

Boreo

Yhtiöraportti

18.8.2021 19.00



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kerralla pari painoluokkaa ylös

Boreo ja Sievi Capital tiedottivat aiesopimuksesta, jonka mukaan yhtiöt selvittävät yhdistymismahdollisuutta. Pidämme suunnitelman toteutumista todennäköisenä ja sen taustalla olevaa teollista logiikkaa toimivana. Mielestämme muodostuvasta kokonaisuudesta tulee osiensa summaa parempi ja siten entistä vahvemmat pidemmän aikavälin arvonluontiedellytykset omaava yhtiö. Boreon viimeaikaisen kovan kurssinousun myötä uuteen yhtiöön pääsee kuitenkin edullisemmin sisään Sievin kautta. Tätä heijastellen laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää), mutta nostamme tavoitehintamme 98 euroon (aik. 74 euroa).

Ympäri mennään ja yhteen tullaan

Toteutuessaan uudesta yhtiöstä muodostuu merkittävän kokoinen kasvualusta ja pitkäjänteinen omistaja niin pienille kuin keskisuurillekin yhtiöille. Uuden yhtiön kokoluokasta havainnollistavaa osviittaa antaa se, että vuonna 2020 Boreon ja Sievin portfolioyhtiöiden yhdistelty IFRS-liikevaihto oli noin 474 MEUR ja vastaava käyttökate noin 62 MEUR. Suunnitellussa yhdistymisessä Boreon osakkeenomistajat saisivat 60 % tulevan yhtiön osakkeista ja Sievin omistajat 40 %. Tulevan yhtiön nimi säilyisi Boreona ja se myös jatkaisi Boreon alkuvuodesta terävöitetyn ja kyntensä osoittaneen toimintamallin sekä strategian mukaista operointia. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että Sievin sijoitusyhtiö-toimintamalli muutettaisiin ja portfolioyhtiöiden raportointi konsolidoitaisiin osaksi konsernia. Tiedotteen yhteydessä Boreo kommentoi aikovansa selvittää mahdollisuuksia myös Sievin liiketoimintojen omistusrakenteiden yhdenmukaistamiselle. Yhtiöiden tavoitteena on allekirjoittaa järjestelyyn liittyvät sopimukset syyskuun aikana. Pidämme suunnitelman toteutumista todennäköisenä.

Teollinen logiikka toimii

Mielestämme suunnitelman taustalla oleva teollinen logiikka on toimiva useammasta kulmasta katsottuna. Sievin liiketoiminnoista KH-Koneet ja Nordic Rescue Group sopivat Boreon Raskaaseen Kalustoon arviomme mukaan erinomaisesti, sillä ne laajentavat näiden toimintojen päämiesportfolioita ja kasvattavat tarjoamia (mm. Kramerin pyörökuormaajat ja Dynapacin jyrät) sekä vahvistavat FNB-järjestelyn myötä konserniin tullutta ja luonteeltaan arvokasta kokoonpanokyvyyttä. Logistikas taas tuo laaja-alaista sisälogistiikkaosaamista, mikä yhdessä ESKP:n kanssa tekee koko konsernin logistiikkapuolen arvoketjuasemasta selvästi aikaisempaa paremman. Indoor sen sijaan on Boreolle kokonaan uusi, merkittävästi kriittistä massaa tuova ja hyvää kassavirtaa tekevä liiketoiminta. Nämä ominaisuudet sekä Boreon konseptin toimialariippumaton luonne ja pitkäjänteisyyttä vaaliva lähestymistapa tekevät mielestämme myös Indoorista pidemmän aikavälin arvonluontia ajatellen varsin mielenkiintoisen uuden elementin. Strategisesti yhdistymisen pääkohdat puolestaan kulminoituvat näkemyksemme mukaan merkittävästi kasvavaan skaalaan, tätä kautta tuleviin parhaiden käytäntöjen jakamisiin sekä nousevaan velkakapasiteettiin. Kokonaisuudessaan pidämmekin mahdollista yhdistymistä järkevänä ja osiensa summaa suurempana liikkeenä.

Toinen reitti on edullisempi

Vuoden 2022 yhteenlasketuilla ennusteillamme uuden kokonaisuuden nettotulos asettuu 22,5 MEUR:oon. Boreolle aikaisemmin arvioimaamme ja neutraaliksi mielletävää 18x-19x tuloskerrointa soveltamalla tulevan yhtiön käyväksi arvoksi voidaan riittävin varmuusvaroin arvioida noin 405-430 MEUR. Suunnitellun yhdistymissuhteen perusteella Boreon arvoksi voidaan tästä lohkaista noin 93-98 euroa osakkeelta ja Sievin vastaavasti noin 2,8-2,9 euroa. Tätä ja markkinahintoja mukaillen tiketti uuden yhtiön oivaan sijoittajatarinaan on edullisempi Sievin kautta.

Suositus

Vähennä

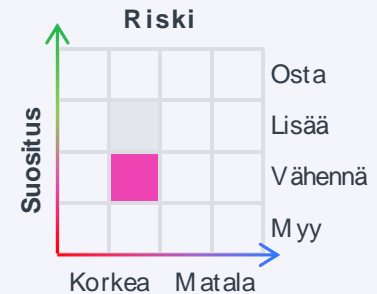
(aik. Lisää)

98,00 EUR

(aik. 74,00 EUR)

Osakekurssi:

101,50



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	97,6	138,2	155,1	161,2
kasvu-%	63 %	42 %	12 %	4 %
EBIT oik.	5,9	9,7	12,4	13,2
EBIT-% oik.	6,0 %	7,0 %	8,0 %	8,2 %
Nettotulos	2,3	6,9	8,6	9,4
EPS (oik.)	1,50	2,45	3,28	3,58

P/E (oik.)	19,6	41,3	30,9	28,4
P/B	4,8	12,4	9,2	7,2
Osinkotuotto-%	1,4 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %
EV/EBIT (oik.)	17,0	30,4	23,2	21,0
EV/EBITDA	15,9	21,1	17,5	16,1
EV/Liikevaihto	1,0	2,1	1,9	1,7

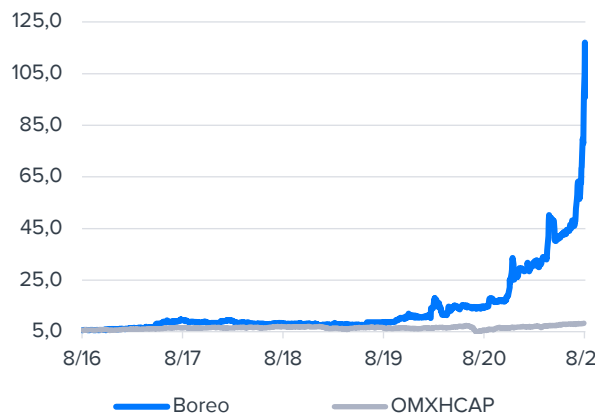
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

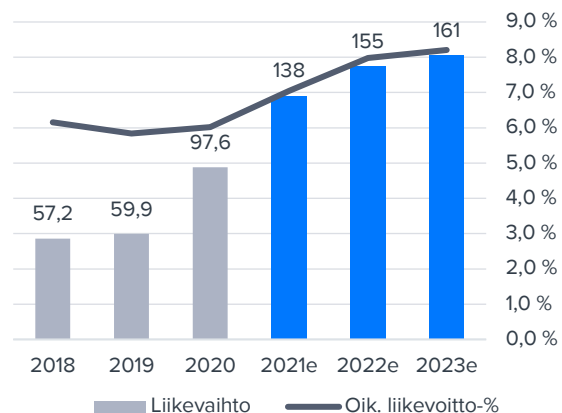
Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Osakekurssi



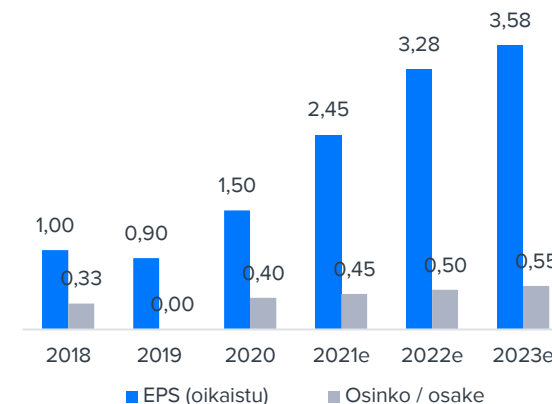
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkaan toimintamallin rappeutuminen
- Hinnoitteluvoima on kokonaisuudessaan rajallinen
- Kysynnän luonne taipuu sykliseksi
- Koronaviruksen lyhyellä tähtäimellä aiheuttamat rasitteet ja mahdolliset pitempiaikaiset vauriot

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	101,5	101,5	101,5
Osakemäärä, milj. kpl	2,62	2,62	2,62
Markkina-arvo	266	266	266
Yritysarvo (EV)	295	287	277
P/E (oik.)	41,3	30,9	28,4
P/E	38,4	30,9	28,4
P/Kassavirta	neg.	24,5	22,0
P/B	12,4	9,2	7,2
P/S	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	21,1	17,5	16,1
EV/EBIT (oik.)	30,4	23,2	21,0
Osinko/tulos (%)	17,0 %	15,2 %	15,4 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,5 %	0,5 %

Lähde: Inderes

Boreo lyhyesti

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

1988

Listautuminen Yleiselektronikka-nimellä

2021

Boreo-nimen käyttöönotto ja yleisilmeen muutos

119 MEUR

Liikevaihto 2021 (TTM)

7,7 MEUR (6,5 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2021 (TTM)

32 % / 15 %

Oman pääoman / oikaistu sijoitetun pääoman tuotto 2021 (TTM)

3 / 6

Liiketoimintayksiköt / toimintamaat

371

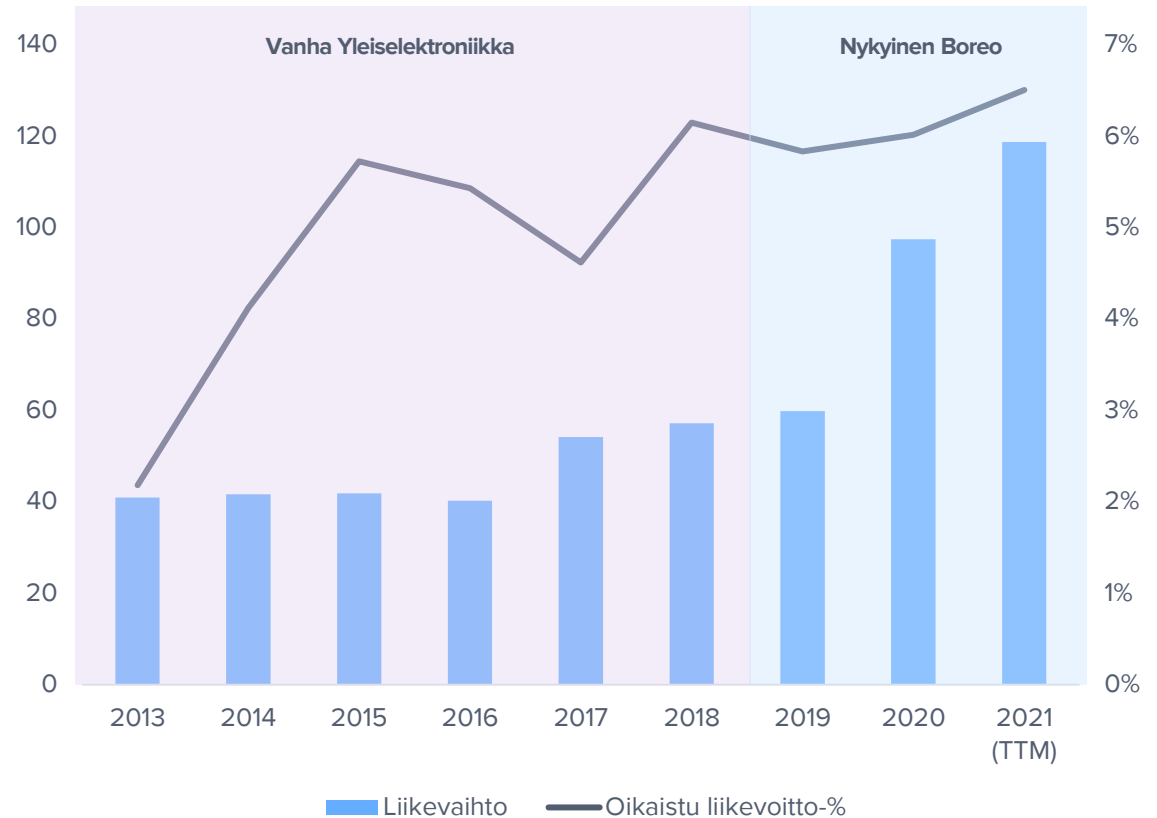
Henkilöstömäärä Q2'21:n lopussa

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 2019-2021

- Omistajarakenteen muutos vuonna 2019 käynnistää muodonmuutoksen
- Helmikuussa 2020 Machinery Group -yritysosto ja ensimmäinen uuden toimintamallin mukainen liike
- Kasvustrategiaa toteutetaan määrätietoisella ja omistaja-arvoa luovalla tavalla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

B2B-liiketoimintojen omistaja ja kehittäjä

Boreo on yhtiö, joka pyrkii luomaan arvoa laadukkaita, ennustettavia ja pääomakeveitä 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 irtautumisaikaeilla. 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 ja niiden kautta juoksutettavat toimenpiteet. 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.

Boreon pääkonttori sijaitsee Vantaalla. Yhtiöllä on suoraa liiketoimintaa yhteensä kuudessa maassa (Suomi, Ruotsi, Venäjä, Viro, Latvia ja Liettua) ja

tällä hetkellä hieman alle 400 työntekijää.

Liiketoiminnat pääosin teknistä tukkukauppaa

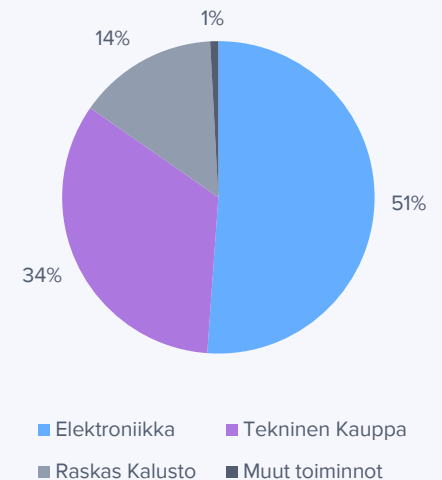
Varsinaisten liiketoimintojen tasolla tämänhetkinen Boreo rakentuu pitkälti erilaisista teknisistä tukkukaupoista. Teknisen tukkukaupan ansaintamallia mukaillen Boreolla on hyvin vähän varsinaista tuotekehitystä ja oman kokoonpanoihin painottuvan valmistustoiminnan merkitys on koko konsernin mittakaavassa 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 ei olla riippuvaisia yksittäisistä toimialoista.

Viimeisen 12 kuukauden jaksolla Boreo ylsi 119 MEUR:n liikevaihtoon ja 6,5 % oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Saavutettua kannattavuustasoa voidaan mielestämme pitää tyydyttävänä suorituksena, kun se suhteutetaan teknisen tukkukaupan melko rajalliseen hinnoitteluvoimaan, viimeisen vuoden aikana vallinneisiin toimitusketjuhaasteisiin sekä koronapandemian vaikuttamaan kysyntään. Vaativissakin olosuhteissa säilytetty tuloskunto on mielestämme konkreettinen osoitus nykyisten liiketoimintojen kilpailukykyisistä päämiehistä, vakaasta markkina-asemista sekä hyvistä perustehokkuuksista. Toisaalta turbulenssissa

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 2021 (TTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

ympäristössä pärjääminen korostaa juuri useille teollisuudenaloille ja erilaisille kysyntäajureille levittyvien liiketoimintojen mukanaan tuomia kriittisiä massoja ja siten rakenteellisia hyötyjä.

Liiketoimintamalli

Liiketoiminnan rakenne

Boreo raportoi taloudellisen tuloksensa kolmen liiketoiminta-alueen kautta. Yhtiön liiketoiminta-alueet ja niiden ominaispiirteet ovat seuraavat:

Elektroniikka on Boreon liiketoiminta-alueista suurin. Vuonna 2021 (TTM) Elektroniikka teki noin 61 MEUR:n liikevaihdon ja 4,6 MEUR:n operatiivisen tuloksen. Tämä alue muodostuu ammattielektroniikan komponenttien ja tuotantolaitteiden jakeluun sekä tukitoimiin (mm. varastointi- ja logistiikkapalvelut) erikoistuneista liiketoiminnoista. Näiden liiketoimintojen päämiesportfoliot ovat laajoja ja ne koostuvat omien tuotekategorioidensa johtavista toimittajista. Yksittäisistä päämiehistä suurin on arviomme mukaan RS Components. Muita tärkeitä päämiehiä ovat muun muassa Fluke, Nidec ja TE Connectivity. Sähkötekniisessä 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 neljä toimittajabrändiä ja ne ovat Yleiselektroniikka, YE

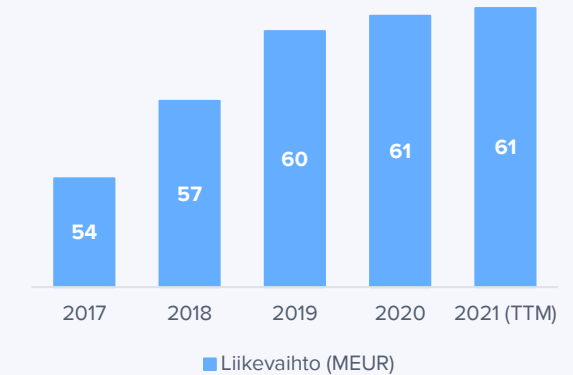
International, Noretron Komponentit sekä [Milcon](#). Maantieteellisesti tarkasteltuna Suomi ja Venäjä ovat puolestaan tärkeimmät markkinat. Nämä alueet tuovat yhdessä noin 80 % koko liiketoiminta-alueen liikevaihdosta ja arviomme mukaan noin 90 % operatiivisesta tuloksesta.

Liiketoiminta-alueen asiakkaat ovat tyypillisesti eri teollisuudenalojen laite- ja sopimusvalmistajia, huolto- ja jälleenmyyntiliikkeitä sekä tutkimuslaitoksia. Asiakkaiden loppukäytöissä elektronisten komponenttien rooli on usein raaka-aineomainen. Tästä johtuen Boreo pyrkii arviomme mukaan solmimaan asiakkaidensa kanssa runkosopimuksia, jotka tuovat mukanaan tietyn pohjakysynnän ja ennustettavuuden sekä tehostavat myös omaa käyttöpääoman hallintaa. Täysin sitovia nämä runkosopimukset eivät kuitenkaan ole, mitä mukailien lopulliset tilausvirrat ovat aina riippuvaisia asiakkaiden omien liiketoimintojen kulloisistakin kehityssuunnista. Asiakkaiden suuntaan nämä runkosopimukset tarjoavat puolestaan keskitetymmän 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 syklisempää, joskin yksittäisten projektien kesto voi olla pisimmillään useita vuosia ja projektin aikana ennustettavuus on yleensä erittäin hyvä.



Elektroniikka



Valikoituja päämiehiä



TDK-Lambda

FLUKE

Nidec

Mini-Circuits



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Tekninen Kauppa on Boreon liiketoiminta-alueista toiseksi suurin ja se koostuu voimantuottoon, metallintyöstöön ja rakentamiseen keskittyneistä liiketoiminnoista. Vuonna 2021 (TTM) Tekninen Kauppa ylsi noin 40 MEUR:n liikevaihtoon ja 3,2 MEUR:n operatiiviseen tulokseen. Teknisen Kaupan alla olevista liiketoiminnoista voimantuotto on noin 40 % liikevaihto-osuudellaan suurin, kun taas jäljelle jäävä noin 60 % jakaantuu kutakuinkin tasajaoiin metallintyöstöön ja rakentamiseen. Arviomme mukaan voimantuotto on myös Teknisen Kaupan kannattavin osa-alue tärkeimmän päämiehen Cumminsin vahvaa markkina-asemaa, tarjoaman korkeaa laatua sekä hyväkatteisia jälkimarkkinatoimia 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. Teknisessä Kaupassa on kaksi toimittajabrändiä ja ne ovat Machinery sekä [Muottikolmio](#).

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 päässä valmiita tuotantohyödykkeitä tai niiden kriittisiä komponentteja. Varsinaisissa tulovirroissa on arviomme mukaan kuitenkin erilaisia vivahteita, sillä Boreo toimittaa asiakkaiden

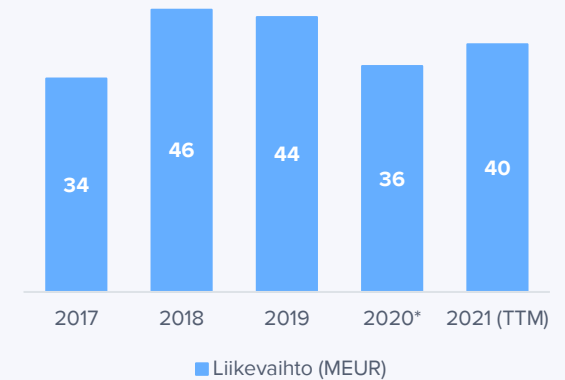
tarpeisiin sekä yksittäisiä koneita, laitteita ja komponentteja (ts. yhtiön oma projekti) että on mukana asiakkaan omilla projekteilla aina suunnitteluvaiheesta varsinaisen tuotteen tai kokonaisuuden toimitukseen ja myöhemmän vaiheen tukitoimiin saakka. Arviomme mukaan erityisesti OEM-yhtiöistä kotiutuviissa tulovirroissa Boreo on mukana hyvin varhaisesta vaiheesta alkaen, kun taas esimerkiksi pienet konepajateollisuuden asiakkaat painottuvat selvemmin yksittäisten komponentti- tai laite-toimitusten 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 jatkojalostamisen 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-alaisen 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 vaihteluita vastaan ei ole massiivinen.

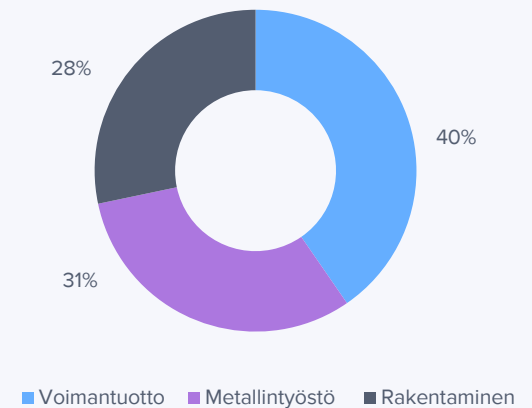
Pitkällä aikavälillä Teknisen Kaupan liiketoiminta on varsin ennustettavaa, sillä asiakas- ja päämiestason isommat muutokset, kuten



Tekninen Kauppa



* Havainnollistava liikevaihto, jossa Muottikolmio pro forma -perusteisesti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

tuotantoteknologioiden vaihtamiset, ovat aina moniulotteisia ja taakseen aikaa vaativia toimenpidesarjoja. Näin ollen nämä muutokset eivät tule vastaan yllättäen. Normaalisissa tilanteissa Teknisen Kaupan kova tilauskanta on arviomme mukaan puolestaan noin neljänneksen mittainen. Tätä sekä tilausten kotiinkutsuihin liittyviä tavanomaisia ajoituksellisia tekijöitä heijastellen voi kvartaalittason tulovirroissa olla huomattavaakin heiluntaa.

Raskas Kalusto on Boreon kolmas liiketoimintalue ja se koostuu sekä betoniteollisuuden ja maanrakennuskoneiden toimituksiin erikoistuneista että puutavara-autojen päällerakenteisiin (mm. suunnittelu- ja kokoonpanotoimet) keskittyneistä liiketoiminnoista. Betoniteollisuuden operaatiot ovat selvästi suurimpia, sillä ne kattavat yli 60 % Raskaan Kaluston toiminnasta. Maanrakennuskoneiden tulovirrat ovat sen sijaan pienempiä. Tätä selittää se, että toiminta on vielä verrattain nuorta ja siten ylösajovaiheessa olevaa.

Vuonna 2021 (TTM) Raskas Kalusto teki noin 17 MEUR:n liikevaihdolla 0,7 MEUR:n operatiivisen tuloksen. Viimeisen 12 kuukauden jakso ei kuitenkaan anna oikeaa kuvaa tämän liiketoimintalueen todellisesta kokoluokasta, sillä se ei täysimääräisesti huomioi tammikuussa konserniin konsolidoitua PM Nordic & Sany Nordic [-yrittäjärjestelyä](#) ja syyskuussa mukaan tulevaa [FNB:tä](#). Täten parempi käsitys Raskaan Kaluston skaalasta saadaan vuosien 2019 ja 2020 havainnollistavista luvuista. Vuonna 2019 nykyiset liiketoiminnat ylsivätkin noin 35 MEUR:n liikevaihtoon, kun vuonna 2020 volyymit asettuivat

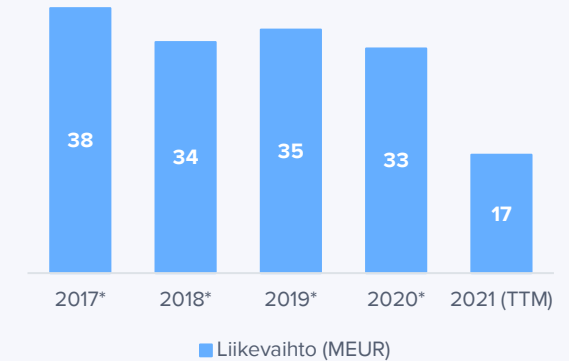
noin 33 MEUR:n tasalle. Maantieteellisesti Raskaan Kaluston toiminta painottuu Suomeen ja Ruotsiin, mutta tulovirtaa saadaan myös Virosta. Raskaassa Kalustossa on neljä toimittajabrändiä: betoniteollisuuden liiketoimintaan keskittyneet Tornokone ja PM Nordic, maanrakennuskoneisiin asemoitunut Sany Nordic sekä puutavara-autojen päällerakenteissa vaikuttava FNB. Liiketoimintalueen 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 tuoterepertuaari on puolestaan hyvin laaja (mm. nosturit ja tiekoneet) ja 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. Toisaalta Raskaan Kaluston päämiehistä löytyy myös synergistisiä pintoja muihin liiketoimintalueisiin, sillä esimerkiksi Sanyn suurimmissa maanrakennuskoneissa on Cummins-moottorit. Mielestämme tällaiset linkit ovat liiketoiminnan pitkäjänteisen kehittämisen kannalta hyvin arvokkaita, sillä ne sekä vahvistavat Boreon omaa tuloksentekopohjaa että parantavat päämiespitoa.

Arviomme mukaan Raskaan Kaluston asiakasportfolio on laaja ja se kattaa muun muassa niin isoja rakennuttajia kuin pieniä paikallisia kone-



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

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

Raskaan Kaluston tulovirroissa on käsityksemme mukaan kolme pääaluetta: uusmyynti, vaihtokoneiden myynti sekä huolto- ja varaosamynti. 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. Näin ollen lyhyellä aikavälillä liiketoiminta-alueen suhteellinen kannattavuus voi näyttää todellista tuloksentelekykyä heikommalta, mikäli myynnin rakenteeseen osuu tavanomaista enemmän vaihtokoneita.

Muut toiminnot ovat varsinaisten liiketoiminta-alueiden ulkopuolinen kokonaisuus. Muiden toimintojen alla on logistiikka- ja kuriiripalveluja tuottava [ESKP](#) sekä konsernihallinto. Pidämme ESKP:n roolia tärkeänä ja hyvin strategisena, sillä se tukee kaikkien liiketoiminta-alueiden kilpailukykyä ja vahvistaa arvoketjuasemia. ESKP tuo Boreolle myös arvokasta neuvottelutaitoa kolmansien osapuolien kanssa solmittavia

kuljetusyhteistöitä ajatellen. Vuonna 2021 (TTM) Muut toiminnot tekivät 1 MEUR:n liikevaihdon ja 0,9 MEUR:n operatiivisen tappion (ESKP:n liikevoitto 0,1 MEUR ja hallinnon kulut 1,0 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 arvoa luovia tukiprosesseja, kuten teknistä tuote- ja asennustukea, joiden avulla Boreo pyrkii olemaan asiakkailleen kokonaisvaltaisain 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 hinnoitteluvoimat rajallisia ovatkin.

Päämiesportfolion vahvuus ajaa kilpailukykyä

Mielestämme keskeisin Boreon liiketoimintojen

kilpailukykyä ajava rakenteellinen tekijä on vahva ja monivuotisista toimittajasuhteista koostuva päämiesportfolio. Luonnollisesti myös omat tehokkuustasot ovat tuloksenteon 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 vahvat päämiesportfoliot voidaan mielestämme nähdä Boreolle asteittaisena kilpailuedun lähteenä niiden asiakaspysyvyyttä vahvistavia ja vaihdon kustannuksia kohottavia vaikutuksia heijastellen.

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 kilpailuedun lähteenä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Kulurakenne on varsin kevyt

Boreon kulurakenne on varsin 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 ja siihen liittyviä kiinteitä kulueriä. Myös hallinnollinen rakenne on nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna riittävän kevyt ja liiketoimintojen toimintakulttuurit kulutietoisia.

Keuyen 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

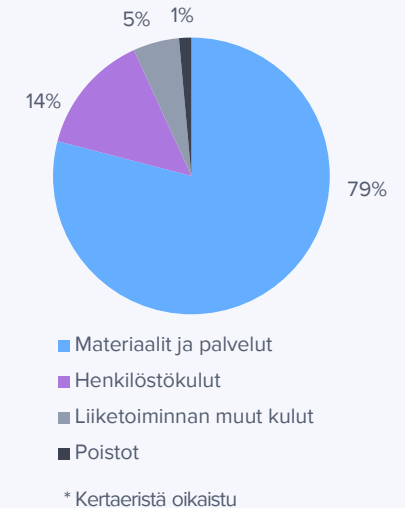
Boreon liiketoiminnat ovat pääomakeveitä. Vuonna 2021 (TTM) kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 5 %, mitä voidaan pitää hyvin matalana tasona. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 7 %, mikä myös indikoi maltillisesta pääomaintensiteetistä. Pääomakeveys selittyy hyvin pitkälti sillä, ettei 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.

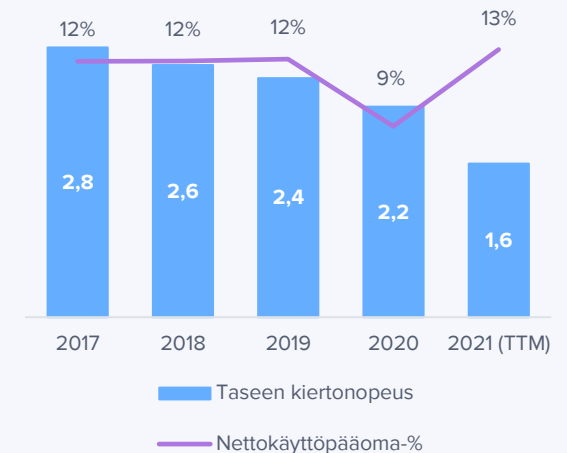
Nettokäyttöpääomaa Boreon toimintaan on tyypillisesti sitoutunut noin 12 %. Vuonna 2021 (TTM) yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoajat olivat optimaaliset, mitä peilaten käyttöpääoma oli osin asiakkaiden rahoittamaa. Käsityksemme mukaan myös pidemmällä aikavälillä suhde on nykyisissä liiketoimintoinnoissa ollut samansuuntainen. Mielestämme tämä kertoo Boreon kilpailukykyisestä neuvotteluasemasta niin asiakkaiden kuin toimittajienkin suuntaan. Liiketoiminta-alueiden käyttöpääomissa ei arviomme mukaan ole merkittäviä eroavuuksia, vaikka esimerkiksi Teknisessä Kaupassa ja Raskaassa Kalustossa huolto- ja varaosatoiminta pääomaprofiilista hieman erilaisen suhteessa. Kauttaaltaan Boreon käyttöpääomatarpeet ovat kohtuullisen pieniä. Näin ollen käyttöpääoman sitoutuminen ei ilman omia valintoja (mm. varastotasojen tietoiset nostot) oleellisesti rasita kassavirtaa kasvun aikana.

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 vapaita kassavirta ja parantaa sitä kautta edellytyksiä kasvustrategian mukaiselle pääoman allokoinnille.

Kustannusrakenne* 2021 (TTM)

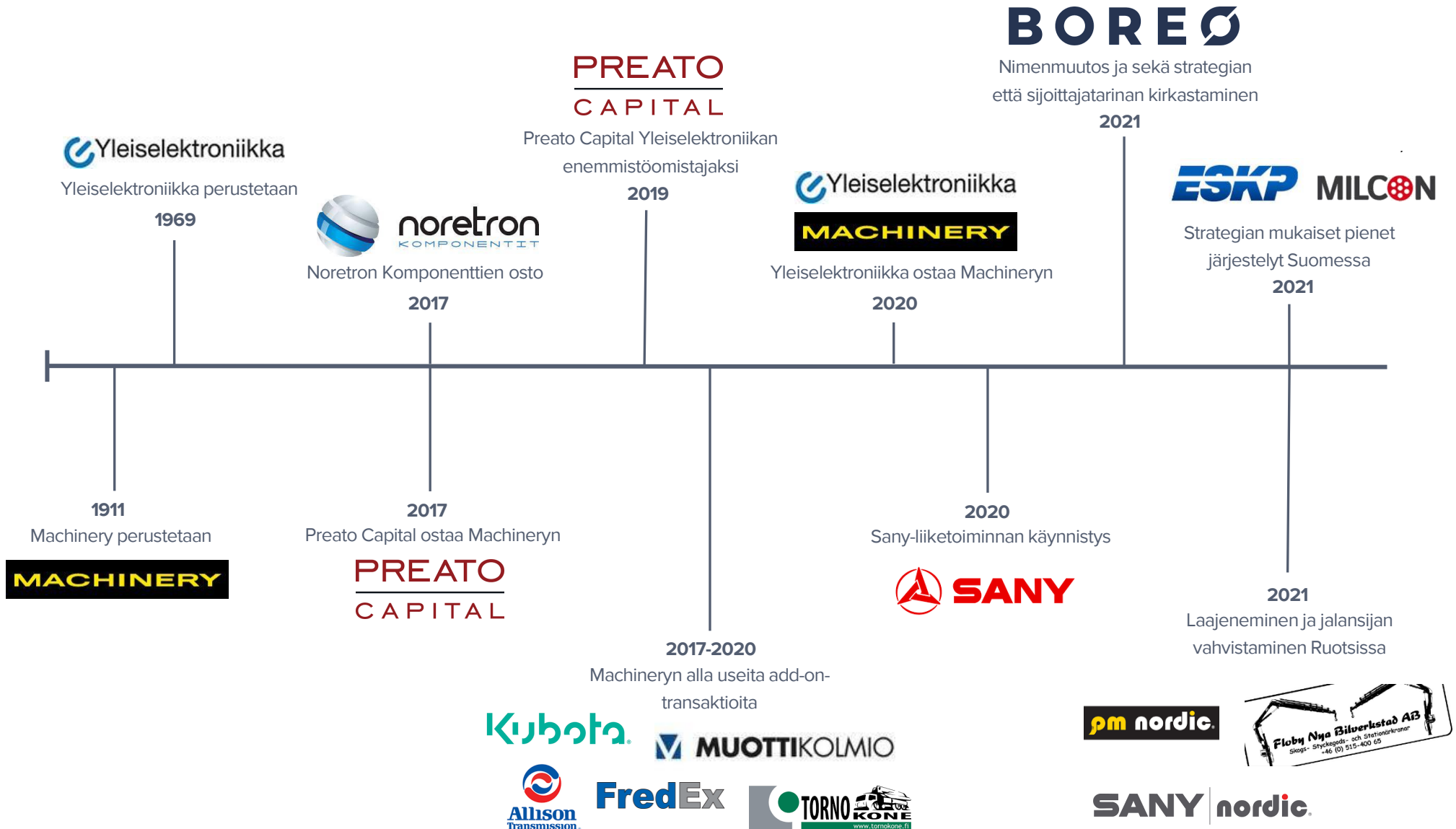


Pääoman sitoutumisen kehitys



*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, pääomakeveitä ja ennustettavia B2B-liiketoimintoja. Näkemystämme omistamiseen kulminoituvasta yhtiöprofiillista tukee lisäksi yritysostovetoinen kasvustrategia ja sekä pääomistajien että organisaation pitkäjänteisyyttä vaaliva ajattelutapa.

Boreon nykyisten liiketoimintojen pääomatarpeet ovat matalat ja niiden tuottamat vapaat kassavirrat hyviä. Tämä mahdollistaa yhtiölle 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 ole valtava.

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 pääomistajan taustaa heijastellen. Myös historialliset näytöt (ml. itsenäinen Machinery 2017-2019) arvoa luoneista järjestelyistä ovat kiitettävät. Tätä sekä

potentiaalisten ostokohteiden laajaa avaruutta mukaillen pidämme epäorgaanista kasvua ja yritysostovetoista arvonluontia mainiona polkuna.

Vahva päämiesportfolio ja pitkät asiakassuhteet:

Tukkukaupan logiikasta johtuen keskeinen omaa 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 oiva 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 kestävydestä.

Kustannustehokas toimintakulttuuri: Boreon kannattavuustaso on jo nyt 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. Tätä peilaten yhtiö onkin viimeisen vuoden aikana vienyt läpi sarjan vähintään 1,5 MEUR:n vuotuisiin säästöihin tähtääviä tehostustoimia.

Orgaaninen kasvu: Nykyisten liiketoimintojen loppukysynnät kasvavat suurin piirtein linjassa BKT:n kasvun kanssa. Tätä taustaa vasten yhtiön tulisi arviomme mukaan yltää orgaanisesti muutamien prosenttien vuosikasvuun, minkä

pitäisi kuludynamiikka huomioiden skaalautua maltillisesti myös tulokseen. Vahvaa päämiesportfoliota ja asiakkaiden liiketoimintojen hyvää ymmärtämistä heijastellen uskomme Boreolla olevan edellytyksiä myös pieniin markkinaosuusvoittoihin.

Täyden tulospotentiaalın saavuttaminen:

Viimeisen vuoden poikkeusoloissa yhtiö ylsi 6,5 % oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Tiettyjen hallinnollisten mittakaavaetujen, tehostustoimista tulevien hyötyjen sekä hankittujen liiketoimien myötä yhtiöllä on arviomme mukaan täydet edellytykset yltää kestävästi taloudellisten tavoitteidensa mukaiseen ja vähintään 8 % oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Täyden potentiaalın saavuttaminen vaati kuitenkin taakseen edellä mainittujen toimenpiteiden lisäksi myös vakaan liiketoimintaympäristön ja riittävän määrän tuloksenteon kannalta kriittistä massaa.

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 syvemmillä

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 merkittäviä 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 ratkaisutason hinnoitteluvoima kuitenkin varsin rajallinen. Tästä johtuen yhtiöllä voi olla paikoin vaikeuksia puolustaa myyntikatteitaan, mikäli lopputuotteiden myyntihinnat kohtaavat selvää laskupainetta ja / tai hankintahinnat nousupainetta.

Taaksepäin katsottuna nykytoimintojen myyntikatteet ovat kuitenkin pysyneet varsin vakaina. Tämä on mielestämme osoitus siitä, että yhtiön neuvottelurako päämiesten ja asiakkaiden välissä on vähintäänkin 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 integraatoriskistä. Pohjoismaissa toimii kuitenkin jonkun verran Boreon kaltaisilla toimintamalleilla operoivia ja siten jossain määrin samoista kohteista kilpailevia toimijoita. Tämän suoran riskin ohella uhkana on mielestämme myös se, että näiden toimijoiden vertikaaliset ja / tai horisontaaliset liikkeet muokkaavat toimintaympäristöä ja heikentävät sitä kautta Boreon omia liiketoimintamahdollisuuksia.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

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

Heikkoudet

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

Mahdollisuudet

- Yritysjärjestelyjen arvontuotepotentiaali on valtava (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 ja kulutehokkaat toimintamallit

3.

Kilpailukykyiset päämiesportfoliot

4.

Taseen tehokas käyttö mahdollistaa korkeat pääoman tuottoluvut

5.

Useat erilaiset ja eriaikaiset kysyntäajurit vakauttavat toimintaa

Potentiaali



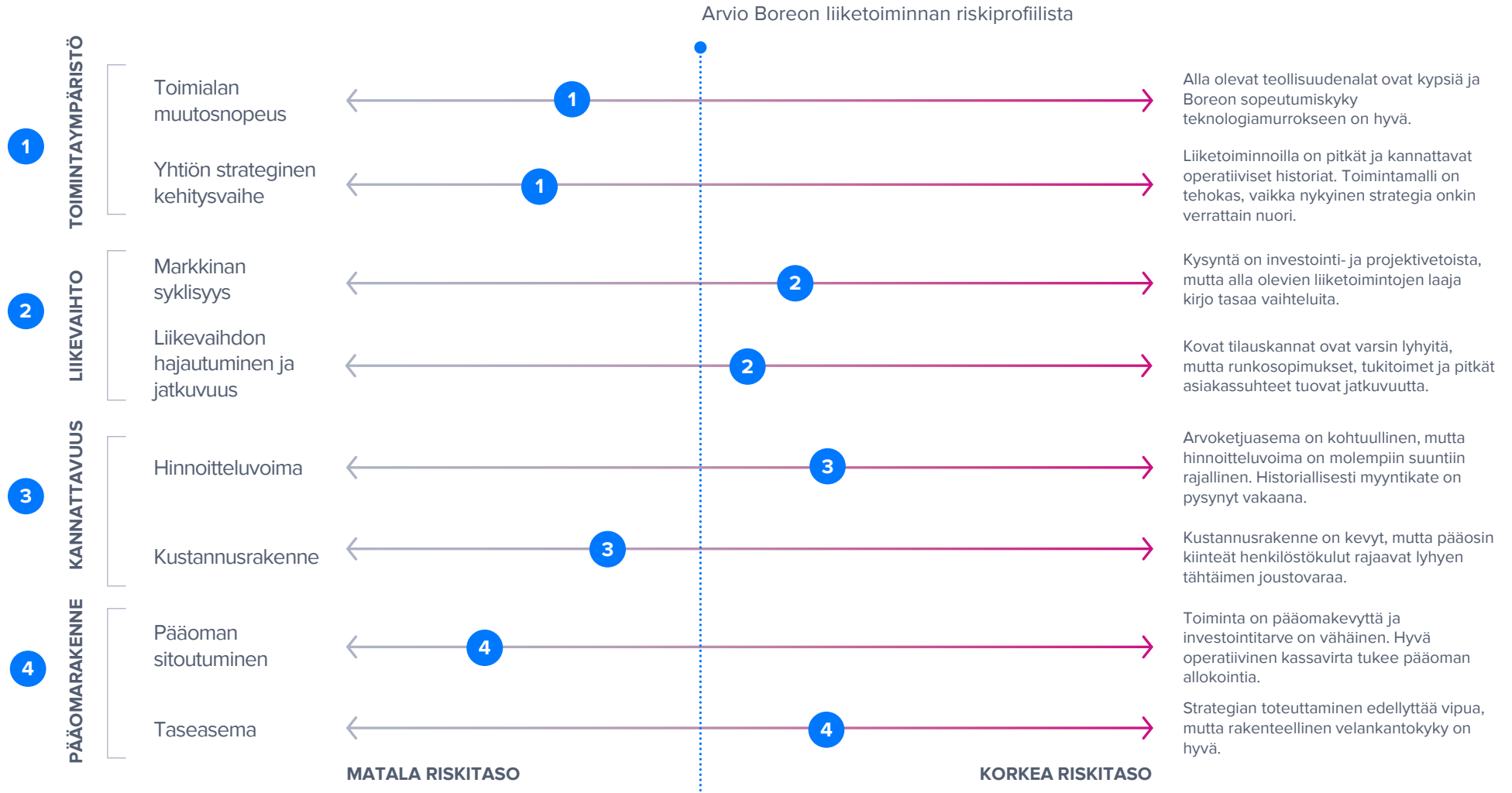
- Matalilla arvostuksilla toteutettavat yritysjärjestelyt, jotka vahvistavat nykyisiä liiketoimintoja ja / tai laajentavat toimintaa kokonaan uusille alueille
- Pidemmällä aikavälillä hajautettu liiketoimintaportfolio lisää syklinkestävyyttä
- Liiketoimintojen orgaaniset kasvunäkymät ovat vakaita ja perusluonteet ennustettavia
- 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, Venäjällä ja Baltiassa. Vuonna 2020 Suomen sähkötekniisen tukkukaupan koko oli Sähkötekniisen Kaupan Liiton (STK) keräämän tiedon perusteella noin 1 050 MEUR, kun taas Venäjän komponenttmarkkina oli eri markkinalähteiden mukaan noin 2 800 MEUR:n suuruinen. Baltian yhteenlasketun markkinan on puolestaan arvioitu valtioiden tutkimuslaitosten julkaisujen perusteella olleen viime vuonna noin 600 MEUR. Täten Elektroniikka-toiminnalle relevantti kokonaismarkkina on noin 4 450 MEUR ja toiminnan nykyiseen skaalaan nähden valtava.

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.

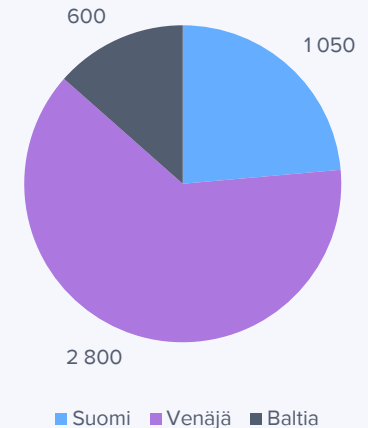
Rakenteeltaan Elektroniikan kohdemarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan sen sisällä toimii yhteensä satoja yhtiöitä. Näistä suurin osa on verrattain pieniä, suhteellisen kapeisiin tuote- ja asiakasportfolioihin keskittyneitä alueellisia toimijoita. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat puolestaan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

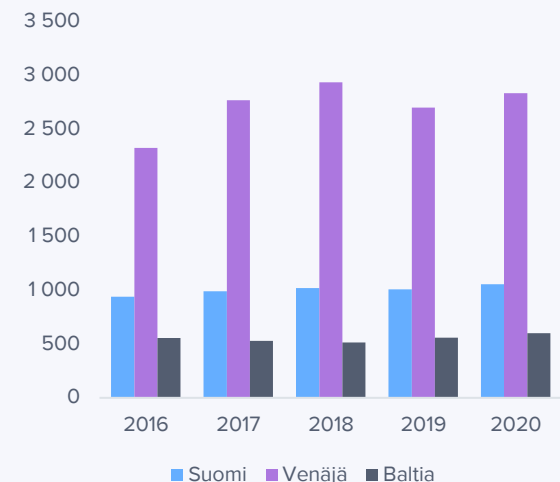
Kasvuvauhti BKT:n mukainen

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. Kasvu on näin ollen ollut tervettä ja tarjonnut toimijoille vähintäänkin tyydyttävät toimintaolosuhteet. Myös tulevien vuosien kasvun on toimialatasolla arvioitu olevan historiallisen vauhdin tuntumassa, mitä mukaillen lähivuosien kysyntäympäristö vaikuttaa suotuisalta. Lyhyellä ja osin myös keskipitkällä aikavälillä kysyntää selvästi suuremmat huolenaiheet liittyvätkin komponenttien globaalin allokaatiotilanteen ja siten tukkureiden omien toimituskykyjen kehittymiseen. Maantieteellisesti kasvuvauhteissa ei puolestaan arvioida olevan merkittäviä eroavaisuuksia, joskin Baltian maiden odotetaan kasvavan hieman Suomea ja Venäjää rivakammin maiden suhteellisesti suurempia sopimusvalmistussektoreita heijastellen.

Kohdemarkkinan jakautuminen (MEUR)



Kohdemarkkinan kehitys (MEUR)



Toimiala ja kilpailu – Elektroniikka 2/3

Alalle tulon esteet eivät ole korkeita

Toiminnan pääomakeveästä luonteesta johtuen markkinaaan on mahdollista murtautua ilman merkittäviä pääomapanostuksia, mikä ei ole mahdollista esimerkiksi huomattavasti enemmän pääomaa sitovassa konepajateollisuudessa. 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 kohoa kovinkaan korkeiksi. 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.

Mataliksi jäävien 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 arvonluonnille, 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 tahi 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 jakelijajäiteistä 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. Venäjällä ja 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 oiva

Boreon suhteellinen asema on mielestämme oiva, 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 liiketoiminnot operoivat tällä hetkellä pääosin Suomessa ja Ruotsissa. 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. Tällainen luokittelu on arviomme mukaan sovellettavissa myös Ruotsin puolelle maan samankaltaista teollisuutta mukaillen.

TKL:n koostaman markkinadatan mukaan Boreon toimintojen kokonaismarkkina Suomessa oli vuonna 2020 hieman alle 2 900 MEUR jakaantuen noin 1 700 MEUR:n suuruiseen teollisuussektoriin ja noin

1 200 MEUR:n rakennussektoriin. TKL ei erikseen raportoi tukkukaupan osuutta kokonaismarkkinasta. Arviomme mukaan se on kuitenkin huomattavan suuri Boreon nykyiseen kokoluokkaan suhteutettuna. Ruotsin markkinasta ei sen sijaan ole löydettävissä TKL:n kaltaista instanssia ja siten yhtä yksityiskohtaista kartoitusta. Ruotsin BKT:n koon ja rakenteen sekä eri tutkimuslaitosten tuottamien investointiselvitysten perusteella paikallinen markkina voidaan kuitenkin riittävän luotettavasti olettaa koostuvan noin 3 900 MEUR:n teollisuussektorista ja noin 2 700 MEUR:n rakennussektorista. Näin ollen myös Ruotsin markkina on Boreon nykytoimintojen skaaloihin suhteutettuna valtavan kokoinen.

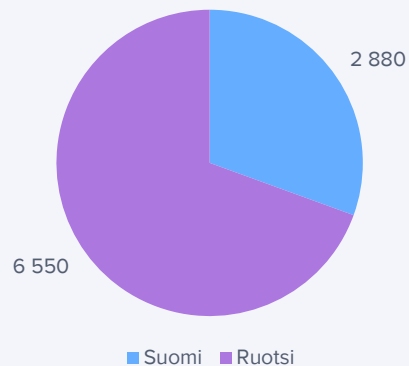
Varsinainen konsolidointi on vaikeaa

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 jälkimarkkinakyvykkyysä, mikä asettaa päämiesportfolion koolle luontaisia rajoitteita tukkurien omien resurssienkin näkökulmasta.

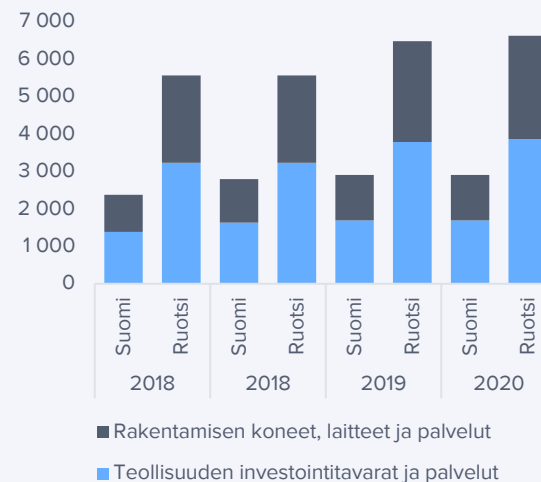
Tämän dynamiikan seurauksena markkinan rakenteesta on muodostunut hajanainen ja sen eri osioissa operoivia yhtiöitä on arviomme mukaan

Kokonaismarkkinan* jakautuminen (MEUR)



*Tukkukauppa yksi kokonaismarkkinan ansaintamalleista

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.

Näiden tekijöiden tukemana toimiala on TKL:n ja SCB:n mukaan kasvanut viime vuosina keskimäärin noin 5-7 % vuodessa. Historiallisesti toimintaympäristö on siten ollut suotuisa ja tarjonnut toimijoille oikeinkin houkuttelevia liiketoimintamahdollisuuksia. Lähivuosina kasvun on arvioitu jäävän historiallisista tasoistaan, mutta pysyvän kuitenkin BKT:n muutaman prosentin kasvua vauhdikkaampana. Näin ollen tulevienkin vuosien kysyntänäkymä vaikuttaa säilyvän terveenä. Myös tällä puolella varsinaista kysyntää suuremmat lyhyen

aikavälin epävarmuudet liittyvät toimitusketjuissa oleviin globaaleihin ongelmiin ja niiden aiheuttamiin toimituskykyhaasteisiin.

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

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 differenttikyvyyt 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 differenttikykyä.
- Asiakkaiden vertikaalisen integroitumisen uhka on matala
- Päätöksenteossa hinta ei ole ensisijainen kriteeri.

Uusien kilpailijoiden / korvaavien tuotteiden uhka

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

Toimiala ja kilpailu – Tekninen Kauppa & Raskas Kalusto 3/3

sekä päämiesportfolion laatua että tukkurin ymmärrystä asiakkaan liiketoiminnasta.

Pitkät päämiessuhteet ovat puolestaan tärkeitä asiakassuhteiden kannalta, sillä arviomme mukaan asiakkaat pyrkivät pitkäaikaisuuteen 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 kilpailuetua vahvistavia vaikutuksia. Toisaalta samat muuttujat asettavat tiettyjä haasteita asiakashankinnalle.

Kilpailutilanteen kanssa tullaan toimeen

Päämies- ja asiakassuhteiden pitkäkestoisuutta sekä lisäarvoa luovia tukitoimintoja heijastellen pidämme tukkureiden arvoketjuasemia kelvollisina, vaikka

suora hinnoitteluvoima onkin rajallinen. Tätä taustaa vasten kilpailuympäristö ei arviomme mukaan ole tavattoman hintaherkkä tai luonteeltaan ankara. Yleistä ansaintalogiikkaa heijastellen historialliset voittomarginaalit ovat kuitenkin olleet kohtuu ohuita.

Boreon liiketoiminnot ovat vahvoja

Boreon liiketoimintojen kilpailukenttä on monipuolinen ja se koostuu toimialan rakennetta mukailleen sekä isoista, laajan tuotetarjoaman omaavista tukkureista että pienemmistä, kapeampiin tuotealueisiin ja tiettyihin teollisuussektoreihin erikoistuneista toimijoista. Teknisen Kaupan toiminnossa Boreon kilpailijoita ovat muun muassa Wihuri Tekninen Kauppa, Knorrning, 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 betoniteollisuuden 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 päämiesportfolioita mukailleen 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 kiistatta kilpailuetuja omaavia valmistajia. Tätä ja omia tehokkuustasoja heijastellen pidämmekin sekä Boreon nykyasemaa että tulevien vuosien arvonluontipohjaa vankkana.



Valikoituja kilpailijoita



Tekninen Kauppa



Raskas Kalusto (Suomi)

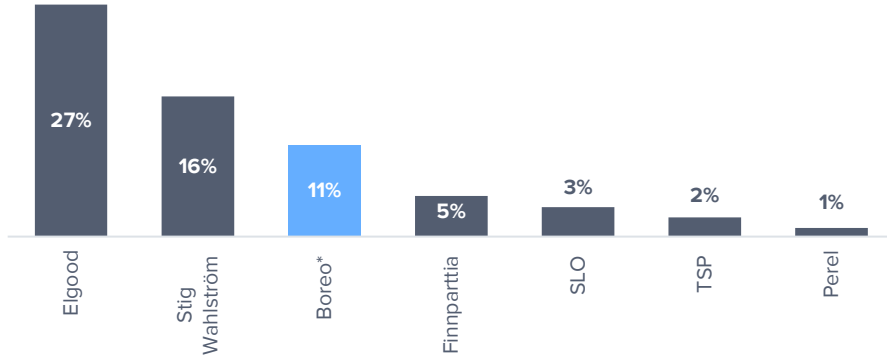


Raskas Kalusto (Ruotsi)

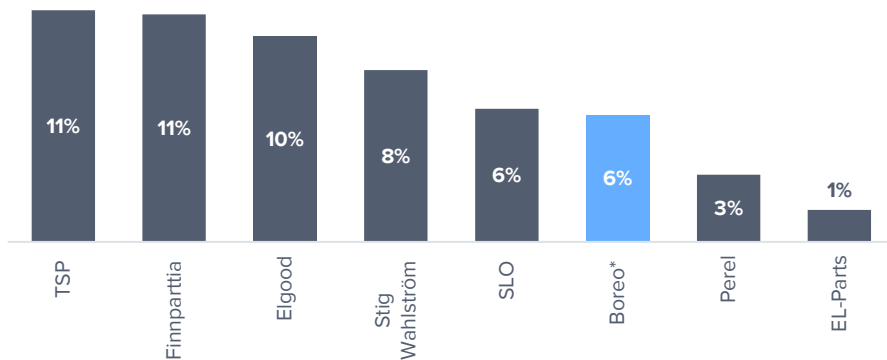
Toimiala ja kilpailu – Yhteenveto



Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2016-2020



Keskimääräinen liikevoitto-% 2016-2020

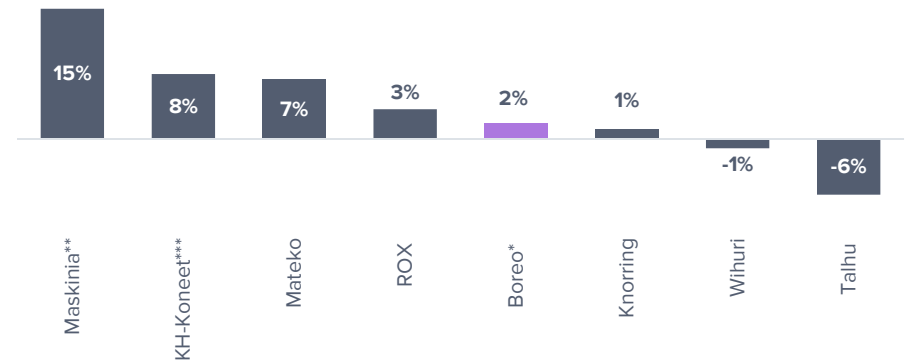


*Mukana pelkkä Elektroniikka-liiketoiminta

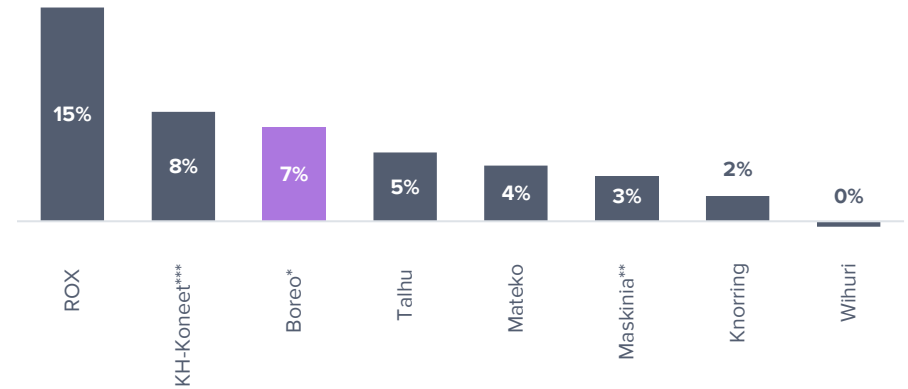
Lähde: Asiakastieto, AllaBolag, Boreo, Inderes



Liikevaihdon keskimääräinen kasvu (CAGR) 2016-2020



Keskimääräinen liikevoitto-% 2016-2020



*Teknisen Kaupan ja Raskaan Kaluston historiat koostettu erillisyyhtiöiden tilinpäätöksistä. Kasvua katsottu siten kuin Boreo olisi omistanut nykyiset toiminnot jo vuodesta 2016 lähtien.

Maskinian luvut vuosilta 2016-2019 / *KH-Koneiden luvuissa ei mukana Kobelco-liiketoimintaa.

Strategia 1/3

Yritysosot arvonluonnin kovaa ydintä

Boreon strategia koostuu kolmesta osa-alueesta, jotka ovat: 1) yritysotot, 2) operatiivinen tehokkuus 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 puolentoista vuoden aikana strategia on edennyt vauhdikkaasti, sillä Boreo on toteuttanut kaksi platform-järjestelyä ja neljä 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 (arvostuskertoimet omia kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaali on hyvä. Matalilla kauppahinnoilla 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 osa ostettua yhtiötä). Yritysostojen kautta Boreon on

mahdollista löytää myös päämiestason synergistisiä rajapintoja (mm. Sanyin 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.

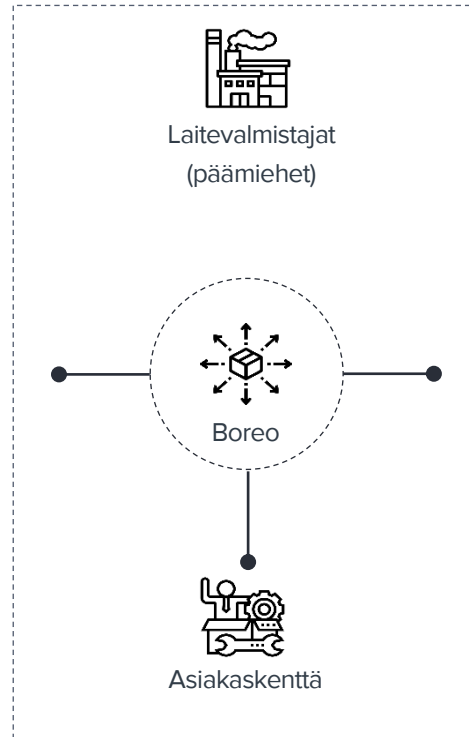
Varsinaisten horisontaalisten add-on-liikkeiden lisäksi Boreo katsoo arviomme mukaan myös tilaisuuksia vertikaalisille järjestelyille. Mielestämme pitkällä aikavälillä mielenkiintoisimmat vertikaaliset mahdollisuudet löytyvät etenkin sellaisten toimijoiden joukosta, joiden lopputuotteisiin Boreon olisi 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 tulevatkin 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 agenda. Synergiamielessä keskeisin kulma onkin näkemysmme 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. Suoraa arvoa Boreo luo myös kerroinarbitraasin kautta, sillä järjestelyn jälkeen ostettujen liiketoimintojen matalat kertoimet konvertoituvat Boreon omiksi ja tyypillisesti selvästi korkeammiksi kertoimiksi. Operatiivisten synergioiden asettaminen toissijaiseen roolin laskee yritysostojen riskitasoa, mikä tekee tästä lähestymistavasta hyvin järkevän.

Operatiivinen tehokkuus sekä ihmiset ja kulttuuri strategian toteuttamisen toisessa aallossa

Boreon strategian toisena ydinkohtana tulee operatiivinen tehokkuus. Tämän osa-alueen toteuttamisen tavoitteena on varmistaa ja toisaalta jatkuvilla toimilla vahvistaa Boreon tuloksentelekykyä. Toisin sanoen operatiivinen tehokkuus strategiakontekstissa vastaa kahteen perustavanlaatuiseen kysymykseen: 1) miten yltää tuloskasvuun ja 2) kuinka luoda organista kasvua. Näiden kohtien saavuttamiseksi asetettuja avainprosesseja ovat käyttöpääoman hallinta, myynnin johtaminen, ostotoiminnot sekä konsernitason tukitoimet. 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 mielestämme yritysostojä mainiosti täydentävä pala. Operatiivisen tehokkuuden avainprosesseilla Boreo kykenee parantamaan uuden liiketoiminnan suoritusasoa ja luomaan jatkumoa yksittäisen yritysjärjestelyn jälkeiseen maailmaan. 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 niin kasvulle kuin kukoistamisellekin. Koska teknisen myyntiorganisaation menestymiselle osaava ja sitoutunut henkilöstö on erittäin tärkeä voimavara, voidaan tämä osa-alue mielestämme nähdä koko strategian kannalta eräänlaisena liimana. Arviomme mukaan organisaation ja kulttuuriin panostaminen voi luoda myös pehmeämpää kilpailuetua erityisesti yritysostojen saralla, sillä uskomme Boreon yrittäjähenkisen ja



Yritysjärjestelyhistoria

	2020	2021	Yhteensä
Järjestelyjen lukumäärä	2	4	6
Ostetut liikevaihdot*	57,1	30,3	87,4
Ostetut käyttökattot*	4,3	3,7	8,0
Ostetut liikevoitot*	4,1	3,2	7,3
Velattomat kauppahinnat (EV)	24,5	14,8	39,3
EV/EBITDA	5,8	4,0	4,9
EV/EBIT	6,0	4,7	5,4
ROCE kääntäen	17 %	21 %	18 %

*Järjestelyvuotta edeltäneen tilikauden raportointirivi



Platform-järjestelyt



Add-on-järjestelyt

Strategia 3/3

pitkäikäisyyttä vaalivan lähestymistavan tuovan konkreettista erottautumiskykyä suhteessa tavanomaisiin teollisiin ostajiin.

Tavoitteissa kannattavaa kasvua

Boreon strategiakaudelle 2021-2023 asetettuna kasvutavoitteena on yltää keskimäärin vähintään 20 % vuotuisen liikevaihdon kasvuun. Tavoitteen saavuttaminen nojaa luonnollisesti strategian mukaisiin yritysjärjestelyihin alla olevien liiketoimintojen terveitä, mutta konsernin kasvuambitioihin suhteutettuna maltillisia orgaanisia näkymiä heijastellen. Vuonna 2020 Boreon liikevaihto oli 98 MEUR. Tavoitteeseen yltääkseen liikevaihdon tulisinikin vuonna 2023 kohota vähintään 169 MEUR:oon, kun nykyinen ennustemme (nykyrakenne ilman uusia yritysostoja) on asetettu 161 MEUR:oon. Tätä mukaillen Boreon tulisi ostaa uutta liikevaihtoa vajaan 8 MEUR:n edestä. Mielestämme tämä ei ole lainkaan vaativa tehtävä, kun huomioidaan strategian moniulotteisuus, organisaation järjestelytaidot sekä alla olevien liiketoimintojen rakenteelliset velankantokyvyt ja ajan kulumisen mukana kasvava velkakapasiteetti. Näkemystämme ostettavan liikevaihtokuorman maltillisuudesta tukee myös se, että pelkästään H1'21:n aikana Boreo toteutti järjestelyjä noin 30 MEUR:n liikevaihtokertymän edestä.

Kannattavuuden osalta Boreo puolestaan tavoittelee vähintään 8 % operatiivista marginaalia vuoteen 2023 mennessä. Tämä taso on jo nykyrakenteen saavutettavissa, joskin siihen

yltäminen vaatii taakseen sekä pientä orgaanista kasvua että strategian mukaisissa tehokkuusnostoissa onnistumista. Kasvu- ja kannattavuustavoitteen täytyessä Boreo tekisi vuonna 2023 vähintään 13,5 MEUR:n operatiivisen tuloksen (vrt. nykyinen ennustemme 13,2 MEUR). Tätä kokonaisuutta ja varsinkin nykyisen tekemisen tasoa vasten asetettuihin tavoitteisiin juuri ja juuri ylttäminen olisi mielestämme varsin selkeä pettymys.

Kasvu- ja kannattavuustavoitteiden lisäksi Boreo pyrkii myös vuosittain kasvavan osingon maksamiseen. Liiketoimintojen matalat investointitarpeet ja hyvät kassavirtaprofiilit huomioiden osingonjaon ei tulisi olennaisesti hidastaa strategian toteuttamista. Emme kuitenkaan pidä osinkoa Boreon sijoittajatarinan tai tuotto-odotuksen kannalta erityisen merkittävänä.

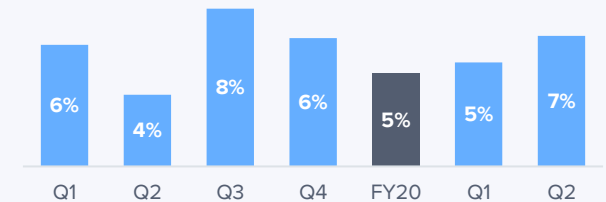
Tasetavoite tuo liikkumatilaa

Taseasemansa osalta Boreo pyrkii pitämään nettovelan ja operatiivisen käyttökateen suhteen 2-3x hahlossa. 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.

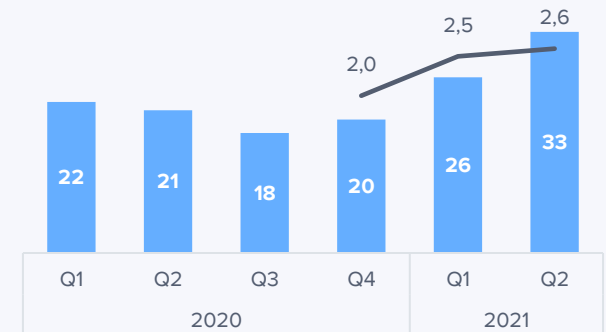


Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu strategiakaudella vähintään 20 %
- **Kannattavuus:** operatiivinen liikevoitto strategiakauden lopussa vähintään 8 %
- **Tase:** nettovelka / operatiivinen käyttökate 2-3x
- **Voitonjako:** vuosittain kasvavan osingon maksaminen



■ Oikaistu liikevoittomarginaali



■ Nettovelka — Nettovelka / operatiivinen käyttökate

Taloudellinen tilanne 1/3

Myyntikate pysynyt 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 75-78 %. Liikevaihtoon suhteutettuna materiaalien ja palveluiden osuus on puolestaan arviomme mukaan 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 varsin vakaana. Tämä luo terveen lähtökohdan tulevaisuuden katetasojen puolustamista ajatellen etenkin kun huomioidaan se, että Boreon alta löytyy nykyisin pieni määrä myös lähtökohtaisesti korkeamman lisäarvon ja siten myyntikatteen kokoonpanotoimintaa.

Henkilöstön tuottavuus on tärkeä mittari

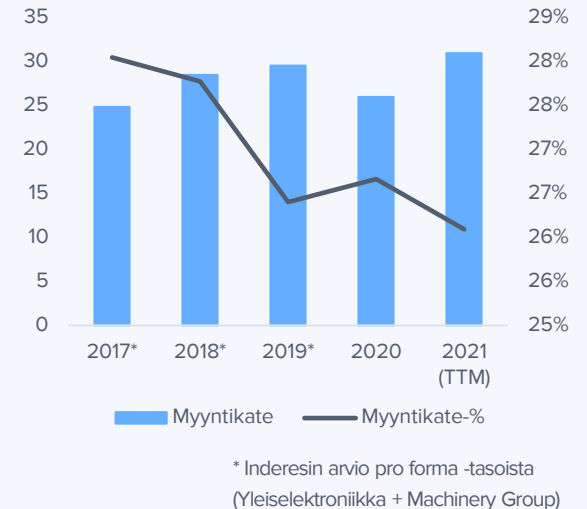
Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on myyntiorganisaatiolle tyypilliseen tapaan henkilöstökulut. Arviomme mukaan nämä kulut ovat pääosin kiinteitä. Täten ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti kohtuullisesti, eikä orgaaniseen kasvuun yltäminen vaadi yhtiöltä myyntiorganisaation kasvattamiseen kohdennettuja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

Vuonna 2021 (TTM) Boreon henkilöstökulut olivat noin 14 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli noin 13 %. Henkilöstön tuottavuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on arviomme mukaan ollut historiallisesti noin 325 TEUR, kun viimeisen 12 kuukauden rullaavalta ajanjaksolta liikevaihto / työntekijä asettui samalle tasolle. Myyntiorganisaation ja erityisesti sen tehokkuuden merkittävästä roolista johtuen uskomme tuottavuuteen keskittymisen olevan hyvinkin olennainen osa Boreon operatiivista tekemistä. Tuottavuusnostojen on arviomme mukaan kuitenkin oltava prosessiperäisiä — kuten ristiinmyyntimahdollisuuksien tunnistamiset — liiketoimintojen rajallisten hinnoitteluvoimien takia.

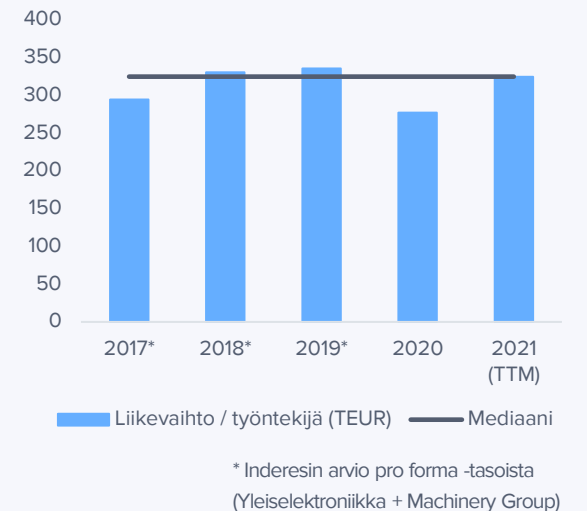
Muiden kulujen osuus on pieni

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

Myyntikatteen kehitys



Tuottavuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Tase ei jarruta tekemistä

H1'21:n lopussa Boreon omavaraisuusaste oli 26 % ja nettovelkaantumisaste 171 %. Näin ollen taseessa on runsaasti vipua, mutta se on perusteltua strategian toteuttamisen edellyttämät pääomatarpeet huomioiden. Kassassa Boreolla oli H1'21:n lopussa noin 7 MEUR, mikä on varsin tukeva taso liiketoimintojen nykyisiin kokoluokkiin ja ansaintalogiikkoihin suhteutettuna. Taseen loppusumma oli puolestaan 86 MEUR.

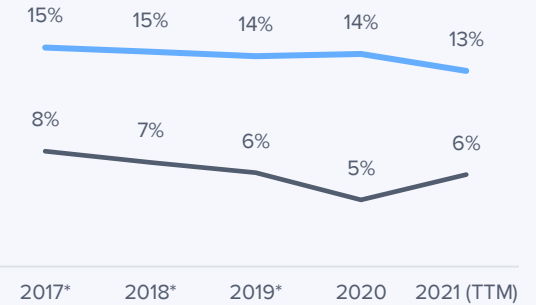
H1'21:n lopussa Boreon nettovelan suhde operatiiviseen käyttökatteeseen oli 2,6x. Tämä on vielä absoluuttisesti kohtuullinen ja myös yhtiön asettaman 2-3x tavoitehaarukan sisälle jäävä taso. Boreon liiketoimintojen vuotuiset kiinteät investointitarpeet ovat pieniä ja operaatiot jo aikaisemmin todettuun tapaan kassavirtatehokkaita. Tätä mukaillen pidämme konsernin rakenteellista velankantokykyä vankkana. Nettovelka / operatiivinen käyttökate -tunnusluvun laskennasta on mielestämme oleellista 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. FNB) viimeisen 12 kuukauden ja siten pandemiarasitteet huomioiva tuloksentelemiskyky. Tämä asetui H1'21:n lopun parametrien perusteella noin 13 MEUR:oon.

Asetettua velkaantuneisuustavoitetta ja nykyistä taseasemaa mukaillen Boreolla on mielestämme järkevää liikkumatilaa strategiansa toteuttamiselle.

Tavoitetason ylälaitaan nähden ja viimeisen 12 kuukauden tuloskunnolla Boreolla olisi vapaata velkakapasiteettia arviomme mukaan hieman päälle 5 MEUR:n verran. Viimeisen kahden vuoden aikana toteutettujen järjestelyjen kumulatiivisella EV/EBITDA-kertoimella tämä puolestaan tarkoittaisi edellytyksiä noin 1 MEUR:n käyttökatemassan ja edellisen 12 kuukauden tekemiseen suhteutettuna hieman alle 10 % operatiivisen tuloskasvun ostamiselle. Yritysjärjestelyissä Boreo pyrkii kuitenkin käyttämään myös omaa osaketta maksuvälineenä ja arviomme mukaan on sopivan liiketoiminnan kohdalla valmis operoimaan tavoitetasoa suuremmallakin vivulla. Näin ollen pidämme yhtiön todellista järjestelykykyä H1'21:n lopun taseaseman ja velkaantuneisuustavoitteen ylälaidan viitoittamaa tasoa korkeampana.

Mielestämme Boreon taseen käytön ja samalla arvonluonnin dynamiikassa on myös eräänlaista pidemmän aikavälin skaalautuvuutta. Kun yhtiön kokoluokka kasvaa ja alla olevien liiketoimintojen kassavirrat pysyvät vähintäänkin vakaina, jokainen uusi järjestely kyetään ikään kuin sulattelemaan aina aikaisempaa rivakammin. Tämä puolestaan kiihdyttää absoluuttisen velankantokyvyn kasvua ja sitä kautta automaattisesti vahvistaa taloudellista järjestelykykyä. Kokoluokan kasvaessa Boreolla tulisikin arviomme mukaan olla edellytyksiä sekä kooltaan suurempien yksittäisten että lukumäärältään useampien järjestelyjen toteuttamiselle. Täten niin sanotun arvonluontipyörän halkaisijan tulisikin ajan kuluessa kasvaa ja sen pyörimisnopeuden kiihtyä.

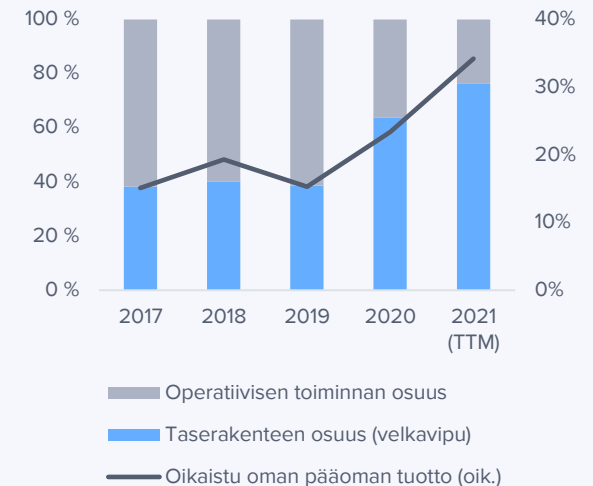
Henkilöstö- ja muut kulut



— Henkilöstökulut (%-liikevaihdosta)
— Muut kulut (%-liikevaihdosta)

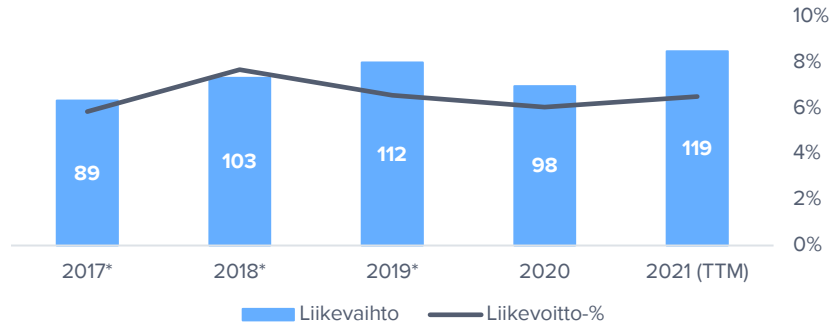
* Inderesin arvio pro forma -tasoista
(Yleiselektronikka + Machinery Group)

Oman pääoman tuoton kehitys



Taloudellinen tilanne 3/3

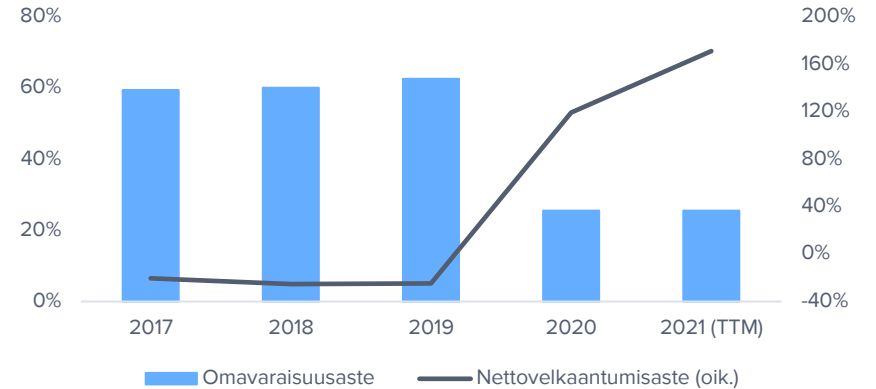
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



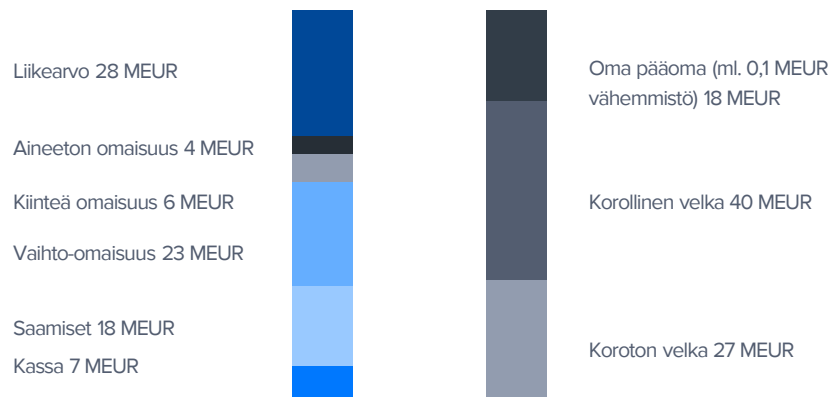
*2017-2018 Inderesin arvio pro forma –tasoista (Yleiselektronikka + Machinery Group)

*2019 havainnollistava laskelma

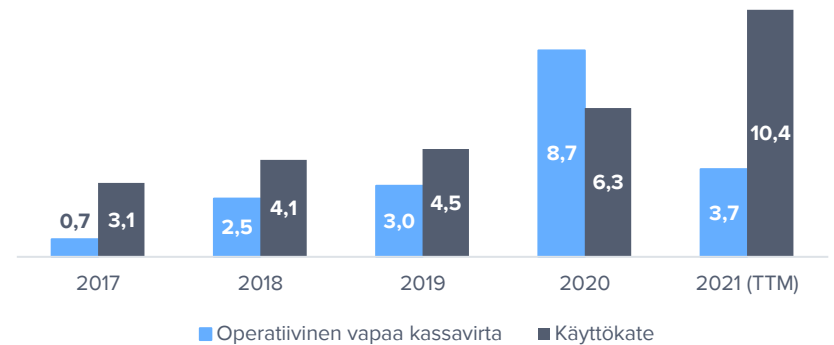
Taseaseman kehitys



Taserakenne H1'21:n lopussa



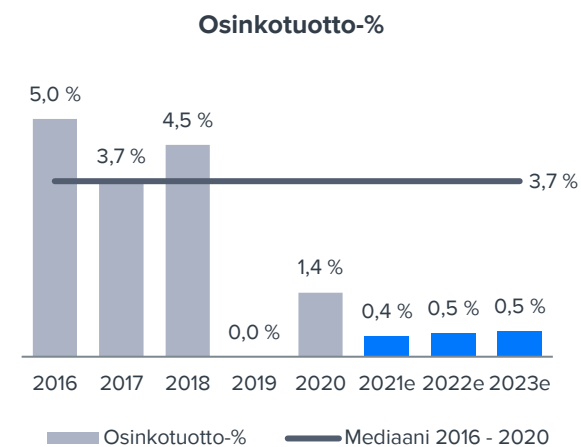
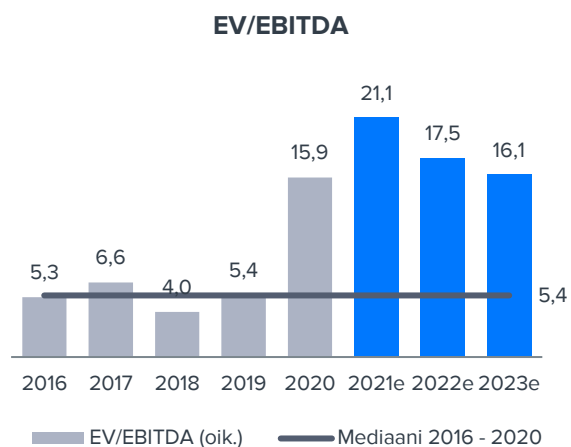
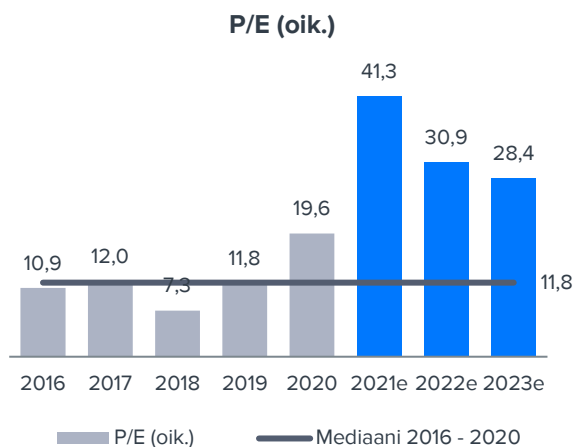
Kassavirran kehitys



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,17	8,60	7,35	10,6	29,4	101,5	101,5	101,5	101,5
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,62	2,62	2,62	2,62
Markkina-arvo	16	22	19	27	75	266	266	266	266
Yritysarvo (EV)	12	21	16	25	100	295	287	277	267
P/E (oik.)	10,9	12,0	7,3	11,8	19,6	41,3	30,9	28,4	26,8
P/E	10,9	12,0	7,3	11,8	32,3	38,4	30,9	28,4	26,8
P/Kassavirta	12,3	neg.	5,8	28,9	neg.	neg.	24,5	22,0	21,0
P/B	1,4	1,8	1,4	1,8	4,8	12,4	9,2	7,2	5,9
P/S	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	1,9	1,7	1,6	1,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,4	1,0	2,1	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA (oik.)	5,3	6,6	4,0	5,4	15,9	21,1	17,5	16,1	14,9
EV/EBIT (oik.)	5,3	8,2	4,6	7,1	17,0	30,4	23,2	21,0	19,2
Osinko/tulos (%)	55,1 %	44,6 %	32,9 %	0,0 %	43,9 %	17,0 %	15,2 %	15,4 %	15,9 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Indutrade AB	277,80	10052	10460	33,6	30,9	25,3	23,3	4,5	4,2	45,3	41,7	0,7	0,8	10,1
Bergman & Beving AB	169,40	430	535	24,7	20,2	14,6	12,2	1,4	1,3	22,8	18,5	1,8	2,1	2,7
Momentum Group AB	191,00	935	1155		13,9		8,2		1,1	16,7	14,4	1,8	2,4	
Bufab AB (publ)	324,50	1194	1335	21,4	19,6	16,8	15,7	2,4	2,3	27,4	25,0	0,9	1,0	5,2
Christian Berner Tech Trade AB	35,70	63	77	16,0	12,2	10,3	8,7	1,1	1,0	18,6	14,4	2,2	2,2	3,4
Addtech AB	178,00	4592	4841	40,3	37,0	27,7	26,1	3,6	3,7	64,5	50,3	0,9	0,9	14,1
Beijer Ref AB (publ)	187,50	6384	6236	47,4	40,1	37,6	29,6	4,1	3,7	65,8	55,5	0,6	0,7	13,5
Beijer Alma AB	209,50	1097	1184	16,7	14,9	12,4	10,6	2,6	2,4	20,6	18,9			4,3
Lifco AB (publ)	251,00	10538	10927	32,8	29,7	26,4	24,2	6,2	5,7	48,4	44,1	0,6	0,7	11,0
Lagercrantz Group AB	116,60	2305	2257	35,0	32,3	24,0	22,7	4,4	4,5	59,3	42,4	0,8	1,0	12,5
Volati AB	142,60	1225	1338	23,9	22,2	16,9	14,6	2,3	2,1	28,8	28,4	1,0	0,9	5,3
Relais Group Oyj	22,20	411	438	28,8	23,5	18,8	13,9	2,2	2,0	43,5	23,1	1,7	1,9	4,8
Addnode Group AB (publ)	381,50	1170	1110	26,4	23,5	22,0	19,5	2,9	2,7	36,3	32,7	0,7		7,3
Instalco AB	449,60	2449	2551	34,3	30,2	28,9	26,0	3,0	2,7	44,4	39,3	0,7	0,7	10,5
Sdipotech AB (publ)	130,00	1387	1498	37,5	28,7	28,1	23,3	6,0	5,3	15,8	12,0			1,9
Boreo (Inderes)	101,50	266	295	30,4	23,2	21,1	17,5	2,1	1,9	41,3	30,9	0,4	0,5	12,4
Keskiarvo				29,9	25,3	22,1	18,6	3,3	3,0	37,2	30,7	1,1	1,3	7,6
Mediaani				30,8	23,5	23,0	19,5	3,0	2,7	36,3	26,7	0,9	1,0	6,3
Erotus-% vrt. mediaani				-1%	-1%	-8%	-10%	-28%	-31%	14%	16%	-49%	-49%	97%

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
Liikevaihto	59,9	18,7	25,0	27,0	26,9	97,6	28,9	36,0	38,0	35,2	138	155	161	167
Elektroniikka	59,9	15,3	14,8	14,0	16,4	60,5	14,8	15,5	15,5	17,8	63,6	68,8	71,5	74,4
Tekninen Kauppa*	0,0	3,1	6,2	13,0	10,5	32,8	8,9	12,2	12,5	8,1	41,7	43,4	45,1	46,5
Raskas Kalusto	0,0	0,3	3,9	0,0	0,0	4,2	5,2	7,4	8,8	8,1	29,5	38,4	40,0	41,2
Muut toiminnot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,2	1,2	3,4	4,5	4,6	4,7
Käyttökate	4,5	0,5	1,2	2,3	2,2	6,3	3,0	3,2	4,3	3,5	14,0	16,4	17,2	17,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-3,7	-4,0	-4,0	-4,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,1	0,9	2,1	1,7	5,9	1,5	2,3	3,4	2,5	9,7	12,4	13,2	13,9
Liikevoitto	3,5	0,1	0,7	1,8	1,6	4,3	2,2	2,2	3,3	2,5	10,2	12,4	13,2	13,9
Elektroniikka	3,5	0,9	1,1	1,0	1,5	4,6	1,1	1,0	1,0	1,5	4,7	5,2	5,5	5,8
Tekninen Kauppa*	0,0	0,2	-0,3	1,2	0,4	1,5	0,4	1,5	1,4	0,4	3,7	4,1	4,3	4,5
Raskas Kalusto	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,8	0,6	2,0	3,0	3,3	3,5
Muut toiminnot	0,0	-1,0	-0,4	-0,4	-0,3	-2,1	0,4	-0,5	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Tulos ennen veroja	3,3	-0,1	0,5	1,9	1,3	3,6	2,0	1,9	2,9	2,0	8,8	10,7	11,7	12,4
Verot	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-1,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,4	-1,7	-2,1	-2,3	-2,5
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,3	-0,2	0,2	1,5	0,8	2,3	1,6	1,4	2,3	1,6	6,9	8,6	9,4	9,9
EPS (oikaistu)	0,90	0,30	0,13	0,69	0,36	1,50	0,34	0,56	0,93	0,62	2,45	3,28	3,58	3,78
EPS (raportoitu)	0,90	-0,07	0,07	0,58	0,33	0,91	0,61	0,52	0,89	0,62	2,65	3,28	3,58	3,78

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	23,8 %	82,6 %	78,4 %	68,9 %	63,0 %	54,5 %	44,2 %	40,9 %	30,8 %	41,6 %	12,2 %	4,0 %	3,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,8 %	1,0 %	56,2 %	108,5 %	121,4 %	68,2 %	32,2 %	162,3 %	60,4 %	43,6 %	65,6 %	27,1 %	7,0 %	5,0 %
Käyttökate-%	7,6 %	2,7 %	5,0 %	8,6 %	8,2 %	6,4 %	10,4 %	8,8 %	11,3 %	9,9 %	10,1 %	10,6 %	10,7 %	10,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,8 %	6,1 %	3,6 %	7,9 %	6,4 %	6,0 %	5,2 %	6,5 %	9,0 %	7,0 %	7,0 %	8,0 %	8,2 %	8,3 %
Nettotulos-%	3,8 %	-1,0 %	0,7 %	5,5 %	3,1 %	2,4 %	5,5 %	3,8 %	6,1 %	4,6 %	5,0 %	5,5 %	5,8 %	5,9 %

Lähde: Inderes

*H2'20:lla mukana Tornokone ja Machineryn raskaan kaluston liiketoiminta

2021-2023 osakekohtaiset tulokset laskettu tämänhetkisellä osakemäärällä

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	4,8	27,8	38,7	37,0	35,0
Liikearvo	0,6	22,0	30,9	30,9	30,9
Aineettomat hyödykkeet	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Käyttöomaisuus	2,9	3,4	6,3	4,6	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,1	37,2	41,4	45,7	47,6
Vaihto-omaisuus	7,3	18,2	16,6	17,8	18,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	10,3	15,2	17,1	17,7
Likvidit varat	6,6	8,7	9,7	10,9	11,3
Taseen loppusumma	25,8	65,0	80,1	82,7	82,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	16,2	16,6	21,4	28,8	36,9
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	12,6	13,0	18,9	26,3	34,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	22,0	29,6	23,7	17,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	21,8	29,6	23,7	17,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,7	26,4	29,1	30,2	27,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	6,7	9,7	8,5	5,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	19,6	19,3	21,7	22,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,8	65,0	80,1	82,7	82,5

DCF-laskelma

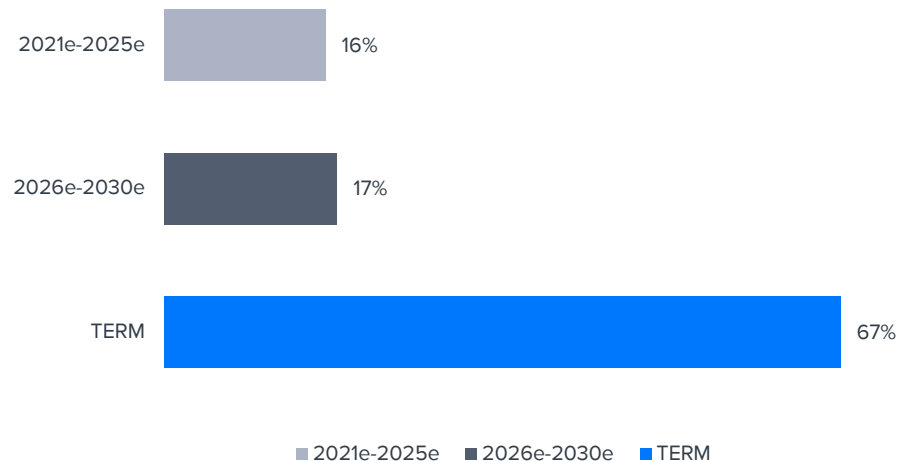
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	4,3	10,2	12,4	13,2	13,9	14,3	14,7	15,1	15,6	16,0	16,5	
+ Kokonaispoistot	2,0	3,7	4,0	4,0	4,0	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	
- Maksetut verot	-0,9	-1,7	-2,1	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-1,5	-3,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	3,7	8,4	13,1	14,1	14,7	12,7	13,0	13,3	13,5	13,9	14,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-25,0	-14,8	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-21,2	-6,4	10,8	12,1	12,7	10,7	11,0	11,6	12,0	12,4	12,7	
+/- Muut	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-21,2	-5,5	10,8	12,1	12,7	10,7	11,0	11,6	12,0	12,4	12,7	271
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,4	9,8	10,1	9,8	7,7	7,3	7,2	6,9	6,6	6,3	134
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		200	206	196	186	176	168	161	154	147	140	134
Velaton arvo DCF		200										
- Korolliset velat		-28,5										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
Oman pääoman arvo DCF		179										
Oman pääoman arvo DCF per osake		68,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	57,2	59,9	97,6	138,2	155,1	EPS (raportoitu)	1,00	0,90	0,91	2,65	3,29
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	14,0	16,4	EPS (oikaistu)	1,00	0,90	1,50	2,45	3,29
Liikevoitto	3,5	3,5	4,3	10,2	12,4	Operat. kassavirta / osake	1,46	1,34	1,46	3,20	5,02
Voitto ennen veroja	3,6	3,3	3,6	8,8	10,7	Vapaa kassavirta / osake	1,27	0,37	-8,32	-2,11	4,14
Nettovoitto	2,6	2,3	2,3	6,9	8,6	Omapääoma / osake	5,15	5,96	6,11	8,18	11,01
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,6	0,5	0,0	Osinko / osake	0,33	0,00	0,40	0,45	0,50
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	23,1	25,8	65,0	80,1	82,7	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	5 %	63 %	42 %	12 %
Oma pääoma	13,8	16,2	16,6	21,4	28,8	Käyttökateen kasvu-%	31 %	11 %	38 %	123 %	17 %
Liikearvo	0,6	0,6	22,0	30,9	30,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	-1 %	68 %	66 %	27 %
Nettovelat	-3,5	-4,0	19,8	29,7	21,3	EPS oik. kasvu-%	40 %	-10 %	67 %	64 %	34 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	7,1 %	7,6 %	6,4 %	10,1 %	10,6 %
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	14,0	16,4	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	6,0 %	7,0 %	8,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-0,4	-1,5	-3,6	-0,7	Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	4,4 %	7,4 %	8,0 %
Operatiivinen kassavirta	3,7	3,4	3,7	8,4	13,1	ROE-%	20,4 %	16,2 %	15,1 %	37,4 %	34,2 %
Investoinnit	-0,5	-2,5	-25,0	-14,8	-2,3	ROI-%	24,0 %	20,7 %	13,4 %	19,3 %	20,3 %
Vapaa kassavirta	3,2	0,9	-21,2	-5,5	10,8	Omavaraisuusaste	60,0 %	62,6 %	25,5 %	26,7 %	34,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,5 %	-24,9 %	119,3 %	138,7 %	74,0 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	1,0	2,1	1,9						
EV/EBITDA (oik.)	4,0	5,4	15,9	21,1	17,5						
EV/EBIT (oik.)	4,6	7,1	17,0	30,4	23,2						
P/E (oik.)	7,3	11,8	19,6	41,3	30,9						
P/B	1,4	1,8	4,8	12,4	9,2						
Osinkotuotto-%	4,5 %	0,0 %	1,4 %	0,4 %	0,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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 asiakkauksilla 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.

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.

Inderesin analyytikko Joonas Korkiakoskella on 7.4.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Boreo Oyj.

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 €
18.8.2021	Vähennä	98,00 €	101,50 €

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**