

Boreo

Yhtiöraportti

30.9.2021 08.15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Asiat etenevät

Boreo ja Sievi Capital tiedottivat eilen yhtiöiden allekirjoittaneen yhdistymissopimuksen ja sulautumissuunnitelman. Seuraavaksi suunnitelma etenee kilpailuviranomaisprosessiin, jonka jälkeen molempien yhtiöiden ylimääräiset yhtiökokoukset päättävät varsinaisesta hyväksymisestä. Pidämme yhdistymistä todennäköisenä ja uutta kokonaisuutta osiensa summaa parempana. Mielestämme uuden yhtiön käypä arvo on selvästi itsenäisten yhtiöiden yhteenlaskettuja markkinahintoja korkeampi. Edellä mainittu kokonaisuus tekee Boreon tuotto/riski-suhteesta mielestämme erinomaisen. Näin ollen toistamme 98 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme.

Suunnitellun yhdistymisen tekniikasta ja aikataulusta lisätietoa

Yhtiöt antoivat eilissä tiedotteissaan tarkempia tietoja suunnitellun yhdistymisen tekniikasta ja aikataulusta. Ennen yhdistymistä Boreon osakkeelle suunnitellaan tehtäväksi splittaus siten, että jokaista vanhaa osaketta kohti annetaan 14 uutta osaketta. Suunnitelman täytäntöönpano yhteydessä Sievin omistajat puolestaan saavat sulautumisvastikkeena 0,4492 uutta Boreon osaketta kutakin omistamaansa Sievin osaketta vastaan. Seuraava suunnitellun yhdistymisen virstanpylväs on edessä marraskuussa, jolloin sulautumisesite julkaistaan. Toteutumisen kannalta tärkein vaihe on joulukuussa ja yhtiöiden ylimääräisissä yhtiökokouksissa, kun taas sulautumisen täytäntöönpano on alustavasti arvioitu ajoittuvan vuoden 2022 ensimmäiselle vuosipuoliskolle.

Strategiset perusteet kunnossa

Pidämme suunnitellun yhdistymisen strategista perustaa ja teollista logiikkaa aikaisemmin todettuun tapaan toimivana. Järjestelyn myötä Boreon kasvualustasta muodostuisi merkittävästi suurempi ja taloudellisesta asemasta vahvempi. Nämä tekijät lisäisivät resursseja nykyisten liiketoimintojen kehittämiseen (ml. parhaiden käytäntöjen laajempi jakaminen) ja kohentaisivat automaattisesti kykyä strategian mukaisten kasvupanostustenkin jatkamiseen. Samalla järjestely lisäisi Boreon alla olevien liiketoimintojen ja teollisuudenalojen kirjoa, millä olisi kysynnän vaihteluita tasaava ja siten riskienhallinnallinen vaikutus. Rahoituspuolella pääoman konsernitason hallinta ja allokointi toisi puolestaan pitkällä aikavälillä suoria kulu- ja tehokkuushyötyjä (mm. liiketoimintojen täysi fokus operatiivisiin tekemisiin). Perkasimme tätä kokonaisuutta myös toimitusjohtajan tuoreessa [haastattelussa](#).

Käypä arvo hintaa korkeampi, mutta sen realisoituminen ei ole sprintti

Koska pidämme yhdistymisen toteutumista todennäköisenä, tarkastelemme Boreon hinnoittelua puhtaasti uuden kokonaisuuden tuloksentelekyvyn ja yhdistymissuhteen kautta. Vuoden 2022 yhteenlasketuilla ennusteillamme uuden kokonaisuuden nykyrakenteiden mukainen nettotulos asettuu noin 20-23 MEUR:oon. Yhtiöiden yhteenlaskettuihin tähänhetkisiin markkinahintoihin suhteutettuna tämä tarkoittaa noin 13x tuloskerrointa. Olemme aikaisemmin arvioineet, että Boreolle neutraali arvostustaso voisi tarkoittaa 18x-19x tuloskerrointa. Tätä ja edellä mainittua tuloshaarukkaa soveltamalla uuden yhtiön käyväksi arvoksi voidaan mielestämme arvioida 360-440 MEUR. Yhdistymissuhteella tästä puolestaan saadaan Boreon arvoksi noin 83-100 euroa. Vallitseva markkinahinta on selvästi arvioimamme haarukan alapuolella, mikä tekee osakkeen tuotto/riski-suhteesta erinomaisen. Arvioimamme aliarvostuksen purkautuminen on riippuvainen yhdistymisen hyväksymisestä ja lopullisesta täytäntöönpanosta, mutta vaatii mielestämme taakseen myös arvonluontimallin ja sen todellisen potentiaalin hahmottamiseen tarvittavaa ajan kulumista (mm. ensimmäisiä isomman kokonaisuuden omia onnistumisia).

Suositus

Osta

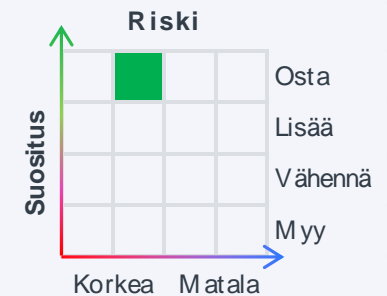
(aik. Osta)

98,00 EUR

(aik. 98,00 EUR)

Osakekurssi:

70,80



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	97,6	136,1	153,7	159,8
kasvu-%	63 %	39 %	13 %	4 %
EBIT oik.	5,9	9,5	12,1	13,1
EBIT-% oik.	6,0 %	6,9 %	7,8 %	8,2 %
Nettotulos	2,3	6,5	8,3	9,2
EPS (oik.)	1,50	2,40	3,19	3,53
P/E (oik.)	19,6	29,6	22,2	20,1
P/B	4,8	8,8	6,6	5,1
Osinkotuotto-%	1,4 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %
EV/EBIT (oik.)	17,0	22,8	17,2	15,1
EV/EBITDA	15,9	16,1	12,9	11,6
EV/Liikevaihto	1,0	1,6	1,3	1,2

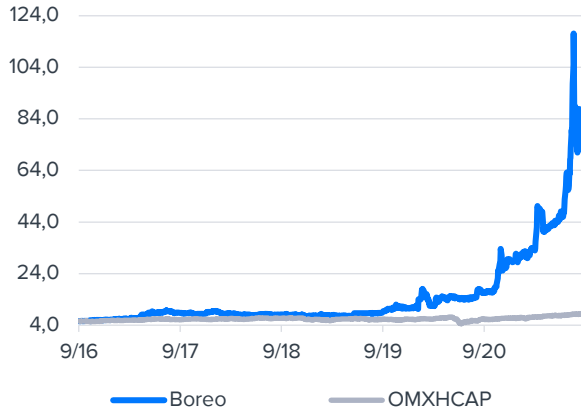
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

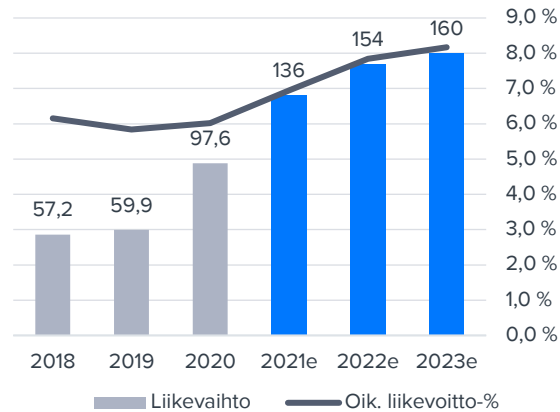
Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Osakekurssi



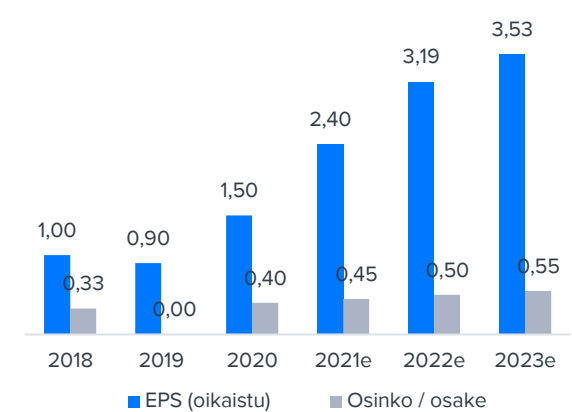
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkaan toimintamallin rappeutuminen
- Liiketoimintojen hinnoitteluvoimat ovat rajallisia
- Teollisissa loppukysynnöissä aina syklisiä piirteitä

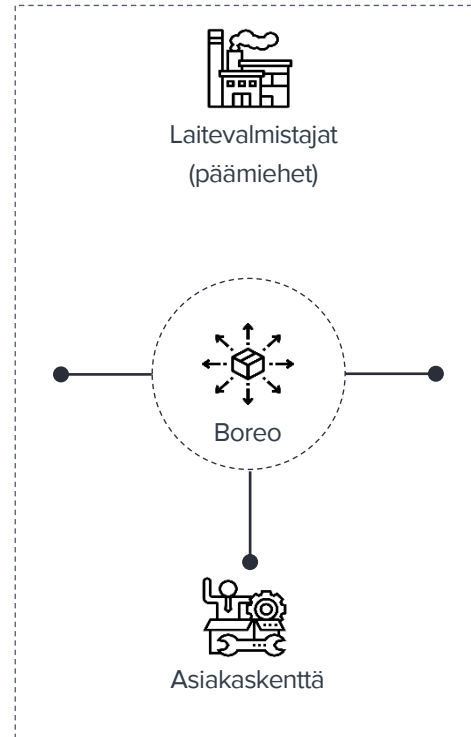
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	71,0	71,0	71,0
Osakemäärä, milj. kpl	2,62	2,62	2,62
Markkina-arvo	186	186	186
Yritysarvo (EV)	216	208	198
P/E (oik.)	29,6	22,3	20,1
P/E	28,7	22,3	20,1
P/Kassavirta	neg.	17,6	15,6
P/B	8,9	6,6	5,2
P/S	1,4	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA (oik.)	16,1	12,9	11,6
EV/EBIT (oik.)	22,8	17,2	15,2
Osinko/tulos (%)	18,2 %	15,7 %	15,6 %
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,7 %	0,8 %

Lähde: Inderes

Yritysostostrategia

Kasvualustan laajentaminen (platform-järjestelyt)

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



Vertikaalinen integraatio (add-on-järjestelyt)

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

Nykytoimintojen vahvistaminen (add-on-järjestelyt)

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

Yritysostojen kriteerit

Kohtuullinen arvostustaso

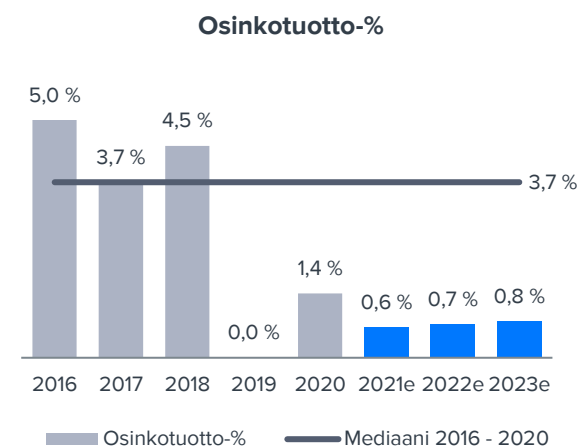
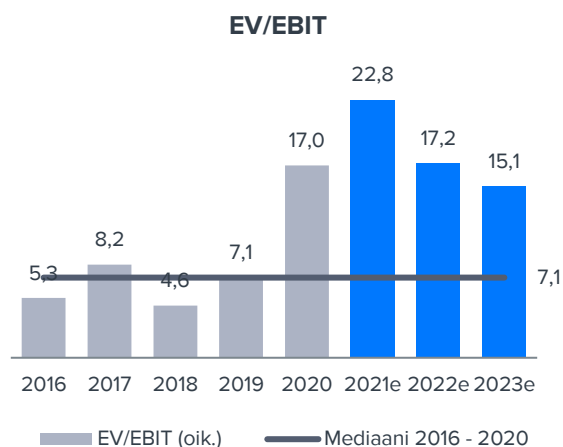
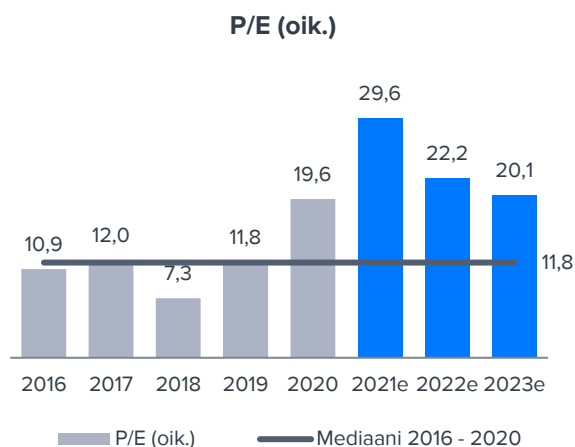
Pääomakevyt ja ennustettava liiketoiminta

Terve kannattavuus ja hyvä kassavirta

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,17	8,60	7,35	10,6	29,4	70,8	70,8	70,8	70,8
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,62	2,62	2,62	2,62
Markkina-arvo	16	22	19	27	75	185	185	185	185
Yritysarvo (EV)	12	21	16	25	100	215	207	198	187
P/E (oik.)	10,9	12,0	7,3	11,8	19,6	29,6	22,2	20,1	16,8
P/E	10,9	12,0	7,3	11,8	32,3	28,7	22,2	20,1	16,8
P/Kassavirta	12,3	neg.	5,8	28,9	neg.	neg.	17,6	15,5	14,8
P/B	1,4	1,8	1,4	1,8	4,8	8,8	6,6	5,1	4,1
P/S	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	1,4	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,4	1,0	1,6	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	5,3	6,6	4,0	5,4	15,9	16,1	12,9	11,6	10,5
EV/EBIT (oik.)	5,3	8,2	4,6	7,1	17,0	22,8	17,2	15,1	13,6
Osinko/tulos (%)	55,1 %	44,6 %	32,9 %	0,0 %	43,9 %	18,2 %	15,7 %	15,6 %	14,3 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Indutrade AB	241,50	8695	9198	33,7	31,1	25,3	23,4	4,5	4,2	40,5	37,2	0,9	1,0	8,8
Bergman & Beving AB	148,60	386	496	22,8		13,5		1,3		20,6	16,7	2,0	2,3	2,4
Momentum Group AB	199,20	951	1180		14,1		8,3		1,1	17,1	14,7	1,8	2,3	
Bufab AB (publ)	310,00	1158	1310	21,4	19,6	16,8	15,7	2,4	2,3	26,6	24,3	1,0	1,1	5,1
Christian Berner Tech Trade AB	29,70	52	71	18,5	10,7	10,8	7,5	1,0	0,9	20,8	11,7	2,6	2,6	3,0
Addtech AB	154,00	3961	4254	40,3	34,2	27,7	24,1	3,6	3,4	55,8	43,3	1,0	1,0	12,2
Beijer Ref AB (publ)	172,00	5941	5850	46,0	38,7	36,3	28,7	4,0	3,6	61,8	51,9	0,7	0,8	12,6
Beijer Alma AB	197,40	1050	1133	15,6	13,8	11,7	10,5	2,4	2,2	19,9	17,7	1,5	1,5	4,1
Lifco AB (publ)	234,00	9550	10038	35,5	32,1	28,2	25,8	6,6	6,1	44,9	40,9	0,7	0,8	10,0
Lagercrantz Group AB	103,70	1987	1961	35,0	31,7	24,0	22,5	4,4	4,4	51,3	37,6	0,9	1,2	10,9
Volati AB	126,40	1103	1228	19,6	18,2	13,8	12,0	1,9	1,7	25,8	25,5	1,2	1,0	4,7
Relais Group Oyj	23,40	424	500		23,7	16,3	14,1	2,2	2,0	33,2	36,6	1,6	1,8	5,0
Addnode Group AB (publ)	350,00	1133	1083	41,1	34,9	22,8	20,0	2,9	2,7	56,9	48,4	0,7	0,8	7,1
Instalco AB	397,80	2045	2172	31,0	26,9	25,6	22,7	2,7	2,4	36,5	32,0	0,8	0,8	8,7
Sdipotech AB (publ)	120,50	1329	1453	37,4	27,9	27,8	22,6	5,9	5,2	14,7	10,9			1,8
Boreo (Inderes)	70,80	185	215	22,8	17,2	16,1	12,9	1,6	1,3	29,6	22,2	0,6	0,7	8,8
Keskiarvo				30,0	25,5	21,1	18,4	3,2	3,0	35,2	28,9	1,2	1,4	6,9
Mediaani				32,3	27,4	22,8	21,2	2,7	2,5	34,8	25,5	1,0	1,0	6,1
Erotus-% vrt. mediaani				-30 %	-37 %	-30 %	-39 %	-41 %	-47 %	-15 %	-13 %	-35 %	-31 %	45 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
Liikevaihto	59,9	18,7	25,0	27,0	26,9	97,6	28,9	36,0	36,0	35,2	136	154	160	165
Elektroniikka	59,9	15,3	14,8	14,0	16,4	60,5	14,8	15,5	15,4	17,8	63,5	68,8	71,5	74,4
Tekninen Kauppa*	0,0	3,1	6,2	13,0	10,5	32,8	8,9	12,2	11,2	8,1	40,3	42,2	43,9	45,2
Raskas Kalusto	0,0	0,3	3,9	0,0	0,0	4,2	5,2	7,4	8,2	8,1	28,9	38,3	39,8	41,0
Muut toiminnot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,2	1,2	3,4	4,5	4,6	4,7
Käyttökate	4,5	0,5	1,2	2,3	2,2	6,3	3,0	3,2	3,7	3,5	13,4	16,1	17,1	17,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-3,7	-4,0	-4,0	-4,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,1	0,9	2,1	1,7	5,9	1,5	2,3	2,8	2,8	9,5	12,1	13,1	13,8
Liikevoitto	3,5	0,1	0,7	1,8	1,6	4,3	2,2	2,2	2,7	2,5	9,7	12,1	13,1	13,8
Elektroniikka	3,5	0,9	1,1	1,0	1,5	4,6	1,1	1,0	1,0	1,5	4,6	5,3	5,6	5,9
Tekninen Kauppa*	0,0	0,2	-0,3	1,2	0,4	1,5	0,4	1,5	1,2	0,5	3,6	3,9	4,1	4,3
Raskas Kalusto	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	1,6	3,0	3,3	3,5
Muut toiminnot	0,0	-1,0	-0,4	-0,4	-0,3	-2,1	0,4	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,1
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Tulos ennen veroja	3,3	-0,1	0,5	1,9	1,3	3,6	2,0	1,9	2,3	2,1	8,2	10,4	11,5	12,3
Verot	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-1,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-1,6	-2,1	-2,3	-2,5
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,3	-0,2	0,2	1,5	0,8	2,3	1,6	1,4	1,8	1,7	6,5	8,3	9,2	9,8
EPS (oikaistu)	0,90	0,30	0,13	0,69	0,36	1,50	0,34	0,56	0,75	0,74	2,40	3,19	3,53	3,74
EPS (raportoitu)	0,90	-0,07	0,07	0,58	0,33	0,91	0,61	0,52	0,69	0,64	2,47	3,19	3,53	3,74

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	23,8 %	82,6 %	78,4 %	68,9 %	63,0 %	54,5 %	44,2 %	33,3 %	30,8 %	39,5 %	12,9 %	4,0 %	3,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,8 %	1,0 %	56,2 %	108,5 %	121,4 %	68,2 %	32,2 %	162,3 %	32,9 %	61,7 %	60,9 %	27,5 %	8,3 %	5,4 %
Käyttökate-%	7,6 %	2,7 %	5,0 %	8,6 %	8,2 %	6,4 %	10,4 %	8,8 %	10,2 %	10,0 %	9,8 %	10,4 %	10,7 %	10,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,8 %	6,1 %	3,6 %	7,9 %	6,4 %	6,0 %	5,2 %	6,5 %	7,8 %	7,9 %	6,9 %	7,8 %	8,2 %	8,3 %
Nettotulos-%	3,8 %	-1,0 %	0,7 %	5,5 %	3,1 %	2,4 %	5,5 %	3,8 %	5,0 %	4,8 %	4,8 %	5,4 %	5,8 %	5,9 %

Lähde: Inderes

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

2021-2023 osakekohtaiset tulokset laskettu tämänhetkisellä osakemäärällä

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	4,8	27,8	38,7	37,0	35,0
Liikearvo	0,6	22,0	30,9	30,9	30,9
Aineettomat hyödykkeet	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Käyttöomaisuus	2,9	3,4	6,3	4,6	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,1	37,2	40,8	45,4	47,2
Vaihto-omaisuus	7,3	18,2	16,3	17,7	18,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	10,3	15,0	16,9	17,6
Likvidit varat	6,6	8,7	9,5	10,8	11,2
Taseen loppusumma	25,8	65,0	79,5	82,3	82,1

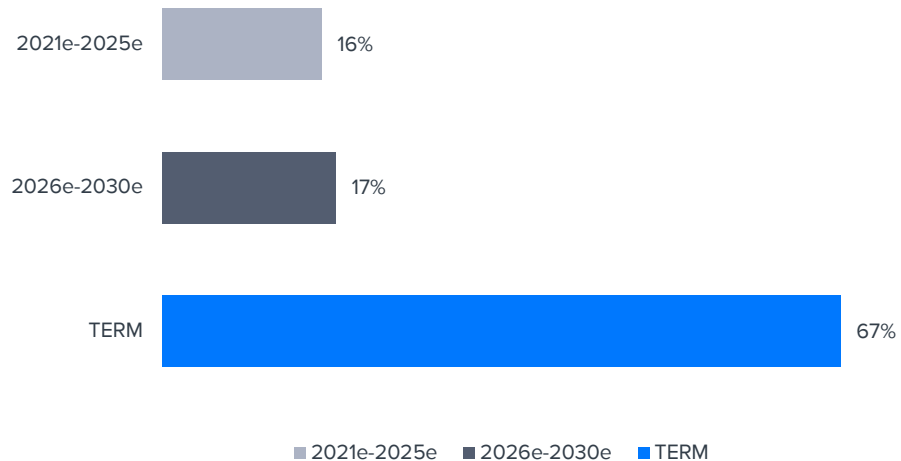
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	16,2	16,6	20,9	28,0	36,0
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	12,6	13,0	18,4	25,5	33,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	22,0	29,8	24,1	18,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	21,8	29,8	24,1	18,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	7,7	26,4	28,9	30,2	27,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	6,7	9,8	8,7	5,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	19,6	19,1	21,5	22,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,8	65,0	79,5	82,3	82,1

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	4,3	9,6	12,1	13,1	13,8	14,1	14,6	15,0	15,4	15,9	16,4	
+ Kokonaispoistot	2,0	3,7	4,0	4,0	4,0	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	
- Maksetut verot	-0,9	-1,6	-2,1	-2,3	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-2,8	-3,2	-3,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-1,5	-3,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	3,7	8,0	12,8	13,9	14,6	12,6	12,9	13,2	13,4	13,7	14,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-25,0	-14,8	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-21,2	-6,8	10,5	11,9	12,6	10,6	10,9	11,5	11,9	12,2	12,6	
+/- Muut	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-21,2	-5,9	10,5	11,9	12,6	10,6	10,9	11,5	11,9	12,2	12,6	269
Diskontattu vapaa kassavirta		-5,8	9,6	10,1	9,8	7,7	7,3	7,2	6,9	6,6	6,3	134
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		200	205	196	186	176	168	161	154	147	140	134
Velaton arvo DCF		200										
- Korolliset velat		-28,5										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
Oman pääoman arvo DCF		179										
Oman pääoman arvo DCF per osake		68,3										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	57,2	59,9	97,6	136,1	153,7	EPS (raportoitu)	1,00	0,90	0,91	2,44	3,20
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	13,3	16,1	EPS (oikaistu)	1,00	0,90	1,50	2,36	3,20
Liikevoitto	3,5	3,5	4,3	9,6	12,1	Operat. kassavirta / osake	1,46	1,34	1,46	3,07	4,90
Voitto ennen veroja	3,6	3,3	3,6	8,1	10,4	Vapaa kassavirta / osake	1,27	0,37	-8,32	-2,25	4,02
Nettovoitto	2,6	2,3	2,3	6,4	8,3	Omapääoma / osake	5,15	5,96	6,11	7,97	10,71
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,6	0,2	0,0	Osinko / osake	0,33	0,00	0,40	0,45	0,50
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	23,1	25,8	65,0	79,5	82,3	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	5 %	63 %	39 %	13 %
Oma pääoma	13,8	16,2	16,6	20,9	28,0	Käyttökateen kasvu-%	31 %	11 %	38 %	112 %	21 %
Liikearvo	0,6	0,6	22,0	30,9	30,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	-1 %	68 %	59 %	29 %
Nettovelat	-3,5	-4,0	19,8	30,0	22,0	EPS oik. kasvu-%	40 %	-10 %	67 %	58 %	35 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	7,1 %	7,6 %	6,4 %	9,8 %	10,4 %
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	13,3	16,1	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	6,0 %	6,9 %	7,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-0,4	-1,5	-3,4	-0,8	Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	4,4 %	7,0 %	7,8 %
Operatiivinen kassavirta	3,7	3,4	3,7	8,0	12,8	ROE-%	20,4 %	16,2 %	15,1 %	35,0 %	34,1 %
Investoinnit	-0,5	-2,5	-25,0	-14,8	-2,3	ROI-%	24,0 %	20,7 %	13,4 %	18,1 %	19,9 %
Vapaa kassavirta	3,2	0,9	-21,2	-5,9	10,5	Omavaraisuusaste	60,0 %	62,6 %	25,5 %	26,2 %	34,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,5 %	-24,9 %	119,3 %	144,0 %	78,5 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	1,0	1,6	1,4						
EV/EBITDA (oik.)	4,0	5,4	15,9	16,4	13,0						
EV/EBIT (oik.)	4,6	7,1	17,0	23,2	17,4						
P/E (oik.)	7,3	11,8	19,6	30,3	22,5						
P/B	1,4	1,8	4,8	9,0	6,7						
Osinkotuotto-%	4,5 %	0,0 %	1,4 %	0,6 %	0,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion 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 analyytiikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden 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.

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2020	Lisää	15,50 €	14,20 €
8.5.2020	Lisää	15,50 €	14,40 €
7.8.2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
3.9.2020	Lisää	18,00 €	16,50 €
6.11.2020	Lisää	20,00 €	18,60 €
18.12.2020	Lisää	29,00 €	26,60 €
19.2.2021	Lisää	33,00 €	31,00 €
5.3.2021	Lisää	35,00 €	31,20 €
6.4.2021	Lisää	40,00 €	36,50 €
30.4.2021	Lisää	44,00 €	40,30 €
21.5.2021	Lisää	46,00 €	42,00 €
14.7.2021	Lisää	51,00 €	47,80 €
6.8.2021	Lisää	74,00 €	68,80 €
19.8.2021	Vähennä	98,00 €	101,50 €
3.9.2021	Osta	98,00 €	72,00 €
30.9.2021	Osta	98,00 €	70,80 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**