

BOREO

8.1.2026 19.26 EET



Olli Vilppo
+358 40 515 2811
olli.vilppo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Sarjayhdistelyn jatkuminen nojaa tulokasvuun

Boreo on yhtiö, joka pyrkii luomaan arvoa hankkimalla ja pitkäjänteisesti kehittämällä laadukkaita, ennustettavia ja pääomakeveitä B2B-liiketoimintoja sekä uudelleensijoittamalla näiden tuottamia kassavirtoja. Vuosi 2024 oli yhtiölle tuloksellisesti vaikea, ja kohonnut velkavipu laitto sarjayhdistelijälle ominaiset yritysostot tauolle. Vuonna 2025 tulostaso on saatu orastavaan nousuun ja odotamme trendin jatkuvan. Tuotto-riskisuhde on mielestämme houkutteleva. Tarkistamme tavoitehintamme 17,0 euroon (aik. 18,0 €) lievien ennustelaskujen myötä. Toistamme lisää-suosituksemme.

Boreon sisällä kaksi operatiivista liiketoiminta-aluetta

Boreo muodostuu kahdesta liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Elektroniikka ja Tekninen kauppa. Arvioimme näiden toimintojen kohdemarkkinoiden kasvuvauhdin asettuvan pitkässä juoksussa talouskasvuvauhdin tasolle, mikä myös suurelta osin määrittelee yhtiön orgaanista kasvupotentiaalia. Arvonluontimallinsa mukaisesti myös yritysjärjestelyt ovat yhtiön ydintoimintaa. Yritysostrategia voidaan jakaa päälinjoiltaan kahteen: pienemmissä add-on-järjestelyissä teollisena logiikkana on olemassa olevien liiketoimintojen vahvistaminen. Suuremmilla platform-järjestelyillä pyritään puolestaan laajentamaan konsernin kasvualustaa hankkimalla täysin uusia liiketoimintoja. Yhtiön yritysostostrategia on mielestämme toimiva fokuksen ollessa pääomakeveissä, ennustettavissa ja kannattavissa kohteissa ja historiassa maksetut maltilliset kauppahinnat tarjoavat samalla turvamarginaalia (EV/EBIT 5x). Haastetta on kuitenkin viime vuosina luonut epäoptimaalinen ajoitus suhteessa markkinasykliin ja taseen velkavivun selvä kasvu.

Nyt nettovelka/operatiivinen käyttökate (TTM) 2,4x-suhde on korkea, kun huomioidaan taseessa tämän päälle olevat 30 MEUR:n hybridilainat. Yhtiön korollisesta rahoituksesta valtaosa erääntyy vuonna 2027, ja niiden uudistamista silmällä pitäen tuloskunto on syytä pitää nykyisellä nousutrendillä. Hyvä asia on,

että yhtiöllä on aikaa odottaa markkinan elpymistä pohjiltaan, sillä laskelmiemme mukaan vapaata rahavirtaa jää nykyisellä tuloskunnolla noin 4 MEUR/vuodessa velkojen lyhentämiseen.

Tavoitteista kuitenkin jääty selvästi viime vuodet

Boreon sijoitetun pääoman tuotto (TTM) on 8,2 %, mikä on kaukana 15 %:n tavoitteesta. Myös operatiivinen liike-tulos (TTM) on noussut viimeisen viiden vuoden aikana vaatimattomasti 7,3 MEUR:oon vastaten noin 5 %:n nousua vuosittain, kun Boreo tavoittelee 15 %:n vuosikasvua. Viime vuosien kovin isku tuloskehitykselle tuli Yleiselektroniikan vetäytymisestä Venäjältä ja myös rakentamista palvelevien yhtiöiden tuloskunto on edelleen alamaissa. Huolimatta siitä, että tavoitteista on jääty, pidämme nykyisten liiketoimintojen arvonluonnin edellytyksiä pitkällä tähtäimellä hyvinä. Myös markkinalta pitää kuitenkin alkaa saada vetoapua, jotta operatiivinen liike-tulos voi elpyä kohti aiempia huippujaan (~10 MEUR) ja paluu epäorgaaniseen tulokasvuun mahdollistuisi. Yhtiö on antanut ymmärtää, että sen 15 %:n operatiivisen liike-tuloksen kasvun tavoitteesta yli ajan noin kolmannes muodostuu orgaanisesta ja kaksi kolmasosaa epäorgaanisesta tulokasvusta.

Arvonmäärittäyksemme perustuu nykyisiin omistuksiin

Vuosien 2025-2026 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-kertoimet ovat 17x ja 10x, ja vastaavat taseen velkavivun huomioivat EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 8x. Vuoden 2025e tulostasolla kertoimet ovat vielä koholla, mutta 2026e kertoimet laskevat nopeasti houkutteleviksi ennustamamme tulokasvun tullessa läpi. Toki tulokasvun läpitulon liittyy myös riskejä, ja mikäli tulos kääntyisi vastoin odotuksiamme laskuun, olisivat rahoitusriskit myös korkeat. Myös kassavirtamallimme arvo on 18 eurossa, kertoen aliarvostuksesta. Boreo arvostetaan selvällä 50 %:n alennuksella sarjayhdistelijoista muodostuvaan verrokkiyhmään nähden, mitä pidämme osin perusteltuna, kun huomioidaan heikommat viime vuosien pääomien tuottotasot.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehint:

17,00 EUR

(aik. 18,0 EUR)

Osakekurssi:

14,40 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	134,0	150,2	162,7	167,6
kasvu-%	-17 %	12 %	8 %	3 %
EBIT oik.	6,8	7,5	9,5	10,3
EBIT-% oik.	5,0 %	5,0 %	5,8 %	6,1 %
Nettotulos	1,0	3,1	3,5	4,8
EPS (oik.)	0,51	0,85	1,38	1,89

P/E (oik.)	21,4	17,0	10,4	7,6
P/B	1,5	1,9	1,8	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %
EV/EBIT (oik.)	12,2	13,0	10,1	9,1
EV/EBITDA	8,5	8,6	7,8	6,9
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

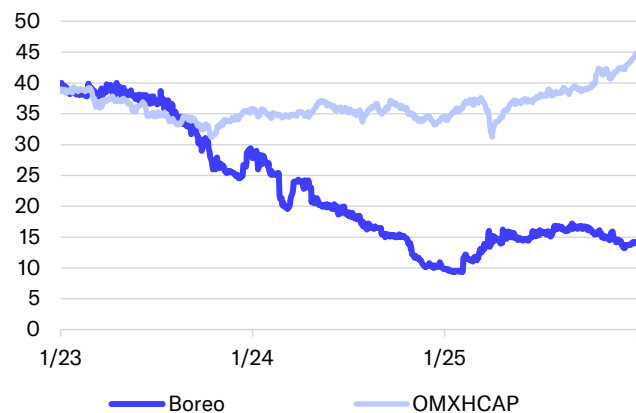
(Ennallaan)

Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Sisällysluettelo

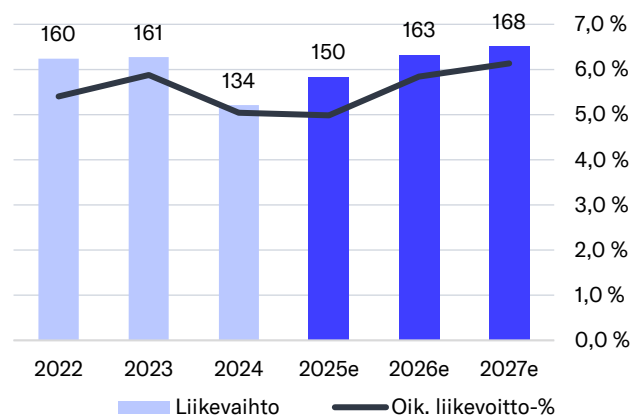
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Elektroniikka	11-15
Tekninen kauppa	16-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-22
Taloudellinen tila	23-24
Ennusteet ja sijoitusprofiili	25-29
Arvonmäärittäminen ja taulukot	30-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Osakekurssi



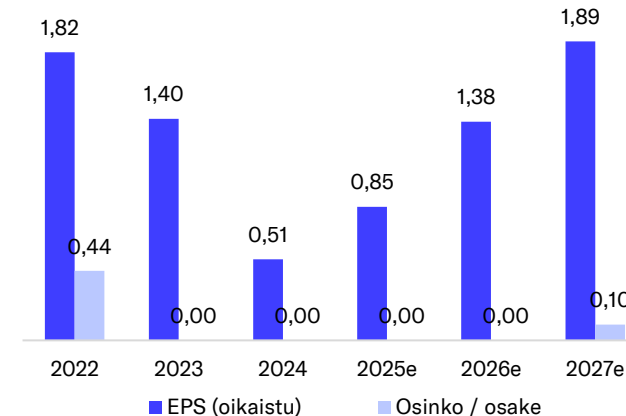
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Liiketoimintaa tukevien ja toiminta-alaa laajentavien yritysostojen toteuttaminen pitkällä aikavälillä
- Nykyliiketoimintojen tulosparannuspotentiaali ja toteutetut tehostustoimet
- Toiminnan pääomakeveä luonne mahdollistaa hyvän pääoman tuoton

Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkuuden rappeutuminen
- Hinnoitteluvoima on kokonaisuudessaan rajallinen
- Alla olevien liiketoimintojen kysynnän luonne taipuu sykliseksi
- Taseessa on merkittävästi velkaa, rahoitusasema kohtuullisen hyvä
- Riippuvuus tärkeimmistä päämiehistä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,4	14,4	14,4
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	39	39	39
Yritysarvo (EV)	98	96	93
P/E (oik.)	17,0	10,4	7,6
P/E	33,8	27,1	12,8
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,6	7,8	6,9
EV/EBIT (oik.)	13,0	10,1	9,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	5,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,7 %

Lähde: Inderes

Boreo lyhyesti

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

2019

Liiketoimintamallin ja yleisilmeen muutos

146 MEUR

Liikevaihto Q3'25 (TTM)

7,3 MEUR

Operatiivinen liikevoitto Q3'25 (TTM)

8,2 %

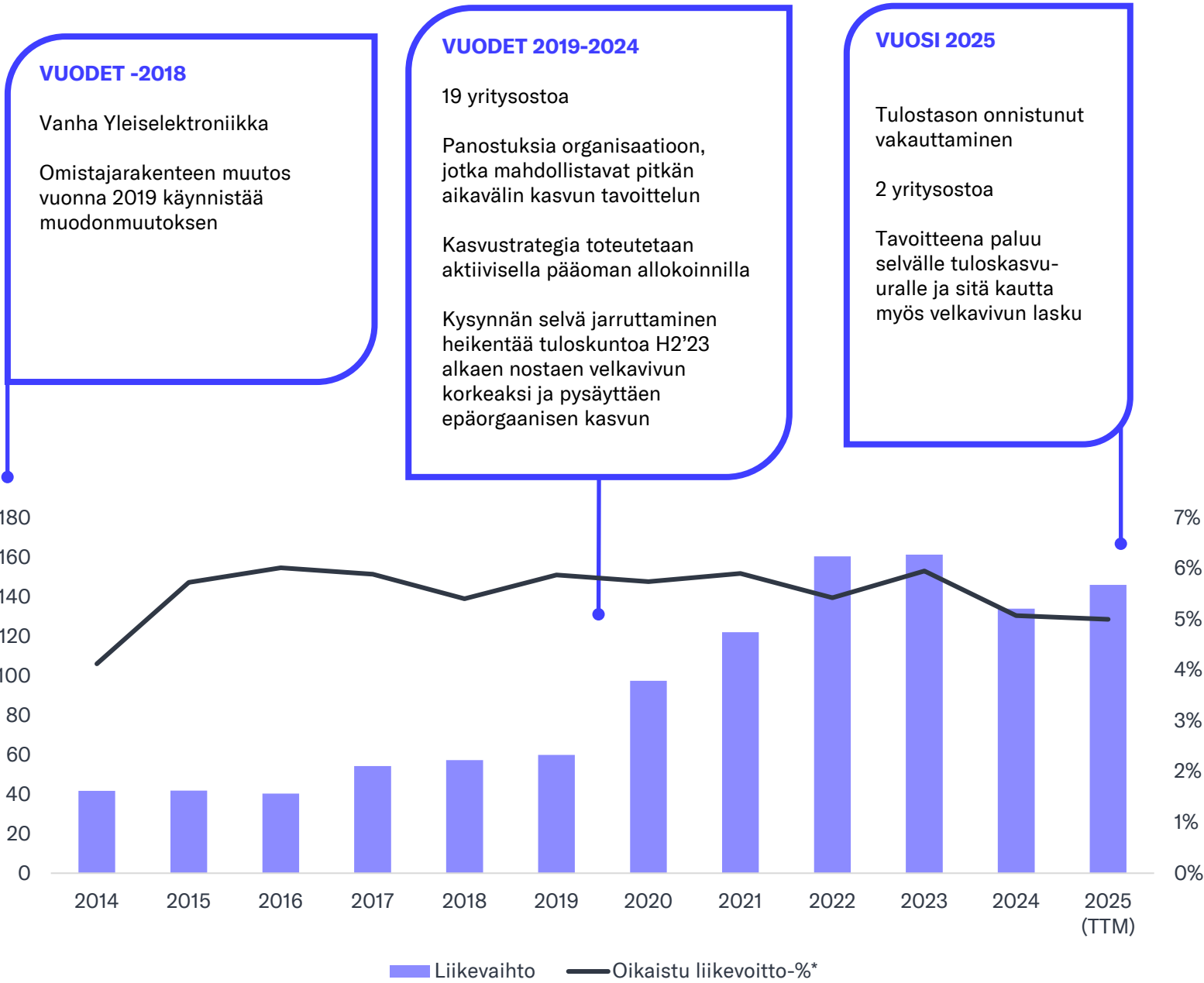
Sijoitetun pääoman tuotto Q3'25 (TTM)

2 / 23

Liiketoimintayksiköt / Yritystä portfolioissa

359

Henkilöstömäärä Q3'25:n lopussa



Lähde: Boreo, Inderes *Operatiivinen liikevoitto-% 2020 alkaen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

B2B-liiketoimintojen omistaja ja kehittäjä

Boreo on yhtiö, joka pyrkii luomaan arvoa hankkimalla ja pitkäjänteisesti kehittämällä laadukkaita, ennustettavia ja pääomakevyitä B2B-liiketoimintoja. Arvonluontiteesinsä mukaisesti yritysjärjestelyt ovat Boreon ydintoimintaa, ja käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii lähtökohtaisesti olemaan ikuinen koti hankkimilleen yrityksille.

Boreo ei hanki rakenteisiinsa uusia liiketoimintoja lyhyillä aikahorisonteilla tai erillisillä irtautumisaikakausilla. Poissuljettua liiketoiminnoista luopuminen ei kuitenkaan ole, jos niillä ei ole edellytyksiä yltää yhtiön tavoittelemiin taloudellisiin kriteereihin. Tästä osoituksena on Ruotsin ja Suomen Sany-toiminnoista luopuminen alkuvuonna 2023. Myös siinä tapauksessa, että liiketoiminnasta tarjottu hinta selvästi ylittäisi johdon käsityksen liiketoiminnan käyvästä arvosta, pidämme irtautumisia mahdollisina. Tällaisia esimerkkejä Boreon historiasta ei kuitenkaan toistaiseksi löydy.

Liiketoiminnoilla itsenäiset strategiat

Boreon alla olevat liiketoiminnat ovat operatiivisesti hyvin itsenäisiä ja omilla teollisilla strategioilla toimivia kokonaisuuksia. Omistamia liiketoimintoja Boreo pyrkii kuitenkin jatkuvasti tukemaan ja parantamaan niin strategisesti kuin operatiivisestikin. Tässä työssä avainroolissa ovat konsernialustasta löytyvät resurssit. Konkreettisia esimerkkejä tällaisista toimista ovat tukiprosessien virtaviivaistamiset (mm. raportointi) ja ristiinmyyntimahdollisuuksien tunnistamiset.

Isossa kuvassa yhtiötä ei tule luokitella yhtä konserninlaajuista strategiaa jalkauttavaksi konglomeraatiksi, vaan ennemminkin kasvualustansa

harkitusti ja tarkkojen kriteerien mukaisesti rakentavaksi sekä erilaisia liiketoimintoja omistavaksi toimijaksi. Boreolla on liiketoimintaa yhteensä seitsemässä maassa (Suomi, Ruotsi, Viro, Latvia, Liettua, Puola ja Yhdysvallat) ja tällä hetkellä sillä on 359 työntekijää.

Liiketoiminnat pääosin tukkukauppaa

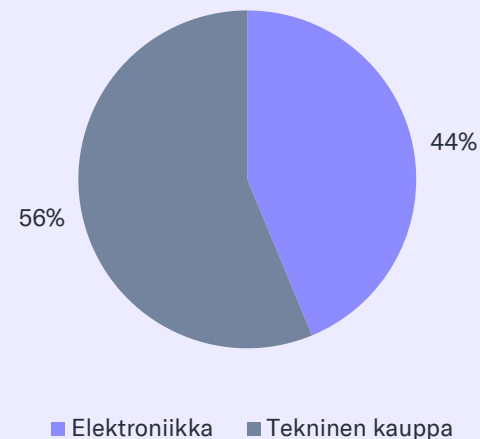
Varsinaisten liiketoimintojen tasolla tämänhetkinen Boreo rakentuu suurelta osin erilaisista teknisistä tukkukaupoista. Tukkukaupan ansaintamallia mukaillen Boreolla on hyvin vähän varsinaista tuotekehitystä ja oman kokoonpanoihin painottuvan valmistustoiminnankin merkitys on koko konsernin mittakaavassa pieni.

Operaatiotasolla tämä tarkoittaa sitä, että yhtiö on keskittynyt vastaamaan päämiesportfoliossaan olevien toimittajien teknologioiden myynnistä, jakelusta sekä myynnin jälkeisistä toiminnoista, kuten huolloista, varaosamyynteistä ja muista jälkimarkkinapalveluista. Teollisessa mielessä Boreo on puolestaan hyvin monipuolinen toimija, sillä nykyiset liiketoiminnat peittävät alleen useita teollisuudenaloja ja erilaisten ajureiden ohjaamia loppukäyttöjä. Näin ollen konsernitasolla yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisistä toimialoista.

Kaksi raportoitavaa segmenttiä

Boreo raportoi taloudellisen tuloksensa kahden liiketoiminta-alueen kautta, jotka ovat Elektroniikka ja Tekninen kauppa, joka muodostuu aiemmin (vuoden 2023 loppuun saakka) erillään raportoiduista Teknisestä kaupasta ja Raskaasta kalustosta. Konsernitoiminnot taas kattavat konsernihallinnon kulut, jotka olivat edellisen 12 kuukauden aikana -2,1 MEUR.

Liikevaihdon jakauma 2025 (TTM)



Lähde: Boreo, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Boreon johtoryhmä muodostuu tällä hetkellä viidestä henkilöstä. Toimitus- ja talousjohtajan lisäksi näihin henkilöihin lukeutuu HR- ja vastuullisuusjohtaja sekä Elektroniikka- ja Teknisen kaupan liiketoiminta-alueiden vetäjät. Johtoryhmää on viime vuosina supistettu tehokkuushyötyjen hakemisen myötä. Silti nykyinen johtoryhmä sekä konsernin tukifunktiot ovat käsityksemme mukaan resursoituja niin, että nykyinen kokoonpano mahdollistaa konsernitason yhtiömäärän kasvun ilman huomattavia rekrytointipanostuksia.

Myynti ja jakelu operatiivisia ydintoimintoja

Koska Boreon liiketoiminnot ovat suurelta osin teknisiä tukkukauppoja, liittyvät myös yhtiön operatiiviset ydintoiminnot päämiesportfolioissa olevien toimittajien ratkaisujen myyntiin ja jakeluun. Näiden toimintojen ja jälkimarkkinaoperaatioiden lisäksi liiketoiminnoista löytyy myös useita tukiprosesseja, kuten teknistä tuote- ja asennustukea, joiden avulla Boreo pyrkii olemaan asiakkailleen kokonaisvaltainen kumppani.

Teknisen tukkurin rooli on myös päämiehen kannalta tärkeä, sillä tukkureiden avulla laite- ja komponenttivalmistajat kykenevät laajenemaan tehokkaasti pienempiinkin asiakkuuksiin. Näin ollen tukkurit eivät suoraan kilpaile päämiesten kanssa, vaan ovat osa niiden jakelustrategioita.

Ydintoimintoja mukaillen Boreon liiketoimintojen arvoketjuasemat painottuvat päämiesten myynti- ja asiakkaiden valmistustoimintojen väliin. Päämiehilleen Boreo luo arvoa tarjoamalla sekä toimivan että tehokkaan jakeluverkoston, kun taas asiakkaiden suuntaan arvo syntyy tuotetarjoaman laajuuden, kilpailukykyisen saatavuuden ja

oman teknisen osaamisen kautta. Kokonaisuudessaan pidämme liiketoimintojen arvoketjuasemia tyydyttävänä, vaikka niiden hinnoitteluvoima onkin rajallinen.

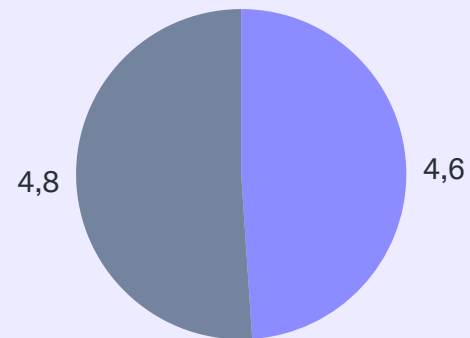
Päämiesportfolion vahvuus ajaa kilpailukykyä

Mielestämme keskeisin Boreon liiketoimintojen kilpailukykyä ajava rakenteellinen tekijä on vahva ja monivuotisista toimittajasuhteista koostuva päämiesportfolio. Luonnollisesti myös konserniyhtiöiden ja tukifunktioiden omat tehokkuustasot ovat tuloksenteon kannalta tärkeissä rooleissa.

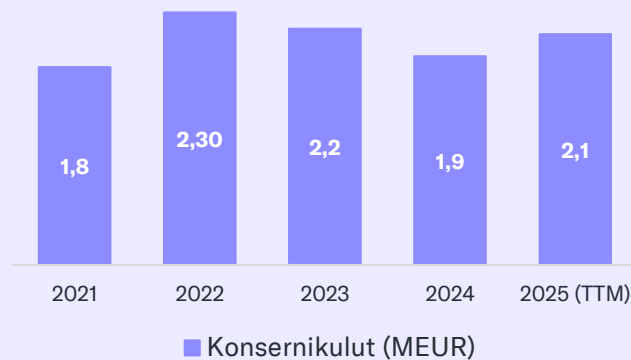
Suoran ratkaisukysynnän ohella päämiesportfolio vaikuttaa myös asiakaspysyvyyteen, sillä arviomme mukaan asiakkaat pyrkivät tyypillisesti pitäytymään samoissa toimittajissa / teknologioissa mahdollisimman pitkään ja uudelleenjärjestelemään hankintaketjujaan vain harkituin perustein. Sama logiikka pätee myös laitevalmistajien ja tukkurien välisiin suhteisiin. Tästä johtuen päämiesportfolio voidaan mielestämme nähdä Boreon pitkän aikavälin suhteellisen kilpailukyvyn kannalta avaintekijänä ja mahdollisesti asiakaspysyvyyttä vahvistavana elementtinä.

Arviomme mukaan uusien päämiesten orgaaninen hankkiminen on varsin vaikea ja hidas prosessi etenkin Teknisen kaupan alla. Taustalla on se, että näissä liiketoiminnoissa laitevalmistajien jakelustrategiat painottuvat alueellisiin yksinoikeuksiin ja tukkureilta vaaditaan myös kohtuullisia jälkimarkkinaoperaatioihin kohdistuvia panostuksia. Mielestämme tämä dynamiikka sekä osittain rajaa kilpailijoiden kasvumahdollisuuksia että nostaa alalle tulon kynnyksiä, mikä puolestaan korostaa päämiesportfolion roolia suhteellisen kilpailukyvyn määrittävänä tekijänä.

Operatiivisen liikevoiton (MEUR)
jakauma 2025 (TTM)



■ Elektroniikka ■ Tekninen kauppa



■ Konsernikulut (MEUR)

Lähde: Boreo, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kulurakenne koostuu suurelta osin muuttuvista eristä

Boreon kulurakenne on kevyt, sillä suurin osa kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia materiaali- ja palvelukuluja. Arviomme mukaan yhtiön kuluista karkeasti 70-75 % on muuttuvia, kun taas loput kustannuksista ovat kiinteitä kuluja. Kiinteiden kulujen suhteellisen matalaa osuutta selittää se, ettei Boreon myyntiin ja jakeluun painottuvilla liiketoiminnoilla ole merkittävää määrää varsinaista valmistavaa tuotantoa tai tuotekehitystä ja niihin liittyviä kiinteitä kulueriä.

Myös hallinnollinen rakenne on suhteellisen kevyt. Myös tiettyjä panostuksia on vähennetty vuosien 2023-24 aikana tehtyjen sopeutustoimien seurauksena. Kevyen kulurakenteen johdosta Boreon realisoitavissa olevat skaalaedut ovat kuitenkin maltillisia. Keskeisin kasvua kannattavuuteen vivuttava elementti onkin myynnin tehokkuuden kautta henkilöstökulut.

Kokonaisuudessaan kevyt kulurakenne on mielestämme suotuisaa, sillä se antaa Boreolle edellytykset tyydyttävän kannattavuuden saavuttamiselle laskevienkin liikevaihtotasojen ympäristöissä.

Pääomakevyitä liiketoimintoja

Boreon liiketoiminnot ovat pääomakevyitä. Q3'25:n lopussa (TTM) kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 7 %, mitä voidaan pitää hyvin matalana tasona.

Pääomakeveys selittyy hyvin pitkälti sillä, etteivät Boreon liiketoimintojen ansaintamallit vaadi taakseen omaa tuotantokapasiteettia, kuten esimerkiksi perinteisessä prosessiteollisuudessa. Tätä heijastellen myös varsinainen investointitarve on pieni, ja arviomme mukaan

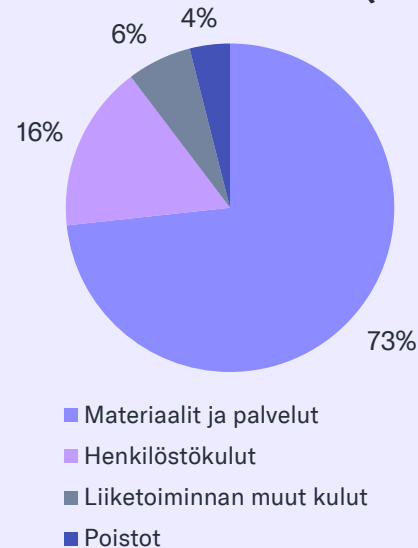
voimakkaastikin kasvavaan kysyntään on mahdollista vastata ilman merkittäviä kiinteitä pääomainvestointeja.

Kasvuvaiheessa investoinnit kohdistuvat pääasiassa toimituskykyyn eli käyttöpääomaan. Nettokäyttöpääomaa Boreon toimintaan on sitoutunut edellisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 12 % liikevaihdosta. Vuosina 2021 ja 2022 osuutta kohotti kasvu sekä toimitusketjujen haasteiden vuoksi kasvatetut varastot, mutta vuosien 2023-24 aikana yhtiö onnistui tavoitteessaan pienentää nettokäyttöpääoman määrää.

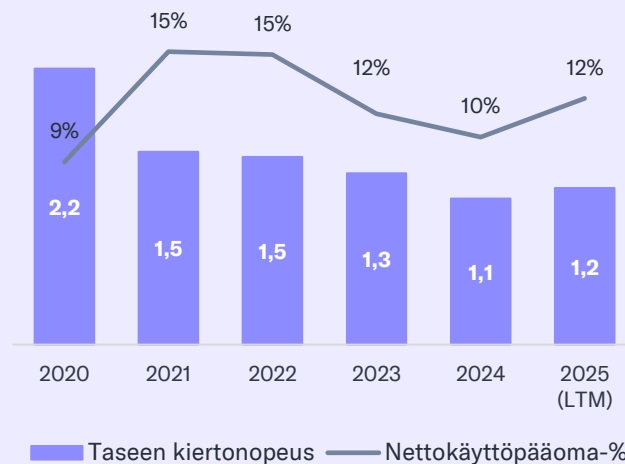
Tämän ansiosta se on palautunut myös pidemmän tähtäimen historialliselle tasolle. Liiketoiminta-alueiden käyttöpääomissa ei tulisi arviomme mukaan olla yli ajan suuria eroavaisuuksia, vaikka esimerkiksi Teknisessä kaupassa huolto- ja varaosatoiminta tekee pääomaprofilista hieman erilaisen suhteessa Elektroniikka-toimintaan. Kauttaaltaan Boreon käyttöpääomatarpeet ovat mielestämme kohtuulliset. Tällä hetkellä nettokäyttöpääoma tuottaa tavoitteiden mukaisesti Elektroniikassa. Teknisessä kaupassa kehitys on ollut vaisumpaa ja tarkempia syitä tähän on käyty läpi sivulla 18.

Kokonaisuudessaan liiketoimintojen pääomakeveys on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö luo Boreolle hyvät lähtökohdat korkeiden pääoman tuottojen saavuttamiselle ja omistaja-arvon luomiselle. Pääomakeveys vahvistaa myös vapaata kassavirtaa ja parantaa sitä kautta edellytyksiä kasvustrategian mukaiselle pääoman allokoinnille yritysostoihin.

Kustannusrakenne 2025 (TTM)

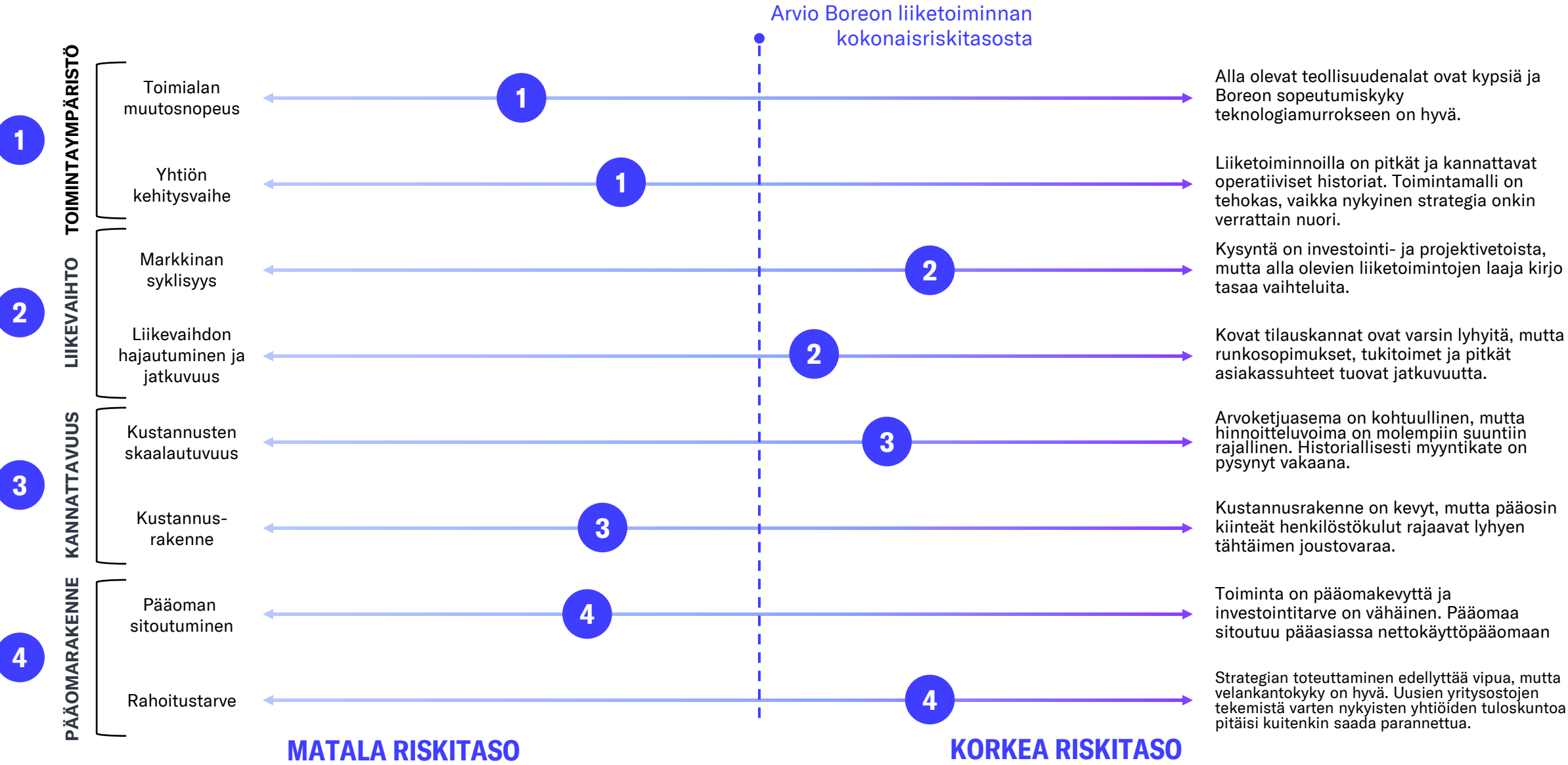


Pääoman sitoutumisen kehitys

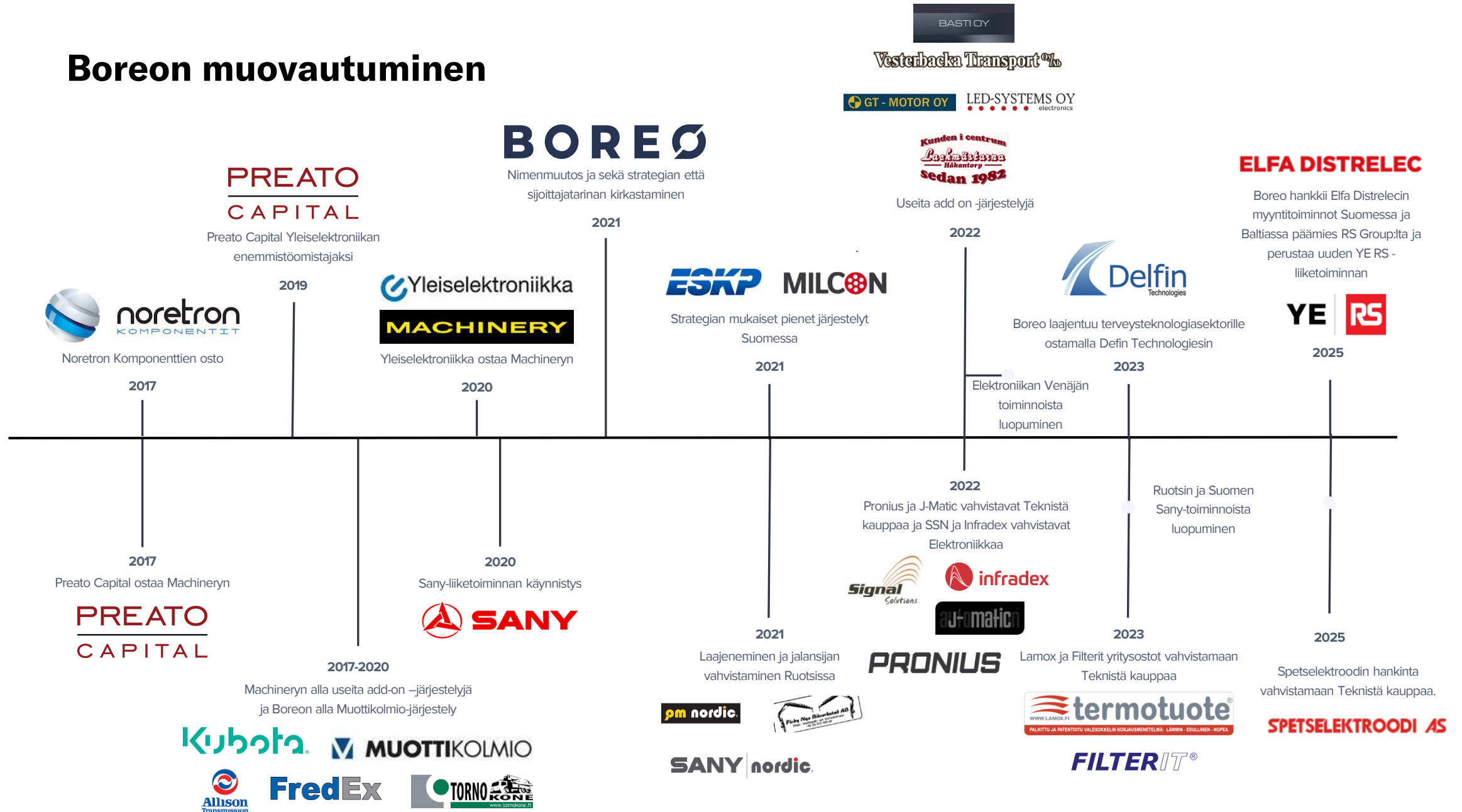


Lähde: Boreo, Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Boreon muovautuminen



Elektroniikka 1/5

Elektroniikka on liiketoiminta-alueista hieman pienempi

Elektroniikka-liiketoiminta-alue muodostuu pääosin ammattielektroniikan komponenttien, laitteiden ja järjestelmien jakeluun sekä tukitoimiin (mm. varastointi- ja logistiikkapalvelut) erikoistuneista liiketoiminnoista.

Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Elektroniikan jatkuvat toiminnot tekivät noin 64 MEUR:n liikevaihdon ja 4,6 MEUR:n operatiivisen tuloksen (operatiivinen liikevoitto-% 7,2 %). Maantieteellisesti tarkasteltuna Suomi on Elektroniikan suurin markkina, mutta liiketoiminta-alue toimii myös Ruotsissa, Virossa, Latviassa, Liettuassa, Yhdysvalloissa ja Puolassa.

Elektroniikka-toiminnan alla on kahdeksan eri toimittajabrändiä, jotka jakautuvat omiin yhtiöihinsä.

YE RS -yhtiö on uusi kokonaisuus, joka perustettiin, kun Boreo hankki elokuussa 2025 RS Groupilta sen oman jakeluyhtiö Elfa Distrelec. Samalla yhtiöön yhdistettiin Yleiselektroniikan alla toteutettu RS-jakelu kokonaisuudessaan. YE RS on nopean toimituksen ja korkean palvelutason komponenttiliiketoimintaa, joka palvelee asiakkaita teollisuuden kunnossapidossa ja elektroniikassa Suomessa ja Baltiassa.

Yleiselektroniikka ja **YE International** ovat komponenttien jakeluliiketoimintoja Suomessa ja Baltiassa. Etenkin Suomessa liiketoiminnan paino on design-in toiminnassa.

Signal Solutions on RF-tekniikkaan erikoistunut jakeluliiketoiminta.

Milcon puolestaan on puolustusteollisuutta palvelevaa valmistus- ja jakeluliiketoimintaa, jonka painoarvo on viime vuosina kasvanut puolustusteollisuusmarkkinan vahvan

vedon myötä.

Delfin Technologies on mielenkiintoisessa kehitysvaiheessa oleva Terveysteknologiayhtiö, jota on käyty tarkemmin läpi sivulla 15.

Edellä mainitut kuusi toimittajabrändiä ovat segmentin tuloslaskelman näkökulmasta merkittäviä. Kaksi pienemmän merkityksen omaavaa toimittajabrändiä ovat **Noretron**, joka on AV-tuotteiden asiantuntija ja **Infradex**, joka on lämpökameratekniikan (mittaus/testaus) asiantuntija.

Päämiesportfoliot ovat laajoja

Elektroniikan liiketoimintojen päämiesportfoliot ovat laajoja, ja ne koostuvat omien tuotekategorioidensa johtavista toimittajista. Yksittäisistä päämiehistä selvästi suurin on RS Components, joka on käsityksemme mukaan voittanut tuotealueillaan markkinaosuutta viimeisten vuosien aikana tukien Elektroniikan kasvua. Päämiehen painoarvo Boreolle kasvoi entisestään Elfa Distrelecin hankinnan myötä.

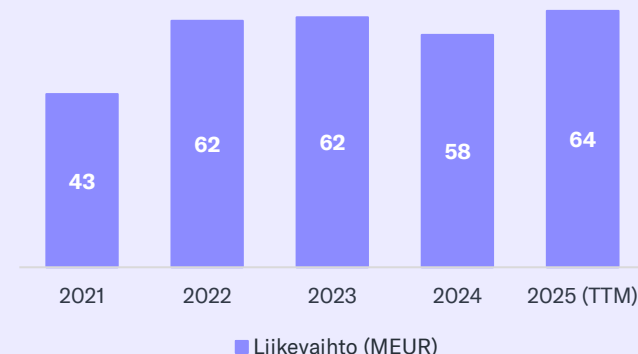
Sähköteknisessä tukkukaupassa päämiesportfolion laajuus on oman kilpailukyvyn ja suhteellisen aseman kannalta oleellinen ajuri, sillä näissä liiketoiminnoissa päämiessuhteet ovat vain harvoin alueellisiin yksinoikeuksiin perustuvia. Luonnollisesti myös myyntiorganisaation tekninen osaaminen ja asiakkaan liiketoiminnan ymmärtäminen ovat tärkeitä kyvykkyyksiä.

Myös asiakasportfolio on monipuolinen

Liiketoiminta-alueen asiakkaat ovat tyypillisesti eri teollisuudenalojen laite- ja sopimusvalmistajia, huolto- ja jälleenmyyntiliikkeitä sekä tutkimuslaitoksia. Asiakkaiden loppukäytöissä elektronisten komponenttien rooli on usein raaka-aineomainen. Tästä johtuen Boreo pyrkii arviomme



Elektroniikka



Valikoituja päämiehiä



Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

Elektroniikka 2/5

mukaan solmimaan asiakkaidensa kanssa runkosopimuksia, jotka tuovat mukanaan tietyn pohjakysynnän ja ennustettavuuden sekä tehostavat myös omaa käyttöpääoman hallintaa. Sitovia nämä runkosopimukset eivät kuitenkaan ole, mitä mukaillen lopulliset tilausvirrat ovat aina riippuvaisia asiakkaiden omien liiketoimintojen kehityksestä. Asiakkaiden suuntaan nämä runkosopimukset tarjoavat puolestaan keskitetyimmän hankinnan kautta tulevia tehokkuus- ja kustannushyötyjä. Runkosopimuksista huolimatta suurin osa liiketoiminta-alueen toiminnasta on projektimyyntiä. Projektimyyntistä on oleellista ymmärtää se, että kyseessä on aina asiakkaan oma projekti, johon Boreo toimittaa tarvittavat komponentit. Luonteeltaan projektimyynti on runkosopimusten tuomaa liikevaihtovirtaa syklisempää, joskin yksittäisten projektien kesto voi olla pisimmillään useita vuosia ja projektin aikana ennustettavuus on yleensä yhtiölle itselleen kohtuullinen.

Markkina on valtava ja rakenteeltaan hajanainen

Vuonna 2024 Suomen sähkötekni- sen tukkukaupan koko oli Sähkötekni- sen Kaupan Liiton (STK) keräämän tiedon perusteella noin 1 223 MEUR ja Q3'25 TTM 1 195 MEUR. Baltian maiden markkinoiden koosta on vajavaisesti tietoa saatavilla, mutta näiden maiden talouksien kokoluokkien ja Suomen kokonaismarkkinan pohjalta haarukoimme, että Baltian maiden kokonaismarkkinan koko olisi karkeasti 600 MEUR:n kokoluokassa. Täten Elektroniikka-liiketoiminnan kohdemarkkina olisi 1 800 MEUR:n suuruusluokassa. Siten markkina on liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna massiivinen, eikä rajoita sen kasvumahdollisuuksia.

Olemme rajanneet Elektroniikan kohdemarkkinan kattamaan vain komponenttien ja tuotantolaitteiden tukkukaupan, emmekä ole tarkastelleet markkinaa koko

elektroniikkateollisuuden näkökulmasta. Pidämme tätä perusteltuna, sillä mielestämme muiden elektroniikkateollisuuden toimijoiden — etunenässä laite- ja sopimusvalmistajien — vertikaalisen integraation uhka on isossa kuvassa miltei olematon. Tätä peilaten emme näe erilaisten toimintamallien oleellisesti kilpailevan keskenään.

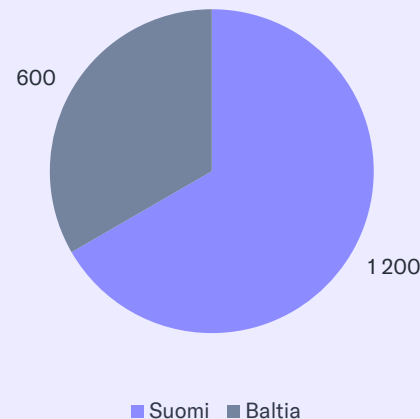
Rakenteeltaan Elektroniikan kohdemarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan sen sisällä toimii yhteensä satoja yhtiöitä. Näistä suurin osa on verrattain pieniä, suhteellisen kapeisiin tuote- ja asiakasportfolioihin keskittyneitä alueellisia toimijoita. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat puolestaan huomattavan laajoilla tuote- ja myyntiresursseilla operoivia monikansallisia tai kansallisia yhtiöitä. Toimialan hajanaisesta rakenteesta huolimatta konsolidaatiota ei kuitenkaan ole viime vuosina voimasuhteita muuttaneissa määrissä tapahtunut. Tämä selittyy arviomme mukaan sillä, että laite- ja komponenttivalmistajat painottavat jakelustrategioissaan vain harvoin alueellisia yksinoikeuksia.

Pitkän ajan kasvuvauhti BKT:n tasolla tai hieman sen yli

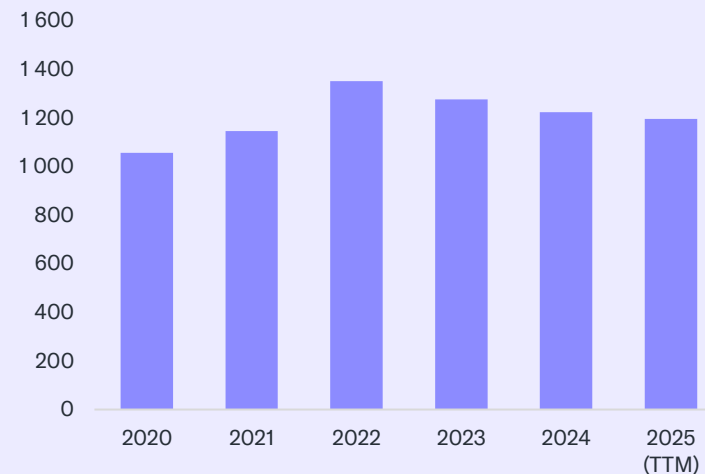
Toimialan kasvua ajaa erityisesti elektronisten sovellusten kysynnän kasvu, mikä on puolestaan johdannainen elintason nousulle, etenevälle digitalisaatiolle sekä väestön ikääntymiselle. Näiden hyvinkin universaalien ajureiden tukemana Elektroniikka-toiminnan kohdemarkkina on eri lähteiden mukaan kasvanut noin 3-5 % vuodessa.

Arviomme mukaan muun muassa Suomen markkinan historiallista tasoa voimakkaampi kasvu vuosina 2021-2022 on yhdistelmä sekä volyymikasvua että korkean inflaation aiheuttamaa hintojen nousua. Tästä on kuitenkin nähty palautumista markkinan kääntynyttä selkeään laskuun

Kohdemarkkinan jakautuminen (MEUR)



Suomen markkinan kehitys (MEUR)



Lähde: STK, Inderesin arviot

Elektroniikka 3/5

vuodesta 2023 eteenpäin, eikä markkinadatassa ole nähty toistaiseksi vielä käännettä parempaan. Pidemmän tähtäimen kasvun voidaan arvioida olevan historiallisen kasvuvauhdin tuntumassa, vaikkakin heilahtelua on todennäköisesti jatkossakin luvassa. Markkinalla voi olla edessään lähivuosina myös historiallisia tasoja nopeampaa kasvua, jos pitkään jarruttanut markkina alkaisi kirmään kohti vanhoja huippuja Suomen taloustilanteen piristyessä.

Maantieteellisesti kasvuvauhdeissa ei puolestaan tulisi olla merkittäviä eroavaisuuksia, joskin Baltian maiden voi odottaa kasvavan hieman Suomea rivakammin maiden suhteellisesti suurempia sopimusvalmistussektoreita ja ripeämpää talouskasvukuvaa heijastellen.

Alalle tulon esteet eivät ole korkeita

Toiminnan pääomakeveästä luonteesta johtuen markkinaan on mahdollista murtautua ilman merkittäviä pääomapanostuksia, mikä ei ole mahdollista esimerkiksi huomattavasti enemmän pääomaa sitovassa valmistavassa teollisuudessa. Pääomakeveä luonne näkyy myös tukkureiden kulurakenteissa, jotka ovat selvästi valmistavaa teollisuutta kevyemmät (ts. matalammat alalta poistumisen kustannukset).

Toimialan ansaintamallista ja toimittajien jakelustrategioista johtuen elektroniikkatukkureiden tuotetarjoamat ovat päämiesportfolioiden rakenteellisia eroja lukuun ottamatta varsin geneerisiä. Tätä heijastellen toimiala ei arviomme mukaan tarjoa juurikaan mahdollisuuksia tuotetarjoaman kautta saavutettavan etumatkan hankkimiselle. Nämä tekijät, pienten komponenttiterien hintavetoiset kysynyt ja siten matalat vaihdon kustannukset sekä OEM-yhtiöiden liki olematon vertikaalisen integraation uhka huomioiden toimialan rakenteelliset alalle tulon esteet eivät arviomme

mukaan ole kovinkaan korkeita. Mataliksi jäävät alalle tulon kynnykset tekevätkin toimintaympäristöstä yleisesti ottaen varsin dynaamisen ja selittävät pitkälti myös sitä, miksi toimialan sisällä on runsas joukko kokoluokaltaan pieniä teknisiä tukkureita.

Kilpailussa pärjäämisen tekijät

Matalien alalle tulon kynnysten taustatekijöitä heijastellen oman menestymisen kannalta keskeisiä tekijöitä ovatkin arviomme mukaan myyntiorganisaation korkea tekninen osaamistaso, ratkaisukeskeisyys sekä joustava toimituskyky. Näiden osa-alueiden hallinta luo tukkureille mielestämme hyvät lähtökohdat niin omien arvoketjuasemien vakiinnuttamiselle kuin molemminpuolisesti pitkien yhteistyösuhteidenkin solmimiselle. Edellä mainittujen osaamisten luonteenpiirteitä sekä ansaintamallien rajallisia skaalautuvuuksia mukaillen emme pidä isoa kokoa automaattisesti menestystä tuovana ominaisuutena, vaan mielestämme myös pienemmillä tukkureilla on hyvät edellytykset kannattavan liiketoiminnan rakentamiselle. Kokonaisuudessaan näemme toimialan tarjoavan hyvät lähtökohdat pidemmän aikavälin arvonluonnille, vaikka kestävien kilpailuetujen luominen onkin haastavaa.

Kilpailutilanne on kovanlainen

Tukkureiden kohtuullisen rajallisista hinnoitteluvoimista johtuen toimialan kilpailutilanne on arviomme mukaan kovanlainen. Näkemyksemme mukaan kilpailu on erityisen voimakasta ja hintaherkkää juuri pienempien eräkokojen hylly- ja katalogimyynnin saralla, kun taas runkosopimuksiin pohjautuvassa ja luonteeltaan jatkuvammassa myynnissä kilpailupaine ei ole vastaavanlainen.



Toimialan rakenne

Nykyinen kilpailutilanne

- Tukkureiden lukumäärä on suuri ja tuotetasolla erottautuminen on vaikeaa.
- Asiakkaiden kulurakenteissa jäykkyyttä, mikä lisää niiden hintaherkkyyttä ja kiristää osaltaan kilpailua.
- Terve pitkän ajan kysyntänäkymä lieventää kilpailupainetta.

Päämiesten neuvotteluvoima

- Tukkureiden päämiesportfoliot ovat laajoja ja riippuvuus yksittäisistä toimittajista on matala. Toki riippuvuus tärkeimmästä päämiehestä RS-Groupista on korkea.
- Eteenpäin integroitumisen uhka ei ole kovinkaan suuri.
- Päämiehillä differointikykyä ja siten myös hinnoitteluvoimaa.

Asiakkaiden neuvotteluvoima

- Asiakkaiden hankintaketjut ovat tyypillisesti vähemmän hajautettuja kuin tukkureiden asiakasportfoliot.
- Tukkureiden differointikyky on hyvin rajallinen, mikä tiettyjen komponenttien laajan tarjonnan kanssa nostaa ostajien neuvotteluvoimaa. Taaksepäin integroitumisen uhka on matala.

Uusien kilpailijoiden / korvaavien tuotteiden uhka

- Alalle tulon kynnykset ovat matalat ja kysyntänäkymä suotuisa, mutta kriittisen massan (mm. päämies- ja asiakassuhteet) kokoaminen vie aina aikaa.
- Tukkurit eivät omista teknologiaa, mitä peilaten korvaavien tuotteiden uhka tulee päämiestasojen kautta.
- Näköpiirissä ei ole ansaintamallia syrjäyttävää muutosvoimaa.

Elektroniikka 4/5

Tämän taustalla on arviomme mukaan se, että runkosopimusten keskitetyimissä hankintaoperaatioissa hinnan ja saatavuuden lisäksi merkittävä päätöksentekoon vaikuttava tekijä on tukkurin kyvykyys varsinaisen jakelufunktion päälle tuleviin tukitoimiin. Historiallisesti katsottuna kilpailun luonne on heijastunut myös toimijoiden keskimääräisiin katetasoihin, jotka ovat olleet tyypillisesti verrattain ohuita. Pelkkä katetasoihin tuijottaminen ei kuitenkaan anna todellista kuvaa toimialan kannattavuusprofiilista, sillä pääomakeveässä liiketoiminnassa tietyt strategiset valinnat — esimerkiksi varastonkierron optimointi vs. laajaan tuoteportfolioon ja sen nopeaan saatavuuteen keskittyminen — voivat johtaa hyvinkin korkeisiin pääoman tuottoihin kapeista voittomarginaaleista huolimatta.

Pitkällä aikavälillä arvioimme toimialan dynamiikkaan vaikuttavien tekijöiden pysyvän nykyisenkaltaisina, emmekä näin ollen odota myöskään yleisen kilpailutilanteen muuttuvan oleellisesti suuntaan tai toiseen.

Kilpailukentässä useampi kerros

Elektroniikka-toiminnan kilpailukenttä voidaan arviomme mukaan jakaa kahteen selvään kerrokseen: tukkureiden keskenään käymään suoraan sekä päämiesten välillä käytävään kilpailuun. Toimialan johtavista jakelijajäteistä on hyvä huomata se, että ne ovat usein pienempien toimijoiden päämiehiä. Tätä mukaillen kilpailukenttään voidaan mielestämme hahmottaa myös kolmas kerros.

Tukkureiden keskinäisessä kilpailussa suhteellista asemaa määrittää mielestämme tuotetarjoaman laajuus sekä oma toimitus- ja hintakilpailukyky. Myyntiprosessin konsultoivaa, paikallisella kielellä ja siten lähellä asiakasta tapahtuvaa luonnetta sekä verkkokaupan suhteellisen pientä osuutta

mukaillen tukkureiden välinen kilpailu on pääosin alueellista. Tästä johtuen Boreon Elektroniikka-toiminnan kohtaama kilpailu vaihtelee sekä maantieteellisen alueen että asiakkaan kysynnän mukaan (ts. peruskomponenteissa enemmän tarjontaa kuin niche-puolella). Suomessa Elektroniikka-toiminta kilpailee arviomme mukaan muun muassa suurten kansallisten tukkureiden kuten Ahlsellin ja Etran sekä pienempien paikallisten toimijoiden kuten EL-Partsin, Perelin, Elgoodin* ja Tampereen Sähköpalvelun* kanssa. Baltiassa kilpaillaan puolestaan lukuisten paikallisten tukkurien kanssa.

Toisen kerroksen kilpailu voidaan nähdä OEM-yhtiöiden välisenä, sillä erityisesti pidemmällä aikavälillä tukkurin omaan kilpailuasemaan vaikuttavat muutokset portfolioissa olevien päämiesten toiminnoissa ja suhteellisissa kilpailukyvyissä. Elektroniikkateollisuuden tukkureiden päämiesportfoliot ovat kuitenkin tyypillisesti hyvin laajoja, mitä heijastellen etenkin lyhyellä aikavälillä yksittäisten päämiesten omat onnistumiset tai epäonnistumiset eivät arviomme mukaan juuri kilpailuympäristöä hetkauta.

Boreon asema on hyvä

Boreon suhteellinen asema on mielestämme hyvä, sillä Elektroniikka-toiminnalla ei näkemyksemme mukaan ole selvästi kilpailijoita heikompia osa-alueita. Toisaalta Boreon liiketoiminnot eivät arviomme mukaan myöskään itse omaa selkeää suhteellista etumatkaa. Pitkien operatiivisten historioiden aikana nämä liiketoiminnot ovat kokonaisuutena kuitenkin osoittaneet kykenevänsä kovanlaisessa kilpailuympäristössä vakaaseen kannattavuustasoon ja hyviin pääoman tuottoihin. Tämä luo mielestämme tukevan lähtökohdan myös tulevia vuosia silmällä pitäen.



Valikoituja kilpailijoita

WOW

AVNET
Reach Further™



MOUSER
ELECTRONICS



Globaalin tason suuret ja johtavat jakelijat

ahlsell



ETRA

SLO

Suuret kansalliset tukkurit laajoilla tuoteportfolioilla

ELGOOD

TELE-TUKKU

TSP
Tampereen
Sähköpalvelu
- A PART OF ADDTECH GROUP

Finnparttia
Sähkötukku

PEREL OY

SW
STIG WAHLSTRÖM

Kooltaan keskisuuret ja pienet toimijat, jotka operoivat rajatuimmilla maantieteellisillä fokuksilla ja tuoteportfolioilla

Lähde: Yhtiöt, Inderes

*Osa verrokiryhmään kuuluvaa Addtechia

Elektroniikka 5/5

Mukaan on tullut terveysteknologiaa

Elektroniikka liiketoiminnan yhtiöjoukko laajentui kesällä 2023 terveysteknologiayhtiö Delfin Technologiesilla. Delfin kehittää, valmistaa ja markkinoi laitteita ihon ominaisuuksien ja paikallisen turvotuksen mittaamiseen. Käsityksemme mukaan yhtiö on historiassaan (perustettu 1998) keskittynyt tuotteiden pitkäaikaiseen kehittämiseen, kun taas kaupallistamisvaihe on ollut selkeästi lyhyempi. Laitteita käytetään kliinisen käytön lisäksi lääketieteellisessä ja dermatologisessa tutkimuksessa sekä kosmetiikkateollisuudessa.

Delfinin lääkinälliset laitteet on hyväksytty kliiniseen käyttöön USA:ssa ja EU:ssa. Boreon alla keskiössä on ollut vuosina 2023-2024 tuotekehityksen seurauksena tehty alustakehitys ja uuden laitekannan hyväksyttäminen ja tuonti markkinoille. Yhtiön myynti on toteutettu kumppaniverkoston kautta ja sillä on jakelijoita noin 40 maassa. Vuonna 2025 yhtiö on myös tehnyt merkittäviä panostuksia jakeluverkostonsa laajentamiseen mm. Kiinassa, Saksassa ja Yhdysvalloissa.

Arviomme mukaan Delfinin onnistunut skaalaaminen suurempaan kokoluokkaan (2022 liikevaihto 2,5 MEUR) loisi merkittävästi arvoa, sillä yhtiön kannattavuus oli varsin korkea (2020-2022 liikevoitto-% ~ 50 %). Sitten yhtiön tuotealustan uudistukset, jakeluverkoston rakentaminen ja kasvanut henkilöstömäärä ovat tuoneet lisää kuluja. Toimien seurauksena yhtiön kannattavuus on arviomme mukaan karkeasti puolittunut huipputasoistaan, vaikka myynti onkin lievästi kasvanut.

Kasvupanostusten pitäisi kuitenkin alkaa kantaa hedelmää vuodesta 2026 alkaen, jolloin kulujenkin voi odottaa

skaalautuvan ja liikevoitto-%:n taas kääntyvän nousuun.

Segmentin kannattavuus on ollut hyvällä tasolla

Elektroniikan operatiivinen liikevoittomarginaali on ollut vuosien 2019-2025 välisenä aikana 5,8-7,5 %:n välillä ja keskimäärin 6,6 %. Tämä on tukkutoimintaan keskittyneille liiketoiminnoille hyvä taso.

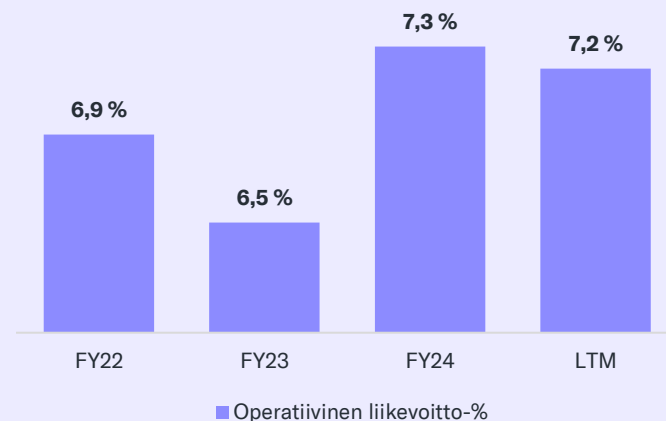
Tuoreimpien lukujen valossa Elektroniikan kannattavuus (7,2 %) on myös korjannut vuoden 2023 notkahduksestaan (6,5 %). Kehitystä tarkastellessa on hyvä kuitenkin huomata, että kuopan aiheutti hyvin kannattavista Yleiselektroniikan Venäjän toiminnoista vetäytyminen syksyllä 2022, mutta jo kesästä 2023 eteenpäin segmentin liikevoitto-% sai puolestaan selvää tukea Delfinin korkeista marginaaleista.

Isossa kuvassa emme odota segmentin rakenteellisessa kannattavuuspotentiaalissa tapahtuneen suurempia muutoksia. Kuitenkin Delfin Technologiesin korkeakatteisen myynnin osuuden kasvattamisessa onnistuminen lähivuosina nostaisi toteutuessaan myös koko segmentin marginaaleja selvästi.

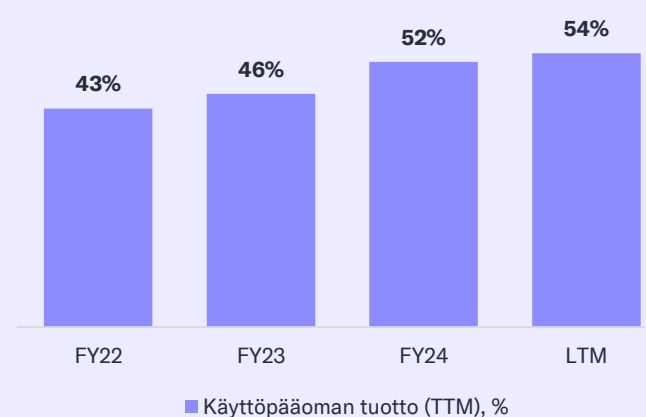
Pääomatehokkuus tavoitetasolla

Käyttöpääoman tuotolla mitattuna Elektroniikka on ollut Boreon tehokkaampi liiketoiminta-alue historiassaan, ja myös viimeisen 12 kuukauden aikana se on yltänyt noin 54 %:n (TTM) tuottoon. Boreon tavoitteena on yleisesti yli 50 % ja siten segmentin tehokkuus on noussut jo yli tavoitetason.

Kannattavuus



Tehokkuus



Lähde: Boreo, Inderes

Tekninen kauppa 1/4

Sisällä erilaisia liiketoimintoja ja brändejä

Tekninen kauppa on liiketoiminta-alueista suurempi. Ennen vuotta 2024 se koostui voimantuottoon, metallintyöstöön, rakentamiseen, hitsaukseen, teollisuuden sopimusvalmistukseen ja prosessisuodattimiin keskittyneistä liiketoiminnoista. Boreo yhdisti Teknisen kaupan alle myös aiemmin Raskaan kaluston alla olleet betoniteollisuuden ja maanrakennuskoneiden toimituksiin erikoistuneet ja puutavara-autojen päällerakenteisiin ja raskaiden ajoneuvojen pintakäsittelyyn keskittyneet liiketoiminnot. Lisäksi Tekninen kauppa sisältää nykyään myös aiemmin Muissa toiminnoissa raportoidut logistiikka- ja kuriiripalveluja tuottavat ESKP:n ja Vesterbackan.

Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Tekninen kauppa ylsi noin 82 MEUR:n liikevaihtoon ja 4,8 MEUR:n operatiiviseen liikevoittoon (operatiivinen liikevoitto 5,9 %). Machinery-, Machinery MT- ja Muottikolmio -brändien alla on voimantuoton, metallintyöstön ja rakentamisen alalla toimivia liiketoimintoja. Vastaavasti hitsausalan toiminta on Pronius-brändin sekä virolaisen Spetselektroodin alla ja sopimusvalmistus J-Matic -brändin alla. Filterit taas keskittyy prosessisuodatuksen vaatimien tuotteiden ja ratkaisujen toimittamiseen. Lisäksi betoniteollisuuden liiketoimintaan keskittyneitä brändejä ovat Tornokone ja PM Nordic. Betoniteollisuuden liiketoimintaan ja maanrakennuskoneisiin Virossa on taas keskittynyt HM Nordic. Ruotsissa puutavara-autojen päällerakentamisessa vaikuttaa Floby Nya Bilverkstad ja Lackmästarn on keskittynyt raskaiden ajoneuvojen pintakäsittelyyn, maalaukseen ja lakkaukseen.

Osa päämiehistä omaa merkittävän roolin

Arviomme mukaan voimantuotto on Teknisen Kaupan

suurimpia osa-alueita tärkeän päämiehen Cumminsin vahvaa markkina-asemaa heijastellen. Muita voimantuoton päämiehiä ovat Kubota ja Allison, kun taas metallintyöstön ja rakentamisen merkittävimpiä päämiehiä ovat käsityksemme mukaan muun muassa SafanDarley, Hyundai Wia, SkyJack, Swepac ja Isodrän. Hitsauksen tärkein päämies taas on Fronius. Betoniteollisuuden ratkaisuisa tärkeä päämies on maailman johtaviin betonipumppuvalmistajiin kuuluva Putzmeister.

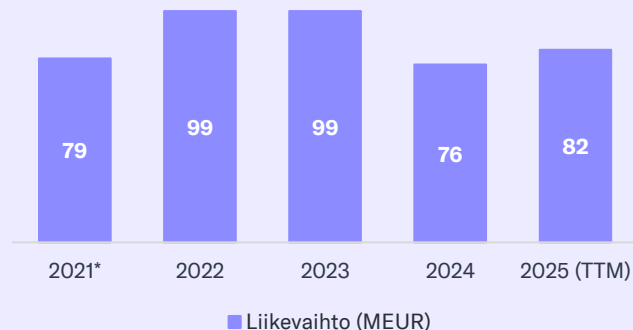
Näitä päämiehiä heijastellen Teknisen kaupan tuotoista arviomme mukaan suurempi osa on laite- ja konekauppaa, kun taas pienempi osa muodostuu huolto- sekä tukitoimista ja myös sopimusvalmistuksesta.

Asiakassegmentit hajautuneet

Teknisen Kaupan asiakaskenttä ulottuu laajasti teollisuus- ja rakennussektorien arvoketjujen eri osiin, sillä liiketoiminnoilla on asiakkainaan sekä perus- ja rakennusteollisuuden pieniä ja keskisuuria toimijoita, kuten tilauskonepajoja ja koneurakoitsijoita että laitevalmistajia. Lisäksi arvoltaan suurempien betoniteollisuuden ja maanrakennuksen ratkaisujen asiakkaita ovat niin isot rakennuttajat kuin pienet paikalliset kone- ja kuljetusyrittäjätkin. Luonteeltaan Teknisen Kaupan kysyntä on suurelta osin investointivetoista, sillä esimerkiksi tarjoamassa olevat työstökoneet ja isot teollisuusmoottorit ovat asiakkaiden päissä valmiita tuotantohyödykkeitä tai niiden kriittisiä komponentteja. Vastaavasti betoniteollisuuden ja maanrakentamisen ratkaisujen investoinnit voidaan nähdä jopa strategisina ja samalla euromääräisesti merkittävinä investointeina.



Tekninen kauppa



* Aiemmin itsenäisinä toimineiden Teknisen kaupan ja Raskaan kaluston luvut yhdisteltynä

Valikoituja päämiehiä



Putzmeister

ISODRÄN[®]

Lähde: Boreo, yhtiöt ja Inderesin arviot

Tekninen kauppa 2/4

Varsinaisissa tulovirroissa on arviomme mukaan kuitenkin erilaisia vivahteita, sillä Boreo toimittaa asiakkaiden tarpeisiin yksittäisiä koneita, laitteita ja komponentteja (ts. yhtiön oma projekti), minkä lisäksi yhtiö on toisinaan mukana asiakkaan omissa projekteissa aina suunnitteluvaiheesta varsinaisen tuotteen tai kokonaisuuden toimitukseen ja myöhemmän vaiheen tukitoimiin saakka. Lisäksi betoniteollisuuden ja maanrakennuksen ratkaisujen saralla yhtiöt harjoittavat uusmyyntiä, vaihtokoneiden myyntiä sekä huolto- ja varaosamyntiä, vaikkakin käsityksemme mukaan näissä ratkaisuissa suurin osa myynnistä on uusien ratkaisujen toimittamista.

Arviomme mukaan Teknisen kaupan kysynnässä esiintyy kausiluonteisuutta, sillä rakentamisen saralla kuivien ja lämpimien vuodenaikojen aktiviteetti on märkiä ja kylmiä jaksoja korkeampi. Lisäksi arvoltaan suurempien koneratkaisujen myynnistä on mielestämme hyvä huomata, että sen kateprofiili on usein melko matala. Tämä voi aiheuttaa segmentin kannattavuudessa vaihteluja, joskin nykyään Teknisen kaupan laajalti hajautunut liiketoimintarakenne tasoittaa edellä mainittujen ominaisuuksien vaikutusta liiketoiminta-alueen tasolla.

Kannattavuus on ollut kohtuullisella tasolla

Teknisen kaupan kannattavuus on ollut viimeisen kolmen vuoden aikana keskimäärin kohtuullisella 6,5 %:n tasolla huomioiden hankala markkinatilanne. Alla olevaa liiketoimintojen hyvin laajaa kirjoa heijastellen erillisten yhtiöiden kannattavuudet ovat kuitenkin vaihdelleet merkittävästi. Esimerkiksi aiemmin Teknisen kaupan muodostaneiden liiketoimintojen kannattavuus ylsi vuosina

2022 ja 2023 yli 10 %:n operatiiviseen liikevoittomarginaaliin (2022: 10,1 % ja 2023 10,2 %). Samaan aikaan Raskaan kaluston kannattavuus oli varsin vaisulla 2,4 ja 3 %:n tasolla. Tämän jälkeen molempien rakenne on kuitenkin muuttunut, sillä esimerkiksi heikosti kehittyneistä ja tappioita tehneistä Ruotsin ja Suomen Sany-toiminnoista on luovuttu ja myös ”vanhaan” Tekniseen kauppaan on tullut kannattavampia liiketoimintoja. Tätä taustaa vasten arviomme, että segmenteistä Tekninen kauppa omaa selkeästi suuremman kannattavuuden parannuspotentiaalin, eikä nykymuotoisen segmentin lähihistoriassa saavuttama taso kuvaa sen täyttä potentiaalia.

Potentiaalia parantaa etenkin kysynnän piristyessä

Kannattavuusparannuksen potentiaalia on eritoten arviomme mukaan vaisusta kysynnästä ja sitä kautta tehokkuushaitoista kärsivissä rakentamisen alan toiminnoissa ja betoniteollisuuden ja maanrakentamisen ratkaisujen yhtiöissä. Täten olennainen keino kannattavuusparannuksen saavuttamiseen on kasvu, mikä arviomme mukaan vaatii yleisen talouden piristymistä ja sitä kautta vahvistuvaa rakennussektoria ja yleistä investointiaktiviteettia.

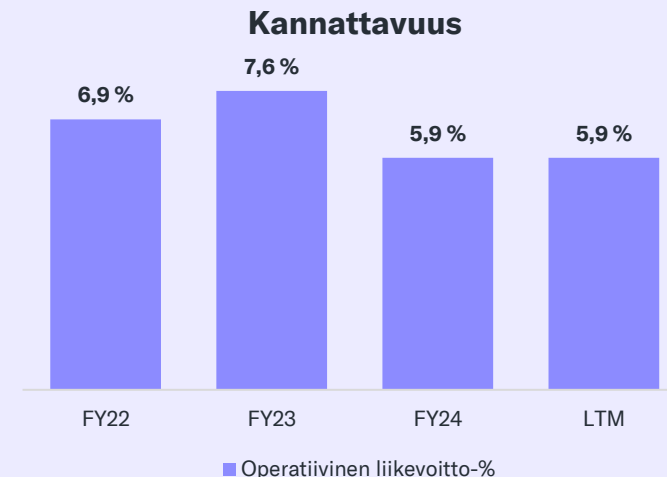
Lisäksi tässä liiketoiminta-alueessa on ymmärryksemme mukaan tehty tuntuvia sopeutustoimia vaikeina vuosina ja kulutehokkuus on viritetty siten hyvälle tasolle.



Betoniteollisuuden ratkaisut
(Putzmeister-liiketoiminta)



Puutavara-autojen
päällerakenteet
(FNB:n liiketoiminta)



Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

Tekninen kauppa 3/4

Tehokkuudessa on varaa parantaa

Vuosien 2024 ja 2025 (LTM) aikana Teknisen kaupan rullaava 12 kuukauden tuotto käyttöpääomalle on ollut vain 24 %. Siten se on jäänyt selkeästi konsernin tavoitteleman yli 50 %:n tason. Arvioimme mukaan olennaisessa roolissa tehokkuuden parantamisessa ovat edellä esitetyt keinot kannattavuuden parantamiselle. Käsityksemme mukaan Teknisen kaupan alla tietyissä liiketoiminnoissa myös käyttöpääomatasot ovat olleet etenkin vuosien 2022 ja 2023 aikana tarpeettoman korkeat. Vuoden 2024 aikana käyttöpääoma tasoja saatiin käsityksemme mukaan alennettua, mutta tehokkuuden parantaminen tavoitetasolle vaatii vielä myynnin ja sitä kautta tuloksen piristymistä.

Markkinalohkot ovat isoja

Teknisen kaupan pääasialliset kohdemarkkinat ovat Suomessa, Ruotsissa ja Virossa. Eri liiketoimintojen relevantit kohdemarkkinat vaihtelevat niiden erikoistumisen mukaan, joten kohdemarkkinoiden tarkastelu koko teollisuuden alan mittakaavassa ei muodosta yksittäisille liiketoiminnoille relevanttia kohdemarkkinaa. Pitkässä juoksussa ne kuitenkin muodostavat koko liiketoiminta-alueen kannalta jokseenkin relevantit raamit organisaaliselle ja epäorganisaaliselle kasvumahdollisuuksille.

Investointiaktiiviteetti ohjaa kasvua

Toimialan kasvua ohjaa erityisesti tuotantokapasiteettiin kohdistuvat korjaus- ja kasvuinvestoinnit sekä rakentamisen yleinen aktiiviteetti. Näiden kysyntäajureiden taustalla vaikuttavia makrotason tekijöitä ovat sekä kumuloituneet investointi- ja korjausvelat että kulloisenkin taloussyklin vaihe ja pääomamarkkinoiden tilat. Mikrotasolla toimialan

kysyntää puolestaan ajavat asiakkaiden omien liiketoimintojen arvioidut kehityssuunnat, mutta toisaalta myös investointirohkeudet ja -kyvykkyydet. Näitä kasvuajureita mukaillen arvioimme kohdemarkkinoiden pitkän aikavälin kasvuvauhdin olevan linkittynyt talouskasvuvauhtiin.

Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä kokonaismarkkinaa tulee todennäköisesti heijastumaan erilaiset taloussyklin vaiheet. Tämän ansiosta kokonaismarkkinan kasvu voi poiketa etenkin lyhyellä tähtäimellä pidemmän aikavälin kasvuvauhdin tasosta, jonka arvioimme asettuvan yli ajan tarkasteltuna noin talouskasvuvauhdin tasolle.

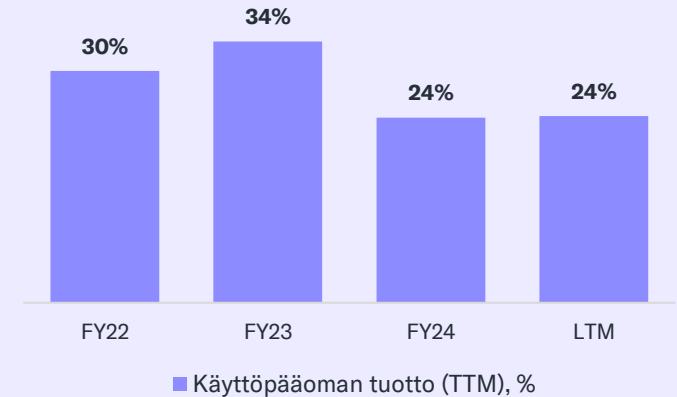
Varsinainen konsolidointi on vaikeaa

Toimialalla isoimmat tukkurit ovat keskittyneet varsin kattavasti alla olevien markkinoiden tuotealueisiin kuten muun muassa levy- ja työstökoneisiin sekä rakennusteollisuuden erilaisiin sovelluksiin kuten betonivalu- tai pumppukalustoihin. Yksittäisten tuotealueiden sisällä tukkureiden päämiesportfoliot rakentuvat tyypillisesti korkeintaan muutamasta ja usein vain yhdestä päämiehestä (vrt. Elektroniikka-toiminta).

Taustalla on se, että tuotantoteknisen tukkukaupan päämiehet painottavat jakelustrategioissaan alueellisia yksinoikeuksia. Yksinoikeuksien avulla laitevalmistajat pyrkivät minimoimaan oman tarjoamansa kohtaaman kilpailun valitun jakelukanavan sisällä.

Laitevalmistajat myös yleensä edellyttävät tukkureilta kattavia jälkimarkkinakyvykkyyksiä, mikä asettaa päämiesportfolion koolle rajoitteita.

Tehokkuus



Tekninen kauppa 4/4

Tämän dynamiikan seurauksena markkinan rakenteesta on muodostunut hajanainen ja sen eri osioissa operoivia yhtiöitä on arviomme mukaan kymmeniä. Markkinan rakenteesta ja päämiesten orgaanisen hankkimisen vaikeudesta johtuen toimialalla on viimeisten vuosien aikana toteutettu kohtuullinen määrä sellaisia yritysjärjestelyjä, joissa isommat tukkurit ovat laajentaneet tuote- ja osaamisalueitaan hankkimalla pienempiä, tiettyihin päämiehiin ja teknologioihin keskittyneitä toimijoita. Arviomme mukaan laitevalmistajien jakelustrategiat tulevat jatkossakin painottamaan alueellisia yksinoikeuksia, mikä pitänee myös päämiesten orgaanisen hankkimisen vaikeana.

Kilpailukyky tulee päämies- ja asiakassuhteista

Keskeisimmät menestymistä määrittävät tekijät liittyvät arviomme mukaan kilpailukykyiseen ratkaisutarjoamaan, myyntiorganisaation osaamistasoon sekä näiden kautta pitkiin asiakassuhteisiin. Luonnollisesti myös oman toimittajabrändin tunnettuus on tärkeä ominaisuus.

Markkinatoimijoiden tarjoamien ratkaisuiden roolit ovat asiakkaiden tuotantoprosesseissa tyypillisesti erittäin merkittäviä. Tätä peilaten arvioimme olennaisimmin päätöksentekoon vaikuttavan tekijän olevan hinnan sijaan hankittavan ratkaisun suorituskyky, mikä korostaa kilpailukyvyn lähteenä sekä päämiesportfolion laatua että tukkurin ymmärrystä asiakkaan liiketoiminnasta.

Pitkät päämiessuhteet ovat puolestaan tärkeitä asiakassuhteiden kannalta, sillä arviomme mukaan asiakkaat pyrkivät pitäytymään samojen laitevalmistajien teknologioissa mahdollisimman pitkään. Vaikka asiakkaiden ostovälit ovatkin tuotteiden elinkaaria ja

investointikustannuksia peilaten varsin pitkiä, tuovat jälkimarkkinatoimet asiakkuuksiin arvokasta jatkuvuutta. Näillä tekijöillä näemme olevan asiakkaan vaihdon kustannuksia kohottavia ja sitä kautta tukkurin omaa kilpailuasemaa vahvistavia vaikutuksia. Toisaalta samat muuttujat asettavat tiettyjä haasteita uusasiakashankinnalle.

Päämies- ja asiakassuhteiden pitkäkestoisuutta sekä lisäarvoa luovia tukitoimintoja heijastellen pidämme tukkureiden arvoketjuasemia kelpoisina, vaikka niiden hinnoitteluvoima onkin varsin rajallinen.

Kilpailukentässä useita toimijoita

Boreon liiketoimintojen kilpailukenttä on monipuolinen ja se koostuu toimialan rakennetta mukaillen sekä isoista, laajan tuotetarjoaman omaavista tukkureista että pienemmistä, kapeampiin tuotealueisiin ja tiettyihin teollisuussektoreihin erikoistuneista toimijoista.

Teknisen Kaupan toiminnoissa Boreon kilpailijoita ovat muun muassa Wihuri Tekninen kauppa, Knorring, OEM Finland, Kartecon sekä Talhu. Betoniteollisuuden puolella kilpailija on Pumpoint, kun taas Ruotsissa Putzmeisterin kanssa kilpailevia päämiehiä edustaa ROX International.

Myös Teknisen kaupan liiketoiminnoissa päämiesten välinen kilpailu on omaa pitkän aikavälin suhteellista asemaa oleellisesti määrittävä tekijä. Kohtuullisen kapeita päämiesportfolioita mukaillen tukkurin oma kilpailukyky onkin altis muutoksille päämiesten kilpailukyvyissä. Mielestämme Boreon tilanne tässä kamppailussa on kuitenkin hyvä, sillä keskeisimmät päämiehet ovat omilla alueillaan pitkät tarinat ja hyvän suhteellisen kilpailukyvyn omaavia valmistajia.



Valikoituja kilpailijoita



KARTECON



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia keskittyy pitkän aikavälin tulokasvuun

Boreon strategia tähtää kestäväen pitkän aikavälin tulokasvun luomiseen. Tähän yltääkseen liiketoimintoja ohjaa kolme pääperiaatetta, jotka ovat 1) Hajautettu organisaatio, 2) Pääoman allokointi ja 3) Pitkä aikaväli. Boreo-konsernin yhtiöt toimivat hajautetussa organisaatiomallissa, mikä näkyy jo siinä, ettei konsernin muodostamia tytäryhtiöitä tyypillisesti integroida vaan ne toimivat itsenäisinä. Lisäksi yhtiöillä on omat pitkän aikavälin strategiset suunnitelmat, joskin yhtiöt ja niiden paikallinen johto toimivat konsernin asettamien taloudellisten ja ei-taloudellisten tavoitteiden puitteissa. Siten vaikka paikallisella johdolla on vapaus johtaa yhtiötä kohti strategisia tavoitteita, niiden onnistumista seurataan konsernin keskeisillä tulostilastoilla ja yrityksiä vertaillaan järjestelmällisesti ja säännöllisesti. Pääoman allokointi – kriteerit määrittelevät konsernin omistamien yhtiöiden pääoman allokointia. Boreo näkee yritysostot eli epäorgaaniset sekä orgaaniset investoinnit yhtä tärkeinä ja raja-arvot kummallekin investointipolulle ovat samat. Epäorgaanisen kasvun merkitystä kuitenkin korostaa se, että yhtiön omistamat yhtiöt ovat tyypillisesti pieniä niche-pelureita, jolloin orgaaniset investointi mahdollisuudet ovat usein rajalliset. Siten epäorgaaninen kasvu laajentaa pääoman uudelleensijoituspotentiaalia ja vahvistaa edellytyksiä pitkän aikavälin tulokasvulle.

Boreon strategisia tavoitteita ovat vähintään 15 %:n keskimääräinen vuotuinen operatiivisen tuloksen kasvu ja vähintään 15 %:n sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%). Velkaantuneisuustavoite on nettovelka/operatiiviseen käyttökatteeseen tasolla 2-3x. Nämä tavoitteet ohjaavat ja muodostavat reunaehdot pääoman allokoinnille. Tämän lisäksi yhtiö investoi vain niiden omistamiensa yhtiöiden

kasvuun, jotka ylittävät 50 %:n käyttöpääoman tuoton tason. Käänteisesti tämä tarkoittaa sitä, että mikäli panostuksista huolimatta jokin liiketoiminta ei osoita kykyä saavuttaa em. tuottotasoa, Boreo voi luopua liiketoiminnasta.

Pitkä aikaväli on keskeinen osa Boreon arvolutapausta omistamilleen yhtiöille. Tällä lähestymistavalla se myös erottautuu tietyistä muista omistajista, kuten esimerkiksi pääomasijoittajista, joilla on tavanomaisesti exit-suunnitelma ostamilleen liiketoiminnoille. Hajautetun organisaatiomallin mahdollistama liiketoimintojen autonomia kehittää toimintojaan, pitkää aikaväliä korostava ajattelutapa sekä suuremman konsernin tuomat hyödyt (ml. operatiiviset resurssit ja rahoitusmahdollisuudet) ovat Boreolle keinoja olla houkutteleva vaihtoehto yrittäjille.

Järjestelyissä kahta tyyliä

Yritysostostrategian toteuttamisessa Boreo keskittyy pääomakeveisiin, ennustettaviin, kannattaviin ja hyvää kassavirtaa tekeviin pohjoismaisiin B2B-liiketoimintoihin. Kokoluokaltaan pienemmissä add-on-järjestelyissä teollinen ja strateginen logiikka voidaan mielestämme tiivistää siihen, että ostettava yhtiö tekee itsestään ja/tai jo valmiiksi Boreon alta löytyvästä liiketoiminnasta arvokkaampaa. Platform-järjestelyissä Boreon mielenkiinto on puolestaan lähtökohtaisesti kooltaan suuremmissa ja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolisissa yhtiöissä. Tämä on loogista, sillä kasvualustaa laajentaakseen ja osaltaan myös tuleville add-on-järjestelyille pohjaa luodakseen ostettavan liiketoiminnan on tuotava mukanaan riittävästi liikevaihtoa ja kassavirtaa. Näitä järjestelyjä ei integroida olemassa oleviin liiketoiminta-alueisiin, vaan ne muodostavat konserniin tullessaan uuden kokonaisuuden. Add-on-järjestelyissä integraatioita katsotaan sen sijaan aina tapauskohtaisesti.

Yritysostojen kriteerit

Kohtuullinen
arvostustaso

Pääomakevyt ja
ennustettava
B2B-liiketoiminta

Terve
kannattavuus ja
hyvä kassavirta

MACHINERY



pm nordic

Esimerkkejä Platform-järjestelyistä

Kunden i centrum
Pack & transport
Hälsantorp
sedan 1982

Vesterbacka Transport AB

Esimerkkejä add-on-järjestelyistä

Lähde: Boreo, yhtiöt, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Tuloskasvutavoitteista jääty viime vuodet

Sijoittajan suuntaan Boreon strategiset tavoitteet eli operatiivisen tuloksen kasvu ja sijoitetun pääoman tuotto toimivat samalla strategian toteutuksen onnistumisen mittarina. Samalla yhtiön velkaantuneisuusmittari (Nettovelka/operatiivinen käyttökate) kuvastaa pääoman allokoinnin liikkumavaraa eli investointikyvykkyyttä.

Boreon operatiivinen tulos on noussut vuoden 2020 5,9 MEUR:sta edellisen 12 kuukauden 7,3 MEUR:oon, mikä vastaa noin 5 %:n vuotuista keskimääräistä kasvua. Kokonaisuutena yhtiö on jäänyt tavoitteiden mukaisesta tuloskasvusta. Lyhyelle jaksolle mahtuu ensin positiivista tuloskehitystä vuosien 2021-2022 aikana, kun liikevoitto nousi noin 10 MEUR:n tasolle. Tänä aikana yhtiö sai vetoapua ympäröivän talouden kasvusta, ja se kasvoi myös lukuisten yritysostojen myötä. Merkittävän yksittäinen takaisku tuloskehitykselle saatiin, kun Venäjä hyökkäsi Ukrainaan, sillä Venäjä oli ollut Yleiselektronikalle erittäin kannattava markkina. Siitä luopuminen syksyllä 2022 painoi operatiivista liikevoittoa käsityksemme mukaan vuositasolla 2-3 MEUR:lla. Myös orgaaninen tuloskasvu kääntyi negatiiviseksi 2023-24 heikon talousympäristön painamana ja vasta 2025 siinä on nähty pientä positiivista kehitystä.

Negatiivisen tuloskehityksen ja yritysostojen paisuttaman velkakuorman myötä velkaantuneisuusmittari nousi myös yli tavoitetasojen. Tämän takia vuonna 2024 yhtiöltä ei nähty yritysostoja, mikä osaltaan jarrutti tuloskasvua epäorgaanisen komponentin puuttuessa. Yleisesti yhtiö on antanut ymmärtää, että tuloskasvutavoitteesta yli ajan noin kolmannes muodostuu orgaanisesta tuloskasvusta ja kaksi kolmasosaa epäorgaanisesta tuloskasvusta (yritysostot).

Vaisu tuloskehitys painanut myös pääoman tuottoa

Pidämme sijoitetun pääoman tuottoa sijoittajan näkökulmasta parhaana mittarina yhtiön onnistumiselle pääoman allokoinnissa, sillä se huomioi sekä nykyisten toimintojen operatiivisen kehityksen että orgaanisten ja epäorgaanisten investointien kautta eri arvonluonnin menetelmät. Viimeisen 12 kk lukujen pohjalta laskettuna Boreo on yltänyt 8,2 %:n sijoitetun pääoman tuottoon. Yli 15 %:n tavoitteeseen yhtiöllä on vielä matkaa, ja sijoitetun pääoman tuoton nousu nojaa lyhyellä tähtäimellä pitkälti nykyisten toimintojen tehokkuuden nousuun ja pitkällä aikavälillä uusien yritysostojen onnistumiseen.

Yhtiön sijoittajaesitysten perusteella nykyisen johdon alaisuudessa (H2'2020-2025) ostettujen yritysten (s. 10) liikevoittomarginaalit ovat kokonaisuutena pitäneet pintansa noin 10 %:ssa myös vaisussa toimintaympäristössä. Myös niiden sijoitetun pääoman tuotto on ollut 15 %:n tasolla, vaikkakaan maksettujen kauppahintojen indikoimaan 20 %:n tasoon ei olla aivan ylletty. Tulos on rohkaiseva merkki yritysostostrategian toimivuudesta ja kauppahintojen sisältämistä turvamarginaaleista, vaikka ostohetki ei ole ollut optimaalinen markkinatilanteen näkökulmasta. Ennen Q3'20 mukana olleet konsernin yhtiöt (Machinery, Noretron komponentit ja Yleiselektronikka) tekevät nykymarkkinassa matalaa kannattavuutta painaen konsernin lukuja. Myös konsernin kulut painavat sitä.

Sijoittajan on hyvä huomata, että yhtiön toimitusjohtaja ja talousjohtaja ovat vaihtumassa keväällä. Pääoman allokoinnin historiallisesta arvioinnista ei siten voi vetää suoraa johtopäätöstä, miten uusi johto onnistuu yritysjärjestelyissä.



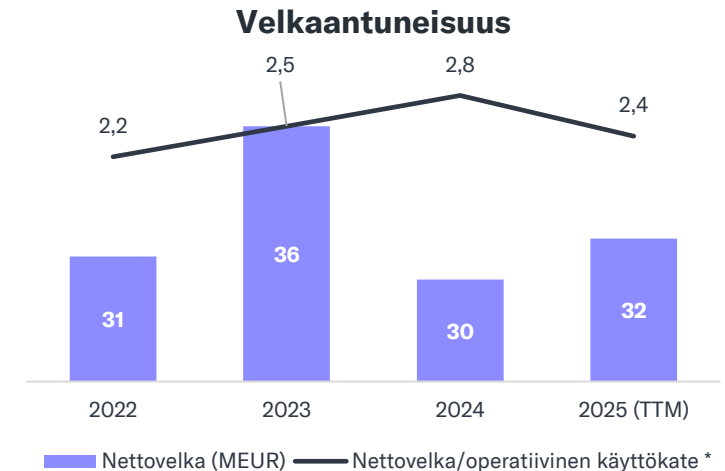
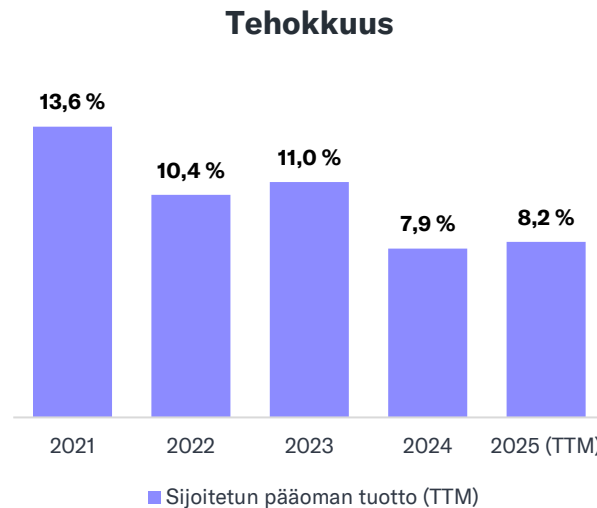
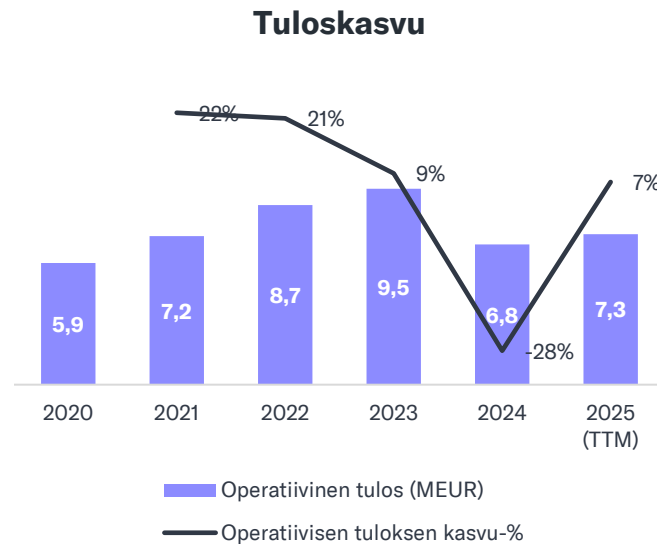
Yritysjärjestelyhistoria

	2020	2021	2022	2023	2025	Yhteensä
Järjestelyjen lukumäärä **	2	4	9	3	2	20
Ostetut liikevaihdot*	57,1	30,3	25,4	7,0	18,6	138
Ostetut liikevoitot*	4,1	3,2	3,2	1,8	1,5	13,8
Liikevoittomarginaali	7 %	11 %	12 %	26 %	8 %	10 %
Velattomat kauppahinnat (EV)	24,5	14,8	12,5	10,5	7,0	69,4
EV/EBITDA-kerroin	5,8	4,0	2,3	5,6		4,6
EV/EBIT-kerroin	6,0	4,7	3,9	5,8	4,7	5,0
ROCE-% kääntäen	17 %	21 %	25 %	17 %	21 %	20 %
Oman osakkeen osuus yritysarvoista (MEUR)	0	1,8	1,4	0,0	0,0	3,2
Oman osakkeen %-osuus	0 %	12 %	11 %	0 %	0 %	5 %

*Järjestelyvuotta edeltäneen tilikauden raportointirivi

**Järjestelyn toteutumisajankohdan mukaan

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3



Taloudelliset tavoitteet



Tuloskasvu: Vähintään 15 % keskimääräinen vuotuinen operatiivisen tuloksen kasvu



Tehokkuus: Vähintään 15 % sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%)



Velkaantuneisuus: Nettovelka/operatiivinen käyttökate 2-3x



Voitonjako: maksaa vuosittain kasvavaa osakekohtaista osinkoa ottaen huomioon pääoman allokoinnin prioriteetit.

Inderesin kommentit tavoitteista

- Tuloskasvutavoitteen saavuttaminen edellyttää epäorgaanista kasvua, sillä orgaaninen liikevaihdon kasvu- ja kannattavuuden parannuspotentiaali eivät riitä tavoitteen saavuttamiseen yli ajan.
- Tehokkuustavoite on korkea suhteessa toteumaan, mutta saavutettavissa onnistuneella epäorgaanisen kasvun toteutuksella (ts. ostamalla laadukkaita ja pääomakeveitä liiketoimintoja maltillisella hinnalla) ja nykyisten operaatioiden tehokkuutta parantamalla. Merkittävää parannuspotentiaali on nykyisellään mm. vanhan Raskaan kaluston toiminnoissa.
- Pidämme velkaantuneisuuden tavoitetasoa perusteltuna yli ajan tarkasteltaessa. Lyhyen tähtäimen tavoite on pitää velkaantuneisuus haarukan alalaidalla, joten merkittävät investoinnit ovat väliaikaisesti toissijaisia.
- Orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu on pääoman allokoinnissa etusijalla, mutta edellytykset osingon vuotuiselle kasvulle pitkässä juoksussa ovat hyvät, mikäli strategian toteutus onnistuu.

Taloudellinen tilanne 1/2

Myyntikate on pysynyt melko vakaana

Boreon kulurakenteen suurin yksittäinen erä on liiketoimintojen ansaintalogiikkoja mukaillen materiaalit ja palvelut, joka on muuttuva kulu. Liikevaihtoon suhteutettuna Boreon myyntikate on vaihdellut 25-31 % välillä, mitä voidaan mielestämme pitää tukkukaupan kontekstiin linjattuna tyydyttävänä tasona.

Huomionarvoista on se, että myyntikatemarginaali on vahvistunut korkean inflaatiojakson rasittamalta tasolta (2021-2022) omien toimenpiteiden ja myös arviomme mukaan korkeamman katetason yritysostojen ansiosta. Myös vakaamman ja myyntikatteeltaan korkean varaosamyynnin ja huollon osuus kokonaismyynnistä on kasvanut, kun isompia koneita ei ole matalasuhteudessa saatu kaupaksi, mikä on tukenut myyntikatemarginaalia.

Henkilöstökustannukset toiseksi suurin erä

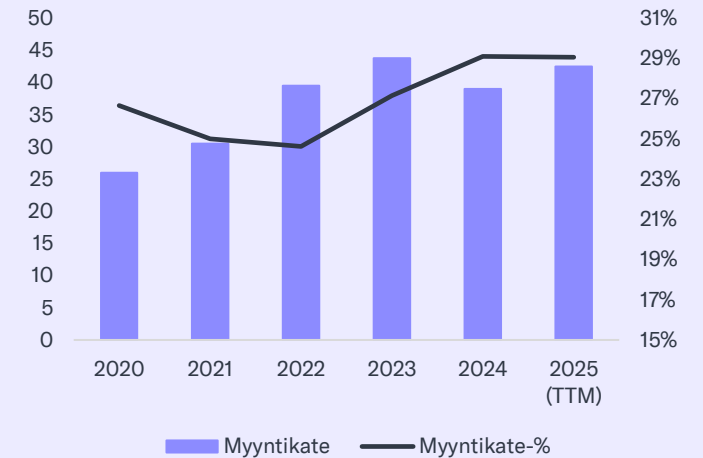
Yhtiön toiseksi suurin kuluerä on myyntiorganisaatiolle tyypilliseen tapaan henkilöstökulut. Arviomme mukaan nämä kulut ovat lyhyellä tähtäimellä pääosin kiinteitä. Täten ne skaalautuvat tiettyyn pisteeseen asti kohtuullisesti, eikä organisaation kasvuun yltäminen vaadi yhtiöltä myyntiorganisaation kasvattamiseen kohdennettuja panostuksia. Toisaalta yhtiön pitkän aikavälin kasvun mahdollistaminen edellyttää organisaatioon panostamista, mikä kasvattaa kulutasoa hieman liiketoimintojen tarpeita ripeämmin. Henkilöstökulujen kiinteästä luonteesta johtuen niiden lyhyen aikavälin joustovara on kuitenkin rajallinen, mikä asettaa laskevan kysynnän markkinassa omat haasteensa kulutason sopeuttamiselle ilman esimerkiksi lomautus- tai muita muutosneuvottelutoimia.

Edellisen 12 kuukauden aikana (TTM) Boreon henkilöstökulut ovat olleet noin 16 % liikevaihdosta, missä on maltillista nousua suhteessa historiallisiin tasoihin. Arviomme mukaan kehitys heijastelee toisaalta liikevaihdon orgaanista laskua huippuvuosista ja myös toteutuneen myynnin painottumista vähemmän isompien koneiden kauppaan. Yhtiö on kuitenkin tehnyt myös onnistuneesti henkilöstön sopeutustoimia, jotka ovat pitäneet suhdetta melko vakaana myös vaikeampina aikoina.

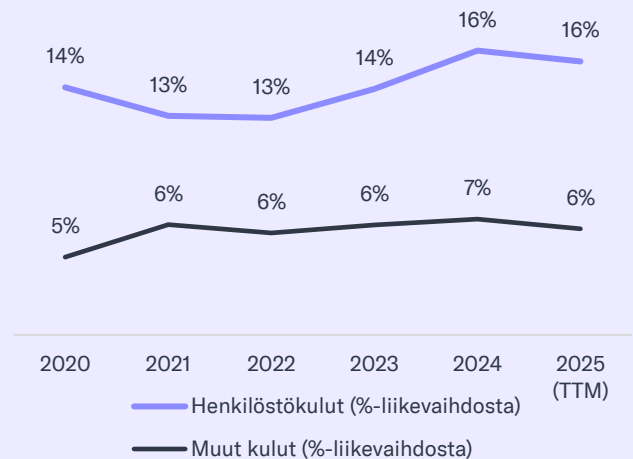
Muiden kulujen osuus on pieni

Boreon muiden kulujen historiallinen osuus kokonaiskustannuksista on ollut liikevaihdosta noin 5-7 %. Liiketoiminnan muut kulut koostuvat useista pienistä eristä ja ovat suurelta osin kiinteitä. Muiden kulujen suhteellinen osuus on kuitenkin kokonaisuudessaan maltillinen. Tämän taustalla on näkemysmme mukaan liiketoimintojen kevyet organisaatorakenteet, mitä heijastellen emme usko muiden kulujen kasvavan samassa suhteessa liikevaihdon orgaanisen kasvun kanssa. Merkittävää supistamisvaraa kuluerässä ei arviomme mukaan kuitenkaan ole, mikä pitää realistisissa olevat skaalaedut kokonaisuuden kannalta hyvin maltillisina.

Myyntikatteen kehitys



Henkilöstö- ja muut kulut



Taloudellinen tilanne 2/2

Käyttöpääoma ja liikearvo taseen suurimpia varoja

Boreon 124 MEUR:n (Q3'25) taseen keskeiset varat ovat sen liiketoiminnan luonnetta heijastellen käyttöpääoman erät sekä epäorgaanista kasvua peilaten 45 MEUR:n liikearvo. Kiinteää ja aineettomia omaisuuseriä taseessa oli 10 MEUR ja 13 MEUR. Kassassa yhtiöllä oli rahavaroja 8 MEUR. Q3'25 :n lopussa korollista pitkäaikaista velkaa taseessa oli 30 MEUR ja vastaavasti lyhytaikaista korollista velkaa oli 9 MEUR. Siten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli reilut 31 MEUR (josta 7,6 MEUR IFRS 16 velkoja) ja näin ollen nettovelan suhde edellisen 12 kuukauden operatiiviseen käyttökatteeseen oli 2,4x. Tämä on mielestämme kestävä taso ja myös yhtiön asettaman 2-3x tavoitehaarukan sisällä.

Nettovelka/operatiivinen käyttökatte -tunnusluvun laskennasta tulee huomata se, että operatiivinen käyttökatte tarkoittaa edellisen 12 kuukauden ajanjaksoa ja se sisältää hankitut liiketoiminnat siten, kuin ne olisi omistettu koko tarkasteluperiodin ajan. Näin ollen tunnusluvusta saadaan laskettua auki Boreon nykyisten liiketoimintojen viimeisen 12 kuukauden tuloksentelekyky. Tämä asettui Q3'25:n lopun parametrien perusteella noin 13 MEUR:oon. Huomioitavaa lisäksi on, että kirjanpitoikäntönnön mukaisesti taseen 20 MEUR:n hybridilaina ja 10 MEUR:n vaihtovelkakirja lukeutuvat Boreon taseessa omaan pääomaan, vaikkakaan osakkeenomistajien pääomaa hybridilainan varat eivät loppujen lopuksi olekaan. Vaihtovelkakirjan omistajalla on myös oikeus konvertoida se osakkeiksi 19,0 euron hinnalla/osake ennen 24.6.2029 ja option hyödyntämisestä aiheutuisi noin 16,3 %:n diluutio osakekantaan, mutta toki se samalla vahvistaisi tasetta.

Investointitarpeet hyvin maltilliset

Viime vuosien orgaaniset käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet noin 2 MEUR:n kokoluokassa ja edellisen 12 kuukauden aikana ne olivat 1,4 MEUR. Lisäksi vuokrasopimusvelkojen lyhennykset ovat noin 2,5 MEUR. Arviomme mukaan tämä kokoluokka heijastelee tulevaisuuden investointitarpeita nykyisessä kokoluokassa.

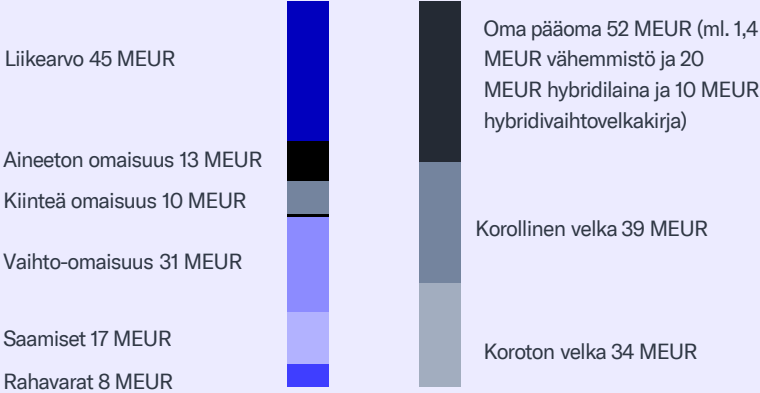
Yrityssostot lyhyellä aikavälillä pienemmässä roolissa

Yhtiön kommenttien perusteella velkavipua pyritään pitämään tavoitehaarukan alalaidassa johtuen hybridilainojen suurehkosta osuudesta. Yhtiön pitkäaikaisesta korollisesta rahoituksesta valtaosa erääntyy vuonna 2027 ja niiden uudistamista silmällä pitäen tase halutaan pitää myös hyvässä kunnossa. Siten arvioimme, että lyhyellä tähtäimellä yritysostot jäänevät sivurooliin ellei yhtiö löydä jotain erittäin houkuttelevaa ostettavaa. Uskomme, että yritysostoja aletaan nähdä jälleen runsaasti, kunhan nykytoimintojen käyttökatetta saadaan vahvistettua.

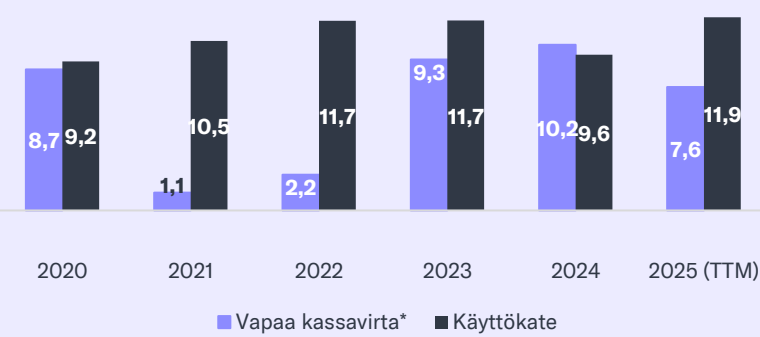
Rahavirtaa jää nykykunnolla myös velkojen lyhennykseen

Vaikka yhtiön tulostilanne oli vuonna 2024 hyvin vauhti, oli liiketoiminnan nettorahavirta silti kohtuullisen hyvä, 12 MEUR, kun käyttöpääomaa vapautui taseesta myynnin laskiessa. Vuonna 2025 käyttöpääomaa on jälleen sitoutunut mm. Putzmeister toimitusten piristyttyä, mikä on laskenut Q1-Q3 nettorahavirtoja. Arvioimme, että jos käyttöpääoman heilunta oikaistaan, nykyisestä noin 13 MEUR:n operatiivisesta käyttökatteesta noin 1-2 MEUR kuluu investointeihin ja tämän päälle 2,5 MEUR kuluu vuokrien maksuun ja noin 5 MEUR pankkilainojen ja hybridien korkokuluihin, joiden vähennyskelpoisuus laskee veroasteen matalaksi. Lopulta yhtiölle jää noin 4 MEUR/v ylimääräistä lainojen lyhennykseen nykyisellä tulostilanteella.

Taserakenne Q3'25:n lopussa



Kassavirran kehitys



Lähde: Boreo, Inderes
Vapaa kassavirta* = liiketoiminnan nettorahavirta – käyttöomaisuus Investoinnit.
Huom. 2025 Käyttökate TTM luku nousee noin 13 MEUR:oon, jos kuluvan vuoden yrityshankinnat käsitellään kuin ne olisi omistettu koko tarkasteluperiodin ajan

Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme Boreon liiketoiminta-alueiden lähivuosien liikevaihtoa alla olevien markkinakasvujen sekä jo toteutettujen yritysjärjestelyjen pohjalta. Pidemmän aikavälin ennusteemme puolestaan pohjautuvat toimialatasojen odotettuihin kasvuihin, jotka mukailevat hyvin pitkälti kohdemarkkinoiden talouskehitystä ja sitä kautta arvioituja markkinakasvuja. Kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun sekä liiketoimintojen kulurakenteiden kehitykseen. Pitkällä aikavälillä ennustamme kannattavuutta puolestaan liiketoiminta-alueille arvioimiemme pitkän aikavälin marginaalitasojen kautta. Emme ole ennusteissamme ottaneet huomioon todennäköisiä uusia yritysjärjestelyjä. Tämän taustalla on se, ettei järjestelyjen ajoitusten, kokojen ja muiden ominaisuuksien arviointi ole mahdollista.

Orgaanisen kasvun piristyminen näkyy vuonna 2025

Boreo ei ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta. Vuoden 2025 kolmen ensimmäisen kvartaalin aikana Boreo on yltänyt 107 MEUR:n liikevaihtoon, mikä tarkoittaa 13 %:n liikevaihdon kasvua. Samalla yhtiön operatiivinen liikevoitto on noussut 10 % 5,2 MEUR:oon vuoden 2024 kuopastaan. Yhtiö on tehnyt alkuvuodesta 2 yritysostoa, jotka ovat toukokuun alussa toteutettu Spetselektroodi-yritysosto ja elokuun alussa toteutettu Elfa Distrelecin Suomen ja Baltian myyntitoimintojen yritysosto.

Kuluvan vuoden ennusteissamme odotamme Boreon liikevaihdon kasvavan kokonaisuutena 12 %, ja tästä noin 9 % on orgaanista kasvua. Tämän taustalla ovat alkuvuodesta piristyneet Putzmeister-liiketoiminta sekä Milconin, SSN

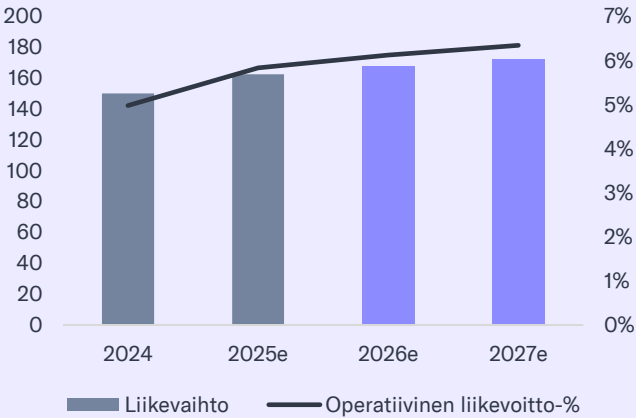
Nordicin ja Filtereiden jo edellisvuonna alkaneen hyvän kehityksen jatkuminen. Q3:n lopussa tilauskirjat olivat sekä vertailukautta että edellistä kvartaalia korkeammalla. Yhtiö myös kommentoi näkevänsä piristymistä teollisuuden asiakkaissa, mutta rakennussektorin aktiviteetti oli vielä vaisua. Siten myös Q4:ltä odotamme liikevaihdolta noin 10 %:n kasvua, vaikkakin vertailukaudella Q4 oli jo hyvä Elektroniikan osalta, joka on segmenteistä Teknistä kauppaa esisyklisempi.

Odotamme Q4'25:n operatiiviselta liiketulokselta maltillista nousua ja koko vuoden liikevoiton ennustamme nousevan 7,5 MEUR:oon (2024: 6,8 MEUR), mikä vastaa vertailukauden 5,0 %:n liikevoittomarginaalia. Vahva myynnin kehitys ei tänä vuonna näy vielä operatiivisena vipuna, mutta tämä johtuu ensisijaisesti myynnin jakauman painotuksista, yritysostojen integrointikuluista ja myös siitä, että kulukuri oli tiukkaa viime vuoden vaikeassa tilanteessa. Myös johdon palkkioita on kuluissa ollut tänä vuonna enemmän paremmasta suoriutumisesta johtuen.

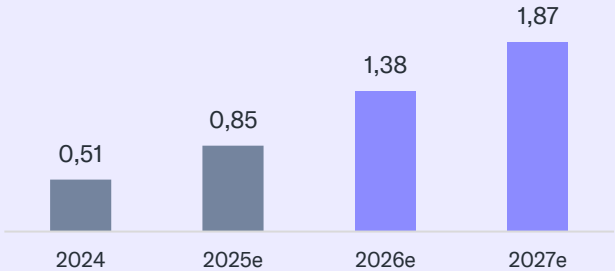
Ennusteemme 2026-2027

Odotamme vuoden 2026 liikevaihdon kasvavan 8 % ja operatiivisen liikevoiton nousevan 9,5 MEUR:oon (marginaali 5,8 %). Tästä kasvusta noin 3-4 prosenttiyksikköä on epäorgaanista, kun edellisvuonna toteutettujen yritysostojen hännät näkyvät luvuissa täysimääräisesti. Vuoden 2027 osalta odotamme liikevaihdon kasvavan 3 %:lla orgaanisesti ja operatiivisen liikevoiton nousevan 10,3 MEUR:oon (marginaali 6,1 %). On huomattavaa, että tase on hyvin velkainen ja liikevoiton nousu näkyy toteutuessaan vahvalla vivulla osakekohtaisessa tuloksessa (kts. Sivupalkki).

Liikevaihdon kehitys ja kannattavuuden kehitys



Operatiivisen esakekohtaisen tuloksen kehitys



Lähde: Inderesin arvio

Ennusteet 2/2

Lähivuosien kannattavan kasvun ajurina ennakoimme olevan Elektroniikassa Delfin Technologiesin korkeakatteisen myynnin kasvun uudistuneen tuotealustan ja laajenneen jakeluverkoston ajamana. Myös puolustusteollisuutta palvelevan Milconin kannattavan kasvun ennakoimme jatkuvan markkinan vedon ollessa nyt sen osalta vahvaa. Odotamme myös YE RS liiketoiminnan ylösajon jatkuvan ja kohonneet volyymit tulevat liiketoiminnassa sisään hyvällä operatiivisella vivulla.

Teknisen kaupan osalta orgaanisen kasvun odotuksemme perustuvat markkinan elpymiseen etenkin rakennusalaan palvelevissa toiminnoissa ja betoniteollisuuden ja maanrakentamisen ratkaisujen yhtiöissä. Tämä vaatii kuitenkin talouden piristymistä ja sitä kautta vahvistuvaa rakennussektoria ja yleistä investointiaktiiviteettia. Lisäksi tässä liiketoiminta-alueessa on ymmärryksemme mukaan tehty tuntuja sopeutustoimia vaikeina vuosina ja kulutehokkuus on viritetty siten hyvälle tasolle, minkä uskomme näkyvän kannattavuudessa kasvun piristyessä.

Emme ennusta yritysostoja, mutta mikäli yhtiö etenee odotustemme mukaisesti, nettovelka/EBITDA-suhde alkaa vuonna 2027 näyttää maltilliselta (1,4x) ja uskomme tässä kohtaa yritysostotahdin jälleen kiihtyvän. Osinkoa emme yhtiön ennusta vuosilta 2025-2026 jakavan pääoman allokoitiprioriteettien ollessa muualla, mutta vuodelta 2027 odotamme maltillista 0,1 euron osinkoa per osake.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme liikevaihdon pysyvän kasvussa alla olevien teollisuudenalojen kehitystä ja yleistä talouskasvunäkymää heijastellen. Siten odotamme nykyisten liiketoimintojen liikevaihtojen kasvavan keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä

2,5 %:n vuositahtia. Nykyrakenteen liikevoittomarginaalin odotamme liikkuvan 6 %:n tasolla rajallisia hinnoitteluvoimia, melko kapeita skaalahyötyjä ja niiden myötä kestäviksi arvioimiamme tehokkuustasoja heijastellen. Strategian edetessä Boreon todellinen liikevaihdon ja tuloksen kasvuvauhti tulee kuitenkin eroamaan keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteiden mukaisesta tahdist.

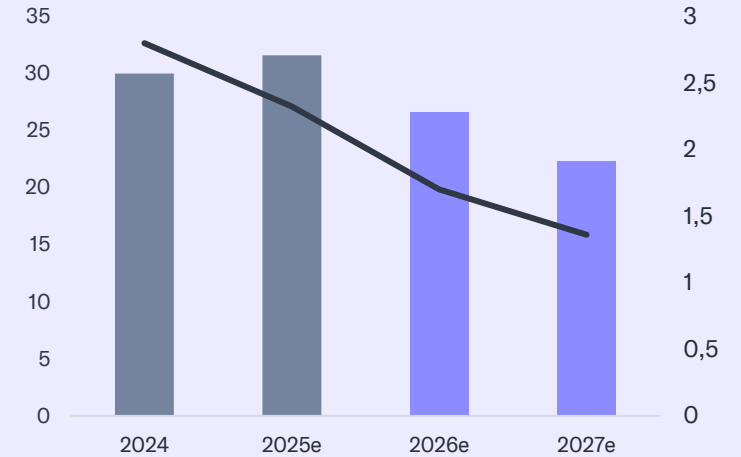
Ennusteisiin liittyvät epävarmuustekijät ja muutokset

Mielestämme lyhyen tähtäimen ennusteisiimme liittyvät keskeisimmät riskit liittyvät orgaaniseen kasvuvauhtiin epävarmassa talousympäristössä. Myös vuodelle 2026 ennustettu kysynnän piristyminen ja sitä myöten liikevaihdon ja liike tuloksen kasvun kulmakerroin on vaikeasti arvioitava. Pidemmällä aikavälillä arvioimme Teknisen kaupan omaavan ennusteitamme suurempaa kannattavuuden parannuspotentiaalia, mikä peilaa etenkin vanhan Raskaan kaluston liiketoimintojen potentiaalia.

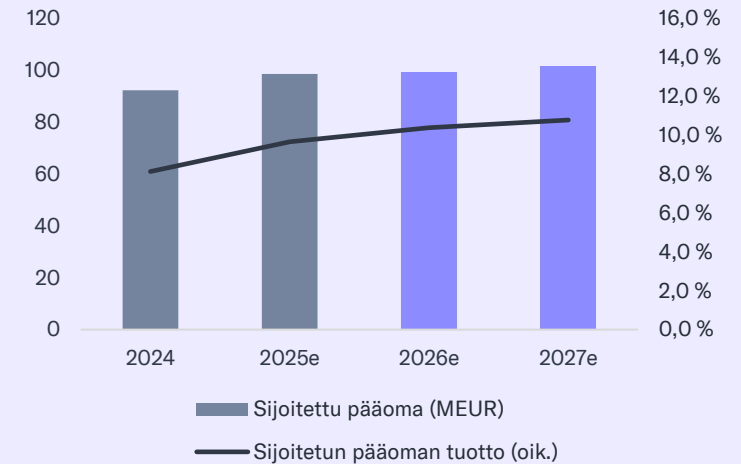
Boreo on kertonut, että se on sitoutunut toteuttamaan vaadittavat toimenpiteet sen liiketoimintojen omistamiselle asetettujen kriteerien (kestävä tuloskasvu ja yli 50 % käyttöpääoman tuotto) saavuttamiseksi ja mikäli yhtiöt eivät osoita kykyä saavuttaa näitä kriteereitä, se on valmis harkitsemaan rakenteellisia toimenpiteitä. Siten arviomme mukaan etenkin Teknisen kaupan liiketoimintojen saralla voidaan nähdä myös rakenteellisia muutoksia lähivuosina. Myös johdon vaihtuminen keväällä nostaa epävarmuutta strategian tulevia suuntaviivoja silmällä pitäen.

Nostimme hieman ennustettamme yhtiön lähivuosien rahoituskuluista arvioituamme yhtiön lähivuosina maksamia korkotasoja, mutta muilta osin ennusteemme ovat ennallaan (kts. seuraava sivu).

Nettovelan (MEUR) kehitys



Sijoitetun pääoman tuoton kehitys *



Lähde: Inderesin arvio

* Operatiivinen liikevoitto/keskimääräinen sijoitettu pääoma tilikaudella

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	161	32,6	33,8	28,4	39,2	134,0	34,0	40,2	32,8	43,2	150	163	168	172
Elektroniikka	62,4	13,5	12,6	12,1	19,8	58,0	14,9	14,8	14,5	21,6	65,8	73,6	75,9	78,1
Tekninen kauppa	98,9	19,1	21,2	16,3	19,4	76,0	19,1	25,4	18,3	21,6	84,4	89,1	91,7	94,0
Käyttökate	11,7	1,0	3,0	2,4	3,2	9,7	2,6	3,8	1,9	3,0	11,3	12,8	13,8	14,4
Poistot ja arvonalennukset	-5,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	-5,6	-1,1	-1,3	-1,3	-1,4	-5,1	-6,1	-6,1	-5,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,5	0,6	2,4	1,8	2,1	6,8	1,3	2,2	1,7	2,3	7,5	9,5	10,3	10,9
Liikevoitto	6,3	-0,4	1,6	1,1	1,7	4,1	1,5	2,5	0,6	1,6	6,2	6,6	7,7	9,2
Elektroniikka	4,1	0,5	1,1	1,0	1,7	4,3	1,0	0,8	1,1	1,5	4,3	5,8	6,2	6,5
Tekninen kauppa	7,5	0,6	1,7	1,2	0,9	4,5	0,9	1,8	1,2	1,3	5,2	5,9	6,4	6,7
Konsernitoiminnot	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3
Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät	-3,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4	-2,7	-0,4	0,9	-1,1	-0,7	-1,3	-2,9	-2,6	-1,7
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-2,7	-0,8	-0,8	-0,6	-0,7	-2,8	-2,5	-2,0	-1,7
Tulos ennen veroja	3,5	-1,0	1,0	0,4	0,9	1,3	0,7	1,7	0,0	0,9	3,4	4,5	6,1	7,9
Verot	-0,7	0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,9	-1,2	-1,6
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	1,2	-0,9	0,7	0,3	0,9	1,0	0,8	1,6	0,1	0,6	3,1	3,5	4,8	6,2
EPS (oikaistu)	1,40	-0,15	0,31	0,10	0,25	0,51	0,05	0,34	0,20	0,26	0,85	1,38	1,87	2,22
EPS (raportoitu)	0,46	-0,46	0,08	-0,06	0,14	-0,30	0,10	0,43	-0,16	0,05	0,43	0,53	1,13	1,73

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	0,6 %	-20,5 %	-20,0 %	-30,7 %	5,7 %	-16,9 %	4,3 %	18,9 %	15,5 %	10,1 %	12,1 %	8,4 %	3,0 %	2,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,3 %	-70,7 %	-2,1 %	-39,7 %	-3,3 %	-28,7 %	121,7 %	-6,8 %	-3,5 %	10,5 %	10,7 %	27,0 %	8,2 %	6,4 %
Käyttökate-%	7,2 %	3,1 %	8,9 %	8,6 %	8,2 %	7,2 %	7,7 %	9,4 %	5,8 %	6,9 %	7,5 %	7,8 %	8,2 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,9 %	1,8 %	7,0 %	6,2 %	5,3 %	5,0 %	3,9 %	5,4 %	5,1 %	5,3 %	5,0 %	5,8 %	6,1 %	6,4 %
Nettotulos-%	0,8 %	-2,8 %	2,1 %	1,2 %	2,2 %	0,8 %	2,3 %	4,0 %	0,3 %	1,5 %	2,1 %	2,1 %	2,8 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	150	150	0 %	163	163	0 %	168	168	0 %
Käyttökate	11,3	11,3	0 %	12,8	12,8	0 %	13,8	13,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,5	7,5	0 %	9,5	9,5	0 %	10,3	10,3	0 %
Liikevoitto	6,2	6,2	0 %	6,6	6,6	0 %	7,7	7,7	0 %
Tulos ennen veroja	3,4	3,4	0 %	4,5	4,5	0 %	6,1	6,1	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,85	0,85	0 %	1,50	1,38	-8 %	2,04	1,87	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	65,6	63,9	68,3	66,7	65,5
Liikearvo	42	42	45	45	45
Aineettomat hyödykkeet	10,0	7,9	7,4	4,8	2,5
Käyttöomaisuus	10,7	10,7	13,3	14,3	15,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	54,0	51,8	63,3	66,6	69,3
Vaihto-omaisuus	31,0	25,1	28,8	31,4	32,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	16,4	16,6	18,8	20,3	20,9
Likvidit varat	6,5	9,7	15,3	14,5	15,6
Taseen loppusumma	120	116	132	133	135

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	42,6	44,5	51,6	53,1	56,1
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	13,5	11,5	12,6	14,1	17,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	20,0	24	30	30	30
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1
Vähemmistöosuus	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Pitkäaikaiset velat	38,6	36,0	47,2	45,2	43,2
Laskennalliset verovelat	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	34,0	33,8	45,0	43,0	41,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	38,4	35,2	32,8	35,0	35,5
Korolliset velat	9,5	7,4	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,8	27,8	30,8	33,0	33,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	120	116	132	133	135

Sijoitusprofiili

1 Yritystovetoisen kasvustrategian eteneminen

2 Pääomakeveiden liiketoimintojen hyvät pääoman tuotot

3 Vahvat päämiesportfoliot

4 Hajautunut liiketoimintakokonaisuus vakauttaa toimintaa

5 Korkea velkavipua

Potentiaali

- Maltillisilla arvostuksilla toteutettavat yritysjärjestelyt, jotka vahvistavat nykyisiä liiketoimintoja ja / tai laajentavat toimintaa kokonaan uusille alueille
- Pidemmällä aikavälillä hajautettu liiketoimintaportfolio parantaa syklinkestävyyttä
- Konsernitasolla orgaaninen kasvupotentiaali on pitkässä juoksussa noin talouskasvun tasolla
- Kannattavuudessa ja pääoman kierrossa parantamisen varaa

Riskit

- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen (ml. mahdollisuuksien kutistumiset)
- Loppukysyntöjen syklisyys
- Riippuvuus päämiesten kilpailukyvyistä sekä tärkeimpien päämiesten volyymeista
- Liiketoimintojen rajalliset hinnoitteluvoimat

Arvonmääritys 1/3

Kertoimissa tulos pohjaisuus toimii parhaiten

Suosimme Boreon arvonmäärityksessä tulos- ja tase pohjaisia arvostuskertoimia ja kassavirtamallia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tulokset ovat nettotulospohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioiva EV/EBITDA-kerroin. Absoluuttisina kertomina olemme hyödyntäneet yhtiön nykyrakenteelle arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme liiketoimintojen laadusta, kannattavuus- ja riskiprofileista. Huomioidaksemme liiketoimintamallin arvonluontipotentiaalin, olemme absoluuttisten kertomien lisäksi hyödyntäneet myös arvonluontimalleiltaan hyvin samanlaisista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän tarjoamaa viitekehystä. Tase pohjaisessa arvonmäärityksessä olemme katsoneet arvostusta suhteessa sijoitettuun pääomaan, mitä peilaamme sijoitetun pääoman tuottoon.

Arviomme mukaan sijoittajan tuotto-odotus rakentuu pitkälti arvostuskertomien muutoksen ja tulos kasvun kautta, sillä odotamme pääoman allokoinnissa korostuvan epäorgaanisen kasvun myötä osinkotuoton jäävän maltilliseksi ja tuotto-odotusta vain niukasti tukevaksi komponentiksi.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Boreon hyväksyttävään arvostukseen:

Yritysostrategian arvonluontipotentiaali on merkittävä ja yhtiön näytöt strategian toteuttamisesta ovat mielestämme kokonaisuutena kohtuulliset, vaikka tiettyjen liiketoimintojen operatiivinen kehitys onkin viime aikoina ollut vaisua. Näemme tämän kuitenkin erityisesti

taloussykliin liittyvänä ongelmana. Kuitenkin yritysostojen ja heikon syklin yhdistelmän myötä taseen velkavipu on noussut korkeaksi. Tämä lisää rahoitusriskejä nostaa sijoittajien tuottovaadetta, kun tulokunnossa ei ole enää nykyisestä varaa lasketella. Pidemmällä aikavälillä onnistuneen epäorgaanisen kasvun tulisi näkyä kestävässä tulos kasvuna ja eritoten suhteellisesti korkeana pääomien uudelleeninvestointeina houkuttelevalla pääoman tuotolla.

Nykyisten liiketoimintojen historialliset näytöt pitkän aikavälin kannattavasta kasvusta ovat jo itsenäisinä kokonaisuuksina hyvät. Nämä näytöt vahvistavat luottamusta liiketoimintojen pidemmän aikavälin kilpailukykyä ja niiden taustalla olevien tekijöiden kestävyyttä kohtaan.

Liiketoimintojen kassavirtaprofiilit ovat yli ajan vahvoja ja kiinteät investointitarpeet maltillisia. Tämä luo Boreolle tukevan perustan vapaiden kassavirtojen tehokkaalle ja omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

Liiketoimintojen keskeisimmät kysyntäajurit ovat investointivetoisia, mikä altistaa Boreota talouden suhdannevaihteluille. Yhtiön alla olevien liiketoimintojen, teollisuudenalojen ja siten myös loppukäyttäjien kirjo on kuitenkin laaja. Nämä tekijät arviomme mukaan tasaavat taloussyklien vaikutusta, mutta viime aikainen laskusuhdanne osoittaa kysynnän riippuvuutta yleisestä talouskehityksestä.

Omistajarakenne on keskittynyt ja myös vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden määrä on rajallinen. Nämä tekijät rajoittavat tiettyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta (mm. instituutiot) yhtiöön ja toisaalta pitävät myös kaupankäyntiliikviditeetin erittäin ohuena.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,4	14,4	14,4
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	39	39	39
Yritysarvo (EV)	98	96	93
P/E (oik.)	17,0	10,4	7,6
P/E	33,8	27,1	12,8
P/B	1,9	1,8	1,6
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,6	7,8	6,9
EV/EBIT (oik.)	13,0	10,1	9,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	5,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Arvostukseen vaikuttavien tekijöiden selkeydestä huolimatta tarkan ja staattisen kerroinhaarukan määrittäminen on Boreon kaltaiselle yritysostovetoiselle arvonluojalle haastavaa, sillä turhan rajattu lähestymistapa ohjaisi katsomaan yhtiötä liian lyhyestä perspektiivistä ja pelkästään nykyisten liiketoimintojen tuloksetekokykyjen perusteella. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä Boreon alla on hyvin suurella todennäköisyydellä nykyistä enemmän liiketoimintoja, joten tarkkaan kerroinhaarukkaan ja vain tämänhetkisiin liiketoimintoihin pohjaava arvonmääritys yli ajan olisi mielestämme myös epärationaalinen.

Mielestämme nykyisten liiketoimintojen arvo peilaa hyvin Boreon perustellun arvon alalaitaa, kun taas tämän ylittävä arvo heijastelee markkinoiden jo hinnoittelemaa tulevien järjestelyiden arvonluontia. Mielestämme tulevien yritysjärjestelyjen arvonluonnin hinnoittelua tulee peilata yhtiön sen hetkiseen yritysjärjestelykapasiteettiin ja historiallisiin näyttöihin arvonluonnista. Tällä hetkellä tämä kapasiteetti on niukka korkeasta velkavivusta johtuen.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat noin 17x ja 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 9x ja 8x. Nämä arvostuskertoimet ovat selvästi viime vuosien toteutuneita arvostustasoja (mediaani) matalammat. Näkemyksemme mukaan historiallinen arvostustaso on kuitenkin hinnoitellut merkittävää arvonluontia epäorgaanisesti, mitä emme nyt odota. Lisäksi korkojen nousun myötä myös tuottovaade on kohonnut, mikä vastaavasti painaa hyväksyttävää arvostustasoa. Siten pidämme nykyistä hyväksyttävää arvostustasoa matalampana kuin se on historiassa ollut.

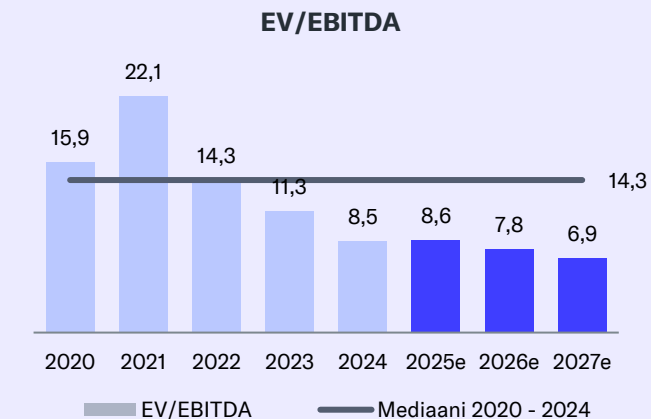
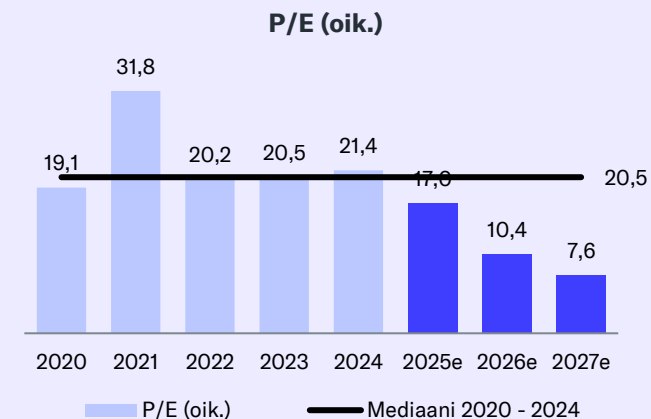
Näkemyksemme mukaan vuoden 2025e arvostuskertoimet ovat nykyisille liiketoiminnoille perusteltua tasoa (P/E 12-15x ja EV/EBITDA 8-10x) korkeammat, etenkin nettotulospohjaisella P/E-kertoimella. Tämä heijastelee nykyiseen operatiiviseen tulostasoon suhteutettuna korkeita vieraan pääoman kustannuksia eli korkokulujen raskautta. Vastaavat vuoden 2026 arvostuskertoimet taas painuvat mielestämme jo selvästi perustellun haarukan alle.

Kokonaisuutena pidämme absoluuttista arvostustasoa toteutuneilla kertoimilla suhteellisen neutraalina, emmekä näe siinä nousuvaraa ennen kuin yhtiö antaa selvempiä näyttöjä siitä, että ennustamamme tuloskasvu tulee läpi. Siten tulospohjaisen läpitulo ajaa etupäässä osaketta. Tätä on hahmoteltu myös seuraavan sivun graafissa.

Verrokkiarvostuksesta hyvä mittatikku

Yritysostoja aktiivisesti samanlaisilla liiketoimintamalleilla toteuttavia listattuja yhtiöitä on runsas joukko. Tämä mahdollistaa sen, että Boreon arvostusta voidaan tarkastella myös verrokkien kautta. Verrokkit eivät ole niiden pääoman tuoton pohjalta tarkasteltuna tai riskiprofiileiltaan täydellisen yhteismitallisia, mutta kokonaisuutena verrokkiryhmän arvostus muodostaa Boreon arvostukselle mielestämme hyvän mittatiku. Verrokkien ja Boreon omaa yritysostostrategiaa mukaillen uskomme, että verrokkiryhmän kesken käydään jonkin verran myös kilpailua potentiaalisten ostokohteiden rintamalla.

Verrokkeihin nähden Boreo hinnoitellaan nyt noin 50 %:n tulospohjaisella alennuksella keskeisillä vuosien 2025-2026 mediaaniarvostuskertoimilla. Näkemyksemme mukaan Boreo on perusteltua hinnoitella alennuksella verrokkiryhmään, jonka mediaani sijoitetun pääoman tuotto



Arvonmääritys 3/3

on ollut tuntuvasti Boreon vastaavaa korkeampi. Kuitenkin näin leveä alennus hinnoittelussa on mielestämme jo hieman liian leveä ja taso on ollut historiallisesti kapeampi (esim. keväällä 2024 alennus oli noin ~30 %). Yleisellä tasolla katsomme verrokkiryhmän melko korkeiden, joskin myös varsin hajanaisten absoluuttisten arvostuskertoimien olevan perusteltuja, kun valtaosalla toimijoista on kattavat pitkän aikavälin näytöt onnistuneesta pääoman allokoinnista. Erityisen houkuttelevana emme kuitenkaan verrokkiryhmän arvostusta pidä, joten Boreon suhteellinen alennus voi nähdäksemme myös supistua verrokkiryhmän arvostuksen muutoksen kautta.

Tasepohjainen arvostus

Nykykurssilla laskettu Boreon yritysarvo (sis. hybridilainat) on noin 95 MEUR ja sijoitettu pääoma noin 90 MEUR. Siten nykyinen EV/IC suhde on 1,05x Vastaavasti historiallisesti (2020-Q3'25) yhtiö on saavuttanut karkeasti 10 %:n sijoitetun pääoman tuoton, mistä haarukoituna nykyinen tuotto-odotus asettuu noin 9,5 %:iin. Tämä on lievästi yli Boreolle soveltamamme tuottovaateen (8,9 %), joten tämä staattinen ja taaksepäin katsova tarkastelutapa osoittaa osakkeen olevan lievästi aliarvostettu.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Lähestymme arvonmääritystä myös kassavirtapohjaisen mallin (DCF) kautta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on nyt 18 euroa. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu asettuu terminaalijaksolla 2 %:iin, kun taas pidemmän aikavälin operatiivisen kannattavuuden ennusteemme on 6 %. Mallissamme terminaalijakson kassavirtojen osuus on kohtuullisella 59 %:n tasolla ja käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,9 %. Mielestämme kassavirtamalli

toimii hyvin nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen, mutta se ei huomioi epäorgaanisen kasvun potentiaalista arvonluontia. Myös ilman yritysostojen luomaa positiivista optiota, kertoo kassavirtamallimme tämänhetkisestä aliarvostuksesta.

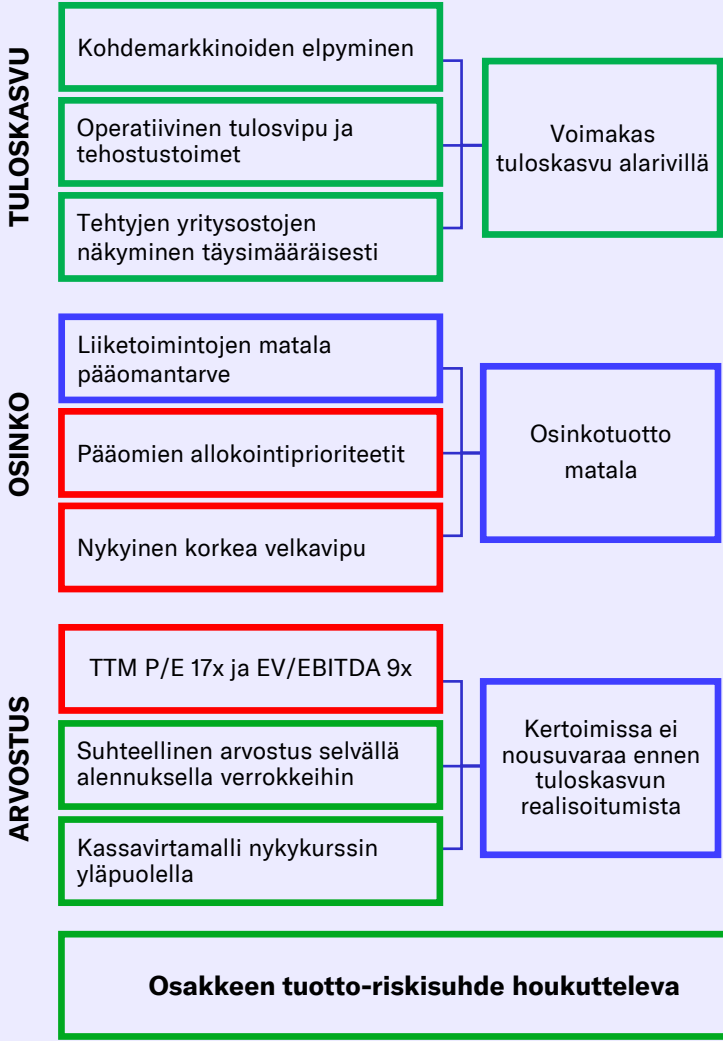
Sijoitusnäkemys

Tarkistamme Boreon tavoitehintamme 17,0 euroon ja toistamme lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan osakkeen nykyinen arvostus on puhtaasti nykyliiketoiminnalle perusteltu, mutta se ei sisällä odotuksia todennäköisten tulevien yritysjärjestelyiden arvonluonnista. Tämä taas on mielestämme perusteltua nykyinen velkaantuneisuus ja viimeaikainen operatiivinen kehitys huomioiden.

Eri arvonmääritystapojen pohjalta olemme asettaneet osakkeen arvohaarukaksi 15-18 euroa. Siten pidämme sijoittajan tuotto-riskisuhdetta nykykurssilla houkuttelevana.

Osaketuoton ajurit 2025-2027e

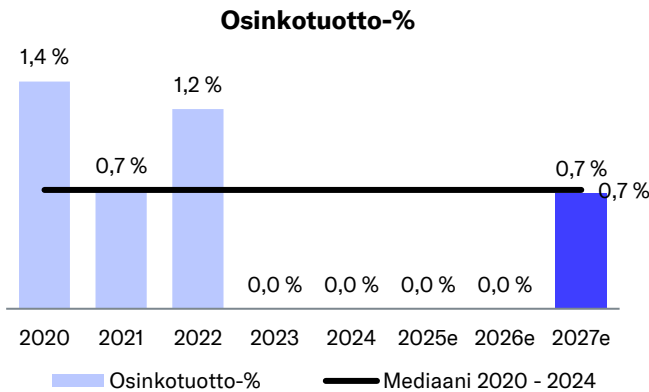
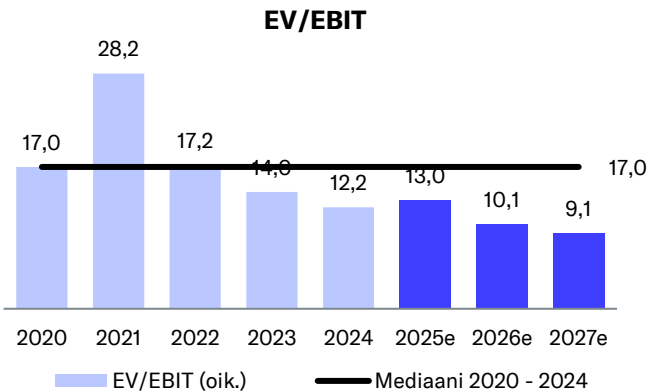
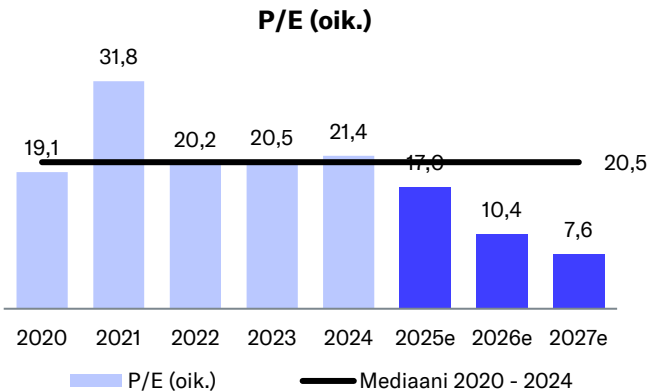
Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	29,40	59,00	36,80	28,70	10,95	14,40	14,40	14,40	14,40
Osakemäärä, milj. kpl	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	75	154	99	77	29	39	39	39	39
Yritysarvo (EV)	100	203	149	133	82	98	96	93	89
P/E (oik.)	19,1	31,8	20,2	20,5	21,4	17,0	10,4	7,6	6,4
P/E	32,4	43,3	28,5	61,9	neg.	33,8	27,1	12,8	8,3
P/B	4,8	7,2	4,9	3,7	1,5	1,9	1,8	1,6	1,3
P/S	0,8	1,3	0,6	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	1,0	1,7	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	15,9	22,1	14,3	11,3	8,5	8,6	7,8	6,9	6,2
EV/EBIT (oik.)	17,0	28,2	17,2	14,0	12,2	13,0	10,1	9,1	8,1
Osinko/tulos (%)	44,1 %	30,9 %	34,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,6 %	6,4 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	0,7 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	1,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Indutrade AB	8 291	9 046	23,7	21,3	17,3	15,8	3,0	2,8	33,2	28,5	1,2	1,4	5,0
Bergman & Beving AB	803	986	24,2	27,3	14,6	14,2	2,1	2,2	34,4	31,6	1,3	1,3	3,7
Momentum Group AB	708	774	28,1	24,5	18,3	16,3	2,7	2,4	37,8	33,1	0,9	1,1	9,1
Bufab AB	1 810	2 083	23,1	19,3	17,5	15,1	2,8	2,5	31,8	25,1	1,1	1,4	4,6
Addtech AB	8 527	9 071	35,6	30,7	26,6	23,7	4,5	4,2	47,9	40,8	0,9	1,1	11,8
Beijer Ref AB	7 052	7 893	22,5	20,0	17,7	16,1	2,3	2,1	31,2	26,5	1,0	1,1	3,0
Beijer Alma AB	1 645	1 910	18,7	16,6	14,4	12,8	2,6	2,5	24,8	21,3	1,4	1,4	3,6
Lifco AB (publ)	13 919	14 887	29,8	26,7	22,8	20,6	5,7	5,2	42,9	37,2	0,7	0,8	8,0
Lagercrantz Group AB	4 079	4 506	33,6	29,0	23,8	21,7	5,1	4,6	43,0	37,2	1,0	1,2	10,2
Volati AB	876	1 150	20,3	14,2	13,7	10,4	1,4	1,4	31,0	17,3	0,6	1,2	3,6
Relais Group Oyj	313	551	16,4	12,6	9,4	7,6	1,4	1,2	15,0	12,1	2,8	3,0	2,1
AddLife AB	1 784	2 224	28,0	23,9	14,5	13,4	2,3	2,2	42,6	26,7	0,8	1,1	3,4
Addnode Group AB (publ)	1 224	1 403	24,9	19,7	15,0	12,5	2,6	2,4	35,0	25,7	1,3	1,3	4,8
Instalco AB	666	1 017	16,9	12,7	9,2	7,8	0,8	0,8	16,4	11,6	2,6	2,8	2,1
Seafire AB (publ)	36	55	26,7	13,1	7,7	6,5	0,6	0,6	18,2	11,9			0,7
Sdiptech AB (publ)	697	697	12,1	7,9	6,1	5,7	1,4	1,4	21,5	14,2			1,8
Fasadgruppen Group AB (publ)	156	361	13,7	7,1	6,3	5,5	0,7	0,7	8,5	4,7			0,7
Boreo (Inderes)	39	98	13,0	10,1	8,6	7,8	0,7	0,6	17,0	10,4	0,0	0,0	1,9
Keskiarvo			23,2	19,1	14,9	13,2	2,4	2,3	30,0	23,8	1,2	1,4	4,7
Mediaani			23,4	19,5	14,5	13,1	2,3	2,2	31,5	25,4	1,0	1,2	3,6
Erotus-% vrt. mediaani			-44 %	-48 %	-41 %	-41 %	-71 %	-72 %	-46 %	-59 %	-100 %	-100 %	-47 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

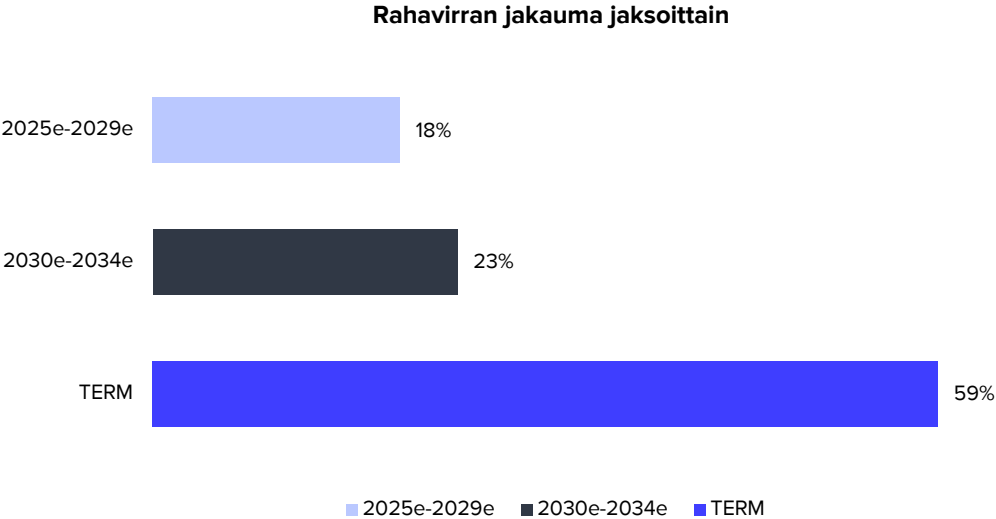
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,9 %	12,1 %	8,4 %	3,0 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,0 %	4,1 %	4,1 %	4,6 %	5,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	4,1	6,2	6,6	7,7	9,2	10,6	10,9	11,1	11,4	11,7	11,9	
+ Kokonaispoistot	5,6	5,1	5,8	5,7	5,2	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,2	-0,9	-1,1	-1,5	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	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	4,3	-2,9	-1,9	-1,1	-0,5	-0,5	-0,9	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	13,4	8,1	9,1	10,8	12,1	12,4	12,4	13,1	13,2	13,5	13,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4	-9,6	-4,2	-4,6	-4,8	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,9	-4,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,5	-1,5	4,9	6,3	7,3	7,9	7,8	8,5	8,5	8,6	8,9	
+/- Muut	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,5	-2,3	4,9	6,3	7,3	7,9	7,8	8,5	8,5	8,6	8,9	130
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,3	4,5	5,3	5,7	5,6	5,1	5,1	4,7	4,3	4,1	59,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		102	104	99,8	94,5	88,8	83,2	78,1	73,1	68,4	64,0	59,9
Velaton arvo DCF		102										
- Korolliset velat		-65,2										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		-1,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		49,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,3										

Pääoman kustannus (WACC)

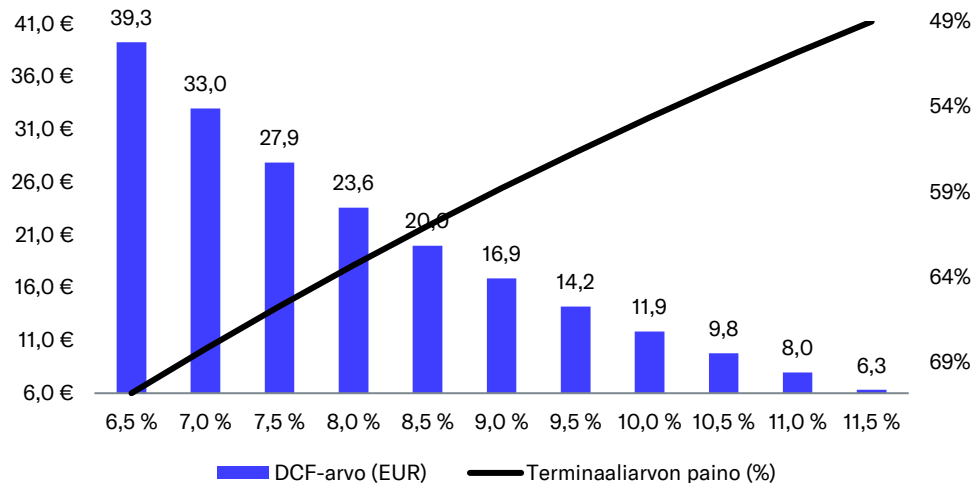
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,68 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

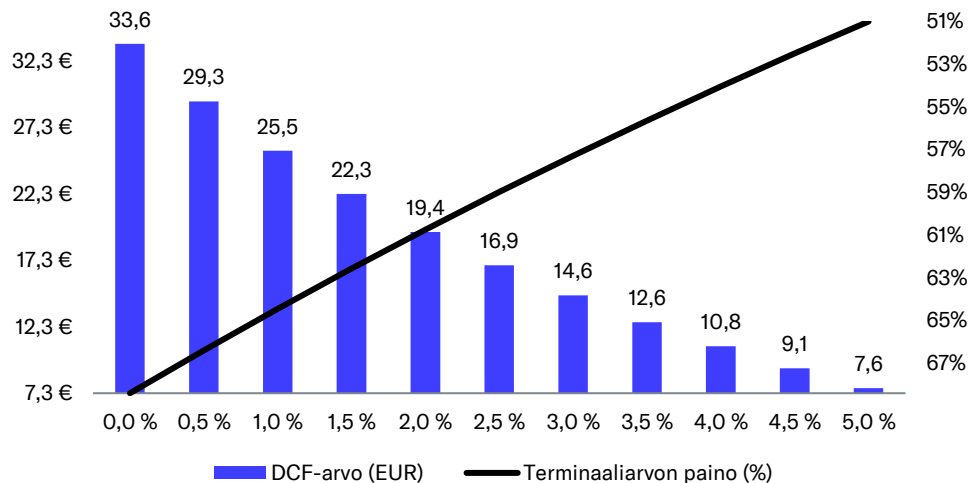


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

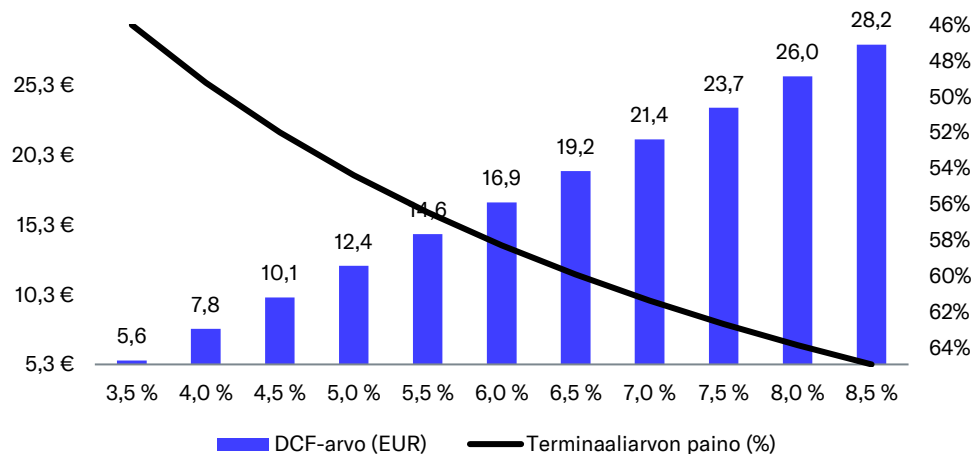
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



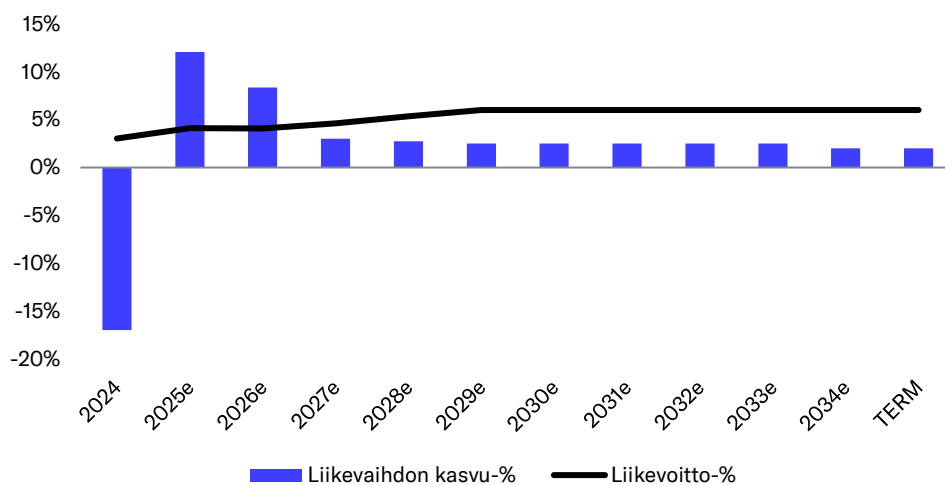
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	160,4	161,3	134,0	150,2	162,7
Käyttökate	10,5	11,7	9,7	11,3	12,4
Liikevoitto	6,5	6,3	4,1	6,2	6,6
Voitto ennen veroja	5,5	3,5	1,3	3,4	4,5
Nettovoitto	-1,3	1,2	1,0	3,1	3,5
Kertaluontoiset erät	-2,2	-3,1	-2,7	-1,3	-2,9

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	121,4	119,6	115,7	131,6	133,3
Oma pääoma	41,8	42,6	44,5	51,6	53,1
Liikearvo	35,5	42,4	42,3	44,6	44,6
Nettovelat	30,9	37,1	31,5	31,7	30,5

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	10,5	11,7	9,7	11,3	12,4
Nettokäyttöpääoman muutos	2,3	4,7	4,3	-2,9	-1,9
Operatiivinen kassavirta	12,3	15,9	13,4	8,1	9,1
Investoinnit	-17,3	-17,8	-3,8	-9,6	-4,2
Vapaa kassavirta	-7,4	-1,6	7,5	-2,3	4,9

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA	14,3	11,3	8,5	8,6	7,8
EV/EBIT (oik.)	17,2	14,0	12,2	13,0	10,1
P/E (oik.)	20,2	20,5	21,4	17,0	10,4
P/B	4,9	3,7	1,5	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,29	0,46	-0,30	0,43	0,53
EPS (oikaistu)	1,82	1,40	0,51	0,85	1,38
Operat. Kassavirta / osake	4,65	5,92	4,97	3,01	3,38
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-2,78	-0,58	2,79	-0,84	1,84
Omapääoma / osake	15,27	15,29	16,03	18,67	19,20
Osinko / osake	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	31 %	1 %	-17 %	12 %	8 %
Käyttökatteen kasvu-%	14 %	12 %	-17 %	17 %	10 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	9 %	-29 %	11 %	27 %
EPS oik. kasvu-%	-2 %	-23 %	-63 %	65 %	64 %
Käyttökate-%	6,5 %	7,2 %	7,2 %	7,5 %	7,6 %
Oik. Liikevoitto-%	5,4 %	5,9 %	5,0 %	5,0 %	5,8 %
Liikevoitto-%	4,0 %	3,9 %	3,0 %	4,1 %	4,1 %
ROE-%	11,0 %	3,1 %	2,4 %	6,6 %	6,8 %
ROI-%	8,5 %	7,4 %	4,7 %	6,7 %	7,1 %
Omavaraisuusaste	34,4 %	36,2 %	38,5 %	39,2 %	39,8 %
Nettovelkaantumisaste	74,0 %	87,0 %	70,7 %	61,4 %	57,5 %

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 (välittömät 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 tulevista. 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 sijoituspäätöstensä 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 sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiin analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
07/08/2023	Lisää	42,0 €	36,60 €
11/08/2023	Lisää	40,0 €	34,50 €
03/11/2023	Lisää	34,0 €	27,90 €
01/03/2024	Lisää	24,0 €	21,80 €
24/04/2024	Vähennä	24,0 €	24,20 €
01/05/2024	Vähennä	22,0 €	20,70 €
07/08/2024	Lisää	20,0 €	17,35 €
01/11/2024	Vähennä	15,0 €	14,00 €
24/01/2025	Lisää	11,5 €	9,50 €
14/02/2025	Vähennä	12,50 €	11,65 €
02/04/2025	Vähennä	15,00 €	14,90 €
30/04/2025	Vähennä	16,5 €	16,20 €
04/08/2026	Lisää	18,0 €	15,45 €
07/08/2025	Lisää	18,0 €	16,15 €
Analyytikko vaihtuu			
28/10/2025	Lisää	18,0 €	15,90 €
30/10/2025	Lisää	18,0 €	15,70 €
09/01/2026	Lisää	17,0 €	14,40 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**