

# Boreo

## Yhtiöpäivitys

5.3.2021

- Toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 35,00 euroon (aik. 33,00 euroa)
- Yritysostot ovat yhtiön kasvustrategian syömähampaita
- Taloudelliset tavoitteet heijastelevat strategian potentiaalia
- Yhtiö hinnoitellaan nykyrakenteensa käyvän arvon haarukan sisään, eikä osake ole tulos pohjaisestikaan erityisen kallis (2021-2022e: P/E 15x-13x ja EV/EBITDA 9x)



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

# Pelikirjassa selkeät kuvat

Boreo järjesti eilen [strategiatilaisuuden](#). Tilaisuudessa yhtiö avasi liiketoimintamallinsa rakennetta, kävi läpi nykyisen strategiansa sekä asetti vuoteen 2023 ulottuvat taloudelliset tavoitteet. Tämän myötä yhtiön sijoittajatarina on mielestämme nyt aikaisempaa kirkkaampi. Boreolla on selkeä pelikirja sekä operatiivisille että strategisille kuvioille ja pidämme näiden varaan rakentuvaa arvonluontipotentiaalia vahvana. Osake ei ole kallis ja mielestämme tuotto/riski-suhde on hyvä. Näin ollen toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme pidemmän aikavälin ennustenostojemme perässä 35,00 euroon (aik. 33,00 euroa).

## Yritysosot strategian syömähampaina

Boreon strategian ja arvonluonnin kovaa ydintä ovat nykyisiä liiketoimintoja vahvistavat ja täydentävät (add-onit) sekä kasvualustaa laajentavat yritysostot (platform-järjestelyt). Strategiassaan yhtiö keskittyy pääomakeveisiin, ennustettaviin, terveellä kannattavuustasolla operoiviin ja hyvää kassavirtaa tekeviin pohjoismaisiin B2B-liiketoimintoihin. Kokoluokaltaan pienemmissä add-on-järjestelyissä teollinen ja strateginen logiikka nojaa näkemysksemme mukaan siihen, että ostettava yhtiö tekee sekä itsestään että jo Boreon alta löytyvästä liiketoiminnasta arvokkaampaa. Platform-järjestelyissä yhtiön mielenkiinto on puolestaan lähtökohtaisesti kokoluokaltaan suuremmissa yhtiöissä. Tämä on hyvin järkeenkäypää, sillä kasvualustaa vahvistaakseen ja osaltaan myös tuleville add-on-järjestelyille pohjaa luodakseen ostokohteen on tuotava mukanaan riittävästi kriittistä massaa. Yhtiön arvonluontiteesi ei nojaa korkeisiin operatiivisiin synergioihin, mikä automaattisesti laskee strategian toteuttamiseen liittyvää riskiprofiilia. Olemassa olevien liiketoimintojen päivittäisistä tekemisistä yhtiö sen sijaan pyrkii löytämään yhteneväisyyksiä ja näistä realisoitavia kasvumahdollisuuksia.

## Taloudelliset tavoitteet heijastelevat strategian potentiaalia

Boreon strategiakauden kasvutavoitteena on yltää keskimäärin vähintään 20 % vuotuisen liikevaihdon kasvuun. Tavoitteen saavuttamisen kannalta pääroolissa ovat luonnollisesti strategian mukaiset kohdennetut yritysostot, sillä nykyisten liiketoiminta-alueiden orgaaniset kasvunäkymät ovat varsin vakaat. Vuonna 2020 Boreon liikevaihto oli 98 MEUR, mitä peilaten kasvutavoitteeseen yltäminen edellyttää yhtiöltä 169 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2023. Nykyisten ennusteidemme valossa tämä puolestaan tarkoittaa vajaan 35 MEUR:n verran ostettua liikevaihtoa. Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee vähintään 8 % oikaistua liikevoittomarginaalia. Kokonaisuudessaan taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme saavutettavissa olevat ja samalla ne antavat konkreettista osviittaa strategian sisällään pitämästä potentiaalista.

## Arvostusteesi ei ole muuttunut

Boreon ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 15x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x. Nämä kertoimet ovat yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan sisällä (P/E 12x-16x ja EV/EBITDA 7x-11x). Pääosin ruotsalaisista ja hyvin samankaltaisilla toimintamalleilla operoivista yhtiöistä koostuvan verokkiryhmän hinnoittelu on puolestaan leveällä ja noin 30-50 % preemiolla suhteessa Boreoon. Tätä taustaa vasten näemmekin sekä absoluuttisessa että suhteellisessa arvostuskuvassa perusteltua nousuvaraa. Kun tähän liitetään vielä nykyisten liiketoimintojen hyvässä kuosissa oleva perustekeminen sekä ajan myötä etenevä yritysostostrategia, on osakkeen tuotto-odotus mielestämme edelleen houkuttelevalla tasolla.

## Suositus

### Lisää

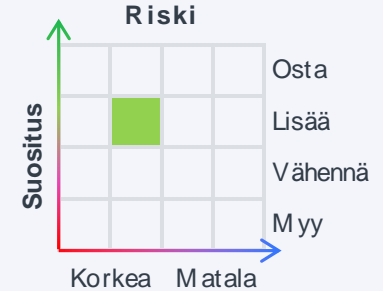
(aik. Lisää)

**35,00 EUR**

(aik. 33,00 EUR)

**Osakekurssi:**

32,00



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	97,6	127,3	131,2	135,1
<b>kasvu-%</b>	63 %	30 %	3 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	5,7	8,5	9,6	10,4
<b>EBIT-% oik.</b>	5,8 %	6,7 %	7,3 %	7,7 %
<b>Nettotulos</b>	2,4	6,0	6,4	7,0
<b>EPS (oik.)</b>	1,50	2,08	2,48	2,71
<b>P/E (oik.)</b>	19,6	15,4	12,8	11,8
<b>P/B</b>	4,8	4,0	3,2	2,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,4 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,5	12,2	10,6	9,3
<b>EV/EBITDA</b>	15,9	9,2	8,7	7,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,8	0,8	0,7

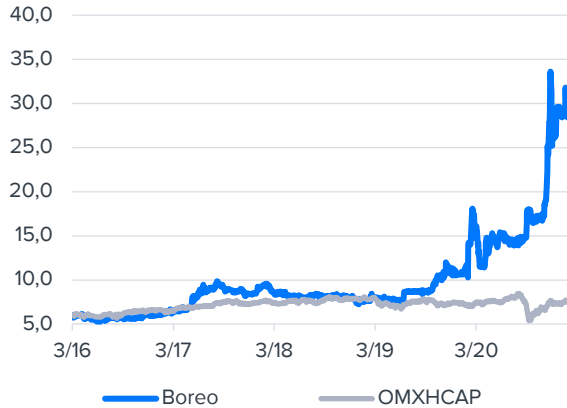
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

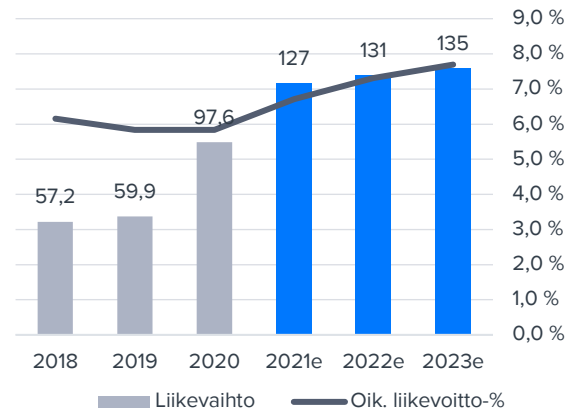
Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

## Osakekurssi



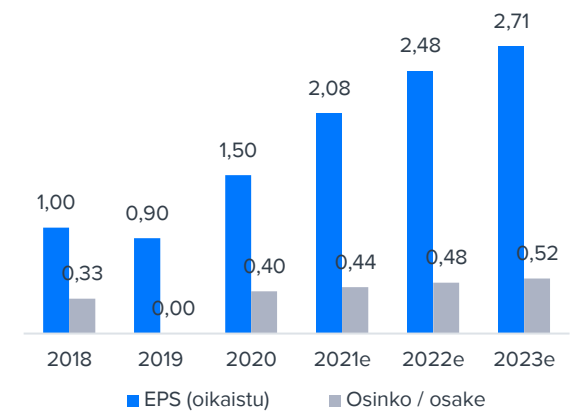
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Absoluuttinen arvostustaso ei ole liian korkea
- Pidemmän aikavälin tulospotentiaaliin suhteutettuna arvostus on edullinen
- Suhteellinen alennus on mielestämme liian suuri
- Yhtiö hinnoitellaan käyvän arvon haarukan sisään

# Nostimme hieman pidemmälle katsovia ennusteitamme

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	127	127	0 %	131	131	0 %	135	135	0 %
Käyttökate	11,3	11,3	0 %	11,4	11,7	2 %	12,1	12,5	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	8,5	0 %	9,3	9,6	3 %	10,0	10,4	4 %
Liikevoitto	9,2	9,2	0 %	9,3	9,6	3 %	10,0	10,4	4 %
Tulos ennen veroja	7,8	7,8	0 %	8,1	8,3	3 %	8,8	9,2	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,08	2,08	0 %	2,39	2,48	4 %	2,58	2,71	5 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,44	10 %	0,44	0,48	9 %	0,48	0,52	8 %

Lähde: Inderes

## Ennustemuutokset 2021-2023e:

- Emme ole tehneet alkaneelle vuodelle ennustemuutoksia.
- Nostimme pidemmälle katsovia ennusteitamme yhtiön asettamia taloudellisia tavoitteita ja strategian Operatiivinen tehokkuus -tiekarttaa heijastellen.
- Korostamme, että ennusteemme perustuvat puhtaasti arvioomme nykyrakenteen kehityksestä, sillä yritysostojen kehitys on käytännössä mahdotonta.

## Tuloskasvuajurit 2021-2023e

- Toimintaympäristön oikenemisen ja asiakaskentän päätöksenteon siirtymisen vaiheittain taktisesta takaisin strategiseen asentoon (kassavirran puolustamisesta ja ohjaamisesta investointien toteuttamiseen) tulisi tukea volyymikasvua. Tämän odotamme myös skaalautuvan toimintalogiikkaan suhteutettuna kohtuullisesti.
- Viimeisen vuoden aikana toteutetut yritysjärjestelyt (Machinery, Muottikolmio, PM Nordic ja Sany Nordic) tuovat suoria epäorgaanisia tulosvaikutuksia.
- Uskomme yhtiön löytävän nykytoiminnoistaan myös pieniä kulusynergioita muun muassa parhaiden käytäntöjen jakamisen kautta.
- Vähintään 1,5 MEUR:n vuotuisiin säästöihin tähtäävien toimenpiteiden läpi asti tulevat vaikutukset ja myöhemmin täysimääräiset hyödyt.
- Vahvan päämiesportfolio, toimivan myyntiorganisaation sekä pitkien asiakassuhteiden myötä uskomme kilpailukyvyyn ja suhteellisen aseman pysyvän hyvinä. Odotamme myös kustannustehokkaan toimintamallin pitävän pintansa.
- PM Nordicin ja Sany Nordicin hankintojen vahvistamat päämiessuhteet voivat pitkällä aikavälillä tuoda konsernin sisään myös kokonaan uusia tuotealueita (mm. Sany nosturit) ja siten hyvin mielenkiintoisia kasvulähtöjä. Arviomme mukaan nykyisten päämiesten väliltä on löydettävissä myös pieniä rinnakkaisuuksia (esim. suurimmassa Sany:n maanrakennuskoneissa Cummins moottorit), jotka mahdollistavat tiettyjen synergioiden luomisen ja vahvistavat tuloksenteleopohjaa.

# Yritysostot strategian syömähampaina 1/2

## Yritysostot arvonluonnin ytimessä

Boreo järjesti eilen strategiatilaisuuden, jossa yhtiö avasi liiketoimintamallinsa rakennetta, kävi läpi nykyisen strategiansa sekä julkaisi vuodet 2021-2023 kattavan strategiakauden taloudelliset tavoitteet. Tilaisuuden jälkilähetys on katsottavissa [täältä](#).

Boreo strategia on kolmipilarinen ja sen osa-alueet ovat: 1) yritysostot, 2) operatiivinen tehokkuus ja 3) ihmiset & kulttuuri. Tätä järjestystä mukaillen Boreon strategian ja arvonluonnin kovaa ydintä ovat nykyisiä liiketoimintoja tukevat ja vahvistavat (add-on-järjestelyt) sekä kasvualustaa laajentavat (platform-järjestelyt) yritysostot. Strategia ei sinällään ole uusi, sillä yhtiö on viimeisen vuoden aikana toteuttanut sekä yhden platform-järjestelyn että kaksi kokoluokaltaan hieman pienempää add-on-järjestelyä. Vaikka yksittäisen järjestelyn järjestyksessä riippuukin aina ostetun liiketoiminnan luonteesta, strategisesta sopivuudesta sekä hinnasta, on yritysostovetoinen kasvustrategia mielestämme järjellinen valinta. Näkemystämme tukevat etenkin seuraavat tekijät:

**Edulliset yritysostot** (arvostuskertoimet omia kertoimia matalammat) luovat jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa, mitä kautta myös pidemmän aikavälin arvonluontipotentiaali on hyvä.

**Päämiesportfolion kasvattaminen** on yritysostoin huomattavasti orgaanisia toimia nopeampaa, eikä vaadi taakseen panostuksia esimerkiksi huolto- ja varaosatoimintaan (näitä osa ostettua yhtiötä).

## Yritysosto laajentaa asiakaskantaa

automaattisesti ja avaa samalla mahdollisesti myös uusia maantieteellisiä alueita / teollisuudenaloja. Täten yritysostot laskevat myös yhtiön liiketoiminnan riskiprofilia.

**Yritystoston kassavirtaprofiili** on alusta alkaen positiivinen ja se tuo orgaanista kasvua nopeampia tuloksia.

**Potentiaalisten ostokohteiden avaruus on laaja**, mikä tarjoaa yhtiölle paljon strategista liikkumatilaa.

## Järjestelyissä kahta eri tyyliä

Yritystostostrategiassaan yhtiö keskittyy pääomakeveisiin, ennustettaviin, hyvällä kannattavuustasolla operoiiviin ja hyvää kassavirtaa tekeviin pohjoismaisiin B2B-liiketoimintoihin. Kokoluokaltaan pienemmissä add-on-järjestelyissä teollinen ja strateginen logiikka nojaa näkemyksemme mukaan siihen, että ostettava yhtiö tekee sekä itsestään että jo Boreon alta löytyvästä liiketoiminnasta arvokkaampaa. Tästä konkreettinen esimerkki on mielestämme viime syksynä toteutettu Muottikolmio-järjestely, joka vahvisti Boreon asemaa rakennusteollisuuden arvoketjussa ja avasi myös tiettyjä ristiinmyyntimahdollisuuksia.

Horisontaalisten add-on-liikkeiden lisäksi yhtiön on mahdollista tehdä myös vertikaalisia järjestelyjä. Mielestämme pitkällä aikavälillä mielenkiintoisimmat vertikaaliset mahdollisuudet löytyvät etenkin sellaisista toimijoista, joiden tuotteisiin yhtiön olisi mahdollista jalkauttaa omaa

teknologiaansa, kuten esimerkiksi teollisuusmoottoreita. Tästä mahdollisuudesta on kuitenkin hyvä huomata se, että laitevalmistajien teknologiavaihdokset ovat tyypillisesti pitkä ja moniulotteisia harjoituksia (mm. suunnittelun ja tuotantolinjan välinen harmonia). Tätä mukaillen mahdollisten vertikaalisten liikkeiden hyödyt tulevatkin läpi vasta pidemmässä aikaikkunassa.

Platform-järjestelyissä yhtiön mielenkiinto on puolestaan lähtökohtaisesti kokoluokaltaan suuremmissa yhtiöissä. Tämä on loogista, sillä kasvualustaa vahvistaakseen ja osaltaan myös tuleville add-on-järjestelyille pohjaa luodakseen ostokohteen on tuotava mukanaan riittävästi kriittistä massaa. Nimensä mukaisesti tämän tyyppisiä järjestelyjä ei integroida olemassa oleviin liiketoiminta-alueisiin, vaan ne muodostavat konserniin tullessaan uuden kokonaisuuden. Add-on-järjestelyissä integraatiota katsotaan puolestaan aina tapauskohtaisesti.

## Arvonluonti ei perustu operatiivisiin synergioihin

Boreo ei pyri yritystostostrategiassaan luomaan arvoa merkittävien operatiivisten synergioiden kautta, vaikka luonnollisesti ostokohteen operatiivinen kehittäminen (operatiivinen tehokkuus) onkin osa pidemmän aikavälin arvonluontiprosessia. Keskeisin synergiaaksi luonnehdittava kulma tulee mielestämme kerroinarbitraasin kautta ja siten siitä, että yhtiö pystyy ostamaan laadukkaita liiketoimintoja selvästi omia arvostuskertoimia halvemmalla. Perinteisten operatiivisten synergioiden asettaminen toissijaiseen rooliin on mielestämme

# Yritysostot strategian syömähampaina 2/2

järkevä valinta, sillä se laskee yritysostostrategiaan liittyvää riskitasoa (ml. liian korkea kauppahinta).

## Säestäjinä operatiivinen tehokkuus ja ihmiset

Boreon strategian toisessa aallossa tulee operatiivinen tehokkuus. Tämän strategiakulman tavoitteena on varmistaa ja jatkuvilla toimilla vahvistaa yhtiön tuloksentelekykyä. Toisin sanoen operatiivinen tehokkuus strategiakontekstissa vastaa kysymykseen, miten kasvattaa tulosta ja yltää orgaaniseen liikevaihdon kasvuun. Operatiivisen tehokkuuden kannalta avainprosesseja ovat käyttöpääoman hallinta, myynnin johtaminen, ostotoiminnot sekä konsernitason tukitoimet. Keskeisessä roolissa on arviomme mukaan myös eri liiketoiminta-alueiden välinen dialogi ja siten parhaiden käytäntöjen etsiminen ja jakaminen.

Kokonaisuudessaan edellä mainitut toiminnot tähtäävät käytettävissä olevien resurssien optimaaliseen hyödyntämiseen ja omistaja-arvon kasvattamiseen. Täten tämä strategiahaara on mielestämme looginen ja yritysostoja oivasti täydentävä pala, sillä se luo samaan aikaan sekä jatkumoa yksittäisen yritysoston jälkeiseen maailmaan että paranevan tuloksentelekyvyn ja kasvavan kassavirran myötä myös tärkeää raaka-ainetta pääoman uudelleen allokoimista ajatellen.

Yhtiön strategian kolmas pilari on puolestaan ihmiset & kulttuuri. Tämän osa-alueen keskiössä ovat työntekijät, joille Boreo pyrkii kulttuurillaan luomaan houkuttelevan paikan sekä kasvamiselle että kukoistamiselle. Mielestämme tämä kulma voidaan nähdä koko strategian toteuttamisen kannalta eräänlaisena liimana, sillä hyvinvoiva ja

osaava henkilöstö on teknisen myyntiorganisaation menestymisen kannalta tavattoman tärkeä voimavara. Organisaatioon ja kulttuuriin panostaminen luo arviomme mukaan yhtiölle myös kilpailuetua erityisesti yritysostojen saralla, sillä uskomme yrittäjähenkisen ja pitkäaikaista omistamista vaalivien elementtien tuovan Boreolle konkreettista erottautumiskykyä suhteessa tavanomaisiin teollisiin ostajiin.

## Taloudelliset tavoitteet heijastelevat strategian potentiaalia

Boreon strategiakauden kasvutavoitteena on yltää keskimäärin vähintään 20 % vuotuisen liikevaihdon kasvuun. Tavoitteen saavuttamisen kannalta pääroolissa ovat luonnollisesti strategian mukaiset kohdennetut yritysostot, sillä nykyisten liiketoiminta-alueiden orgaaniset kasvunäkymät ovat varsin vakaat. Boreon liikevaihto vuonna 2020 oli noin 98 MEUR. Kasvutavoitteeseen yltääkseen yhtiön liikevaihto tulisi vuonna 2023 kohota 169 MEUR:oon, kun taas tämänhetkinen ennusteemme (nykyrakenne ilman uusia yritysostoja) on asetettu 135 MEUR:oon. Näin ollen yhtiön tulisikin arvioimamme orgaanisen kehityksen päälle ostaa liikevaihtoa vajaan 35 MEUR:n edestä. Tähän Boreolla on mielestämme vahvat edellytykset, kun huomioidaan yritysostostrategian moniulotteisuus, organisaation vahva järjestelyosaaminen sekä liiketoimintojen rakenteellisesti hyvät velankantokyvyt.

Kannattavuuden osalta Boreo tavoittelee puolestaan vähintään 8 % oikaistua operatiivista marginaalia vuoteen 2023 mennessä.

Mielestämme myös tämä taso on täysin saavutettavissa oleva, joskin siihen yltäminen vaatii arviomme mukaan taakseen sekä pientä orgaanista kasvua että strategian mukaisissa tehostuspetauksissa onnistumisen. Mikäli Boreo yltää molempiin operatiivisiin tavoitteisiinsa, on yhtiön liikevoitto vuonna 2023 vähintään 13,5 MEUR. Jos yhtiötä puolestaan hinnoiteltaisiin tuolloin tämänhetkiselä EV/EBIT-kertoimella 12x ja nettovelka olisi karkeasti vuoden 2020 lopun tasolla, olisi yhtiön velaton yritysarvo 162 MEUR ja markkina-arvo vastaavasti 142 MEUR (vrt. nyt 81 MEUR). Tämä laskuharjoitus antaa mielestämme kohtuullisen järkevän havainnekuvan yhtiön strategian sisällään pitämästä potentiaalista.

Kasvu- ja kannattavuustavoitteiden lisäksi yhtiö pyrkii myös vuosittain kasvavan osingon maksamiseen. Osingon rooli ei kuitenkaan ole mielestämme yhtiön sijoittajatarinan tai tuotto-odotuksen kannalta oleellinen.

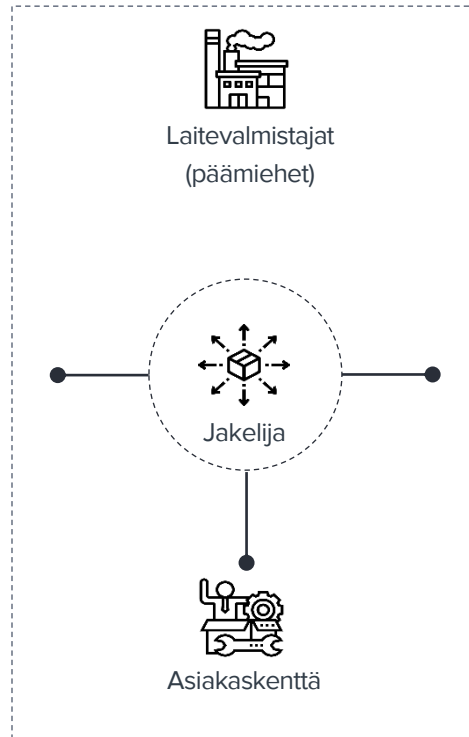
## Myös tasetavoite on järkevä

Velkaantuneisuuden osalta Boreo pyrkii pitämään nettovelka/oikaistu käyttökate-kertoimensa 2-3x tasolla. Tämä taso on mielestämme strategian edellyttämä vipu, liiketoimintojen ansaintalogiikat sekä kassavirtaprofiilit huomioiden järkevä. Lukittu tämä taso ei kuitenkaan ole, sillä uskomme yhtiön olevan hetkellisesti valmista operoimaan tämän haarukan yläpuolellakin. Taloudellisten tavoitteiden yhteydessä yhtiö kommentoi myös kartoittavan päärahoittajansa kanssa erilaisia vaihtoehtoja pääomarakenteen kehittämiseksi ja strategian toteuttamiseksi.

# Yritysstostrategia

## Kasvualustan laajentaminen (platform-järjestelyt)

- Kasvualustan laajentaminen toimintahorisonttia leventävin yritysostoin
- Mahdollista löytää houkuttelevia markkinarakoja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolelta
- Pidemmällä aikavälillä platform-järjestelyt ovat pohjana myös add-on-järjestelyille
- Ostettavan yhtiön oltava riittävän suurikokoinen
- Ostokohteen operoitava kohtuullisella kannattavuudella ja liiketoiminnan oltava ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Omistaja-arvon luonti myös rahoitussynergioiden kautta
- Ostokohteelle yhtiö voi tarjota tiettyjä pörssiyhtiön hyötyjä (mm. tukifunktiot ja -prosessit) ja olla siten houkutteleva omistaja



## Vertikaalinen integraatio (add-on-järjestelyt)

- Eteenpäin suuntautuvan vertikaalisen integraation kautta mahdollista löytää hyvin mielenkiintoisia pidemmän aikavälin kasvupolkuja
- Houkuttelevimmat toimijat sellaisia, joiden tuotetarjoaman teknologiaa korvattavissa Boreon oman portfolion tarjoamalla
- Vertikaalisen integraation kautta yhtiön on myös mahdollista vahvistaa kilpailuasemaansa ja -kykyään suhteessa integroitumattomiin toimijoihin

## Nykytoimintojen vahvistaminen (add-on-järjestelyt)

- Arvoketjuaseman vahvistaminen nykyisiä liiketoimintoja täydentävin ja tukevin yritysostoin
- Järjestelyt joko konsernitasolla tai nykyisen portfolion sisällä, integroint aina tapauskohtaista
- Teollisena logiikkana erityisesti päämiesportfolion kasvattaminen ja sitä kautta kriittisen massan saavuttaminen (ts. koko, skaala ja laajuus)
- Ostokohteen kannattavuusprofiilin oltava terve ja liiketoiminnan ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Ostetut yhtiöt jatkavat tyypillisesti operointiaan itsenäisinä yksikköinä, eikä järjestelyin pyritä saavuttamaan mittavia operatiivisia synergioita
- Omistaja-arvon luonti rahoitussynergioiden kautta, mutta pitkällä aikavälillä oma roolinsa myös operatiivisella kehittämisellä

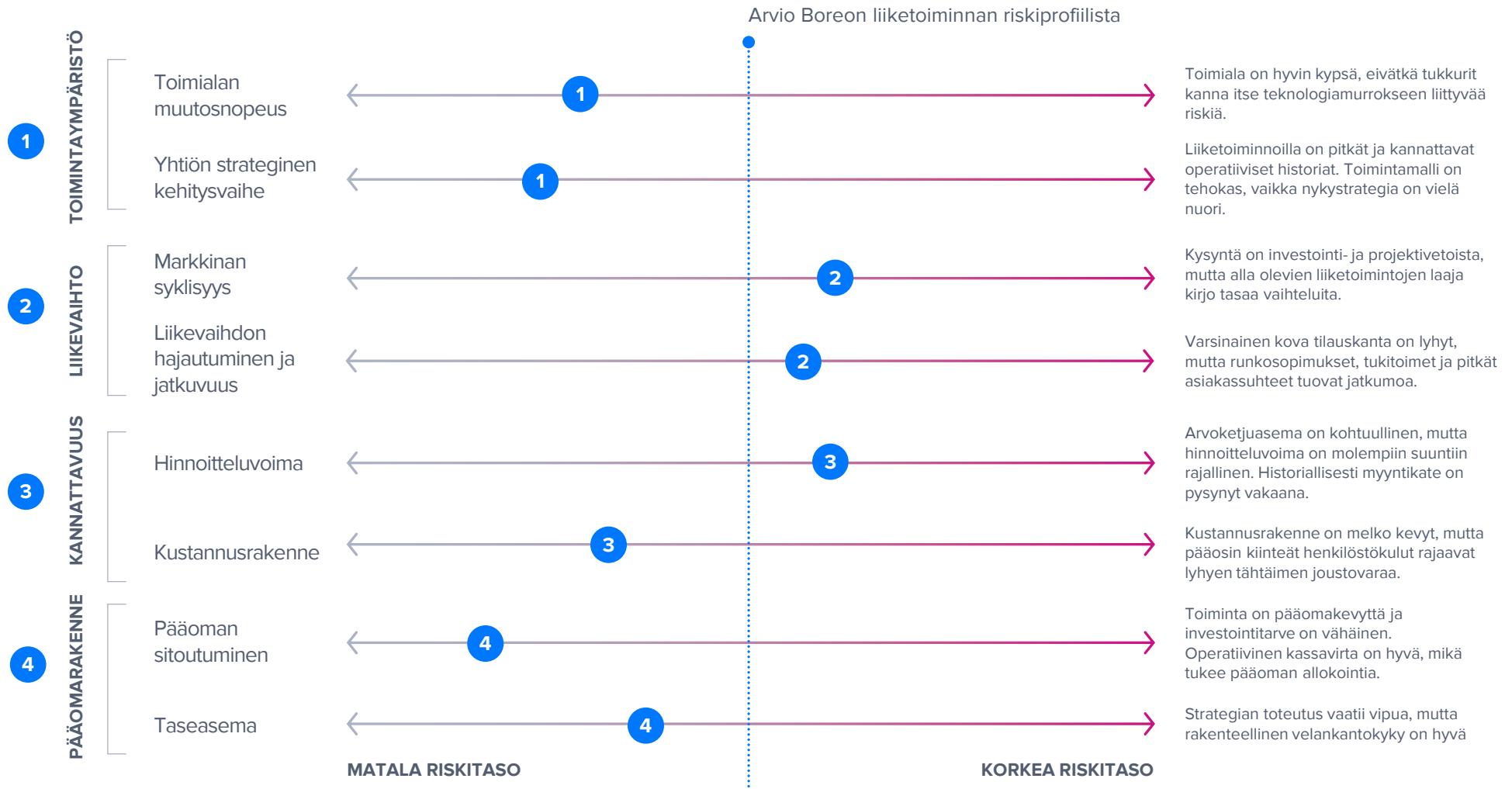
## Yritysostojen kriteerit

Kohtuullinen arvostustaso

Pääomakevyt ja ennustettava B2B-liiketoiminta

Terve kannattavuus ja hyvä kassavirta

# Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Arvostusteesi ei ole muuttunut

## Kertoimet eivät ole korkeita

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 15x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x. Boreon kaltaiselle yritystovetoiselle arvonluojalle ja pitkän aikavälin sijoittajatarinalle kerroinhaarukan tiukka naulaaminen on hyvin haastavaa. Mielestämme se on jossain määrin jopa vaarallista, sillä se voi ohjata katsomaan yhtiötä liian lyhyestä perspektiivistä. Toisaalta jonkinlainen viitekehikko hinnoittelun tarkastelulle on oltava. Mielestämme Boreota onkin järkevintä katsoa kohtuullisen leveyden ja neutraaliksi nimittävien arvostustasojen kautta. Yhtiön viimeisen vuoden aikana vahvistama kasvualusta sekä nykyisten liiketoimintojen laadut huomioiden tällaiset absoluuttiset tasot voisivat nykyisessä kehitysvaiheessa olla P/E-luku 12x-16x ja EV/EBITDA 7x-11x. Tässä valossa kertoimet eivät ole mielestämme mahdollittoman korkeita.

## Hinta on käyvän arvon haarukan sisässä

Boreon kilpailukykyinen ja vahva päämiesportfolio, mainio pääoman tuottopotentiaali, vahvat vapaat kassavirrat, vakiintuneet markkina-asetat ja jo ennen 1,5 MEUR:n säästöihin tähtäävän ohjelman täysiä hyötyjä tehokkaasti pyörivä toimintamalli huomioiden yhtiöllä on mielestämme edellytykset yltää nykyrakenteellaan kestävästi 2,20-2,50 euron osakekohtaiseen tulokseen. Neutraalia 13x-14x tuloskerrointa soveltamalla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan mielestämme riittävin varmuusvaroin arvioida noin 29-35 euroa. Tämä on myös kohtuullisen hyvin linjassa DCF-mallimme indikoiman arvon kanssa. Pidemmällä aikavälillä käyvän arvon haarukassa on luonnollista nousuvaraa, kunhan yhtiö onnistuu pysymään kestävästi kiinni

operatiivisessa tuloskasvussa sekä järjestely kerrallaan realisoimaan strategiansa arvonluontipotentialia. Staattinen näkemyksemme käyvästä arvosta ei kuitenkaan tätä jälkimmäistä komponenttia sisällään pidä, vaan sijoittajat saavat tämän option kaupan päälle.

Mielestämme yhtiön käypää arvoa ja pidemmän aikavälin tuotto-odotusta voidaan haarukoida myös pääoman tuottopotentialin kautta. Boreon liiketoimintojen profiilit, strategian mukaiset yritystokriteerit sekä pienet osinkoprioriteetit huomioiden uskomme, että yhtiön on mahdollista allokoida valtaosa vapaasta kassavirrastaan takaisin toimintaansa kestävästi 20 % tuotolla. Noin 20 % osingonjakosuhteella, kestäväksi arvioimme tulos-tason alalaidalla ja neutraalilla 14x tuloskerroimella yhtiön käypä arvo olisi tällä juoksutuksella ja viiden vuoden kuluttua noin 61 euroa osakkeelta. Vuositasolle käännettynä tämä vastaa noin 13 % tuottoa oman pääoman tuottovaateemme ollessa 9 %. Korostamme kuitenkin sitä, että tämä menetelmä huomioi oman pääoman ehtoiset yritystostot välillisesti. Tämä lisää mallin epävarmuutta, mutta toisaalta tukee näkemystämme siitä, minkälaiset edellytykset arvonluontiin yhtiöllä strategiansa puitteissa on.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	32,0	32,0	32,0
Osakemäärä, milj. kpl	2,57	2,57	2,57
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	104	101	97
P/E (oik.)	15,4	12,8	11,8
P/E	13,8	12,8	11,8
P/Kassavirta	38,9	15,0	11,7
P/B	4,0	3,2	2,6
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,2	8,7	7,8
EV/EBIT (oik.)	12,2	10,6	9,3
Osinko/tulos (%)	19,0 %	19,3 %	19,2 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	1,6 %

Lähde: Inderes

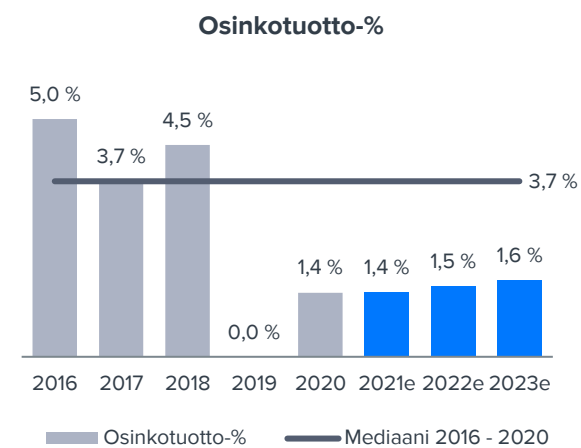
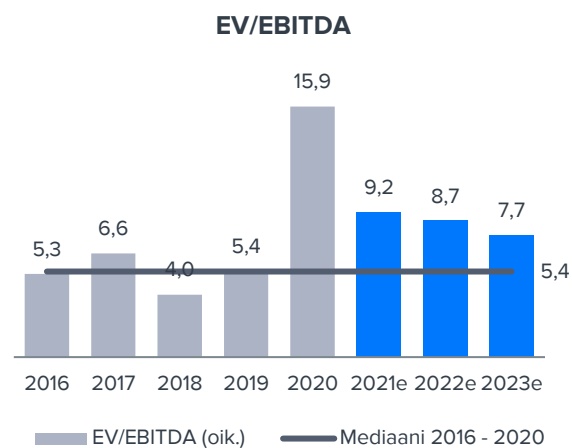
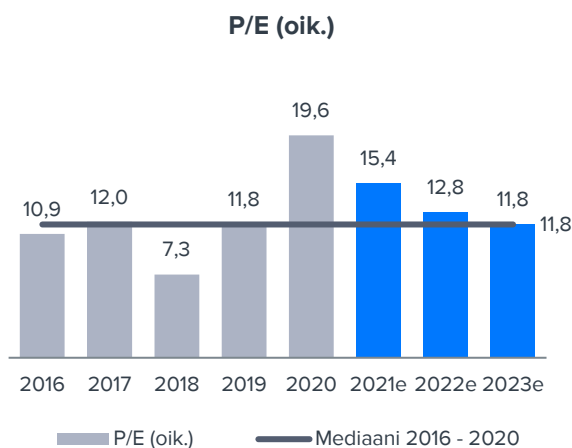
## Pitkän aikavälin tuotto-odotus pääoman tuoton kautta

	Alaraja	Yläaraja
Kestävä oman pääoman tuotto	15 %	20 %
Osingonjakosuhte	30 %	20 %
Pitkän aikavälin investointikyky	70 %	80 %
Käyvän arvon kasvuvauhti	11 %	16 %
Kestävä tulos-taso nyt (EPS)	2,2	2,5
Neutraali tuloskerroin	13,0	14,0
Käypä arvo nyt	29	35
Käypä arvo 2026	47	74
Vuotuinen tuotto-odotus (pl. osinko)	8 %	18 %
Keskimääräinen tuotto-odotus	13 %	
Oman pääoman tuottovaade	9 %	

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,17	8,60	7,35	10,6	29,4	32,0	32,0	32,0	32,0
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,57	2,57	2,57	2,57
Markkina-arvo	16	22	19	27	75	82	82	82	82
Yritysarvo (EV)	12	21	16	25	100	104	101	97	91
P/E (oik.)	10,9	12,0	7,3	11,8	19,6	15,4	12,8	11,8	10,9
P/E	10,9	12,0	7,3	11,8	31,9	13,8	12,8	11,8	10,9
P/Kassavirta	12,3	neg.	5,8	28,9	neg.	38,9	15,0	11,7	10,1
P/B	1,4	1,8	1,4	1,8	4,8	4,0	3,2	2,6	2,2
P/S	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,4	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,3	6,6	4,0	5,4	15,9	9,2	8,7	7,8	7,1
EV/EBIT (oik.)	5,3	8,2	4,6	7,1	17,5	12,2	10,6	9,3	8,4
Osinko/tulos (%)	55,1 %	44,6 %	32,9 %	0,0 %	43,4 %	19,0 %	19,3 %	19,2 %	19,1 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %	1,6 %	1,8 %

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	201,40	7304	7748	27,5	25,3	20,5	18,9	3,5	3,3	37,4	34,4	1,0	1,0	7,4
Bergman & Beving AB	104,60	279	375	18,4		10,8		1,1		14,7		2,8		1,7
Momentum Group AB	145,40	715	939	13,4		7,5		1,0		12,8		2,4		2,1
Bufab AB (publ)	212,00	818	967	17,6	15,6	13,1	11,9	1,7	1,6	21,7	19,5	1,4	1,5	3,7
Christian Berner Tech Trade AB	31,70	55	69	12,2	10,6	8,6	7,7	1,0	0,9	14,0	12,5	2,5	2,5	2,9
Addtech AB	123,00	3241	3522	34,0	27,6	22,9	19,9	3,0	2,7	45,6	37,4	1,3	1,1	10,5
Beijer Ref AB (publ)	362,00	4279	4521	35,5	31,3	26,7	23,7	3,1	2,9	48,4	42,7	0,9	1,0	9,3
Beijer Alma AB	156,80	844	919	13,7	11,9	9,8	9,0	2,0	1,9	18,7	17,4	3,1	3,2	3,3
Lifco AB (publ)	824,00	7025	7368	29,9	27,5	23,3	21,6	5,0	4,6	37,4	34,7	0,8	0,9	7,7
Lagercrantz Group AB	72,20	1461	1440	29,7	25,2	20,3	17,8	3,7	3,3	39,5	33,3	1,2	1,4	7,5
Volati AB	107,20	962	980	18,0	16,4	10,2	9,5	1,3	1,2	24,3	21,9	1,1	1,3	4,9
Relais Group Oyj	15,55	271	299	22,9	18,3	13,0	11,2	1,8	1,7	18,1	15,7	2,5	2,9	3,6
<b>Boreo (Inderes)</b>	<b>32,00</b>	<b>82</b>	<b>104</b>	<b>12,2</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>15,4</b>	<b>12,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>4,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>22,7</b>	<b>21,0</b>	<b>15,6</b>	<b>15,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>27,7</b>	<b>27,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>5,4</b>
<b>Mediaani</b>				<b>20,6</b>	<b>21,8</b>	<b>13,1</b>	<b>14,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>23,0</b>	<b>21,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-41 %</b>	<b>-51 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>-66 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>3 %</b>	<b>12 %</b>	<b>-7 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: 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
<b>Liikevaihto</b>	<b>59,9</b>	<b>18,7</b>	<b>25,0</b>	<b>27,0</b>	<b>26,9</b>	<b>97,6</b>	<b>31,1</b>	<b>31,5</b>	<b>33,1</b>	<b>31,7</b>	<b>127</b>	<b>131</b>	<b>135</b>	<b>139</b>
Konserni	59,9	18,7	25,0	27,0	26,9	97,6	31,1	31,5	33,1	31,7	127	131	135	139
<b>Käyttökate</b>	<b>4,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>5,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>8,5</b>	<b>9,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,7</b>
Verot	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,7	-2,0	-2,0
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Nettotulos</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,90</b>	<b>0,30</b>	<b>0,14</b>	<b>0,69</b>	<b>0,36</b>	<b>1,50</b>	<b>0,40</b>	<b>0,53</b>	<b>0,60</b>	<b>0,55</b>	<b>2,08</b>	<b>2,48</b>	<b>2,71</b>	<b>2,91</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,90</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,58</b>	<b>0,33</b>	<b>0,92</b>	<b>0,64</b>	<b>0,53</b>	<b>0,60</b>	<b>0,55</b>	<b>2,32</b>	<b>2,48</b>	<b>2,71</b>	<b>2,91</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	4,6 %	23,8 %	82,6 %	78,4 %	68,9 %	63,0 %	66,3 %	26,0 %	22,5 %	17,7 %	30,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-0,8 %	-6,1 %	53,6 %	103,6 %	117,5 %	63,2 %	71,0 %	145,2 %	13,6 %	31,6 %	49,9 %	12,4 %	8,3 %	4,9 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,6 %	2,6 %	4,9 %	8,6 %	8,2 %	6,4 %	9,6 %	8,5 %	8,7 %	8,7 %	8,9 %	8,9 %	9,2 %	9,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	5,8 %	5,6 %	3,5 %	7,7 %	6,3 %	5,8 %	5,8 %	6,9 %	7,1 %	7,0 %	6,7 %	7,3 %	7,7 %	7,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,8 %	-0,9 %	0,8 %	5,5 %	3,1 %	2,4 %	5,2 %	4,4 %	4,6 %	4,5 %	4,7 %	4,8 %	5,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4,8</b>	<b>27,8</b>	<b>32,4</b>	<b>32,4</b>	<b>31,8</b>
Liikearvo	0,6	22,0	27,0	27,0	27,0
Aineettomat hyödykkeet	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Käyttöomaisuus	2,9	3,4	3,9	3,9	3,3
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>21,1</b>	<b>37,2</b>	<b>40,7</b>	<b>46,6</b>	<b>48,0</b>
Vaihto-omaisuus	7,3	18,2	15,3	15,7	16,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	10,3	14,0	15,1	15,5
Likvidit varat	6,6	8,7	11,5	15,7	16,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>25,8</b>	<b>65,0</b>	<b>73,2</b>	<b>78,9</b>	<b>79,8</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>16,2</b>	<b>16,6</b>	<b>20,4</b>	<b>25,8</b>	<b>31,6</b>
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarat	12,6	13,0	17,9	23,3	29,1
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2,0</b>	<b>22,0</b>	<b>23,8</b>	<b>26,1</b>	<b>23,0</b>
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	23,8	26,1	23,0
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>7,7</b>	<b>26,4</b>	<b>28,9</b>	<b>27,1</b>	<b>25,1</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	6,7	9,8	8,7	7,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	19,6	19,1	18,4	17,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>25,8</b>	<b>65,0</b>	<b>73,2</b>	<b>78,9</b>	<b>79,8</b>

# DCF-laskelma

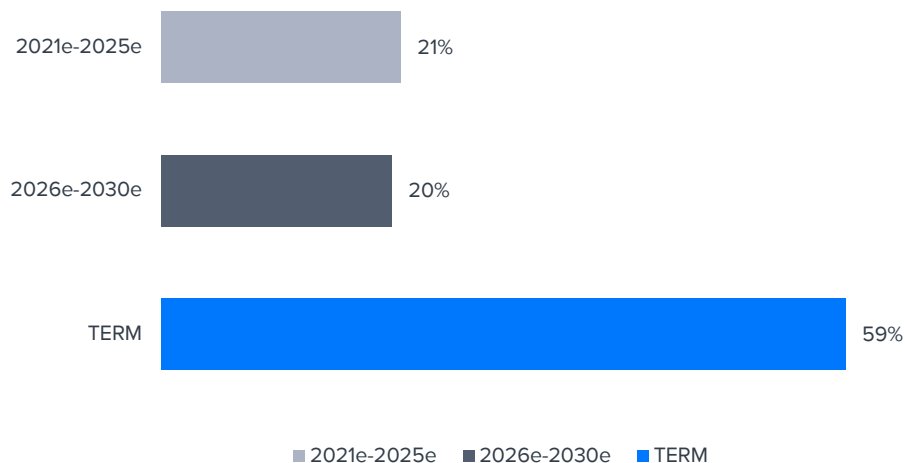
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>4,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>	
+ Kokonaispoistot	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
- Maksetut verot	-0,8	-1,6	-1,7	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,5	-1,3	-2,3	-1,7	-1,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</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	-25,0	-6,9	-2,0	-1,5	-1,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-21,2</b>	<b>1,2</b>	<b>5,5</b>	<b>7,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	
+/- 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	2,1	5,5	7,0	8,1	8,6	8,9	8,5	8,4	8,7	8,9	152
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>68,4</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		115	113	109	103	97,3	91,5	86,0	81,1	76,6	72,4	68,4
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>115</b>										
- Korolliset velat		-28,5										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>95,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>37,3</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	57,2	59,9	97,6	127,3	131,2	EPS (raportoitu)	1,00	0,90	0,92	2,32	2,48
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	11,3	11,7	EPS (oikaistu)	1,00	0,90	1,50	2,08	2,48
Liikevoitto	3,5	3,5	4,3	9,2	9,6	Operat. kassavirta / osake	1,46	1,34	1,48	3,16	2,91
Voitto ennen veroja	3,6	3,3	3,6	7,8	8,3	Vapaa kassavirta / osake	1,27	0,37	-8,31	0,82	2,13
Nettovoitto	2,6	2,3	2,4	6,0	6,4	Omapääoma / osake	5,15	5,96	6,11	7,96	10,01
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,5	0,7	0,0	Osinko / osake	0,33	0,00	0,40	0,44	0,48
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	23,1	25,8	65,0	73,2	78,9	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	5 %	63 %	30 %	3 %
Oma pääoma	13,8	16,2	16,6	20,4	25,7	Käyttökateen kasvu-%	31 %	11 %	38 %	81 %	3 %
Liikearvo	0,6	0,6	22,0	27,0	27,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	-1 %	63 %	50 %	12 %
Nettovelat	-3,5	-4,0	19,8	22,2	19,1	EPS oik. kasvu-%	40 %	-10 %	66 %	39 %	19 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	7,1 %	7,6 %	6,4 %	8,9 %	8,9 %
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	11,3	11,7	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	5,8 %	6,7 %	7,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-0,4	-1,5	-1,3	-2,3	Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	4,4 %	7,3 %	7,3 %
Operatiivinen kassavirta	3,7	3,4	3,8	8,1	7,5	ROE-%	20,4 %	16,2 %	15,3 %	33,1 %	27,7 %
Investoinnit	-0,5	-2,5	-25,0	-6,9	-2,0	ROI-%	24,0 %	20,7 %	13,3 %	18,6 %	16,7 %
Vapaa kassavirta	3,2	0,9	-21,2	2,1	5,5	Omavaraisuusaste	60,0 %	62,6 %	25,5 %	27,9 %	32,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,5 %	-24,9 %	119,3 %	108,6 %	74,4 %
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Preato Capital Ab			75,6 %			EV/Liikevaihto	0,3	0,4	1,0	0,8	0,8
Mikko Määttä			1,7 %			EV/EBITDA (oik.)	4,0	5,4	15,9	9,2	8,7
AK Capital Oy			1,4 %			EV/EBIT (oik.)	4,6	7,1	17,5	12,2	10,6
Ari Sulin			1,1 %			P/E (oik.)	7,3	11,8	19,6	15,4	12,8
Mikko Moilanen			1,0 %			P/B	1,4	1,8	4,8	4,0	3,2
Aku Rumpunen			0,8 %			Osinkotuotto-%	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,4 %	1,5 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

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

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 €	32,00 €



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 Oy

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.**