

# Tamtron

## Laaja raportti

1.2.2024 8:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Arvonluontia teollisuuden punnitusratkaisulla

Tamtron otti merkittävän kasvuaskeleen yritysostolla vuoden 2023 aikana. SaaS-tuotevalikoima vahvistui ja työsynergiahöyryjen saavuttamiseksi on käynnissä. Ennustamme lähivuosille maltillista tuloskasvua, sillä ainakin lyhyellä aikavälillä heikko taloussuhdanne rajoittaa orgaanista kasvua. Suotuisa kassavirtaprofiili ja edullinen arvostus nostavat silti tuotto-odotuksen mielestämme houkuttelevaksi. Toistamme lisää-suosituksen 6,2 euron tavoitehinnalla.

## Kokonaisvaltaisten punnitus- ja annosteluratkaisujen tuottaja

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitus- ja annosteluratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita (2023e: 63 %), elinkaaripalveluja (31 %) ja pilvipohjaisia SaaS-tiedonhallintapalveluita (6 %) 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 pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut ovat käsityksemme mukaan toimialan parhaimmistoa ja niiden suosio kasvanut nopeasti viime vuosina.

## Tuloskasvua tavoitellaan SaaS-palveluilla ja yritysostoilla

Tamtron pyrkii kiihdyttämään SaaS-liikevaihdon kasvua ostamalla soveltuvia punnitusalan toimijoita, joiden olemassa oleva laitekanta voidaan yhdistää yhtiön datapalveluihin. 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 (2022 pro forma: 54,5 MEUR), josta arvioimme mukaan noin 27 MEUR yritysostojen kautta ja noin 15 MEUR orgaanisesti. Lisäksi yhtiö pyrkii nostamaan EBITDA-marginaalin noin 16 %:iin (2022 pro forma: 11,6 %). Näkyvyys kannattavuuden merkittävään parantumiseen on kuitenkin rajallinen ja arvioimme heikohkon teollisuuden suhdanteen painavan tuloskasvua lähiaikoina. Tamtron osti vuoden 2023 aikana merkittävän kilpailijansa Lahti Precisionin (nyk. Tamtron Precision), mikä vahvisti yhtiön resursseja merkittävästi. Meneillään oleva integraatioprosessi mahdollistaa operaatioiden tehostamisen ja tuotteiden ristiinmyynnin kasvattamisen Tamtronin kotimarkkinoilla.

## Hyvä kassavirta laskee arvostuskertoimet edullisiksi

Tamtronin liiketoiminta on kannattavaa, melko pääomakevyttä ja korkeakatteiset SaaS-palvelut tarjoavat potentiaalia orgaaniseen tuloskasvuun. Laitemyynti on jokseenkin syklistä, mikä kasvattaa hieman epävarmuutta nykyisessä taloussuhdanteessa (leikkasimme kasvuoletuksia ja vuosien 2023-25e oik. EBIT laski 4 %). Yhtiön kannattavuus on kuitenkin historiassa kehittynyt melko vakaasti eri suhdanteissa ja myös vuosi 2023 näyttäisi toteutuneen melko vakaisissa merkeissä. Matala investointitarve yhdessä hyvän operatiivisen rahavirran kanssa laskee lähivuosien arvostuskertoimia melko nopeasti. Osakkeen oikaistu EV/EBIT on vuoden 2023 melko vähärisillä ennusteilla 10x ja vuoden 2024 maltillista orgaanista tuloskasvua sisältävillä ennusteilla 8x. Kyseisiä arvostuskertoimia voi mielestämme pitää edullisina ottaen huomioon yhtiön hyvän pääomantuotto-profiilin (oik. ROI 2023e: 15 %) ja ne myöskin allittavat kahden ydinverrokkiyhtiön keskimääräisen arvostustason (EV/EBIT 2024e: 11x). Näkyvyys SaaS-kasvun toteutumiseen sekä yrityskauppojen synergioiden toteutumiseen ovat toistaiseksi rajalliset, mutta positiivisessa skenaariossa yhtiön yrityskauppastrategia voisi mahdollistaa merkittävää arvonluontia orgaanisen kehityksen lisäksi.

## Suositus

### Lisää

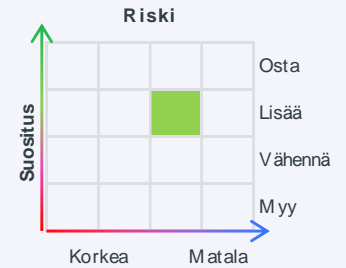
(aik. Lisää)

**6,20 EUR**

(aik. 6,20 EUR)

### Osakekurssi:

5,18



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	37,1	52,9	57,0	58,9
<b>kasvu-%</b>	26 %	43 %	8 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	3,7	4,7	5,3	5,7
<b>EBIT-% oik.</b>	9,9 %	9,0 %	9,2 %	9,7 %
<b>Nettotulos</b>	-0,4	1,3	1,8	2,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,3	0,4	0,5	0,5
<b>P/E (oik.)</b>	18,3	12,3	10,7	9,5
<b>P/B</b>	2,3	1,8	1,7	1,5
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,1	10,0	8,4	7,1
<b>EV/EBITDA</b>	9,3	7,8	6,7	5,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,1	0,9	0,8	0,7

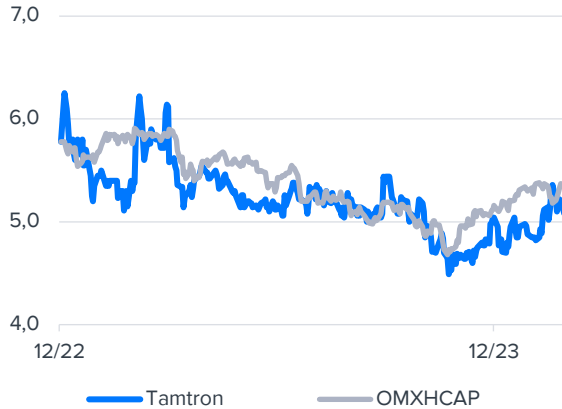
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

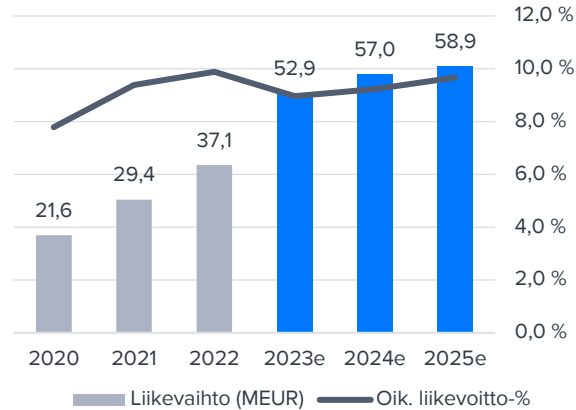
Vuoden 2023 liikevaihdoksi arvioidaan 50-55 MEUR. Käyttökatemarginaaliksi arvioidaan 10-13 % liikevaihdosta.

## Osakekurssi



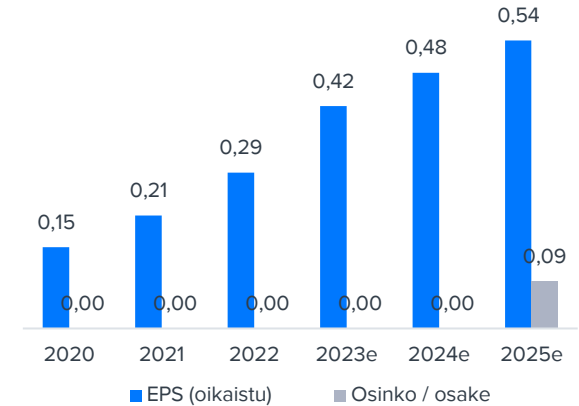
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vahva asema arvoketjussa mahdollistaa pääomakevyen liiketoimintamallin ja kannattavan palveluliiketoiminnan
- Datapalveluiden vyörytys nykyiseen laitekantaan kiihdyttäisi kasvua ja parantaisi kannattavuutta
- Toimialassa on potentiaalia konsolidaatiolle ja arvonluonnille yrityskauppojen avulla
- Hajautunut asiakaskunta, mutta toistaiseksi maantieteellisesti riippuvainen Pohjoismaista



### Riskitekijät

- Vaakamarkkinan kasvu on maltillista ja seuraa karkeasti BKT:n kehitystä
- Laitekauppaan liittyy suhdanneriskiä
- Yritystovetoinen kasvustrategia sitoo pääomia ja voi aiheuttaa negatiivisia yllätyksiä
- SaaS-liiketoiminnan kasvuvauhtiin ja pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyy epävarmuutta

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	5,18	5,18	5,18
Osakemäärä, milj. kpl	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	38	38	38
Yritysarvo (EV)	47	44	41
P/E (oik.)	12,3	10,7	9,5
P/E	28,3	21,0	15,7
P/B	1,8	1,7	1,5
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	7,8	6,7	5,7
EV/EBIT (oik.)	10,0	8,4	7,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	27,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

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

# Tamtron lyhyesti

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitus- ja annosteluratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita, elinkaaripalveluja ja pilvipohjaisia tiedonhallintaratkaisuja useille eri teollisuudenaloille.

## 1972 (konserni 2011)

Perustamisvuosi

**37 MEUR** (+26 % v/v)

Liikevaihto 2022

**61 % / 39 %**

Laitemyynnin / palveluiden osuus liikevaihdosta 2022

**53 %**

Myyntikatemarginaali 2022

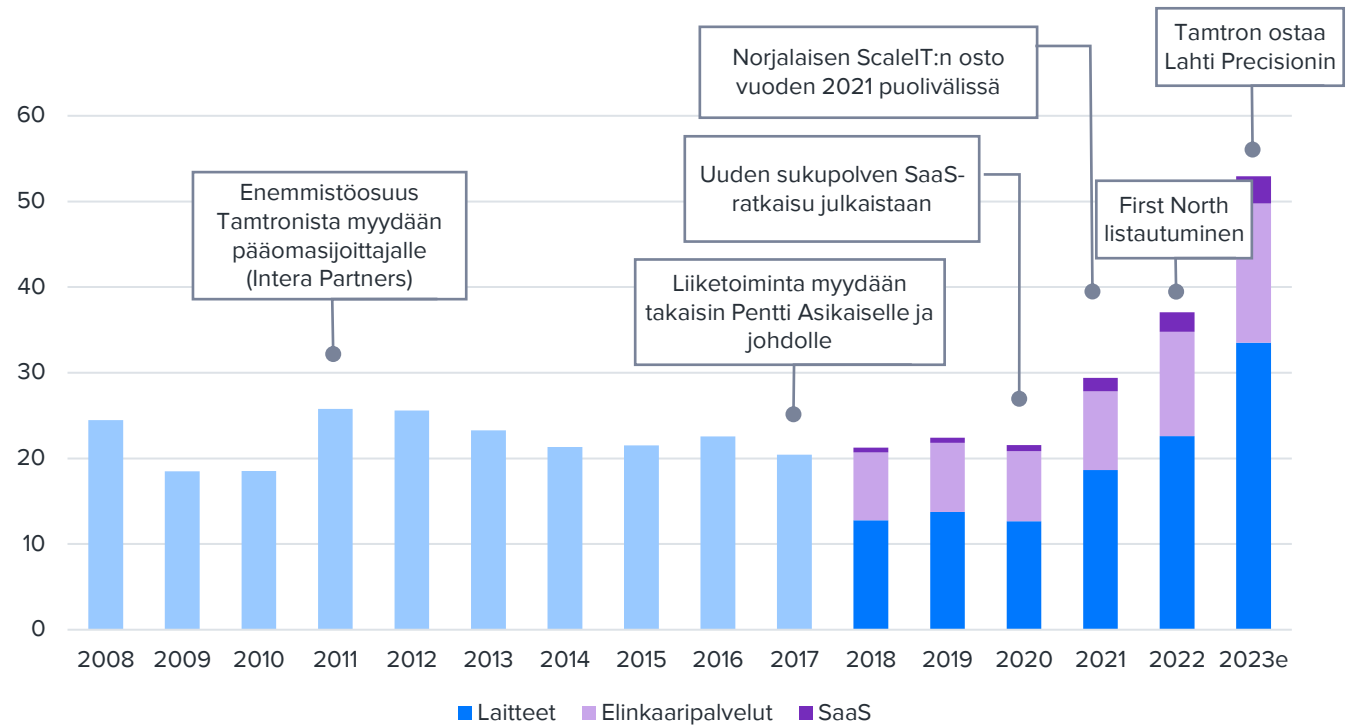
**4,4 MEUR** (12 % lv:sta)

Käyttökate 2022

**252**

Henkilöstön lukumäärä (keskimäärin H1'23)

## Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys (1/3)

## Tamtron lyhyesti

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitus- ja annosteluratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita, elinkaaripalveluja ja pilvipohjaisia tiedonhallintapalveluita useille eri teollisuudenaloille. Yhtiön tarjoamat ratkaisut ovat kriittisessä roolissa asiakkaiden liiketoiminnan prosesseissa, minkä vuoksi niiltä 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 tuottaa palveluita konserniyhtiöille. Organisaatioon kuuluu kolme liiketoiminta-alueita, jotka ovat Industrial weighing, On-board weighing ja Digital services. Konserniin kuuluu myös useita maayhtiöitä, jotka vastaavat pääasiallisesti paikallisesta jakelusta ja palveluista Suomen ulkopuolella. Konsernissa oli vuoden 2023 H1:n aikana keskimäärin 252 työntekijää. Yhtiön työntekijöihin kuuluu nykyisin jo noin 30 ohjelmistokehittäjää, joista noin 20 työskentelee yhtiön kehittyneiden pilvipohjaisten tiedonhallintapalveluiden parissa. Ohjelmistokehitysresurssit ovat tärkeä tekijä yhtiön pyrkimyksissä kasvattaa SaaS-pohjaista liikevaihtoa lisäarvoa tuovien tiedonhallintapalveluiden kautta (osuus liikevaihdosta 2021: 5 %).

## Listautumisella tuettiin yritysostovetoista kasvua

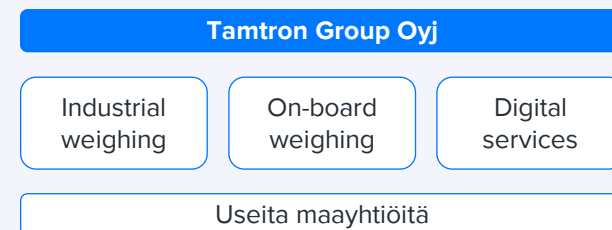
Tamtron listautui First North Helsinki –kauppapaikalle marraskuussa 2022. Listautumisella tuettiin Tamtronin kasvustrategiaa, johon yritysostot kuuluvat olennaisena osana. Ennen listautumista yhtiö oli lähihistoriassaan tehnyt useita yritysostoja, joiden seurauksena yhtiön taseen velkaisuus oli noussut korkealle tasolle. Tamtron keräsi listautumisannissa 10 MEUR:n bruttovarat ja konvertoi pääomalinjojaan osakkeiksi, minkä seurauksena yhtiön tase vahvistui ja valmius uusiin yritysostoihin parani.

Yhtiö jatkoi yritysostovetoista kasvua heti vuoden 2023 alussa ostamalla merkittävän suomalaisen kilpailijansa Lahti Precisionin (yritysarvo 9 MEUR). Tasetta vahvistettiin yrityskaupan yhteydessä 4,5 MEUR:n osakeannilla. Arvioimme yhtiön nettovelan asettuvan vuoden 2023 lopussa 9,5 MEUR:oon (1,6x suhteessa käyttökatteeseen). Arvioimme yhtiön pystyvän edelleen toteuttamaan pienehköjä yritysostoja ilman uutta osakeantia.

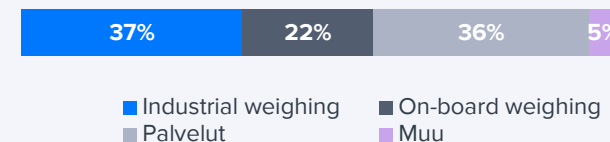
## Johdossa kokemusta ja jatkuvuutta

Tamtronin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2015 alkaen Mikko Keskinen. Lisäksi liiketoiminta-alueiden johtajilla on pitkä kokemus tehtävistään ja toimialasta. 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. Muita suurimpia omistajia ovat toimitusjohtaja Keskinen sekä Ensto Invest Oy, joka osallistui listautumisasiin merkittävällä osuudella.

## Tamtronin organisaatorakenne

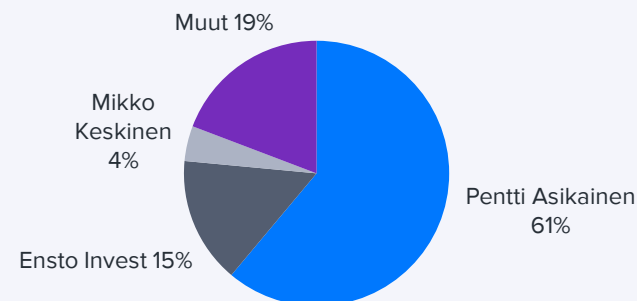


## Liikevaihdon jakauma H1 2023



Palveluliikevaihdosta suurempi osa on huolto- ja varmennuspalveluita ja pienempi osa digitaalisia palveluita.

## Osakkeenomistajat (11/2023)



# Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys (2/3)

## Yritystot 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 ostamalla Ruotsalaisen tukkinosturivaakoihin erikoistuneen Korsellsin sekä tämän suomalaisen jakeluyhtiön Coolman Oy:n. Yritystostojen ja organaisen laajenemisen seurauksena konsernin yhdistelty liikevaihto ylsi jo yli 26 MEUR:oon vuonna 2011.

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 organaisenkin kasvun vetämänä. Vuonna 2018 Tamtron osti tanskalaiselta INS-Europelta trukkivaakatekniikkaa ja patenteja täydentääkseen tuotevalikoimaansa. Kesäkuussa 2021 toteutunut norjalaisen ScaleIT-yhtiön osto nosti Tamtronin Pohjoismaiden markkinajohtajaksi. Huhtikuussa 2022 Tamtron osti pienen tanskalaisen jakeluyhtiön Jydsk Vægtfabrikin, jonka 2021 liikevaihto oli 1 MEUR. Tamtronin vuoden

2022 liikevaihto ylsi 37 MEUR:oon. Vuoden 2022 pro forma –liikevaihto yhdessä myöhemmin ostetun Lahti Precisionin kanssa olisi ollut 54,5 MEUR.

## Lahti Precisionin osto merkittävä kasvuaskel

Tamtron toteutti maaliskuussa 2023 historiansa suurimman yritysoston ostamalla kotimaisen kilpailijansa Lahti Precisionin, joka teki 17 MEUR:n liikevaihdolla 1,9 MEUR:n käyttökatteen vuonna 2022. Kaupan velaton hinta oli 9 MEUR ja arvostus 2022 EV/EBIT-kertoimella 6,1x. Yritystosto vahvisti Tamtronin markkina-asemaa raskaan kaluston vaakojen sekä digitaalisten palveluiden osa-alueilla. Lisäksi yhtiö sai uuden tuotealueen teollisuuden annostelujärjestelmistä, minkä myötä ratkaisuvaihtoehtoja laajeni ulkoisten materiaaliavirtojen mittaamisesta tehtaiden sisäisissä prosesseissa käytettäviin laitteisiin. Lahti Precisionin keskeiset johtohenkilöt jatkoivat tehtävissään ja ovat osa Tamtronin johtoryhmää, mikä arviomme mukaan tukee liiketoiminnan yhteistä kehittämistyötä kaupan jälkeen.

Tamtron käynnisti yritysoston jälkeen mittavan integraatioprosessin, jonka myötä organisaatio sai uuden rakenteen, päällekkäisiä tuotealueita virtaviivaistettiin ja toimintoja yhtenäistettiin. Integraatio jatkuu vuonna 2024, jolloin painopiste siirtyy kasvusynergioiden tavoitteluun ja toiminnanohjausjärjestelmien (ERP) yhdistämiseen Suomen yhtiöissä. Lisäksi Tamtron ottaa käyttöön alkuvuonna 2024 koko konsernin yhteisen CRM-järjestelmän.

## 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.

## Kotimarkkinat ja keskitetyt yksiköt kartalla



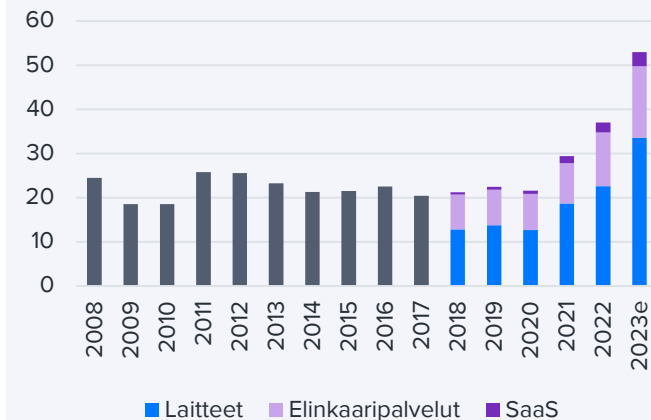
**Tampere:** On-board weighing tuotanto ja T&K

**Lahti:** Industrial weighing ja Digital services tuotanto ja T&K

**9 kotimarkkinaa,** joissa myynti- ja palvelufunktioita

Kartta: Bing, GeoNames, Microsoft, TomTom

## Liikevaihdon kehitys<sup>1</sup>



<sup>1</sup>) Vuosien 2008-11 luvut perustuvat tilintarkastamattomiin pro forma –laskelmiin, sillä konserni perustettiin vasta vuoden 2011 aikana  
Lähde: Tamtron ja Inderesin arvio

# Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys (3/3)

Vuonna 2020 konsernin liikevaihto laski koronapandemian seurauksena 4 %, mikä selittyi 8 %:n laskulla laitemyynissä. Palveluliikevaihto sen sijaan kasvoi sekä elinkaari palveluiden että SaaS:in osalta. Vuosina 2021 ja 2022 orgaaninen kasvu oli hyvällä tasolla (14 % ja 8 %) mm. suotuisan teollisen syklin sekä voimakkaan SaaS-kasvun ansiosta. Vuoden 2023 aikana kysyntä hidastui ja uusien tilausten orgaaninen kasvu pysähtyi H1:llä heikentyneen makrotaloustilanteen vuoksi. Pitkällä aikavälillä kasvava palveluliiketoiminnan osuus tekee yhtiöstä arviomme mukaan hieman 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 2008-22. Lähihistoriassa yhtiön kasvaneet panostukset SaaS-tiedonhallintapalveluiden kehitykseen ovat kasvattaneet kiinteitä kuluja ja hetkellisesti hidastaneet kannattavuuden parantumista. SaaS-liikevaihdon kasvu ja resurssien yhdistäminen Lahti Precision – yrityskaupan myötä auttanevat yhtiötä kuitenkin nostamaan SaaS-liiketoiminnan kannattavuutta tulevaisuudessa. SaaS-liiketoiminnan aikaisesta kehitysvaiheesta huolimatta Tamtronin käyttökatemarginaali on kehittynyt nousujohteisesti vuoden 2019 jälkeen ja vuoden 2022 käyttökate oli jo 4,4 MEUR eli 11,9 % liikevaihdosta. Alkuvuodesta 2023 ostetun Lahti Precisionin käyttökate oli 1,9 MEUR (11,2 % liikevaihdosta) vuonna 2022 eli hieman Tamtronin suhteellista kannattavuutta matalampi, joten yritysostolla on arviomme mukaan lievästi heikentävä vaikutus konsernin suhteelliseen kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä.

## Oikaistu liikevoitto antaa parhaan kuvan kannattavuudesta

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 eriä, joita ei tarvitse kompensoida esimerkiksi ylläpitoinvestoinneilla. Siksi yhtiön kannattavuuden ja kassavirran osalta onkin oleellisempaa katsoa oikaistua liikevoittoa ja oikaistua nettotulosta, kuin vastaavia raportoituja lukuja. Vuoden 2022 oikaistu liikevoitto oli 3,7 MEUR eli 9,9 % liikevaihdosta kun raportoitu liikevoitto jäi vain 5,3 %:iin.

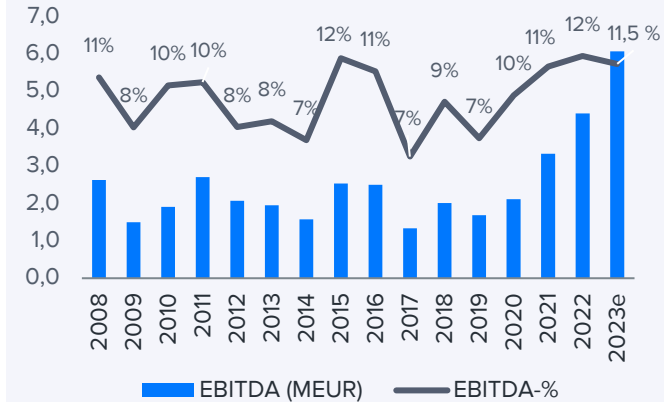
## Rahoituskustannukset suojattu

Tamtron hyödyntää velkaa liiketoiminnan rahoittamisessa suunnitelmallisesti ja valtaosa yhtiön lainakustannuksista on sidottu pitkiin markkinakorkoihin. Yhtiön korkokulut olivat vuosina 2021-22 4-5 % korollisista veloista. Lisäksi yhtiöllä on ollut muita rahoituskuluja vuosittain noin 0,1-0,2 MEUR. Vuoden 2022 rahoituskuluihin vaikutti lisäksi kertaluontoinen 1,1 MEUR:n kulu First North – listautumiseen liittyen.

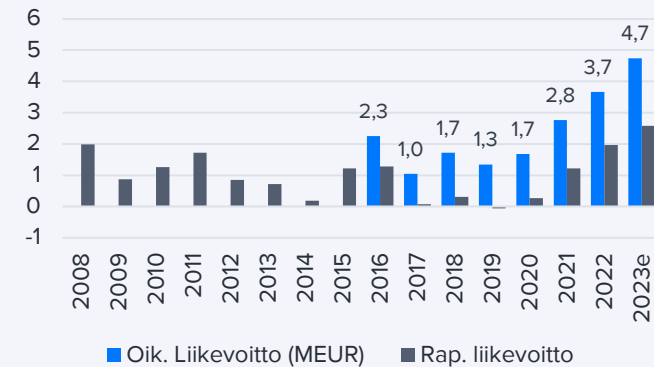
## Oikaistu nettotulos selvästi positiivinen

Tamtron-konsernin raportoitu nettotulos on ollut matala yrityskaupoissa syntyneen liikearvon poistojen seurauksena viimeisten neljän vuoden aikana. Matalasta raportoidusta tuloksesta johtuen myös toteutunut veroprosentti on vaihdellut huomattavasti ja ollut verrattain korkea. Liikearvon poistoilla verovaikutus huomioiden oikaistu nettotulos oli laskelmiemme mukaan 1,9 MEUR vuonna 2022 eli selvästi positiivinen. Vuoden 2022 raportoitu nettotulos jäi kuitenkin negatiiviseksi -0,4 MEUR:oon.

## Käyttökateen kehitys<sup>1</sup>



## Oikaistu ja raportoitu liikevoitto (MEUR)<sup>1</sup>



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

Lähde: Tamtron ja Inderesin arvio



# Taloudellinen tilanne (1/2)

## Liikearvo muodostaa suuren osan taseen varoista

Yhtiön taseen loppusumma oli kesäkuun 2023 lopussa 44,3 MEUR. Varoista yli puolet (22,9 MEUR) oli pitkäaikaisia varoja, mikä koostuu pääosin yritysostojen myötä syntyneestä liikearvosta (17,6 MEUR). Pitkäaikaisia aineellisia varoja oli vain 2,4 MEUR ja aineettomia varoja 2,9 MEUR. Aineelliset varat sisältävät mm. tuotannossa tarvittavia koneita ja kalustoa, joiden arvo on tuotannon pääomakeyvyyden johdosta melko maltillinen suhteessa liikevaihtoon. Aineettomat hyödykkeet sisältävät pääosin aktivoituja tuotekehitysmenoja. Lyhytaikaisten varojen määrä taseessa oli 21,3 MEUR, mikä koostui vaihto-omaisuudesta (8,6 MEUR), saamisista (9,8 MEUR) ja rahavaroista (3,0 MEUR). Nettokäyttöpääoma oli 7,6 MEUR eli 14 % vuoden 2023 ennustetusta liikevaihdosta.

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 2022 vain 0,7 MEUR eli noin 2 % liikevaihdosta. Taseen ulkopuolisiin vastuisiin sisältyi vuoden 2022 lopussa vuokra- ja leasingvastuita yhteensä 3,7 MEUR:n edestä.

## Yritysostoja rahoitettu osakas- ja myyjälainoilla

Tamtronin tase on kasvanut viime vuosina yritysostojen myötä, mitä on rahoitettu sekä osakeanneilla, velkarahoituksella että sisäisellä kassavirralla. Tase on nykyisellään mielestämme hyvässä kunnossa. Oma pääoma vahvistui sekä

vuoden 2022 lopun listautumisannin, että vuoden 2023 alussa toteutetun merkintäoikeusannin myötä (jälkimmäinen liittyi Lahti Precision –yrityskaupan rahoittamiseen). Oma pääomaa oli vuoden 2023 kesäkuun lopussa 19,4 MEUR eli 44 % taseesta.

Korollista velkaa oli kesäkuun 2023 lopussa 13,8 MEUR, josta 12,5 MEUR oli pitkäaikaista velkaa. Nettovelan suhde 12kk:n rullaavaan käyttökatteeseen oli 2,1x, mihin tosin vaikuttaa Lahti Precision yrityskauppa, joka ei näy täysimääräisesti käyttökatteessa. Arvioimme yhtiön taseen mahdollistavan edelleen pienehköjen yritysostojen toteuttamisen ilman uutta omaa pääomaa. Hyvä, vakaa kassavirta tukee yhtiön velanhoitokykyä. Liiketoiminnan rahavirta vuonna 2022 oli 2,1 MEUR (oikaistuna listautumiskuluilla), mikä ylitti investoinnit aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin (1,6 MEUR).

## 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 2022 sijoitetun pääoman tuotto oli vain 8 %. Mikäli liikearvon poistot oikaistaisiin, sijoitetun pääoman tuotto olisi noin 16 %. 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 kesäkuun 2023 lopussa 17,6 MEUR eli noin 40 % taseen loppusummasta (44,3 MEUR)

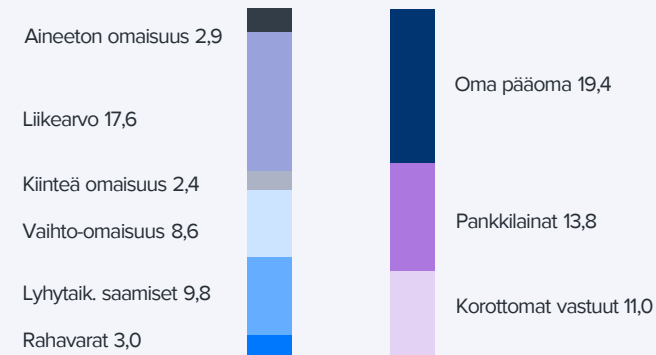
### Pääomakevyt liiketoimintamalli

- Aineellista käyttöomaisuutta vain 4 % taseesta ja matala tarve aineellisille investoinneille
- Nettokäyttöpääomaa 14 % liikevaihdosta<sup>1</sup>
- Hyvä 16 % sijoitetun pääoman tuotto (2022) mikäli yrityskauppoihin liittyvät liikearvon poistot oikaistaan. Yrityskauppoihin liittyvät poistot painavat raportoitua sijoitetun pääoman tuottoa (8 %).

### Tase terveellä pohjalla

- Omavaraisuusaste 44 % (H1'23)
- Nettovelan suhde EBITDA:an laskemassa selvästi alle kahden (2023e: 1,6x)
- Tase mahdollistaa pienehköt yrityskaupat

## Tase vuoden H1 2023 lopussa (MEUR)

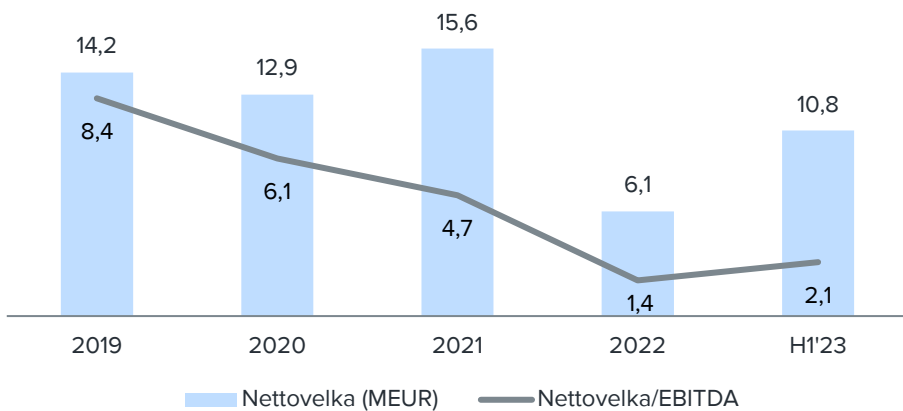


1) 2023e

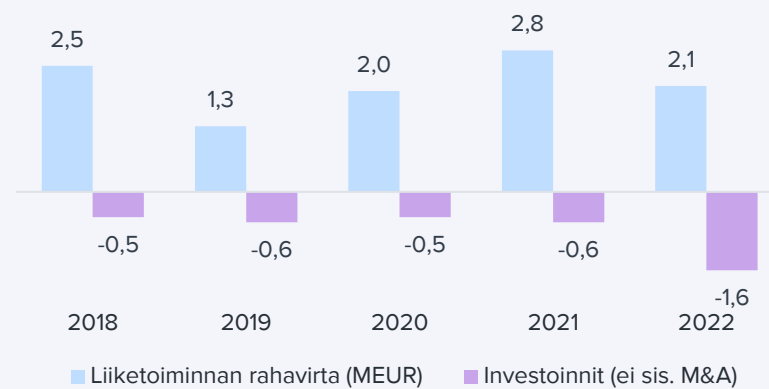
Lähde: Tamtron, Inderes

# Taloudellinen tilanne (2/2)

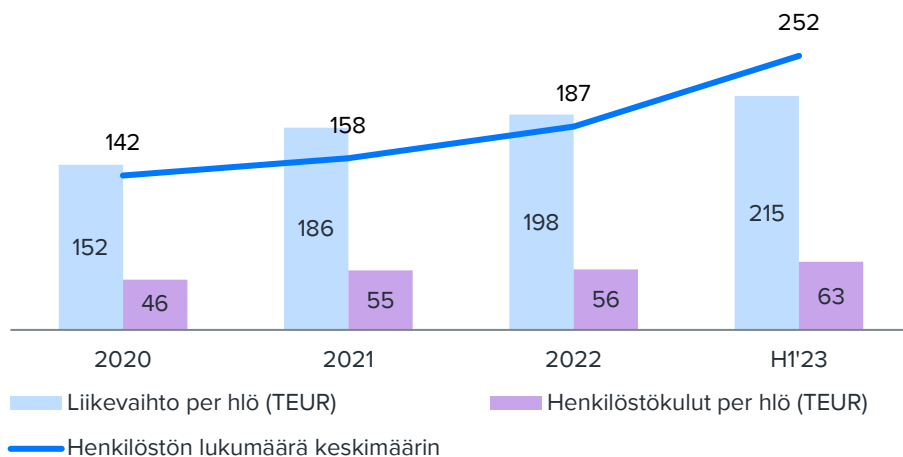
## Nettovelan kehitys



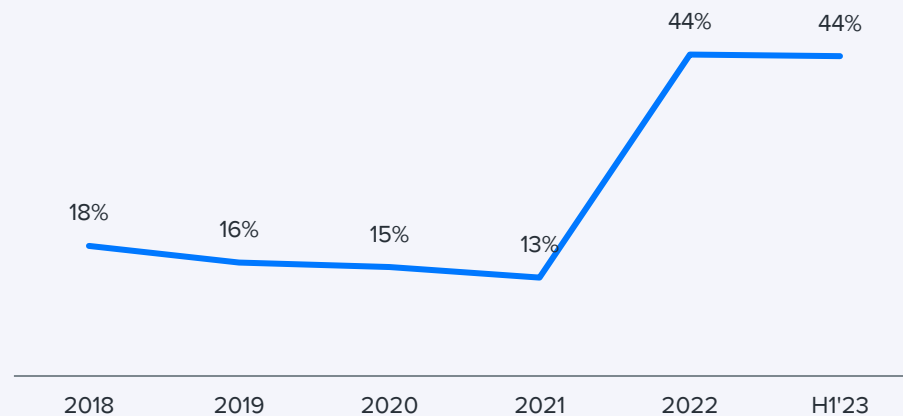
## Kassavirran kehitys<sup>1</sup>



## Henkilöstön lukumäärän kehitys



## Omavaraisuusaste



1) Liiketoiminnan rahavirta oikaistu listautumiskuluilla (2022)  
Lähde: Tamtron, Inderes

# Liiketoimintamalli (1/5)

## Luotettavia ja tarkkoja punnitusratkaisuja

Konsernin liiketoiminnan painopiste on laadukkaissa, luotettavissa ja tarkkoissa teollisuuden punnitus- ja annosteluratkaisuissa, 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 Tamtronin liikevaihdosta on arviomme mukaan vain 5 %. Tamtronin SaaS-palvelua markkinoidaan mScales-brändillä.

## Asiakaskunta on hajautunut

Yhtiön asiakaskuntaan kuuluu loppukäyttäjäsiaakkaita useilta eri teollisuuden aloilta, mutta myös OEM-valmistajia, joiden osuus on arviomme mukaan noin 10 % liikevaihdosta. Asiakaskunta on hajautunut, sillä yksikään asiakas ei muodosta yli 5 prosenttyyksikköä Tamtronin liikevaihdosta. Maakohtaisesti Suomi on liikevaihdoltaan suurin markkina. Suomen osuus on Lahti Precision -yrityskaupan jälkeen noin puolet konsernin liikevaihdosta. Loput liikevaihdosta ovat hajautuneet usean maan kesken, josta Norja on arviomme mukaan suurin 15-20 % osuudellaan. Loppuasiakkaita löytyy mm. metsäteollisuuden, kaivosteollisuuden, logistiikan, kierrättämisen ja jätteiden käsittelyn toimijoista. Tamtronin ratkaisujen hankkiminen liittyy useimmilla asiakkailla erilaisten materiaalivirtojen hallintaan, johon sisältyy materiaalien punnitseminen useassa eri vaiheessa. Sopiva ratkaisu auttaa asiakkaita tehostamaan toimintaansa sekä varmistamaan turvallisen ja säädösten mukaisen toiminnan. Useilla loppukäyttäjillä punnitus on suoraan yhteydessä asiakaslaskutukseen

ja on siten keskeinen osa liiketoimintaa.

## Laaja tuotevalikoima hyödyttää asiakasta

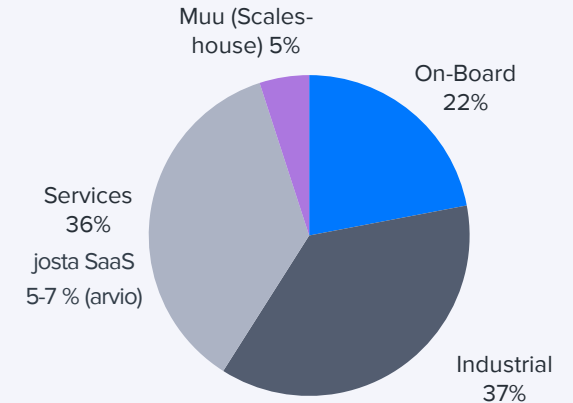
Tamtronin punnitusratkaisuvaiikoima ulottuu työkoneisiin asennettavista liikkuvan kaluston vaa'oista (On-board weighing) raskaan kaluston juna- ja rekkavaakoihin (Industrial weighing). Lisäksi Industrial weighing -yksikköön kuuluu Lahti Precision -yrityskaupan myötä teollisuuden annostelujärjestelmiä, joita käytetään muista tuotekategorioista poiketen tehtaiden sisälle sijoituvissa prosesseissa. Useilla Tamtronin asiakkailla on tarvetta sekä liikkuvan kaluston vaa'oille, raskaan punnituksen vaa'oille että annostelujärjestelmille omien prosessiensa eri vaiheissa. Asiakas siten hyötyy siitä, että voi hoitaa useat erilaiset punnitukset saman yhtiön laitteilla, sillä esimerkiksi vaa'an tuottaman pilveen kerätyn 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, vääntömomenttia 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.

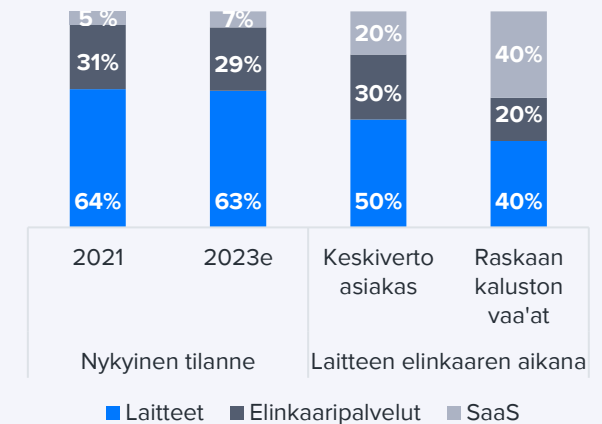
## Palveluiden osuus liikevaihdosta nousussa

Tamtronin liiketoimintamalliin kuuluu laitemyynnin lisäksi kattavien palveluiden tarjoaminen laitteiden ostajille. Laitteiden elinkaaret ovat pitkiä, minkä ansiosta palveluiden osuus liikevaihdosta kohoaa merkittäväksi.

## Liikevaihdon jakauma H1 2023



## Liikevaihdon jakauma elinkaaren aikana



## Liiketoimintamalli (2/5)

Liikkuvan kaluston vaakojen tyypillinen elinkaari on noin 5-10 vuotta, kun raskaan punnituksen järjestelmien käyttöikä on tyypillisesti 10-20 vuotta. Palveluiden yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta laitteiden elinkaaren aikana 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 laitemyynnistä, 31 % elinkaaripalveluista ja 5 % SaaS-palveluista. SaaS:in osuutta ei ole raportoitu enää listautumisen jälkeen.

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 huoltoliikevaihtoo jää 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 varmennusten tekeminen on luvanvaraista toimintaa, johon osalla pienemmillä kilpailijoilla ei ole edellytyksiä. Elinkaaripalveluiden järjestämisessä käytetään merkittävästi alihankkijoita, jotka ovat usein paikallisia pienyrittäjiä ja palvelevat asiakkaita Tamtronin nimissä.

### SaaS-tiedonhallintaratkaisulla haetaan kasvua

Punnitusratkaisujen tehokas käyttö edellyttää, että niiden tuottama tieto saadaan tallennettua ja välitettyä eteenpäin nopeasti ja vaivattomasti. Pilvipohjaisilla dataratkaisuuilla 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.

Tamtron on tarjonnut asiakkailleen datapalveluita jo vuodesta 2007 alkaen, jolloin yhtiö lanseerasi Wnexus-raportointityökalun pääasiassa liikkuvan kaluston vaa'oilte. Vuonna 2019 Tamtron alkoi kehittämään kokonaan uutta pilvipohjaista palvelua ja vahvisti ohjelmistokehitysresurssejaan. Uusi One Cloud –palvelu lanseerattiin vuonna 2020, mikä on johtanut nopeaan SaaS-liikevaihdon kasvuun. Tamtron päätti kuitenkin vuonna 2023 toteuttamansa Lahti Precision (LP) -yrityskaupan jälkeen keskittyä LP:n kehittämisen mScalesin jatkokehittämiseen ja kaupallistamiseen, sillä mScalesin kehitystyö oli muutaman vuoden kehitysetumatkan vuoksi One Cloudia pitemmällä. One Cloud –asiakkuudet siirtyvät mScalesiin ja pilvipalveluiden tuotekehityksen painopiste sijaitsee nyt Lahdessa. mScales SaaS-palvelu soveltuu useille eri asiakassegmenteille ja sisältää erilaisia valinnaisia moduuleja, joita asiakkaat voivat ottaa käyttöön tarpeen mukaan. Palvelu toimii joko Tamtronin laitteisiin sisäänrakennettujen datayhteyksien kautta tai jälkikäteen kytkettävän universaalien IoT-komponenttien avulla.

Pilvipalveluihin yhdistetty laitekanta on käsityksemme mukaan kasvavalla trendillä. Listautumisen yhteydessä Tamtron kertoi One Cloudiin yhdistetyn laitekannan olevan noin 1000 (8 % koko laitekannasta), mutta LP-yrityskaupan jälkeen ajantasaisia lukuja ei ole saatavilla. Tamtron pyrkii nostamaan SaaS-liikevaihdon suhteellisen osuuden 10 %:iin 2027 mennessä (2021: 5 %).

## mScales-tiedonhallintaohjelmisto

### Kokonaisvaltainen palvelu punnitustiedon 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

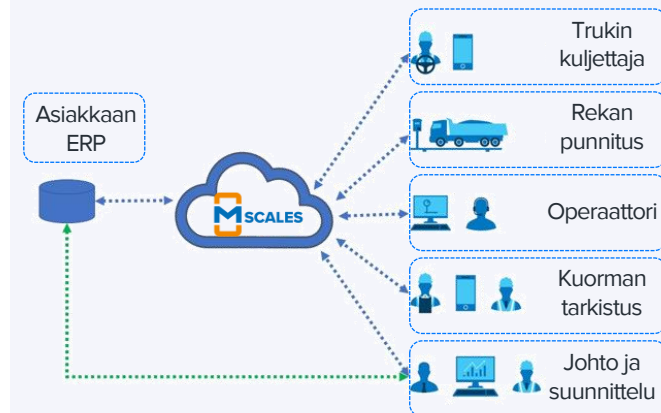
### Räättälöityjä ohjelmistoja tietyille asiakastyypeille

- Esim. raskaan kaluston vaa'oilte, liikkuvan kaluston vaa'oilte ja puutavaranostureille

### Ansaintamalli

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

## Kokonaisvaltaista tiedonhallintaa



## Liiketoimintamalli (3/5)

Uusien pilvipalveluiden (mScales ja One Cloud) vuosilaskutus per vaaka ovat moninkertaiset vanhempaan Wnexusiin verrattuna. Korkeampi laskutus selittyy mm. paremmilla ominaisuuksilla ja soveltuvuudella arvokkaampiin raskaan punnituksen järjestelmiin. Myös Wnexus-asiakkuuksia voidaan tulevaisuudessa siirtää mScales-palveluun.

Arvioimme pilvipalveluiden asiakasvaihtuvuuden olevan vähäistä, sillä palvelut ovat osittain sidoksissa laitevalintaan ja laitteiden elinkaaret ovat pitkiä. Suuret asiakkaat tyypillisesti integroivat vaakojen tuottaman punnitustiedon omiin ERP-järjestelmiinsä, jolloin heidän näkökulmastaan voi olla tehokkainta ja yksinkertaisinta keskittää vaakojen tiedonhallinta yhden pilviohjelmiston alle. Asiakkaiden kiintyminen mScales-järjestelmään voi tukea myös Tamtronin laitemyyntiä, jos asiakkaat kokevat helpoksi ostaa laitteita, jotka ovat jo ostohetkellä yhteensopivia käytössä olevan pilvipalvelun kanssa.

### Myyntiprosesseissa eroja segmenttien välillä

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 ja annostelujärjestelmien hankintaprosesseissa asiakkaat soveltavat lähes poikkeuksetta tarjousmenettelyä, jolloin Tamtron hinnoittelee pyydetyn ratkaisun projekti kerrallaan. Näissä

ratkaisuisa bulkkiraaka-aineiden osuus laitteen hinnasta on merkittävämpi, joten Tamtron hinnoittelee tarjouksensa vallitsevan markkinatilanteen mukaisesti.

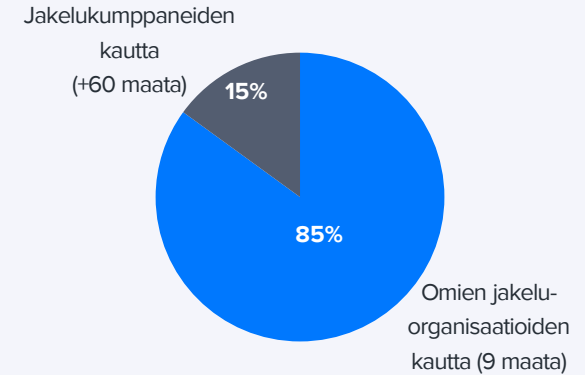
### Oma jakeluverkosto on tärkein myyntikanava

Tuotteiden jakelu perustuu Tamtronin omaan myyntiorganisaatioon sekä ulkopuolisiin jakelukumppaneihin. Omia myyntiorganisaatioita on yhdeksässä eri maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa. Arviomme mukaan valtaosa (~85 %) laitemyynnin liikevaihdosta syntyy yhtiön oman kanavan kautta. Lahti Precision –yrityskaupan integraation yhteydessä Tamtron pyrkii integroimaan myös eri maiden organisaatioita tiiviimmin yhteen ja tehostamaan tuotteiden ristiinmyyntiä (esim. annostelujärjestelmät). Tamtronin 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.

### Tuotantoa sekä Lahdessa että Tampereella

Liikkuvan kaluston vaa'at tuotetaan Tampereella. Raskaan kaluston vaa'at ja annostelujärjestelmät puolestaan tuotetaan Lahdessa Lahti Precision –yrityskaupan myötä saaduissa tiloissa. Tuotanto koostuu kokoonpanosta ja huolellisesta testaamisesta, minkä skaalaaminen on varsin pääomakevyttä. Tamtron ostaa tarvittavat komponentit alihankintana. Tamtronilla on strategisia alihankkijoita, jotka valmistavat yhtiölle anturirunkoja mittilaustyönä. Valtaosa komponenteista on kuitenkin yleisesti tarjolla olevia osia, joita voidaan hankkia monesta eri lähteestä. Tamtron selväsi geneerisiin komponentteihin kohdistuneesta pulasta (2021-23) mm. tuotemuutosten avulla. Komponenttien saatavuus on sittemmin parantunut.

### Liikevaihto eri kanavissa<sup>1</sup>



### Tuotanto ja operaatiot

#### Valmistus

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

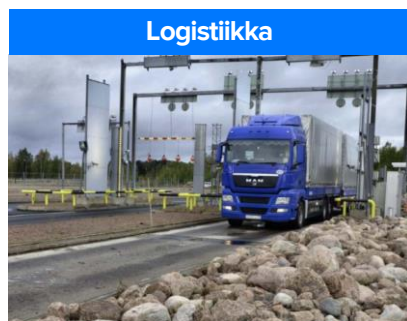
#### Elinkaaripalvelut

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

<sup>1</sup>) Inderesin arvio

# Liiketoimintamalli (4/5)

## Loppuasiakkaita useilla eri teollisuudenaloilla



## Laaja tuotevalikoima sekä laitteissa että palveluissa

Liikkuva kalusto		Raskas kalusto
Pyöräkuormaajat Puutavaranosturit Materiaalinkäsittelijät Konttikurottajat Haarukkanosturit Integroidut rekkavaa'at		Rekkojen punnitus Junien punnitus Pyörävoimien mittaus Annostelujärjestelmät
Elinkaaripalvelut		
Varmennuspalvelut	Huoltopalvelut	Varaosat ja korjaus
Pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut		
mScales		Wnexus

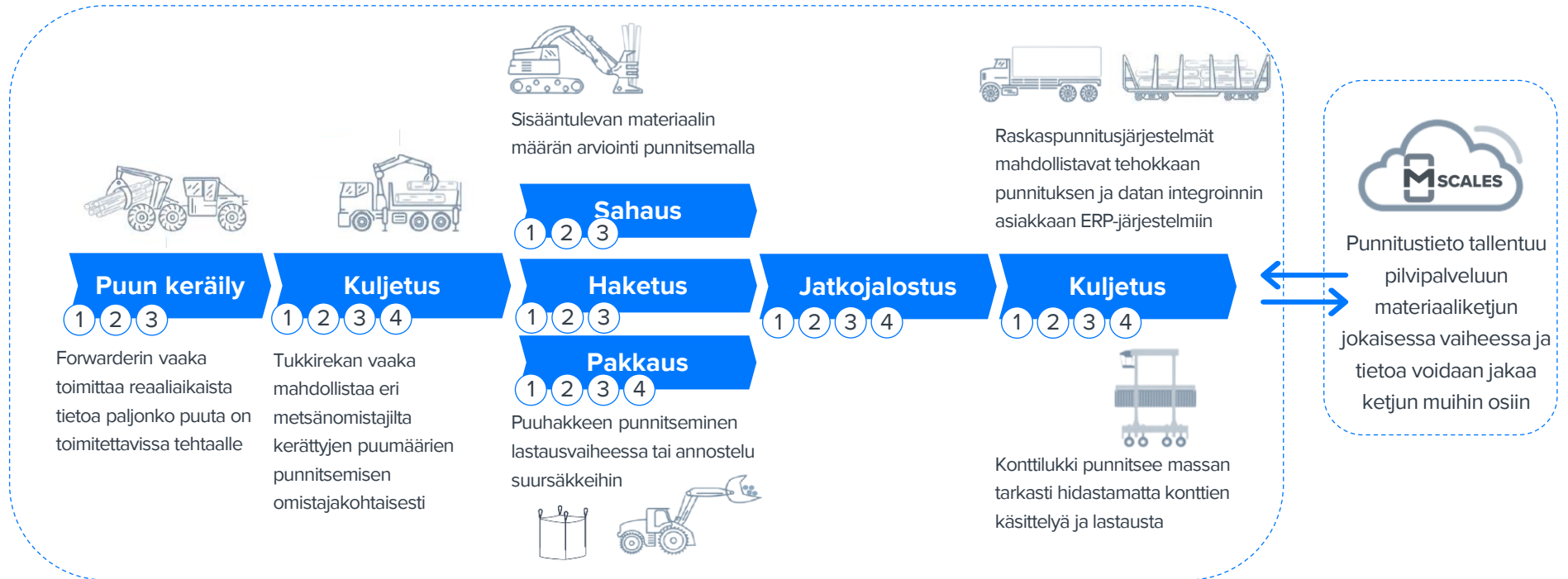
## Esimerkkejä loppuasiakkaista



# Liiketoimintamalli (5/5)

Tamtronin punnitusratkaisut mahdollistavat jatkuvan ja saumattoman punnitustiedon keräämisen materiaalivirtojen eri vaiheissa

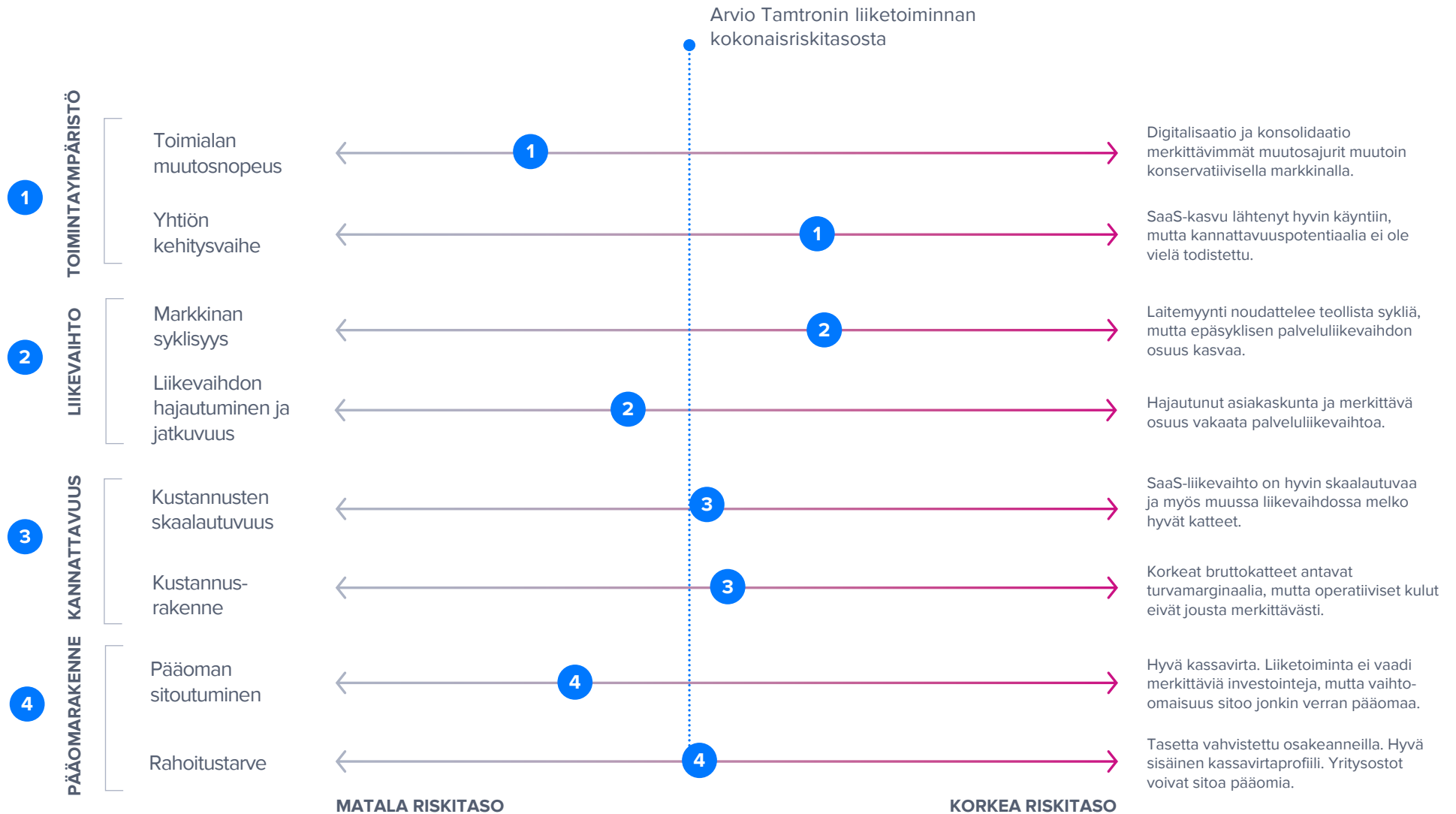
## Esimerkki: Metsäteollisuus



## 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 punnitus- ja annosteluratkaisujen tarjoaja, jonka kattava tuotevalikoima sekä 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 (2022: 37 MEUR) ja käyttökatemarginaalin nostamista 16 %:iin vuoteen 2027 mennessä (2022: 12 %). 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 erityisesti 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 jakeluyhteistyön 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.

## Pilvipalveluiden ristiinmyynnistä kasvusynergioita

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

nykyinen laitekanta arviolta noin 15 000 vaakaa). Ostokohteiksi identifioituilla jakeluyhtiöillä on usein jo ennestään tiiviit suhteet asiakkaisinsa ja olemassa olevia palvelusopimuksia. 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 listautumista edeltävään lähtötasoon nähden (2021 pro forma: 34 MEUR). Kasvusta noin 44 MEUR odotetaan syntyvän yritysostojen kautta ja 18 MEUR orgaanisesti. Yritysostovetoista kasvua on listautumisen jälkeen saavutettu jo 17 MEUR:n verran vuonna 2023 toteutetun Lahti Precision –yrityskaupan myötä, mikä ei tosin vielä näy kokonaisuudessaan vuoden 2023 luvuissa.

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 elinkaari palveluilta. Yhtiö kaavailee SaaS-liikevaihdon osuuden kasvavan 10 %:iin vuonna 2027 (2021: 5 %).

## M&A-arvonluontistrategia



### +40 kohdeyhtiötä

Joista 75 % jakeluyhtiöitä  
Liikevaihto tyypillisesti 1-10 MEUR



### Tavoitteena 1-2 yritysostoa vuodessa

Yhteensä 45 MEUR ostettua liikevaihtoa vuosina 2022-27



### 5-8x EBITDA

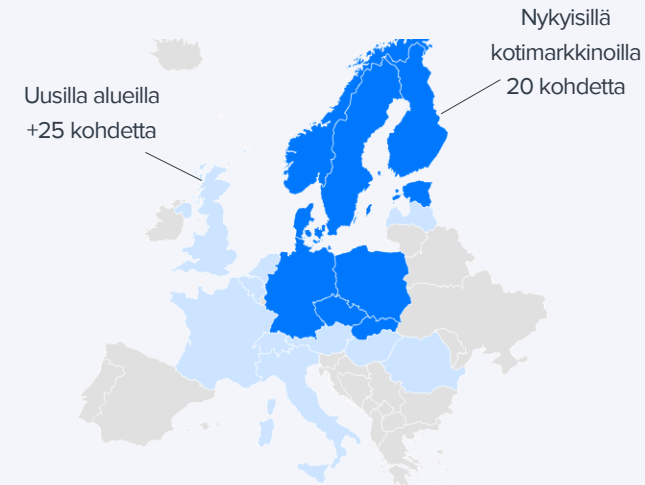
Tyypillinen kauppahinta



### Huomattavat liikevaihdon synergiat

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

## Ostokohteiden sijainnit



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

## Rahoitus yrityskauppoihin järjestys

Arvioimme Tamtronin pystyvän toteuttamaan pienempiä tai keskisuuria yritysostoja lähivuosina sisäisen kassavirran tai lisävelan avulla, sillä yhtiön tase on terveellä pohjalla. Isommat yrityskaupat voisivat kuitenkin edellyttää oman pääoman vahvistamista. Yrityskauppojen kauppahinnat riippuvat merkittävästi ostettavien kohteiden kannattavuudesta sekä liiketoiminnan luonteesta (jakelijat ovat edullisempia ja teknologiat kalliimpia). Jakelijoiden kohdalla voidaan esimerkiksi olettaa, että ostokohteiden EBITDA-marginaali olisi vaikkapa matalahkolla 7 %:n tasolla, jolloin 5-8x EV/EBITDA –kertoimella hinnoiteltujen yritysostojen yhteenlaskettu velaton kauppahinta voisi olla vain 0,3-0,6x luokkaa EV/liikevaihto-kertoimella mitattuna. Lisäksi ostettu kassavirta vahvistaa Tamtronin velanhoitokykyä. Olettaen, että ostettujen kohteiden nettovelka/käyttökate-suhde olisi kestävästi 2x, niin voidaan laskea että omaa pääomaa tarvittaisiin vain 0,2-0,4x ostettuun liikevaihtoon nähden.

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-penetratio 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 kuuluu toimialan kannattavimpiin

Tamtron haluaa olla toimialan kannattavin yhtiö ja tähtää 16 %:n käyttökatemarginaaliin vuonna 2027 (2022: 12 %). Tavoiteltua tasoa voi mielestämme pitää kunnianhimoisena, mutta mahdollisena. Kokoluokaltaan suurempien kilpailijoiden Precia Molenin, Schenck Processin ja Vishay Precisionin käyttökatemarginaalit ylsivät 12-17 %:n välimaastoon vuosina 2021-22.

Tärkeimpiä kannattavuutta tukevia tekijöitä ovat arviomme mukaan korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon skaalaaminen ja yleinen konsernin kokoluokan kasvattaminen. Uskomme SaaS-liiketoiminnan kannattavuuskäänteen olevan lähellä. SaaS:in korkea noin 80 %:n bruttokate ja skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistavat nopean tulokasvun. Vertailun vuoksi, teollista SaaS-liiketoimintaa tekevät Admicom ja Smartcraft ovat ylittäneet noin 40-50 %:n käyttökatemarginaaliin. Tamtronin SaaS-liiketoiminnan myynti on kustannustehokasta ja kilpailu vähäistä, mutta kannattavuudessa voi olla silti olla vaikeaa yltää aivan edellä mainittuja yhtiöitä vastaavalle tasolle, koska Tamtronin SaaS:in skaala jäänee todennäköisesti selvästi em. Kilpailijoita pienemmäksi (taloudellisten tavoitteiden toteutuessa SaaS-liikevaihto olisi noin 10 MEUR).

## Osinkoa voidaan harkita lähivuosina

Tamtron aikoo maksaa keskipitkällä aikavälillä osinkoa 20-30 % nettotuloksestaan, sillä yhtiö tarvitsee pääomia kunnianhimoisten kasvutavoitteiden rahoittamiseksi. Toistaiseksi osinkoa ei ole listallaoloaikana maksettu ja on vielä toistaiseksi epäselvää milloin osinkoa aletaan maksaa. Nykyinen terve tase ja hyvä kannattavuus mahdollistaisivat osingonmaksun aloittamisen, mutta yritysostoihkeet voivat lykätä sitä vielä joitakin vuosia.



## Taloudelliset tavoitteet

### Taloudelliset tavoitteet keskipitkällä aikavälillä

- 96 miljoonan euron liikevaihto vuonna 2027. Kasvusta merkittävä osa yritysostoin
- 16 % EBITDA-marginaali vuonna 2027
- Osinko 20-30 % nettotuloksesta

### Nykytilanne

- Liikevaihto 2022 (pro forma): 54,5 MEUR
- EBITDA-% 2022 (pro forma): 11,6 %
- Pro forma –luvat sisältävät Lahti Precisionin liikevaihdon ja käyttökateen
- Osinkoa ei ole maksettu

### Inderesin ennusteet

- Liikevaihto 2027e: 62,4 MEUR – ennuste ei sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja
- EBITDA-% 2027e: 12,4 %
- Osingonmaksu 2023-25e: 0,0-0,7 MEUR

# Markkinat ja kilpailuympäristö (1/3)

## Potentiaalinen kohdemarkkina 300-900 MEUR

Tutkimusyhtiö Research and Marketsin mukaan<sup>1</sup> globaalin punnitusratkaisujen markkinan koon arvioitiin olevan noin 5,2 miljardia vuonna 2022, mikä koostuu 87 prosenttisesti laitemyynnistä. 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 (etenkin teollisuuden annostelujärjestelmät), 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.

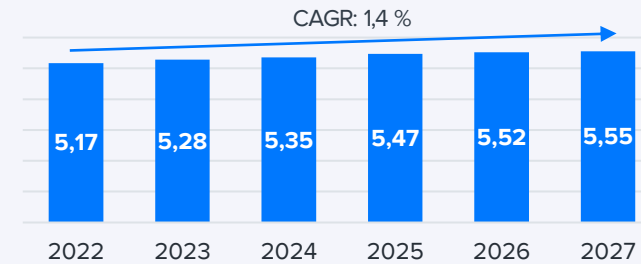
## Laitemarkkinan kasvusta ennustetaan maltillista

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. Teollisten vaakojen laitemyyntiin vaikuttavia megatrendejä ovat mm. kansainvälisen kaupan volyymin kehitys, teollisuuden automaatioasteen nousu sekä digitalisaatio ja esineiden internetin (IoT) kehitys.

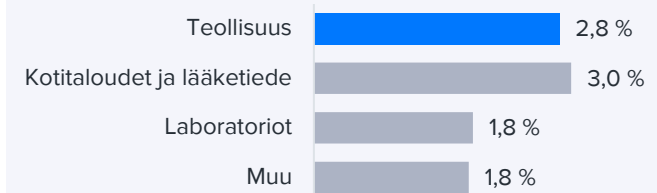
## Teollisuuden sykli vaikuttaa markkinan kehitykseen

Punnitusratkaisujen markkina on lyhyellä aikavälillä altis talouden sykleille erityisesti laitemyynnin kautta. Pidämme Euroalueen valmistavan teollisuuden ostopäällikköindeksiä (PMI) soveltuvana indikaattorina punnitusratkaisujen kysynnän muutoksille. Indeksillä perusteella valmistavan teollisuuden aktiviteetti Euroalueella alkoi heikentyä vuoden 2022 lopulta alkaen ja on jatkanut heikentymistä vuoden 2023 aikana.

## Globaali punnitusmarkkina (MRD EUR)



## Vaakojen kysynnän volyymikasvu Euroopassa eri aloilla (2022-27)



## Euroalueen valmistavan teollisuuden ostopäällikköindeksi



<sup>1</sup>) Research and Markets (Weighing systems global market insights analysis and forecast to 2027)

# 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 pilvipalveluiden piiriin. 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 laaja tuotevalikoima yhden luokun periaatteella, mikä tarkoittaa kilpailuetua pienempiin kapeamman valikoiman yhtiöihin nähden. Kilpailu on hajanaista myös maantieteellisesti katsottuna - 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 elinkaari palveluissa, sillä regulaatio rajoittaa pienten yhtiöiden kykyä tarjota kokonaisvaltaisia palveluita kuten määräaikaistarkastuksia.

## Kehittyneet SaaS-tuotteet kilpailuetu Tamtronille

Tamtron sekä yritystoston myötä osaksi konsernia tullut Lahti Precision ovat investoineet merkittävästi tiedonhallintapalveluiden kehittämiseen. Konsernissa työskentelee noin 20 puhtaasti SaaS-palvelun kehittämiseen erikoistunutta ohjelmistokehittäjää. Tamtronin tiedonhallintapalvelut ovat käsityksemme mukaan markkinoiden kilpailukykyisimmällä tasolla. Asiakas noudattaa mielellään yhden luokun periaatetta niin laitteiden, huollon kuin tiedonhallintapalveluiden hankinnassa, minkä johdosta mScalesin soveltuvuus sekä liikkuvan kaluston vaakoihin että raskaan kaluston vaakoihin on Tamtronille kilpailuetu. Markkinoilla ei käsityksemme mukaan ole muita ominaisuuksiltaan vertailtavissa olevia SaaS-tuotteita. Suomalaiset Tamtron ja Lahti Precision ovat olleet tuotealueen pioneereja ja pyrkivät levittämään pilvipalveluiden penetraatiota Suomesta pohjoismaihin ja muualle Eurooppaan.

## SaaS-markkinapotentiaali Euroopassa



20-30 000 liikkuvan kaluston vaakaa<sup>1</sup>

60-70 000 raskasta teollisuusvaakaa<sup>1</sup>



~ 1000 EUR vuosilaskutus<sup>2</sup>



~ 100 MEUR markkinapotentiaali<sup>2</sup>

## 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

- SaaS-ratkaisu noussut suosituksi Suomessa, mutta muissa maissa ollaan selvästi jäljessä
- 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						Teolliset järjestelmät			Ohjelmistot	
		Pyöräkuormaaja	Puutavaranoستuri	Kurottaja	Materiaalin-käsittely	Haarukka-trukki	Trukki (sisään-rakennettu)	Autovaaka	Junavaaka	Pyörävoimien mitta	Annostelu-järjestelmät	SaaS
 TAMTRON	Eurooppa	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
 METTLER TOLEDO	Globaali	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✓	✗
 schenckprocess	Eurooppa	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗
 PRECIA MOLEN WORLDWIDE WEIGHING	Globaali	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✗	✓	✗
 SOCIETA COOPERATIVA BILANCAI	Eurooppa	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✓	✓	✗	✗
 scanvaegt	Globaali	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗	✗
 FLINTAB WEIGHING SOLUTIONS	Pohjoismaat	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✓	✗	✗	✗	✗
 LOADRITE	Eurooppa	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
 PFREUNDT	Eurooppa	✓	✗	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗
 INTERMERCATO HIGH PERFORMANCE LIFT & LOAD ATTACHMENTS	Pohjoismaat ja Saksa	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗

# 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 ennustamiseen sisältyy eniten epävarmuutta, sillä yhtiö ei raportoi sen osuutta julkisuuteen. SaaS-liikevaihdon osalta pyrimme arvioimaan yhtiön tuotteiden kaupallista potentiaalia sekä Tamtronin asennetun laitekannan kehitystä. Emme ole sisällyttäneet tulevia 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.

## Kasvu hidastumassa vuoden 2023 aikana

Tamtron ohjeistaa vuoden 2023 liikevaihdoksi 50-55 MEUR, mikä arvioimme mukaan tarkoittaisi orgaanisen kasvun asettuvan -3 % ja +6 % väliin. Orgaanisen kasvun arviointia vaikeuttaa hieman maaliskuussa 2023 toteutettu suuri yrityskauppa (Lahti Precision). H1:llä liikevaihdon orgaaninen kasvu oli yhtiön raportoimana 10 %, joten ohjeistus viittaa orgaanisen kasvun heikentymiseen H2:lla. Myös uusien tilausten kasvu hidastui 0 %:n tienoille H1:llä. Ennustamme vuoden 2023 liikevaihdoksi 52,9 MEUR (2 % kasvu ilman yritysostojen vaikutusta). Ruotsin ja Norjan kruunun heikentymisellä on arvioimme mukaan ollut noin -2,5 %:n vaikutus kasvuun vuoden 2023 aikana (yhtä suuri molemmilla vuosipuoliskoilla).

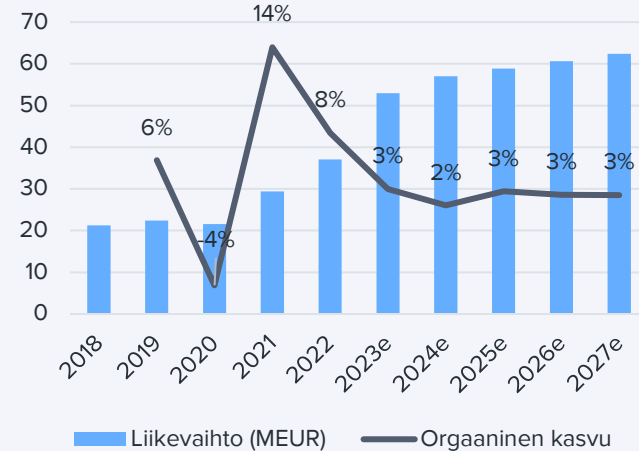
## Orgaaninen kasvu noin 3 % pitkällä aikavälillä

Ennustamme Tamtron-konsernille keskimäärin 3 %:n orgaanista kasvua ennustejaksollamme vuosina 2023-27, mikä tarkoittaa että vuoden 2027 liikevaihto kasvaa ennusteissamme 62,4 MEUR:oon ilman uusia yritysostoja. Ennusteemme jää alle yhtiön 96 MEUR:n liikevaihtotavoitteen, mutta erotuksesta suuri osa liittyy mahdollisiin tuleviin yrityskauppoihin, joita emme sisällytä ennusteisiin. Tulevat yritysostot voisivat kiihdyttää myös orgaanista kasvua tiedonhallintapalveluiden (SaaS) ristiinmyynnin ansiosta, vaikka emme tätä ennusteissa huomioikaan.

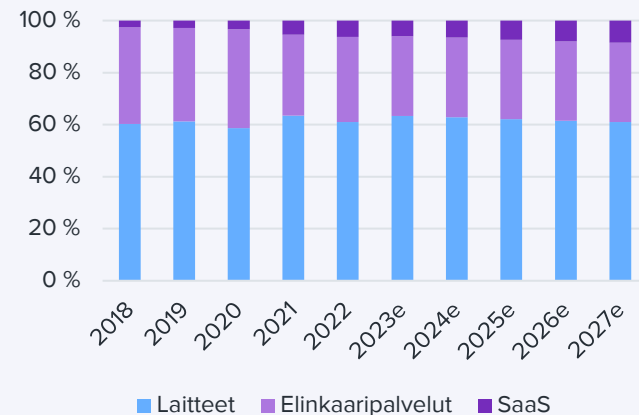
## Laitemyynti

Laitemyynnin osalta ennustamme liikevaihdon kasvun olevan maltillista ja noudattelevan jossain määrin markkinasyklejä sekä BKT:n kehitystä. Teollisten vaakojen laitemyynnin volyymikasvun ennustetaan olevan Euroopassa 2,8 % keskipitkällä aikavälillä (2022-27). Kysyntää tukeviin megatrendeihin kuuluu mm. teollisuuden automaatioasteen nousu ja digitalisaatio. Ennustamme laitemyynnin liikevaihdon orgaanisen kasvun hidastuvan 1-2 %:iin vuosiksi 2024-25e: 1-2 %, sillä arvioimme vuosien 2022-23 vertailulukujen olevan melko korkeat. Korkeiden korkojen aiheuttama makrotalouden heikentyminen laskee asiakaskunnan investointitarpeita muutaman vuoden vahvan jakson jälkeen. Laitemyynti voisi saada tukea Lahti Precision –kaupan myötä saatujen annostelujärjestelmien kaupallistamisesta uusille markkinoille Suomen ulkopuolelle. Kaipaamme tästä kuitenkin konkreettisia näyttöjä, ennen kuin olemme valmiita huomioimaan asiaa merkittävämmiin ennusteissamme.

## Liikevaihdon kehitys



## Liikevaihdon jakauman kehitys



# Ennusteet (2/6)

## Elinkaaripalvelut

Laitekannan kasvaessa elinkaaripalveluiden suhteellinen osuus korostuu, joten palvelumyynti kasvaa pitkällä aikavälillä ennusteissamme aavistuksen laitemyyntiä nopeammin. Ennustamme elinkaaripalveluiden vuotuiseksi liikevaihdon kasvuksi noin 3 % vuosina 2024-27.

## SaaS-liikevaihto

Jatkuvalaskutteisista tiedonhallintapalveluista syntyvän SaaS-liikevaihdon kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät. Pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut auttavat asiakkaita tehostamaan toimintaansa verrattuna perinteisiin toimintatapoihin ja vanhoihin ohjelmistoihin. Tamtronin ratkaisut ovat käsityksemme mukaan ominaisuuksiltaan markkinan kärkitasoa ja kilpailun määrä tässä niche-markkinasegmentissä on hyvin rajallinen, mikä arviomme mukaan mahdollistaa korkean hinnoittelun ja vahvan asiakaspidon.

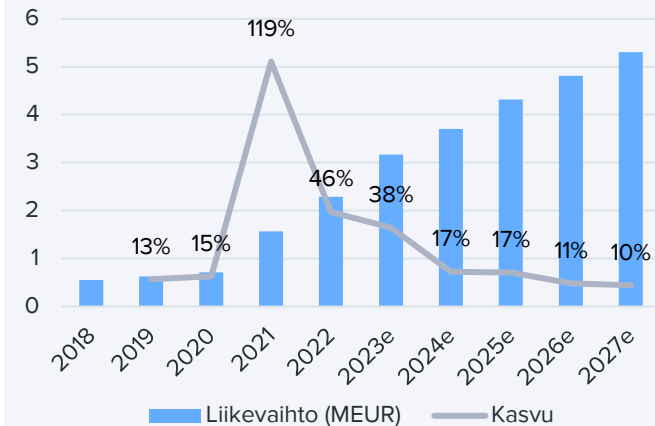
Tamtron lanseerasi oman One Cloud –tuotteensa vuonna 2020. Tuotteesta tuli nopeasti suosittu suomalaisten asiakkaiden keskuudessa ja SaaS-liikevaihdon kasvu kiihtyi vuosina 2021-22. Vuoden 2023 alussa Lahti Precision –yrityskaupan myötä Tamtron sai itselleen merkittävimmän kilpailevan SaaS-ratkaisun (mScales), jota on kehitetty vielä pidempään kuin Tamtronin itse kehittämää One Cloudia. Myynti ja tuotekehitys keskittyvät nyt mScalesiin ja One Cloud –asiakkaita integroidaan mScalesiin. Kasvun painopistettä laajennetaan aluksi muihin pohjoismaihin, mutta kasvupotentiaalia löytyy myös muualta Euroopasta missä ollaan selvästi Suomea jäljessä pilvipohjaisten ratkaisujen hyödyntämisessä.

SaaS-liikevaihdon kasvuennustemme koostuu sekä

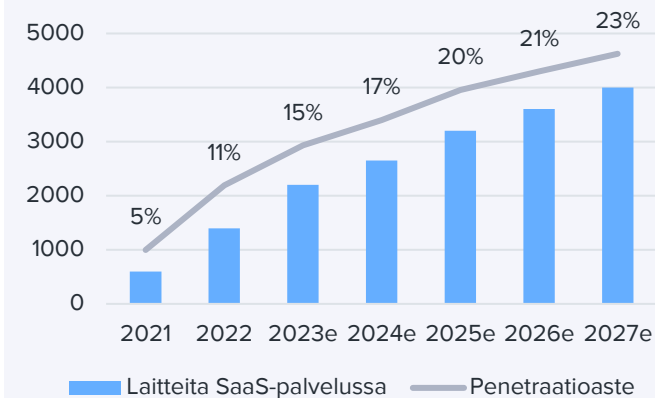
penetraatioasteen kasvusta (suhteessa Tamtronin asennettuun laitekantaan) että asennetun laitekannan kasvusta. Arviolta noin neljännes Tamtronin nykyisestä noin 15 000 laitteen asennuskannasta on jatkuvalaskutteisten tiedonhallintapalveluiden piirissä, sillä uusia One Cloud ja mScales ohjelmistoja on myyty arviolta 2000 laitteeseen ja vanhempaa Wnexus ohjelmistoa noin 2000 laitteeseen. Tamtron myy arviomme mukaan yli tuhat uutta vaakaa vuosittain, minkä lisäksi laitekantaa voidaan kasvattaa yritystoin. Raskaan punnituksen vaa’oissa jatkuvalaskutteinen hinta on huomattavasti korkeampi laitetta kohden kuin liikkuvan kaluston vaa’oissa. Arviomme mScalesin ja One Cloudin keskimääräisen vuosilaskutuksen olevan 1300 euroa ja pysyvän vakaana ennustejaksomme aikana.

2021 oli ensimmäinen vuosi kun uudet pilvipalvelut näkyivät merkittävästi SaaS-liikevaihdon kasvussa (liikevaihto 1,6 MEUR ja kasvu 119 % v/v). Kasvu on käsityksemme mukaan jatkunut vuosina 2022-23 ja Lahti Precision yritysosto kasvatti asennettua laitekantaa merkittävästi. Ennustamme SaaS-penetraation kasvavan vuosittain noin 500 vaa’alla per vuosi 2024-27 (~30-40 % uusmyynnistä), jolloin SaaS-liikevaihto kasvaisi 5,3 MEUR:oon 2027 (osuus konsernin liikevaihdosta 8,5 %). Ennuste vastaa laitekannan kasvattamista noin 17 tuhanteen (2023e: 15 000) ja SaaS-penetraatioasteen kasvattamista 23 %:iin (2023e: 15 %) – kuitenkin niin, että kaikki uudet SaaS-asiakkuudet syntyvät korkeammin hinnoitellun mScalesin piiriin. 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.

## SaaS-liikevaihdon kehitys



## SaaS-integroidut laitteet<sup>1</sup>



1) Penetraatioaste kertoo kuinka suuri osa Tamtronin asennetusta laitekannasta on One Cloud tai mScales-palvelun asiakkaana.



## Ennusteet (3/6)

SaaS-liikevaihdon kasvuennusteeseen kohdistuu myös merkittävää epävarmuutta – etenkin kun viime aikojen kehitystä ei ole yhtiön taholta raportoitu julkisuuteen. Odotamme pääosan uusista asiakkuuksista syntyvän tulevaisuudessa uusmyynnin yhteydessä. Käsityksemme mukaan suuri osa etenkin pohjoismaisista uuden laitteen ostajista valitsee SaaS-palvelun, mikä tukee ajatusta että tuotteen penetraatioaste voisi nousta merkittävästi nykyiseltä tasoltaan.

### SaaS-kasvusta asteittaista tukea myyntikatteeseen

Tamtronin liiketoiminnan myyntikate (kate materiaalien ja palveluiden jälkeen) on ollut viime vuosina noin 53 %:n paikkeilla ja arvioimme että yhdistyminen Lahti Precisionin kanssa ei aiheuta suurta muutosta kateprofiiliin. Myyntikate jäi vuoden 2023 H1:llä edellisvuoden vastaavaa ajankohtaa 1,4 %-yksikköä matalammaksi, joten ennustamme vuoden 2023 myyntikatteen laskevan 52,0 %:iin (2022: 52,7 %). Komponenttipulan ei pitäisi enää kasvattaa riskejä materiaalikustannuksissa, mutta kysynnän heikentymisellä voi olla vaikutusta hinnoittelumahdollisuuksiin.

Pitkällä aikavälillä SaaS-liikevaihdon kasvun tulisi nostaa myyntikatemarginaalia. SaaS-liikevaihdon osuuden ennustettu kasvu 6,0 %:sta 8,5 %:iin vuosina 2023-27 tulisi parantaa konsernin bruttomarginaalia yhteensä 0,7 %-yksiköllä. SaaS-liikevaihdon bruttokate on arvioimme mukaan noin 80 % liikevaihdosta ja siten selvästi konsernin historiallista keskiarvoa korkeampi.

### Kiinteissä kustannuksissa tehostamisvaraa

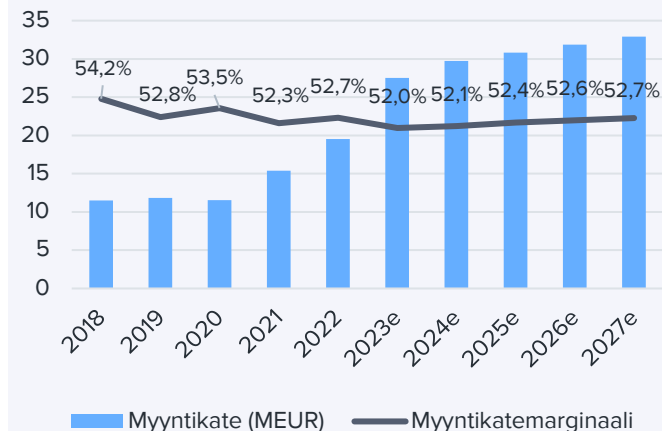
Ennustamme kiinteiden kustannusten laskevan vuonna 2023 suhteessa liikevaihtoon (0,3 %-yksikköä vähemmän kuin 2022). Tamtron teki pienimuotoisia

henkilöstövähennyksiä organisaatiossa Lahti Precision –yrityskaupan jälkeen, mutta nettona henkilöstömäärä ei ole arvioimme mukaan muuttunut merkittävästi. Arvioimme, että yhtiö voi vuosina 2024-25 saada pieniä tehokkuushyötyjä edellä mainitun yrityskaupan myötä tiivistyneestä palveluverkostosta Suomessa sekä tuotannon ja tuotekehityksen keskittämisestä raskaan kaluston vaa'oissa ja SaaS-palveluissa. Lisäksi vuoden 2024 aikana yhtiö tulee integroimaan toiminnanohjausjärjestelmiään, minkä tulisi edelleen lisätä tehokkuutta pitkällä aikavälillä (voi mahdollisesti aiheuttaa pieniä lisäkustannuksia lyhyellä aikavälillä). Ennustamme kiinteiden kulujen osuuden suhteessa liikevaihtoon laskevan edelleen 0,3 %-yksikköä strategiakaudella vuoteen 2027 mennessä. Suurempikin tehokkuusparannus olisi mahdollinen, mikä todennäköisesti vaatisi orgaanisen kasvun piristymistä tai lisäsäästötoimenpiteitä nykyennusteisiimme nähden.

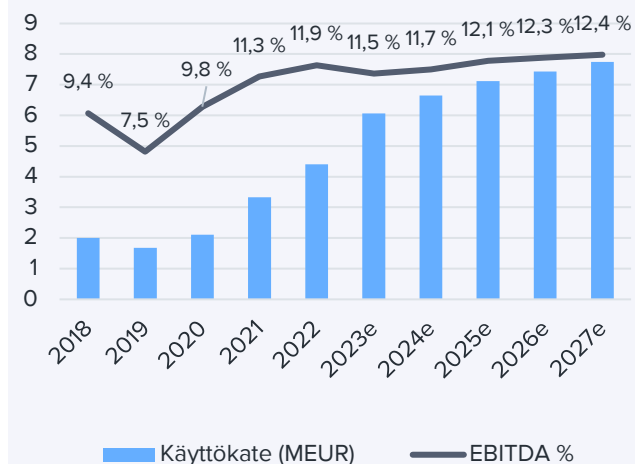
### Ennustamme nousujohteista kannattavuutta

Ennustamme vuoden 2023 käyttökatteen asettuvan 11,5 %:iin eli edellisvuotta matalammaksi (2022: 11,9 %), mihin vaikuttaa mm. ostetun Lahti Precisionin matalampi kannattavuustaso (2022 EBITDA: 11,2 %) sekä merkittävästä yrityskaupasta ja integraatiosta aiheutuneet pienet lisäkustannukset. Kannattavuuden tulisi kuitenkin parantua keskipitkällä aikavälillä. Myyntikatteen parantuminen SaaS-kasvun kautta sekä kiinteiden kustannusten skaalautuminen yhdessä tukevat käyttökatetta. Ennustamme käyttökatteen parantuvan vuonna 12,1 %:iin vuonna 2025 ja 12,4 %:iin strategiakauden lopussa 2027. Ennusteemme ovat alle yhtiön tavoitteleman tason (16 % vuonna 2027). Näemme potentiaalia parempaan, mutta tämä riippuu kuinka hyvin yhtiö onnistuu saamaan synergioita irti toteutetuista yritysostoista.

### Myyntikate



### Käyttökate



# Ennusteet (4/6)

Yhtiö on arviomme mukaan jäämässä selvästi listautumisen yhteydessä annetusta kannattavuusohjeistuksesta. Yhtiö ohjeisti listautumisen yhteydessä vuoden 2023 EBITDA-marginaalin olevan noin 14-15 %, mutta tämänhetkinen ennusteemme on vain 11,5 %. Kyseinen ohjeistus vedettiin helmikuussa 2023 pois vedoten Lahti Precision –kaupan aiheuttamiin väliaikaisiin kustannuksiin sekä epävarmuuteen ja uusi matalampi kannattavuusohjeistus (EBITDA: 10-13 %) annettiin elokuussa 2023. Haluamme siten nähdä konkreettista näyttöä kannattavuuden parantumisesta ja mielellään myös SaaS-kasvusta, ennen kuin olemme valmiita sisällyttämään suurempaa kannattavuusparannusta ennusteisiimme.

Oikaistu liikevoitto on ennusteissamme 4,7 MEUR vuonna 2023 (9,0 % liikevaihdosta) ja paranee 6,2 MEUR:oon vuonna 2027 (10,0 % liikevaihdosta). Raportoitu liikevoitto on yrityskauppoihin liittyvien aineettomien poistojen johdosta matalampi, 2,6 MEUR vuonna 2023e ja 4,7 MEUR 2027e.

## Investointitartve on maltillinen

Ennustamme orgaanisten investointien olevan 1,6 MEUR/v lähivuosina, mikä ylittää hieman ennustamamme normaalin poistotason. Investoinnit koostuvat enimmäkseen aktivoituista tuotekehitysmenoista, sillä tuotanto on varsin pääomakevyttä. Ennustamamme normaalit poistot ovat 1,4-1,5 MEUR vuosina 2024-27. Yrityskauppoihin liittyvät aineettomat poistot ovat ennusteissamme 2,2 MEUR vuonna 2024e ja laskevat 1,6 MEUR:oon 2027e.

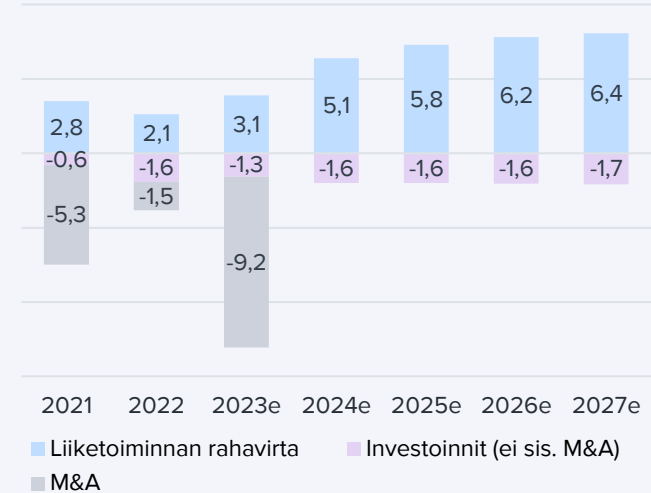
## Tuloskasvu valuu vahvasti nettotulosriville

Ennustamme oikaistun nettotuloksen olevan 3,1 MEUR vuonna 2023 (raportoitu nettotulos 1,3 MEUR) ja kasvavan 4,6 MEUR:oon vuonna 2027 (raportoitu nettotulos 3,4 MEUR). Ennuste olettaa rahoituskulujen olevan 0,8 MEUR 2023e, minkä jälkeen sisäisen kassavirran kautta laskeva velan määrä johtaa matalampiin rahoituskuluihin (noin 5 % vuotuinen korkokulu 2024-26e). Veroprosentti on lähivuosien ennusteissamme 24-25 % (2023-25e) ja keskipitkän aikavälin ennusteissamme 23 %, vaikka yhtiön päämarkkinoilla veroaste on pääosin lähellä 20 %:n tasoa. Arviomme mukaan yhtiö ei aina pysty täysimääräisesti netottamaan tulosta ja tappioita verotuksessa maiden välillä, kuten aiempinakin vuosina on nähty. Pitkän aikavälin veroprosenttioletuksemme on 21 %.

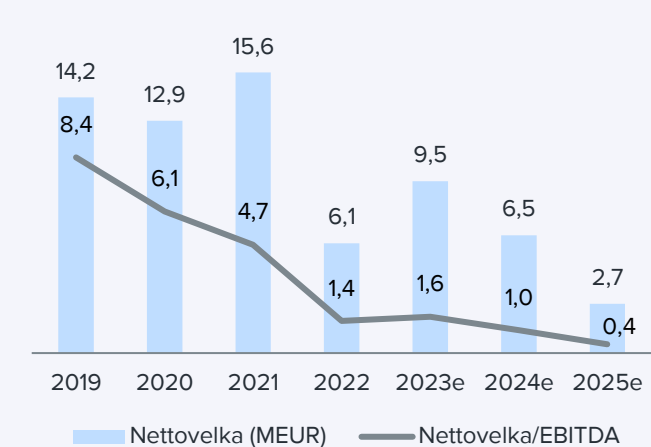
## Velkaisuus laskee kassavirran kautta, mutta osingonmaksun aloitusajankohta on yhä epävarma

Tamtronin nettovelka suhteessa käyttökatteeseen asettuu ennusteidemme mukaan 1,6x tasolle vuoden 2023 lopussa ja laskee edelleen 0,4x:een vuonna 2025e. Kestävä maksimitaso nettovelan ja käyttökatteen suhteelle on arviomme mukaan 2-3x paikkeilla. Taseessa siis riittää tilaa uusille pienille tai keskisuurille yritysostoille (<5 MEUR), vaikka voikin olla että vuosi 2024 kuuluu vielä pääosin aiempien yritysostojen integroinnin merkeissä. Tase mahdollistaisi myös osingonmaksun aloittamisen, mutta yhtiö saattaa rakentaa mieluummin puskuria tulevia yritysostoja ajatellen. Olemme ennusteissamme olettaneet, että osingonmaksu aloitetaan vasta vuoden 2025 jälkeen.

## Kassavirran kehitys (MEUR)



## Nettovelan kehitys



# Ennusteet (5/6)

## Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminaalijakso (2031e-)
<b>Liikevaihto</b>	<b>21,3</b>	<b>22,4</b>	<b>21,6</b>	<b>29,4</b>	<b>37,1</b>	<b>52,9</b>	<b>57,0</b>	<b>58,9</b>	<b>60,6</b>	<b>62,4</b>	
-kasvu		6 %	-4 %	36 %	26 %	43 %	8 %	3 %	3 %	3 %	2,0 %
-josta orgaanista kasvua		6 %	-4 %	14 %	8 %	3 %	2 %	3 %	3 %	3 %	2,0 %
<b>Laitteet</b>	<b>12,8</b>	<b>13,7</b>	<b>12,7</b>	<b>18,7</b>	<b>22,6</b>	<b>33,5</b>	<b>35,9</b>	<b>36,6</b>	<b>37,3</b>	<b>38,0</b>	
-kasvu %		7 %	-8 %	47 %	21 %	48 %	7 %	2 %	2 %	2 %	
-osuus %	60 %	61 %	59 %	63 %	61 %	63 %	63 %	62 %	62 %	61 %	
<b>Palvelut (sis. SaaS)</b>	<b>8,5</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>10,8</b>	<b>14,5</b>	<b>19,4</b>	<b>21,2</b>	<b>22,3</b>	<b>23,3</b>	<b>24,4</b>	
-kasvu %		3 %	3 %	21 %	34 %	34 %	9 %	5 %	5 %	5 %	
-osuus %	40 %	39 %	41 %	37 %	39 %	37 %	37 %	38 %	38 %	39 %	
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	
<b>EBITDA %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>11,9 %</b>	<b>11,5 %</b>	<b>11,7 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>12,4 %</b>	<b>11,5 %</b>
Poistot (pl. liikearvo)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	
<b>Oik. EBIT</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	
<b>Oik. EBIT %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>9,7 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>9,0 %</b>
Liikearvon poistot	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-2,2	-2,2	-2,0	-1,8	-1,6	
Raportoitu EBIT	0,3	-0,1	0,3	1,2	2,0	2,6	3,1	3,7	4,2	4,7	9,0 %
Rahoituskulut	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6	-2,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	
Verot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	
Nettotulos	-0,5	-0,7	-0,1	0,1	-0,4	1,3	1,8	2,4	2,9	3,4	
<b>Oikaistu nettotulos</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	
Operatiivinen kassavirta		1,3	2,0	2,8	2,1	3,1	5,8	6,2	6,4	7,3	
Bruttoinvestoinnit (ei sis. M&A)		-0,6	-0,5	-0,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	
Nettovelka		14,2	12,9	15,6	6,1	9,5	6,5	2,7	-0,9		
Nettovelka/EBITDA		8,4	6,1	4,7	1,4	1,6	1,0	0,4	-0,1		
Osingonmaksu yhteensä	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,8	0,9	
Osinko/raportoitu nettotulos	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	27,3 %	27,4 %	25,9 %	

Lähde: Inderes

# Ennusteet (6/6) - Ennustemuutokset

## Laskimme hieman ennusteita vaisun makrokuvan vanavedessä

- Laskimme liikevaihtoennusteitamme 2-3 % vuosien 2023-25 osalta. Tämän seurauksena oikaistun liikevoiton ennusteet laskivat 4 %.
- Ennusteleikkaukset heijastelevat loppuvuodesta 2023 nähtyä heikentyneitä makroympäristöä ja Euroopan teollisuuden suhdanteen heikentymistä. Vaikka Tamtronin asiakaskunta on hajautunut ja palvelut tuovat jatkuvuutta, on laitemyynti jossain määrin riippuvaista talouden sykleistä.
- Odotamme yhä Tamtronin yltävän vuodelle 2023 antamaansa ohjeistukseen, jonka mukaan koko vuoden liikevaihto on 50-55 MEUR (ennustemme 52,9 MEUR) ja EBITDA-marginaali 10-13 % (ennustemme 11,5 %).
- Teimme myös pieniä muutoksia kassavirtaennusteisiimme mm. verojen, rahoituskulujen ja käyttöpääoman osalta, joiden myötä vuoden 2023 lopun nettovelkaennuste nousi 9,5 MEUR:oon (aik. 8,9 MEUR).
- Laskimme terminaalijakson kannattavuusennusteen vastaamaan Tamtronin nykyistä (2023e) EBITDA-marginaalia. Emme halua mallintaa kannattavuusparannusta yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuteen, sillä näemme yritysostoista tavoiteltaviin synergioihin liittyvän vielä merkittävää epävarmuutta.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e			2024e			2025e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	54,2	52,9	-2 %	58,7	57,0	-3 %	60,6	58,9	-3 %
Käyttökate	6,2	6,1	-3 %	6,9	6,6	-3 %	7,4	7,1	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,9	4,7	-4 %	5,5	5,3	-4 %	5,9	5,7	-4 %
Liikevoitto	2,8	2,6	-6 %	3,3	3,1	-7 %	4,0	3,7	-6 %
Tulos ennen veroja	2,0	1,8	-9 %	2,8	2,4	-15 %	3,6	3,2	-11 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,44	0,42	-4 %	0,53	0,48	-8 %	0,58	0,54	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

1.

Hyvä asema arvoketjussa ja hajautunut asiakaskunta

2.

Pilvipalvelut mahdollistavat orgaanista kasvua vaikka laitemarkkinan kasvu on matala

3.

M&A tuo lisäpotentiaalia arvonluontiin

4.

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

5.

Pääomakevyt liiketoimintamalli ja hyvä kassavirtaprofiili

## Potentiaali



- Vahva asema arvoketjussa mahdollistaa pääomakevyeen liiketoimintamallin ja kannattavan palveluliiketoiminnan
- Datapalveluiden vyörytys nykyiseen laitekantaan kiihdyttäisi kasvua ja parantaisi kannattavuutta
- Potentiaalia konsolidoida fragmentoitunutta toimialaa
- 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 sitoo pääomia ja voi tuoda myös negatiivisia yllätyksiä
- SaaS-liiketoiminnan kasvuvauhtiin ja pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyy epävarmuutta

# Arvonmääritys (1/4)

## Arvonmäärityksen yhteenveto

Tamtronin liiketoiminta on kokonaisuutena kannattavaa, pääomakevyttä ja kasvumahdollisuuksiakin löytyy. Yhtiön perinteisessä teollisessa liiketoiminnassa (laitekauppa ja elinkaaripalvelut) orgaaninen kasvu on maltillista ja jokseenkin syklistä, mutta hajautunut markkina tarjoaa mahdollisuuksia yritysostovetoiselle kasvulle. SaaS-liikevaihto puolestaan on kasvanut nopeasti orgaanisin voimin 2020-luvulla. 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. Yritysostovetoinen kasvu voisi tukea SaaS-liiketoimintaa ja mahdollistaa synergiaetuja. Emme kuitenkaan ole sisällyttäneet yritysostoja ennusteisiimme tai laskeneet potentiaalisia M&A-synergioita mukaan määrittämäämme käypään arvoon. Mielestämme SaaS-kasvusynergioiden toteutumisesta kaivattaisiin vielä lisää näyttöjä, jotta yrityskauppavetoiselle kasvustrategialle voisi antaa lisäarvoa arvonmäärityksessä.

## Tulospohjainen arvostus paras työkalu käyvän arvon määrittämiseen

Tulospohjaiset arvostuskertoimet soveltuvat mielestämme parhaiten Tamtronin arvostamiseen, sillä yhtiölle löytyy kaksi kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan vertailukelpoista punnitusratkaisuja tarjoavaa ulkomaista verrokkiyhtiötä, Precia Molen ja Vishay Precision Group. Verrokkit hinnoitellaan vuodelle 2024e noin EV/EBIT-kertoimella 11x. EV/EBIT 11x – kertoimen soveltaminen Tamtronin ennusteisiin vastaisi vuoden 2023e luvuilla 5,8 euron osakekohtaista arvoa ja vuoden 2024e luvuilla 7,0

euron osakekohtaista arvoa.

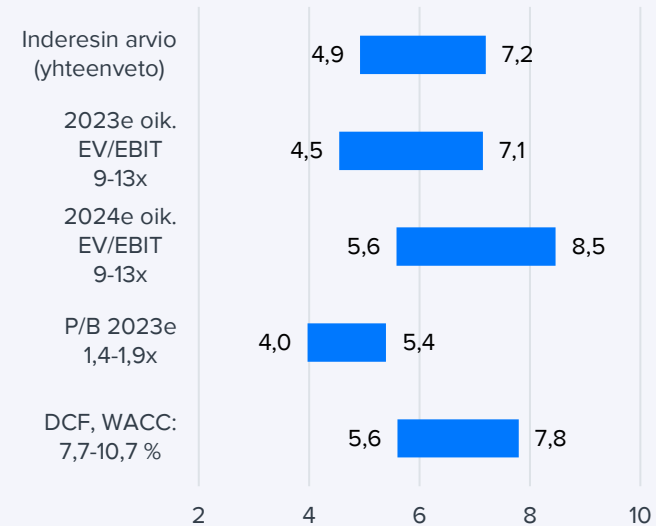
Myös kassavirtapohjainen arvostusmenetelmä (DCF) sopii mielestämme melko hyvin yhtiön arvostamiseen, sillä yhtiön kannattavuus on suhteellisen vakaalla pohjalla. Yhtiön nopea yritysostovetoinen kasvu viime vuosina on tosin vaikeuttaa kassavirtojen ennustamista. Toistaiseksi liiketoiminta näyttää arviomme mukaan hyvinkin pääomakevyeltä ja kassavirtaprofiili suotuisalta, mutta haluaisimme nähdä tästä vielä vahvempia näyttöjä, jotta DCF-malliin voisi nojata arvonmäärityksessä suuremmalla painolla.

Tulospohjaisen arvostuksen sekä DCF:n lisäksi olemme hyödyntäneet osakkeen käyvän arvon määrittämisessä tasepohjaista arvostusta (P/B). Osinkotuotto ei sen sijaan mielestämme sovi arvostusmenetelmäksi, koska pääoman käytössä priorisoidaan kasvua ja yritysostoja. Tulospohjaisten arvostusmenetelmien, tasepohjaisen arvostuksen ja DCF:n perusteella arvioimme osakkeen käyväksi arvoksi 4,9-7,2 euroa.

## Näemme osakkeen houkuttelevana

Vuoden 2023 kohtuullisen edullisiin tulospohjaisiin arvostuskertoimiin nojaaminen on mielestämme tässä kohtaa jo melko riskitöntä (oik. EV/EBIT 10x). Vuoden 2024 ennusteilla arvostus kääntyisi jo hyvin edulliseksi (oik. EV/EBIT 8x), mihin tosin sisältyy hieman enemmän epävarmuutta yritysostointegraatioiden ja vaisun suhdanteen vuoksi. Toisaalta Tamtron voi yllättää myös positiivisesti ja pystyä kiihdyttämään SaaS-kasvua yritysostojen avulla, jolloin osakkeessa voisi olla reipastakin nousuvaraa. Pidämme edullisesta arvostuksesta ja vähintäänkin kohtuullisesta arvonluontinäköymästä, minkä johdosta asetamme suosituksemme tasolle lisää tavoitehinnalla 6,2 euroa.

## Arvostusmenetelmien yhteenveto<sup>1</sup>



<sup>1</sup>) Oik. liikevoitto korjattu yrityskauppoihin liittyvillä liikearvopoistoilla, jotka eivät vaikuta tuleviin kassavirtoihin.

# Arvonmääritys (2/4)

## 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 2022 oli 363 MUSD. Punnitusratkaisut muodostivat 35 % yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön oikaistu käyttökate oli 17 % liikevaihdosta ja bruttokate 42 %. Tuotto liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle oli 15 %.

**Precia Molen** on ranskalainen teollisuuden punnitusratkaisuja kehittävä yhtiö, jonka liikevaihto vuonna 2022 oli 158 MEUR. Yhtiön käyttökate oli 12 % liikevaihdosta. Liiketoiminta on maantieteellisesti keskittynyttä, sillä vuonna 2022 62 % liikevaihdosta syntyi yhtiön kotimaasta Ranskasta. Tuotto liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle oli laskujemme mukaan 15 %.

## Tamtronia voidaan hinnoitella linjassa verrokkeihin

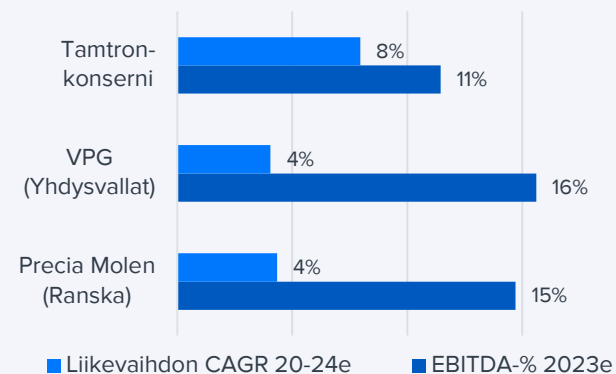
Mielestämme Tamtronia voidaan arvostaa linjassa verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien kanssa. Verrokkien liikearvon poistoilla oikaistut pääomantuottoluvut ovat samalla tasolla Tamtronin kanssa (noin 15 %). Verrokkit ovat Tamtronia selvästi suurempia ja siten arviomme mukaan myös niiden liiketoimintaan kohdistuva riskitaso on hieman matalampi. Tamtronin orgaaninen kasvuvauhti on kuitenkin verrokkeja korkeampi ja sillä on myöskin korkeahko jatkuvaluonteisten palveluiden osuus sekä

korkea bruttokate, jotka yhdessä voisivat mahdollistaa nopeamman tuloskasvun suhteessa verrokkeihin.

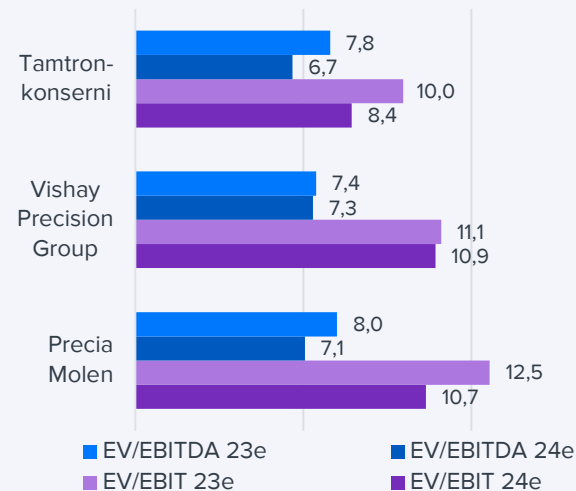
**Tulospohjainen arvonmääritys** osoittaisi Tamtronin osakkeen käyväksi arvoksi 7,0 euroa, mikäli hyödyntäisimme verrokkien 2024 EV/EBIT-kerrointa suoraan Tamtronin oikaistuun 2024e liikevoittoon. Olemme soveltaneet verrokkien raportoituja EV/EBIT-kertoimia Tamtronin oikaistuun EBIT:iin (EBITA), sillä Tamtronilla on runsaasti kirjanpidollisia yrityskauppoihin liittyviä liikearvopoistoja. Liikearvopoistot tulee mielestämme oikaista pois arvonmääritysvaiheessa, sillä niillä ei ole merkitystä tulevaisuuden kassavirtoihin. Verrokkiyhtiöillä vastaavien liikearvopoistojen määrä suhteessa liikevaihtoon oli vuonna 2022 alle 1% liikevaihdosta, joten merkitys arvostuskertoimiin on pieni. Tamtronilla liikearvon poistojen suhde oli noin 5 %, jolloin myös vaikutus arvonmäärityksessä on merkittävä ja oikaiseminen on relevanttia.

**Tasepohjaisen arvostuksen** tarkastelu ydinverrokkien kautta osoittaisi Tamtronin osakkeen arvoksi 4,0-5,4 euroa (P/B 2023e: 1,4-1,9x). Emme kuitenkaan halua antaa tasepohjaiselle arvonmääritykselle vahvaa painoarvoa käyvän arvon määrittämisessä, sillä Tamtronin liiketoiminta on vielä kehitysvaiheessa ja tuloksentelekyky voi parantua huomattavasti lähivuosina, mikäli yhtiö onnistuu strategiassaan. Tamtronin liiketoiminta on pääomakevyttä ja pääoman tuotto voisi arviomme mukaan nousta pitkällä aikavälillä jopa kaksinkertaiseksi suhteessa tuottovaatimukseen. Toisaalta verrokkien P/B-luvut kertovat, että tuloskasvun jäädessä matalaksi markkina ei ole nykyisessä suhdanteessa valmis hinnoittelemaan pääomantuotoltaan hyväikään yhtiöitä yli P/B 2x:n teollisten punnitusten toimialalla.

## Tamtronin ja ydinverrokkiryhmän kasvu- ja kannattavuusprofiili<sup>2</sup>



## Tamtronin ja ydinverrokkiryhmän arvostuskertoimet



# Arvonmääritys (3/4)

## DCF soveltuu melko hyvin Tamtronin arvostamiseen

Pidämme DCF-menetelmää soveltuvana arvonmääritysmenetelmänä, sillä Tamtron on jo selvästi kannattava yhtiö ja näkyvyys tulevaisuuden kassavirtoihin on kohtalaisen hyvä. DCF-arvonmäärityksemme antaa Tamtronin yritysarvoksi 53,9 MEUR ja osakekannan arvoksi 47,8 MEUR ottaen huomioon vuoden 2022 lopun nettovelan (6 MEUR). Osakekohtainen käypä arvo olisi siten DCF-mallimme mukaan 6,6 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 keskimäärin 3 % vuosina 2025-31 ja pitkällä aikavälillä 2 %. Kannattavuuden osalta olemme olettaneet käyttökatemarginaalin laskevan vuoden 2027 12,4 %:sta 11,5 %:iin pitkällä aikavälillä. Arvioimme investointien alittavan poistotason lyhyellä aikavälillä ja ylittävän poistotason hieman pitkällä aikavälillä.

Enusteidemme mukaisesti 13 % yritysarvosta syntyy vuosien 2023-27 diskontatuista kassavirroista, 29 % vuosilta 2028-32 ja 58 % terminaaliyksiköiltä. Kassavirtojen ajallinen jakauma on mielestämme melko maltillinen, eikä erityisesti nosta arvostusmenetelmän riskitasoa. Suurimmat riskit DCF:ssä liittyvät mielestämme kannattavuus- ja kassavirtaennusteiden toteutumiseen. Yhtiö on muuttunut nopeasti viime vuosina yrityskauppojen seurauksena, minkä johdosta kassavirtojen ja tuloksen orgaanisen kehityksen hahmottaminen on hieman tavallista haastavampaa, vaikka yhtiön liiketoiminta

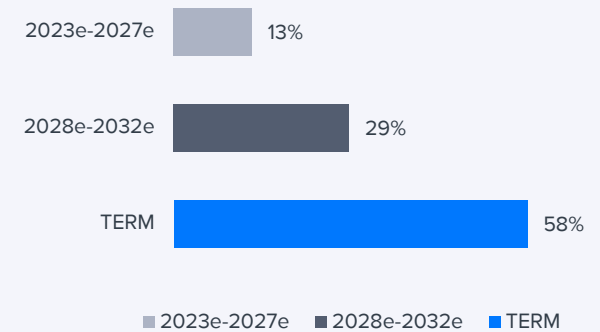
muuten onkin vakaalla pohjalla.

## Yritysostoilla tapahtuvan arvonluonnin arvioiminen

Emme huomioi tulevia yritysostoja ennusteissamme tai käyvän arvon määrityksessä, mutta pyrimme arvioimaan paljonko Tamtron voisi luoda arvoa yritysostoilla positiivisessa skenaariossa. Tamtron on identifioinut 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 arviolta 27 MEUR:n verran vuoteen 2027 mennessä. Tämän toteuttaminen tarkoittaisi 5-10 MEUR:n vuotuisia epäorgaanista liikevaihdon kasvua strategiakauden aikana.

Ostokohteista valtaosa on laitteiden jakeluun sekä elinkaaripalveluihin keskittyneitä melko vaatimattomalla kannattavuudella toimivia yhtiöitä, joiden arvostuskertoimet tosin ovat edullisia. Tällaisten ostaminen mahdollistaisi Tamtronille nopean liikevaihdon kasvattamisen, mikä voisi tosin lyhyellä aikavälillä painaa kannattavuutta. Arvonluonti edellyttäisi, että Tamtron voisi myydä SaaS-palveluaan ostettujen jakelijoiden asiakaskuntaan. Olemme arvioineet, että ostokohteiden EBITDA-marginaalia voitaisiin kasvattaa noin 3 %-yksikön verran, mikäli ostokohteen asennetusta laitekannasta 20 % saataisiin SaaS-asiakkaiksi 1300 euron vuotuisella keskihinnalla. Tällöin ostetun kohteen EV/käyttökate-arvostuskertoimet voisivat laskea merkittävästi kasvusynergioiden jälkeen suhteessa arvostustasoon ennen synergioita (esimerkissä 7,0x → 4,8x). SaaS-kasvusynergioiden lisäksi arvonluontia voidaan toteuttaa myös esimerkiksi kulusäästöjen tai muiden tuotteiden ristiinmyynnin kautta.

## DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



## Esimerkki SaaS-synergioiden syntyisestä<sup>1</sup>

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

Synergioiden toteutuminen	
SaaS-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 Jysk Vægtfabrik -yritysostoa.



# Arvonmääritys (4/4)

Toistaiseksi näkyvyys yrityskauppojen kautta saavutettavaan tulosparannukseen on mielestämme heikko. Yhtiö on toteuttanut viime vuosina useita yrityskauppoja menestyksekkäästi, mutta yrityskaupat ovat olleet keskenään hyvin erilaisia ja integraation keskeneräisyydenkin vuoksi mahdollisia synergiahyötyjä on vielä vaikea yksilöidä. Mikäli yhtiö voisi osoittaa, että sen ostaman jakelijan asiakaskantaan on myyty merkittävä määrä SaaS-sopimuksia ja tulos olisi sitä kautta parantunut, toisi tämä lisää näkyvyyttä systemaattisen yritysostovetoisen arvonluonnin näkökulmasta.

Arvonluontipotentiaalia määrittäessämme olemme oletaneet ostettavien kohteiden kauppahinnaksi 7x EV/EBITDA ja käyväksi arvoksi 8x EV/EBITDA (nykyinen arvostus EV/EBITDA 7,8x 2023e). Olemme käyttäneet samaa 8x 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-vetoisen strategian arvonluontimahdollisuuksia. Vastaavasti heikko orgaaninen suorittaminen vaikeuttaisi yritysostovetoista arvonluontia.

## Tamtronin M&A-strategia voisi kohtuullisesti onnistuessaan luoda arvoa 9 MEUR:n verran

Laskemamme positiivisen skenaarion perusteella Tamtron voisi luoda arvoa vuoteen 2027 ulottuvalla yritysostostrategiallaan 9 MEUR:n verran (1,2 euroa per osake). Tämä edellyttää onnistunutta strategian toteutusta pitäen sisällään strategiassa määritetyn 27 MEUR:n liikevaihdon ostamisen kohtuullisella hinnalla

(7x EV/EBITDA) sekä liikevaihdon synergioiden saavuttamisen mScales–tuotteen ristiinmyynnillä (20 % penetraatio ostettuun laitekantaan). Arvonluontipotentiaalista 78 % (6,7 MEUR) selittyy liikevaihdon synergioilla ja 22 % (1,9 MEUR) olemassa olevaan liiketoimintaan kohdistuvalla korkeampia arvostuskertoimia hyödyntävällä teollisella arbitraasilla. Mikäli Tamtron onnistuisi osoittamaan synergistisen yritysostostrategian toimivuuden, voisivat yhtiön arvostuskertoimet nousta, mikä entisestään tukisi arvonluontia kerroinarbitraasin kautta. Arvioimme nykyisen taseen ja vuosien 2024-27 sisäisten kassavirtojen riittävän tavoiteltujen yritysostojen toteuttamiseen strategiakauden aikana, olettaen että yritysostot kohdistuvat nimenomaan edullisiin jakelijoihin.

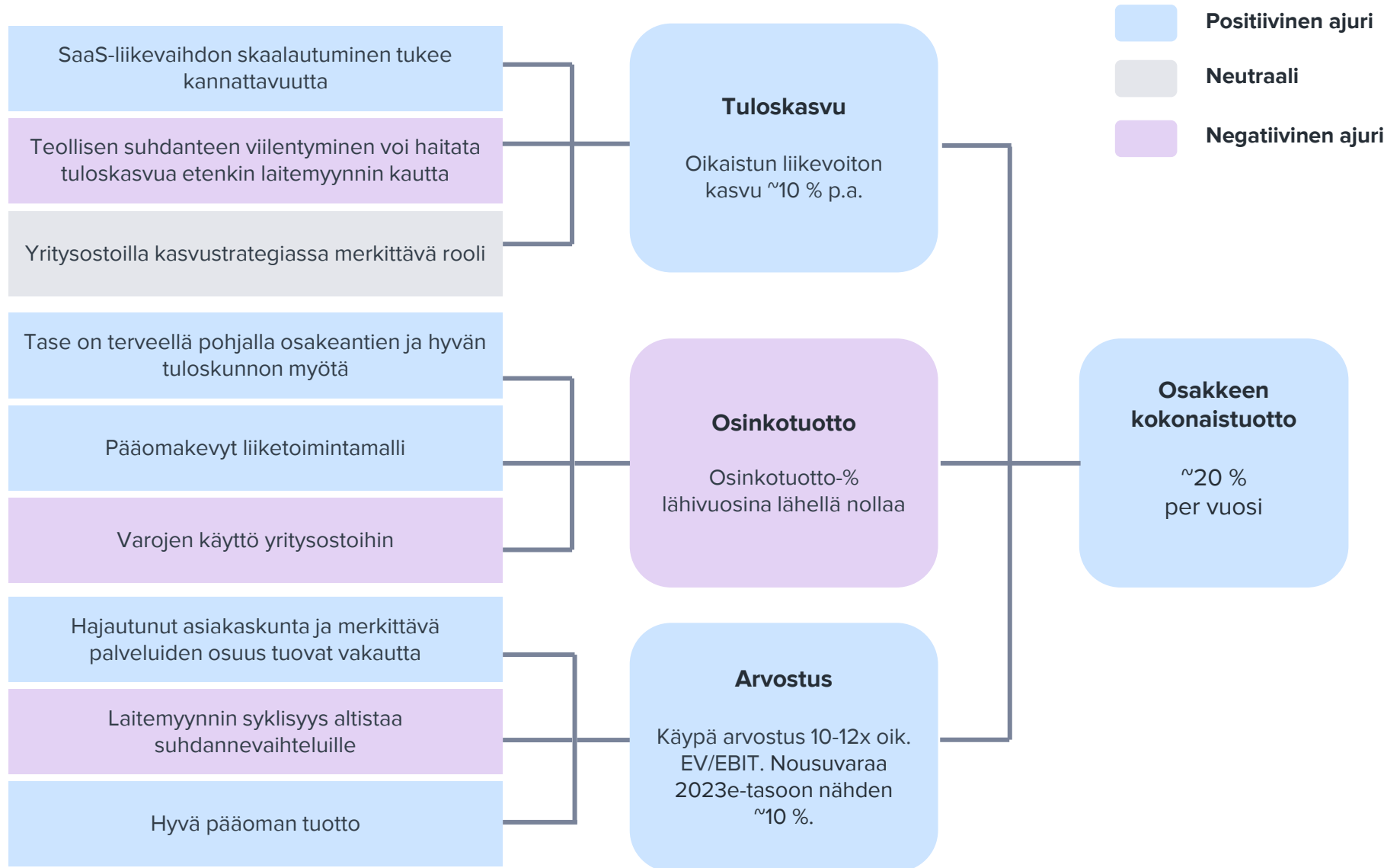
Pidämme rakentamaamme skenaariota melko positiivisena lopputulemana, jonka toteutumiseen liittyy epävarmuutta. Yritysostoihin liittyy riskejä sillä esimerkiksi asiakkaat voivat suhtautua uuteen omistajaan tai Tamtronin uusiin tuotteisiin epäluuloisesti. Toisaalta Tamtronin vahva markkinatuntemus ja pitkäaikaiset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

## M&A-strategian arvonluontipotentiaali olettaen 27 MEUR ostettua liikevaihtoa<sup>1</sup>

Arvonluonnin yhteenveto	MEUR
Ostettu liikevaihto	27,0
Ostettu käyttökate	1,9
Kauppahinta (7x EV/EBITDA)	13,2
Toteutuneet EBITDA-syngergiat	0,8
Arvonluonti synergioiden kautta	6,7
-Sovellettu käypä EV/EBITDA-kerroin	8x
Arvonluonti multipelliarbitraasin kautta	1,9
-Sovellettu käypä EV/EBITDA-kerroin	8x
<b>Arvonluonti yhteensä</b>	<b>8,6</b>
<b>Arvonluonti per osake (EUR)</b>	<b>1,2</b>

1) 27 MEUR:n yritysostovetoinen kasvu perustuu yhtiön julkilausumaan strategiseen tavoitteeseen (44 MEUR), josta on vähennetty strategiakaudella toteutettu Lahti Precision –yrityskauppa (liikevaihto 17 MEUR).

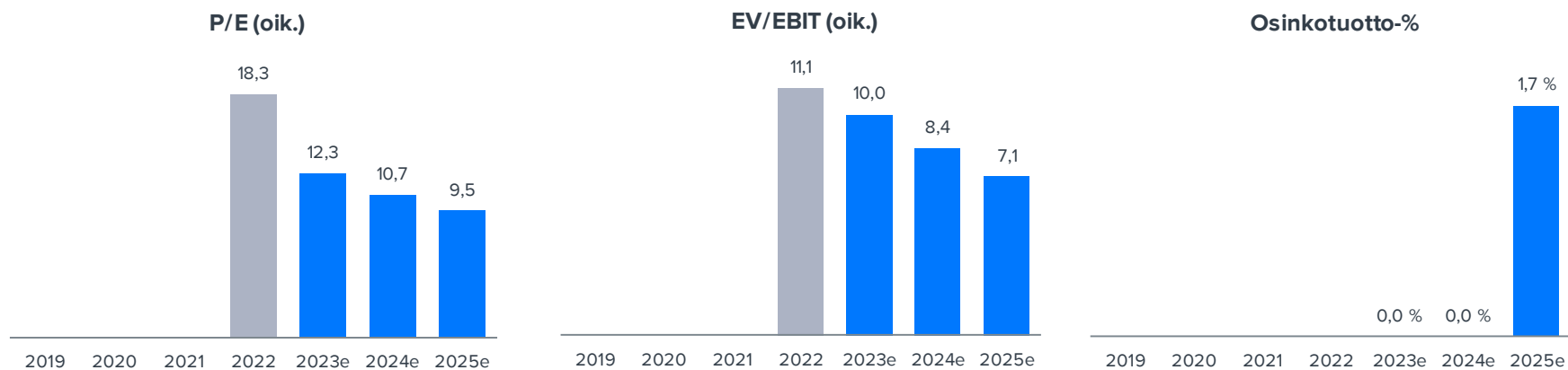
# Osaketuoton ajurit



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,38	5,18	5,18	5,18	5,18
Osakemäärä, milj. kpl	6,45	7,29	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	35	38	38	38	38
Yritysarvo (EV)	41	47	44	41	37
P/E (oik.)	18,3	12,3	10,7	9,5	8,7
P/E	neg.	28,3	21,0	15,7	12,9
P/B	2,3	1,8	1,7	1,5	1,4
P/S	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,3	7,8	6,7	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	11,1	10,0	8,4	7,1	6,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	27,3 %	27,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,1 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Precia Molen			12,5	10,7	8,0	7,1	1,1	1,0	24,1	20,3	1,1	1,1	1,9
Vishay Precision Group	407	369	11,1	10,9	7,4	7,3	1,2	1,2	16,9	15,9			1,4
Robit	29	57		14,2	11,3	7,1	0,6	0,6		15,3		2,2	0,6
Norrhydro Group	22	22	22,4	11,2	11,2	5,6	0,7	0,6	102,5	20,5	1,5	2,9	2,4
Glaston	63	85	10,0	8,1	4,8	4,5	0,4	0,4	8,8	10,7	6,0	6,0	0,9
<b>Tamtron (Inderes)</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>10,0</b>	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>6,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>12,3</b>	<b>10,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>14,0</b>	<b>11,0</b>	<b>8,5</b>	<b>6,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>38,1</b>	<b>16,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>1,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,8</b>	<b>10,9</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>20,5</b>	<b>15,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-16 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>31 %</b>	<b>30 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>34 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>29,4</b>	<b>15,6</b>	<b>21,4</b>	<b>37,1</b>	<b>23,6</b>	<b>29,4</b>	<b>52,9</b>	<b>26,4</b>	<b>30,6</b>	<b>57,0</b>	<b>58,9</b>	<b>60,6</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>3,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>6,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,1	-1,1	-1,3	-2,4	-1,6	-1,9	-3,5	-1,8	-1,8	-3,6	-3,4	-3,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,3	-1,7	-2,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>
Verot	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,21</b>	<b>0,15</b>	<b>0,14</b>	<b>0,29</b>	<b>0,16</b>	<b>0,26</b>	<b>0,42</b>	<b>0,18</b>	<b>0,30</b>	<b>0,48</b>	<b>0,54</b>	<b>0,59</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,02</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,06</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25</b>	<b>0,33</b>	<b>0,40</b>

Tunnusluvut	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	36,3 %	37,6 %	18,7 %	26,0 %	50,8 %	37,1 %	42,9 %	12,2 %	4,1 %	7,7 %	3,3 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	64,3 %	55,2 %	20,6 %	32,7 %	30,2 %	29,1 %	29,5 %	5,0 %	14,9 %	10,9 %	8,1 %	4,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	11,3 %	11,5 %	12,1 %	11,9 %	10,9 %	11,9 %	11,5 %	10,3 %	12,8 %	11,7 %	12,1 %	12,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	9,4 %	9,6 %	10,1 %	9,9 %	8,3 %	9,5 %	9,0 %	7,7 %	10,5 %	9,2 %	9,7 %	9,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,5 %	2,0 %	-3,2 %	-1,0 %	1,6 %	3,3 %	2,5 %	1,7 %	4,4 %	3,2 %	4,1 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>15,9</b>	<b>16,2</b>	<b>23,6</b>	<b>22,0</b>	<b>20,3</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	14,7	14,9	17,6	15,4	13,5
Käyttöomaisuus	1,1	1,1	5,5	5,7	5,9
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	0,1	0,2	0,6	0,9	1,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>12,8</b>	<b>17,5</b>	<b>24,8</b>	<b>26,7</b>	<b>27,6</b>
Vaihto-omaisuus	5,6	6,4	8,9	9,6	9,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,1	6,8	9,7	10,4	10,7
Likvidit varat	2,1	4,4	6,2	6,7	6,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>28,7</b>	<b>33,7</b>	<b>48,4</b>	<b>48,7</b>	<b>47,9</b>

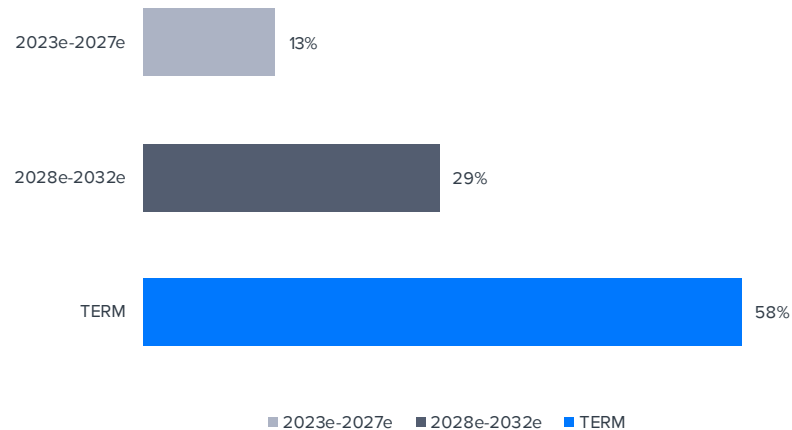
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>3,9</b>	<b>14,9</b>	<b>20,7</b>	<b>22,5</b>	<b>24,9</b>
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,7	1,4	2,7	4,5	6,9
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	2,1	13,4	17,9	17,9	17,9
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>16,3</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>	<b>8,1</b>	<b>5,9</b>
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta*	16,2	8,3	10,2	8,0	5,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>17,4</b>	<b>18,1</b>	<b>17,1</b>
Korolliset velat	1,5	2,1	5,5	5,3	3,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,0	8,3	11,9	12,8	13,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>28,7</b>	<b>33,7</b>	<b>48,4</b>	<b>48,7</b>	<b>47,9</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	26,0 %	42,9 %	7,7 %	3,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,3 %	4,9 %	5,4 %	6,3 %	6,9 %	7,5 %	10,2 %	10,2 %	10,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	
+ Kokonaispoistot	2,4	3,5	3,6	3,4	3,2	3,1	2,3	2,0	1,9	1,8	1,8	
- Maksetut verot	-0,4	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-1,2	-1,9	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,7	-10,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>-7,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	
+/- Muut	9,4	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,1	-2,8	3,5	4,2	4,6	4,8	5,6	5,5	5,4	4,8	4,5	63,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>28,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		53,9	56,7	53,5	50,0	46,4	43,0	39,4	36,2	33,2	30,8	28,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>53,9</b>										
- Korolliset velat		-10,4										
+ Rahavarat		4,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>47,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,6</b>										

## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>11,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	21,6	29,4	37,1	<b>52,9</b>	<b>57,0</b>	EPS (raportoitu)	-0,02	0,02	-0,06	<b>0,18</b>	<b>0,25</b>
Käyttökate	2,1	3,3	4,4	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	EPS (oikaistu)	0,15	0,21	0,29	<b>0,42</b>	<b>0,48</b>
Liikevoitto	0,3	1,2	2,0	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	Operat. kassavirta / osake	0,32	0,37	0,37	<b>0,43</b>	<b>0,69</b>
Voitto ennen veroja	0,0	0,6	0,0	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,29	-0,39	1,41	<b>-0,39</b>	<b>0,47</b>
Nettovoitto	-0,1	0,1	-0,4	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	Omapääoma / osake	0,52	0,58	2,31	<b>2,84</b>	<b>3,09</b>
Kertaluontoiset erät	-1,4	-1,5	-1,7	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	22,5	28,7	33,7	<b>48,4</b>	<b>48,7</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-4 %	36 %	26 %	<b>43 %</b>	<b>8 %</b>
Oma pääoma	3,4	3,9	14,9	<b>20,7</b>	<b>22,5</b>	Käyttökateen kasvu-%	26 %	58 %	32 %	<b>38 %</b>	<b>10 %</b>
Liikearvo	10,9	13,2	12,6	<b>10,5</b>	<b>8,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	25 %	64 %	33 %	<b>30 %</b>	<b>11 %</b>
Nettovelat	12,9	15,6	6,1	<b>9,5</b>	<b>6,6</b>	EPS oik. kasvu-%	138 %	39 %	38 %	<b>43 %</b>	<b>15 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	9,8 %	11,3 %	11,9 %	<b>11,5 %</b>	<b>11,7 %</b>
Käyttökate	2,1	3,3	4,4	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	7,8 %	9,4 %	9,9 %	<b>9,0 %</b>	<b>9,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	-0,4	-1,2	<b>-1,9</b>	<b>-0,5</b>	Liikevoitto-%	1,3 %	4,2 %	5,3 %	<b>4,9 %</b>	<b>5,4 %</b>
Operatiivinen kassavirta	2,1	2,4	2,4	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	ROE-%	-3,8 %	4,2 %	-4,1 %	<b>7,5 %</b>	<b>8,3 %</b>
Investoinnit	-0,2	-4,9	-2,7	<b>-10,5</b>	<b>-1,6</b>	ROI-%	1,5 %	6,2 %	8,4 %	<b>8,4 %</b>	<b>8,6 %</b>
Vapaa kassavirta	1,9	-2,5	9,1	<b>-2,8</b>	<b>3,5</b>	Omavaraisuusaste	14,9 %	13,5 %	44,1 %	<b>42,8 %</b>	<b>46,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	384,1 %	402,3 %	40,9 %	<b>46,0 %</b>	<b>29,3 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto				<b>0,9</b>	<b>0,8</b>						
EV/EBITDA (oik.)				<b>7,8</b>	<b>6,7</b>						
EV/EBIT (oik.)				<b>10,0</b>	<b>8,4</b>						
P/E (oik.)				<b>12,3</b>	<b>10,7</b>						
P/B				<b>1,8</b>	<b>1,7</b>						
Osinkotuotto-%			0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>						

Lähde: Inderes



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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

## Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/12/2022	Lisää	6,70 €	5,78 €
03/02/2023	Osta	6,70 €	5,38 €
23/03/2023	Osta	6,40 €	5,24 €
30/08/2023	Lisää	6,20 €	5,44 €
01/02/2024	Lisää	6,20 €	5,18 €

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**