiakassuhteiden kannalta, sillä arviomme mukaan asiakkaat pyrkivät pitäytymään samojen laitevalmistajien teknologioissa mahdollisimman pitkään. Vaikka asiakkaiden ostovälit ovatkin tuotteiden elinkaaria ja investointikustannuksia peilaten varsin pitkiä, tuovat jälkimarkkinatoimet asiakkuuksiin arvokasta jatkuvuutta. Näillä tekijöillä näemme olevan asiakkaan vaihdon kustannuksia kohottavia ja sitä kautta tukkurin omaa kilpailuasemaa vahvistavia vaikutuksia. Toisaalta samat muuttujat asettavat tiettyjä haasteita asiakashankinnalle.

Päämies- ja asiakassuhteiden pitkäkestoisuutta sekä lisäarvoa luovia tukitoimintoja heijastellen pidämme tukkureiden arvoketjuasemia kelvollisina, vaikka niiden hinnoitteluvoima onkin varsin rajallinen.

## Kilpailukentässä lukuisia toimijoita

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

Teknisen Kaupan toiminnoissa Boreon kilpailijoita ovat muun muassa Wihuri Tekninen kauppa, Knorring, OEM Finland, Ahlselliin nykyisin kuuluva Kartecon sekä Talhu.

Raskaan kaluston kotimaisiin kilpailijoihin kuuluvat puolestaan maanrakennuskoneiden puolella operoivat Mateko, vastikään Wihurin omistukseen siirtynyt RealMachinery ja KH-Koneet sekä betonteollisuuden puolella vielä toimintaansa käynnistävä Pumpoint. Ruotsissa Sanyin ja Putzmeisterin kanssa kilpailevia päämiehiä edustavat

esimerkiksi Aximan, KH-Maskinin, Maskinian ja ROX Internationalin kaltaiset toimijat.

Myös Teknisen kaupan ja Raskaan kaluston liiketoiminnoissa päämiesten välinen kilpailu on omaa pitkän aikavälin suhteellista asemaa oleellisesti määrittävä tekijä. Kohtuullisen kapeita päämies-portfolioita mukaillen tukkurin oma kilpailukyky onkin altis muutoksille päämiesten kilpailukyvyssä. Mielestämme Boreon tilanne tässä kamppailussa on kuitenkin hyvä, sillä konsernin keskeisimmät päämiehet ovat omilla alueillaan pitkät historiat ja kilpailuetuja omaavia valmistajia. Tätä heijastellen pidämmekin Boreon nykyasemaa vankkana.



## Valikoituja kilpailijoita



Tekninen kauppa



Raskas kalusto (Suomi)



Raskas kalusto (Ruotsi)



# Strategia 1/3

## Yritysosot arvonluonnin kovaa ydintä

Boreon strategia koostuu kolmesta osa-alueesta, jotka ovat: 1) yritysotot, 2) Kehittäminen sekä 3) ihmiset ja kulttuuri. Tätä järjestystä mukaillen Boreon strategian ja siten arvonluonnin kovaa ydintä ovat sekä nykyisiä liiketoimintoja tukevien ja vahvistavien (add-on-järjestelyt) että kasvualustaa laajentavien (platform-järjestelyt) yritysostojen toteuttaminen. Viimeisen kahden ja puolen vuoden aikana strategia on edennyt vauhdikkaasti, sillä Boreo on toteuttanut kaksi platform-järjestelyä ja 12 kokoluokaltaan pienempää add-on-yritysostoa. Vaikka yksittäisen yritysjärjestelyn järjestyksellä ja arvonluontiedellytykset riippuvatkin aina ostetun liiketoiminnan luonteesta, strategisesta sopivuudesta sekä maksetusta hinnasta, on yritysostovetoinen kasvustrategia mielestämme oikeinkin viisas valinta. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

**Edulliset yritysotot** luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaali on hyvä. Matalilla kauppahinnoilla ja tätä kautta korkealla sijoitetun pääoman tuotolla toteutetut järjestelyt tuovat lisäksi hyvää turvamarginaalia ostetun liiketoiminnan odotettua heikompaa kehitystä ja / tai mahdollista heikkenemistä vastaan.

**Päämiesportfolion kasvattaminen** on yritysostoin huomattavasti orgaanisia toimia nopeampaa, eikä vaadi taakseen erillisiä panostuksia jälkimarkkinatoimintoihin (nämä ovat osa ostettua yhtiötä). Yritysostojen kautta Boreon on mahdollista löytää myös päämiestason

synergistisiä rajapintoja (mm. Sanyn suurimmat maanrakennuskoneet ja Cumminsin teollisuusmoottorit) ja näiden myötä vahvistaa niin päämiessuhteitaan kuin omaa tuloksentekopohjaakin.

## Yritysotot laajentavat asiakaskuntaa

automaattisesti ja avaavat samalla myös uusia maantieteellisiä alueita / teollisuudenaloja. Nämä laajennukset ja avaukset voivat puolestaan tuoda vanhoille liiketoiminnoille hyviä ristiinmyyntitilaisuuksia. Lisäksi yritysotot tuovat konserniin käytännössä aina uusia ja erilaisia osaamisia, joiden hyödyntäminen luo vanhoille liiketoiminnoille edellytyksiä niin arvoketjuasemien kuin kilpailukykyjenkin parantamiselle (esim. FNB:n kokoonpano-osaamisen hyödyntäminen Putzmeister-liiketoiminnassa). Näin ollen yritysotot laskevat myös kokonaisriskitasoa.

**Yritysostojen kassavirtaprofiili** on alusta alkaen positiivinen ja järjestelyt tuovat orgaanisia panostuksia huomattavasti nopeampia tuloksia.

**Potentiaalisten ostokohteiden kirjo on valtava.** Tämä tuo Boreolle runsaasti strategista liikkumatilaa erilaisten järjestelyjen toteuttamiselle.

## Järjestelyissä kahta tyyliä

Yritysostrategian toteuttamisessa Boreo keskittyy pääomakeveisiin, ennustettaviin, kannattaviin ja hyvää kassavirtaa tekeviin pohjoismaisiin B2B-liiketoimintoihin. Kokoluokaltaan pienemmissä add-on-järjestelyissä teollinen ja strateginen logiikka voidaan mielestämme tiivistää siihen, että ostettava yhtiö tekee sekä itsestään (mm. parantuva

investointikyky) että jo valmiiksi Boreon alta löytyvästä liiketoiminnasta arvokkaampaa.

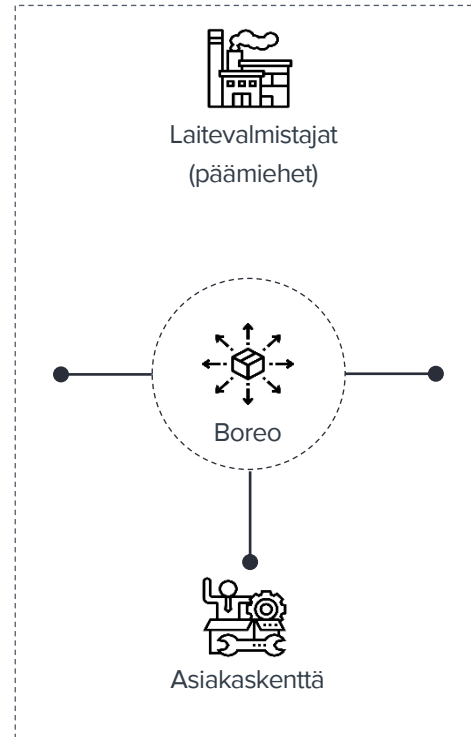
Varsinaisten horisontaalisten add-on-liikkeiden lisäksi Boreo katsoo arviomme mukaan myös tilaisuuksia vertikaalisille järjestelyille. Mielestämme pitkällä aikavälillä mielenkiintoisimmat vertikaaliset mahdollisuudet löytyvät etenkin sellaisten toimijoiden joukosta, joiden lopputuotteisiin Boreon olisi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

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

# Yritysostostrategia

## Kasvualustan laajentaminen (platform-järjestelyt)

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



## Vertikaalinen integraatio (add-on-järjestelyt)

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

## Nykytoimintojen vahvistaminen (add-on-järjestelyt)

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

## Yritysostojen kriteerit

Kohtuullinen arvostustaso

Pääomakevyt ja ennustettava B2B-liiketoiminta

Terve kannattavuus ja hyvä kassavirta



# Strategia 2/3

## Arvonluonnissa ei haeta operatiivisia synergioita

Boreo ei pyri yritysostostrategiassaan luomaan arvoa operatiivisten synergioiden kautta, vaikka luonnollisesti ostetun liiketoiminnan kehittäminen onkin osa pidemmän aikavälin tavoitteita. Synergiamielessä keskeisin kulma onkin näkemyksemme mukaan rahoituspuolella. Tätä mukaillen Boreo pyrkii ostettujen yhtiöiden kohdalla sekä tehostamaan pääomien käyttöä — esimerkiksi vapaiden velkakapasiteettien hyödyntäminen — ja kassavirtoja että tarvittaessa laskemaan pääoman kustannuksia rahoitusrakenteiden uudelleenjärjestelyillä.

## Kehittäminen sekä ihmiset ja kulttuuri strategian toteuttamisen toisessa aallossa

Boreon strategian toisena ydinkohtana tulee kehittäminen. Tämän osa-alueen toteuttamisen tavoitteena on parantaa liiketoimintojen kannattavuutta ja luoda kasvua. Kasvua tavoitellaan kolmen strategisen painopistealueen kautta: 1) Strategisen suunnittelun konsepti, 2) Mittareiden läpinäkyvyys ja 3) Kustannustehokkuuden lisääminen

Strategian toteuttamisen kannalta keskeisessä roolissa on arviomme mukaan myös eri liiketoiminta-alueiden ja niiden sisällä olevien toimintojen välinen dialogi, mikä osaltaan vauhdittaa niin parhaiden käytäntöjen etsimistä kuin niiden jakamistakin. Lisäksi uskomme, että liiketoimintojen väliset tiiviit tiedonvaihdot auttavat Boreota löytämään potentiaalisia yritysostokohteitakin.

Yhdessä edellä mainitut toimet tähtäävät käytettävissä olevien resurssien optimaaliseen hyödyntämiseen ja sitä kautta omistaja-arvon kasvattamiseen. Täten tämä strategiahaara on erittäin looginen ja yritysostoja täydentävä pala. Kehittämisen avainprosesseilla Boreo kykenee parantamaan liiketoimintojen suoritusasoa ja luomaan jatkumoa yksittäisen yritysjärjestelyn jälkeiseen aikaan. Samalla Boreo luo kasvavan kassavirran myötä itselleen myös tärkeää raaka-ainetta pääoman strategian mukaista uudelleenallokointia ajatellen.

Strategian kolmantena peruspilarina on puolestaan ihmiset ja kulttuuri. Tämän osa-alueen keskiössä ovat luonnollisesti työntekijät, joille Boreo pyrkii visionsa mukaisesti luomaan paikan jossa kehittyä. Yrityksen menestymisen keskiössä on osaava henkilöstö ja jatkuvuus, mihin Boreo pyrkii vaikuttamaan muun muassa omalla Boreo Academy –ohjelmalla. Ohjelmalla pyritään tukemaan oppimista ja kehittämään johtamistaitoja. Onnistuessaan ohjelman avulla pystytään kasvattamaan oletettavasti pitkässä juoksussa kasvaviin toimihenkilöstötarpeisiin sitoutunutta ja konsernin sisällä uraa rakentavaa henkilöstöä.

Arviomme mukaan organisaatioon ja kulttuuriin panostaminen voi luoda myös pehmeämpää kilpailuetua erityisesti yritysostojen saralla, sillä uskomme Boreon yrittäjähenkisen ja pitkäikäisyyttä vaalivan lähestymistavan tuovan konkreettista erottautumiskykyä suhteessa tavanomaisiin teollisiin ostajiin.



## Yritysjärjestelyhistoria

	2020	2021	2022	Yhteensä
Järjestelyjen lukumäärä	2	4	7	13**
Ostetut liikevaihdot*	57,1	30,3	22,7	110
Ostetut käyttökatteet*	4,3	3,7	3,0	11
Käyttökatemarginaali	7 %	12 %	13 %	10 %
Ostetut liikevoitot*	4,1	3,2	2,8	10,0
Liikevoittomarginaali	7 %	11 %	12 %	9 %
<b>Velattomat kauppahinnat (EV)</b>	<b>24,5</b>	<b>14,8</b>	<b>12,5</b>	<b>51,8</b>
EV/EBITDA-kerroin	5,8	4,0	4,2	4,7
EV/EBIT-kerroin	6,0	4,7	4,5	5,2
ROCE-% kääntäen	17 %	21 %	22 %	19 %

\*Järjestelyvuotta edeltäneen tilikauden raportointirivi

\*\* Ilman J-Matic-järjestelyä, jonka kauppahinta ei toistaiseksi tiedossa



Platform-järjestelyt



Esimerkkejä add-on-järjestelyistä

Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

# Strategia 3/3

## Tavoitteissa operatiivista tuloskasvua ja korkeaa pääoman tuottoa

Boreo päivitti taloudelliset tavoitteensa syksyllä 2022 pääomamarkkinapäivän yhteydessä. Pitkän aikavälin strategiset taloudelliset tavoitteet ovat: vähintään 15 %:n keskimääräinen vuotuinen operatiivisen liiketuloksen kasvu, vähintään 15 %:n sijoitetun pääoman tuotto ja nettovelka suhteessa operatiiviseen käyttökatteeseen välillä 2-3x

Operatiivisen liiketuloksen kasvutavoitteen saavuttaminen nojaa luonnollisesti strategian mukaisiin yritysjärjestelyihin alla olevien liiketoimintojen kasvutavoitteisiin suhteutettuna maltillisia orgaanisen kasvun näkymiä heijastellen. Arvioimmekin konsernin operatiivisen tuloskasvupotentiaalin linkittyvän pääosin alla olevien liiketoimintojen liikevaihdon kasvuvauhtiin yli ajan, vaikkakin nykyinen konsernialusta sisältääkin jonkin verran lyhyen tähtäimen skaalautumispotentiaalia.

Boreon jatkuvien toimintojen sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) on ollut edellisen 12 kuukauden osalta 10,8 % ja vastaavasti keskimäärin 11,5 % Q1'21-Q3'22:lla. Arvioimme mukaan nykyisten liiketoimintojen kannattavuuspotentiaali on hieman lähihistorian toteumaa korkeammalla heijastellen vallinnutta kustannusinflatorista ympäristöä ja kasvualustaan tehtyjä etupainotteisia panostuksia. Vaikka sijoitetun pääoman tuotossa on hieman nousupotentiaalia orgaanisin keinoin, tulee epäorgaanisilla toimilla eli yritysjärjestelyillä arvioimme mukaan olemaan keskeinen rooli sijoitetun pääoman tuoton nostossa tavoitteen

mukaiselle tasolle.

Boreon viimeisen noin kahden ja puolen vuoden aikana toteuttamien yritysostojen arvostukset ovat olleet maltilliset, sillä niiden keskimääräinen arvostus on ollut reilu 5x EV/EBIT. Tämä staattinen arvostuskerroin kääntyy yksinkertaistettuna korkeaksi eli noin 19 %:n sijoitetun pääoman tuotoksi. Tämä mielestämme kuvaa maltillisin arvostustasoin tehdyn epäorgaanisen kasvun pääoman tuottopotentialin pallokenttää ja osoittaa asetetun tavoitteen olevan realistinen, vaikkakin mm. viime aikainen käyttöpääoman sitoutuminen on arviomme mukaan painanut joidenkin hankintojen pääoman tuottoa staattista tarkastelua matalammaksi.

Taloudellisten tavoitteiden lisäksi Boreo pyrkii maksamaan vuosittain kasvavaa osinkoa. Emme kuitenkaan pidä osinkoa Boreon sijoittajatarinan tai tuotto-odotuksen kannalta erityisen merkittävänä.

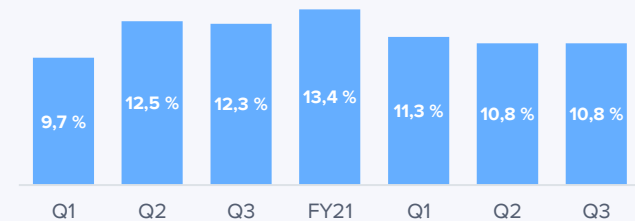
## Tasetavoite on mielestämme perustellulla tasolla

Taseasemansa osalta Boreo pyrkii pitämään nettovelan ja operatiivisen käyttökatteen suhteen 2-3x välillä. Mielestämme tämä on järkevä taso strategian toteuttamisen vaatima velkavipu sekä liiketoimintojen ansaintalogiikat ja kassavirtaprofiilit huomioiden. Lukittuna asetettua haarukkaa ei kuitenkaan voida pitää, sillä uskomme yhtiön olevan riittävän hyvien järjestelyjen puitteissa valmis operoimaan tavoitetasoa aggressiivisemmälläkin taseella. Velkavivun ansiosta velan kustannuksella on vaikutus siihen, kuinka tehokkaasti yhtiön arvонуontimalli toimii.

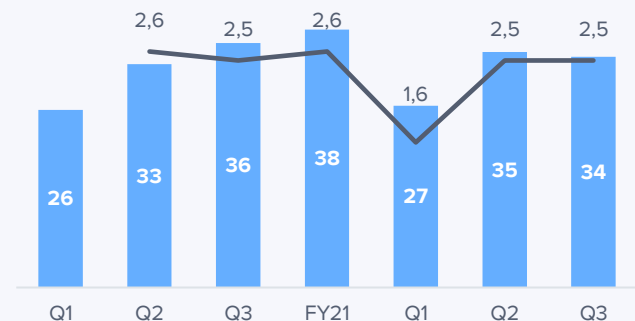


## Taloudelliset tavoitteet

- **Tuloskasvu:** vähintään 15 %:n keskimääräinen vuotuinen operatiivisen liiketuloksen kasvu
- **Pääoman tuotto:** vähintään 15 %:n sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%)
- **Tase:** nettovelka/operatiivinen käyttökate 2-3x
- **Voitonjako:** vuosittain kasvavan osingon maksaminen



■ Sijoitetun pääoman tuotto (TTM) \*



■ Nettovelka — Nettovelka/operatiivinen käyttökate \*

Lähde: Boreo, Inderes

\* jatkuvat toiminnot, käyttökate sisältää hankitut liiketoiminnot kuin ne olisi omistettu 12kk

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Myyntikate on pysynyt melko vakaana

Boreon kulurakenteen suurin yksittäinen erä on liiketoimintojen ansaintalogiikkoja mukaillen materiaalit ja palvelut. Historiallisesti nämä luonteeltaan liki täysin muuttuvat ja siten ei-skaalautuvat erät ovat arviomme mukaan kattaneet kokonaiskustannuksista noin 77-80 %. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan liikkunut noin 72-74 % välillä. Näin ollen Boreon myyntikate on ollut 26-28 %, mitä voidaan mielestämme pitää tukkukaupan kontekstiin linjattuna tyydyttävänä tasona. Huomionarvoista on myös se, että myyntikate on pysynyt pidemmässä juoksussa melko vakaana, vaikkakin etenkin viime aikoina kohonnut inflaatio on hieman myyntikatetta nakertanutkin.

## Henkilöstön tuottavuus on olennainen mittari

Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on myyntiorganisaatiolle tyypilliseen tapaan henkilöstökulut. Arviomme mukaan nämä kulut ovat lyhyellä tähtäimellä pääosin kiinteitä. Täten ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti kohtuullisesti, eikä organiseen kasvuun yltäminen vaadi yhtiöltä myyntiorganisaation kasvattamiseen kohdennettuja panostuksia. Henkilöstökulujen kiinteistä luonteista johtuen niiden lyhyen aikavälin joustovara on kuitenkin rajallinen, mikä asettaa laskevan kysynnän markkinassa omat haasteensa kulutason sopeuttamiselle ilman esimerkiksi lomautus- tai muita muutosneuvottelutoimia.

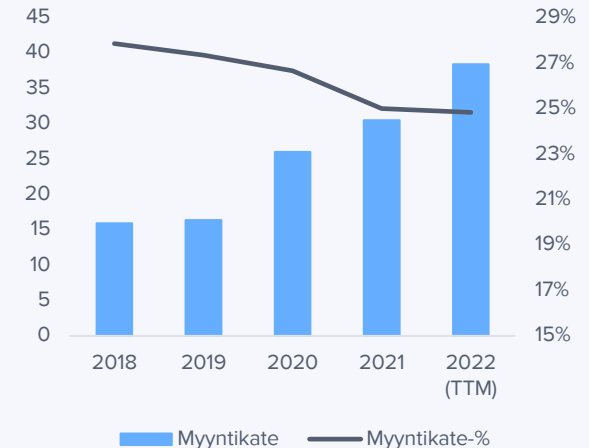
Vuonna 2022 (TTM) Boreon henkilöstökulut ovat

olleet noin 13 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli noin 13 %, mitkä vastaavat myös hyvin historiallisia tasoja. Henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on laskelmiemme mukaan ollut historiallisesti noin 277 TEUR, kun taas edellisen 12 kuukauden ajanjaksolta liikevaihto/työntekijä asetui 514 TEUR:oon. Arviomme mukaan tuottavuuden nousua on tapahtunut operatiivisin parantamisen ansiosta viime vuosina, mutta on myös huomioitava konsernin liiketoimintojen rakenteen ja tätä kautta myös muun kustannusrakenteen muutos sekä etenkin viimeisen 12 kuukauden aikana hintoihin heijastuneen inflaation vaikutus.

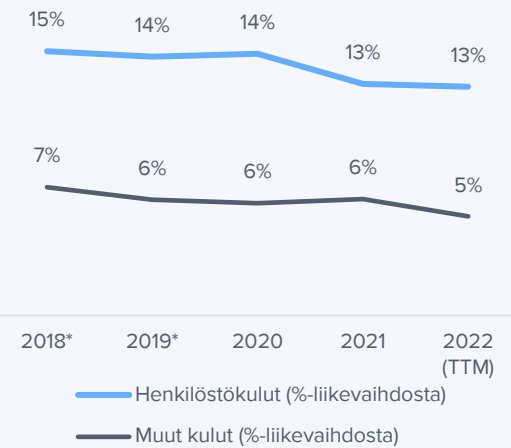
## Muiden kulujen osuus on pieni

Boreon muiden kulujen historiallinen osuus kokonaiskustannuksista on ollut noin 6-7 % ja vastaavasti liikevaihdosta noin 5-6 %. Liiketoiminnan muut kulut koostuvat useista pienistä eristä ja ovat suurelta osin kiinteitä. Muiden kulujen suhteellinen osuus on kokonaisuudessaan maltillinen. Tämän taustalla on näkemyksemme mukaan liiketoimintojen kevyet organisaatorakenteet sekä kuluorientoituneet toimintamallit ja -kulttuurit. Näitä tekijöitä mukaillen emme usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa. Olennaista supistamisvaraa kuluerässä ei arviomme mukaan kuitenkaan ole, mikä pitää realisoitavissa olevat skaalaedut kokonaisuuden kannalta hyvin maltillisina.

### Myyntikatteen kehitys



### Henkilöstö- ja muut kulut



\* Inderesin arvio pro forma -tasoista (Yleiselektronikka + Machinery Group)

# Taloudellinen tilanne 2/2

## Taseen vivun asento on kohtuullinen

Q3'22:n lopussa Boreon omavaraisuusaste oli noin 35 % ja nettovelkaantumisaste 85 %. Näin ollen taseessa on runsaasti vipua, mutta mielestämme se on perusteltua strategian toteuttamisen edellyttämät pääomatarpeet huomioiden. Kassassa Boreolla oli Q3'22:n lopussa lähes 11 MEUR, mikä on varsin tukeva taso liiketoimintojen nykyisiin kokoluokkiin ja ansaintalogiikkoihin suhteutettuna. Taseen loppusumma taas oli 121,5 MEUR.

Q3'22:n lopussa Boreon nettovelan suhde operatiiviseen käyttökatteeseen oli 2,5x. Tämä on mielestämme kohtuullinen taso ja myös yhtiön asettaman 2-3x tavoitehaarukan sisällä. Boreon liiketoimintojen vuotuiset kiinteät investointitarpeet ovat pieniä, mitä heijastellen sillä oli Q3'22:n lopun taseessa aineellista omaisuutta vain reilu 9 MEUR (8 % taseen loppusummasta). Viime vuosien orgaaniset investoinnit ovat olleet noin 1 MEUR:n kokoluokassa ja vuonna 2021 investoinnit olivat 1,4 MEUR, mikä arviomme mukaan heijastelee tulevaisuuden investointitarpeita nykyisessä kokoluokassa.

Taseen keskeiset varoja sitovat erät ovatkin käyttöpääoman erät, joihin etenkin viimeisen vajaan kahden vuoden aikana on sitoutunut olennaisesti pääomaa. Arviomme mukaan toimitusketjujen haasteet ja orgaaniset kasvupyrkimykset ovat jossain määrin kasvattaneet käyttöpääoman tasoa, mutta merkittävää muutosta suhteessa aiempaan emme odota. Tätä mukailen pidämme konsernin

rakenteellista velankantokykyä varsin hyvänä.

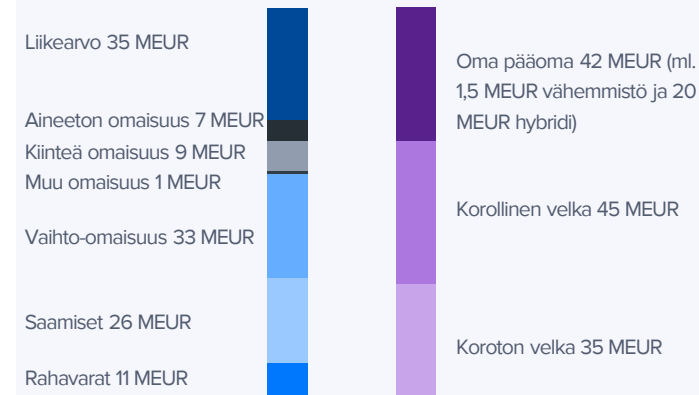
Nettovelka/operatiivinen käyttökate -tunnusluvun laskennasta tulee huomata se, että operatiivinen käyttökate tarkoittaa edellisen 12 kuukauden ajanjaksoa ja se sisältää hankitut liiketoiminnat siten, kuin ne olisi omistettu koko tarkasteluperiodin ajan. Näin ollen tunnusluvusta saadaan laskettua auki Boreon nykyisten liiketoimintojen (pl. Lackmästarn) viimeisen 12 kuukauden tuloksentelekyky. Tämä asettui Q3'22:n lopun parametrien perusteella noin 13,6 MEUR:oon. Huomioitavaa lisäksi on, että kirjanpitolähtöisesti mukaisesti hybridilaina lukeutuu Boreon taseessa omaan pääomaan, vaikkakin osakkeenomistajien pääomaa varat eivät loppuen lopuksi olekaan.

## Taseessa liikkumavaraa järjestelyille

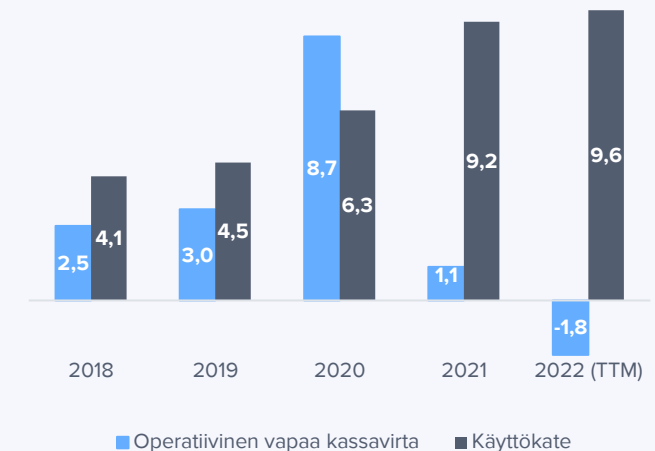
Tavoitetason ylläpitäminen nähdessä ja viimeisen 12 kuukauden tulokunnolla Boreolla olisi vapaata velkakapasiteettia arviomme mukaan karkeasti 10 MEUR:n verran. Viimeisen kahden vuoden aikana toteutettujen järjestelyjen kumulatiivisella EV/EBITDA-kertoimella tämä puolestaan tarkoittaisi edellytyksiä karkeasti 2 MEUR:n käyttökatemassan ja edellisen 12 kuukauden tulostasoon suhteutettuna noin 20 %:n operatiivisen tuloskasvun ostamiselle.

Huomioitavaa on, että Boreo voi myös käyttää omaa osakettaan maksuvälineenä ja siten pidämme yhtiön todellista järjestelykykyä Q3'22:n lopun taseaseman ja velkaantuneisuustavoitteen ylläpidon viitoittamaa tasoa korkeampana.

## Taserakenne Q3'22:n lopussa



## Kassavirran kehitys



# Ennusteet 1/4

## Ennustemalli

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

## Tapahtumarikas vuosi 2022

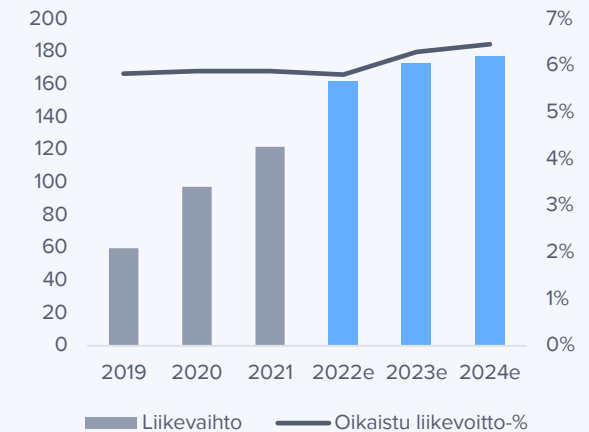
Vuoden 2022 kolmen ensimmäisen kvartaalin aikana Boreo on yltänyt 115 MEUR:n jatkuvien toimintojen liikevaihtoon ja 39 %:n liikevaihdon kasvuun, kun taas yhtiön operatiivinen liikevoitto on kasvanut 24 % ja oli 6,5 MEUR. Boreo ei ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Kuluvana vuonna yhtiö on myös toteuttanut kahdeksan strategiansa mukaista järjestelyä.

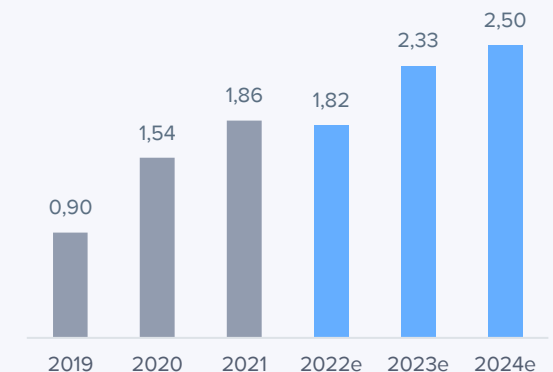
Näistä suurin oli Elektroniikkaa vahvistamaan kesäkuussa ostettu Signal Solutions Nordic. Myös Teknistä kauppaa vahvistanut Pronius-kauppa oli liiketoiminta-alueen mittaluokassa kohtuullisen mittava lisäpala. Operatiivisesti kuluva vuotta on värittänyt komponenttien toimitusketjujen haasteet, hidastumaan päin ollut talouskasvukuva ja Venäjän hyökkäyssodan epäsuorat ja suorat vaikutukset. Toimintojen kokoluokkaa ja kannattavuustasoa heijastellen suorista vaikutuksista merkittävin oli Yleiselektroniikan Venäjän toimintojen myynti. Erityisen selkeästi muut tekijät eivät ole kuitenkaan liiketoimintaan heijastuneet, mistä kiellii melko tasainen suorittaminen Elektroniikassa ja Teknisessä Kaupassa. Raskaan kaluston marginaalipaineet sen sijaan ovat käsityksemme mukaan linkittyneet etenkin Sany-liiketoiminnan ylösajon odotettua vaisumpaan etenemiseen Suomen ja Ruotsin markkinoilla sekä voimakkaaseen inflaatioon.

Viimeisellä neljänneksellä odotamme Boreon liikevaihdon kasvavan 18 % Elektroniikan ja Raskaan kaluston orgaanista, mutta etenkin kaikkien liiketoimintojen epäorgaanista kasvua heijastellen. Siten koko vuoden osalta odotamme Boreon jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan 32 % 162 MEUR:oon. Hyvää liikevaihtokuormaa ja melko vakaata operatiivista kustannusrakennetta heijastellen odotamme Boreon yltävän Q4:llä 2,9 MEUR:n operatiiviseen liikevoittoon ja 6,2 %:n kannattavuuteen. Koko vuoden 2022 operatiivisen liikevoiton odotamme siten kohoavan 31 % 9,4 MEUR:oon.

## Liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden kehitys



## Osakekohtaisen tuloksen kehitys



# Ennusteet 2/4

Tavanomaisia nettorahoituskuluja ja veroastetta heijastellen odotamme nettotuloksen asettuvan 4,5 MEUR:oon ja operatiivisen osakekohtaisen tuloksen yltävän 1,82 euroon osakkeelta. Tästä arvioimme yhtiön jakavan hyvin maltillisella jakosuhteella hieman edellisvuodesta kasvavan 0,44 euron osakekohtaisen osingon.

Odotamme käyttöpääoman sitoutumisen jarruttavan hieman operatiivista rahavirtaa ja toteutettuja järjestelyjä heijastellen vapaan kassavirran painuvan pakkaselle. Vuoden lopun nettovelan odotamme asettuvan 35 MEUR:oon, mikä suhteessa seuraavalle vuodelle odottamaamme tulostasoon tarkoittaa noin 2,5x nettovelka/käyttökate. Näin ollen yhtiöllä on velankantokyvyyn ja taloudellisten tavoitteidensa puitteissa järjestelykapasiteettia seuraavalle 12 kuukaudelle.

## Vuonna 2023 pieniä orgaanisia ja epäorgaanisia ajureita

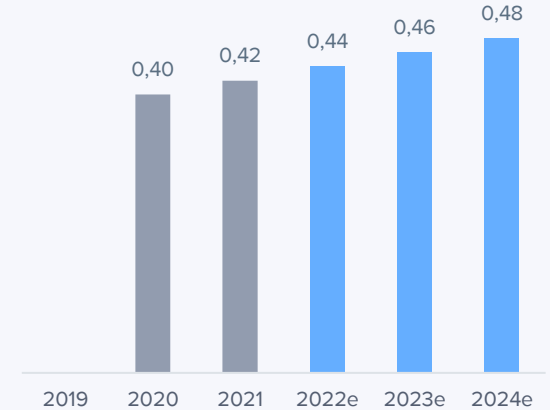
Vuonna 2023 odotamme Boreon liikevaihdon kasvavan 7 % 173 MEUR:oon. Elektroniikan odotamme kasvavan lievästi orgaanisesti sekä SSN- ja Led Systems yritystöiden avittamana. Teknisen kaupan kasvutahdin odotamme hidastuvan investointiaktiviteetin jarrutettua, mutta ennustamme liiketoiminta-alueen kuitenkin kasvavan kokonaisuutena hieman orgaanisesti ja myös Proniuksen sekä J-Maticin tuomaa lievästi epäorgaanista kasvua heijastellen. Raskaan kaluston odotamme puolestaan kasvavan voimakkaimmin, minkä taustalla on toimituksien siirtyminen osin vuodelle 2023 ja myös lievä

epäorgaaninen kasvu Lackmästar'n -hankinnasta.

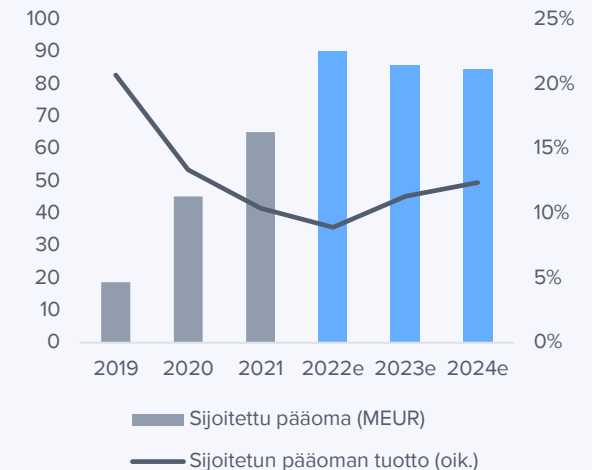
Oikaistun liikevoiton odotamme kohoavan ensi vuonna 16 % 10,9 MEUR:oon. Elektroniikka-toiminnan operatiivisen tuloksen odotamme nousevan lievän orgaanisen kasvun SSN:n tuloskontribuution ajamana. Teknisen Kaupan arvioimme myös parantavan tulostasoaan muun muassa Voimantuoton hyvää kysyntäkuvaa ja siten parempaa liikevaihdon jakaumaa heijastellen. Raskaan kaluston kannattavuuskehityksen odotamme säilyvän vakaana Sany-toimintojen kehitystä ja hintojen nousun vain lievästi helpottavaa painetta heijastellen. Siten Raskaan kaluston tuloksen odotamme kohoavan lievästi liikevaihdon mukana. Vastaavasti Muiden toimintojen operatiivisen tuloksen odotamme säilyvän kokonaisuutena edellisvuoden tasolla hieman parantavia logistiikkatoimintoja ja toisaalta kasvanutta organisaatiota ja tukitoimintojen kulurakennetta heijastellen.

Kohoavien nettorahoituskulujen ja tavanomaisten verojen jälkeen odotamme Boreon nettotuloksen nousevan 6,6 MEUR:oon ja operatiivisen osakekohtaisen tuloksen 2,33 euroon. Tästä odotamme yhtiön maksavan edellisvuodesta hieman kasvavan ja siten voitonjakopolitiikkaansa mukaisen 0,46 euron osakekohtaisen osingon. Operatiivisen kassavirran odotamme kehittyvän nousevan tuloskehityksen ja hieman vapautuvan käyttöpääoman seurauksena vahvasti. Näin ollen odotamme vuoden lopun nettovelan laskevan 29 MEUR:oon, mikä vastaa 2,1x nettovelka/käyttökate-kerrointa.

## Osakekohtaisen osingon kehitys



## Sijoitetun pääoman tuoton kehitys





# Ennusteet 3/4

## Teimme pieniä ennusteiden tarkistuksia

Olemme tehneet laajan raportin päivityksen yhteydessä varsin marginaalisia ennustemuutoksia aiempiin ennusteisiimme. Merkittävimmät ennustemuutokset kohdistuivat vuoden 2024 tulosenusteeseemme, joka laski operatiivisen tuloksen osalta 5 %, kun tarkistimme odotuksiamme Raskaan kaluston tulokunnan kohenemisesta alaspäin. Tämän taustalla taas ovat maltillistuneet odotukset Sany-liiketoiminnan ylösajon kehityksestä.

Edellä mainittujen ennustemuutoksien lisäksi sisällytimme ennusteisiimme [J-Matic-yritysoston](#). Tekemiemme ennustemuutoksien ja yritysoston huomioimisen seurauksena vuosien 2022-2023 ennusteemme nousivat hieman, minkä lisäksi yritysosto lievensi vuoden 2024 ennusteiden laskua marginaaliseksi.

## Pitkän aikavälin ennusteiden rooli on vähäinen

Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme liikevaihdon pysyvän kasvussa alla olevien teollisuudenalojen kehitystä tukevien (mm. kapasiteetti- ja tehokkuusinvestoinnit) ja vauhdittavien (mm. elektroniikkateollisuudessa sopimusvalmistajien ulkoistusasteen nousu) ajureiden myötä. Siten odotamme nykyisten liiketoimintojen liikevaihtojen kasvavan keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä noin 2-3 %:n vuositahtia. Nykyrakenteen liikevoittomarginaalin odotamme liikkuvan 6-7 % haarukassa rajallisia hinnoitteluvoimia, melko kapeita skaalahyötyjä ja niiden myötä kestäviksi arvioimiamme tehokkuustasoja heijastellen. Strategian edetessä Boreon todellinen liikevaihdon ja tuloksen kasvuvauhti tulee kuitenkin eroamaan keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteiden mukaisesta tahdista. Siten pidemmän tähtäimen ennusteiden rooli onkin pääasiassa arvonmäärityksen

haarukoinnin tukena toimiminen.

## Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät

Mielestämme lyhyen tähtäimen ennusteisiimme liittyvät keskeisimmät positiiviset riskit liittyvät ennustamaamme orgaaniseen kasvuvauhtiin, joka on heikentynyttä makrotalouden kokonaiskuvaa heijastellen maltillinen. Vastaavasti ennustamaamme kannattavuuskehitykseen liittyvä epävarmuustekijä on mielestämme etenkin Raskaan kaluston kannattavuuskehitys, johon taas arviomme mukaan toteutuvien hintojen korotuksien ja Sany-liiketoiminnan ylösajon onnistumisen vaikutus on olennainen.

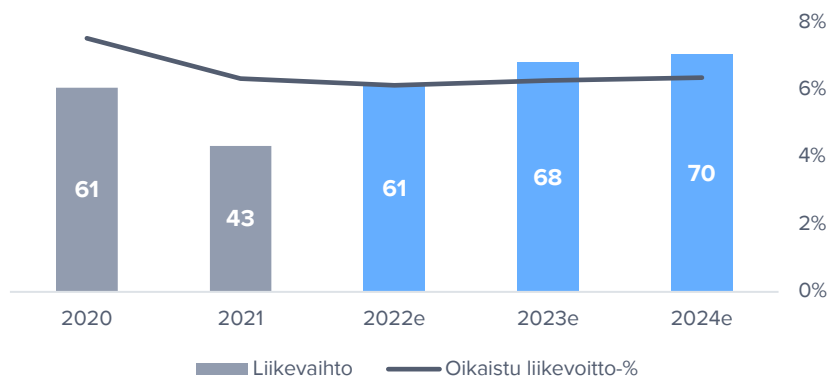
Edellä esitetyt positiiviset riskitekijät myös ovat mielestämme ennusteisiimme mahdollisesti negatiiviseen suuntaan vaikuttavat olennaisimmat epävarmuustekijät.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	160	162	1 %	166	173	4 %	171	177	4 %
Käyttökate	10,9	11,0	1 %	13,5	14,0	3 %	14,7	14,6	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,3	9,4	2 %	10,5	10,9	4 %	11,6	11,5	-1 %
Liikevoitto	6,8	6,9	2 %	9,2	9,6	4 %	10,3	10,2	-1 %
Tulos ennen veroja	6,0	6,2	2 %	8,0	8,4	5 %	9,1	9,0	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,79	1,82	1 %	2,23	2,33	4 %	2,57	2,50	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,44	0 %	0,46	0,46	0 %	0,48	0,48	0 %

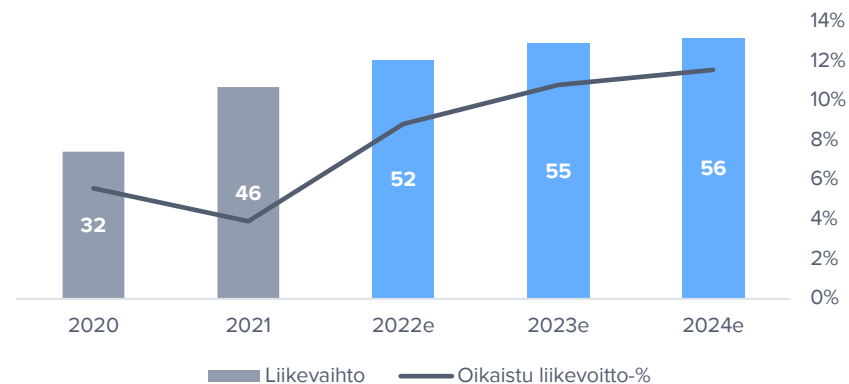
Lähde: Inderes

# Ennusteet 4/4

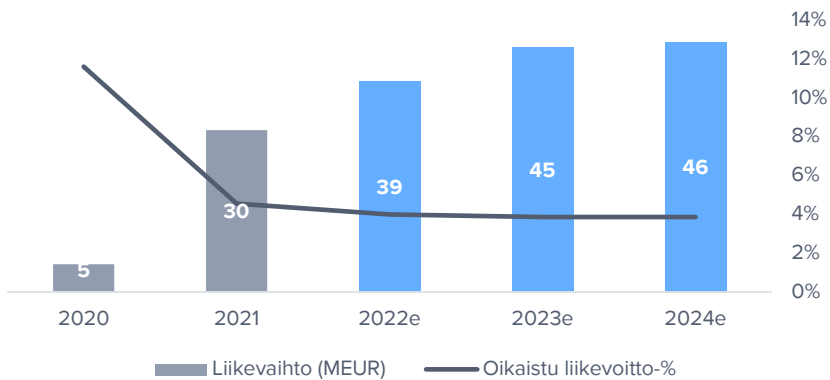
## Elektroniikka



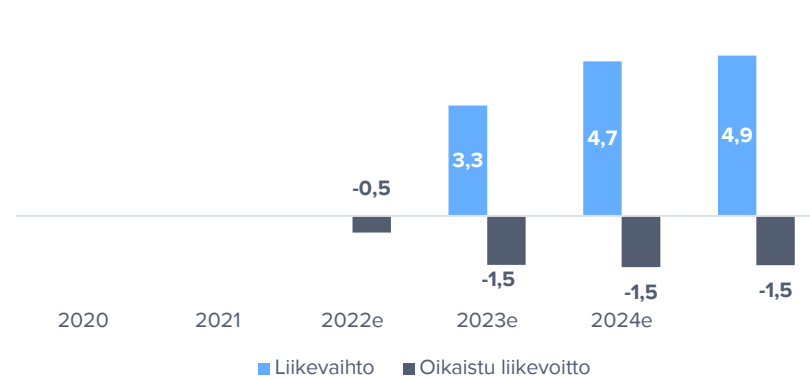
## Tekninen kauppa



## Raskas kalusto



## Muut toiminnot





# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>97,5</b>	<b>23,8</b>	<b>30,2</b>	<b>28,8</b>	<b>39,2</b>	<b>122,0</b>	<b>31,8</b>	<b>40,4</b>	<b>43,3</b>	<b>46,4</b>	<b>162</b>	<b>173</b>	<b>177</b>	<b>182</b>
Elektroniikka	60,6	9,7	9,6	10,5	13,5	43,3	11,7	14,0	17,2	18,5	61,4	67,9	70,3	72,4
Tekninen Kauppa	28,2	8,9	12,2	11,3	13,2	45,6	10,8	12,7	13,5	14,6	51,7	55,2	56,3	57,9
Raskas Kalusto	8,7	5,2	7,4	5,7	11,4	29,7	8,2	12,5	11,3	12,1	44,1	45,0	45,9	47,0
Muut toiminnot	0,0	0,0	1,0	1,2	1,2	3,4	1,0	1,2	1,2	1,3	4,7	4,9	4,9	5,0
<b>Käyttökate</b>	<b>6,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>9,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>11,0</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>15,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	-3,4	-1,1	-0,9	-1,0	-1,1	-4,1	-4,4	-4,4	-4,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>5,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>7,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>9,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>5,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>6,9</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>
Elektroniikka	4,5	0,5	0,6	1,0	0,6	2,7	0,7	0,6	1,4	1,1	3,8	4,3	4,5	4,7
Tekninen Kauppa	0,9	0,4	1,5	1,1	1,1	4,1	0,8	1,5	1,7	1,6	5,5	6,4	6,5	6,7
Raskas Kalusto	0,8	0,3	0,3	0,1	0,6	1,2	0,2	0,6	0,3	0,5	1,6	1,7	2,0	2,3
Muut toiminnot	-2,0	1,0	-1,1	-0,7	-1,3	-2,2	-1,0	-0,8	-1,0	-1,1	-3,9	-2,8	-2,7	-2,7
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-1,2	-0,1	-0,6	0,2	-0,4	-0,8	-1,6	-1,6	-1,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>4,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>6,2</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>9,8</b>
Verot	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	0,4	-0,7	-0,3	0,1	-0,6	-0,4	-1,2	-1,7	-1,8	-2,0
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Nettotulos</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>3,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>4,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,7</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,54</b>	<b>0,35</b>	<b>0,20</b>	<b>0,44</b>	<b>0,87</b>	<b>1,86</b>	<b>0,03</b>	<b>0,33</b>	<b>0,82</b>	<b>0,63</b>	<b>1,82</b>	<b>2,33</b>	<b>2,50</b>	<b>2,74</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,91</b>	<b>0,61</b>	<b>0,16</b>	<b>0,24</b>	<b>0,35</b>	<b>1,36</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,20</b>	<b>0,62</b>	<b>0,39</b>	<b>1,19</b>	<b>1,85</b>	<b>2,02</b>	<b>2,27</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	62,9 %	27,3 %	20,9 %	6,6 %	46,3 %	25,1 %	33,5 %	33,8 %	50,3 %	18,3 %	32,7 %	6,9 %	2,6 %	2,8 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	67,9 %	32,2 %	-33,0 %	-12,8 %	390,8 %	22,5 %	-23,3 %	77,7 %	54,4 %	19,5 %	31,0 %	15,8 %	5,3 %	6,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	6,4 %	12,6 %	7,1 %	7,8 %	4,5 %	7,5 %	5,2 %	6,9 %	7,7 %	7,0 %	6,8 %	8,1 %	8,2 %	8,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,0 %	6,3 %	4,6 %	6,6 %	6,1 %	5,9 %	3,6 %	6,0 %	6,8 %	6,2 %	5,8 %	6,3 %	6,5 %	6,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,4 %	6,7 %	1,4 %	2,2 %	2,3 %	2,9 %	-0,2 %	1,4 %	3,9 %	2,3 %	2,0 %	2,9 %	3,1 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Huom. Hybridilainan korot huomioitu raportoidussa osakekohtaisessa tuloksessa ja oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta oikaistu vain operatiiviset kertaerät ja PPA-poistot (pl. vertailukausi).

# Arvonmääritys 1/3

## Kertoimissa tulos pohjaisuus toimii parhaiten

Suosimme Boreon hinnoittelun tarkastelussa tulos pohjaisia kertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tulos kertoimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioiva EV/EBITDA-kerroin. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiön nykyrakenteelle arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme liiketoimintojen laadusta, kannattavuus- ja riskiprofileista. Huomioidaksemme liiketoimintamallin arvonluontipotentiaalin, olemme absoluuttisten kertoimien lisäksi hyödyntäneet myös laajan ja arvonluontimalleiltaan hyvin samanlaisista yhtiöistä koostuvan verokkiryhmän tarjoamaa viitekehikkoa.

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

## Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Boreon arvostukseen:

**Yritysostrategian arvonluontipotentiaali** on merkittävä ja yhtiön näytöt strategian toteuttamisesta ovat tähän mennessä varsin hyvät. Boreon alla ostettuja liiketoimintoja kyetään

kehittämään aikaisempaa kokonaisvaltaisemmin, mitä mukaillen liiketoiminnoilla on edellytykset tulla arvokkaammiksi yhdessä. Yritysostrategian johdonmukainen ja omistaja-arvoa vaaliva toteuttaminen tekee yhtiön tulos kasvunäkymästä erinomaisen, mikä nostaa myös perusteltua arvostustasoa.

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

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

**Liiketoimintojen keskeisimmät kysyntäajurit ovat investointivetoisia**, mikä altistaa Boreota talouden suhdannevaihteluille. Yhtiön alla olevien liiketoimintojen, teollisuudenalojen ja siten myös loppukysyntöjen kirjo on kuitenkin laaja. Nämä tekijät arviomme mukaan tasaavat taloussyörien vaikutusta, mutta toistaiseksi nykytuotoista kokonaisuutta ei ole testattu laskusuhdanteessa.

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	41,4	41,4	41,4
Osakemäärä, milj. kpl	2,69	2,69	2,69
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	165	159	152
P/E (oik.)	22,8	17,8	16,6
P/E	34,7	22,4	20,4
P/B	2,8	2,5	2,3
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	14,9	11,3	10,5
EV/EBIT (oik.)	17,5	14,6	13,3
Osinko/tulos (%)	36,9 %	24,8 %	23,7 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	1,1 %	1,2 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

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

Mielestämme nykyisten liiketoimintojen arvo peilaa hyvin Boreon perustellun arvon alalaitaa, kun taas tämän ylittävä arvo heijastelee markkinoiden jo hinnoittelemaa tulevien järjestelyiden arvonluontia. Tätä viitekehitystä ja yhtiön rahoitusaseman mahdollistamaa arvonluontia peilaten yhtiön peruteltu arvostustaso on mielestämme karkeasti P/E-kerroin 15-20x ja EV/EBITDA 10-14x tasolla.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2022 ja 2023 ovat 23x ja 18x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x ja 11x. Vuoden 2022 arvostuskertoimet ovat mielestämme varsin vaativat. Pidämme kuitenkin ensi vuoden arvostuskertoimiin nojautumista perusteltuna, sillä vasta ensi vuoden ennusteet huomioivat täysimääräisesti yhtiön toteuttamien yritysjärjestelyiden tulosvaikutuksen. Mielestämme vuoden 2023 arvostuskertoimet ovat puhtaasti

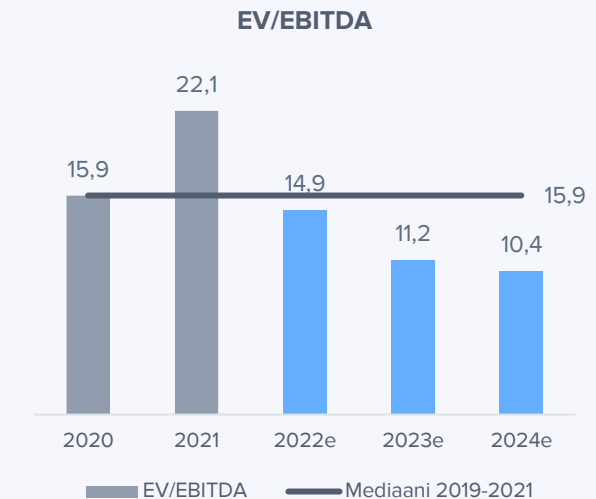
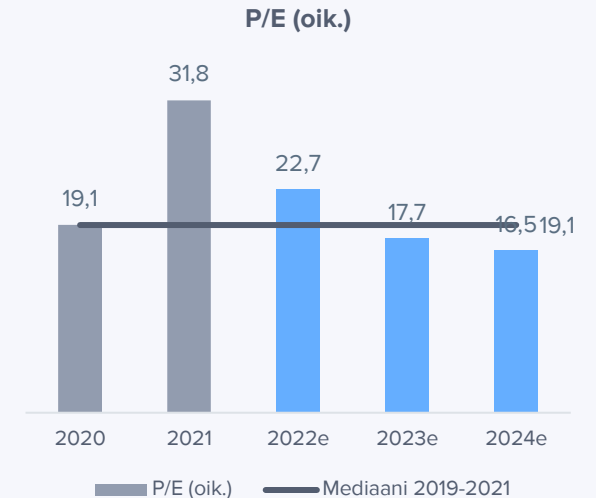
nykyisille liiketoiminnoille selvästi yli perustellun tason (P/E 12-15x ja EV/EBITDA 8-10x).

Arviomme mukaan yhtiö kykenisi hankkimaan nykyisellä rahoitusasemalla ja historiallisilla yritysostojen arvostustasoilla karkeasti 2 MEUR:n operatiivista tulosta vastaavan tulosmassan seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä, mikäli yhtiön kriteerit täyttäviä kohteita löytyisi järkevin hinnoin. Tämä vastaisi 15-20 %:n operatiivista tuloskasvua suhteessa vuoden 2023 ennusteisiimme ja sulattaisi arvostustason vastaavasti perustellun kerroinhaarukan sisään. Tätä taustaa vasten pidämme osaketta oikein hinnoiteltuna absoluuttisten arvostuskertoimien läpi arvioituna.

## Verrokkiarvostuksesta hyvä mittatikka

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

Verrokkeihin nähden Boreo hinnoitellaan nyt 5 %:n tulospohjaisella preemiolla keskeisillä vuosien 2022-2023 mediaani arvostuskertoimilla.



# Arvonmääritys 3/3

Näkemyksemme mukaan Boreo on perusteltua hinnoitella karkeasti linjaan verrokkiryhmän mediaanin kanssa, jonka mediaani sijoitetun pääoman tuotto on ollut linjassa Boreon vastaavan kanssa. Siten suhteellinen hinnoittelu tukee näkemystämme arvostuksen melko neutraalista kokonaiskuvasta. Verrokkiryhmän arvostustasot ovat mielestämme myös kokonaisuutena järkevällä tasolla, eikä siten koko verrokkiryhmän arvostustason muutos mielestämme muodosta osakkeelle ajuria.

## Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Lähestymme arvonmääritystä myös kassavirtapohjaisen mallin (DCF) kautta, vaikka se ei ennako i yritysostrategian etenemistä. Mielestämme kassavirtamalli toimii hyvin nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen ja siten perustellun arvostushaarukan lattiataason haarukointiin. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 32 euroa. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu asettuu pitkällä aikavälillä 2 %:iin, kun taas operatiivisen kannattavuuden ennakoimme vakiintuvan 6-7 %:n välille. Mallisamme terminaalijakson kassavirtojen osuus on 64 %:n tasolla ja käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 %.

## Sijoitusnäkemys

Toistamme Boreon 44,0 euron tavoitehintamme ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) osakekurssin viime aikojen lievän nousun jäljiltä.

Näkemyksemme mukaan osakkeen nykyinen arvostus on puhtaasti nykyliiketoiminnalle vaativa. Pidämme kuitenkin puhtaasti nykyisten liiketoimintojen pohjalta tehtävää arvonmääritystä vääränlaisena lähestymistapana Boreon arvon määrittämiseen, sillä merkittävä osa konsernin arvosta muodostuu tulevista yritysjärjestelyistä, jotka ovat yhtiön liiketoimintamallin keskeinen arvonluontiväline.

Nykymuotoisen Boreon historian aikana yhtiö on toteuttanut lukuisia yritysostoja maltillisin arvostustasoin ja olemmekin luottavaisia yhtiön kykyyn allokoida pääomaa tuottovaatimusta selvästi korkeammalla sijoitetun pääoman tuotolla yritys Hankintoihin, huolimatta siitä, että nykymuotoisen Boreon historia on verrattain lyhyt.

Mielestämme osakkeen nykyinen hinta kuitenkin jo hinnoittelee näitä vielä toteutumattomia yritysjärjestelyjä. Siten pidämme sijoittajan riski/tuotto-suhdetta nykykurssilla neutraalina ja näin ollen pidämme lisäostojen panttaamista toistaiseksi perusteltuna.

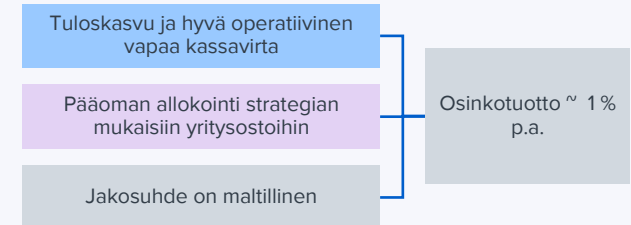
## Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

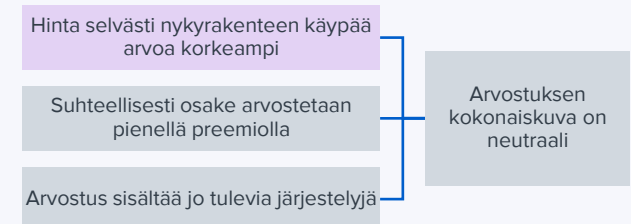
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus ei ylitä tuottovaatimustamme ilman odotuksiamme voimakkaampaa arvonluontia tulevaisuuden järjestelyillä

# Vertailuryhmän arvostus

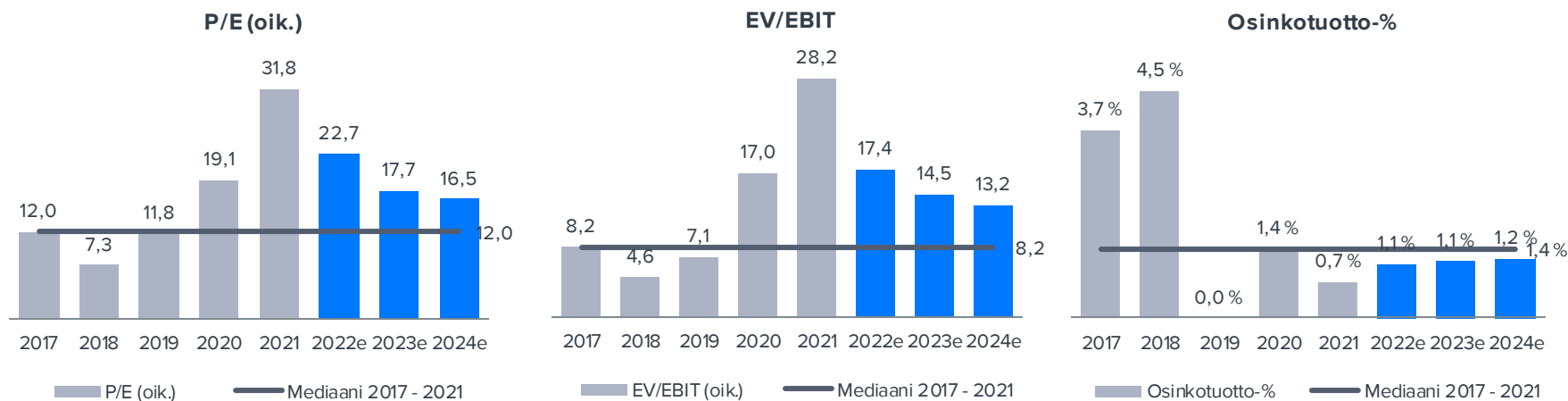
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Indutrade AB	7 595	8 265	24,6	25,6	18,8	19,0	3,4	3,3	30,3	32,0	1,2	1,3	6,8
Bergman & Beving AB	248	381	13,5	12,3	8,2	7,5	0,9	0,9	10,7	11,0	3,6	3,9	1,4
Momentum Group AB	262	281	16,2	16,1	11,9	11,6	1,8	1,8	18,1	18,2	1,8	1,9	5,6
Bufab AB (publ)	844	1 189	15,1	14,7	11,8	11,5	1,5	1,5	16,4	15,8	1,8	2,0	3,1
Christian Berner Tech Trade AB	33	51	11,8	10,5	7,4	6,8	0,7	0,7	12,9	10,0	4,5	5,0	1,8
Addtech AB	3 909	4 402	33,1	25,2	23,8	19,0	3,5	2,7	36,2	32,0	1,2	1,2	10,1
Beijer Ref AB (publ)	6 408	6 826	35,0	29,0	27,7	23,0	3,3	2,9	47,7	38,7	0,7	0,9	10,9
Beijer Alma AB	952	1 199	15,3	15,4	11,4	11,6	2,1	2,2	13,9	16,3	2,8	2,5	3,0
Lifco AB (publ)	7 202	7 879	22,2	25,0	17,6	19,3	4,0	4,1	30,2	34,1	1,0	1,0	6,6
Lagercrantz Group AB	2 357	2 626	37,6	28,2	26,3	20,9	5,4	4,1	41,0	31,0	1,1	1,4	10,3
Volati AB	778	1 003	15,5	15,1	11,3	11,2	1,4	1,4	17,1	19,0	2,1	2,1	4,5
Relais Group Oyj	197	239	12,4	10,5	6,6	6,1	0,9	0,9	13,8	11,2	3,3	3,7	2,0
AddLife AB	1 296	1 792	25,0	30,6	13,6	14,7	2,2	2,2	29,3	40,0	1,3	1,1	3,0
Addnode Group AB (publ)	1 303	1 337	28,3	25,8	17,7	16,2	2,4	2,2	37,4	33,1	0,7	0,8	8,4
Instalco AB	1 032	1 603	23,7	21,6	16,0	15,2	1,5	1,5	19,8	17,6	1,6	1,7	3,9
Seafire AB (publ)	59	95	12,2	8,6	8,2	6,0	1,1	1,0	30,4	12,9			1,2
Sdiptech AB (publ)	793	793	14,4	12,1	10,6	9,4	2,5	2,1	22,6	19,2			3,0
Fasadgruppen Group AB (publ)	417	544	14,1	13,0	11,1	10,4	1,3	1,2	15,3	13,3	1,8	2,0	2,3
<b>Boreo (Inderes)</b>	<b>111</b>	<b>165</b>	<b>17,5</b>	<b>14,6</b>	<b>14,9</b>	<b>11,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>22,8</b>	<b>17,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>20,5</b>	<b>18,8</b>	<b>14,4</b>	<b>13,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>24,6</b>	<b>22,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,9</b>
<b>Mediaani</b>			<b>15,8</b>	<b>15,7</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>21,2</b>	<b>18,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>3,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>11 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>25 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>8 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-21 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,60	7,35	10,6	29,4	59,0	41,2	41,2	41,2	41,2
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,62	2,69	2,69	2,69	2,69
Markkina-arvo	22	19	27	75	154	111	111	111	111
Yritysarvo (EV)	21	16	25	100	203	164	158	152	145
P/E (oik.)	12,0	7,3	11,8	19,1	31,8	22,7	17,7	16,5	15,0
P/E	12,0	7,3	11,8	32,4	43,3	34,5	22,2	20,3	18,2
P/B	1,8	1,4	1,8	4,8	7,2	2,8	2,5	2,3	2,1
P/S	0,4	0,3	0,5	0,8	1,3	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	1,0	1,7	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,6	4,0	5,4	15,9	22,1	14,9	11,2	10,4	9,5
EV/EBIT (oik.)	8,2	4,6	7,1	17,0	28,2	17,4	14,5	13,2	11,9
Osinko/tulos (%)	44,6 %	32,9 %	0,0 %	44,1 %	30,9 %	36,9 %	24,8 %	23,7 %	22,1 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	0,7 %	1,1 %	1,1 %	1,2 %	1,2 %

Lähde: Inderes



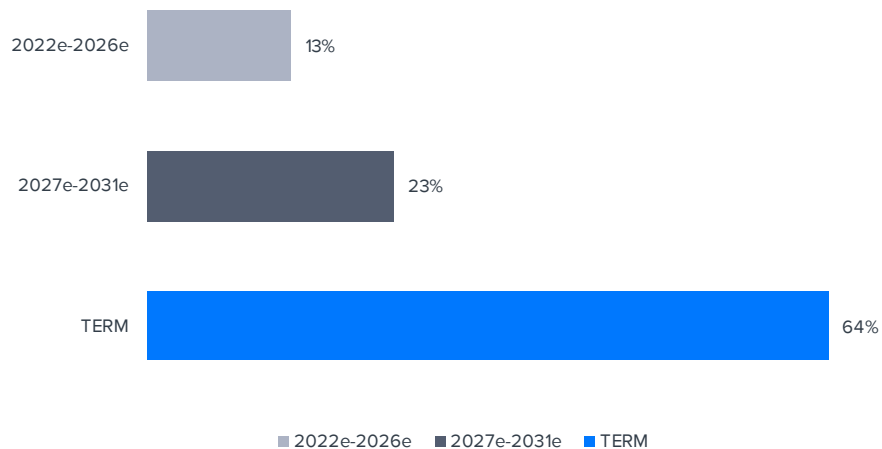
# Kassavirtamalli

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	25,1%	32,7 %	6,9 %	2,6 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,7 %	4,3 %	5,6 %	5,7 %	6,0 %	6,3 %	6,8 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,8</b>	<b>6,9</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>	<b>11,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,7</b>	<b>14,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,7</b>	
+ Kokonaispoistot	3,4	4,1	4,4	4,4	4,4	4,2	3,2	3,3	3,2	3,4	3,3	
- Maksetut verot	0,2	-1,3	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-2,4	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-16,8	-1,1	0,8	0,6	0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13,8</b>	<b>13,5</b>	<b>13,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-14,6	-15,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-22,1</b>	<b>-6,7</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>10,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,3</b>	
+/- Muut	0,9	-4,6	-1,6	-1,6	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-21,2	-11,3	7,9	8,2	8,9	9,8	9,7	10,4	10,5	10,1	10,3	166
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-11,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>80,5</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		127	138	131	124	117	110	103	96,7	90,8	85,5	80,5
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>127</b>										
- Korolliset velat		-43,6										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		-2,8										
-Osinko/pääomapalautus		-1,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>86,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>32,0</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

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

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	59,9	97,5	122,0	<b>161,8</b>	<b>173,0</b>	EPS (raportoitu)	0,90	0,91	1,36	<b>1,19</b>	<b>1,85</b>
Käyttökate	4,5	6,3	9,2	<b>11,0</b>	<b>14,0</b>	EPS (oikaistu)	0,90	1,54	1,86	<b>1,82</b>	<b>2,33</b>
Liikevoitto	3,5	4,3	5,8	<b>6,9</b>	<b>9,6</b>	Operat. kassavirta / osake	1,34	1,46	-2,90	<b>3,16</b>	<b>4,75</b>
Voitto ennen veroja	3,3	3,6	4,6	<b>6,2</b>	<b>8,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,37	-8,32	-8,09	<b>-4,21</b>	<b>2,95</b>
Nettovoitto	2,3	2,3	3,6	<b>-2,0</b>	<b>5,0</b>	Omapääoma / osake	5,96	6,11	8,21	<b>14,90</b>	<b>16,31</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,6	-1,4	<b>-2,5</b>	<b>-1,3</b>	Osinko / osake	0,00	0,40	0,42	<b>0,44</b>	<b>0,46</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	25,8	65,0	97,4	<b>124,6</b>	<b>122,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	63 %	25 %	<b>33 %</b>	<b>7 %</b>
Oma pääoma	16,2	16,6	22,5	<b>41,1</b>	<b>44,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	11 %	38 %	47 %	<b>20 %</b>	<b>27 %</b>
Liikearvo	0,6	22,0	29,0	<b>34,7</b>	<b>34,7</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	68 %	22 %	<b>31 %</b>	<b>16 %</b>
Nettovelat	-4,0	19,8	40,9	<b>34,7</b>	<b>28,9</b>	EPS oik. kasvu-%	-10 %	71 %	21 %	<b>-2 %</b>	<b>28 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	7,6 %	6,4 %	7,5 %	<b>6,8 %</b>	<b>8,1 %</b>
Käyttökate	4,5	6,3	9,2	<b>11,0</b>	<b>14,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	5,8 %	6,0 %	5,9 %	<b>5,8 %</b>	<b>6,3 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-1,5	-16,8	<b>-1,1</b>	<b>0,8</b>	Liikevoitto-%	5,8 %	4,4 %	4,7 %	<b>4,3 %</b>	<b>5,6 %</b>
Operatiivinen kassavirta	3,4	3,7	-7,6	<b>8,5</b>	<b>12,8</b>	ROE-%	16,2 %	15,0 %	19,2 %	<b>10,4 %</b>	<b>11,9 %</b>
Investoinnit	-2,5	-25,0	-14,6	<b>-15,3</b>	<b>-3,3</b>	ROI-%	20,7 %	13,4 %	10,4 %	<b>8,9 %</b>	<b>11,3 %</b>
Vapaa kassavirta	0,9	-21,2	-21,2	<b>-11,3</b>	<b>7,9</b>	Omavaraisuusaste	62,6 %	25,5 %	24,3 %	<b>33,0 %</b>	<b>36,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-24,9 %	119,3 %	181,8 %	<b>84,3 %</b>	<b>64,4 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,4	1,0	1,7	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>						
EV/EBITDA (oik.)	5,4	15,9	22,1	<b>13,0</b>	<b>9,8</b>						
EV/EBIT (oik.)	7,1	17,0	28,2	<b>15,3</b>	<b>12,7</b>						
P/E (oik.)	11,8	19,1	31,8	<b>22,7</b>	<b>17,7</b>						
P/B	1,8	4,8	7,2	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,4 %	0,7 %	<b>1,1 %</b>	<b>1,1 %</b>						

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>27,8</b>	<b>38,8</b>	<b>50,2</b>	<b>49,0</b>	<b>47,9</b>
Liikearvo	22,0	29,0	34,7	34,7	34,7
Aineettomat hyödykkeet	1,5	3,2	5,8	4,6	3,4
Käyttöomaisuus	3,4	6,3	8,2	8,2	8,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>37,2</b>	<b>58,6</b>	<b>74,4</b>	<b>73,5</b>	<b>74,2</b>
Vaihto-omaisuus	18,2	24,5	33,2	33,7	34,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,3	20,0	26,7	27,7	27,5
Likvidit varat	8,7	2,7	14,6	12,1	12,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>65,0</b>	<b>97,4</b>	<b>125</b>	<b>122</b>	<b>122</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>16,6</b>	<b>22,5</b>	<b>41,1</b>	<b>44,9</b>	<b>49,1</b>
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	13,0	16,9	13,8	17,6	21,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	20,0	20,0	20,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,1	2,1	3,8	3,8	3,8
Vähemmistöosuus	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22,0</b>	<b>35,3</b>	<b>36,2</b>	<b>34,5</b>	<b>33,2</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Varaukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	21,8	34,3	35,1	33,4	32,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>26,4</b>	<b>39,7</b>	<b>47,3</b>	<b>43,1</b>	<b>39,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	6,7	9,4	14,1	7,6	3,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,6	26,6	33,2	35,5	36,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	3,7	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>65,0</b>	<b>97,4</b>	<b>125</b>	<b>122</b>	<b>122</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2020	Lisää	15,50 €	14,20 €
8.5.2020	Lisää	15,50 €	14,40 €
7.8.2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
3.9.2020	Lisää	18,00 €	16,50 €
6.11.2020	Lisää	20,00 €	18,60 €
18.12.2020	Lisää	29,00 €	26,60 €
19.2.2021	Lisää	33,00 €	31,00 €
5.3.2021	Lisää	35,00 €	31,20 €
6.4.2021	Lisää	40,00 €	36,50 €
30.4.2021	Lisää	44,00 €	40,30 €
21.5.2021	Lisää	46,00 €	42,00 €
14.7.2021	Lisää	51,00 €	47,80 €
6.8.2021	Lisää	74,00 €	68,80 €
19.8.2021	Vähennä	98,00 €	101,50 €
3.9.2021	Osta	98,00 €	72,00 €
30.9.2021	Osta	98,00 €	71,40 €
1.11.2021	Lisää	88,00 €	76,20 €
15.12.2021	Osta	74,00 €	62,00 €
28.1.2022	Osta	74,00 €	61,80 €
11.3.2022	Osta	62,00 €	51,00 €
6.5.2022	Osta	62,00 €	43,80 €
<b>Analytiikko vaihtuu</b>			
11.8.2022	Lisää	52,00 €	47,70 €
4.11.2022	Lisää	44,00 €	39,60 €
5.12.2022	Vähennä	44,00 €	41,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**