

Tamtron

Seurannan aloitus

3.12.2022 13:15



Pauli Lohi
+358 45 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Punnitusteknologian edelläkävijä

Teollisuuden punnitusratkaisuja tarjoava Tamtron vahvisti listautumisannilla edellytyksiään toteuttaa yritysostovetoista kasvustrategiaansa. Strategian tarkoituksena on konsolidoida fragmentoitunutta markkinaa ja kiihdyttää Tamtronin kehittyneiden SaaS-tuotteiden myyntiä kohdeyritysten olemassa olevia asiakkaita ja laitekantaa hyödyntäen. Aloitamme seurannan lisää-suosituksella ja 6,7 euron tavoitehinnalla. Yhtiöstä laadittu laaja raportti löytyy [täältä](#).

Monipuolisten ja laadukkaiden punnitusratkaisujen tuottaja

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitusratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita (2021: 63 %), elinkaaripalveluja (31 %) ja pilvipohjaisia SaaS-tiedonhallintapalveluita (5 %) useille eri teollisuudenaloille. Yhtiöllä on omaa jakelua yhdeksässä Euroopan maassa, minkä lisäksi sen tuotteita on viety yli 60 maahan jakelukumppanien kautta. Yhtiön asiakaskunta on hajautunut ja koostuu useiden eri alojen kuten jätteenkäsittelyn, kierrätyksen, metsäteollisuuden, logistiikan sekä maanrakennus- ja kaivosteollisuuden toimijoista. Tamtronilla on hyvä asema arvoketjussa, sillä sen tuotteet ja palvelut ovat asiakkaiden liiketoiminnalle kriittisiä ja asiakkaat nostavat tarkkuuden, luotettavuuden ja kestävyuden ostokriteereinä hinnan edelle. Yhtiön vuonna 2020 julkaissessa One Cloud –tiedonhallintapalvelu on käsityksemme mukaan toimialan parhaimmistoa ja sen myynti on lähtenyt vauhdilla käyntiin (SaaS-kasvu 2021: 119 %).

Tavoitteena vauhdittaa SaaS-kasvua yritysostoin ja nostaa kannattavuus toimialan kärkeen

Tamtron pyrkii kiihdyttämään SaaS-liikevaihdon kasvua ostamalla soveltuvia punnitusalan toimijoita, joiden olemassa oleva laitekanta voidaan yhdistää One Cloud –pilvipalveluun. Pilvipohjaiset tiedonhallintajärjestelmät tehostavat merkittävästi asiakkaiden prosesseja ja niiden markkina on vielä aikaisessa kehitysvaiheessa erityisesti Pohjoismaiden ulkopuolella, mikä tarkoittaa toistaiseksi vähäistä kilpailua. Tamtron tavoittelee liikevaihdon kasvattamista 96 MEUR:oon vuonna 2027 (2021 pro forma: 34 MEUR), josta 44 MEUR yritysostojen kautta ja 18 MEUR orgaanisesti. Lisäksi yhtiö pyrkii nostamaan EBITDA-marginaalin noin 16 %:iin (2021 pro forma: 13 %). Pidämme Tamtronin tavoitteita kunnianhimoisina, mutta saavutettavissa olevina. Ennustamme 44,2 MEUR:n liikevaihtoa (orgaaninen CAGR 4,1 %) sekä 14,8 % käyttökatemarginaalia vuodelle 2027 (ennuste ei sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja). SaaS-liikevaihdon skaalautuminen tukee orgaanista kasvua ja kannattavuuden parantumista. Ennustemme vastaa One Cloud -penetraation kasvua vuonna 2027 noin 30 %:iin Tamtronin laitekannassa vuoden 2021 noin 5 %:sta.

Edullinen arvostus lyhyen aikavälin tulosenusteisiin nähden – lisämaustetta M&A-potentiaalista

Tamtronin liiketoiminta on kannattavaa, melko pääomakevyttä ja myös orgaaninen kasvuprofiili on kohtuullinen erityisesti korkeakatteisten SaaS-palveluiden kasvun ansiosta. Laitemyynti on jokseenkin syklistä, mutta yhtiö on onnistunut pitämään kannattavuutensa melko vakaana eri suhdanteissa. Vaikka vuoden 2023 EBITDA-%-ennusteemme jää toimintaympäristöön liittyvien epävarmuustekijöiden vuoksi ohjeistuksen alalaitaan (ennuste 13,7 % vs. ohjeistus noin 14-15 %), on osakkeen oik. EV/EBIT-kerroin vuodelle 2023e vain 9x. Tamtronin kasvu- ja kannattavuusprofiili on vertailukelpoinen keskeisiin teollisuuden punnitusratkaisuja tarjoaviin verrokkiyhtiöihin nähden (verrokkit EV/EBIT 2023e: 10-12x), joten pidämme Tamtronin osakkeen arvostustasoa houkuttelevana. Ennusteemme eivät huomioi epäorgaanista kasvua, mutta näemme yhtiöllä edellytykset merkittävään arvonluontiin yritysjärjestelyillä. M&A-strategian toteuttaminen voisi skenaariolaskelmamme mukaan luoda arvoa noin 19 MEUR (50 % nykyisen markkina-arvon päälle), mistä kaksi kolmasosaa syntyisi SaaS-tuotteen ristiinmyynnistä.

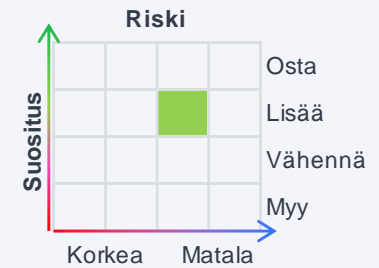
Suositus

Lisää

6,70 EUR

Osakekurssi:

5,78



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	29,4	36,0	38,5	40,0
kasvu-%	36 %	22 %	7 %	4 %
EBIT oik.	2,8	3,7	4,3	4,6
EBIT-% oik.	9,4 %	10,3 %	11,1 %	11,5 %
Nettotulos	0,1	0,4	1,6	1,9
EPS (oik.)	0,2	0,4	0,5	0,5
P/E (oik.)	0,0	16,0	12,8	11,5
P/B	0,0	2,5	2,2	2,0
Osinkotuotto-%		0,3 %	0,9 %	1,4 %
EV/EBIT (oik.)	0,0	11,3	9,1	7,9
EV/EBITDA	0,0	9,0	7,4	6,4
EV/Liikevaihto	0,0	1,2	1,0	0,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

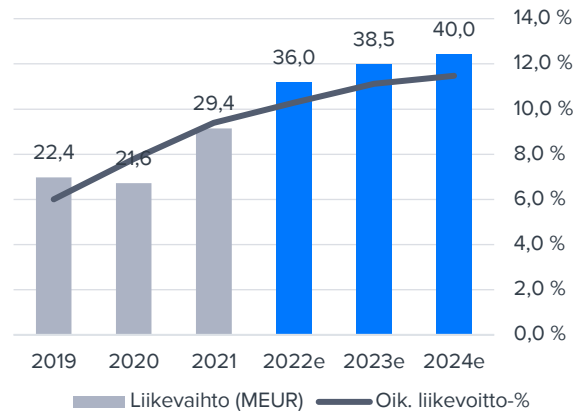
Tamtron arvioi liikevaihdon olevan noin 36 MEUR ja käyttökateen olevan noin 13 % liikevaihdosta vuonna 2022. Vuoden 2023 liikevaihdoksi arvioidaan 38-42 MEUR ja käyttökatemarginaaliksi noin 14-15 %.

Osakekurssi



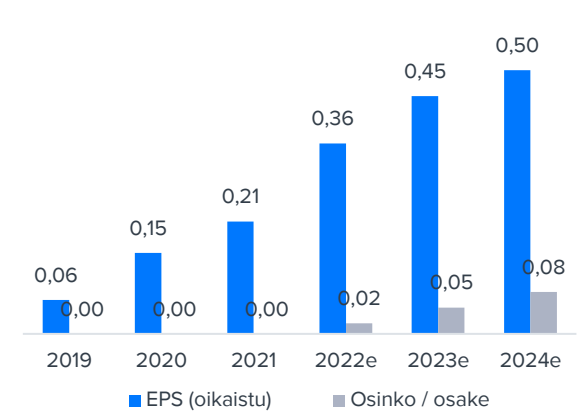
Lähde: Tamtron ja Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahva asema arvoketjussa mahdollistaa pääomakevyeen liiketoimintamallin ja kannattavan palveluliiketoiminnan
- Datapalveluiden vyörytys nykyiseen laitekantaan kiihdyttäisi kasvua ja parantaisi kannattavuutta
- Tamtronilla on selkeä resepti arvonluontiin yrityskauppojen avulla ja toimialalla on potentiaalia konsolidaatiolle
- Hajautunut asiakaskunta, mutta toistaiseksi maantieteellisesti riippuvainen Pohjoismaista



Riskitekijät

- Vaakamarkkinan kasvu on maltillista ja seuraa karkeasti BKT:n kehitystä
- Laitekauppaan liittyy suhdanneriskiä
- Yritystovetoinen kasvustrategia tarkoittaa runsaita rahoitustarpeita, mihin voidaan hyödyntää niin velkarahoitusta kuin osakeantejakin
- SaaS-liiketoiminnan pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyy epävarmuutta

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,78	5,78	5,78
Osakemäärä, milj. kpl	6,45	6,45	6,45
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	42	39	36
P/E (oik.)	16,0	12,8	11,5
P/E	90,1	22,8	19,1
P/Kassavirta	2,9	11,1	9,8
P/B	2,5	2,2	2,0
P/S	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	9,0	7,4	6,4
EV/EBIT (oik.)	11,3	9,1	7,9
Osinko/tulos (%)	31,2 %	19,8 %	26,5 %
Osinkotuotto-%	0,3 %	0,9 %	1,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys	5-8
Taloudellinen tilanne	9-10
Liiketoimintamalli	11-15
Liiketoimintamallin riskiprofiili	16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-19
Markkinat ja kilpailuympäristö	20-22
Ennusteet	23-28
Sijoitusprofiili	29
Arvonmääritys	30-34
Taulukot	35-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Tamtron lyhyesti

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitusratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa punnituslaitteita, elinkaari palveluja ja pilvipohjaisia tiedonhallintaratkaisuja useille eri teollisuudenaloille.

1972 (konserni 2011)

Perustamisvuosi

34 MEUR (+57 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021 (pro forma)

63 % / 37 %

Laitemyynnin / palveluiden osuus liikevaihdosta 2021

52 %

Bruttomarginaali 2021

4,4 MEUR (13 % lv:sta)

Käyttökate 2021 (pro forma)

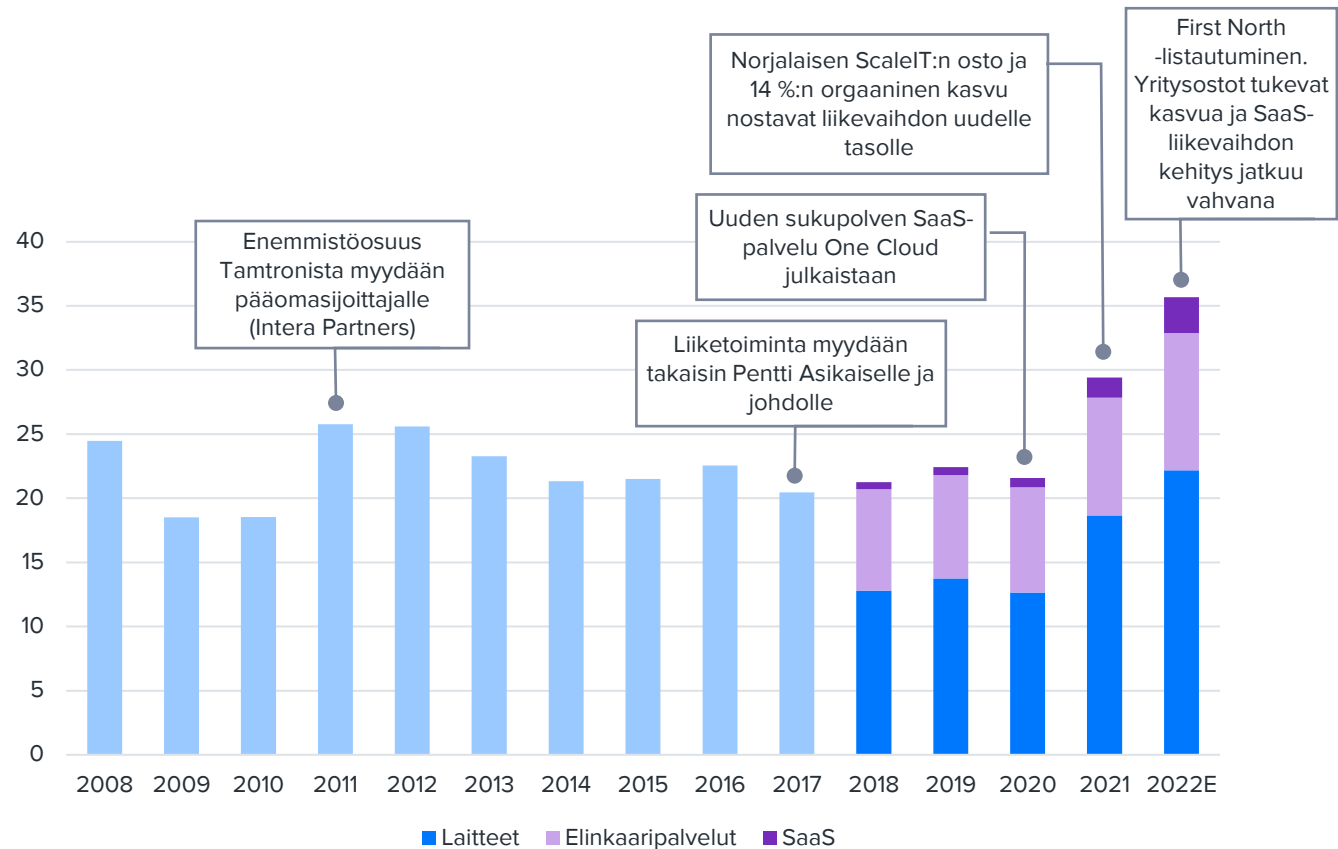
188

Henkilöstön lukumäärä 14.11.2022

57 % / 43 %

Liikkuvan kaluston vaakojen / raskaan kaluston vaakojen osuus laitemyynnistä 2021

Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia (MEUR)



Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys (1/3)

Tamtron lyhyesti

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitusratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita, elinkaaripalveluja ja pilvipohjaisia tiedonhallintapalveluita useille eri teollisuudenaloille. Yhtiön tarjoamat ratkaisut tuovat asiakasyrityksille merkittävää lisäarvoa ja sen tuotteita vaaditaan korkeaa tarkkuutta, luotettavuutta ja kestävyyttä. Yhtiön asiakkaisiin kuuluu toimijoita useilta eri teollisuudenaloilta, kuten metsäteollisuudesta, kaivosteollisuudesta, logistiikasta, kierrättämisestä ja jätteiden käsittelystä. Yhtiöllä on oma myynti- ja palveluorganisaatio yhdeksässä eri maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa, minkä lisäksi sen tuotteita on viety yli 60 maahan jakeluyhteistyökumppanien avustuksella. Tamtron on markkinajohtaja kohdemarkkinallaan Pohjoismaissa ja pyrkii laajenemaan Euroopassa yritysostojen avulla.

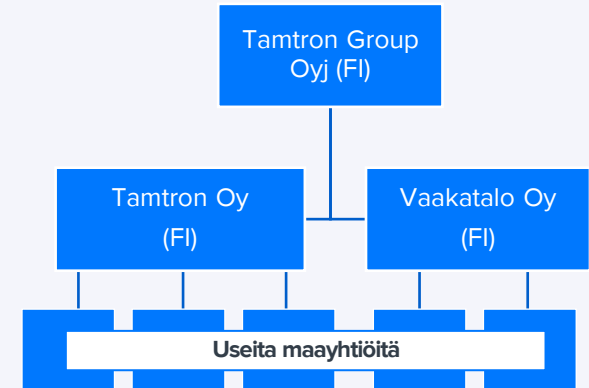
Tamtron-konsernin emoyhtiönä toimii Tamtron Group Oyj, joka nimensä mukaisesti on puhdas holding-yhtiö ja suorittaa ainoastaan hallinnollisia tehtäviä. Sen tytäryhtiöihin kuuluu Tamtron Oy, joka vastaa Tamtronin ydinliiketoiminnoista ja tuotannosta sekä Vaakatalo Oy joka vastaa konsernin kakkosbrändin Scaleshousen liiketoiminnasta. Näiden kahden tytäryhtiön alta puolestaan löytyy edelleen useita maayhtiöitä, jotka vastaavat pääasiallisesti paikallisesta jakelusta ja palveluista. Konsernissa oli vuoden 2021 lopussa 171 työntekijää, joista 55 Suomessa. Yhtiön työntekijöihin kuuluu nykyisin jo noin 20 ohjelmistokehittäjää, joista enemmistö työskentelee yhtiön kehittyneiden pilvipohjaisten tiedonhallintapalveluiden parissa. Vahva ohjelmistokehityksosaaminen on yhtiön kasvavan SaaS-liiketoiminnan tukipilari.

Listautumisella kerättiin rahaa yritysostoihin

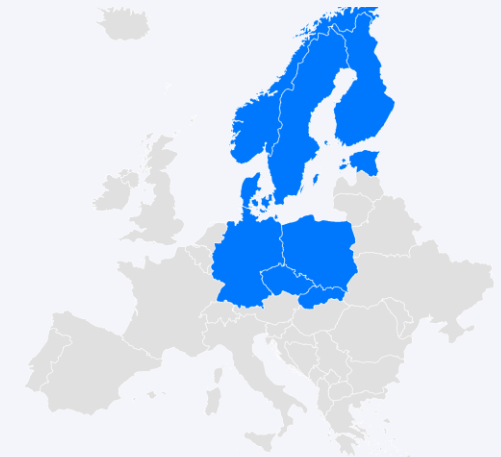
Listautumisella tuetaan Tamtronin kasvustrategiaa, johon yritysostot kuuluvat olennaisena osana. Yhtiö on lähihistoriassaan tehnyt useita yritysostoja, joiden seurauksena yhtiön taseen velkaisuus oli vuoden 2021 lopussa melko korkealla tasolla nettovelan ollessa noin 3,5-kertainen suhteessa vuoden 2021 pro forma -käyttökatteeseen. Yhtiö aikoo jatkaa yritysostojen tai liiketoimintakauppojen tekemistä 1-2:n kohteen vuotuisella tahdilla, sillä yhtiön sopiviksi arvioimia kohteita löytyy markkinoilta kohtuullisilla arvostuskertoimilla ja yhtiö odottaa saavansa merkittäviä liikevaihdon synergioita erityisesti edistyneiden pilvipohjaisten tiedonhallintapalveluiden (SaaS) ristiinmyynnistä uusilla markkinoilla.

Tamtron keräsi marraskuussa 2022 listautumisannissa noin 10 MEUR:n bruttovarat, minkä lisäksi yhtiön suurin omistaja Pentti Asikainen, norjalaiset yritysostoon liittyvän myyjälainan antajat sekä toimitusjohtaja Mikko Keskinen konvertoivat yhtiölle antamiaan pääomalainoja osakkeiksi listautumishintaan 2 MEUR:n edestä. Listautumisesta aiheutui 0,8 MEUR:n kulut. Kerättäviä varoja on tarkoitus käyttää osakas- ja muiden lainojen maksuun enintään 5,3 MEUR:n verran, minkä johdosta yhtiölle jäisi annista noin 4,4 MEUR:n varat yhtiön kehittämiseen. Arvioimme nettovelan laskevan listautumisannin myötä vuoden 2022 lopussa 4,3 MEUR:oon (nettovelka/EBITDA 0,89). Arvioimme vahvistuneen taseen mahdollistavan liikevaihdon kasvattamisen epäorgaanisesti noin 5-20 MEUR:n verran riippuen ostettavien kohteiden kannattavuudesta ja arvostustasosta, sekä Tamtronin oman velanhoidokkyyden kehityksestä.

Tamtronin konsernirakenne



Omat maorganisaatiot kartalla



Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys (2/3)

Johto pitkäjänteisesti mukana yhtiössä

Tamtronin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2015 alkaen Mikko Keskinen. Yhtiön hallitukseen kuuluu viisi jäsentä ja sitä johtaa yhtiön pitkäaikaisena toimitusjohtajana vuosina 1994-2013 toiminut Pentti Asikainen. Hallituksen muilla jäsenillä on merkittävää kokemusta eri teollisuuden aloilta sekä SaaS-liiketoiminnasta. Asikaisella ei ole yhtiössä enää virallista operatiivista roolia, mutta käytännössä hän hallituksen puheenjohtajana ja pääomistajana edistää yhtiön kasvustrategian toteuttamista erityisesti yritysostoihin liittyvissä neuvotteluissa. Yhtiön työntekijöiden, toimitusjohtaja mukaan lukien, omistus Tamtronista oli yhteensä 10 % ennen listautumisasiä.

Yritysvastuu keskeinen osa liiketoimintaa

Arviomme mukaan Tamtronin liiketoiminnassa ei ole merkittäviä vastuullisuuskysymyksiä liittyviä riskejä, joiden toteutumiseen yhtiö ei pystyisi itse vaikuttamaan ja jotka voisivat uhata yhtiön toimintamahdollisuuksia tai arvonluontia osakkeenomistajalle. Tamtron pyrkii toimimaan vastuullisesti kaikissa operaatioissaan ja pitämään huolta työntekijöidensä hyvinvoinnista. Yhtiöllä on konserninlaajuiset eettiset ohjesäännöt, jotta vastuullisuus toteutuisi kaikissa maaorganisaatioissa. Yhtiö myös kiinnittää huomiota alihankkijoidensa toiminnan vastuullisuuteen. Esimerkiksi elinkaaripalveluihin kuuluvat vaakojen määräaikaistarkastukset ovat luvanvaraista toimintaa, joiden suorittaminen vaatii ammattitaitoa ja huolellisuutta toiminnan jatkumisen varmistamiseksi.

Yhtiön tuotteilla voidaan vastata joihinkin keskeisiin maailmanlaajuisiin vastuullisuushaasteisiin. Punnitusratkaisut luovat arvoa asiakkaille mm. lisääntyneen tehokkuuden ja turvallisuuden kautta. Lisääntyvä tehokkuus ympäristöä kuormittavilla

teollisuudenaloilla voi arviomme mukaan vähentää näiden alojen tuottamia ympäristöhaittoja ja siten myötävaikuttaa positiivisesti esimerkiksi ilmastomuutoksen torjuntaan.

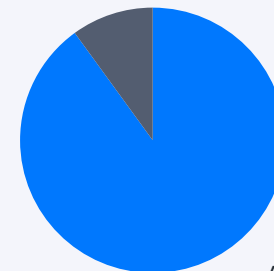
Tuotteissa käytettävät materiaalit sisältävät mm. terästä, betonia ja muita metalleja, joiden tuotanto kuormittaa ympäristöä. Raaka-ainekustannusten osuus tuotteiden myyntihinnasta on kuitenkin korkean jalostusarvon vuoksi melko alhainen. Vaikka kyseisten materiaalien hinnat nousisivat pitkällä aikavälillä esimerkiksi päästöoikeuksien hinnan nousun myötä, uskomme että Tamtronilla olisi hyvät mahdollisuudet viedä kohonneet materiaalikustannukset hintoihin.

Yritysostot vauhdittaneet kasvua 2000-luvun aikana

Nykymuotoinen Tamtron-konserni perustettiin vuonna 2011, mutta Tamtron Oy:llä on kokemusta punnitusratkaisujen tarjoamisesta jo vuodesta 1972 alkaen. Konsernin nykyinen pääomistaja ja hallituksen puheenjohtaja Pentti Asikainen osti Tamtronin osakekannan itselleen vuonna 1993, jolloin yhtiön liikevaihto oli vain 1 MEUR. Liiketoimintaa on laajennettu vuosien varrella uusille markkinoille yritysostojen avulla. Raskaiden teollisuusvaakojen jakelijan Pivotex Oy:n osto vuonna 1999 laajensi Tamtronin liiketoimintaa Itä-Eurooppaan. Vuonna 2005 Tamtron osti oman jakeluyhteistyökumppaninsa Vågabin ja vahvisti siten omaa jalansijaansa Ruotsin markkinalla. Seuraavaksi vuonna 2007 oli vuorossa laajeneminen Saksaan, mikä toteutettiin perustamalla tytäryhtiö Hampuriin. Vuonna 2010 Tamtron vahvisti tuoteportfoliotaan ostemalla Ruotsalaisen tukkinosturivaakoihin erikoistuneen Korsellin sekä tämän suomalaisen jakeluyhtiön Coolman Oy:n. Yritysostojen ja orgaanisen laajenemisen seurauksena konsernin yhdistelty liikevaihto ylsi jo yli 26 MEUR:oon vuonna 2011.

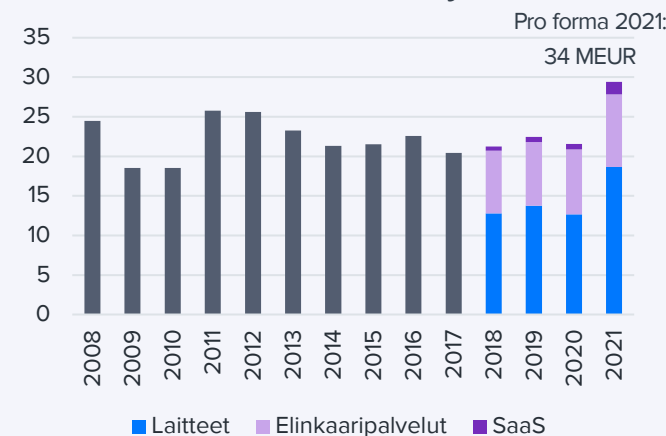
Omistuksen jakautuminen ennen listautumisasiä

Työntekijät 10%



Hallitus
(pääomistaja
HPJ Pentti
Asikainen) 90%

Liikevaihdon kehitys¹



¹ Vuosien 2008-11 luvut perustuvat tilintarkastamattomiin pro forma -laskelmiin, sillä konserni perustettiin vasta vuoden 2011 aikana

Lähde: Tamtron

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys (3/3)

Enemmistöosuus Tamtronin osakkeista siirtyi Intera Partnersille vuosiksi 2011-17, mutta tuon ajanjakson aikana yhtiön liikevaihto ja käyttökate laskivat. Intera Partners myi liiketoiminnan takaisin Pentti Asikaiselle ja johdolle vuonna 2017, minkä jälkeen liikevaihto on kasvanut jälleen niin yritysostojen kuin orgaanisenkin kasvun vetämänä. Vuonna 2018 Tamtron osti tanskalaiselta INS-Europelta trukki-vaakateknologiaa ja patenteja täydentääkseen tuotevalikoimaansa. Kesäkuussa 2021 toteutunut norjalaisen ScaleIT yhtiön osti kasvatti konsernin yhdistellyn liikevaihdon jo 34 MEUR:oon (pro forma) ja nosti Tamtronin Pohjoismaiden markkinajohtajaksi. Huhtikuussa 2022 Tamtron osti pienen tanskalaisen jakeluyhtiön JydsK Vægtfabrikin, jonka 2021 liikevaihto oli 1 MEUR.

Talouden sykleillä on ollut vaikutusta myyntiin

Merkittäville makrotalouden liikkeillä on ollut vaikutuksensa Tamtronin liikevaihtoon ja tulokseen. Vuonna 2009 liikevaihto laski 24 % finanssikriisin aiheuttaman laman seurauksena. Vuonna 2020 konsernin liikevaihto laski koronapandemian seurauksena 4 %, mikä selittyi 8 %:n laskulla laitemyynissä. Palveluliikevaihto sen sijaan kasvoi sekä elinkaari- ja palveluiden että SaaS:in osalta. Vuonna 2021 orgaaninen kasvu oli hyvällä 14 %:n tasolla mm. voimakkaan SaaS-kasvun ansiosta. Kasvava palveluliiketoiminnan osuus tekee yhtiöstä arviomme mukaan vakaamman ja vähentää makrotalouden heilahteluiden vaikutusta liikevaihtoon.

Kannattavuus nousujohteisella uralla

Yhtiön käyttökate on säilynyt selvästi positiivisena myös haastavina aikoina, mikä kertoo liiketoimintamallin kestävydestä eri suhdanteissa. Käyttökate on vaihdellut 6-12 %:n välillä vuosina 2008-20. Lähihistoriassa kannattavuuteen on vaikuttanut mm. One Cloud –ohjelmiston kehitys, sillä tuotteen

tuoma liikevaihto ei vielä arviomme mukaan ole kattanut vahvistetun ohjelmistokehityksiin kustannuksia. Käyttökatemarginaali on kehittynyt nousujohteisesti vuoden 2019 jälkeen ja vuoden 2021 yhdistelty käyttökate (pro forma) oli jo 4,4 MEUR eli 13 % liikevaihdosta.

Tamtron on toteuttanut viime vuosina useita merkittäviä yrityskauppoja, joiden johdosta yhtiön liikearvon poistot ovat huomattavan korkeita ja painavat siten raportoitua liikevoittoa. Sijoittajan näkökulmasta nämä ovat kirjapidollisia eräiä, joita ei tarvitse kompensoida esimerkiksi ylläpitoinvestoinneilla. Siksi yhtiön kannattavuuden osalta onkin oleellisempaa katsoa oikaistua liikevoittoa ja oikaistua nettotulosta, kuin vastaavia raportoituja lukuja. Vuoden 2021 oikaistu liikevoitto oli 2,8 MEUR eli 9,4 % liikevoitosta kun raportoitu liikevoitto jäi vain 4,2 %:iin.

Rahoituskulut suhteellisen matalat

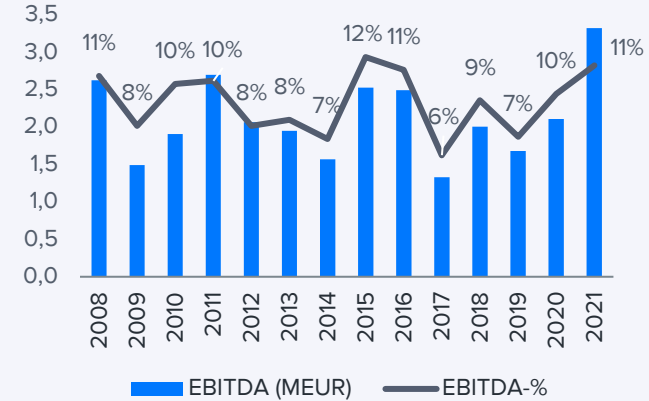
Rahoituskulut ovat olleet Tamtronille merkittävä kuluerä taseen velkaisuudesta johtuen. Korkeasta nettovelkaantuneisuudesta huolimatta rahoituskulut ovat olleet suhteellisesti matalalla tasolla, vain 4 % korollisista veloista vuonna 2021. Yhtiön hyvällä kassavirralla sekä osakaslainoilla lienee vaikutusta velkarahoituksen suhteelliseen edulliseen hintaan.

Oikaistu nettotulos selvästi positiivinen

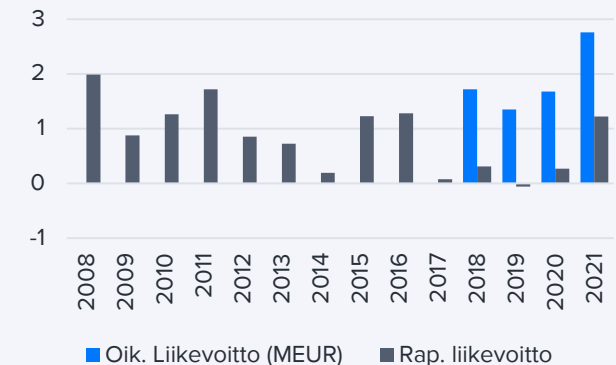
Tamtron-konsernin raportoitu nettotulos on ollut matala yrityskaupoissa syntyneiden liikearvon poistojen seurauksena viimeisten neljän vuoden aikana, joten toteutunut veroprosentti on vaihdellut huomattavasti. Liikearvon poistoilla verovaikutus huomioiden oikaistu nettotulos oli laskelmiemme mukaan 1,4 MEUR vuonna 2021 raportoidun nettotuloksen jäädessä 0,1 MEUR:oon.

Käyttökateen kehitys¹

Pro forma
2021: 13 %



Oikaistu ja raportoitu liikevoitto (MEUR)¹



¹ Vuosien 2008-11 luvut perustuvat tilintarkastamattomiin pro forma –laskelmiin, sillä konserni perustettiin vasta vuoden 2011 aikana.

Taloudellinen tilanne (1/2)

Liikearvo muodostaa suuren osan taseen varoista

Yhtiön taseen loppusumma oli vuoden 2021 lopussa 28,7 MEUR. Varoista yli puolet (15,8 MEUR) oli pitkäaikaisia varoja, mikä koostuu pääosin yritysostojen myötä syntyneestä liikearvosta (13,2 MEUR). Pitkäaikaisia aineellisia varoja oli vain 1,1 MEUR ja aineettomia varoja 1,5 MEUR. Lyhytaikaisten varojen määrä taseessa oli 12,9 MEUR, mikä koostui pääasiassa vaihto-omaisuudesta (5,6 MEUR) sekä saatavista (5,1 MEUR). Nettokäyttöpääoma oli vuoden 2021 lopussa 3,6 MEUR eli 11 % vuoden 2021 pro forma –liikevaihdosta. Rahavaroja oli 2,1 MEUR:n verran. Tamtronin taseen rakenne heijastelee yhtiön liiketoimintamallin matalaa investointitarvetta. Matala aineellisten varojen määrä suhteessa liikevaihtoon viittaa siihen, että yhtiön tarve kunnossapitoinvestoinneille on pitkällä aikavälillä pieni. Aineelliset ja aineettomat poistot (pois lukien yritysostoihin liittyvät liikearvopoistot) olivat vuonna 2021 vain 0,6 MEUR eli noin 2 % raportoidusta liikevaihdosta. Taseen ulkopuolisiin vastuisiin sisältyi vuoden 2021 lopussa vuokra- ja leasingvastuita yhteensä 3,9 MEUR:n edestä.

Yritysostojen rahoitettu osakas- ja myyjälainoilla

Tase on paisunut viime vuosina yritysostojen myötä, mitä on rahoitettu pääosin velanotolla. Omaa pääomaa oli vuoden 2021 lopussa vain 3,7 MEUR. Korollista velkaa taseessa oli yhteensä 17,6 MEUR, josta 16,2 MEUR oli pitkäaikaista velkaa. Korollisista veloista vajaa puolet oli osakslainoja (~6 MEUR) ja yritysostoihin liittyviä myyjälainoja (~2 MEUR), jotka maksetaan pääosin pois listautumisen myötä tai konvertoidaan osakkeiksi. Osakas- ja myyjälainoilla on heikompi oikeus takaisinmaksuun kuin pankkilainoilla. Niiden avulla on mm. tuettu tasetta väliaikaisesti ennen kuin varsinainen oma pääoma vahvistui

listautumisannin myötä. Listautumisannin arvioituista vaikutuksista yhtiön taseeseen on kirjoitettu tarkemmin ennusteet-osiossa.

Nettovelan suhde käyttökatteeseen on mielestämme paras Tamtronin taloudellista tilaa kuvaava tunnusluku, sillä se ottaa velan määrän lisäksi huomioon myös yhtiön velanhoitokyvyn. Nettovelka/EBITDA (pro forma) oli vuoden 2021 lopussa kaikki korolliset velat huomioiden verrattain korkea (3,5x sisältäen osakas- ja myyjälainat). Yhtiön operatiivinen kassavirta on historiassa pysynyt positiivisena kaikissa talouden sykleissä. Vuonna 2021 operatiivinen kassavirta oli 2,8 MEUR ja käyttöomaisuusinvestointien jälkeen 2,1 MEUR eli merkittävästi raportoitua liikevoittoa korkeampi (1,2 MEUR). Hyvä ja vakaa kassavirta tukee yhtiön velanhoitokykyä.

Liikearvon poistoilla merkittävä vaikutus pääoman tuoton arviointiin

Hyvästä kannattavuudesta ja matalista investointitarpeista huolimatta Tamtronin pääomantuottoa kuvaavat luvut ovat melko maltillisia, mikäli yritysostoihin liittyviä aineettomia poistoeria ei oikaista laskuista. Raportoidulla tuloksella laskettuna vuoden 2021 sijoitetun pääoman tuotto oli vain 6 % ja oman pääoman tuotto 4 %. Mikäli liikearvon poistot oikaistaisiin, sijoitetun pääoman tuotto olisi noin 14 % ja oman pääoman tuotto väliaikaisesti vivutetun taseen ansiosta peräti 39 %. Oikaistu sijoitetun pääoman tuottoluku kuvaa mielestämme paremmin pitkän aikavälin potentiaalia, sillä yritysostojen myötä syntyneet kirjanpito-poistot häviävät ajan myötä, mikäli uusia yritysostoja ei tehdä. Laskentatavasta riippumatta pääoman tuotto parani edellisvuosista kannattavuuden parantumisen johdosta.

Taloudellinen tilanne lyhyesti

Yrityskaupat ovat paisuttaneet tasetta

- Liikearvoa oli vuoden 2021 lopussa 13,2 MEUR eli lähes puolet taseen loppusummasta (28,7 MEUR)

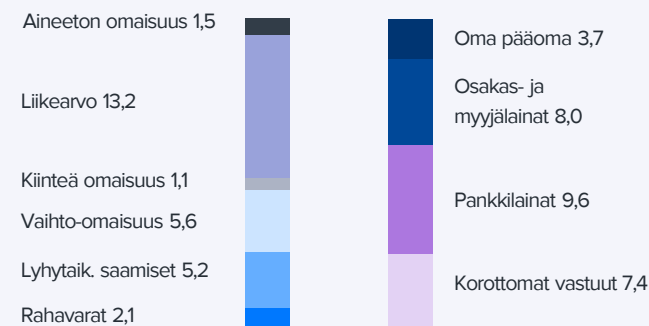
Päämakevyt liiketoimintamalli

- Aineellista käyttöomaisuutta vain 4 % taseesta ja matala tarve aineellisille investoinneille
- Nettokäyttöpääomaa 11 % liikevaihdosta¹
- Hyvä 14 % sijoitetun pääoman tuotto (2021) mikäli yrityskauppoihin liittyvät liikearvon poistot oikaistaan

Tase ollut lähihistoriassa velkapainotteinen

- Vuoden 2021 lopun korollisesta velasta vajaa puolet oli osakas- ja myyjälainoja
- Kaikki velat huomioiden 2021 nettovelan suhde EBITDA:n oli 3,5x¹
- Listautumisanti vahvisti tasetta merkittävästi

Tase vuoden 2021 lopussa (MEUR)

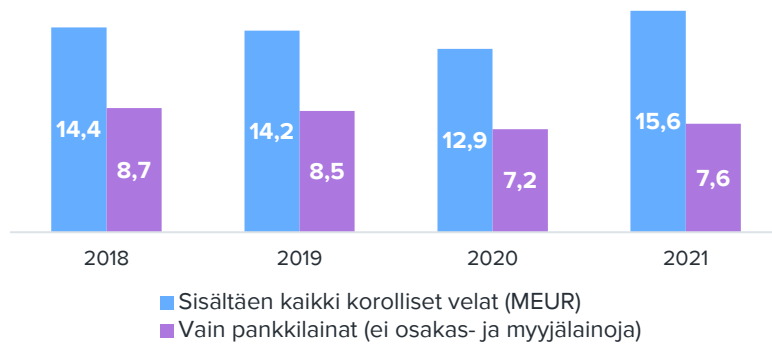


1) Pro forma 2021

Lähde: Tamtron, Inderes

Taloudellinen tilanne (2/2)

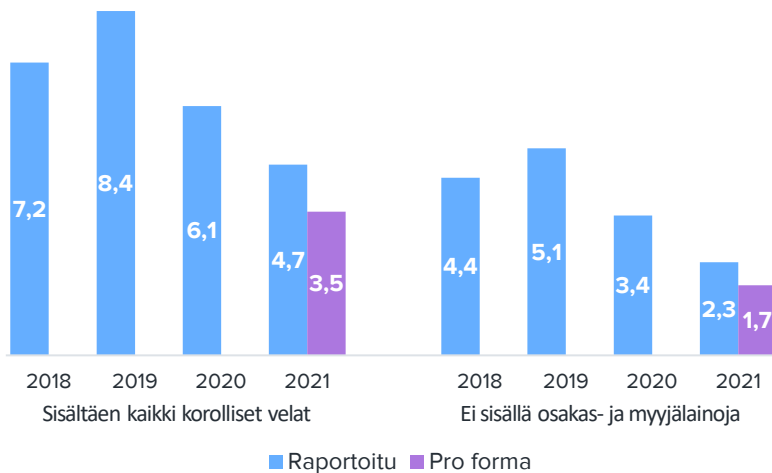
Nettovelan kehitys



Taseen tunnuslukujen kehitys

	2018	2019	2020	2021
Sisältäen kaikki korolliset velat				
Nettovelkaantumisaste	330 %	383 %	384 %	402 %
Omavaraisuusaste	18 %	16 %	15 %	13 %
Sisältäen vain pankkilainat (osakas- ja myyjälainat laskettu omaksi pääomaksi)				
Nettovelkaantumisaste	87 %	91 %	80 %	64 %
Omavaraisuusaste	41 %	39 %	40 %	41 %

Nettovelan suhde käyttökatteeseen



Kassavirran kehitys



Liiketoimintamalli (1/5)

Luotettavia ja tarkkoja punnitusratkaisuja

Konsernin liiketoiminnan painopiste on laadukkaissa, luotettavissa ja tarkkoissa teollisuuden punnitusratkaisuisissa, joita myydään Tamtron-brändillä. Yhtiön asiakkaat arvostavat korkeaa laatua ja luotettavuutta, sillä punnitseminen on monilla teollisuudenaloilla kriittinen prosessi, jonka häiriöt voivat aiheuttaa nopeasti merkittäviä tulonmenetyksiä asiakkaalle. Tamtron-brändin lisäksi yhtiöltä löytyy kakkosbrändi Scaleshouse, joka keskittyy edullisempiin teollisuusvaakoihin ja kolmansien osapuolien tuotteisiin, mutta Scaleshousen laitemyynnin osuus yhtiön liikevaihdosta oli vain 8 % vuonna 2021.

Hajautunut asiakaskunta

Yhtiön asiakaskuntaan kuuluu loppukäyttäjäasiakkaita useilta eri teollisuuden aloilta, mutta myös OEM-valmistajia, joiden osuus oli noin 10 % liikevaihdosta vuonna 2021. Asiakaskunta on hajautunut, sillä yksikään asiakas ei muodosta yli 5 prosenttiosuutta Tamtronin liikevaihdosta. Maakohtaisesti Suomi ja Norja ovat merkittävimmät maat, joiden molempien osuus konsernin liikevaihdosta on viimeisimpien yritysostojen jälkeen arviomme mukaan noin 25 %. Loput 50 % liikevaihdosta ovat hajautuneet usean maan kesken.

Loppuasiakkaita löytyy mm. metsäteollisuuden, kaivosteollisuuden, logistiikan, kierrättämisen ja jätteiden käsittelyn toimijoista. Punnitusratkaisun hankkiminen liittyy useimmilla asiakkailla erilaisten materiaalivirtojen hallintaan, johon sisältyy materiaalien punnitseminen useassa eri vaiheessa. Oikein valittu punnitusratkaisu auttaa asiakkaita tehostamaan toimintaansa sekä varmistamaan turvallisen ja säädösten mukaisen toiminnan. Monilla loppukäyttäjillä punnitus on suoraan yhteydessä

asiakaslaskutukseen ja on siten keskeinen osa liiketoimintaa.

Laaja ja laadukas tuotevalikoima

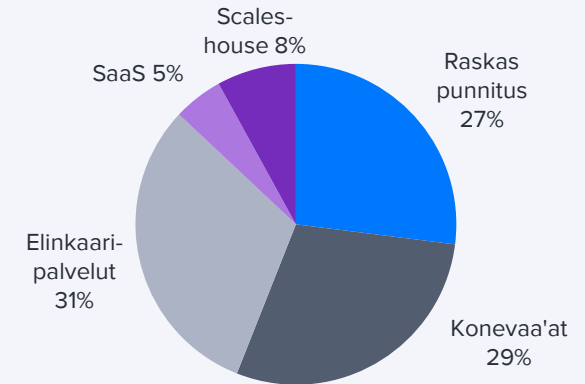
Tamtronin punnitusratkaisuvälikoima ulottuu työkonisiin asennettavista liikkuvan kaluston vaa'osta raskaan kaluston juna- ja rekkavaakoihin. Laitemyynnin liikevaihto jakautuu melko tasaisesti näiden kahden eri tuotekategorian välillä. Useilla Tamtronin asiakkailla on tarvetta sekä liikkuvan kaluston vaa'oilte että raskaan punnitukseen vaa'oilte omien prosessiensa eri vaiheissa. Asiakas siten hyötyy siitä, että voi hoitaa useat erilaiset punnitukset saman yhtiön laitteilla, sillä esimerkiksi vaa'an tuottaman pilveen kerätyn (Tamtron OneCloud) datan integroiminen asiakkaan omaan ERP-järjestelmään sujuu tällöin mutkattomasti ja vaakojen huolto järjestyy tehokkaasti.

Tamtron-brändi keskittyy nimenomaan laadukkaimpiin ratkaisuihin, joita myydään asiakkaille joille tarkkuus, luotettavuus ja kestävyys ovat tärkeimpiä ostokriteereitä. Yhdessä vaa'assa on tyypillisesti useita eri sensoreita, jotka mittaavat mm. lämpötilaa, väntömomenttia ja kiihtyvyyttä, jotta vaa'an ohjelmisto pystyy kompensoimaan olosuhteiden aiheuttamat vääristymät. Siten vaaka antaa luotettavia mittaustuloksia haastavissakin olosuhteissa ja pystyy esimerkiksi punnitsemaan liikkeessä olevaa kuormaa.

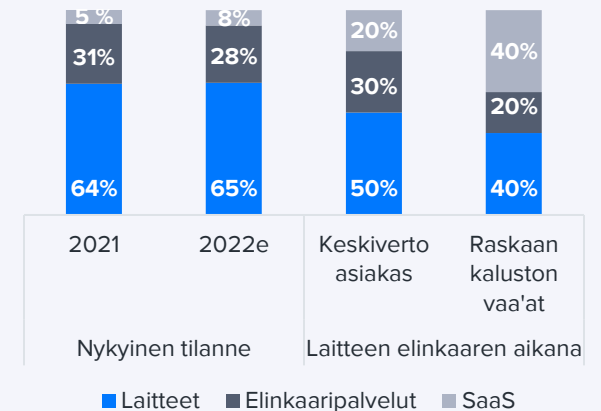
Palveluiden osuus liikevaihdosta nousussa

Tamtronin liiketoimintamalliin kuuluu laitemyynnin lisäksi kattavien palveluiden tarjoaminen laitteiden ostajille. Laitteiden elinkaaret ovat pitkiä, minkä ansiosta palveluiden osuus liikevaihdosta kohoaa merkittäväksi. Liikkuvan kaluston vaakojen tyypillinen elinkaari on noin 5-10 vuotta, kun raskaan punnitukseen järjestelmien käyttöikä on tyypillisesti 10-20 vuotta.

Liikevaihdon jakauma 2021



Liikevaihdon jakauma elinkaaren aikana



Liiketoimintamalli (2/5)

Kun tarkastellaan liikevaihdon jakautumista koko laitteen elinkaaren ajalta, niin palveluiden yhteenlaskettu osuus kohoaa Tamtronin arvion mukaan jopa 60 %:iin tuotesegmentistä riippuen, olettaen että asiakas ostaa myös SaaS-palvelun. Tästä syystä arvioimme palveluiden suhteellisen osuuden kasvavan pitkällä aikavälillä. Vuonna 2021 Tamtronin liikevaihdosta 64 % syntyi laitemyynistä, 31 % elinkaaripalveluista ja 5 % SaaS-palveluista.

Arviomme mukaan Tamtron huoltaa itse noin 80 % myymästään laitekannasta, mikä tuo yhtiölle merkittävän ja tasaisen liikevaihtovirran itse laitteen myyntitapahtuman jälkeen. Kolmansien osapuolien mahdollisuudet korjata toisten valmistajien vaakoja ovat erittäin rajalliset, minkä johdosta huoltoliiketoimintajää pääosin laitteen myyjälle. Vaakojen kriittinen rooli asiakkaiden liiketoiminnan prosesseissa korostaa ajantasaisen huollon tärkeyttä. Huoltotoimenpiteiden lisäksi Tamtron tarjoaa myös lakisääteisiä määräaikaistarkastuksia huollon yhteydessä, mikä on asiakkaalle usein houkutteleva tarjous, sillä erillisen tarkastajan tilaaminen tulee tyypillisesti kalliimmaksi. Lakisääteisten tarkastusten tekeminen on luvanvaraista toimintaa, johon monilla pienemmillä kilpailijoilla ei ole edellytyksiä. Elinkaaripalveluiden järjestämisessä käytetään merkittävästi alihankkijoita, jotka ovat usein paikallisia pienyrittäjiä ja palvelevat asiakkaita Tamtronin nimissä.

Edistyneet pilvipohjaiset dataratkaisut mahdollistavat SaaS-liikevaihdon kasvattamisen

Punnitusratkaisujen tehokas käyttö edellyttää, että niiden tuottama tieto saadaan tallennettua ja välitettyä eteenpäin nopeasti ja vaivattomasti. Pilvipohjaisilla dataratkaisuilla voidaan automatisoida punnitsemisvaiheeseen liittyviä manuaalisia tehtäviä ja ne mahdollistavat datan monipuolisen hyödyntämisen

logistiikan, raportoinnin ja analytiikan tueksi. Tarkka dataan perustuva informaatio materiaalivirtojen liikkeistä auttaa vaakojen käyttäjiä nopeuttamaan ja tehostamaan prosessejaan, sekä kehittämään laadunvalvontaa.

Käsityksemme mukaan Tamtronin kehittämät dataratkaisut edustavat ominaisuuksiensa osalta markkinan terävintä kärkeä. Yhtiö on tarjonnut asiakkailleen datapalveluita jo vuodesta 2007 alkaen, jolloin yhtiö lanseerasi Wnexus-raportointityökalun. Wnexus-ohjelmistoa on sittemmin kehitetty ja uusia versioita on tuotu asiakkaiden käyttöön. Vuonna 2019 Tamtron alkoi kehittämään kokonaan uutta pilvipohjaista palvelua ja vahvisti ohjelmistokehitysresurssejaan. Uusi One Cloud – palvelu, joka lanseerattiin vuonna 2020, on ominaisuuksiltaan huomattavasti kattavampi ja mahdollistaa selvästi aiempaa korkeamman hinnoittelun. One Cloud sisältää muun muassa eri asiakassegmenteille massaräätälöityjä ohjelmistoja ja se pystyy palvelemaan liikkuvan kaluston vaakojen lisäksi myös raskaan kaluston vaakoja, sekä kolmansien osapuolien kehittämää vaakoja. Palvelua myydään sekä suurille teollisuusasiakkaille, että yhden tai muutamia työkoneita omistaville yksityisyrittäjille. Palvelu toimii joko Tamtronin laitteisiin sisäänrakennettujen datayhteyksien kautta tai jälkikäteen kytkettävän erillisen IoT-komponentin avulla.

Myynti on käsityksemme mukaan lähtenyt vahvasti liikkeelle, sillä yhdistetyn laitekannan määrä on kasvanut jo noin tuhanteen, mikä vastaa noin 8 % Tamtronin asennetusta laitekannasta (noin 12 000). Vertailun vuoksi, Wnexus ohjelmisto oli arviomme mukaan yhdistetty noin kahteen tuhanteen laitteeseen vuonna 2020 eli 16 vuotta ensimmäisen Wnexus-ohjelmiston lanseeraamisen jälkeen.

One Cloud -tiedonhallintaohjelmisto

Kokonaisvaltainen palvelu punnitudiedon hallintaan

- Sopii useille eri tyyppisille vaa'oilte
- Kaksisuuntainen tiedonkulku
- Tiedonhallintajärjestelmä integroitu vaa'an käyttöliittymään
- Varmuuskopioiden luominen ja datan selaaminen helppoa ja nopeaa
- Data voidaan integroida asiakkaan omaan ERP:iin

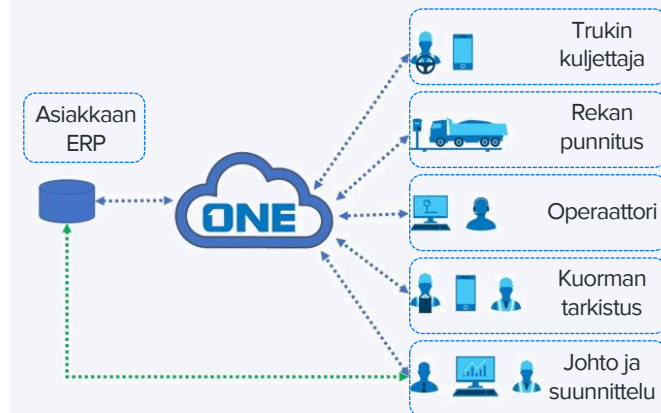
Räätälöityjä ohjelmistoja tietyille asiakastyypeille

- One Scalex raskaille rekkavaa'oilte
- One Power usean liikkuvan kaluston vaa'an hallinnointiin
- One Timber puutavaranostureihin

Ansaintamalli

- Jatkuvaluonteinen SaaS-tulovirta
- Vuosilaskutus ~3-10 % laitteiden hinnoista

Kokonaisvaltaista tiedonhallintaa



Liiketoimintamalli (3/5)

Lisäksi One Cloudin keskimääräinen vuosilaskutus per vaaka on moninkertainen aiempaan Wnexusiin verrattuna. Tähän toki vaikuttaa se, että raskaan punnituksen vaa'at, joihin One Cloud soveltuu Wnexusia selvästi paremmin, ovat alkuinvestoinninkin osalta kalliimpia laitteita ja mahdollistavat korkeamman laitekohtaisen vuosilaskutuksen verrattuna liikkuvan kaluston vaakoihin, joihin Wnexusta on pääasiallisesti käytetty. Arvioimme One Cloudin asiakasvaihtuvuuden olevan vähäistä, sillä palvelu on osittain sidoksissa laitevalintaan ja laitteiden elinkaaret ovat pitkiä. Suuret asiakkaat tyypillisesti integroivat vaakojen tuottaman punnitus-tiedon omiin ERP-järjestelmiinsä, jolloin heidän näkökulmastaan voi olla tehokkainta ja yksinkertaisinta keskittää vaakojen tiedonhallinta yhden pilviohjelmiston alle. Asiakkaiden kiintyminen One Cloud -järjestelmään voi tukea myös Tamtronin laitemyyntiä, jos asiakkaat kokevat helpoksi ostaa laitteita, jotka ovat jo ostohetkellä yhteensopivia One Cloud -järjestelmän kanssa.

Myyntiprosesseissa eroja segmenttien välillä

Tamtronin laitteiden myynti- ja hinnoitteluprosessit poikkeavat selvästi eri tuotesegmenttien välillä. Liikkuvan kaluston vaakojen kappalehinnat vaihtelevat tyypillisesti 4-15 tuhannen euron välillä, jolloin myös itse myyntiprosessi on kevyempi verrattuna raskaisiin punnitusratkaisuihin, joiden hinnat vaihtelevat 50-150 tuhannen euron välillä. Liikkuvan kaluston vaakoja myydään katalogituotteina, mutta asiakkailla on mahdollisuus vaikuttaa tuotteen mittoihin sekä ohjelmistojen avulla asetettaviin parametreihin. Katalogituotteiden hintoja tarkastetaan tyypillisesti puolivuositain. Raskaan punnituksen laitteiden hankintaprosesseissa asiakkaat soveltavat lähes poikkeuksetta tarjousmenettelyä, jolloin Tamtron hinnoittelee pyydetyn ratkaisun projekti kerrallaan.

Raskaan punnituksen vaa'oissa bulkkiraaka-aineiden osuus laitteen hinnasta on merkittävämpi, joten Tamtron hinnoittelee tarjouksensa vallitsevan markkinatilanteen mukaisesti.

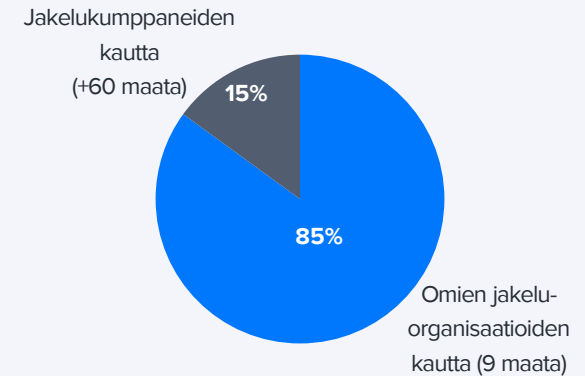
Oma jakeluverkosto on tärkein myyntikanava

Tamtronin tuotteiden jakelu perustuu sen omaan myyntiorganisaatioon sekä ulkopuolisiin jakelukumppaneihin. Tamtronilla on viimeisimmän yritysosaston myötä omia myyntiorganisaatioita yhdeksässä eri maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa. Käsityksemme mukaan valtaosa (~85 %) yhtiön laitemyynnin liikevaihdosta syntyy yhtiön omien myyntiorganisaatioiden kautta. Tamtronin omilla kotimarkkinoilla asiakkaille tarjotaan laajaa tuotevalikoimaa, kun jakelukumppanit puolestaan keskittyvät tiettyjen erityistuotteiden vientiin. Jakelukumppanit vastaavat myymiensä laitteiden huollosta, joten kotimarkkinoiden ulkopuolella tapahtuva laitekauppa ei kasvata huoltoliiketoimintaa.

Tuotanto keskitetty Tampereelle

Vaakojen kokoonpano on keskitetty Tamtronin tehtaalle Tampereelle, missä vaa'at kootaan ja testataan huolellisesti. Tamtron ostaa tarvittavat komponentit alihankintana. Tamtronilla on strategisia alihankkijoita, jotka valmistavat yhtiölle anturirunkoja mittailaustyönä. Valtaosa komponenteista on kuitenkin yleisesti tarjolla olevia osia, joita voidaan hankkia monesta eri lähteestä. Komponenttipulan vaikutukset Tamtroniin ovat käsityksemme mukaan rajoittuneet geneeristen komponenttien, kuten puolijohteiden ja näyttöjen saatavuusvaikeuksiin, mutta toistaiseksi toimitukset on pystytty tekemään esimerkiksi tuotemuutosten avulla. Vaakojen tuotanto toimii pääomakevyellä mallilla, minkä ansiosta valmistusmäärien kasvattaminen ei vaadi yhtiöltä suuria investointeja tuotantolaitteisiin.

Liikevaihto eri kanavissa¹



Tuotanto ja operaatiot

Valmistus

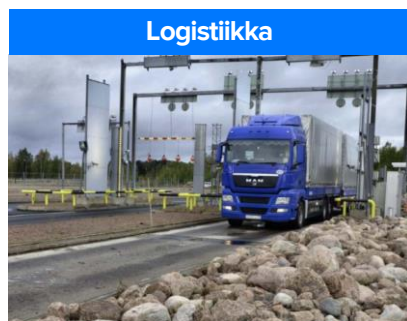
- Tamtron kokoonpanee ja testaa tuotteet
- Tamtronille spesifit komponentit tilataan luotetuilta strategisilta alihankkijoilta
- Geneeriset komponentit ostetaan markkinoilta
- Tuotteita kustomoidaan ohjelmistojen avulla

Elinkaaripalvelut

- Omilla markkinoilla myydyt tuotteet huolletaan ja korjataan pääsääntöisesti itse
- Palveluiden tuotannossa hyödynnetään paikallisia alihankkijoita, mikä on kustannustehokas ja pääomakevyt tapa järjestää palvelut

Liiketoimintamalli (4/5)

Loppuasiakkaita useilla eri teollisuudenaloilla



Laaja tuotevalikoima sekä laitteissa että palveluissa

Liikkuva kalusto		Raskas kalusto
Pyöräkuormaajat	Puutavara-nosturit	Rekkojen punnitus
Materiaalin-käsittelijät	Konttikurottajat	Junien punnitus
Haarukka-nosturit	Integroidut rekkavaa'at	Pyörävoimien mittaus

Elinkaaripalvelut		
Varmennuspalvelut	Huoltopalvelut	Varaosat ja korjaus

Pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut		
One Cloud	One Scalex	Wnexus

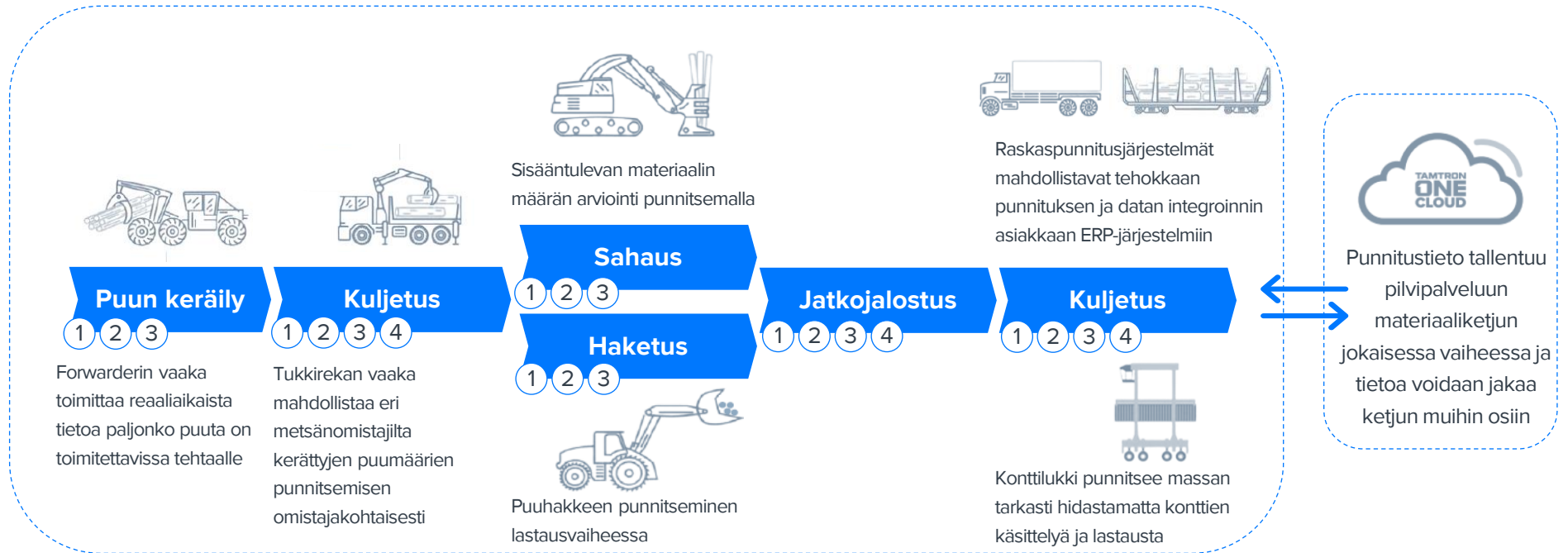
Esimerkkejä loppuasiakkaista



Liiketoimintamalli (5/5)

Tamtronin punnitusratkaisut mahdollistavat jatkuvan ja saumattoman punnitustiedon keräämisen materiaalivirtojen eri vaiheissa

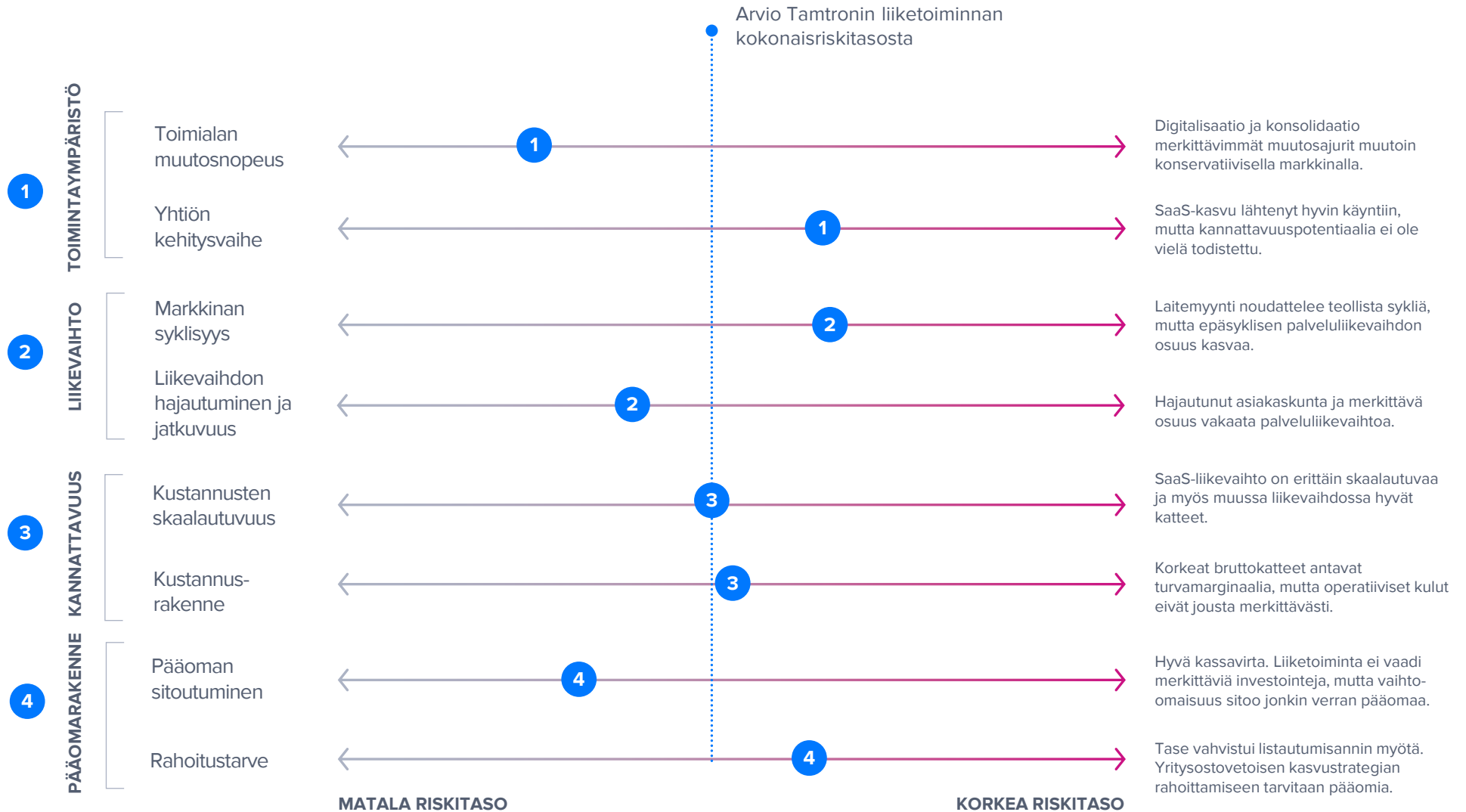
Esimerkki: Metsäteollisuus



Punnitustietoa tarvitaan monesta syystä

- 1 Paino on tärkein kaupankäynnin mittayksikkö materiaalien tuotantoketjuissa.
- 2 Tietoisuus lastatuista massoista mahdollistaa turvallisen operoinnin.
- 3 Punnitustiedot tärkeitä tehokkuuden ja materiaalivirtojen suunnittelun kannalta.
- 4 Lait edellyttävät kuormien punnitsemista esimerkiksi painorajojen noudattamisen varmistamiseksi.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Strategian yhteenveto

Tamtron haluaa olla kokonaisvaltainen ja luotettava punnitusratkaisujen tarjoaja, jonka kattava tuotevalikoima ja monipuoliset palvelut täyttävät kaikkien merkittävien teollisuudenalojen tarpeet. Yhtiön strategia vastaa suoraan asiakkaiden tarpeisiin, sillä useat teollisuusyhtiöt tarvitsevat monia erilaisia punnitusratkaisuja sekä palveluita, mutta operaatioiden tehokkuuden näkökulmasta näiden hankkiminen on tehokasta keskittää yhdelle luotettavalle toimijalle. Digitalisaatio kiihdyttää alan konsolidaatiota ja suosii kokonaisvaltaisia toimijoita, sillä vaakojen tiedonhallinnan integrointi asiakkaiden omiin ERP-järjestelmiin on tehokkainta, kun asiakkaalla on käytössä vain yhden vaakavalmistajan tiedonhallintapalveluita. Useiden eri teollisuudenalojen palveleminen puolestaan tarjoaa mittakaavaetuja koko liiketoiminnan tasolla, mutta erityisesti

tuotekehityksessä ja tuotannossa, sillä eri teollisuudenalojen tuotetarpeet ovat osittain samankaltaisia keskenään.

Listautumisen yhteydessä esitetyn strategiansa mukaisesti Tamtron tavoittelee liikevaihdon kasvattamista 96 MEUR:oon (2021 pro forma: 34 MEUR) ja käyttökatemarginaalin nostamista 16 %:iin vuoteen 2027 mennessä (2021 pro forma: 13 %). Kasvustrategian tärkeimpiä palasia ovat yritysostot ja SaaS-liikevaihdon kasvattaminen, jotka myös linkittyvät yhteen keskenään. Yritysostojen avulla Tamtron pystyy laajentamaan asiakaspohjaansa ja samalla kasvattamaan asennettua laitekantaa, jotka voidaan IoT-komponentin avulla kytkeä Tamtronin SaaS-palveluiden piiriin.

Yritysostot keskeinen osa kasvustrategiaa

Tamtronilla on selkeä suunnitelma yritysostovetoisen kasvun toteuttamiseksi. Yhtiö on identifioinut noin 40

kiinnostavaa yritysostokohdetta Euroopasta, joiden liikevaihdot vaihtelevat tyypillisesti 1-15 MEUR:n välillä. Tamtron tavoittelee tekevänsä vuosittain 1-2 yritysostoa. Kohdeyrityksiä on identifioitu Euroopasta erityisesti korkeamman tuottavuuden maista, joissa Tamtronin johto uskoo olevan riittävästi kysyntää laadukkaille tuotteille ja SaaS-pohjaisille tiedonhallintapalveluille. Yhtiön hallituksen puheenjohtajalla Pentti Asikaisella on potentiaalisten yritysostokohteiden kartoittamisessa tärkeä rooli. Asikaisen toimialakokemuksesta ja vuosikymmenten varrella rakennetuista suhteista on arviomme mukaan merkittävää hyötyä yritysostokohteiden etsimisessä ja neuvotteluissa. Potentiaalisen ostokohteen löydyttyä Tamtronin operatiivinen johto vastaa käytännön toteutuksesta kuten due diligence –prosessista. Yritysostojen kaupallinen logiikka nojaa pääasiallisesti jakeluverkoston laajentamiseen, mutta myös tuote- ja teknologiaportfolion vahvistamiseen on kiinnostusta.

Strategian kehitys aikajanalla



1) Pääomasijoittaja omisti enemmistöosuuden Tamtronin osakkeista
Lähde: Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Käsityksemme mukaan noin 75 % identifioituista yritysostokohteista olisivat pääasiallisesti jakeluverkostoa laajentavia ostokohteita ja loput 25 % puolestaan vahvistaisivat Tamtronin tuotevalikoimaa. Tamtron tuntee suuren osan identifioituista kohdeyrityksistä hyvin jo ennestään, sillä moni niistä toimii sen jakelukumppaneina. Vahva kohdeyritysten ja niiden asiakaskunnan tuntemus laskee yritysostoihin liittyviä riskejä.

Erityisesti jakelijoita saa ostettua edullisesti

Fragmentoitunut teollisuusvaakamarkkina tarjoaa Tamtronille kiinnostavan mahdollisuuden yritysostovetoiselle arvonluonnille. Yhtiö arvioi tulevien yritysostojen arvostuksen sijoittuvan EV/käyttökatekertoimella mitattuna 5-8x väliin. Edullinen yritysostovetoinen kasvu on mahdollista, koska Tamtronilla on usein jo ennestään hyvä suhde kohdeyrityksiin jakeluysteistyön kautta, eikä markkinalta käsityksemme mukaan löydy merkittävästi halukkaita ostajaehdokkaita pienikokoisille jakelijoille. Tuote- ja teknologiaportfoliota kasvattavien yritysostokohteiden kohdalla arvostustasot ovat kuitenkin tyypillisesti korkeampia kuin puhtaiden jakeluyhtiöiden.

One Cloudin ristiinmyynnistä kasvusynergioita

Arvostuskertoimiin nojaavan arbitraasin lisäksi yhtiön tuotteiden jakelun laajentamisella voidaan saavuttaa huomattavia liikevaihtoa kasvattavia synergioita. Erityisesti SaaS-tyyppisten tiedonhallintapalveluiden (One Cloud) myyminen ostokohteiden olemassa olevaan laitekantaan on Tamtronille mahdollisuus. Yhtiö on identifioinut Euroopasta noin 80-100 tuhatta vaakaa, joissa se näkee potentiaalia SaaS-liikevaihdolle (Tamtronin nykyinen laitekanta 12 000

vaakaa). Ostokohteiksi identifioituilla jakeluyhtiöillä on usein jo ennestään tiiviit suhteet asiakkaisiinsa ja olemassa olevia huoltopalvelusopimuksia. Keskinäinen luottamus ja olemassa oleva keskusteluyhteys asiakkaan kanssa helpottavat SaaS-palveluiden myymistä. Myös kolmansien osapuolien vaa'at voidaan ottaa mukaan SaaS-palvelun piiriin yksinkertaisen IoT-komponentin avulla.

Tavoitteena lähes kolminkertaistaa liikevaihto

Tamtron tavoittelee 96 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2027 mennessä, mikä vastaa liikevaihdon lähes kolminkertaistamista verrattuna vuoden 2021 tasoon (pro forma: 34 MEUR). Kasvusta noin 44 MEUR odotetaan syntyvän yritysostojen kautta ja 18 MEUR orgaanisesti. Tamtron suunnittelee tekevänsä 1-2 yritysostoa vuodessa strategiakautensa aikana. Orgaaninen kasvutavoite vastaa keskimäärin 7 %:n kasvua vuosien 2022-27 aikana, jos ei oteta huomioon yritysostokohteiden mukanaan tuomaa orgaanista kasvua ostotapahtuman jälkeen. Käsityksemme mukaan orgaaninen kasvutavoite nojaa erityisesti SaaS-liikevaihdon nopeaan kasvattamiseen. Teollisuusvaakamarkkinan ennustettu kasvuvauhti itsessään on melko maltillinen, joten emme siksi odota voimakasta orgaanista kasvua laitemyynniltä tai elinkaaripalveluilta. Yhtiö kaavaillee SaaS-liikevaihdon osuuden kasvavan 10 %:iin vuonna 2027 (2021: 5 %).

Rahoitustarve riippuu kohteiden kannattavuudesta

Laskujemme mukaan 44 MEUR:n epäorgaaninen kasvutavoite voisi toteutua melko vaatimattomillakin investoinneilla, mikäli ostettavien kohteiden kannattavuustasot ovat matalat ja arvostukset edulliset.

M&A-arvonluontistrategia



+40 kohdeyhtiötä

Joista 75 % jakeluyhtiöitä
Liikevaihto tyypillisesti 1-10 MEUR



Tavoitteena 1-2 yritysostoa vuodessa

Yhteensä 45 MEUR ostettua liikevaihtoa 2027 mennessä



5-8x EBITDA

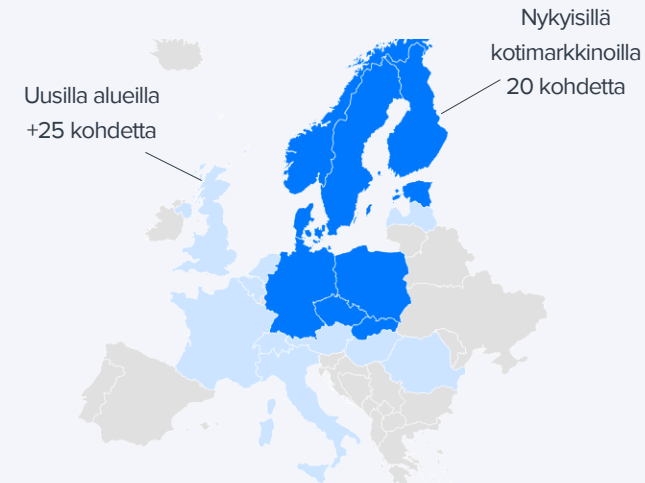
Tyypillinen kauppahinta



Huomattavat liikevaihdon synergiat

SaaS-palvelun ja muiden Tamtron-tuotteiden myyminen kohdeyhtiön olemassa oleville asiakkaille

Ostokohteiden sijainnit



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Olettaen että ostokohteiden keskimääräinen EBITDA-marginaali olisi matalahko 7 %, niin voidaan laskea että 5-8x EV/EBITDA –kertoimella hinnoiteltujen yritysostojen yhteenlaskettu velaton kauppahinta voisi olla vain noin 15-25 MEUR kasvutavoitteeseen yltämiseksi (44 MEUR). Tämä lisäksi tulee muistaa, että ostettu kassavirta vahvistaa yhtiön velanhoitokykyä. Olettaen, että ostettujen kohteiden nettovelka/käyttökate-suhde olisi kestävästi 2x, niin voidaan todeta, että yritysostoihin tarvittava oman pääoman määrä voisi olla niinkin alhainen kuin 9-18 MEUR. Tämä tarkoittaisi, että yhtiö pääsisi alkuun strategian toteuttamisessa jo listautumisannin tarjoamien varojen sekä sisäisen kassavirran turvin. Kasvun edellyttämään pääoman tarpeeseen vaikuttaa kuitenkin ratkaisevasti ostokohteiden kannattavuus- ja arvostustaso.

Mikäli Tamtron päätyy ostamaan runsaasti pieniä ja heikosti kannattavia jakeluyhtiöitä, niin konsernin pyrkimys kannattavuuden parantamiseksi voi osoittautua haastavammaksi. Pidämme tällaisia yritysostoja kuitenkin todennäköisesti arvoa luovina tietyin edellytyksin (merkittävä laitekanta jossa SaaS-myyntipotentiaalia), koska uskomme Tamtronin reseptiin kannattavuuden parantamiseksi liikevaihdon synergioiden avulla. Esimerkiksi huhtikuussa 2022 ostettu Jydsk Vægtfabrikin käyttökatemarginaali on ollut matalilla yksinumeroisilla tasoilla, mutta laskujemme mukaan vain 20 % SaaS-penetraatio yhtiön nykyiseen laitekantaan voisi nostaa kohteen EBITDA-marginaalia 3 prosenttiyksiköllä olettaen, että myyntiin ei tarvitse palkata uutta henkilökuntaa, vaan se voidaan hoitaa tavanomaisten vuosihuoltosopimusten teon yhteydessä.

Tavoitteena olla toimialan kannattavin

Tamtron haluaa olla toimialan kannattavin yhtiö ja tähtää 16 %:n käyttökatemarginaaliin vuonna 2027 (2021 pro forma: 13 %). Käsitteemme mukaan 16 %:n taso on alalla hieman keskimääräistä korkeampi. Kokoluokaltaan suuremmat kilpailijat, kuten Precia Molen, Schenck Process ja VPG ylsivät vuonna 2021 noin 15-16 %:n käyttökatemarginaaliin.

SaaS:in skaalautuminen tärkeä pitkän aikavälin ajuri

Tärkeimpiä kannattavuutta tukevia tekijöitä ovat arviomme mukaan korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon skaalaaminen ja yleinen konsernin kokoluokan kasvattaminen. Aiempi Wnexus-tuote on jo todistanut kannattavuutensa ja myös uuden One Cloud – palvelun tulisi yltää kannattavaksi jo vuodesta 2023 alkaen. Uskomme One Cloudin tukevan konsernin kannattavuuskehitystä sen korkean noin 80 %:n bruttokatteen ja skaalautuvan liiketoimintamallin ansiosta. Puhtaiden SaaS-yhtiöiden kannattavuustasoissa on huomattavia eroja. Teollista SaaS-liiketoimintaa tekevät Admicom ja Smartcraft ovat yltäneet noin 40-50 %:n käyttökatemarginaaliin. Tamtronin SaaS-liiketoiminnan potentiaalinen kannattavuustaso on arviomme mukaan 30-40 %:n tasolla, koska myynti on suhteellisen kustannustehokasta ja kilpailu vähäistä.

Tase tekee töitä kasvun eteen

Yhtiön kasvua voidaan tulevaisuudessakin rahoittaa merkittävällä velkarahoituksella. Tamtron aikoo maksaa keskipitkällä aikavälillä osinkoa vain 20-30 % nettotuloksestaan, sillä yhtiö tarvitsee pääomia kunnianhimoisten kasvutavoitteiden rahoittamiseksi.



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet keskipitkällä aikavälillä

- 96 miljoonan euron liikevaihto vuonna 2027, josta 44 MEUR yritysostojen kautta ja 18 MEUR organisaatiosta
- 16 % EBITDA marginaali vuonna 2027
- Osinko 20-30 % nettotuloksesta

Lähtökohta

- Liikevaihto 2021 (pro forma): 34 MEUR
- EBITDA-% 2021 (pro forma): 13 %

Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2027e: 44,2 MEUR – ennuste ei sisällä yritysostovetoista kasvua
- EBITDA-% 2027e: 14,8 %
- Osingonmaksu 2022-24e: 0,1-0,5 MEUR

Markkinat ja kilpailuympäristö (1/3)

Potentiaalinen kohdemarkkina 300-900 MEUR

Tutkimusyhtiö Research and Marketsin mukaan¹ globaalin punnitusratkaisujen markkinan koon ennustetaan olevan noin 5,2 miljardia vuonna 2022, joka koostuu 87 prosenttisesti laitemyynnistä ja loput 13 % syntyvät palvelumyynnistä ja ohjelmistoista.

Kohdemarkkinan määrittelemiseksi markkinaa täytyy rajata sekä toimialakohtaisesti, että maantieteellisesti. Maantieteellisesti Euroopan osuus globaalista punnitusmarkkinasta on tutkimusyhtiön mukaan noin 34 %. Pidämme koko Eurooppaa Tamtronin näkökulmasta relevanttina viitekehystenä, koska yhtiöllä on tavoite laajentua yritysostojen avulla uusille alueille Euroopan sisällä. Toimialakohtaisesti katsottuna teollisuuden punnitusratkaisut muodostavat 52 % koko punnitusmarkkinasta. Teollisuuden punnitusratkaisujen sisällä Tamtronille olennaiset liikkuvan kaluston vaa'at, rekkavaa'at ja junavaa'at muodostavat 35 % teollisuuden laitemyynnin volyyminä. Mikäli oletettaisiin, että markkinan euromääräinen koko on samassa suhteessa laitemyynnin volyymeihin, voitaisiin datan perusteella arvioida, että Tamtronin kohdemarkkinan koko olisi noin 300 MEUR (sisältäen edellä mainitut kolme tuotetyppiä). Tamtronin liikevaihtoon sisältynee joitakin tuotteita edellä mainittujen kolmen tuotetyypin lisäksi, esimerkiksi paikallisesti yritysostojen seurauksena, jolloin koko teollisen punnitusratkaisumarkkinan tarkastelu tulee relevantiksi. Koko teollinen punnitusmarkkina on noin 900 MEUR. Arvioimme siten Tamtronin potentiaalisen kohdemarkkinan koon olevan välillä 300-900 MEUR. Mielenkiintoisena vertailukohtana nostamme esiin yhtiön määrittelemän M&A-kohdeyhtiöiden joukon (40 eurooppalaista yhtiötä, liikevaihto 1-15 MEUR), joiden

yhteenlaskettu liikevaihto on arviomme mukaan 100-300 MEUR eli noin kolmannes potentiaalisesta kohdemarkkinasta.

Markkinan kasvusta ennustetaan maltillista

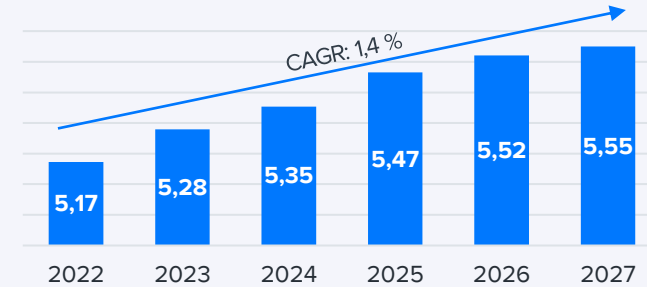
Globaalin punnitusratkaisujen markkinan ennustetaan kasvavan vuosittain keskimäärin 1,4 % vuoteen 2027 mennessä. Tamtronin kohdemarkkinan osalta kasvuvauhtiin vaikuttaa kaksi tekijää 1) teollisuusvaakamarkkinan keskimääräistä voimakkaampi kasvu verrattuna muihin segmentteihin ja 2) Euroopan vaakamarkkinan keskimääräistä hitaampi kasvu verrattuna muihin maantieteisiin. Teollisuuden punnitusratkaisujen laitemyynnin volyymikasvuksi on arvioitu 2,8 % vuosien 2021-27 välillä. Pitkällä aikavälillä markkinan hintaeroosio on arviomme mukaan noin 1 %-yksikön luokkaa, jolloin kohdemarkkinan kasvuvauhti olisi arviomme mukaan noin 2 %:n luokkaa. Lyhyellä aikavälillä emme usko hintaeroosioon, sillä kohoavat kustannukset päinvastoin todennäköisesti nostavat keskimääräisiä myyntihintoja. Teollisten vaakojen laitemyyntiin vaikuttavia megatrendejä ovat mm. kansainvälisen kaupan volyymin kehitys, teollisuuden automaatioasteen nousu sekä digitalisaatio ja esineiden internetin (IoT) kehitys.

Teollisuuden sykli vaikuttaa markkinan kehitykseen

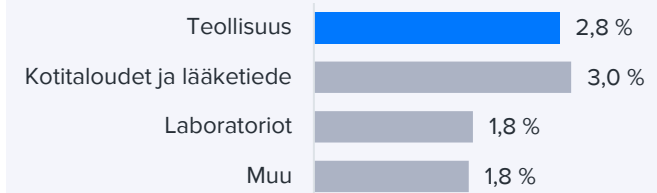
Punnitusratkaisujen markkina on lyhyellä aikavälillä altis talouden sykleille erityisesti laitemyynnin kautta. Pidämme Euroalueen valmistavan teollisuuden ostopäällikköindeksiä (PMI) soveltuvana indikaattorina punnitusratkaisujen kysynnän muutoksille. Indeksien perusteella valmistavan teollisuuden aktiviteetti Euroalueella on kääntymässä laskuun vuoden 2022 loppua kohden.

1) Research and Markets (Weighing systems global market insights analysis and forecast to 2027)

Globaali punnitusmarkkina (MRD EUR)



Vaakojen kysynnän volyymikasvu Euroopassa eri aloilla (2022-27)



Euroalueen valmistavan teollisuuden ostopäällikköindeksi



Markkinat ja kilpailuympäristö (2/3)

SaaS-markkinassa huomattavaa kasvupotentiaalia

Pilvipohjaisten tiedonhallintapalveluiden osalta Tamtronin kohdemarkkinat ovat vielä kasvuvaiheensa alkupäässä. Tamtronin johto on identifoinut Euroopasta noin 20-30 tuhatta liikkuvan kaluston vaakaa ja 60-70 tuhatta raskaan punnituksen vaakaa, jotka olisivat kytkettävissä One Cloud –palveluun. Pilvipohjaisten kehittyneiden tiedonhallintapalveluiden käytön yleistymisen on merkittävä kasvuajuri Tamtronin SaaS-liiketoiminnalle. Arvioimme SaaS-liiketoiminnan markkinapotentiaalin olevan Euroopassa jopa 100 MEUR vuodessa olettaen noin tuhannen euron keskimääräisen vuosilaskutuksen. Markkinan koko on Tamtronin näkökulmasta suuri, mutta kuitenkin globaalissa mielessä niche-kategoriaa, johon suuret ohjelmistoyhtiöt eivät välttämättä ole halukkaita investoimaan. Vähäinen kilpailu mahdollistaisi matalan asiakasvaihuvuuden ja Tamtronin näkökulmasta suotuisan hinnoitteluympäristön.

Kilpailukenttä on hajautunut

Teollisuuden punnitusratkaisujen eurooppalainen kilpailukenttä on hajanainen, eikä markkinalta löydy kilpailijaa, jolla olisi laaja päällekkäinen tuotevalikoima Tamtronin omista tuotesegmenteissä. Kilpailijoita löytyy useita ja ne ovat tyypillisesti mukana vain yhdessä tai muutamassa samassa tuotesegmentissä Tamtronin kanssa. Kymmenestä tärkeimmästä kilpailijasta peräti kuudella on tuotetarjontaa vain joko liikkuvan kaluston vaakojen tai raskaan punnituksen puolella. Tämä tarkoittaa, että Tamtronilla on ainakin osalle asiakkaista tarjota poikkeuksellisen laaja tuotevalikoima yhden luokun periaatteella, mikä arviomme mukaan on yhtiölle kilpailuetu. Kilpailu on hajanaista myös maantieteellisesti katsottuna, sillä markkinoilta löytyy joitakin kansainvälisiä toimijoita, mutta myös puhtaasti paikallisia pienille alueille

keskittyneitä toimijoita. Suurimmassa osassa tuotteita kilpailu on paikallista, sillä asiakassuhteiden ja huoltopalveluiden merkitys on huomattava. Tamtron on markkinajohtaja Pohjoismaissa viimeaikaisten yritysostojensa jälkeen. Laitekauppaa käydään myös rajojen yli jakelukumppanien välityksellä, mutta tämä liiketoiminta painottuu pääosin tiettyihin erityistuotteisiin, joita ei ole saatavilla paikallisilta toimijoilta.

Uskomme teollisuuden punnitusmarkkinan konsolidoituvan tulevina vuosina. Markkinalla toimii useita pieniä yrityksiä, joiden kannattavuustasot ovat matalat ja kilpailukyky heikko. Skaalasta on huomattavaa etua tiedonhallintapalveluissa sekä elinkaaripalveluissa, sillä regulaatio rajoittaa pienten yhtiöiden kykyä tarjota kokonaisvaltaisia palveluita kuten määräaikaistarkastuksia.

Kehittyneet SaaS-tuotteet kilpailuetu Tamtronille

Tamtron on investoinut tiedonhallintapalveluiden kehittämiseen merkittävästi ja yhtiössä työskenteleekin jopa 12 puhtaasti SaaS-palvelun kehittämiseen erikoistunutta ohjelmistokehittäjää. Uuden One Cloud –tuoteperheen myötä Tamtronin tiedonhallintapalvelut ovat käsityksemme mukaan markkinoiden kilpailukykyisimmällä tasolla. Asiakas noudattaa mielellään yhden luokun periaatetta niin laitteiden, huollon kuin tiedonhallintapalveluiden hankinnassa, minkä johdosta One Cloudin soveltuvuus sekä liikkuvan kaluston vaakoihin että raskaan kaluston vaakoihin on Tamtronille kilpailuetu. Markkinoilla ei käsityksemme mukaan ole muita ominaisuuksiltaan vertailtavissa olevia SaaS-tuotteita kuin suomalaisen Lahti Precisionin kehittämä mScales, mutta kyseinen toimija on käsityksemme mukaan keskittynyt lähinnä raskaan punnituksen vaakoihin.

SaaS-markkinapotentiaali Euroopassa



20-30 000 liikkuvan kaluston vaakaa¹
60-70 000 raskasta teollisuusvaakaa¹



~ 1000 EUR vuosilaskutus²



~ 100 MEUR markkinapotentiaali²

Kilpailuympäristö lyhyesti

Hajautunut kilpailukenttä

- Kilpailijat tyypillisesti keskittyneet tiettyihin tuotesegmentteihin
- Tamtronilla kyky tarjota laaja tuote- ja palveluvalikoima
- Kilpailu pääosin paikallista, rajojen yli myydään tiettyjä ominaisuuksiltaan erityisiä tuotteita

Markkina konsolidoituu

- Mm. regulaatio ja tuotekehityksen resursointi rajoittavat pienten toimijoiden arvonluontikykyä
- Digitalisaatio kiihdyttää markkinan konsolidoitumista

SaaS-rintamalla vain vähän kilpailua

- Vain yhden kilpailijan tuote toistaiseksi vertailukelpoinen Tamtronin One Cloudiin
- Markkinan pienehkö potentiaali rajoittaa kilpailua

Markkinat ja kilpailuympäristö (3/3)

Tamtronilla on kilpailijoihin nähden laaja tuotevalikoima ulkoisten materiaalivirtojen punnitusratkaisuissa

Yhtiö	Markkina	Liikkuvan kaluston vaa'at						Raskaan kaluston vaa'at		Ohjelmistot	
		Pyöräkuormaaja	Puutavaranoستuri	Kurottaja	Materiaalin-käsittely	Haarukka-trukki	Trukki (sisään-rakennettu)	Autovaaka	Junavaaka	Pyörävoimien mittaus	SaaS
	Eurooppa	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Globaali	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗
	Eurooppa	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✗
	Globaali	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✗	✗
	Eurooppa	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✗
	Globaali	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗
	Pohjoismaat	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗
	Eurooppa	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	Eurooppa	✓	✗	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	Pohjoismaat ja Saksa	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	Suomi	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✓

Kilpailijavertailussa on tarkasteltu ratkaisuja, jotka liittyvät yritysten ulkoisten materiaalivirtojen hallintaan. Moni tällä sivulla mainittu kilpailija tarjoaa muita tarkastelun ulkopuolelle jääneitä punnitusratkaisuja, jotka liittyvät esimerkiksi sisäisten materiaalivirtojen hallintaan vaikkapa osana tehtaan prosessiautomaatiota.

Lähde: Tamtron

Ennusteet (1/6)

Ennustemalli

Ennustamme liikevaihdon kasvua erikseen laitemyynnille, elinkaaripalveluille ja SaaS-liikevaihdolle. Laitemyynnin ja elinkaaripalveluiden kohdalla kasvuennusteet ovat maltilliset ja heijastelevat pääosin markkinan kasvuvauhtia. SaaS-liikevaihdon osalta pyrimme arvioimaan yhtiön tuotteiden kaupallista potentiaalia sekä Tamtronin asennetun laitekannan kehitystä. Emme ole sisällyttäneet yritysostoja ennusteisiimme, mutta pidämme pienten tai keskisuurten yritysostojen toteutumista todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä yhtiön strategian mukaisesti. Kannattavuutta ennustamme aluksi bruttokatteen kautta, joka perustuu odottamaamme liikevaihdon jakaumaan (laitteet, elinkaaripalvelut ja SaaS). Kiinteitä kuluja ennustamme historialliseen tasoon ja yhtiön strategiaan perustuen. Huomioimme listautumisannin tasetta vahvistavan vaikutuksen, mikä heijastuu myös tuloslaskelmaan matalampina rahoituskuluina.

Tamtron ohjeistaa hyvää kasvua lähivuosille

Tamtron ohjeistaa vuoden 2022 liikevaihdoksi 36 MEUR, mikä arviomme mukaan tarkoittaisi 22 %:n kasvua josta 15 %-yksikköä yritysostoista ja 7 %-yksikköä orgaanisesti. H1 2022 liikevaihdon orgaaninen kasvu jäi laskujemme mukaan 4 %:iin, joten ohjeistus viittaa orgaanisen kasvun piristymiseen H2:lla, mitä tukee uusien tilausten vertailukelpoinen kasvu tammi-syyskuun aikana (13 % v/v). Vuodelle 2023 ohjeistetaan 38-42 MEUR:n liikevaihtoa, mikä ilman uusia yritysostoja vastaisi arviomme mukaan 4-16 %:n orgaanista kasvua. SaaS- ja OEM-liikevaihdon odotetaan tukevan orgaanista kasvua. Toisaalta mahdollinen markkinasuhdanteen heikentyminen voisi rajoittaa kasvua. Ennusteemme 38,5 MEUR on annetun ohjeistusvälin alalaidan tuntumassa.

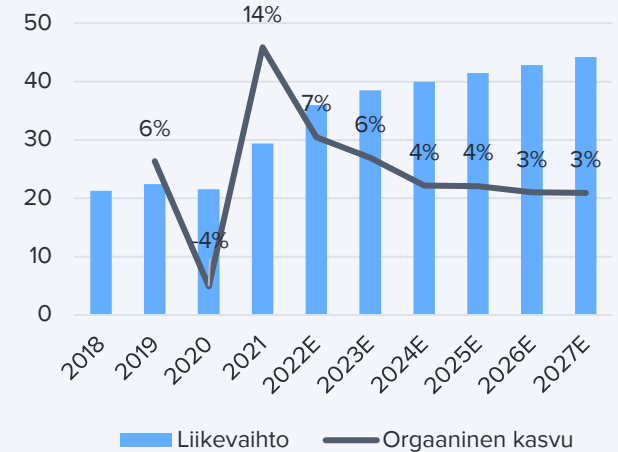
Orgaaninen kasvu noin 4 % pitkällä aikavälillä

Ennustamme Tamtron-konsernille keskimäärin 4 %:n orgaanista kasvua ennustejaksollamme vuosina 2023-27, mikä tarkoittaa että vuoden 2027 liikevaihto kasvaa ennusteissamme 44,2 MEUR:oon ilman uusia yritysostoja. Ennusteemme jää alle yhtiön 96 MEUR:n liikevaihtotavoitteen (josta 44 MEUR yritysostoin). Olemme ennustaneet orgaanista kasvua erikseen laitteille, elinkaaripalveluille ja SaaS-liikevaihdolle. Emme huomioi ennusteissamme yritysostoja, mutta huomautamme, että yritysostot voisivat kiihdyttää myös orgaanista kasvua tiedonhallintapalveluiden (SaaS) ristiinmyynnin ansiosta.

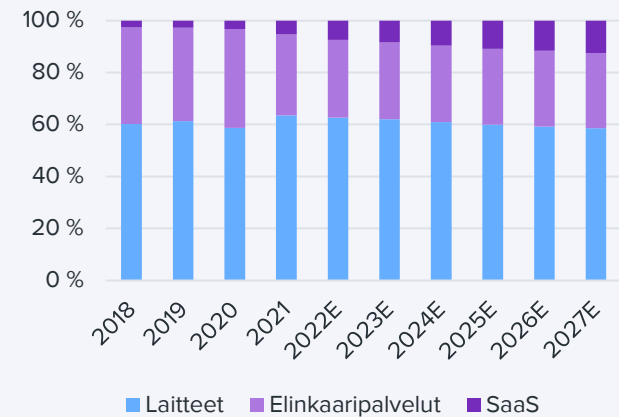
Laitemyynti

Laitemyynnin osalta ennustamme liikevaihdon kasvun olevan maltillista ja noudattelevan jossain määrin markkinasyklejä sekä BKT:n kehitystä. Teollisten vaakojen laitemyynnin volyymikasvun ennustetaan olevan Euroopassa keskimäärin 2,8 % vuosien 2022-27 välillä. Kysyntää tukeviin megatrendeihin kuuluu mm. teollisuuden automaatioasteen nousu, digitalisaatio ja IoT. Ennustamme laitemyynnin liikevaihdon orgaaniseksi kasvuksi 4-5 % vuosina 2022-23, mitä tukevat mm. uusien tilausten kasvu sekä hintoihin positiivisesti vaikuttava kustannusinflaatio. Vuosille 2024-27 ennustamme vain 2 %:n orgaanista kasvua, mikä on hieman alle markkinan ennustetun volyymikasvun, sillä Tamtronin orgaaninen kasvu on historiassa kehittynyt epätasaisesti ja markkinasykli on ainakin PMI-lukujen valossa heikentymään päin. Tamtronin vahvat tiedonhallintapalvelut voivat heijastua positiivisesti myös laitemyyntiin, mutta emme ole ottaneet tätä erityisesti huomioon kasvuennusteissa. Ennustamme laitemyynnin osuuden laskevan 59 %:iin liikevaihdosta vuonna 2027, kun se vielä vuonna 2021 oli 63 %.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakauman kehitys



Ennusteet (2/6)

Elinkaaripalvelut

Laitekannan kasvaessa elinkaaripalveluiden suhteellinen osuus korostuu, joten palvelumyynti kasvaa pitkällä aikavälillä ennusteissamme hieman laitemyyntiä nopeammin. Ennustamme elinkaaripalveluiden vuotuiseksi liikevaihdon kasvuksi 4 % vuosina 2022-23 ja 3 % vuosina 2024-27. Ennustejaksomme lopussa elinkaaripalveluiden osuus on 29 % Tamtronin liikevaihdosta (2021: 31 %).

SaaS-liikevaihto

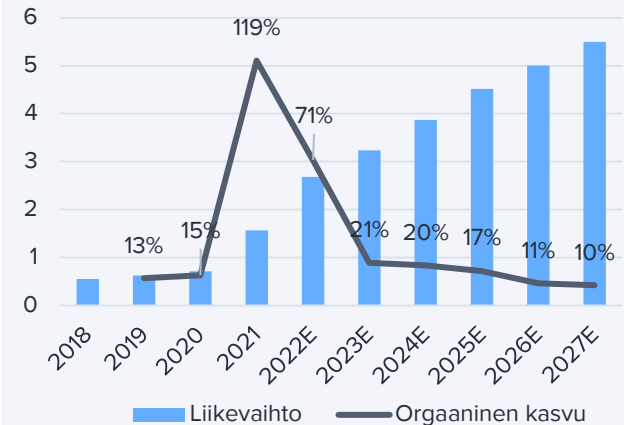
Jatkuvalaskutteisista tiedonhallintapalveluista syntyvän SaaS-liikevaihdon kasvunäkymät ovat mielestämme erittäin hyvät. Vuonna 2020 lanseerattu One Cloud –tuote auttaa asiakkaita tehostamaan toimintaansa verrattuna perinteisiin toimintatapoihin ja vanhoihin ohjelmistoihin. One Cloud on tuotteena käsityksemme mukaan ominaisuuksiltaan markkinan kärkitasoa ja kilpailun määrä tässä niche-markkinasegmentissä on hyvin rajallinen, mikä arviomme mukaan mahdollistaa korkean hinnoittelun ja vahvan asiakaspidon.

SaaS-liikevaihdon kasvuennusteemme koostuu sekä SaaS-penetraatioasteen kasvusta (suhteessa Tamtronin asennettuun laitekantaan) että asennetun laitekannan kasvusta. Noin neljännes Tamtronin nykyisestä noin 12 000 laitteen asennuskannasta on jatkuvalaskutteisten tiedonhallintapalveluiden piirissä, sillä uutta One Cloud –ohjelmistoa on myyty noin 1000 laitteeseen ja vanhempaa Wnexus ohjelmistoa noin 2000 laitteeseen. Tamtron myy arviomme mukaan reilut tuhat uutta vaakaa vuosittain, minkä lisäksi laitekantaa voidaan kasvattaa yritysostoin. Huhtikuussa 2022 toteutettu Jydsk Vægtfabrik –yritysosto kasvatti konserniin myymää laitekantaa 150 raskaalla autovaa’alla, joihin kohdistuu arviomme mukaan merkittävä ristiinmyyntipotentiaali. Raskaan punnituksen vaa’oissa jatkuvalaskutteinen hinta on

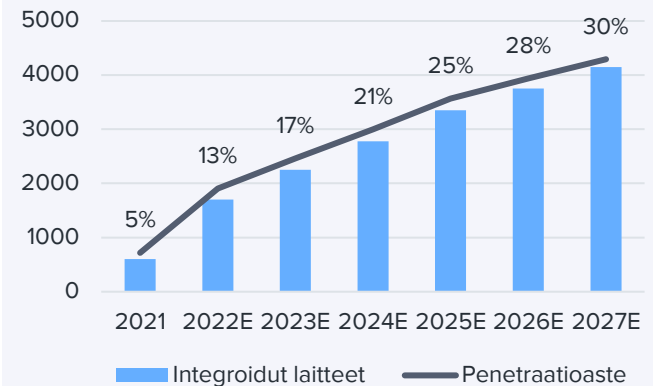
huomattavasti korkeampi laitetta kohden, kuin liikkuvan kaluston vaa’oissa. Arvioimme One Cloudin keskimääräisen vuosilaskutuksen olevan 1300 euroa ja pysyvän vakaana ennustejaksomme aikana.

2021 oli ensimmäinen vuosi kun One Cloudin kasvu oli merkittävää. Jatkuvalaskutteisten tiedonhallintapalveluiden liikevaihto kasvoi tuolloin absoluuttisesti 0,8 MEUR ja suhteellisesti 119 %. Kasvu jatkuu ennusteissamme absoluuttisesti vahvana, vaikka hidastuukin suhteellisesti liiketoiminnan koon kasvaessa. Ennustamme SaaS-liikevaihdon yltävän 5,5 MEUR:oon vuonna 2027 (2021: 1,6 MEUR). Ennuste vastaa laitekannan kasvattamista noin 14 tuhanteen (2021: 12 000) ja SaaS-penetraatioasteen kasvattamista 30 %:iin – kuitenkin niin, että kaikki uudet SaaS-asiakkuudet syntyvät korkeammin hinnoitellun One Cloud –tuotteen piiriin tai vanhat Wnexus asiakkuudet siirtyvät One Cloudiin. Siten One Cloudin penetraatioaste Tamtronin laitekannassa moninkertaistuu vuoden 2021 arvioidulta tasolta (5 %). One Cloudin vahvasti alkanut myynti antaa mielestämme positiivisen signaalin tulevalle penetraatioasteen kehitykselle. Tamtronin tavoitteena on kasvattaa SaaS-liikevaihtoa noin 10 MEUR:oon vuoteen 2027 mennessä, missä onnistuminen vaatisi arviomme mukaan onnistunutta M&A-kasvustrategian toteuttamista ja siten nopeampaa laitekannan kasvattamista (emme huomioi tulevia yritysostoja ennusteissamme). SaaS-liikevaihdon kasvuennusteeseen kohdistuu myös merkittävää epävarmuutta. SaaS:in myynti on lähtenyt vahvasti liikkeelle, mutta ulkopuolisen on vaikeaa arvioida kuinka halukkaita Tamtronin jäljellä olevan laitekannan omistajat ovat SaaS-palvelun käyttöönotolle – eli onko helpot hedelmät jo kenties poimittu. Odotamme pääosan uusista asiakkuuksista syntyvän tulevaisuudessa uusmyynnin yhteydessä.

SaaS-liikevaihdon kehitys (MEUR)



One Cloudiin integroidut laitteet¹



1) Penetraatioaste kertoo kuinka suuri osa Tamtronin laitekannasta on One Cloud –palvelun asiakkaana.
Lähde: Inderesin arvio

Ennusteet (3/6)

Käsityksemme mukaan suuri osa etenkin pohjoismaisista uuden laitteen ostajista valitsee SaaS-palvelun, mikä tukee ajatusta että tuotteen penetraatioaste voisi nousta merkittävästi nykyiseltä tasoltaan. SaaS-liikevaihdon osuus Tamtronin koko liikevaihdesta nousee ennusteissamme 12 %:iin vuonna 2027, eli yli yhtiön tavoitteleman 10 %:n. Tähän vaikuttaa, että emme ole ottaneet huomioon tulevia yritysostoja, jotka kasvattaisivat suhteellisesti laitemyynnin ja elinkaari palveluiden osuutta, vaikka toki samalla myös tukisivat SaaS-kasvua.

Bruttokate voi vahvistua SaaS-kasvun myötä

Tamtronin liiketoiminnan bruttokate oli 52,3 % vuonna 2021 ja vuosina 2017-21 keskimäärin 53,2 % liikevaihdesta. Liiketoiminta koostui vuosina 2017-21 pääosin laitemyynnistä ja elinkaari palveluista, kun SaaS-liikevaihdon osuus on ollut arviomme mukaan vain 3-4 %. Olemme ennusteissamme olettaneet, että laitemyynnin ja elinkaari palveluiden bruttomarginaali on historiallisia tasoja korkeampi 53,5-53,7 % vuosina 2022-23. Lyhyellä aikavälillä näyttäisi, että Tamtron on onnistunut hyvin siirtämään kohonneita materiaalikustannuksia myyntihintoihin sekä vastaamaan komponenttipulan aiheuttamiin tuotantohaasteisiin. Mahdollisuudet hinnankorotuksiin ovat arviomme mukaan hyvät, sillä esimerkiksi raskaat teollisuuden punnitusratkaisut hinnoitellaan projektikohtaisesti vallitsevan kustannustason mukaan. Tuotteiden ja palveluiden tuoma merkittävä lisäarvo asiakkaalle tukee kykyä ajaa läpi hintojen korotuksia etenkin suotuisassa suhdanteessa.

Pitkällä aikavälillä laite- ja elinkaari palveluiden bruttokate-ennusteemme laskee lähemmäs historiallista tasoa ja on 53,1 % vuonna 2027. One Cloudin lanseeraamisen myötä SaaS-liikevaihdon osuus on selvässä kasvussa, mikä arviomme mukaan

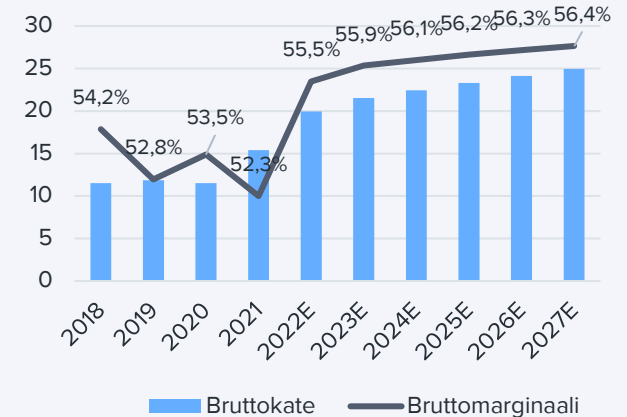
tukee myös koko konsernin bruttokatemarginaalia. SaaS-liiketoiminnassa bruttokate on arviomme mukaan noin 80 % liikevaihdesta ja siten selvästi konsernin historiallista keskiarvoa korkeampi. Konsernin bruttokate kasvaa ennusteissamme 56,4 %:iin vuoteen 2027 mennessä SaaS-liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvun myötä.

Kiinteiden kustannusten osalta ei ole nähtävissä merkittävää nousupainetta vuoden 2022 jälkeen

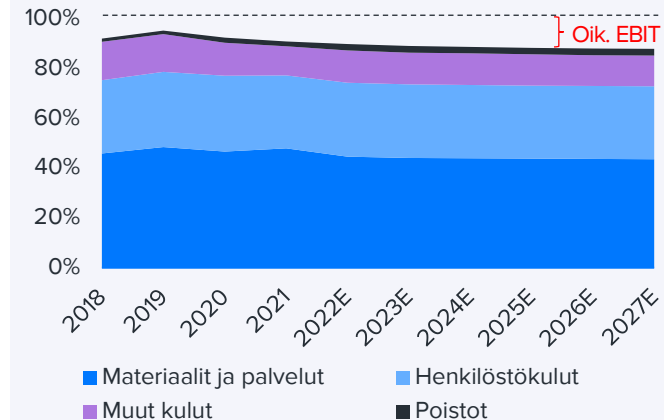
Henkilöstökustannusten osuus liikevaihdesta oli vuonna 2021 29,4 %. Vaikka liikevaihto kasvoikin merkittävästi vuonna 2021, niin henkilöstökustannusten suhteellinen osuus liikevaihdesta on pysynyt melko muuttumattomana, mitä selittää arviomme mukaan korkeammat panostukset ohjelmistokehitykseen (erityisesti One Cloudiin, jota alettiin kehittää vuonna 2019). SaaS-tuotteen liikevaihdon kasvun myötä liiketoimintamallin tulisi kuitenkin skaalautua siten, että henkilöstökustannusten suhteellinen osuus laskee. Ennustamme henkilöstökustannusten kasvavan vuonna 2022 24 % yritysostojen ja ohjelmistokehityksresurssien vahvistamisen myötä ollen 29,7 % liikevaihdesta, minkä jälkeen kustannusten kasvu hidastuu ennusteissamme hieman liikevaihdon orgaanista kasvua alemmalle tasolle. Vuodelle 2027 ennustamme henkilöstökulujen olevan enää 29,2 % liikevaihdesta.

Liiketoiminnan muut kulut olivat 12,7 % liikevaihdesta vuonna 2021. Ennustamme liiketoiminnan muiden kulujen kasvavan vuonna 2022 24 % mm. yritysostojen myötä, minkä jälkeen kasvu jatkaa ennusteissamme hieman liikevaihdon kasvua alemmalla tasolla. Liiketoiminnan muiden kulujen suhteellinen osuus laskee ennusteissamme 12,4 %:iin vuoteen 2027 mennessä.

Bruttokatteen kehitys



Kustannusrakenne (% liikevaihdesta)¹



1) Liiketoiminnan muista kuluista on vähennetty muut tuotot. Poistoihin ei sisälly yrityskauppoihin liittyviä liikearvopoistoja.

Ennusteet (4/6)

Käyttökate paranee SaaS-liiketoiminnan skaalautumisen myötä

Isossa kuvassa arvioimme Tamtronin liikevaihdon kasvavan kustannuksia nopeammin. Vuoden 2022 käyttökate-ennusteemme on 4,6 MEUR (12,9 % liikevaihdosta), eli hyvin lähellä ohjeistusta (13 %) ja vuoden 2021 pro forma –tasoa. Arvioimme JydsK Vægtfabrik –yritystoston vaikuttavan kannattavuuteen laskevasti. Lisäksi arvioimme SaaS-palvelun skaalautumisen ja ohjelmistotiimin kasvattamisen netottavan toisensa vielä tänä vuonna, mutta jatkossa SaaS:in korkea kate alkaa tukea konsernin kannattavuuslukuja. Vuodelle 2023 ohjeistettu 14-15 %:n käyttökate tavoite on mielestämme melko haastava taso (ennustamme 13,7 %). Ohjeistus edellyttää sekä hyvää SaaS-kasvua, että vahvaa katetasoa laitemyynnissä ja elinkaari palveluissa. Ennustamme käyttökateen parantuvan tasaisesti tulevana vuosina ja yltävän 14,8 %:iin vuonna 2027, mikä jää hieman alle yhtiön 16 %:n EBITDA-tavoitteen. Kannattavuuskehitys on riippuvaista erityisesti SaaS-liikevaihdon kasvuvauhdista. Odotettua voimakkaampi kasvu voisi parantaa kannattavuutta enemmänkin tai toisaalta hitaampi kasvu rajoittaisi kannattavuuden parantumista nykytasoltaan.

Olemme arvioineet, että perinteisessä laite- ja elinkaari palveluiden myynnissä EBITDA-marginaali jatkaa pitkälti nykytasollaan ja on pitkällä aikavälillä noin 13 %, mikä vastaa konsernin 2021 pro forma -tasoa. SaaS-liiketoiminnassa arvioimme EBITDA-marginaalin paranevan noin 28 %:iin vuoteen 2027 mennessä liiketoiminnan skaalautumisen myötä. Uskomme SaaS-liiketoiminnan kannattavuuspotentiaalin olevan korkea, koska kilpailevia tuotteita on vain vähän markkinoilla ja toisaalta myyntiprosessi on kustannustehokas.

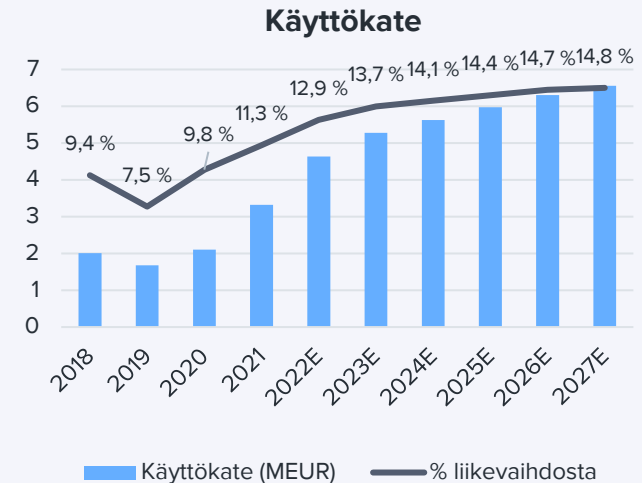
Käyttöomaisuuden poistot pysyvät matalina

Tamtronin liiketoiminta on pääomankäytöltään melko kevyttä, eikä liiketoiminnan kasvattaminen vaadi yhtiöltä merkittäviä orgaanisia investointeja. Siten emme odota myöskään käyttöomaisuuteen kohdistuviin poistoihin merkittävää kasvua nykytasolta. Ennustamme käyttöomaisuuspoistojen olevan vuonna 2022 0,9 MEUR ja kasvavan liikevaihdon mukana keskimäärin 4 % vuoteen 2027 mennessä. Matalien käyttöomaisuuspoistojen ansiosta oikaistu liikevoitto on melko lähellä käyttökateä. Ennustamme oikaistun liikevoiton (EBITA) kasvavan 3,7 MEUR:oon vuonna 2022 (+ 34 % v/v) ja 5,4 MEUR:oon vuonna 2027. Oikaistu liikevoittomarginaali paranee siten merkittävästi vuoden 2021 tasolta 9,4 %:sta 12,3 %:iin ennustejaksomme lopussa vuonna 2027.

Tuloskasvu valuu vahvasti nettotulosriville

Korkeasta velkaantuneisuudesta huolimatta Tamtronin rahoituskulut ovat olleet viime vuosina kohtuulliset. Listautumisannin ja kassavirran myötä vahvistuvan taseen ansiosta odotamme kulujen laskevan selvästi lähivuosina, mikäli uusia yritysostoja ei tehdä. Ennustamme vuoden 2022 rahoituskulujen olevan 1,5 MEUR, josta 0,8 MEUR kertaluonteisia listautumiskuluja. Vuodelle 2023 ennustamme enää 0,5 MEUR rahoituskuluja.

Tamtronin efektiivinen veroaste on vaihdellut historiassa merkittävästi, sillä konsernin raportoitu nettotulos on monena vuonna ollut negatiivinen liikearvon poistojen vuoksi. Olemme asettaneet ennusteissamme veroasteeksi 21%. Liikearvon poistoilla oikaistu nettotulos kasvaa ennusteissamme 2,3 MEUR:oon vuonna 2022 ja 4,0 MEUR:oon vuonna 2027.



Ennusteet (5/6)

Matala investointitarve johtaa hyvään kassavirtaan

Matalista investoinneista johtuen Tamtronin kassakonversio on korkealla tasolla, kun lasketaan kuinka suuri osa käyttökatteesta realisoituu vapaana kassavirtana. Ennustamme Tamtronin operatiivisen kassavirran olevan 3,5 MEUR vuonna 2022 ja kasvavan 5,6 MEUR:oon vuoteen 2027 mennessä. Operatiiviseen kassavirtaan vaikuttaa negatiivisesti käyttöpääoman hienoinen kasvu liikevaihdon kasvun myötä. Bruttoinvestointiennusteet ovat kuitenkin varsin maltilliset, 1,9 MEUR vuonna 2022, josta noin 0,3 MEUR selittyy Jydsck Vaegtfabrikin -yritysostolla. Arvioimme investointitarpeiden olevan tulevina vuosina vuoden 2022 tasoakin vähäisempiä ja lähempänä käyttöomaisuuspoistojen tasoa. Ennustamme investointien olevan 1,2-1,3 MEUR välillä ilman yritysostoja vuosina 2023-27. Vapaan operatiivisen kassavirran ennusteemme on 1,6 MEUR vuodelle 2022 ja kasvaa 4,3 MEUR:oon vuonna 2027.

Tase vahvistui listautumisannin myötä

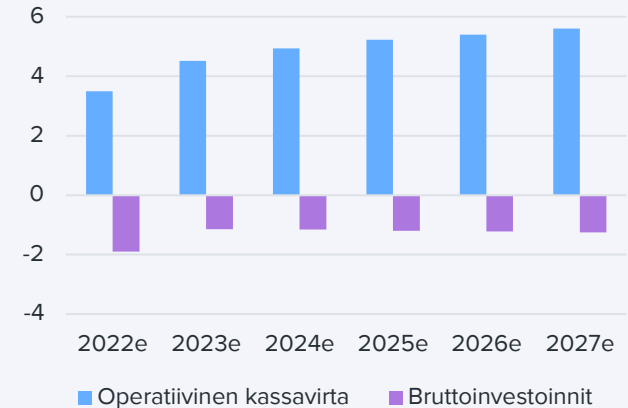
Marraskuun 2022 listautumisannin myötä Tamtronin taseasema vahvistui huomattavasti. Arvioimme nettovelan laskevan vuoden loppuun mennessä 4,3 MEUR:oon ja oman pääoman kasvavan 15,3 MEUR:oon, jolloin yhtiön nettovelkaantumisasaste laskisi 2022 lopussa 28 %:iin ja omavaraisuusaste nousisi 44 %:iin. Ennusteidemme mukainen nettovelka/EBITDA-suhde laskisi terveelle tasolle 0,9x:ään. Arvioimme, että yhtiön nettovelan ja käyttökateen suhteen tulisi pysyä korkeintaan 2-3x:n tasolla tai sen alapuolella, jotta osakkeen riskitaso pysyy kohtuullisena. Yhtiön pankkilainoihin liittyy kovenantteja, joiden yksityiskohtia ei ole julkistettu. Arvioimme nettovelka/EBITDA-kovenantin raja-arvon olevan 3,5-4,0x:n välillä. Tase vahvistunee ajan myötä myös

sisäisen kassavirran ansiosta, sillä yhtiön tämänhetkinen tuloskunto ja kassavirtaprofiili ovat hyvällä tasolla. Ennustamme nettovelka/EBITDA-suhteen laskevan 0,3x:een vuonna 2023, mikäli uusia yritysostoja ei tehtäisi.

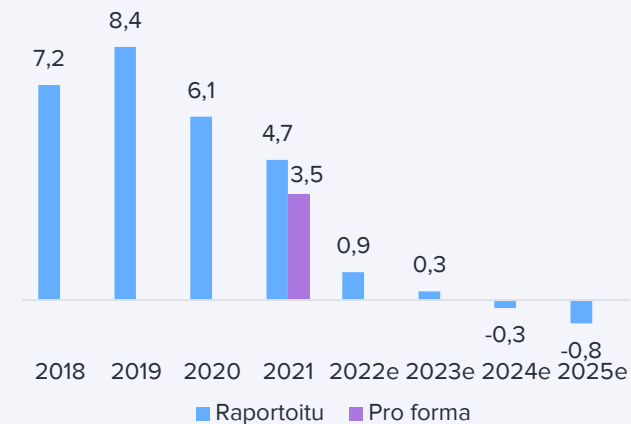
Tase mahdollistaa yritysostojen jatkamisen

Arvioimme, että Tamtronin taseesta olisi irrotettavissa jopa 14 MEUR yritysostoihin, niin että vuoden 2022 ennustettu nettovelan ja käyttökateen välinen suhde pysyisi alle 3:n. Tämä arvio ottaa huomioon mahdollisten yritysostojen myötä kasvavan käyttökateen ja olettaa yritysostojen hinnaksi 8x EV/EBITDA, mikä on yhtiön arvioiman 5-8x vaihteluvälin ylälaidassa. Olettaen ostettavalle kohteelle melko matalan 7 %:n EBITDA-marginaalin, 14 MEUR:olla voitaisiin kasvattaa yhtiön liikevaihtoa 25 MEUR:n verran (lähes 70 % vuoden 2022 liikevaihdosta). Mikäli kohteiden EBIT-marginaali olisi 5 %, kyseiset yritysostot voisivat kasvattaa konsernin oikaistua liikevoittoa 34 %:lla. Laskelma ei huomioi mahdollisia synergiaetuja tai transaktiokustannuksia.

Operatiivinen kassavirta ja investoinnit



Nettovelan suhde käyttökatteeseen



Lähde: Inderes

Ennusteet (6/6)

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminaalijakso (2031e-)
Liikevaihto	21,3	22,4	21,6	29,4	36,0	38,5	40,0	41,5	42,8	44,2	
-kasvu		6 %	-4 %	36 %	22 %	7 %	4 %	4 %	3 %	3 %	2,0 %
-josta orgaanista kasvua		6 %	-4 %	14 %	7 %	6 %	4 %	4 %	3 %	3 %	2,0 %
Laitteet	12,8	13,7	12,7	18,7	22,5	23,9	24,4	24,9	25,3	25,9	
-kasvu %		7 %	-8 %	47 %	21 %	6 %	2 %	2 %	2 %	2 %	
Elinkaaripalvelut	7,9	8,1	8,2	9,2	10,8	11,4	11,7	12,1	12,5	12,8	
-kasvu %		2 %	2 %	12 %	17 %	6 %	3 %	3 %	3 %	3 %	
SaaS	0,6	0,6	0,7	1,6	2,7	3,2	3,9	4,5	5,0	5,5	
-kasvu %		13 %	15 %	119 %	71 %	21 %	20 %	17 %	11 %	10 %	
EBITDA	2,0	1,7	2,1	3,3	4,6	5,3	5,6	6,0	6,3	6,6	
Laitteet + elinkaaripalvelut*					4,3	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	
SaaS*					0,3	0,7	0,9	1,2	1,4	1,5	
EBITDA %	9,4 %	7,5 %	9,8 %	11,3 %	12,9 %	13,7 %	14,1 %	14,4 %	14,7 %	14,8 %	13,2 %
Laitteet + elinkaaripalvelut*					13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	
SaaS*					11,3 %	21,4 %	24,0 %	25,9 %	27,8 %	27,8 %	
Poistot (pl. liikearvo)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	
Oik. EBIT	1,7	1,3	1,7	2,8	3,7	4,3	4,6	4,9	5,2	5,4	
Oik. EBIT %	8,1 %	6,0 %	7,8 %	9,4 %	10,3 %	11,1 %	11,5 %	11,8 %	12,1 %	12,3 %	11,0 %
Liikearvon poistot	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
Raportoitu EBIT	0,3	-0,1	0,3	1,2	2,1	2,7	3,0	3,3	3,6	3,8	11,0 %
Rahoituskulut	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6	-1,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	
Verot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	
Nettotulos	-0,5	-0,7	-0,1	0,1	0,4	1,6	1,9	2,3	2,5	2,8	
Oikaistu nettotulos	0,6	0,4	1,0	1,4	2,3	2,9	3,2	3,5	3,8	4,0	
Operatiivinen kassavirta	2,5	1,3	2,0	2,8	3,5	4,5	4,9	5,2	5,4	5,6	
Bruttoinvestoinnit (ei sis. M&A)	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-1,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	
Nettovelka	14,4	14,2	12,9	15,6	4,3	1,6	-1,5	-4,7			
Nettovelka/EBITDA	7,2	8,4	6,1	4,7	0,9	0,3	-0,3	-0,8			
Nettovelka (vain pankkilainat)	8,7	8,5	7,2	7,6							
Nettovelka/EBITDA (vain pankkilainat)	4,4	5,1	3,4	2,3							
Maksetut osingot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	
Osinko/raportoitu nettotulos	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	31,2 %	19,8 %	26,5 %	28,6 %	25,0 %	25,0 %	

* Käyttökäteen arvioitu jakautuminen eri liikevaihtolajeille perustuu yksinkertaisiin oletuksiin. Inderesillä ei ole yksityiskohtaista tietoa miten eri kululajit jakautuvat laitemyynnin, palveluiden tai SaaS-liikevaihdon kesken.

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Hyvä asema arvoketjussa mahdollistaa pääomakevyen liiketoimintamallin

2.

Pilvipalvelut mahdollistavat hyvän orgaanisen kasvun vaikka laitemarkkinan kasvu onkin hidasta

3.

M&A tuo lisäpotentiaalia arvonluontiin

4.

Laitteiden kysyntä noudattelee tyypillistä teollista sykliä, palvelut tuovat tasaista ja kannattavaa liikevaihtoa

5.

Laaja ja hajautunut asiakaskunta

Potentiaali



- Vahva asema arvoketjussa mahdollistaa pääomakevyen liiketoimintamallin ja kannattavan palveluliiketoiminnan
- Datapalveluiden vyörytys nykyiseen laitekantaan kiihdyttäisi kasvua ja parantaisi kannattavuutta
- Potentiaalia konsolidoida fragmentoitunutta toimialaa. Tamtronilla on selkeä resepti arvonluontiin yrityskauppojen avulla
- Hajautunut asiakaskunta, mutta maantieteellisesti vielä melko riippuvainen Pohjoismaista

Riskit



- Vaakamarkkinan kasvu on maltillista ja seuraa karkeasti BKT:n kehitystä
- Teollisuuden vaakojen kysyntään liittyy suhdanneriskiä
- Yritystovetoinen kasvu tarkoittaisi runsaita rahoitustarpeita, mihin voidaan hyödyntää niin velkarahoitusta kuin osakeantajakin
- SaaS-liiketoiminnan pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyy epävarmuutta

Arvonmääritys (1/5)

Arvonmäärityksen yhteenveto

Tamtronin liiketoiminta on kokonaisuutena kannattavaa, pääomakevyttä ja kasvaa kohtuullisen hyvin. Yhtiön perinteisessä teollisessa liiketoiminnassa (laitekauppa ja elinkaaripalvelut) orgaaninen kasvuprofiili on maltillisempaa, mutta hajautunut markkina tarjoaa mahdollisuuksia runsaallekin yritysostovetoiselle kasvulle. SaaS-liikevaihto puolestaan kasvaa voimakkaasti orgaanisin voimin vuonna 2020 julkaistun punnitusratkaisuihin kehitetyn tiedonhallintaohjelmiston One Cloudin ansiosta. Arvioimme korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon kasvun nostavan konsernin kannattavuutta pitkällä aikavälillä. Tamtronia tulee kuitenkin mielestämme tarkastella kokonaisuutena, sillä SaaS-liikevaihto on erottamaton osa konsernin laite- ja palveluliiketoimintaa. Osien summa –arvostusmenetelmän käyttäminen, jossa SaaS-liikevaihdolle annettaisiin erityistä arvoa, voisi tulla relevantiksi mikäli SaaS-kasvu jatkuisi erittäin voimakkaana ja liikevaihdon osuus kokonaisuudesta kasvaisi merkittävästi. Yritysostovetoinen kasvu tukee myös SaaS-liiketoiminnan kasvua ja mahdollistaa synergiaetuja, mutta emme ole sisällyttäneet yritysostoja ennusteisiimme tai laskeneet potentiaalisia M&A-synergioita mukaan määrittämäämme käypään arvoon.

Suosimme tulos pohjaisia arvostuskertoimia

Tulospohjaiset arvostuskertoimet soveltuvat mielestämme parhaiten Tamtronin arvostamiseen, sillä yhtiölle löytyy kaksi kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan vertailukelpoista punnitusratkaisuja tarjoavaa verrokkiyhtiötä, Precia Molen ja Vishay Precision Group. Verrokkit hinnoitellaan vuodelle 2023e EV/EBIT-kertoimilla 10-12x. Näiden kertoimien soveltaminen Tamtronin 2023e oikaistuun liikevoittoon¹ määrittäisi

osakkeen arvon välille 6,4-7,6 euroa. Mikäli Tamtron yltäisi vuoden 2023 ohjeistuksensa vaihteluvälin keskikohtaan kasvun ja käyttökäteen osalta, 10-12x EV/EBIT-kertoimilla osakkeen arvostus nousisi arviomme mukaan 6,7-8,0 euroon.

Myös DCF toimii arvonmäärityksen työkaluna

Myös kassavirtapohjainen arvostusmenetelmä (DCF) sopii mielestämme melko hyvin yhtiön arvostamiseen, sillä kannattavuus on suhteellisen vakaalla pohjalla. DCF-menetelmämme antaisi yksittäiselle osakkeelle on arvoksi 7,2 euroa. Olemme asettaneet pääoman tuottovaateeksi 9,2 %, terminaalijakson vuosikasvuksi 2,0 % ja terminaalijakson käyttökatemarginaaliksi 13,2 % mikä jää alle yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen (16 %) sekä vuoden 2027 ennusteemme (14,8 %).

Pidämme tasepohjaisen arvostuksen (P/B) käyttöä ongelmallisena yhtiön pääomakevyyden liiketoimintamallin takia. Myöskään osinkotuotto ei mielestämme sovi hyvin yhtiön arvostusmittariksi, sillä pääomaa halutaan käyttää ensisijaisesti kasvuun ja yhtiön ulos maksama osinko tulee arviomme mukaan jäämään ainakin keskipitkällä aikavälillä suhteellisen pieneksi.

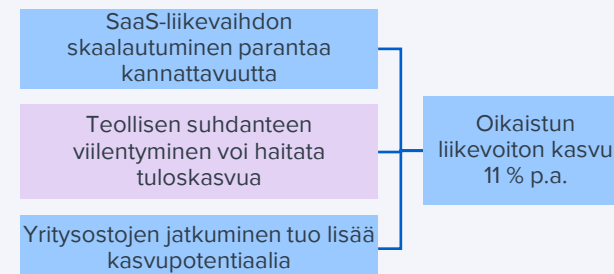
Osakekohtainen arvo 6,4-7,6 euroa

Näkyvyys yhtiön nousujohteisen vuoden 2023 ohjeistuksen toteutumiseen on toimintaympäristön epävarmuuksista johtuen rajallinen, mutta arvostus näyttää tulos pohjaisesti houkuttelevalta vaikka vuoden 2023 kasvu ja kannattavuus jäisivätkin ohjeistettujen vaihteluvälin alalaitaan. Arvioimme osakkeen käyväksi arvoksi 6,4-7,6 euroa perustuen oikaistuihin EV/EBIT-kertoimiin 10-12x vuodelle 2023e.

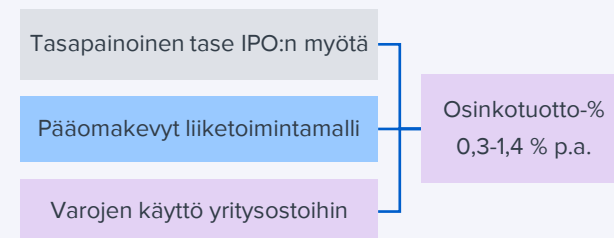
Osaketuoton ajurit 2022-24e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

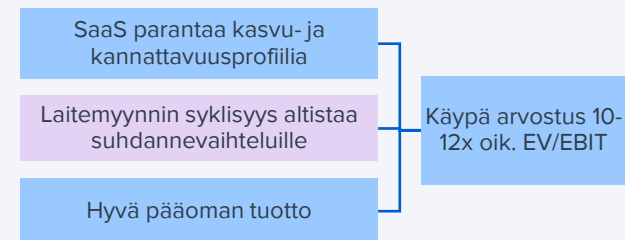
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



1) Oik. liikevoitto korjattu yrityskauppoihin liittyvillä liikearvopoistoilla, jotka eivät vaikuta tuleviin kassavirtoihin.

Lähde: Inderes

Arvonmääritys (2/5)

Laitemyynnin ja elinkaaripalveluiden arvoon vaikuttavat tekijät

Laitemyynti noudattelee teollisuuden syklejä.

Laitemyynnin liikevaihto laski koronapandemian johdosta 8 % vuonna 2020 ja toipui vuonna 2021 kasvaen arviomme mukaan noin 15 % orgaanisesti.

Pitkän aikavälin kasvu on melko vaatimatonta.

Punnituslaitteiden ja elinkaaripalveluiden euromääräinen vuotuinen kasvu on vain 1,4 % globaalisti, joskin teollisuuden punnitusratkaisut kasvavat hieman muita segmenttejä nopeammin¹.

Palveluliikevaihto kehitty vakaasti.

Elinkaaripalveluiden osuus liikevaihdosta oli 30 % vuonna 2021 ja sen osuus suhteessa laitemyynniin kasvaa hieman ajan myötä laitekannan kasvaessa.

Bruttokate on korkea ja käyttökatekin hyvällä tasolla.

Bruttokate on ollut yli 50 %:n tasolla viimeisten 10 vuoden aikana, mikä on korkea taso alalla ja kuvastaa yhtiön tuottamaa lisäarvoa asiakkaille. Käyttökatekin on hyvällä tasolla (2021 pro forma: 13 %).

Kevyt taserakenne mahdollistaa hyvän sijoitetun pääoman tuoton.

Tamtronin liiketoiminta sitoo vain vähän pääomaa, sillä pitkäaikaista käyttöomaisuutta oli vuoden 2021 lopussa taseessa vain 2,6 MEUR ja nettokäyttöpääomaa 3,6 MEUR. Arviomme vuoden 2022 liikearvon poistoilla oikaistun sijoitetun pääoman tuoton olevan 16 % vuonna 2022.

Liikevaihdon hajautuneisuus vähentää riskejä.

Yksittäisten asiakkaiden osuus liikevaihdosta jää suurimpienkin asiakkaiden kohdalla alle viiden prosenttiyksikön. Suomen osuus liikevaihdosta on viimeisimpien yritysostojen myötä enää vain noin 25 %, joten maantieteellinenkin hajautus on parantunut.

SaaS-liiketoiminnan arvoon vaikuttavat tekijät

Liikevaihto kasvaa voimakkaasti. SaaS-liikevaihto kasvoi vuonna 2021 119 % ja odotamme kasvun olevan vuonna 2022 edelleen korkealla 71 %:n tasolla. Uusi tuote näyttäisi saavuttaneen asiakaskunnan suosion nopeasti yhtiön nykyisillä markkina-alueilla.

Liikevaihto on jatkuvaluonteista ja vaihtuvuus pientä.

Laitteen elinkaari on tyypillisesti 5-20 vuotta, joten ostopäätökset tehdään pitkän aikavälin tarpeita silmällä pitäen. Datapalvelun toimittajan vaihtaminen on arviomme mukaan harvinaista myös kilpailevien ratkaisujen matalasta lukumäärästä johtuen.

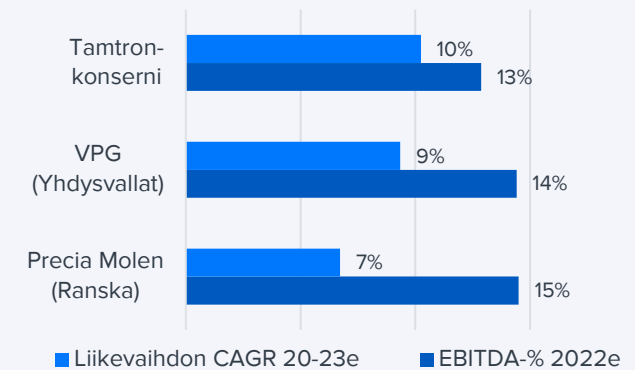
Liiketoimintamalli on skaalautuva. Palvelun myyminen on Tamtronille resurssitehokasta ja tapahtuu tyypillisesti uuslaitemyynnin tai vuosihuoltosopimusten yhteydessä. Ohjelmiston kehitysresursseihin on investoitu viime aikoina, mutta merkittäviä lisärekrytoiteja ei ole suunnitelmassa. Bruttokatemarginaali on arviomme mukaan noin 80 %.

Yhtiöllä on selkeä resepti markkinapotentiaalın realisoimiseen. Jakeluyhtiöiden ostaminen kasvattaa laitekantaa ja asiakassuhteita, jotka mahdollistavat SaaS-palveluiden myynnin uusille asiakkaille.

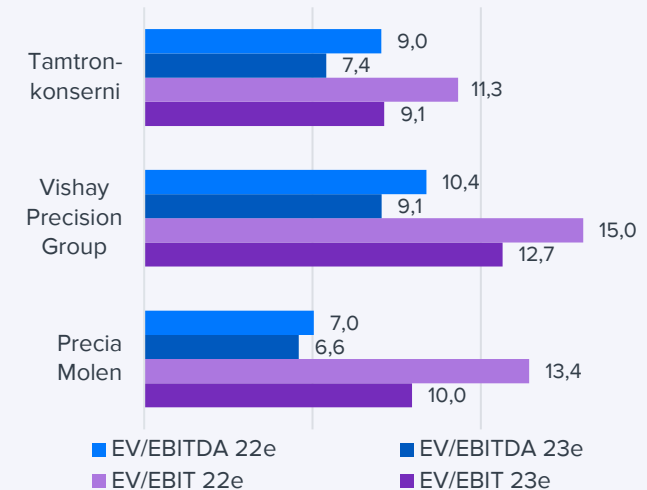
Kilpailu on vähäistä. Teollisuuden punnitusten tiedonhallintaratkaisut on niche-markkina, jonka globaali potentiaali on arviomme mukaan vain satoja miljoonia euroja. Vähäinen kilpailu tekee hinnoitteluympäristöstä Tamtronille suosiollisen.

Toiminnan mittakaava on vielä pientä. Vuoden 2021 liikevaihto oli vasta 1,6 MEUR ja vuodelle 2022 odotamme 2,7 MEUR:n liikevaihtoa. Pienestä mittakaavasta johtuen toiminnan pitkän aikavälin kannattavuuttakaan ei ole vielä todistettu käytännössä.

Tamtronin ja ydinverrokkiryhmän kasvu- ja kannattavuusprofiili²



Tamtronin ja ydinverrokkiryhmän arvostuskertoimet



2) Kasvuluvuista korjattu pois yritysostot

Lähde: Bloomberg, yhtiöiden tiedot, Inderes, Thomson

Reuters

1) Research and Markets (Weighing systems global market insights analysis and forecast to 2027)

Arvonmääritys (3/5)

Ydinverrokkiryhmä koostuu kahdesta punnitusratkaisujen tarjoajasta

Olemme koonneet laitemyynnin ja elinkaaripalveluiden hyväksyttävän arvostustason määrittämisen tueksi kompaktin verrokkiryhmän, joka koostuu kahdesta listatusta teollisuuden punnitusratkaisuja tarjoavasta yhtiöstä, jotka ovat VPG ja Precia Molen.

VPG (Vishay Precision Group) on yhdysvaltalainen teollisuuden mittauslaitteita valmistava yhtiö, jonka liikevaihto vuonna 2021 oli 318 MUSD. Punnitusratkaisut muodostivat 38 % yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön oikaistu käyttökate oli 15,7 % liikevaihdosta ja bruttokate 39 %. Tuotto liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle oli laskujemme mukaan 12 %.

Precia Molen on ranskalainen teollisuuden punnitusratkaisuja kehittävä yhtiö, jonka liikevaihto vuonna 2021 oli 151 MEUR. Yhtiön käyttökate oli 14,7 % liikevaihdosta. Liiketoiminta on maantieteellisesti keskittynyttä, sillä vuonna 2021 56 % liikevaihdosta syntyi yhtiön kotimaasta Ranskasta. Tuotto liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle oli laskujemme mukaan 16 %.

Tamtronia voidaan hinnoitella linjassa verrokeihin

Mielestämme Tamtronia voidaan arvostaa linjassa verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien kanssa, sillä verrokkien kasvu- ja kannattavuusprofiilit ovat melko vastaavat kuin Tamtronin. Valitut verrokkiyhtiöt ovat kyllä kokoluokaltaan Tamtronia suurempia, mutta toisaalta Tamtronin liiketoiminnassa on myös sijoittajan näkökulmasta positiivisia elementtejä, kuten liikevaihdon hajautuneisuus asiakkaiden ja maiden välillä, jatkuvaluonteisten palveluiden melko korkea osuus sekä korkea bruttokate.

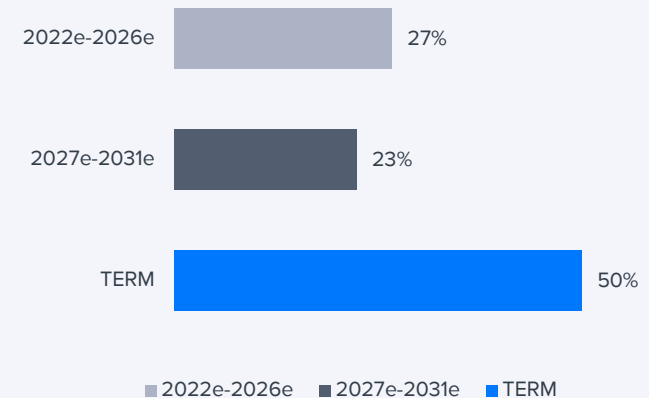
Olemme soveltaneet verrokkien EV/EBIT-kertoimia Tamtronin oikaistuun EBIT:iin (EBITA), sillä Tamtronilla on runsaasti kirjanpidollisia yrityskauppoihin liittyviä liikearvopoistoja, jotka tulee mielestämme oikaista pois arvonmääritysvaiheessa, sillä niillä ei ole merkitystä tulevaisuuden kassavirtoihin. Verrokkiyhtiöillä vastaavien liikearvopoistojen määrä suhteessa liikevaihtoon oli vuonna 2021 vain 0,4-1,0 % liikevaihdosta, kun Tamtronilla suhde oli 5 %.

DCF:n soveltaminen relevanttia Tamtronin kohdalla

Pidämme DCF-menetelmää soveltuvana arvonmääritysmenetelmänä, sillä Tamtron on jo selvästi kannattava yhtiö ja näkyvyys tulevaisuuden kassavirtoihin on kohtalaisen hyvä. DCF-arvonmäärityksemme antaa Tamtronin yritysarvoksi 50,8 MEUR ja osakekannan arvoksi 46,1 MEUR ottaen huomioon vuoden 2021 lopun nettovelan (4,3 MEUR) ja vähemmistöosuudet (0,3 MEUR). Osakekohtainen käypä arvo olisi siten DCF-mallimme mukaan 7,2 euroa.

Olemme asettaneet Tamtronin keskimääräiseksi pääoman kustannukseksi 9,2 %, mikä ottaa mielestämme huomioon toisaalta yhtiön kassavirtojen melko hyvän ennustettavuuden sekä toisaalta yhtiön pienen koon ja syklisen elementin. Konsernin oman pääoman kustannusoletus on 11,5 % ja vieraan pääoman kustannusoletus 5,0 %. DCF-arvonmäärityksessä oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun olevan 3 % vuosina 2028-30 ja pitkällä aikavälillä 2 %. Kannattavuuden osalta olemme ottaneet varovaisemman lähestymistavan ja olettaneet käyttökatemarginaalin laskevan vuoden 2027 14,8 %:sta 13,2 %:iin pitkällä aikavälillä. Arvioimme poistojen ja investointien olevan pitkällä aikavälillä karkeasti yhtä suuret.

DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvonmääritys (4/5)

Ennusteidemme mukaisesti 27 % yritysarvosta syntyy vuosien 2022-26 diskontatuista kassavirroista, 23 % vuosilta 2027-31 ja 50 % terminaaliyksikolta. Arvonmääritys on luonnollisesti herkkä valittujen parametrien muutoksille. Arvioimme yhden prosenttiyksikön laskun pääoman tuottovaateesta nostavan kassavirtamallin osoittamaa yritysarvoa 18 %:lla ja vastaavasti prosenttiyksikköä korkeamman tuottovaateen laskevan yritysarvoa 13 %:lla. Prosenttiyksikön muutos terminaaliyksikön kasvuoletuksessa puolestaan muuttaisi käypää arvoa noin +/- 7 %. Käyttökatemarginaalin muutos prosenttiyksiköllä puolestaan muuttaisi käypää arvoa noin +/- 6 %.

Yritysostoilla tapahtuvan arvonluonnin arvioiminen

Emme huomioi tulevia yritysostoja ennusteissamme tai käyvän arvon määrittämisessä, mutta pyrimme arvioimaan paljonko Tamtron voisi luoda arvoa yritysostoilla positiivisessa skenaariossa, kuitenkin kohtuullisia oletuksia käyttäen. Tamtron on identifoinut noin 40 potentiaalista yritysostokohdetta Euroopasta, joiden liikevaihdot vaihtelevat tyypillisesti 1-15 MEUR:n välillä. Se suunnittelee tekevänsä vuosittain 1-2 yritysostoa ja pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan yritysostojen avulla 44 MEUR:n verran vuoteen 2027 mennessä. Tämän toteuttaminen tarkoittaisi 5-10 MEUR:n vuotuista epäorganista liikevaihdon kasvua strategiakauden aikana. Ostokohteista valtaosa on laitteiden jakeluun sekä elinkaaripalveluihin keskittyneitä melko vaatimattomalla kannattavuudella toimivia yhtiöitä.

SaaS-ristiinmyynnillä kasvusynergioita

Yritysostovetoista arvonluontia pyritään toteuttamaan ensisijaisesti liikevaihdon synergioiden kautta. Jakelu- ja palveluyhtiöiden ostaminen mahdollistaa

Tamtronille korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon luomisen myymällä edistynyttä One Cloud – tiedonhallintapalveluaan sekä uusmyynnin yhteydessä että ostettavan kohdeyrityksen olemassa olevan laitekannan omistajille. Olemme arvioineet, että ostokohteiden EBITDA-marginaalia voitaisiin kasvattaa noin 3 %-yksikön verran, mikäli ostokohteen asennetusta laitekannasta 20 % saataisiin SaaS-asiakkaiksi 1300 euron vuotuisella keskihinnalla. Laskelma olettaa, että ostettavalla kohteella olisi 150 vaa'an asennuskanta per 1 MEUR vuotuista liikevaihtoa. Markkinasta riippuen näemme potentiaalia suurempaankin SaaS-penetraatioon useamman vuoden aikajänteellä. Olemme olettaneet SaaS-liikevaihdon katteeksi 80 %, sillä tuotteen myyminen on käsityksemme mukaan resurssitehokasta ja sitä voidaan tehdä uusmyynnin sekä huoltopalveluiden myynnin ohessa. Mikäli henkilöstöä jouduttaisiin kasvattamaan myyntiä varten, voisivat kohonneet henkilöstökulut haukata merkittävän osan saavutettavasta SaaS-liikevaihdosta ja vaikeuttaa arvonluontia.

Ostokohteiden arvostustasot suhteellisen edukkaita

Ostokohteiden potentiaalisesti edullinen hintalappu tukee yritysostojen kautta tapahtuvaa arvonluontia, sillä pienillä niche-markkinoilla toimiville punnitusratkaisuja tarjoaville yhtiöille löytyy vain rajallinen määrä potentiaalisia ostajaehdokkaita. Tamtron on arvioinut ostokohteiden kauppahintojen pyörivän tyypillisesti 5-8x tasolla EV/käyttökate – kertoimella mitattuna, kun Tamtronin käypä arvo vastaa arviomme mukaan EV/käyttökate-kertoimia 11x ja 9x vuosien 2022-23 ennusteillamme. Tamtronin nykyinen arvostus on kuitenkin vain 9x ja 7x EV/EBITDA vuosille 2022-23.

Esimerkki SaaS-synergioiden syntyemisestä¹

Ostokohteen tunnusluvut ilman synergioita	MEUR
Liikevaihto	5,0
EBITDA	0,35
EBITDA-%	7 %
Laitekanta (kpl)	750

Synergioiden toteutuminen

One Cloud penetraatio laitekannassa	20 %
Liikevaihdon synergia	0,20
SaaS-myyntikate	80 %
EBITDA synergia	0,16

Tunnusluvut synergioiden toteuduttua

Liikevaihto	5,2
EBITDA	0,51
EBITDA-%	10 %

Yrityskaupan hinta

EV/EBITDA (ilman synergioita)	7,0
EV/EBITDA (synergioiden kanssa)	4,8

¹) Esimerkki on kuvitteellinen. Asennetun laitekannan koko suhteessa liikevaihtoon noudattelee keväällä 2022 toteutettua Jydsk Vægtfabrik –yritysostoa. Lähde: Inderes

Arvonmääritys (5/5)

Arvonluontipotentiaalia määrittäessämme olemme oletaneet ostettavien kohteiden kauppahinnaksi 7x EV/EBITDA ja käyväksi arvoksi 9x EV/EBITDA. Olemme käyttäneet samaa 9x EV/EBITDA-kerrointa ostetun perinteisen liiketoiminnan lisäksi myös SaaS-synergioiden arvostamiseen. Arvostuskertoimet ovat kriittinen muuttuja arvonluontiyhtälössä. Arvioimme Tamtronin arvostuskertoimien ainakin osittain heijastelevan yhtiön liiketoiminnan orgaanista kehitystä, joten onnistuminen orgaanisessa kasvussa ja kannattavuuden parantamisessa tukisivat myös M&A-vetoinen strategian arvonluontimahdollisuuksia. Vastaavasti heikko orgaaninen suorittaminen vaikeuttaisi yritysostovetoista arvonluontia.

Tamtronin M&A-strategia voisi luoda arvoa 19 MEUR:n verran positiivisessa skenaariossa

Laskemamme positiivisen skenaarion perusteella Tamtron voisi luoda arvoa vuoteen 2027 ulottuvalla yritysostostrategiallaan 19 MEUR:n verran. Tämä edellyttää onnistunutta strategian toteutusta pitäen sisällään strategiassa määritetyn 44 MEUR:n liikevaihdon ostamisen kohtuullisella hinnalla (7x EV/EBITDA) sekä liikevaihdon synergioiden saavuttamisen One Cloud –tuotteen ristiinmyynnillä (20 % penetraatio ostettuun laitekantaan). Arvonluontipotentiaalista 67 % (12 MEUR) selittyy liikevaihdon synergioilla ja 33 % (6 MEUR) olemassa olevaan liiketoimintaan kohdistuvalla korkeampia arvostuskertoimia hyödyntävällä teollisella arbitraasilla. Arvioimme nykyisen taseen riittävän karkeasti puoleen tavoitellusta yritysostoilla tapahtuvasta liikevaihdon kasvattamisesta. Yhtiö voi listautumisen myötä käyttää omia osakkeitaan rahoitusvälineenä aiempaa helpommin, mikä tosin edellyttää osakekurssin ja arvostuskertoimien suotuisaa

kehitystä. Yritysostoja voidaan rahoittaa osittain myös Tamtronin sisäisellä kassavirralla.

Pidämme rakentamaamme skenaariota melko positiivisena lopputulemana, jonka toteutumiseen liittyy epävarmuutta. Yritysostoihin liittyy riskejä sillä esimerkiksi asiakkaat voivat suhtautua uuteen omistajaan tai Tamtronin uusiin tuotteisiin epäluuloisesti. Toisaalta Tamtronin vahva markkinatuntemus ja pitkäaikaiset suhteet monien ostokohdekandidaattien kanssa rajoittavat yritysostostrategian riskitasoa. Muita strategiaa uhkaavia riskejä voisivat olla mm. lisääntyvä kilpailu SaaS-palveluissa, vaikeudet kerätä rahoitusta yritysostoja varten tai esimerkiksi ostettujen kohteiden avainhenkilöiden poistuminen yhtiön palveluksesta.

M&A-strategian arvonluontipotentiaali olettaen 44 MEUR ostettua liikevaihtoa¹

Arvonluonnin yhteenveto	MEUR
Ostettu liikevaihto	44,0
Ostettu käyttökate (7 % liikevaihdosta)	3,1
Kauppahinta (7x EV/EBITDA)	21,6
Toteutuneet EBITDA-syngiat	1,4
Arvonluonti synergioiden kautta	12,4
-Sovellettu käypä EV/EBITDA-kerroin	9x
Arvonluonti multippeliarbitraasin kautta	6,2
-Sovellettu käypä EV/EBITDA-kerroin	9x
Arvonluonti yhteensä	18,5

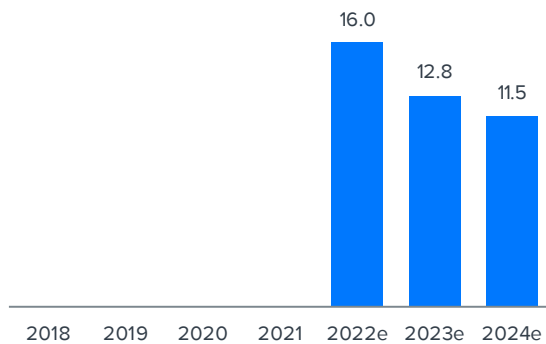
1) 44 MEUR:n yritysostovetoinen kasvu perustuu yhtiön julkilausumaan strategiseen tavoitteeseen.

Arvostustaulukko

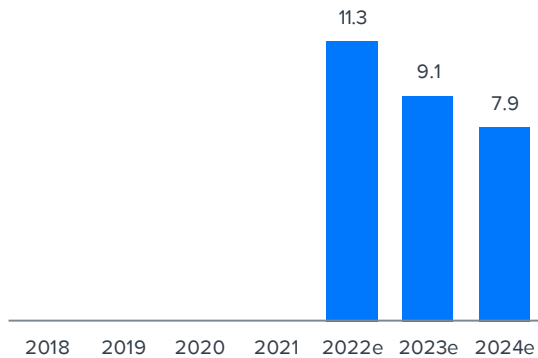
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,78	5,78	5,78	5,78
Osakemäärä, milj. kpl	6,45	6,45	6,45	6,45
Markkina-arvo	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)	42	39	36	33
P/E (oik.)	16,0	12,8	11,5	10,5
P/E	90,1	22,8	19,1	16,5
P/Kassavirta	2,9	11,1	9,8	9,2
P/B	2,5	2,2	2,0	1,9
P/S	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	9,0	7,4	6,4	5,5
EV/EBIT (oik.)	11,3	9,1	7,9	6,7
Osinko/tulos (%)	31,2 %	19,8 %	26,5 %	28,6 %
Osinkotuotto-%	0,3 %	0,9 %	1,4 %	1,7 %

Lähde: Inderes

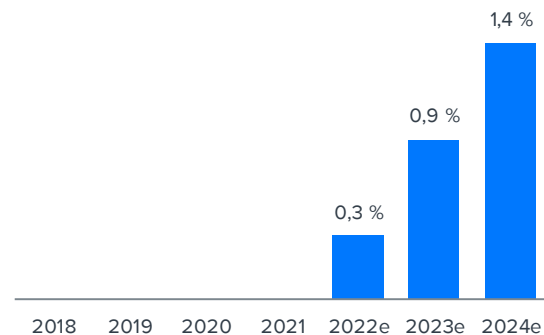
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Precia Molen	167	165	13,4	10,0	7,0	6,6	1,0	1,0	20,9	14,9	1,3	1,6	1,8
Vishay Precision Group	530	511	15,0	12,7	10,4	9,1	1,5	1,4	16,6	15,3			1,8
Robit	54	83	13,9	12,8	7,0	7,0	0,7	0,7	13,1	13,1	2,0	3,1	1,0
Norrhydro Group	37	37	18,4	12,3	12,3	9,2	1,2	1,0	22,5	17,8	1,5	1,8	3,1
Glaston	78	97	12,1	6,9	6,0	4,5	0,5	0,4	14,3	9,3	3,2	4,9	1,1
Tamtron (Inderes)	37	42	11,3	9,1	9,0	7,4	1,2	1,0	16,0	12,8	0,3	0,9	2,5
Keskiarvo			14,6	10,9	8,5	7,3	1,0	0,9	17,5	14,1	2,0	2,8	1,8
Mediaani			13,9	12,3	7,0	7,0	1,0	1,0	16,6	14,9	1,7	2,5	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			-19 %	-26 %	28 %	6 %	13 %	3 %	-4 %	-14 %	-80 %	-65 %	37 %

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

Ydinverrokkiryhmä Tamtronin osakkeen arvonmäärittystä varten koostuu teollisuuden punnitusyhtiöistä Precia Molenista ja Vishay Precision Groupista. Robit, Norrhydro Group ja Glaston puolestaan tarjoavat vertailukohdan kotimaisten teollisuutta palvelevien pienikokoisten teknologiayhtiöiden arvostustasoista.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	21,6	11,4	18,0	29,4	15,6	20,4	36,0	17,1	21,5	38,5	40,0	41,5
Konserni	21,6	11,4	18,0	29,4	15,6	20,4	36,0	17,1	21,5	38,5	40,0	41,5
Käyttökate	2,1	1,2	2,1	3,3	1,8	2,8	4,6	2,1	3,1	5,3	5,6	6,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,9	-1,2	-2,1	-1,1	-1,4	-2,5	-1,3	-1,3	-2,6	-2,6	-2,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,7	1,0	1,8	2,8	1,4	2,3	3,7	1,6	2,6	4,3	4,6	4,9
Liikevoitto	0,3	0,3	1,0	1,2	0,7	1,4	2,1	0,8	1,8	2,7	3,0	3,3
Konserni	0,3	0,3	1,0	1,2	0,7	1,4	2,1	0,8	1,8	2,7	3,0	3,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-1,2	-1,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	0,0	0,0	0,6	0,6	0,4	0,2	0,6	0,6	1,6	2,2	2,6	3,0
Verot	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,3	0,1	0,4	0,4	1,2	1,6	1,9	2,3
EPS (oikaistu)	0,15	0,08	0,13	0,21	0,14	0,23	0,36	0,17	0,28	0,45	0,50	0,55
EPS (raportoitu)	-0,02	-0,01	0,03	0,02	0,05	0,02	0,06	0,07	0,19	0,25	0,30	0,35

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,8 %		-16,4 %	36,3 %	37,3 %	13,0 %	22,4 %	9,3 %	5,3 %	7,0 %	3,8 %	3,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	24,6 %		6,8 %	64,3 %	41,5 %	30,0 %	34,0 %	20,4 %	13,0 %	15,7 %	7,1 %	6,8 %
Käyttökate-%	9,8 %	10,6 %	11,7 %	11,3 %	11,6 %	13,9 %	12,9 %	12,6 %	14,6 %	13,7 %	14,1 %	14,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,8 %	8,5 %	9,9 %	9,4 %	8,8 %	11,5 %	10,3 %	9,6 %	12,3 %	11,1 %	11,5 %	11,8 %
Nettotulos-%	-0,6 %	-0,4 %	1,1 %	0,5 %	2,0 %	0,5 %	1,1 %	2,5 %	5,6 %	4,2 %	4,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos (EPS) esitetty suhteessa vuoden 2022 lopun arvioitun osakemäärään (6,45 miljoonaa).

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	13,2	15,9	15,3	13,8	12,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	12,3	14,7	13,1	11,5	9,9
Käyttöomaisuus	0,7	1,1	2,1	2,2	2,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	9,2	12,8	19,6	20,8	21,5
Vaihto-omaisuus	3,8	5,6	7,2	7,6	7,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,8	5,1	6,2	6,7	6,9
Likvidit varat	1,6	2,1	6,1	6,5	6,8
Taseen loppusumma	22,5	28,7	34,9	34,7	33,8

Lähde: Inderes

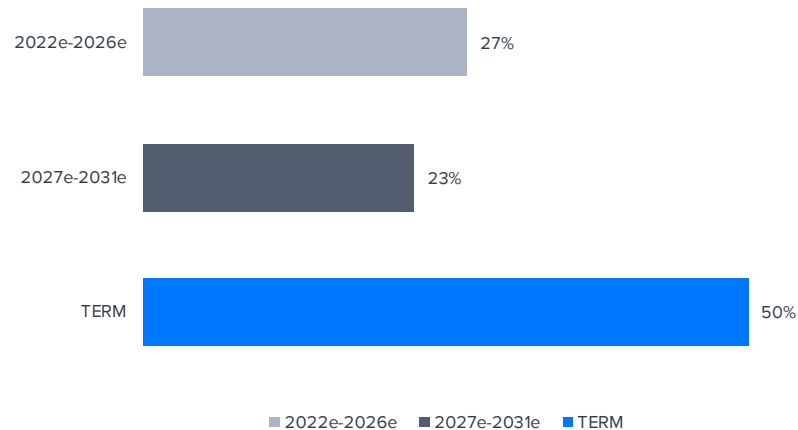
Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	3,4	3,9	15,3	16,8	18,4
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	1,7	1,7	1,9	3,4	5,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,6	2,1	13,3	13,3	13,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	13,3	16,3	7,4	5,4	3,3
Laskennalliset verovelat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta*	13,1	16,2	7,3	5,3	3,2
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	5,8	8,5	12,1	12,5	12,1
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	1,5	3,1	2,8	2,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,5	7,0	9,0	9,6	10,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	22,5	28,7	34,9	34,7	33,8

Yrityssostojen myötä syntynyt liikearvo esitetään rivillä "Aineettomat hyödykkeet". Valtaosa aineettomista hyödykkeistä koostuu yritysostojen myötä syntyneestä liikearvosta (2021: 13,2 MEUR).

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	36,3 %	22,4 %	7,0 %	3,8 %	3,7 %	3,3 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,2 %	5,8 %	7,0 %	7,5 %	8,0 %	8,4 %	8,6 %	11,3 %	11,3 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Liikevoitto	1,2	2,1	2,7	3,0	3,3	3,6	3,8	5,2	5,3	5,3	5,4	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	1,5	1,3	1,2	1,1	
- Maksetut verot	-0,4	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,4	3,5	4,5	4,9	5,2	5,4	5,6	5,6	5,5	5,4	5,3	
+ 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	-4,9	-1,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,5	1,6	3,4	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,3	4,2	4,1	
+/- Muut	0,0	11,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,5	12,8	3,4	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,3	4,2	4,1	57,2
Diskontattu vapaa kassavirta		12,7	3,1	3,2	3,1	2,9	2,8	2,5	2,3	2,0	1,8	25,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		62,0	49,3	46,3	43,1	40,0	37,1	34,4	31,8	29,5	27,5	25,7
Velaton arvo DCF		62,0										
- Korolliset velat		-17,6										
+ Rahavarat		2,1										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		46,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,68
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Listautumisannin vaikutus Tamtronin nettovelkaan huomioitu rivillä ”Muut”. Vaikutusta ei ole huomioitu graafissa ”Rahavirran jakauma jaksoittain”.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	22,4	21,6	29,4	36,0	38,5	EPS (raportoitu)	-0,11	-0,02	0,02	0,06	0,25
Käyttökate	1,7	2,1	3,3	4,6	5,3	EPS (oikaistu)	0,06	0,15	0,21	0,36	0,45
Liikevoitto	-0,1	0,3	1,2	2,1	2,7	Operat. kassavirta / osake	0,21	0,32	0,37	0,54	0,70
Voitto ennen veroja	-0,6	0,0	0,6	0,6	2,2	Vapaa kassavirta / osake	0,12	0,29	-0,39	1,98	0,52
Nettovoitto	-0,7	-0,1	0,1	0,4	1,6	Omapääoma / osake	0,57	0,52	0,58	2,35	2,58
Kertaluontoiset erät	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,02	0,05
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	23,8	22,5	28,7	34,9	34,7	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	-4 %	36 %	22 %	7 %
Oma pääoma	3,7	3,4	3,9	15,3	16,8	Käyttökateen kasvu-%	-16 %	26 %	58 %	39 %	14 %
Liikearvo	12,5	10,9	13,2	11,6	10,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-22 %	25 %	64 %	34 %	16 %
Nettovelat	14,2	12,9	15,6	4,3	1,6	EPS oik. kasvu-%	-35 %	138 %	39 %	70 %	25 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	7,5 %	9,8 %	11,3 %	12,9 %	13,7 %
Käyttökate	1,7	2,1	3,3	4,6	5,3	Oik. Liikevoitto-%	6,0 %	7,8 %	9,4 %	10,3 %	11,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	Liikevoitto-%	-0,3 %	1,3 %	4,2 %	5,8 %	7,0 %
Operatiivinen kassavirta	1,4	2,1	2,4	3,5	4,5	ROE-%	-17,6 %	-3,8 %	4,2 %	4,4 %	10,3 %
Investoinnit	-0,6	-0,2	-4,9	-1,9	-1,2	ROI-%	-0,3 %	1,5 %	6,2 %	8,9 %	10,6 %
Vapaa kassavirta	0,8	1,9	-2,5	12,8	3,4	Omavaraisuusaste	15,6 %	14,9 %	13,5 %	43,8 %	48,4 %
						Nettovelkaantumisaste	382,9 %	384,1 %	402,3 %	28,3 %	9,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto				1,2	1,0						
EV/EBITDA (oik.)				9,0	7,4						
EV/EBIT (oik.)				11,3	9,1						
P/E (oik.)				16,0	12,8						
P/B				2,5	2,2						
Osinkotuotto-%				0,3 %	0,9 %						

Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos (EPS) esitetty suhteessa vuoden 2022 lopun arvioituu osakemäärään (6,45 miljoonaa).

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/12/2022	Lisää	6,70 €	5,78 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**