

# AUROORA GROUP

08.06.2026 08.10 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Revontulien seuranta käyntiin

*Aurooran sarjayhdistelijä-tarina on alkutekijöissään, mutta yhtiön pelikirja kunnianhimoisten tavoitteiden saavuttamiseksi on kunnossa. Kyse on nyt strategian toteutuksesta ja siitä miten nykyiset pääomat saadaan yritysostojen kautta poikimaan. Osakkeen lyhyen ajan arvostus on listautumisen jälkeisen kurssirallin jälkeen noussut, mutta vahva pidemmän ajan tuloskasvunäkymä sulattaa tehokkaasti kertoimia. Aloitamme seurannan 8,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella.*

## Yhtiö koostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta

Vuoden 2025 proforma-liikevaihdolla tarkasteltuna Sähköistys ja automaatio on Aurooran selvästi suurin liiketoiminta-alue (138 MEUR). Teolliset tuotteet ja palvelut (74 MEUR) on puolestaan konsernin kannattavin segmentti yli 10 %:n EBITA-marginaalilla. Puhdas vesi ja ympäristöteknologia (21 MEUR) on pienin segmentti ja kannattavuuskäänteessä. Sähköistys ja automaation segmentin taustalla on vahvoja kysyntäajureita ja arvioimme sen vetämänä koko Aurooran orgaanisen kasvuvauhdin asettuvan lähivuosina vahvalle, noin 6 %:n tasolle. Yritysostot ovat orgaanisen kasvun ohella keskeinen osa strategiaa kaikissa segmenteissä, ja vuosina 2024-2025 niitä on nähty eniten Teolliset tuotteet ja palvelut –segmentissä.

## Edellytykset yritysostojen onnistumisille hyvät

Aurooran kohdemarkkinan rakenne on yhtiön strategian kannalta suotuisa: markkina on laaja, pirstaleinen ja omistusrakenteeltaan muutospaineesa (eläköitymiset). Pidämme Aurooran lähestymistapaa kilpailukykyisenä: yhtiö tarjoaa jatkuvuutta brändin, johdon ja toimintakulttuurin suhteen, mikä on monille perustajille merkittävä tekijä ostajaa valittaessa.

Arviomme mukaan nykyinen markkina luo yhtiölle hyviä tilaisuuksia olla liikenteessä listautumisen vahvistamalla taseella sekä bränditunnettuudella yritystään myyvien parissa. Yhtiön yritysostostrategia ja kohteille sovellettava laatukriteeristö ovat

arviomme mukaan kunnossa fokuksen ollessa pääomakeveissä ja hyvää kassavirtaa sekä korkeaa EBITA-marginaalia ja 1-20 MEUR:n liikevaihtoa tekevissä kohteissa. Historiassa maksetut maltilliset kauppahinnat tarjoavat samalla myös hyvää turvamarginaalia (EV/EBITA ~5x) yritysostoissa. Yhtiön sijoitetun pääoman tuotto (LTM) 14,5 % on jo lähellä 15 %:n tavoitetta.

## Tarina on vasta alussa

Listautumisen jäljiltä nykyinen nettovelka/käyttökate (LTM)-suhde on 0,7x (tavoite alle 2,0x). Laskelmiemme mukaan vapaata rahavirtaa jää jo nykyisellä tuloskunnolla noin 10 MEUR vuodessa uusiin yritysostoihin ja taseessa on noin 40 MEUR ylimääräistä pääomaa yritysostoihin. Näiden onnistunut allokointi loisi onnistuessaan kauniin korkoa korolle -ilmiön. Aurooran liikevaihtotavoite on 400 MEUR ja oikaistu EBITA-marginaalitavoite yli 10 % vuoden 2028 loppuun mennessä. Nykyiset 2028 ennusteemme ovat 284 MEUR:n liikevaihto ja 7,5 %:n EBITA-marginaali, mutta ne eivät sisällä julkaisemattomia yritysostoja. Tulevien yritysostojen mennessä nappiin tavoitteet ovat saavutettavissa. Yritysostojen onnistumiseen ja sopivien kohteiden löytymiseen liittyvät myös keskeiset riskit ja yhtiön historialliset näytöt sarjayhdistelijänä ovat vielä verrattain lyhyet.

## Arvostus on noussut, mutta katsomme pitkää aikaväliä

Vuosien 2026-2027 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-kertoimet ovat 17x ja 15x, ja vastaavat taseen velkavivun huomioivat EV/EBITDA-kertoimet 9,4x ja 8x. Vuoden 2026e tulostasolla kertoimet ovat hyväksymämme haarukan ylälaidalla. Aurooraa arvostetaan 30 %:n alennuksella sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden, mikä on mielestämme neutraalitaso. Myös kassavirtamallimme arvo on 8,0 eurossa. Pidemmällä perspektiivillä näemme osakkeessa vahvaa potentiaalia ja jo orgaaninen 14 %/v -tuloskasvuennusteemme sulattelee kertoimia tehokkaasti ja tähän päälle sijoittajalla on myös M&A-optio, jonka arvonluontiedellytykset ovat hyvät.

## Suositus

**Lisää**  
(aik. )

**Tavoitehinta:**  
**8,00 EUR**  
(aik. EUR)

**Osakekurssi:**  
7,20 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	205,4	253,5	268,4	283,9
<b>kasvu-%</b>	44 %	23 %	6 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	12,8	17,1	18,8	20,4
<b>EBIT-% oik.</b>	6,2 %	6,8 %	7,0 %	7,2 %
<b>Nettotulos</b>	2,4	4,8	9,4	11,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,38	0,41	0,49	0,55
<b>P/E (oik.)</b>		17,4	14,6	13,0
<b>P/B</b>		2,0	1,8	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>		0,3 %	0,4 %	0,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>		13,0	11,1	9,4
<b>EV/EBITDA</b>		9,4	7,9	6,8
<b>EV/Liikevaihto</b>		0,9	0,8	0,7

Lähde: Inderes

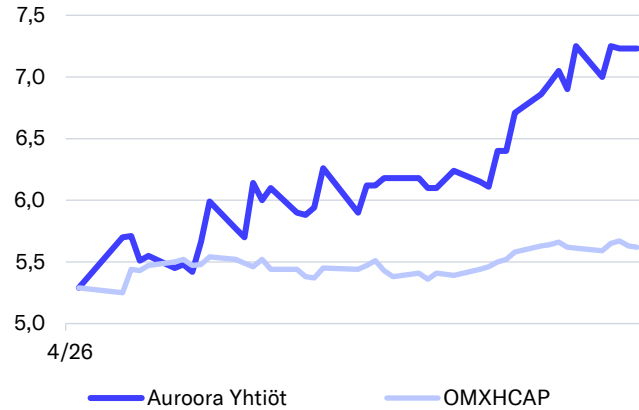
## Ohjeistus

(Ei ohjeistusta)

# Sisällysluettelo

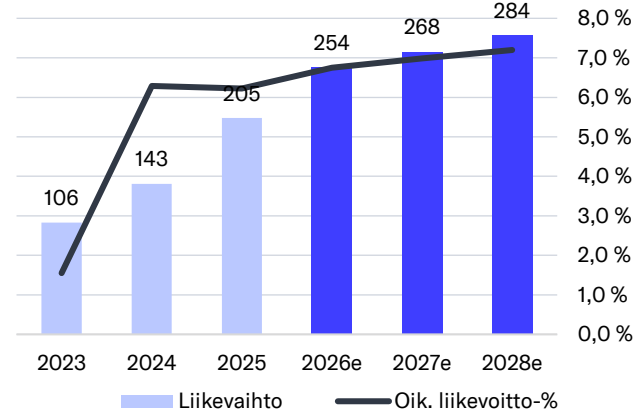
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-9</b>
Liiketoimintasegmentit	<b>10-14</b>
Toimiala ja markkinakatsaus	<b>15</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>16-18</b>
Taloudellinen tilanne	<b>19</b>
Ennusteet	<b>20-23</b>
Sijoitusprofiili	<b>24</b>
Arvonmääritys ja suositus sekä taulukot	<b>25-31</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>32</b>

## Osakekurssi



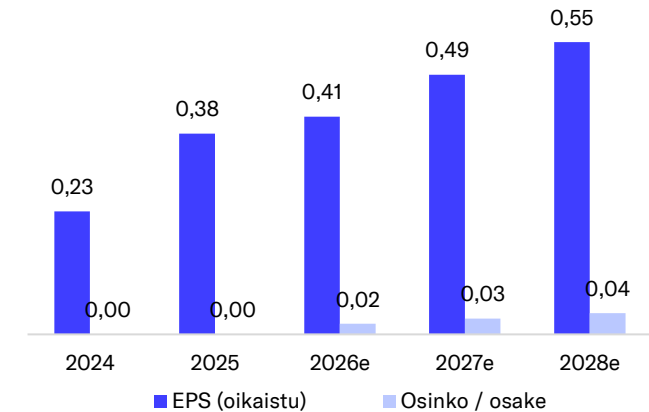
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Korkea korolle ilmiö, kun vapaata kassavirtaa allokoidaan yritysostoihin tavoitellulla yli 15 %:n pääoman tuotolla
- Listautumisesta saatujen nettovarojen (noin 38 MEUR) sijoittaminen pk-yritysten hankintoihin matalilla kertoimilla
- Nykyisten omistusten kehittämisessä onnistuminen
- Etenkin Sähköistys ja automaatiosegmentin taustalla vahvat kasvajurit

## Riskitekijät

- Yritystoissa epäonnistuminen
- Sopivien ja kriteerit täyttävien ostokohteiden löytäminen
- Riippuvuus Suomen talouden kehityksestä
- Liikevoittomarginaali toistaiseksi vielä parhaita verrokkeja perässä rajaten hieman suhdannekestävyyttä
- Avainhenkilöriskit hajautetusti johdetussa organisaatiossa

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	7,20	7,20	7,20
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	30,0	30,0	30,0
<b>Markkina-arvo</b>	216	216	216
<b>Yritysarvo (EV)</b>	222	208	193
<b>P/E (oik.)</b>	17,4	14,6	13,0
<b>P/E</b>	44,9	23,0	19,2
<b>P/B</b>	2,0	1,8	1,7
<b>P/S</b>	0,9	0,8	0,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,8	0,7
<b>EV/EBITDA</b>	9,4	7,9	6,8
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,0	11,1	9,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	12,5 %	9,6 %	10,7 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,3 %	0,4 %	0,6 %

Lähde: Inderes

# Auroora Yhtiöt

Auroora on sarjayhdistelijä, joka hankkii, omistaa ja kehittää teknisillä ja teollisilla segmenteillä toimivia suomalaisia pk-yrityksiä

**240 MEUR**

LTM-liikevaihto Q1'26

**17,4 MEUR**

LTM-oikaistu EBITA Q1'26

**14,5 %**

Sijoitetun pääoman Q1'26 (LTM)

**3/yli 20**

Liiketoimintasegmenttiä / Yritystä portfolioissa

**810**

Henkilöstö (FTE)

**4/2026**

Listautuminen 5,2 euroa/osake hinnalla

## VUODET -2022

Vuosina 1984–2022 toiminta Pikespo Invest -pääomasijoitusyhtiönä

Mukana noin 100 yhtiössä pääasiassa merkittävänä vähemmistösjoittajana

11 yhtiötä salkussa vuoden 2022 lopussa

## Vuodet 2023-2024

Strategiamuutos sarjayhdistelijäksi vuoden 2023 alussa ja sulautumissopimus salkkuyhtiöiden muiden omistajien kanssa

Vuonna 2023 kaksi yritysostoa ja vuonna 2024 viisi yritysostoa

Yhdenmukaiset hallinto- ja raportointijärjestelmät

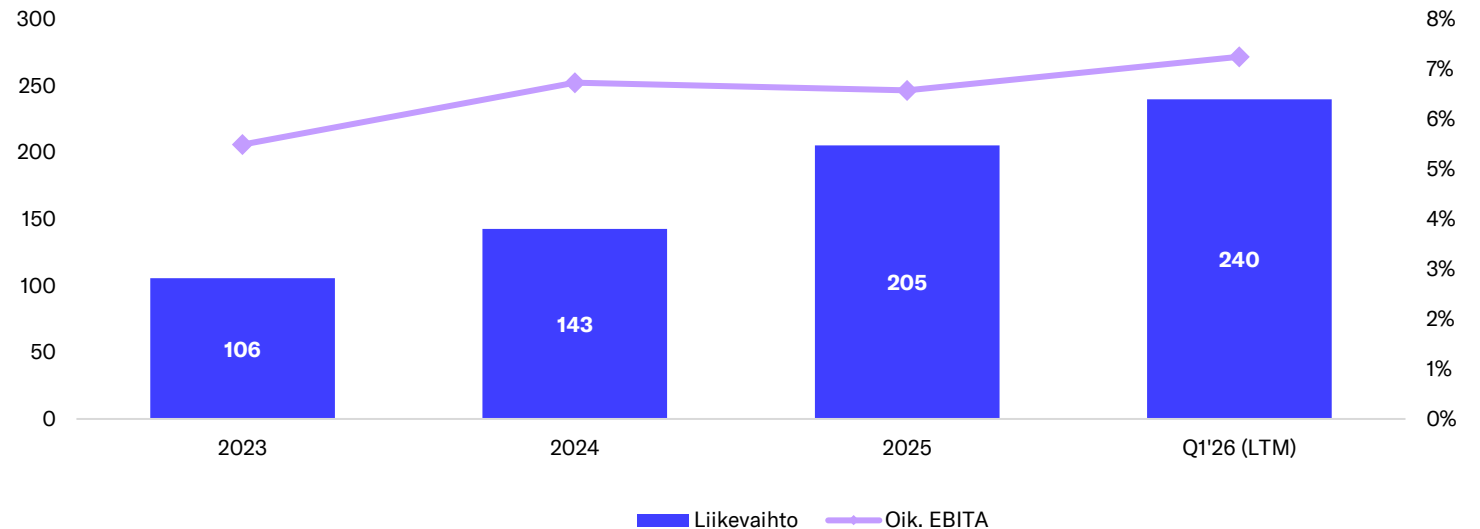
## VUODET 2025-

Vuonna 2025 kahdeksan yritysostoa

Listautuminen huhtikuussa 2026 ja kerätyt 40,3 MEUR:n bruttovarat

Vuoden 2028 taloudellinen tavoite 400 MEUR:n liikevaihto ja yli 10 % oikaistu EBITA-marginaali

## Liikevaihto ja kannattavuus



# Liiketoimintamalli (1/3)

## Transformaatio pääomasijoittajasta sarjayhdistelijäksi

Auroora Yhtiöiden juuret ulottuvat vuonna 1984 perustettuun tamperelaiseen Pikespo Invest -pääomasijoitusyhtiöön. Pikespo teki pääasiassa merkittäviä vähemmistö-sijoituksia portfolioyhtiöissään. Vuoden 2023 alussa yhtiö toteutti strategiamuutoksen pääomasijoittajasta sarjayhdistelijäksi ja samassa yhteydessä nimi vaihdettiin. Uudelleenjärjestelyssä Auroora teki sulautumissopimuksen, jonka kautta se hankki lisää osakkeita portfolioyhtiöistään.

Yhtiön koko on strategiamuutoksen jälkeen kasvanut vauhdikkaasti ja liikevaihto on kolmessa vuodessa yli kaksinkertaistunut. Useiden transaktioiden myötä yhtiö onkin noussut arviomme mukaan Suomen suurimmaksi useille toimialoille sijoitavaksi sarjayhdistelijäksi liikevaihdolla mitattuna. Yhtiön LTM-liikevaihto on nyt 240 MEUR ja oikaistu EBITA 17,4 MEUR. Yhtiön hankkimat liiketoiminnot on sisällytetty lukuihin kuin ne olisi omistettu 12 kuukautta verrattuna Q1'26 lopun tilanteeseen.

## Kolme raportoitavaa segmenttiä ja kausiluontoisuus

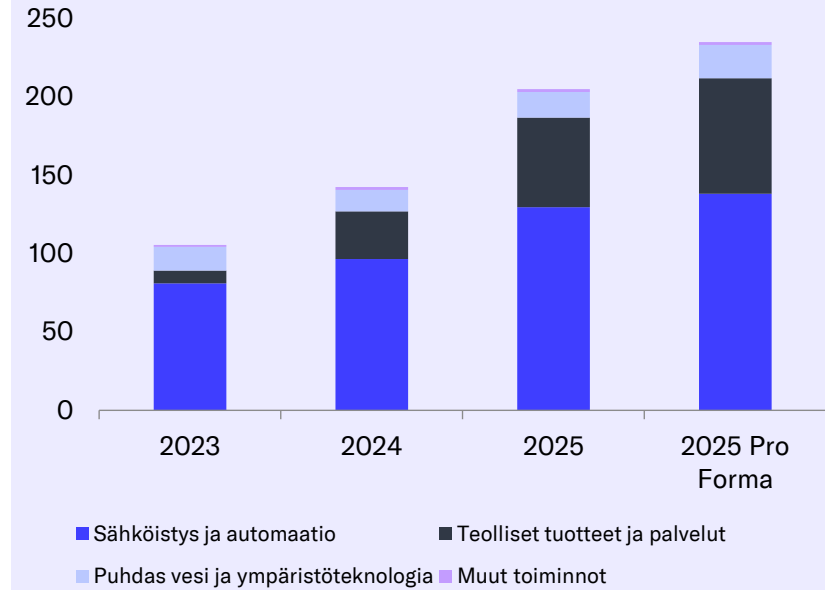
Yhtiöllä on kolme liiketoimintasegmenttiä Sähköistys ja automaatio, Teolliset tuotteet ja palvelut, Puhdas vesi ja ympäristöteknologia. Tämän lisäksi Muut segmentti on raportoitava segmentti, joka sisältää konsernin kulut sekä pääsegmentteihin kuulumattomat omistukset. Aurooran liiketulos noudattaa selkeää kausiprofiilia: Q1 on heikoin kvartaali, Q2 jo selvästi parempi ja Q3 ja Q4 ovat vahvimmat kvartaalit. Kausiluontoisuus heijastaa erityisesti sulan maan kauden merkitystä useille konserniyhtiöille. Rahavirran profiili poikkeaa jonkin verran tuloskehityksestä: vaikka toinen vuosineljännes on jo tuloksellisesti selvästi ensimmäistä vahvempi, käyttöpääomaa sitoutuu Q2:lla kasvavan liiketoiminnan myötä. Rahavirrat kertyvät

voimakkaimmin kolmannella ja neljännellä vuosineljänneksellä toimitusten realisoituessa ja käyttöpääoman vapautuessa. Aurooran tytäryhtiöt ovat pääosin suomalaisia ja siten reilu 80 % liikevaihdosta tuli Suomesta vuonna 2025. Lukema kuitenkin aliarvioi yhtiön todellista kansainvälistä altistumista, sillä merkittävä osa yhtiöiden myymistä tuotteista päättyy asiakkaiden kautta vientiin. Noin kaksi kolmasosaa asiakassopimuksista on pitkäaikaisia puite- tai projektisopimuksia, ja yksi kolmasosaa lyhytaikaisia. Kokonaisuutena noin viidesosa konsernin liikevaihdosta muodostuu projektisopimuksista.

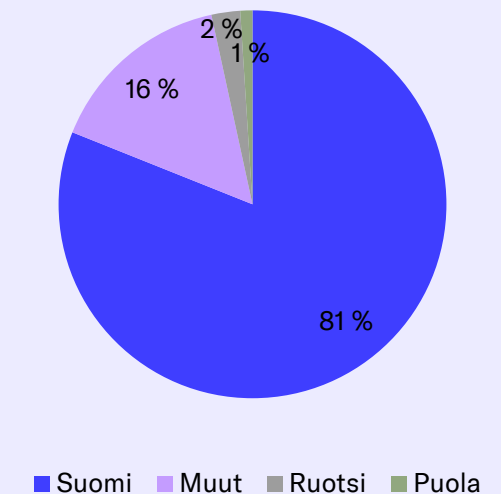
## Yritysosot liiketoimintamallin ytimessä

Sarjayhdistelijälle ominaiseen tapaan Auroora toteuttaa pitkäjänteistä osta ja kehittä -strategiaa, joka keskittyy teollisten pk-yritysten ostamiseen ja kehittämiseen. Auroora pyrkii tyypillisesti hankkimaan 100 %:n omistuksen konserniyhtiöistään. Yhtiöt toimivat itsenäisesti omalla brändillään, hallituksellaan ja johtoryhmällään. Auroora ei integroi yhtiöitä vaan tarjoaa konsernitason taloudellista tukea, ammattimaista hallintoa ja strategista ohjausta pitäen konsernitason ohjauksen rajattuna. Yhtiö pyrkii ostamaan yrityksiä, joilla on luotettava operatiivinen suorituskyky, hyvä markkina-asema ja kestävä kasvupotentiaali. Platform-ostot tuovat täysin uusia tuote- tai palvelualueita konserniin, kun taas add-on-ostot täydentävät olemassa olevia liiketoimintasegmenttejä. Yhtiö pyrkii kohdentamaan tulevat yritysostonsa kolmelle pääsegmentilleen, ja uusia platform-yrityksiä hankitaan pääasiassa Suomessa. Yhtiö voi kuitenkin tavoitella add-on ostokohteita myös muista Pohjoismaista sekä Keski- ja Itä-Euroopasta. Yhtiö on historiallisesti toteuttanut vuosittain noin 4–8 yritysostoa ja arviomme tahdin realistiseksi myös eteenpäin mentäessä.

Liikevaihto segmenteittäin (MEUR)



Liikevaihto maantieteellisesti 2025



# Liiketoimintamalli (2/3)

## Hajautettu ja pro-aktiivinen omistajuus

Aurooran liiketoimintamalli yhdistää paikallisen yrittäjämäisen vastuunoton aktiiviseen konsernitason omistukseen. Auroora edistää yhtiöiden tehokasta johtamista esimerkiksi kokoamalla kohdeyhtiölle asiantuntevan hallituksen ja tukemalla strategiaa, johtajuutta, pääoman allokoointia, kestävyysasioita, hallintotapaa ja teknologian hyödyntämistä. Sillä on käytössä johtamisjärjestelmä, joka asettaa ylätason periaatteet, suuntaviivat ja käytännöt ohjaamaan päätöksentekoa ja toimintaa.

Auroora tarjoaa yrityksensä myyville yrittäjille ja perheyhtiöille kertomansa mukaan houkuttelevan arvolupauksen: suomalainen pitkäaikainen omistus, itsenäisyys, brändin jatkuvuus, johtamisverkosto, aidosti toimitusjohtajan tukena toimiva suomenkielinen hallitus tai tilannekohtaisesti myös sujuva sukupolvenvaihdos.

Jokaisella yhtiöllä on itsenäinen hallitus, joka koostuu yhtiön edustajista, ulkoisista toimialan asiantuntijoista ja Aurooran johtoryhmän jäsenistä. Hallitusten kokoonpano erottaa Aurooran ruotsalaisista sarjayhdistelijöistä, jotka pyrkivät toimimaan selvästi kevyemmällä hallituksilla. Etuna mallissa näemme etenkin toimiala-asiantuntemuksen syventymisen sekä johdon saaman tuen strategian kehittämisessä. Tiiviin kokoustahdin (11 kertaa/vuodessa) myötä edellytykset haasteiden tunnistamiseen ja niihin reagointiin varhaisessa vaiheessa ovat myös paremmat. Haittapuolena on se, että asiantuntijahallitukset nostavat kustannuksia.

## Hyvää rahavirtaa tekeviä liiketoimintoja

Konserniyhtiöt ovat verrattain pääomakevyitä, mistä myös

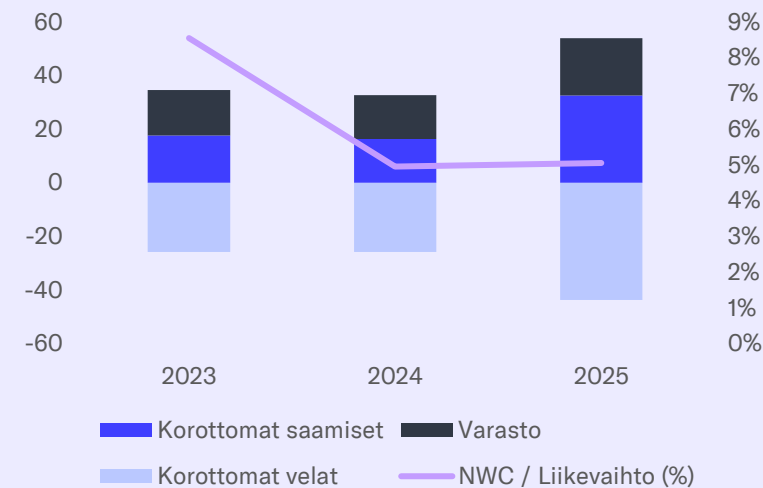
Aurooran Q1'26 (LTM) 14,5 % sijoitetun pääoman tuottokin kertoo. Yhtiön käyttöomaisuusinvestoinnit olivat noin 3,0 MEUR vuonna 2025 eli noin 1,5 % liikevaihdosta. Tämä on matala taso ja heijastelee yhtiön hajautunutta liiketoimintaportfoliota, jossa korostuvat tyypillisesti vähän investointeja tarvitsevat palvelu- ja jakeluliiketoiminnot. Yhtiöllä on myös ja valmistukseen ja kokoonpanoon nojaavia teollisuusyhtiöitä, kuten tärkein omistus Arnon, mutta myös sen investoinnit ovat suhteellisen matalat.

Aurooran nettokäyttöpääoman tarve on maltillinen, sillä se oli n. 5 % liikevaihdosta molemmilla tilikausilla 2024–2025.

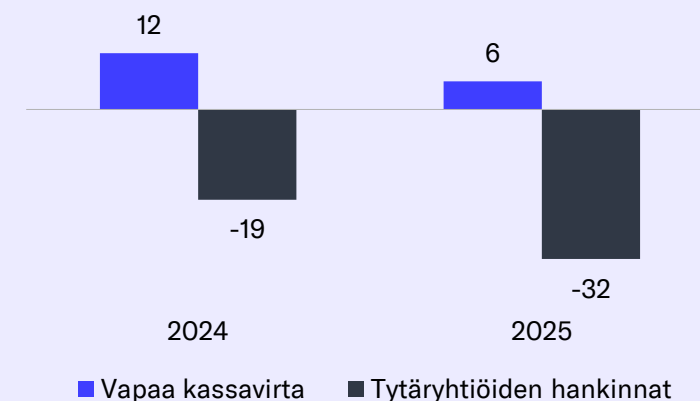
Yhtiön raportoima kassakonversio\*\* on hyvällä tasolla (83 % vuonna 2025, 186 % vuonna 2024). Vuoden 2024 erittäin korkea luku selittyi käyttöpääoman poikkeuksellisen suurella vapautumisella ja arvioimme vuoden 2025 suhteen olevan normaalimpi taso eteenpäin mentäessä. Käytännössä luku mittaa sitä, kuinka suuri osa kirjanpidollisesta tuloksesta (EBITA) realisoituu oikeaksi rahaksi (määrittely sivupalkissa). Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomata, että yhtiön raportoima luku ei sisällä vielä vuokrasopimusvelkojen lyhennyksiä (2025: 3,5 MEUR). Kun ne huomioidaan, on yhtiön nykyomistusten tuottama vapaa kassavirta laskelmiemme mukaan noin 10 MEUR/v.

Pääomakeveys ja hyvä kassakonversio vapauttavat kapasiteettia kasvun rahoittamiseen sekä orgaanisesti että yritysostojen kautta. Yhtiö kykeni etenkin vuonna 2024 rahoittamaan merkittävän osan yritysostoistaan vapaalla kassavirrallaan. Vuonna 2025 yritysostotahti kuitenkin kiihtyi ja taseen velkavipu kääntyi selvään kasvuun. Auroora tavoittelee korollisen nettovelan suhteen oikaistuun käyttökatteeseen pysymistä noin 2,0x tasolla ja vuoden 2025 lopussa suhdeluku oli 2,1x.

## Nettokäyttöpääoman kehitys (MEUR)



## Vapaa kassavirta\* vs. tytäryhtiöhankinnat (MEUR)



Lähde: Auroora, Inderes

Vapaa kassavirta\* = liiketoiminnan nettorahavirta – Investoinnit-aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin-vuokrasopimusvelkojen lyhennykset.

\*\*Kassakonversio = (Liiketoiminnan nettorahavirta – Käyttöomaisuusinvestoinnit) / EBITA

# Liiketoimintamalli (3/3)

Listautumisesta saadut noin 38 MEUR nettovarot vahvistivat tasetta merkittävästi ja suhde on nykyisellään matala 0,7x. Käytännössä listautumisvarojen, nykyisen kassavirran ja olemassa olevan velkakapasiteetin yhdistelmä luo yhtiölle arviomme mukaan hyvän pohjan tavoitellun 400 MEUR liikevaihdon saavuttamiseksi vuoteen 2028 mennessä.

## Kulurakenne koostuu suurelta osin muuttuvista eristä

Aurooran kustannusrakenne elää vuosittain hankittujen yhtiöiden mukaan. Vuoden 2025 luvuilla tarkasteltuna kustannusrakenteen suurimman erän muodostavat Materiaalit ja palvelut (126,7 MEUR tai 62 % liikevaihdosta). Ne koostuvat valmistuksessa tarvittavista raaka-aineista ja komponenteista tai eteenpäin jaeltavien tuotteiden hankinnasta sekä hankituista ulkoisista teollisista palveluista. Nämä kuluerät ovat muuttuvia kustannuksia ja niiden osalta kulupohja joustaa liikevaihdon mukana suhdanteiden yli tehokkaasti. Toisaalta näiden kulujen merkittävä osuus tarkoittaa myös sitä, että inflaatio mm. komponenttihinnoissa on keskeinen riskitekijä. Käsittelemme mukaan yhtiö on kuitenkin oppinut reagoimaan kokemaansa inflaatioon myös omassa hinnoittelussaan ripeästi. Arvioimme tähän olevan myös hyvät mahdollisuudet etenkin vahvoista kysyntäajureista nauttivalla Sähköistys ja Automaatiosegmentin markkinalla.

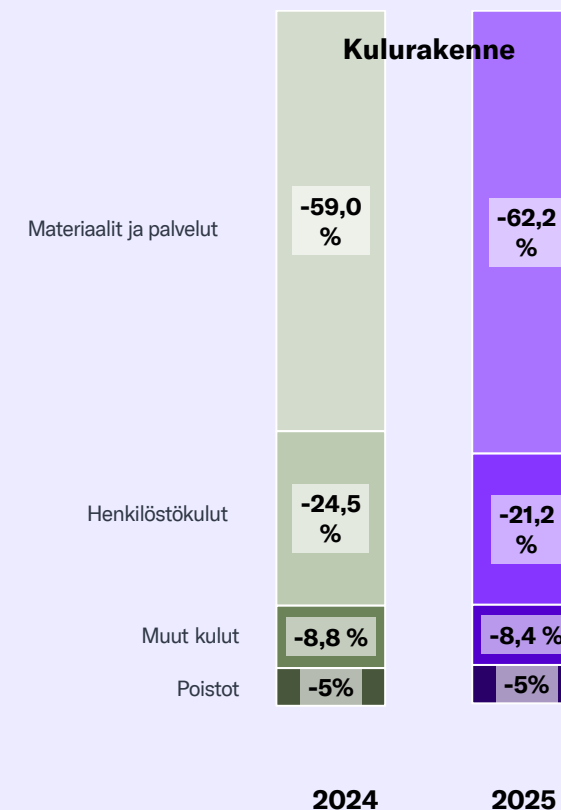
Toiseksi suurin erä ovat henkilöstökulut (43,6 MEUR, ~21 % liikevaihdosta), jotka ovat kiinteäluontoisia kuluja. Yhtiöllä on kuitenkin keinoja myös näiden kuluerien sopeuttamiseen suhdannevaihteluihin erityisesti Suomessa lomautuksia hyödyntämällä. Yhtiö pyrkiikin käsittelemme mukaan varautumaan kysynnän heilahteluihin eri liiketoiminnoissa mahdollisimman etupainotteisesti. Koko yhtiössä työskentelee yli 800 henkilöä.

Muut liiketoiminnan kulut olivat 17,3 MEUR (~8 %), johon sisältyi noin 1,1 MEUR listautumiseen liittyviä kertakuluja. Muut kulut sisältävät tyypillisiä toiminnan pyörittämisessä tarvittavia kiinteitä kuluja, kuten toimitiloihin, laitteisiin ja ajoneuvoihin, tietotekniikkaan, matkoihin, markkinointiin ja myyntiin, tutkimukseen ja kehitykseen, hallintopalveluihin ja muihin ulkopuolisiin palveluihin liittyviä kuluja.

Poistot ja arvonalentumiset ovat verrattain korkeat 11,1 MEUR (~5 % liikevaihdosta). Ne sisältävät kuitenkin merkittävästi aineettomia poistoja (5,8 MEUR), jotka ovat pääosin kirjanpidollisia hankintamenoallokointien poistoja yritysostoista. Siksi yhtiön oikaistu EBITA on arviomme mukaan perusteltu mittari tuloskehityksen seurantaan. Vuokrat näkyvät IFRS 16 -standardin mukaisesti poistoissa (3,5 MEUR) ja muut aineelliset poistot ovat alle 2 MEUR.

## Kuluissa hieman skaalautumispotentiaalia

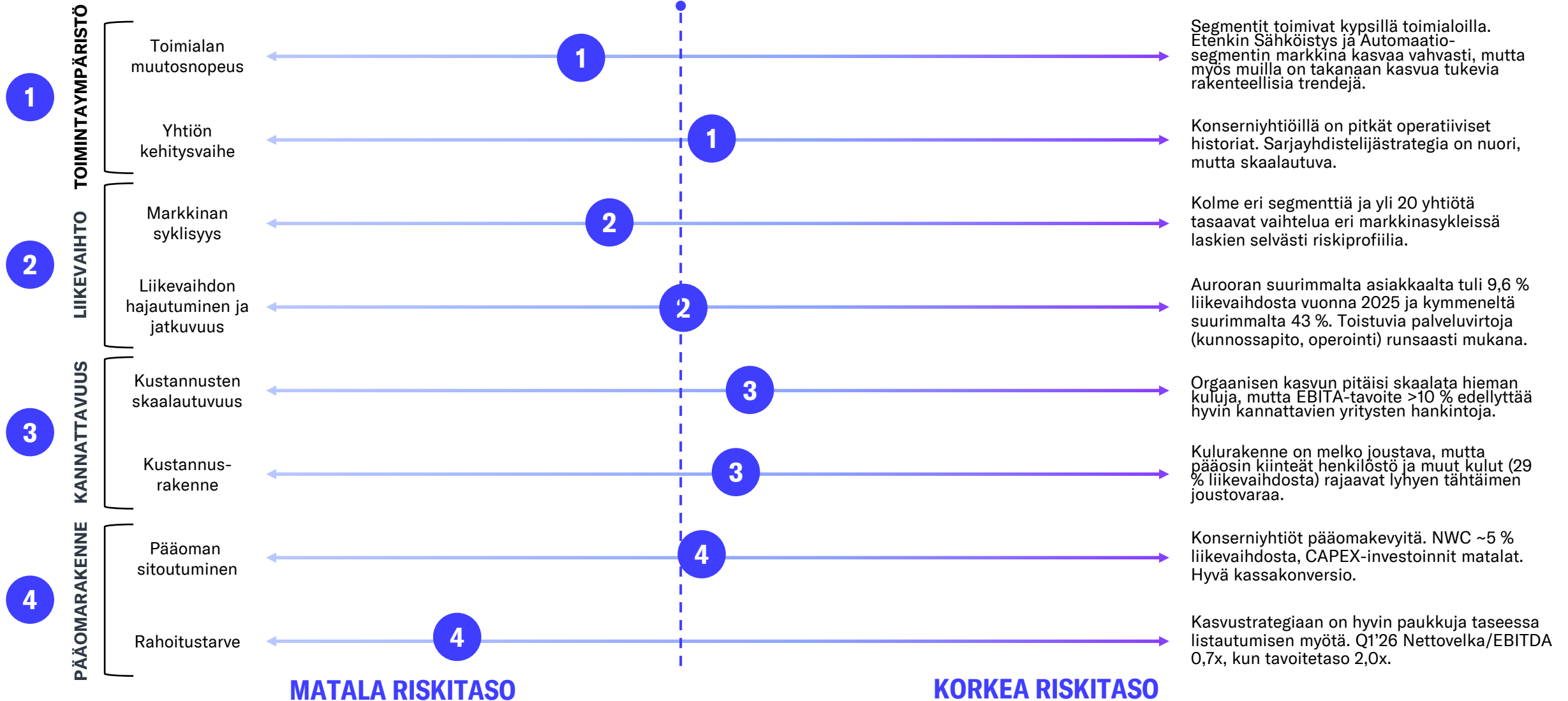
Auroora tarjoaa tytäryhtiöilleen valikoivasti keskitettyjä tukipalveluja, kuten rahoitusta ja IT-palveluita, parantaakseen kustannustehokkuutta. Näissä kuluissa voi nähdä pientä skaalautumista volyymien ja yritysryppään kasvaessa. Osassa liiketoiminnoissa, kuten jakelutoiminnassa, myös henkilöstökuluilla ja muilla kuluilla on edellytyksiä skaalautua orgaanisen kasvun myötä. Hajautetun johtamismallin ansiosta pääkonttorin henkilöstöä (11 kpl) ja M&A-kyvykkyyksiä ei arviomme mukaan tarvitse kasvattaa aivan samassa suhteessa kuin omistuksessa olevien yritysten koko ja määrä kasvavat. Tämä luo kulujen skaalautumispotentiaalia. Koon kasvaessa tulee yhtiön arviomme mukaan kyetä jalkauttamaan yritysostoprosessia myös alemmalle tasolla organisaatiossa, sillä ripeän kasvuvauhdin ylläpitäminen edellyttää kasvavalta yhtiöltä yhä enemmän vuosittaisia transaktioita.



Lähde: Auroora, Inderes

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Aurooran liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Liiketoimintasegmentit (1/5)

## Sähköistys ja automaatio on suurin liiketoiminta-alue

Vuonna 2025 Sähköistys ja automaatio -liiketoiminta-alueen liikevaihto oli noin 130 MEUR ja oikaistu EBITA-marginaali 6,4 %. Segmentissä työskenteli vuoden 2025 lopussa yhteensä 342 henkilöä kokoaikaisiksi muunnettuna. Segmentin liikevaihto koostuu pääosin tuotemyynnistä, joskin palvelut muodostavat oman osansa kokonaisuudesta. Pro forma-luvuin tarkasteltuna segmentin liikevaihto olisi ollut noin 138 MEUR ja oikaistu EBITA-marginaali 6,8 % vuonna 2025.

## Segmentti koostuu toisiaan tukevista liiketoiminnoista

Segmentin alla on viisi yhtiötä ja kuusi erillisesti johdettua liiketoimintayksikköä. Segmentin ja myös koko Aurooran näkökulmasta merkittävin yhtiö on Arnon (2024 liikevaihto: 77 MEUR). Arnon hankittiin vuonna 2017 ja sen jälkeen yhtiön liikevaihto on käsityksemme mukaan suunnilleen kaksinkertaistunut ja liikevoittomarginaali ja kassavirta ovat vahvistuneet selvästi. Arnon toimii Suomen lisäksi Puolassa ja Ruotsissa. Auroora on tukenut Arnonin kansainvälisten toimintojen laajentamista omistusaikana. Arnonin tärkeimpiä asiakkaita ja kumppaneita ovat mm. ABB, Valmet ja Wärtsilä. Arnon koostuu kahdesta eri liiketoimintayksiköstä:

**Arnon Custom Electrics Manufacturing (CEM)** tarjoaa asiakaskohtaisesti räätälöityjä sähköistyskokoontaloja ja ohjausjärjestelmiä muodostaen käsityksemme mukaan noin 75 % yhtiön myynnistä.

**Arnon Engineered Power Systems (EPS)** suunnittelee ja valmistaa sähkötehon muunnos- ja jakeluteknologiaratkaisuja meri-, kaivos-, energia- ja

teollisuussektorien asiakkaille vastaten käsityksemme mukaan noin 25 % yhtiön myynnistä.

**Sähkölandia** toimittaa erikoistuneita sähköasemiin liittyviä alihankinta-, suunnittelu-, rakentamis- ja käyttöönottopalveluja avaimet käteen -periaatteella teollisuuden, energiateollisuuden ja infrastruktuuriprojekteihin. Yhtiö hankittiin vuonna 2021 ja sen koko on pitoaikana karkeasti kolminkertaistunut. Liikevoittomarginaali on kuitenkin heilahdellut ja vuonna 2024 sen marginaali oli tarkasteluajankohdan pohjilla.

**TKF Power Quality** on loistehon kompensoinnin ja sähkönlaadun asiantuntija, jonka asiakkaita ovat teollisuus, rakentaminen, laitevalmistajat ja energiantuotanto. Yhtiö on Arnonin tytäryhtiö ja se hankittiin siten myös vuonna 2017.

## Kaksi uutta liiketoimintaa mukaan vuonna 2025

Sarjayhdistelijästrategian aikakaudella Auroora on hankkinut segmenttiin kaksi yhtiötä. Maaliskuussa 2025 yhtiö hankki **BTB Transformersin**, joka toimittaa jakelu-, teho- ja erikoismuuntajia sekä niihin liittyviä palveluja kansainvälisesti energia-, sähköverkko- ja teollisuussektoreille.

Syyskuussa 2025 yhtiö hankki puolestaan **WestimQpowerin**, joka toimittaa korkealaatuisia sähkötekniisiä tuotteita ja palveluja sekä kokonaisratkaisuja teollisuudelle, sähköurakoitsijoille, datakeskuksille, rautateille ja kiinteistöjen sähköjärjestelmiin.

Sivupalkissa olemme tarkastelleet tytäryhtiöiden julkisista lähteistä löytyvää historiallista kehitystä. Segmentin yhtiöille yhteinen nimittäjä on ollut vahva orgaaninen kasvu.

## Sähköistys ja automaatio -segmentin yhtiöiden historiallinen kasvuvauhti ollut vahvaa



Liikevaihto 2024: 77 MEUR  
Kasvu 2020-2024: 11 % CAGR  
Liikevoitto 2024: 6,1 %



Liikevaihto 2024: 15,8 MEUR  
Kasvu 2020-2024: 27 % CAGR  
Liikevoitto 2024: 7,2 %



Liikevaihto 2024: 2,4 MEUR  
Kasvu 2020-2024: 27 % CAGR  
Liikevoitto 2024: -4,1 %



Liikevaihto 2024: 21,6 MEUR  
Kasvu 2021-2024: 26 % CAGR  
Liikevoitto 2024: 5,4 %



Liikevaihto 2024: 5,9 MEUR  
Kasvu 2020-2024: 18 % CAGR  
Liikevoitto 2024: 11,5 %

Lähde: Auroora, Inderes, Finder.fi

# Liiketoimintasegmentit (2/5)

## Taustalla houkutteleva kasvumarkkina

Tytäryhtiöiden vahva historiallinen kasvu on arviomme mukaan seurausta hyvin vetävästä kohdemarkkinasta. Aurooran listautumisesitteen arvion mukaan Sähköistys ja automaatio -segmentin kohdemarkkinat voivat kasvaa seuraavien 3–5 vuoden aikana yli 10 % vuosittain. Kasvun taustalla on useita rakenteellisia muutosvoimia. Aurinko- ja tuulivoiman jatkuva kasvu edellyttää sähköinfrastruktuurin merkittävää laajentamista uusine sähköasemineen, ohjausjärjestelmineen ja sähkölaaturatkaisuineen. Myös sähköistyminen etenee samanaikaisesti liikenteessä, teollisuusprosesseissa, datakeskuksissa ja rakennetussa ympäristössä, mikä kasvattaa sähkön kokonaiskysyntää ja luo tarpeen moderneille sähköasennuksille.

Energiavarmuuteen ja verkon vakauteen liittyvät vaatimukset puolestaan ohjaavat investointeja varastoteknologioihin ja järjestelmiin, jotka parantavat verkon toimintavarmuutta. Lisäksi sähkövoimajärjestelmien digitalisaatio vauhdittaa automaation, etävalvonnan ja datapohjaisten ohjausratkaisujen käyttöönottoa. Nämä kehityssuunnat tukevat yhdessä kysyntää kehittyneille sähkövoimajärjestelmille ja palveluille.

## Yhtiöllä vakiintunut asema omilla erikoisaloillaan

Sähköistys ja automaatio -segmentin kilpailuympäristö, koostuu sekä kotimaisista että kansainvälisistä toimijoista. Kilpailun luonne vaihtelee teknisen monimutkaisuuden mukaan: yksinkertaisemmissa sovelluksissa kilpailee laaja joukko alueellisia toimijoita, kun taas vaativissa suurjännitejärjestelmissä vastassa ovat suuret kansainväliset teknologiakonsernit. Kilpailua ohjaa hinnan sijaan ensisijaisesti tekninen osaaminen, ratkaisujen

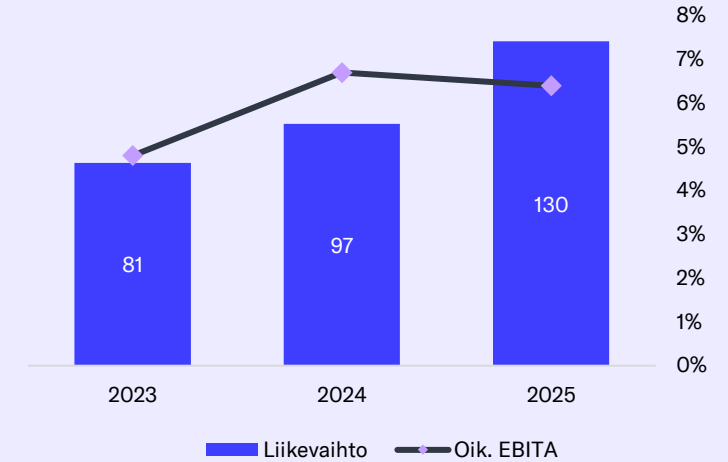
luotettavuus ja toimituskyky. Asiakkaat painottavat turvallisuus- ja sääntelyvaatimusten täyttämistä, toimitusvarmuutta sekä toimittajan kykyä tukea järjestelmiä koko niiden elinkaaren ajan. Asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkäaikaisia erityisesti järjestelmävalmistuksessa ja integraatiossa, mikä suosii vakiintuneita toimittajia ja luo markkinoille tulon esteitä. Aurooran oman näkemyksen mukaan sen konserniyhtiöillä on vahva markkina-asema omilla erikoisaloillaan, ja menestys perustuu tekniseen osaamiseen ja pitkäaikaisiin kumppanuuksiin, eikä lyhyen aikavälin hintakilpailuun. Pidämme näkemystä uskottavana yhtiöiden historiallisen kehityksen perusteella.

## Segmentin kasvunäkymät ovat varsin positiiviset

Segmentin tilauskanta vuoteen 2026 lähdeäessä oli 97 MEUR ja se kasvoi 110 MEUR:oon Q1'26:n aikana. Tilauskantaa ovat tukeneet mm. kriittiseen energiainfrastruktuuriin liittyvät ratkaisut sekä datakeskusprojektit, jotka näkyvät kasvavana aktiviteettina usean konserniyhtiön kysyntäympäristössä. Segmentti on selvästi perässä konsernitason kokonaistavoitetta, joka on ylittää 10 %:n oikaistu EBITA-marginaali vuoden 2028 loppuun mennessä.

Eteenpäin mentäessä uskomme vahvan markkinakasvun tukeman orgaanisen kasvun skaalaavan hieman segmentin kuluja. Aurooran segmenttiyhtiöt kehittävät myös uusia energiatehokkaita teknologioita, joista on mahdollista saada parempi kate. Mielestämme segmentin EBITA-marginaalin yltäminen noin 7 %:n tasolle olisi jo hyvä suoritus liiketoiminnan painottuessa suunnitteluun, kokoonpanoon, jakeluun sekä projektiliiketoimintaan.

## Sähköistys- ja automaatio



Lähde: Auroora, Inderes

# Liiketoimintasegmentit (3/5)

## Puhdas vesi ja ympäristöteknologia pienin segmentti

Puhdas vesi ja ympäristöteknologia on Aurooran pienin, mutta strategisesti kiinnostava liiketoiminta-alue.

Liiketoiminta-alue muodostuu vedenpuhdistuksen, jätevedenkäsittelyn ja kiertotalouden teknologioihin ja palveluihin erikoistuneista liiketoiminnoista. Vuonna 2025 segmentin liikevaihto oli noin 16 MEUR ja EBITA-marginaali -0,9 %. Segmentti on siis toistaiseksi tappiollinen, mutta pro forma -luvuin tarkasteltuna liikevaihto olisi ollut noin 21 MEUR ja EBITA-marginaali 2,0 % vuoden 2026 alun Rasmix-hankinnan tukiessa lukuja.

Segmentin tilauskanta oli vuoden 2025 lopussa 29 MEUR ja se nousi Q1'26 37 MEUR:oon Haapaveden jätevedenpuhdistamon operointisopimuksen jatkon myötä. Sopimuskanta heijastaa segmentin monivuotisia palvelusopimuksia ja tukee rahavirtojen ennustettavuutta. Rasmix-kaupan jälkeen noin puolet segmentin liikevaihdosta tulee palveluista ja puolet tuotteista. Segmentissä työskentelee 65 henkilöä kokoaikaisiksi muunnettuna. Asiakaskunta on laaja ja kattaa kunnat, teollisuuslaitokset, kiinteistönomistajat, biopolttoaineiden valmistajat sekä kuljetusalan toimijat.

## Segmentti koostuu kuudesta liiketoiminnasta

Segmentin taloudellisesti merkittävin (2024: liikevaihto noin 7 MEUR) on Operon Finland, mutta sen kansainväliset operaatiot (Operon International) ovat painaneet marginaaleja selvästi. Yhtiön toiminta jakautuu kahteen liiketoimintaan **Operon vedenkäsittelypalveluihin**, jossa se operoi ja tarjoaa konsultointipalveluja kunnallisille ja teollisille vesi- ja jätevesilaitoksille maanlaajuisesti. **Operon lietteenkäsittelypalvelut** tarjoaa lietteenkäsittelypalveluja jätevesilietteen kierrättämiseksi maanparannustuotteina.

**Vestelli ja Avalon Nordic** muodostavat yhdessä liiketoimintakokonaisuuden (liikevaihto yhteensä noin 5 MEUR), joka tarjoaa hajautettuja jätevesiratkaisuja sekä niihin liittyviä suunnittelu-, huolto- ja kunnossapitopalveluja.

**Solid Water** puolestaan toimittaa veden- ja jätevedenkäsittelyratkaisuja teollisille ja kunnallisille ostajille. Yhtiö on käsityksemme mukaan kärsinyt Aurooran yhtiöistä eniten rakentamisen vaisusta suhdanteesta vuoden 2024 liikevaihdon romahdettua 1,5 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin valahdettua syvästi tappiolle -40 %:iin.

**Smartel Electronics** on pieni (2024 liikevaihto: 0,5 MEUR), mutta erittäin kannattava yhtiö (EBIT 37 %). Se kehittää älykkäitä pinnankorkeusantureita ja vähän sähköä kuluttavia IoT-valvontaratkaisuja. **Rasmix** (2025 liikevaihto noin 5 MEUR) hankittiin tammikuussa 2026. Yhtiö on erikoistunut biohajoavien ja öljypohjaisten materiaalien, kuten käytetyn paistoöljyn, elintarviketeollisuuden sivuvirtojen keräämiseen, käsittelyyn ja hyödyntämiseen.

## Markkinan taustalla vääjäämättömiä kasvuajureita

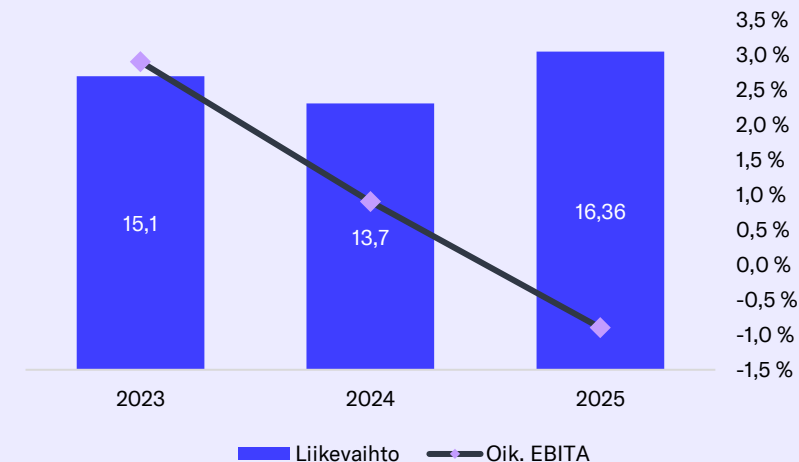
Puhtaan veden rajoitettu saatavuus luo pitkän aikavälin tarpeen tehokkaille vesi- ja jätevesiteknologioille. Kunnat ja teolliset toimijat investoivat ratkaisuihin, jotka parantavat puhdistuksen tehokkuutta ja pienentävät ympäristövaikutuksia. Kiertotalouden periaatteiden vahvistuminen luo puolestaan kysyntää teknologioille, jotka tukevat biotuotteiden tuotantoa, arvokkaiden materiaalien talteenottoa ja jätteen vähentämistä. Aurooran mukaan kysyntää tukevat lisäksi tiukentuva ympäristölainsäädäntö, mittava korjausvelka nykyisessä vesi-infrastruktuurissa ja kasvaneet investoinnit hajautettuihin ja energiatehokkaisiin vesijärjestelmiin.



Hankittu  
12/2024

Hankittu  
1/2026

## Puhdas vesi ja ympäristöteknologia



Lähde: Auroora, Inderes

# Liiketoimintasegmentit (4/5)

Puhdas vesi ja ympäristöteknologiassa kilpailukenttä on hajanainen, koostuen suurista kansainvälisistä konserneista ja pienistä paikallisista toimijoista. Menestys perustuu tekniseen osaamiseen ja luotettavaan maineeseen.

Aurooran esitteen mukaan jotkut yhtiöt ovat kohdanneet lisääntyntä kilpailua ja hinnoittelupainetta muiden toimijoiden laajennuttua segmentille rakennusalan laskusuhdanteen myötä. Arviomme mukaan markkinatrendit heijastuvat kasvuun hitaammin kuin sähköistys- ja automaatiosegmentissä, minkä vuoksi Auroora ei ole antanut numeerista arviota lähivuosien kasvusta. Segmentin historiallinen kehitys (2023–2025) on näkemyksemme mukaan ollut kasvutarinan vastainen orgaanisen kasvun puuttuessa, mutta Q1'26:lla segmentti kasvoi jälleen orgaanisesti. Näemme segmentissä potentiaalia selvästi nykyistä parempaan. Ennustamme sen yltävän pitkällä aikavälillä orgaanisesti noin 5 %:n EBITA-marginaaliin, mikä on selvästi alle konsernitason tavoitteen.

## Teolliset tuotteet ja palvelut on kannattavin segmentti

Teolliset tuotteet ja palvelut -liiketoiminta-alue muodostuu konserniyhtiöistä, jotka tarjoavat teollisia erikoistuotteita, teollista kunnossapitoa ja teknisiä palveluja valmistus-, energia- ja infrastruktuurialan asiakkaille. Liiketoiminta-alueen liikevaihto jakautuu tasaisesti: hieman yli puolet tulee tuotemyynnistä ja hieman alle puolet palveluista. Segmentissä työskentelee 345 henkilöä kokoaikaisiksi muunnettuna. Aurooran oman arvon mukaan segmentin liiketoiminnoille on ominaista toistuva kysyntä, korkea tekninen osaaminen ja pitkäaikaiset asiakassuhteet.

Vuonna 2025 segmentin liikevaihto oli noin 57 MEUR ja oikaistu EBITA-marginaali 10,9 %. Pro forma -luvuin tarkasteltuna liikevaihto olisi ollut noin 74 MEUR ja oikaistu

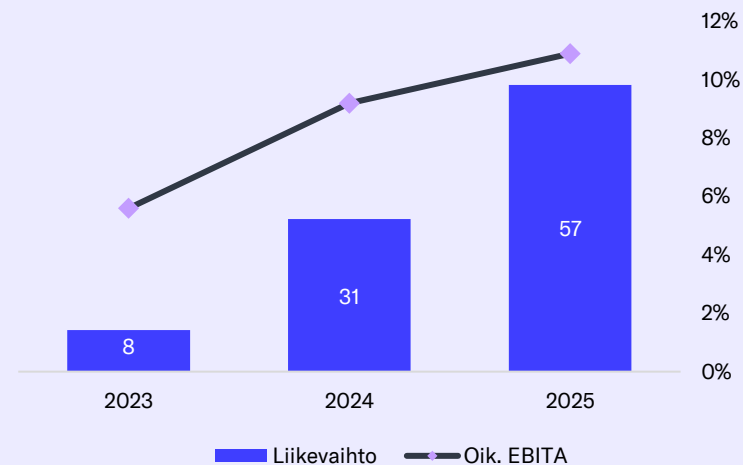
EBITA-marginaali 11,9 %, mikä vahvistaa kuvaa segmentin erinomaisesta kannattavuusprofiilista. Aurooran yritysostot ovat painottuneet voimakkaasti tähän segmenttiin, mikä näkyy liikevaihdon moninkertaistumisena (kts. kuvaaja).

## Segmentin toiminnan alla on yksitoista liiketoimintaa

**FENTEC** suunnittelee, valmistaa ja integroi älykkäitä kaupinta-, seuranta- ja automaatiojärjestelmiä kaappeihin, kontteihin ja itsepalvelupisteisiin. **Suomen Voiteluainekauppa** jakelee voiteluaineita, öljyjä ja kunnossapitotuotteita teollisuudelle sekä kuljetus-, rakennus-, maatalous- ja merialalle. **Pur-ait** suunnittelee ja asentaa aita-, portti- ja kulunhallintaratkaisuja teollisille asiakkaille. **CWP Coloured Wood Products** kehittää ja valmistaa läpivärjättyjä koivuvanereita mm. huonekaluteollisuuden ja sisustus- ja design-alan tarpeisiin. **Suomen Vuokrakontti** toimittaa modulaarisia kontti- ja työtilakonsepteja mm. teollisuuden, rakentamisen, tapahtumien ja puolustuksen sovelluksiin. **Varustelu Look** toimittaa räätälöityjä varusteluratkaisuja pakettiautoihin ja erikoisajoneuvoihin. **Rammy** suunnittelee ja valmistaa ATV- ja UTV-maastoajoneuvoihin etuasennettavia lisälaitteita. **Heatmasters** tarjoaa teollisia lämpökäsittelypalveluja ja -laitteita, joilla parannetaan asiakkaiden materiaalien lujuutta ja kestävyyttä. **Telatek Service** toimittaa teollisia laiteratkaisuja ja tarjoaa asennus-, työstö- ja kunnossapitopalveluja raskaalle teollisuudelle, energiantuotantoon ja prosessilaitoksille. **Alu-Releco** toimittaa pintakäsittely- ja fluorimuovipinnoiteratkaisuja teollisuussovellusten kestävyys- ja suorituskyvyn parantamiseksi. **HTT High Tech Technology** tarjoaa hitsaus-, kokoonpano-, metallintyöstö- ja kunnossapitopalveluja energia-, kone- ja merisovelluksiin.



## Teolliset tuotteet ja palvelut



Lähde: Auroora, Inderes

# Liiketoimintamalli (5/5)

## Etenkin tuoreimmat yhtiöt tekevät vahvaa marginaalia

Julkisten tilinpäätöstietojen perusteella segmentin myynnillinen ja tuloksellinen ankkuri on Telatek Service, jonka liikevaihto oli vuonna 2024 noin 19,1 MEUR ja EBIT-marginaali erinomainen 16,2 %. Myös vuosina 2024-2025 hankitut yhtiöt tekevät kaikki järjestäen tavoitteen mukaista yli 10 %:n EBITA-marginaalia ja yhdessä niiden tuloskontribuutio on merkittävä.

Merkillepantavaa on, että FENTEC, joka on jo Pikespon sijoitussalkun peruja sekä vuoden 2023 aikana hankittu HTT High Tech Technology tekevät selvästi tavoitteista perässä olevaa matalaa kannattavuutta. Tämä viittaa siihen, että yritysostoissa sovellettavat laatukriteerit ovat selvästi nousseet sarjayhdistelijäprofiiliin vahvistuttua.

## Markkinan kasvuajurit ja kilpailukenttä

Teolliset tuotteet ja palvelut -segmentin kysyntää tukevat erilaiset rakenteelliset trendit, kuten operatiivinen toimintavarmuus, energiatehokkuus ja kestävä toimitusketjut. Kokonaisturvallisuuden ja puolustussektorin merkityksen kasvu lisää odotuksia luotettavista palveluista ja lyhyistä toimitusajoista. ESG-vaatimukset ja vastuulliset tuotantomenetelmät kannustavat puhtaampien teknologioiden käyttöön.

Auroora arvioi, että luotettavien toimitusketjujen ja kotimaisen erikoisosaamisen arvostus on kasvanut, ja kunnossapitoinvestoinneille on teollisuudessa pysyvä kysyntä. Aurooran listalleottoesite ei anna numeerista arviota segmentin kohdemarkkinan kasvusta, mutta laskelmiemme mukaan segmentti ei ole merkittävästi kasvanut orgaanisesti. Arvioimme BKT:n kasvun olevan hyvä arvio markkinan pitkän ajan kasvupotentiaalista.

Kilpailukenttä on Teollisissa tuotteissa ja palveluissa monipuolinen ja pirstaleinen. Markkinoilla toimii teknisiä tukkuliikkeitä, maahantuojia, valmistavia yhtiöitä sekä kunnossapidon tarjoajia. Osa kilpailijoista kuuluu kansainvälisiin konserneihin tai ruotsalaisten sarjayhdistelijöiden omistukseen.

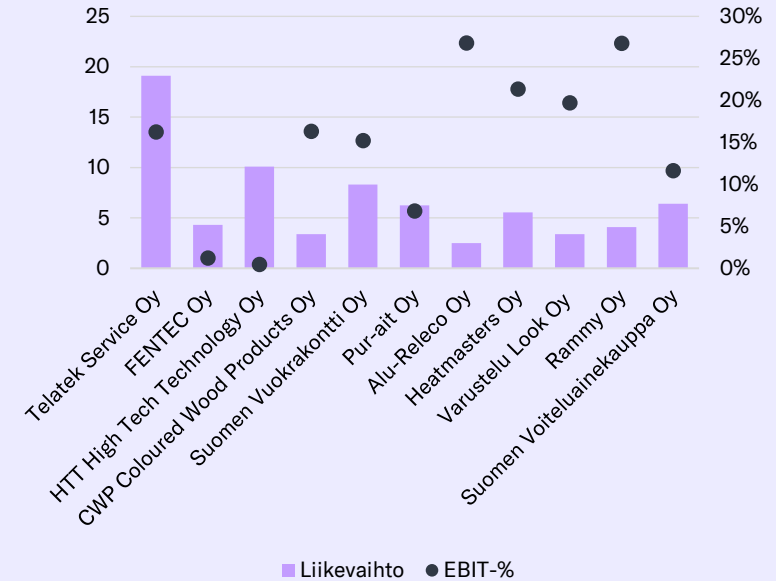
Aurooran näkemyksen mukaan sen konserniyhtiöt ovat johtavia toimijoita omilla erikoisaloillaan ja mittakaavan tai hintaperusteisen kilpailun merkitys on rajallinen verrattuna laatuun, luotettavuuteen ja kykyyn tuottaa asiakasarvoa. Yhtiö katsoo kilpailuedun perustuvan kykyyn kehittää johtavia asemia markkinoilla, joilla asiakkaat arvostavat teknistä kumppanuutta pelkkien transaktioiden sijaan. Pidämme arvioita uskottavina yhtiöiden historiallisen kehityksen perusteella. Ennustamme segmentin pidemmän ajan oikaistun EBITA-marginaalin pysyttelevän 11,5 %:n tasolla eli selvästi yli Aurooran 10 %:n tavoitetason.

## Muut toiminnot

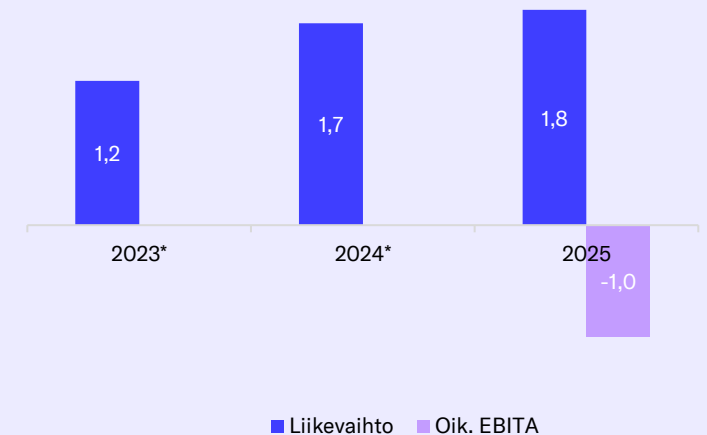
Muut toiminnot -segmentti ei ole varsinainen liiketoimintalue, vaan se kokoaa yhteen Aurooran konsernitoiminnot, osaomisteiset yhtiöt sekä muun sijoitusomaisuuden. Segmenttiin kuuluvat EV Training, joka tarjoaa valmennuskursseja opiskelijoille ja Pusatec, joka on erikoistunut joukkoliikennejärjestelmien, kassajärjestelmien, älykkäiden säilytysratkaisujen ja kulunvalvontajärjestelmien suunnitteluun ja valmistukseen.

Tilikaudella 2025 segmentin liikevaihto oli 1,8 MEUR ja kertakuluista oikaistu EBITA oli -1,0 MEUR. Tappio heijastaa ennen kaikkea konsernitason kuluja, sillä sekä EV Training (77 % omistus) että Pusatec (omistus 13 %) tekevät julkisten tilinpäätöstietojen perusteella molemmat vahvaa tulosta.

Teolliset tuotteet ja palvelut  
konserniyritysten vuoden 2024 lukuja  
(MEUR)



Muut toiminnot



Lähde: Finder.fi, Auroora, Inderes, \*Oik. EBITA ei saatavilla

# Toimiala- ja markkinakatsaus

## Suomessa laadukas yrityskauppapöytä

Aurooran yritysostomarkkinan lähtökohdan muodostaa suomalainen pk-yritysten kenttä. Yhtiön arvion mukaan tästä kentästä relevantiksi markkinaksi rajautuu noin 2 200 yritystä, joiden liikevaihto asettuu välille 1–30 MEUR ja, jotka toimivat yhtiön liiketoimintasegmenteillä. Tunnistetut kohteet vastaavat omistusrakenteeltaan ja markkina-asemaltaan sitä profiilia, jonka Auroora on yritysostokriteereikseen asettanut. Aurooran tunnistamille kohdeyhtiöille on ominaista vakiintuneet asiakassuhteet, tekninen asiantuntemus ja pitkäaikaiset omistajat. Segmenttikohtainen jakauma on seuraava: noin 800 yhtiötä Sähköistys ja automaatio -segmentissä, noin 1 200 yhtiötä Teolliset tuotteet ja palvelut -segmentissä ja noin 200 yhtiötä Puhdas vesi ja ympäristöteknologia -segmentissä. Pidämme Aurooran linjausta, jossa Suomi nähdään ensisijaisena markkinana Platform-yritysostoille realistisena ja hallittavana lähestymistapana.

## Markkina pysyy arviomme mukaan suotuisana

Aurooran kilpailee pääasiassa kolmen tyyppisten ostajien kanssa: strategiset teolliset ostajat, pääomasijoittajat, jotka keskittyvät suurempiin ja skaalautuvampiin yhtiöihin sekä muut pohjoismaiset sarjayhdistelijät, jotka käyttävät samantapaisia yrityskauppamalleja kuin Auroora.

Strategiset teolliset ostajat integroivat tyypillisesti ostamansa yritykset olemassa oleviin toimintoihinsa, tavoittelevat synergioita ja usein yhdenmukaistavat brändejä. Pääomasijoittajat tavoittelevat yleensä suurempia yhtiöitä, käyttävät enemmän ulkopuolista rahoitusta ja toimivat tiettyjen irtautumisaikataulujen mukaisesti. Vaikka esimerkiksi muut pohjoismaiset sarjayhdistelijät voivat

tavoitella samantapaisia yritysprofileja kuin Auroora, ne tyypillisesti keskittyvät eri toimialoihin ja maantieteellisiin alueisiin. Pidämme Aurooran lähestymistapaa kilpailukykyisenä: yhtiö tarjoaa jatkuvuutta brändin, johdon ja toimintakulttuurin suhteen, mikä on monille perustaja-omistajille merkittävä tekijä ostajaa valittaessa.

Suomessa toteutuneiden yrityskauppojen määrä on pysynyt vakaana viime vuosina: Aurooran mukaan kauppoja toteutui noin 920 vuonna 2025. Aurooran segmenteille ominainen pienten ja keski suurten yritysten kenttä on luonteeltaan pirstaleinen ja laajamittainen toimialakonsolidointi on vielä varhaisessa vaiheessa. Tämä on arviomme mukaan sarjayhdistelijästrategialle otollinen maaperä, koska yksittäisistä kaupoista ei muodostu erityisen kovaa kilpailutilannetta ja arvostustasot pysyvät hallittavina.

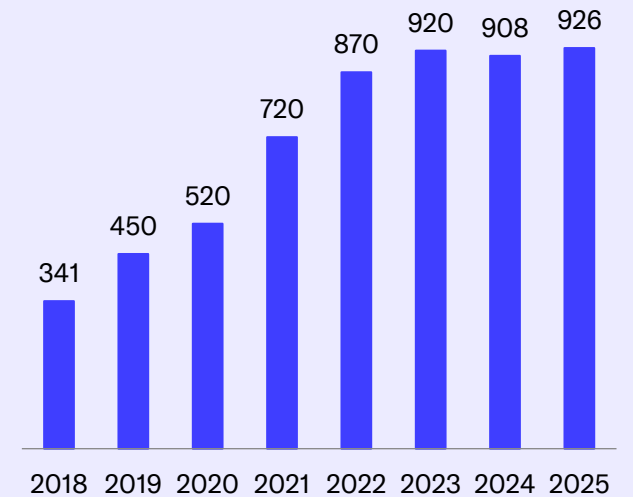
Aurooran kokemusten mukaan hintatasot ja prosessidynamiikka ovat pysyneet vakaina, joskin osana ostohintaa maksettavat lisäkauppahinnat, jotka perustuvat kohteen taloudelliseen suoriutumiseen kaupan toteuttamisen jälkeen, ovat hieman yleistyneet. Aurooran listalleottoesitteen perusteella yhtiön maksama keskimääräinen EV/EBITA-arvostuskerroin oli vuonna 2025 platform-ostoissa 5,3x ja add-on-ostoissa se oli 5,0x. Nämä ovat maltillisia kertoimia, kun samalla huomioidaan yhtiöiden laatu, josta niiden korkeat keskimääräiset EBITA-marginaalit (platform 16,1 % ja add-on 26,8 %) kertovat.

Kokonaisuutena arviomme mukaan Aurooran kohdemarkkinan rakenne on yhtiön strategian kannalta suotuisa: markkina on laaja, pirstaleinen ja omistusrakenteeltaan muutospaineessa (eläköitymiset). Tähänastiset näytöt osoittavat, että yhtiö pystyy löytämään ja toteuttamaan kauppoja johdonmukaisesti ja edullisesti.

## Potentiaaliset yritysostokohteet Suomessa (kpl)



## Yrityskauppojen lukumäärä markkinalla\*



Lähde: Inderes, Auroora ja Mergermarkets

Kaaviossa\* esitetään vuosina 2018–2025 toteutuneiden yrityskauppojen lukumäärä, joissa oli mukana suomalainen kohdeyritys, ostaja tai myyjä.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

## Strategia tähtää pitkäjänteiseen tulokasvuun

Aurooran strategia rakentuu niin sanotun osta ja kehitä -mallin varaan, jossa yhtiö hankkii operatiivisesti jo valmiiksi laadukkaita teollisia pk-yrityksiä ja kehittää niitä pitkäjänteisesti osana konsernia. Arvonluontimalli jakautuu kahteen toisiaan tukevaan komponenttiin: aktiivisiin yritysostoihin ja konserniyhtiöiden orgaaniseen kasvuun. Epäorgaaninen kasvu laajentaa pääoman uudelleensijoituspotentiaalia ja luo pohjaa tulokasvulle tilanteissa, joissa yksittäisten liiketoimintojen orgaaniset kasvumahdollisuudet ovat rajallisia.

Strategian toteuttaminen nojaa neljään operatiiviseen osa-alueeseen: aktiiviseen ostokohteiden etsintään, kurinalaiseen investointien valintaan, strukturoituun toimeenpanoon sekä pitkän aikavälin omistajuuden kehittämiseen. Näistä mielestämme kriittisin on kurinalainen investointien valinta, sillä sarjayhdistelijästrategian menestys tai epäonnistuminen punnitaan viime kädessä siinä, millaisilla arvostuksilla ostot toteutetaan ja kuinka hyvin kohteiden myöhempi tuloskehitys vastaa odotuksia.

## Selkeät kriteerit ohjaavat pääoman allokointia

Yritysostokohteille on asetettu selkeät kriteerit, jotka ovat luotettava operatiivinen suorituskyky, hyvä markkina-asema ja kestävä kasvupotentiaali. Laadulliset kriteerit ovat mielestämme hyvin perusteltuja. Mielestämme jo valmiiksi hyvin kannattavien yhtiöiden ostaminen suojaa yhtiötä liialliselta riskinotolta, sillä tuloskäänteen toteuttaminen tappiollisessa yhtiössä on aina hankalaa ja riskialtista.

Ostokohteille on asetettu myös numeeriset kriteerit eli yli 10 %:n EBITA-marginaali ja yli 15 %:n sijoitetun pääoman tuotto. Kriteeristön perusteella kohteen tulos on selvästi

voitollinen ostohetkellä, joten se sisältää jossain määrin puskuria negatiivisia yllätyksiä vastaan ennen kuin tulos valahtaa tappiolle. Yli 15 %:n ROCE-tavoite kertoo siitä, että yhtiöön aiemmin sijoitetut pääomat luovat ostohetkellä arvoa. On kuitenkin syytä huomata, että yhtiö pidättää itsellään oikeuden poiketa kriteereistä vahvan strategisen yhteensopivuuden perusteella. Tämä on ymmärrettävää joustavuuden varmistamiseksi.

Käsityksemme mukaan yhtiö poikkesi yritysostokriteeristöstään BTB Transformersin hankinnan kohdalla maaliskuussa 2025. Yhtiön myyntikatteet olivat suhteellisen matalat ja siten sen EBIT-marginaali oli vuonna 2024 vain 5,4 %. Kuitenkin yhtiön strateginen yhteensopivuus muun segmentin kanssa oli mainio ja jakeluliiketoiminnalle ominaisesti myös kassavirran generointi sen verran hyvää, että hankinta oli perusteltu. BTB:n liiketoiminta on käsityksemme mukaan kehittynyt hyvin Aurooran alla.

Maksetun kauppahinnan osalta yhtiön tavoitehaarukka on 4–8x EV/EBITA-arvostuskerroin, mikä kertoo myös kurinalaisesta arvostusajattelusta. Kääntäen nämä arvostuskertoimet tarkoittavat 12,5 %-25 % sijoitetun pääoman tuottoa Aurooralle. Se on selvästi alle Aurooralle käyttämämme pääoman kustannuksen (WACC-%) ja jos ostokohteiden tulostaso säilyy vähintään ostohetken tasolla syntyy sijoitetuille pääomille korkoa korolle -efekti.

Asetettu kerroinhaarukka on linjassa muiden menestyneiden pohjoismaisten sarjayhdistelijöiden käyttämien tasojen kanssa. Viime kädessä strategian toteuttamisen onnistumisessa on kyse siitä, miten yhtiö löytää Suomesta kyseisen profiilin yhtiötä riittävän edullisesti. Arvioimme markkinaosiossa edellytysten olevan tähän hyvät ja tätä tukevat myös yhtiön historialliset näytöt.

## Yritysostoprosessi – strukturoitu ja toistuva

1

Kartoitus

Jatkuva tarkastelu, >1000 kohdetta/v, tekoälyavusteinen seulonta

2

Valmistelu

Aiesopimus, due diligence, kauppakirjaneuvottelut, hallituksen hyväksyntä

3

Toteutus

Transaktion loppuunvienti, kilpailuviranomaishyväksynät, uuden hallituksen nimitys

4

Siirtymä

Strategian päivittäminen, hallintorakenteiden yhteensovittaminen, kriittisen osaamisen siirto aikaisemmilta omistajilta jatkaville johtoryhmille

5

Kehittäminen

Aktiivinen hallitustyö, kasvualoitteet, hinnoittelun ja käyttöpääoman optimointi yrityksessä nopeita toimia, mahdolliset add-on-ostot

Lähde: Auroora, Inderes

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

## Strukturoitu yritysostoprosessi vähentää toteutusriskiä

Tyypillisenä vuotena Auroora käy läpi yli 1 000 kohdetta tekoälyä hyödyntäen, tekee noin 10–20 sitomatonta tarjousta ja toteuttaa 4–8 yritysostoa. Aurooran viisivaiheinen yritysostoprosessi on mielestämme asianmukaisesti rakennettu (kts. edellinen sivu). Muodolliset hyväksyntäprosessit ja selkeät päätöksentekopisteet vähentävät toteutusriskiä ja tukevat yhdenmukaista toimintatapaa. Erityisen positiivisena pidämme sitä, että prosessi ulottuu selvästi myös yrityskaupan jälkeiseen siirtymävaiheeseen ja aktiiviseen kehittämiseen. Juuri tässä vaiheessa luodaan tai menetetään merkittävä osa arvонуontipotentiaalista. Kooltaan yhtiö keskittyy Platform-ostoissa 5–20 MEUR:n ja Add-on-ostoissa yli 1 MEUR:n liikevaihtoluokan kohteisiin. Tämä kokoluokka on strategisesti perusteltu: kilpailu on tyypillisesti vähäisempää kuin suuremmissa kaupoissa, mikä tukee maltillisten ostohintojen saavuttamista. Maantieteellisesti painopiste on Suomessa. Mielestämme rajattu maantieteellinen fokus on tässä vaiheessa tarinaa viisas valinta resurssien ja osaamisen tehokkaan hyödyntämisen näkökulmasta.

## Taloudelliset tavoitteet poikkeavat hieman valtavirrasta

Aurooran taloudelliset tavoitteet vuoden 2028 loppuun mennessä ovat: 400 MEUR:n liikevaihto, yli 10 %:n oikaistu EBITA-marginaali, enintään 2,0x nettovelka/käyttökatesuhde sekä yli 15 %:n sijoitetun pääoman tuotto.

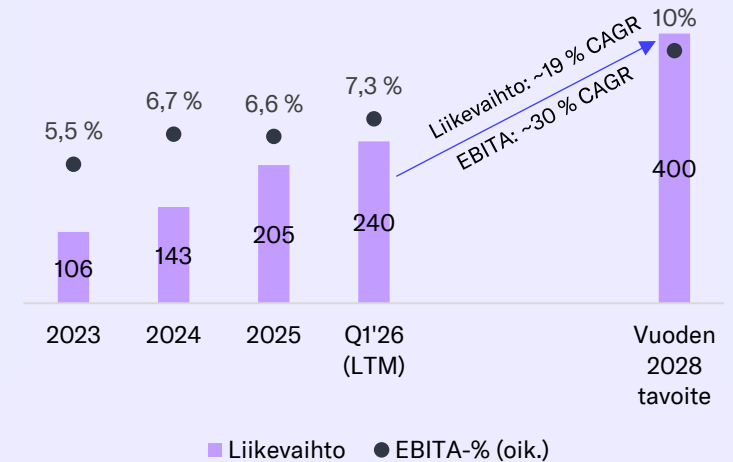
400 MEUR:n liikevaihtotavoite on kunnianhimoinen, sillä se tarkoittaa Aurooran koon noin 1,7-kertaistamista verrattuna Q1'26 LTM-liikevaihtoon. Tämä taas tarkoittaa käytännössä merkittävää yritysostotahtia, sillä yhtiön tavoite vuosittaiselle orgaaniselle kasvulle on 5-8 %. Yhtiön yli 10 %:n EBITA-marginaalitavoite on myös kunnianhimoinen, sillä

se tarkoittaa noin 30 %:n parannusta absoluuttisessa EBITA:ssa vuosittain. Marginaalitavoite on linjassa yritysostokriteerien kanssa, mikä on johdonmukaista. Riskinä marginaalikehitykselle ovat silti yritysostokohteiden valinnoissa tehtävät virheet. Arvioimme kohdeyhtiöissä saavutettavan orgaanisen kasvun toteutuessaan myös hieman skaalaavan kuluja.

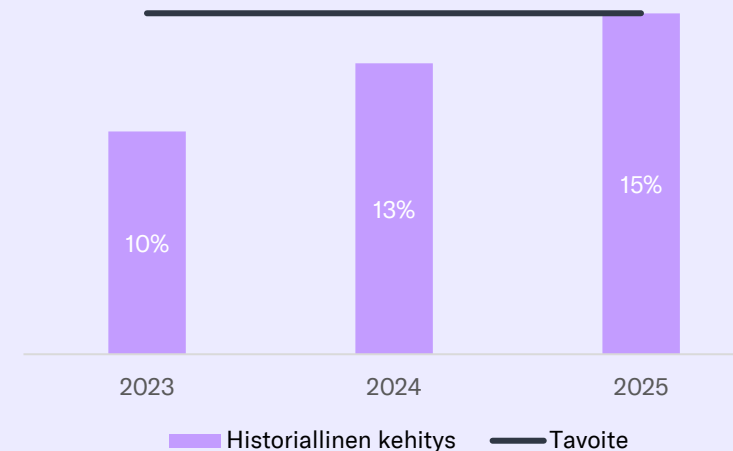
Tiettyyn vuoteen naulattu liikevaihto- ja kannattavuustavoite on verrokkisarjayhdistelijöiden kontekstissa epätyypillinen. Useimmat verrokkitavoittelevat esimerkiksi 15 %:n EBITA-liikevoiton vuosikasvua ja tähän nähden yhtiön tavoite on karkeasti kaksinkertainen. Uskomme, että annettujen tavoitteiden on tarkoitus antaa lähinnä suuntaviivaa tulevasta. Pelikirja ja kriteeristö kohti tavoitteita on nähdäksemme kunnossa. Kyse on nyt strategian toteutuksesta ja miten listautumisessa kerätyt rahat kyetään sijoittamaan seuraavan kolmen vuoden sisällä.

Sijoitetun pääoman tuottotavoite yli 15 % on mielestämme yhtiön tärkein tavoite strategian onnistumisen näkökulmasta, sillä se heijastaa sekä nykyisten liiketoimintojen tuloksentekeykyä että historiassa maksettujen ostohintojen järkevyyttä. Pidämme tavoitetta saavutettavana historiassa maksettujen arvostusten ja kriteeristön perusteella, mutta isompia virheitä ostokohteiden valinnassa se ei salli. Tavoite on linjassa verrokkien kanssa ja parhaat sarjayhdistelijät ylittävät tämän tason. Yhtiön velkaantuneisuustavoite 2,0x on hieman konservatiivinen suhteessa osaan verrokeista (tyypillinen 2,5x–3,0x), mutta pidämme sitä perusteltuna. Maltillinen velkavipu antaa Aurooralle liikkumavaraa markkinahäiriötilanteissa. Osinko on tässä vaiheessa pääoman allokoinnissa sivuroolissa, vaikka yhtiö tavoittelee sen vuosittaista kasvua nollatasolta.

## Liikevaihto- ja kannattavuustavoitteet

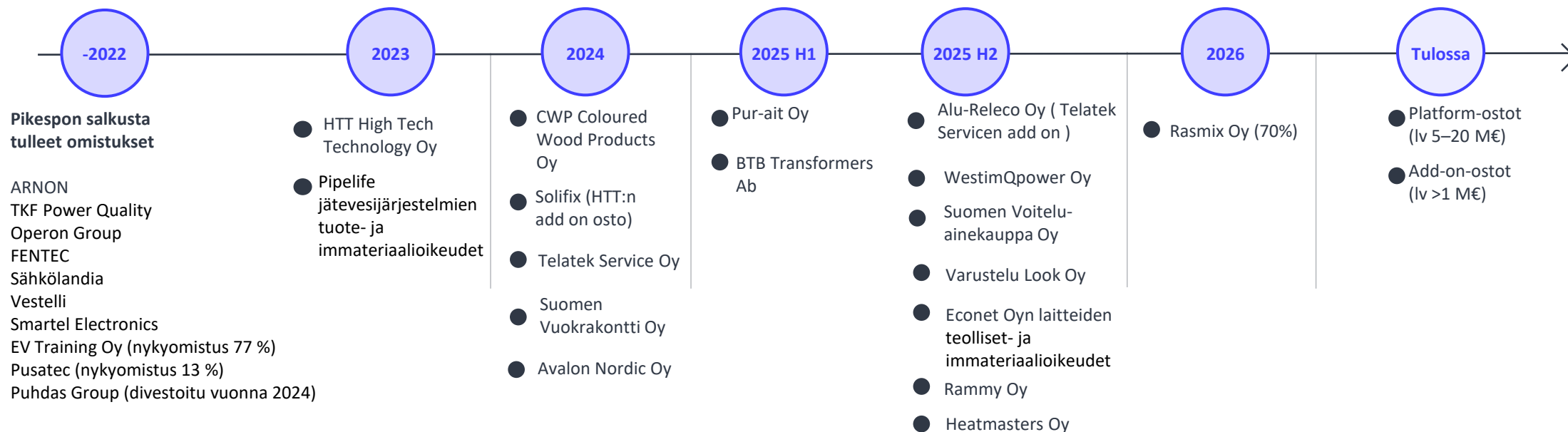


## ROCE-% kehitys



Lähde: Auroora, Inderes. Auroora määrittelee ROCE-%=Oikaistu EBITA (viimeiset 12 kk) / Oma pääoma + Korollinen nettovelka ilman vuokrasopimusvelkoja (viimeiset 12 kk keskimäärin)

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)



## Taloudellinen kehitys

Toteutunut

Keskipitkä aikaväli

Sarjayhdistelijästrategian käynnistäminen vuoden 2023 alussa

Alkuperäisten salkkuyhtiöiden omistuksen kasvattaminen 100 % ja vastineeksi annettiin Aurooran osakkeita

Vuonna 2024 viisi uutta yhtiötä ja vuonna 2025 kahdeksan uutta yhtiötä. Puhdas Groupin omistuksesta luopuminen 2024

Maksetut kertoimet maltillisia luoden hyvät edellytykset korkeille pääoman tuotoille (2025 EV/EBITA-kertoimet ~5x)

Konsernin LTM-luvut (liikevaihto 240 MEUR, oik. EBITA-marginaali 7,3 % ja pääoman tuotto (ROCE) 14,5 %) kehittymässä kohti tavoitteita.

Tavoiteliikevaihto 400 M€ vuoden 2028 loppuun mennessä yritysostojen ja orgaanisen kasvun yhdistelmällä

Oikaistu EBITA-marginaali >10 % ja sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) >15 % pitkällä aikavälillä

Kyse on nyt strategian toteutuksesta ja miten listautumisessa kerätyt rahat kyetään sijoittamaan seuraavan kolmen vuoden sisällä.

# Taloudellinen tilanne

## Taseen vastaavaa puoli

Aurooran 193,7 MEUR:n taseen vastaavaa puolen keskeiset varat ovat sen liiketoiminnan luonnetta heijastellen käyttöpääoman erät (myyntisaamiset 29,5 MEUR ja vaihtomaisuus 25,5 MEUR) sekä epäorgaanista kasvua peilaten 67,5 MEUR:n liikearvo ja aineeton omaisuus, jota oli 44,1 MEUR. Edellä mainittu erä koostuu pääasiassa yritysostojen yhteydessä konsernitaseeseen kirjatuista aineettomista hyödykkeistä.

Kiinteitä omaisuuksia ja sijoituksia taseessa oli yhteensä 20,9 MEUR. Näistä aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä oli 9,5 MEUR, IFRS 16 -käyttöoikeusomaisuuseriä noin 9 MEUR sekä sijoituksia ja pitkäaikaisia rahoitusvaroja 2,3 MEUR. Kassassa yhtiöllä oli rahavaroja 5,1 MEUR. Yhtiön Q1'26:n kassassa eivät vielä näy annissa kerätyt 40 MEUR:n bruttovarat, sillä listautuminen tapahtui huhtikuussa.

## Taseen vastattavaa puoli

Aurooran oma pääoma oli Q1'26 taseessa 61,7 MEUR. Ennen listautumista yhtiö keräsi edellisen kerran omaa pääomaa vuonna 2024 noin 8 MEUR Varman sijoittaessa yhtiöön. Kvartaalin päättymisen jälkeen oma pääoma vahvistui listautumisannissa 40 MEUR:lla.

Q1'26:n lopussa korollista pitkäaikaista velkaa taseessa oli 36,0 MEUR ja vastaavasti lyhytaikaista korollista velkaa oli 25,3 MEUR. Siten korollista nettovelkaa yhtiöllä oli 56,2 MEUR, josta 9,3 MEUR on IFRS 16 velkoja. Q1'26 lopussa nettovelan suhde oikaistuun (LTM) käyttökatteeseen oli 2,4x. LTM-luku tarkoittaa edellisen 12 kuukauden ajanjaksoa ja se sisältää hankitut liiketoiminnot siten, kuin ne olisi omistettu koko tarkasteluperiodin ajan. Kun listautumisvarat huomioidaan rahavaroissa niin nettovelat

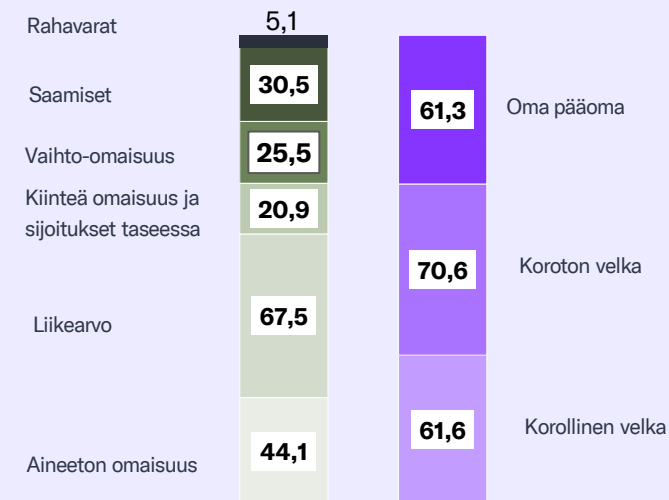
laskevat noin 16 MEUR:oon ja nettovelan suhde oikaistuun (LTM) käyttökatteeseen laskee 0,7x:ään ja selvästi yhtiön asettaman tavoitteen (< 2,0x) alle.

Korotonta velkaa yhtiöllä oli yhteensä noin 70,6 MEUR, ja sen merkittävimmät erät koostuvat ostovelosta ja muista veloista (38,4 MEUR), saaduista ennakoista (12,3 MEUR), laskennallisista verovelosta (8,1 MEUR) sekä muista pitkäaikaisista veloista (9,6 MEUR). Sijoittajan on hyvä huomata, että edellä mainittuihin korottomiin velkoihin sisältyy myös yritysostoihin liittyviä rahoitusvelkoja: kauppahintavelkoja 2,8 MEUR sekä lisäkauppahintavelkoja 11,5 MEUR, jotka arvostetaan käypään arvoon tulosvaikutteisesti. Lähtökohtaisesti pidämme lisäkauppahintoja hyvinä mekanismeina sitouttaa myyjiä ja madaltaa riskejä hankinnoissa. Ehdot pitää kuitenkin luoda niin, etteivät ne johda lyhyen ajan tuloksen maksimointiin yrityksissä pitkän ajan kasvualoitteiden kustannuksella.

## Taseen korkoa korolle mekanismi

Laskelmiemme mukaan Aurooran nykyiset liiketoiminnot tuottavat vapaata kassavirtaa noin 10 MEUR vuodessa. Nykyinen tase puolestaan mahdollistaa heti 40 MEUR:n irrottamisen kriteerit täyttäviin yritysostoihin. Kun pääomat sijoitetaan onnistuneesti uusiin yritysostoihin käyttökate kasvaa karkeasti 2 MEUR:lla jokaista sijoitettua 10 MEUR kohden. Kun vapaa kassavirta, velkakapasiteetti ja kasvava käyttökate yhdistetään ja pääoma allokoidaan onnistuneesti vuosi vuodelta, käyttökate voisi nousta pelkästään yritysostojen kautta nykyisestä 23 MEUR:sta 37 MEUR:oon vuoden 2028 loppuun mennessä. Onnistuessaan mekanismi luo kauniin korkoa korolle mekanismin, mutta korostamme, että isompia virheitä sijoituskohteiden valinnassa se ei salli.

## Q1'26 tase



Lähde: Auroora, Inderes

Q1'26-tase ei vielä sisällä huhtikuussa tapahtuneen listautumisen vaikutusta rahavaroihin ja omaan pääomaan (n. 40 MEUR kerätyt bruttovarat)

# Ennusteet (1/2)

## Ennustemalli

Auroora ei ohjeista lyhyen ajan kehitystä, vaan ohjaa odotuksia pidemmän ajan tavoitteillaan (s. 17). Lyhyen ajan ennusteille selkänöjaa tarjoaa segmenttien tilauskantojen kehitys. Ennustamme liiketoiminta-alueiden lähivuosien liikevaihtoa markkinak kasvujen sekä toteutettujen yritysjärjestelyjen pohjalta. Pidemmän aikavälin ennusteemme pohjautuvat toimialatasojen odotettuihin kasvuihin, jotka mukailevat kohdemarkkinoiden talouskehitystä ja arvioituja markkinak kasvuja. Kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun sekä kulurakenteiden kehitykseen. Pitkällä aikavälillä ennustamme kannattavuutta liiketoiminta-alueille arvioimienne marginaalitasojen kautta. Emme ole ennusteissamme huomioineet todennäköisiä uusia yritysjärjestelyjä, sillä niiden ajoitusten, kokojen ja muiden ominaisuuksien arviointi ei ole mahdollista.

Olemme huomioineet tuleviin yritysostoihin liittyvän potentiaalain Aurooralle hyväksymässämme arvostuksessa. Yritysostojen onnistuessa yhtiön kriteerien mukaisesti pidämme kokoluokan kasvattamista 400 MEUR:n liikevaihtotasolle ja lähestymistä kohti 10 %:n EBITA-tasoa pitkällä aikavälillä uskottavana nykyisen kassavirran ja vahvan taseen salliman liikkumavaran myötä.

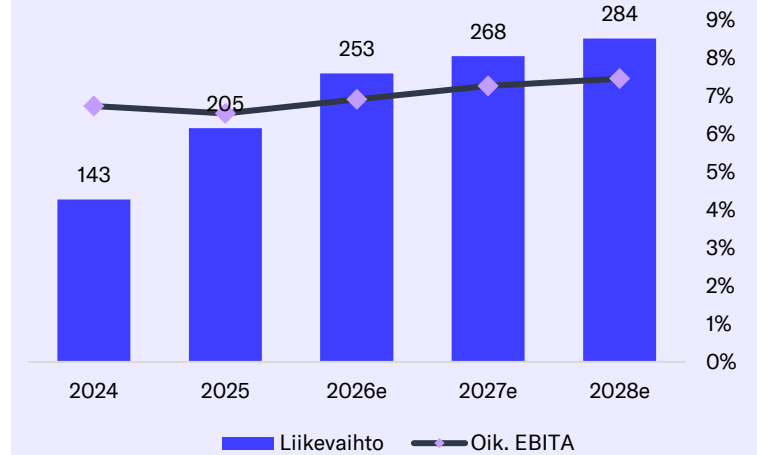
Tämä perustuu siihen, että orgaanisesti ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuoteen 2028 mennessä 284 MEUR:oon (CAGR 6 %) ja EBITA-marginaalin 7,5 %:iin. Auroora on itse kertonut tavoittelevansa 5–8 %:n vuotuista orgaanista kasvua. Pidämme väitettä uskottavana etenkin suurimman sähköistys ja automaatio -segmentin taustalla vaikuttavien vahvojen kasvuajurien myötä. Epäorgaanisen kasvun osalta kävimme sivulla 20 läpi taseen ylimääräisten

pääomien ja nykyisen vapaan kassavirran korkoa korolle ilmiötä. Karkean laskelmamme kautta arvioimme, että käyttökate voisi epäorgaanisesti vahvistua nykyiseltä tasoltaan 14 MEUR:lla vuoden 2028 loppuun mennessä, jos ylimääräiset pääomat saadaan töihin tähän mennessä. Tämä tarkoittaisi ostokohteiden yli 10 %:n EBITA-marginaalilla laskemalla karkeasti 400 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2028. Korkean kannattavuuden ostokohteiden myötä koko Aurooran EBITA-marginaali voisi nousta 8-10 %:n haarukkaan (riippuu kohteiden tarkasta marginaalista). Korostamme sijoittajille, että laskelma edellyttää, että pääomat onnistutaan allokoimaan yritysostoihin Aurooran kriteeristön mukaisesti (s. 16) ja, että kohteiden tulos pysyy vakaana myös hankinnan jälkeen. Näihin oletuksiin liittyvät myös sijoitustarinan keskeisimmät riskit.

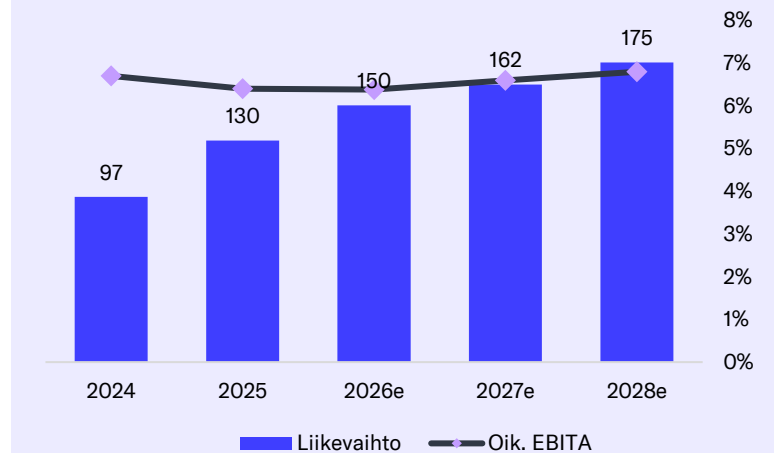
## Sähköistys ja automaatio ajaa vahva orgaanista kasvua

Vuonna 2026 Sähköistys ja automaatio segmentin ennustamme kasvavan 16 %:lla 152 MEUR:oon. Tästä kasvusta noin 11 % on orgaanista kasvua ja vuonna 2025 toteutetut BTB Transformersin ja WestimQpowerin yritysostot tuovat loput kasvusta. Kasvuennusteille tukea antaa viime aikoina hyvin vahvistunut tilauskanta (Q1'26: 110 MEUR vs. Q4'25: 97 MEUR). Segmentin oikaistu EBITA-marginaali pysyttelee ennusteessamme edellisvuoden 6,4 %:n tasolla. Pidemmällä tähtäimellä arvioimme marginaalin hieman paranevan kulujen skaalautuessa, mutta ainakin Q1'26:lla marginaali vielä heikkeni huolimatta vahvasta orgaanisesta kasvusta (Q1'26: 4,3 % vs. Q1'25: 5,2 %). Vuoden 2027 osalta ennustamme segmentin kasvavan 8 % 162 MEUR:oon ja vuoden 2028 osalta 8 % 175 MEUR:oon pitkän aikavälin rakenteellisten trendien tukemana (s. 11). Oikaistun EBITA-marginaalin ennustamme paranevan vuonna 2027 6,6 %:iin ja vuonna 2028 6,8 %:iin.

## Aurooran liikevaihto ja kannattavuus



## Sähköistys ja automaatio



Lähde: Inderes

# Ennusteet (2/2)

## Puhdas vesi ja ympäristötekniikan ennusteet

Puhdas vesi ja ympäristöteknologia -segmentissä odotamme liikevaihdon kasvavan vuonna 2026 noin 40 % 23,2 MEUR:oon. Kasvusta 9 % perustuu orgaaniseen kasvuun ja loput Rasmix-yritysostoon. Segmentin oikaistu EBITA-marginaali elpyy ennusteessamme 3,1 %:n tasolle (2025: -0,9 %), sillä Rasmix nostaa marginaaleja selvästi ja odotamme myös muilta yhtiöiltä maltillista parantamista. Kausiluontoisesti heikoimmalla Q1'26:lla segmentin oikaistu EBITA toipui jo hieman (Q1'26: -0,5 MEUR vs. Q1'25: -0,6 MEUR). Pidemmällä tähtäimellä arvioimme marginaalin paranevan myyntivolyymien jatkaessa elpymistään mm. rakentamisen maltillisen elpymisen tukiessa etenkin segmentin tuoteliiketoimintojen (Solid Water, Vestelli, Avalon Nordic) kysyntää. Vuonna 2027 ennustamme segmentin kasvavan orgaanisesti 5 % 24,4 MEUR:oon ja vuonna 2028 4 % 25,3 MEUR:oon. Oikaistun EBITA-marginaalin ennustamme paranevan vuonna 2027 4,0 %:iin ja vuonna 2028 5,0 %:iin. Segmentin tilauskanta kehittyi positiivisesti Q1'26-raportissa ja oli kauden lopussa 36,7 MEUR (+7,8 MEUR). Sopimukset ovat monivuotisia ja tilauskanta tukee etenkin pidemmän ajan ennusteita.

## Teolliset tuotteet ja palvelut ennusteet

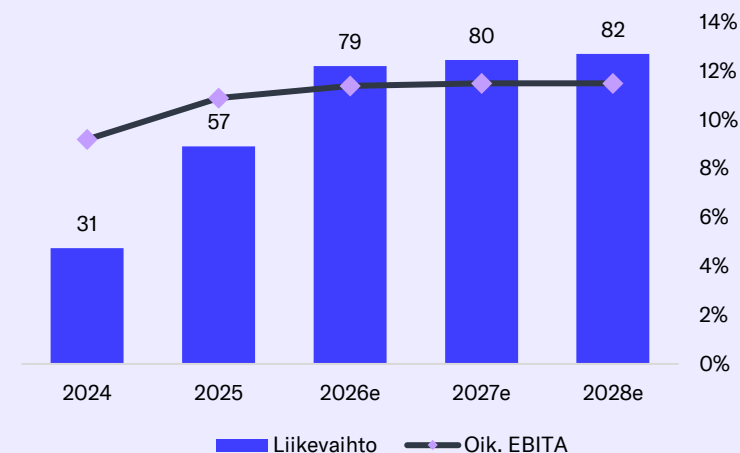
Teolliset tuotteet ja palvelut -segmentissä odotamme liikevaihdon kasvavan vuonna 2026 noin 37 % 79 MEUR:oon. Kasvusta suurin osa perustuu epäorgaaniseen kasvuun. Odotamme myös positiivista orgaanista kasvua Q1'26:n kehitystä mukaillen, mitä tukee 15,6 MEUR:oon vahvistunut tilauskanta. Korostamme kuitenkin, että liiketoimintojen luonteesta johtuen tilauskanta on rakenteellisesti muita segmenttejä pienempi ja näkyvyys perustuu siihen vähemmän. Segmentin oikaistu EBITA-

marginaali elpyy ennusteessamme 11,4 %:n tasolle (2025: 10,9 %) uusien liiketoimintojen tehdessä keskimäärin parempaa kannattavuutta kuin vanhemmat yhtiöt. Kausiluontoisesti heikoimmalla Q1'26:lla segmentin oikaistu EBITA-% toipui 2,9 %:iin (Q1'25: -4,3 %). Koko vuoden osalta emme odota kuitenkaan näin merkittävää parannusta, sillä arviomme mukaan uusista yhtiöistä Rammy tekee muista poiketen vahvaa tulosta juuri talviaikaan. Pidemmällä tähtäimellä ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosittain orgaanisesti noin 2 % ja EBITA-marginaalin pysyttelevän 11,5 %:n tasolla. Tietyissä yhtiöissä näemme marginaalissa parantamisen varaa (HTT, FENTEC), mutta keskimäärin kannattavuus on jo selvästi yli Aurooran tavoitetaso ja korkean tason säilyttäminen on ensisijainen tavoite.

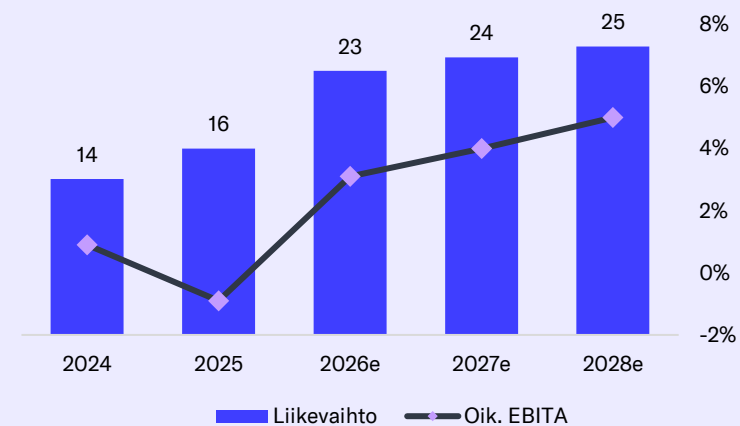
## Muiden rivien ennusteemme

Rahoituskuluennusteemme on nykyisellä kassalla noin 0,8 MEUR/v heijastellen yhtiön vahvaa tasetta ja uusittua rahoituspakettia, mutta lukuja voivat heiluttaa lisäkauppahintojen käyvän arvon määritykset. Veroasteen ennusteemme on Suomen yhteisöveron tasolla eli vuonna 2026 20 % ja sen jälkeen 18 %. Vähemmistöille kuuluvan osuuden ennustamme pysyvän maltillisena noin 0,2 MEUR:ssa vuodessa liittyen lähinnä EV Training -yhtiöön, joka tekee tuloksensa pääosin Q1:llä. Oikaistusta EPS-ennusteestamme olemme oikaisseet kertaluontoiset kulut sekä yrityskauppoihin liittyvät PPA-poistot (Purchase Price Allocation). Yhtiön pääoman tuotto tippuu hetkellisesti listautumisen vuoksi kassan paisuttua. Tämän tärkeän mittarin kehityksen määräävät tulevat yritysostot, joita ennusteemme eivät sisällä. Osinkoa ennustamme yhtiön maksavan noin 10 % nettotuloksesta ja sen rooli on tässä vaiheessa tarinaa pieni, sillä pääoman allokoinnissa korostuu kasvu.

## Teolliset tuotteet ja palvelut



## Puhdas vesi ja ympäristöteknologia



Lähde: Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>143</b>	<b>36,3</b>	<b>53,0</b>	<b>53,8</b>	<b>62,3</b>	<b>205</b>	<b>51,4</b>	<b>65,5</b>	<b>66,7</b>	<b>69,9</b>	<b>254</b>	<b>268</b>	<b>284</b>	<b>299</b>
Sähköistys ja automaatio	143	22,9	34,4	32,7	39,8	130	30,4	39,0	38,0	43,0	150	162	175	188
Teolliset tuotteet ja palvelut	0,0	9,0	13,7	16,5	18,2	57,4	15,0	20,0	22,5	21,0	78,5	80,1	81,7	83,3
Puhdas vesi ja ympäristöteknologia	0,0	3,0	4,6	4,6	4,3	16,5	4,9	6,2	6,2	5,9	23,2	24,4	25,3	26,1
<b>Käyttökate</b>	<b>11,4</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>16,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>23,6</b>	<b>26,5</b>	<b>28,6</b>	<b>30,1</b>
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>9,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>10,0</b>	<b>12,8</b>	<b>1,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>	<b>17,1</b>	<b>18,8</b>	<b>20,4</b>	<b>21,5</b>
Sähköistys ja automaatio	6,5	1,2	1,8	1,4	4,0	8,4	1,3	2,2	1,8	4,3	9,6	10,7	11,9	12,8
Teolliset tuotteet ja palvelut	2,8	-0,4	1,4	3,0	2,2	6,3	0,4	2,2	3,7	2,6	8,9	9,2	9,4	9,6
Puhdas vesi ja ympäristöteknologia	0,1	-0,6	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,2	0,6	0,4	0,7	1,0	1,3	1,3
Muut	0,2	0,9	-0,5	-0,4	-1,0	-1,0	0,4	-0,5	-0,4	-1,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
<b>EBITA ilman kertaeriä (yhteensä)</b>	<b>9,6</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>13,5</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>17,8</b>	<b>19,5</b>	<b>21,2</b>	<b>22,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,4</b>				<b>5,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>9,9</b>	<b>12,0</b>	<b>13,7</b>	<b>14,8</b>
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-3,1	-0,5				-2,3	-3,0	-0,3	-0,2	-0,2	-3,8	-0,3	0,2	0,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,0</b>				<b>3,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>11,7</b>	<b>13,9</b>	<b>15,5</b>
Verot	-0,3	-0,2				-0,9	0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-1,1	-2,1	-2,5	-2,8
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,4				-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,5</b>				<b>2,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>9,4</b>	<b>11,2</b>	<b>12,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,23</b>	<b>-0,02</b>				<b>0,38</b>	<b>0,00</b>	<b>0,10</b>	<b>0,15</b>	<b>0,17</b>	<b>0,41</b>	<b>0,49</b>	<b>0,55</b>	<b>0,60</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,07</b>				<b>0,11</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,05</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,16</b>	<b>0,31</b>	<b>0,37</b>	<b>0,42</b>

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	34,9 %					43,6 %	41,7 %	23,6 %	24,0 %	12,2 %	23,5 %	5,9 %	5,8 %	5,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	446,9 %					42,2 %	68,7 %	1663,2 %	160,1 %	-38,9 %	33,9 %	9,5 %	9,0 %	5,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	8,0 %	5,5 %	7,9 %	9,1 %	9,2 %	8,2 %	5,4 %	8,7 %	10,9 %	11,3 %	9,3 %	9,9 %	10,1 %	10,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,3 %	2,5 %	-0,5 %	3,9 %	16,1 %	6,2 %	3,0 %	6,0 %	8,3 %	8,7 %	6,8 %	7,0 %	7,2 %	7,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,5 %	-4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	-7,1 %	2,4 %	4,8 %	5,3 %	1,9 %	3,5 %	4,0 %	4,2 %

Lähde: Inderes Olemme oikaisseet liikevoitosta (oik.) ja EPS (oik.) kertaerien lisäksi arviomme PPA-poistojen määrästä. Lisäksi olemme oikaisseet käyvän arvon muutokset lisäkauppannoissa EPS (oik.) osalta.

# Tase

Vastaavaa	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>125</b>	<b>124</b>	<b>118</b>	<b>112</b>
Liikearvo	62,9	62,9	62,9	62,9
Aineettomat hyödykkeet	42,4	35,6	28,8	21,8
Käyttöomaisuus	17,1	23,2	24,1	25,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,8	1,8	1,8	1,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>57,1</b>	<b>104</b>	<b>102</b>	<b>99,9</b>
Vaihto-omaisuus	21,4	26,4	27,9	29,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	31,8	39,3	41,6	44,0
Likvidit varat	3,1	38,0	32,2	25,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>182</b>	<b>229</b>	<b>221</b>	<b>212</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>65,4</b>	<b>109</b>	<b>118</b>	<b>128</b>
Osakepääoma	0,9	0,9	0,9	0,9
Kertyneet voittovarat	18,2	23,0	31,8	42,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	44,8	44,8	44,8	44,8
Muu oma pääoma	0,1	40,3	40,3	40,3
Vähemmistöosuus	1,4	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>52,0</b>	<b>48,3</b>	<b>34,3</b>	<b>18,7</b>
Laskennalliset verovelat	7,7	7,7	7,7	7,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	38,3	31,6	17,6	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,0	9,0	9,0	9,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>64,5</b>	<b>71,3</b>	<b>68,6</b>	<b>65,4</b>
Korolliset velat	15,8	12,9	7,2	0,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	41,2	51,0	53,9	57,1
Muut lyhytaikaiset velat	7,5	7,5	7,5	7,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>182</b>	<b>229</b>	<b>221</b>	<b>212</b>

# Sijoitusprofiili

1

Yritystovetoisen kasvustrategian eteneminen

2

Lyhyt toimintahistoria sarjayhdistelijänä, vaikka alku onkin lupauksia herättävä

3

Tavoitteiden toteutuessa osakkeessa merkittävää nousuvaraa

4

Kiinnostavat liiketoimintasegmentit

5

Pääoman allokoinnissa korostuu kasvu ja osinko lähivuosina sivuroolissa

## Potentiaali

- Korkea korolle ilmiö, kun vapaata kassavirtaa allokoidaan yritysostoihin tavoitellulla yli 15 %:n pääoman tuotolla
- Listautumisesta saatujen nettovarojen (noin 38 MEUR) sijoittaminen pk-yritysten hankintoihin matalilla kertoimilla
- Nykyisten omistusten kehittämisessä onnistuminen
- Etenkin Sähköistys ja automaatiosegmentin taustalla vahvat kasvuajurit

## Riskit

- Yritystoissa epäonnistuminen
- Sopivien ja kriteerit täyttävien ostokohteiden löytäminen
- Riippuvuus Suomen talouden kehityksestä
- Liikevoittomarginaali toistaiseksi vielä parhaita verrokkeja perässä etenkin vanhempien omistusten osalta rajaten hieman suhdannekestävyyttä
- Avainhenkilöriskit hajautetusti johdetussa organisaatiossa

# Arvonmääritys 1/3

## Kertoimissa tulos pohjaisuus toimii parhaiten

Suosimme Aurooran arvonmäärityksessä tulos- ja tase pohjaisia arvostuskertoimia ja kassavirtamallia. Mielestämme käyttökelpoisimmat tuloskerroimet ovat nettotulos pohjainen P/E-luku sekä yhtiön taserakenteen paremmin huomioiva EV/EBITDA-kerroin. Absoluuttisina kertoimina olemme hyödyntäneet yhtiön nykyrakenteelle arvioimiamme neutraaleja kertoimia, jotka pohjautuvat näkemyksemme liiketoimintojen laaduista, taustalla vaikuttavista markkina-ajureista sekä kannattavuus- ja riskiprofiileista. Huomioidaksemme liiketoimintamallin arvonluontipotentialiin, olemme absoluuttisten kertoimien 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 arvostuskertoimien muutoksen ja tulos kasvun kautta, sillä odotamme pääoman allokoinnissa korostuvan epäorgaanisen kasvun myötä osinkotuoton jäävän maltillisiksi ja tuotto-odotusta vain niukasti tukevaksi komponentiksi.

## Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Aurooran hyväksyttävään arvostukseen:

**Yritysostrategian arvonluontipotentiali** on merkittävä ja yhtiön näytöt strategian toteuttamisesta ovat mielestämme kokonaisuutena kohtuullisen hyvät, vaikkakin

aikasarja on edelleen kohtuullisen lyhyt. Tase on listautumisannin jälkeen vahva, yhtiön pelikirja ja kriteeristö kunnossa ja uskomme yhtiön luovan arvoa yritysostotoiminnallaan Suomen pk-markkinassa. Pidemmällä aikavälillä onnistuneen epäorgaanisen kasvun tulisi näkyä kestävässä tuloskasvuna 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 Aurooralle tukevan perustan vapaiden kassavirtojen tehokkaalle ja omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

**Liiketoimintojen keskeisimmät kysyntäajurit ovat investointivetoisia,** mikä altistaa Aurooran talouden suhdannevaihteluille. Rohkaisevaa on kuitenkin se, että viime vuosien laskusuhdanne ei ole merkittävästi näkynyt suurimpien segmenttien (sähköistys ja automaatio sekä teolliset tuotteet ja palvelut) kehityksessä. Tämä vahvistaa käsitystämme yhtiön defensiivisestä profiilista.

Kokonaisuutena yhtiön alla olevien liiketoimintojen asiakaskunta on melko hajautunut ja laaja. Yhtiö on silti riippuvainen Suomen talouskehityksestä, sillä noin 80 % liikevaihdosta tulee Suomesta. Lukema kuitenkin aliarvioi yhtiön todellista kansainvälistä altistumista merkittävän osan tuotteista päätyessä asiakkaiden kautta vientiin.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi</b>	7,20	7,20	7,20
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	30,0	30,0	30,0
<b>Markkina-arvo</b>	216	216	216
<b>Yritysarvo (EV)</b>	222	208	193
<b>P/E (oik.)</b>	17,4	14,6	13,0
<b>P/E</b>	44,9	23,0	19,2
<b>P/Kassavirta</b>	4,4	14,4	13,3
<b>P/B</b>	2,0	1,8	1,7
<b>P/S</b>	0,9	0,8	0,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,8	0,7
<b>EV/EBITDA</b>	9,4	7,9	6,8
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,0	11,1	9,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	12,5 %	9,6 %	10,7 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,3 %	0,4 %	0,6 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/3

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

Mielestämme nykyisten liiketoimintojen arvo peilaa hyvin Aurooran 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.

Tässä kohtaa hyväksymämme kerroinhaarukka Aurooralle on (P/E 14-17x ja EV/EBITDA 9-11x). Haarukka on korkeampi kuin sarjayhdistelijä Boreolle tällä hetkellä hyväksymämme (P/E 12-15x ja EV/EBITDA 8-10x). Keskeinen ero tulee siitä, että Aurooran kohdalla hinnoitlemme myös tulevien yritysostojen arvonluontia, sillä arvioimme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet sijoittaa listautumisannissa kerätyt rahat tavoitellulla yli 15 %:n ROCE %:lla. Toisaalta yhtiön historialliset näytöt ovat vielä kohtuullisen lyhyet, joten tämä rajaa hyväksymämme haarukkaa tässä kohtaa tarinaa.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Aurooran ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2026 ja 2027 ovat 17x ja 15x, kun taas vastaavat

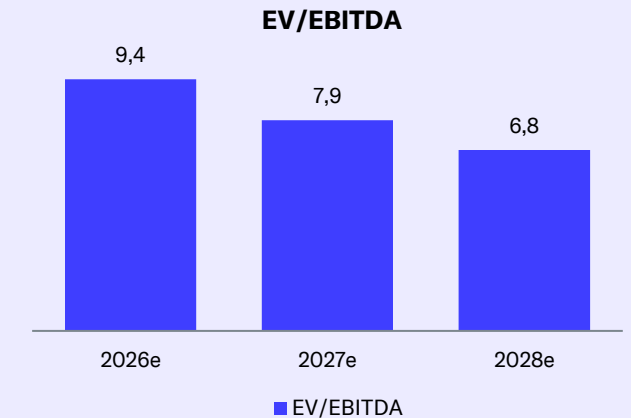
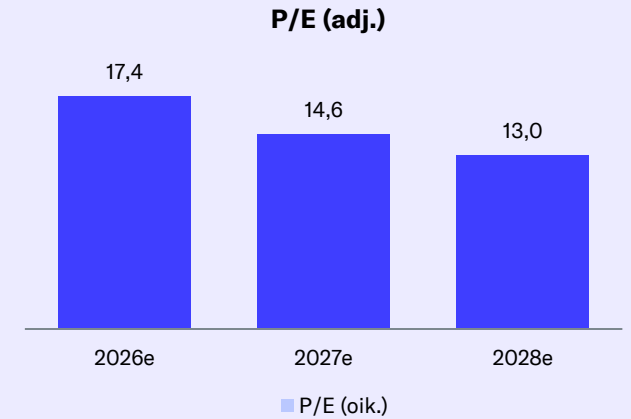
EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 9,4x ja 8x. Siten vuoden 2026e arvostuskertoimet ovat lähempänä perustellun haarukan ylälaitaa. Vastaavat vuoden 2027 arvostuskertoimet taas laskevat perustellun haarukan alalaitaan.

Kokonaisuutena näemme absoluuttisen arvostustason olevan neutraali ja pidemmällä perspektiivillä tuloskasvun läpitulo ajaa etupäässä osaketta. Tätä on hahmoteltu seuraavan sivun sivupalkin graafissa.

## Verrokkiarvostuksesta hyvä mittatikku

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

Verrokkeihin nähden Aurooraa hinnoitellaan nyt noin 30 %:n tulospohjaisella alennuksella keskeisillä vuosien 2026-2027 mediaaniarvostuskertoimilla ja pidämme tätä tasoa kokonaisuutena neutraalina. Näkemyksemme mukaan Aurooraa on perusteltua hinnoitella alennuksella verrokkiryhmään nähden, sillä yhtiön näytöt yritysostoista sarjayhdistelijänä ovat vielä verrattain lyhyet ja yhtiön koko on vielä suhteellisen pieni. Myös yhtiön EBITA-marginaali (~7 %) on keskimääräistä verrokkia (~10 %) perässä, mikä rajaa suhdannekestävyyttä ja puoltaa matalampia kertoimia.



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/3

Yhtiön nykyisellä vahvalla nettokassalla oikaistu sijoitetun pääoman tuotto on sen sijaan suunnilleen keskimääräisen verrokin (~15 %) tasolla ja sen perusteella yhtiötä voitaisiin hinnoitella myös lähempänä verrokkiryhmää. Arvostusta suhteessa verrokkeihin tukisi myös yhtiön parempi suhteellinen tuloskasvunäkymä, mikä heijastuu myös Aurooran tavoitteista (EBITA:n kasvu ~30 %:n vuodessa), kun verrokeilla tyypillinen tavoite on 15 %:n EBITA:n vuosikasvu. Tämä on osin seurausta yhtiön pienestä koosta, jolloin kokoa on alkuvaiheessa helppo kasvattaa yrityskaupoilla. 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.

## Arvostus tavoitteiden toteutuessa

Nykykurssilla laskettu Aurooran yritysarvo on noin 230 MEUR ja sijoitettu pääoma oli noin 120 MEUR Q1'26-taseessa ja listautumisannin jälkeen noin 160 MEUR. Siten nykyinen EV/IC suhde on noin 1,5x Vastaavasti, jos yhtiön ennustaa yltävän tavoittelemansa yli 15 %:n sijoitetun pääoman tuoton alarajalle, niin nykyinen tuotto-odotus asettuu noin 10 %:iin. Tämä ylittää Aurooralle soveltamamme tuottovaateen (8,5 %), joten tämä tarkastelutapa osoittaa osakkeen olevan edullisesti hinnoiteltu ROCE-% tavoitteen täytyessä. Pidämme tavoitetta yhtiölle realistisena historiallisen suoriutumisen perusteella. Jos yhtiö yltäisi vuoden 2028 lopussa tavoittelemansa 40 MEUR oikaistuun EBITA-tasoon, tarkoittaisi se nykyisellä yritysarvolla ja vuoden 2028 toteutuneella tuloksella noin 5,7x EV/EBITA-kerrointa tai noin 6x EV/EBIT (oik.) kerrointa, sillä olemme tästä luvusta oikaisseet PPA-poistot. Tavoitteiden toteuduttua pidämme

yhtiölle tässä kohtaa EV/EBIT (oik.) kerrointa 14x hyväksyttävänä ja osakkeessa olisi nykyhinnasta selvästi yli 100 %:n nousuvara kolmen vuoden periodilla. Tämä nappisuoritukseen perustuva laskelma kertoo osakkeen potentiaalista, mutta etenkin yritysostojen onnistumiseen liittyvät tarinan keskeiset riskit.

## Kassavirtapohjainen arvonnääritys

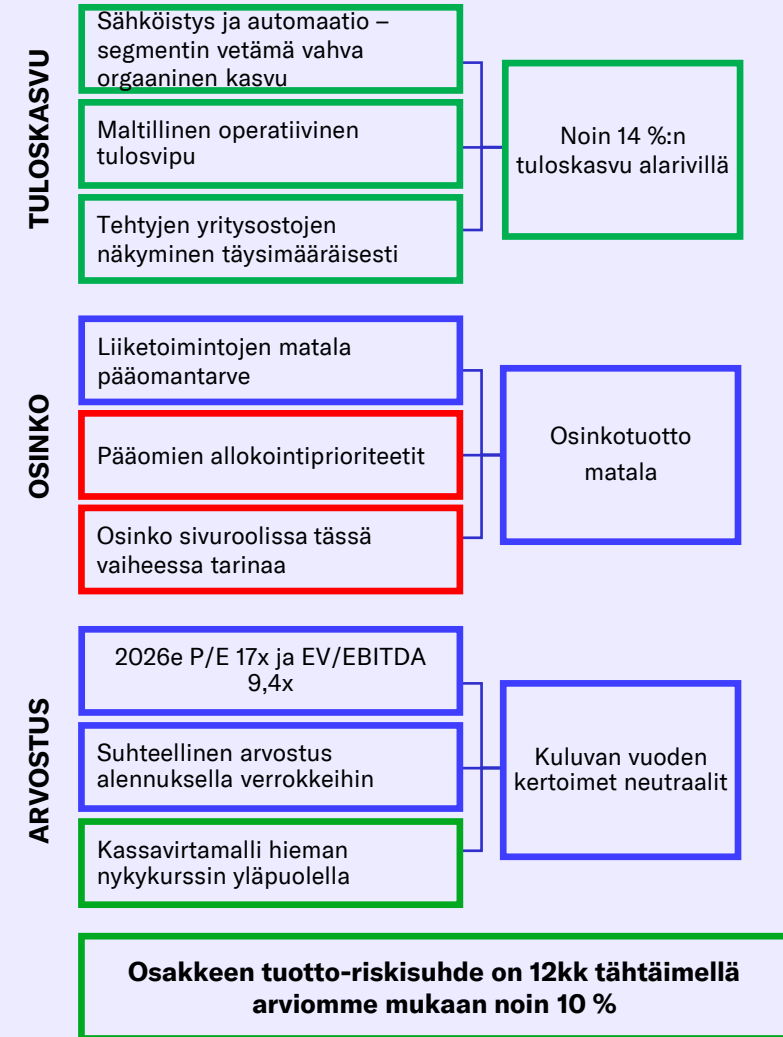
Lähestymme arvonnääritystä myös kassavirtapohjaisen mallin (DCF) kautta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on nyt 8,0 euroa. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu asettuu terminaalijaksolla 2 %:iin ja operatiivisen kannattavuuden ennusteemme on 7,0 %. Tässä kohtaa EBITA-marginaali on lähellä EBIT-marginaalia, sillä PPA-poistot vähenevät ennustejakson loppupuolella ja A-komponentti pitää sisällään enää vain hieman aineettomia liiketoiminnan pyörittämiseen liittyviä poistoja. Mallissamme terminaalijakson kassavirtojen osuus on kohtuullisella 49 %:n tasolla ja käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 %. Mielestämme kassavirtamalli toimii hyvin nykyisen liiketoimintakokonaisuuden arvottamiseen, mutta se ei huomioi epäorgaanisen kasvun potentiaalista arvonluontia.

## Sijoitusnäkemys

Aloitamme Aurooran seurannan 8,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Olemme päätyneet tähän 12 kuukauden tavoitehintaan eri arvonnääritystapojen pohjalta. Se indikoi nyt noin 10 %:n nousuvaraa, mikä ylittää yhtiölle soveltamamme pääoman kustannuksen (WACC 8,5 %). Siten pidämme sijoittajan tuotto-riskisuhdetta nykykurssilla riittävän houkuttelevana. Etenkin pidemmällä perspektiivillä näemme osakkeessa vahvaa potentiaalia. Käyvän arvon haarukkamme osakkeelle on 7,0-9,0 euroa.

## Osaketuoton ajurit 2026-2028e

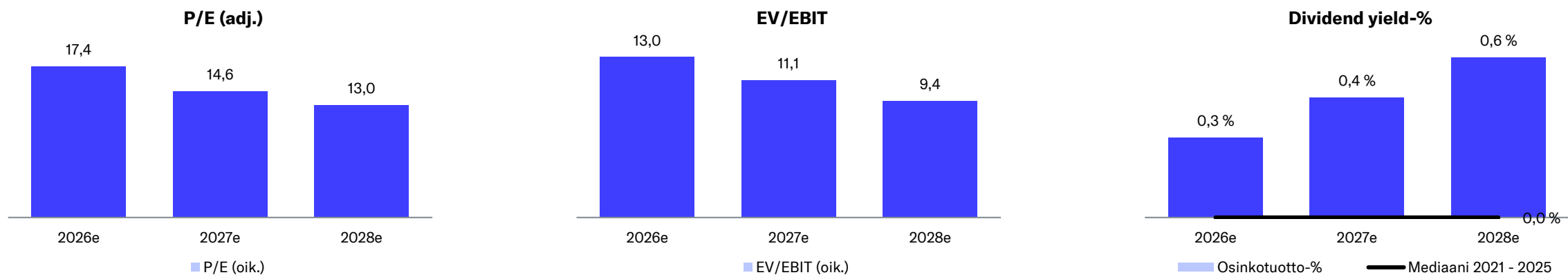
■ Positiivien ■ Neutraali ■ Negatiivinen



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi						7,20	7,20	7,20	7,20
Osakemäärä, milj. kpl						30,0	30,0	30,0	30,0
Markkina-arvo						216	216	216	216
Yritysarvo (EV)						222	208	193	177
P/E (oik.)						17,4	14,6	13,0	12,0
P/E						44,9	23,0	19,2	17,2
P/Kassavirta						4,4	14,4	13,3	12,5
P/B						2,0	1,8	1,7	1,5
P/S						0,9	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto						0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA						9,4	7,9	6,8	5,9
EV/EBIT (oik.)						13,0	11,1	9,4	8,2
Osinko/tulos (%)						12,5 %	9,6 %	10,7 %	10,0 %
Osinkotuotto-%						0,3 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
BOREO	54	109	11,5	9,5	8,8	7,7	0,7	0,6	14,2	9,3		0,5	2,1
Indutrade AB	6440	7160	18,0	16,2	13,2	12,2	2,3	2,2	22,8	20,0	1,8	2,0	3,7
Bergman & Beving AB	752	946	23,9	21,0	13,4	12,3	2,1	2,0	33,2	26,0	1,5	1,5	4,3
Momentum Group AB	529	589	22,0	19,5	13,9	12,6	2,0	1,8	27,4	24,4	1,3	1,4	6,0
Bufab AB	2066	2373	22,0	19,9	17,3	15,9	3,0	2,8	28,1	25,1	1,2	1,4	4,9
Addtech AB	8181	8751	29,6	26,0	22,9	20,3	4,1	3,7	39,1	33,4	1,1	1,2	10,5
Beijer Ref AB	5931	6905	18,7	17,3	14,9	13,9	1,9	1,8	23,4	21,0	1,3	1,4	2,7
Beijer Alma AB	1686	1958	17,4	16,5	13,4	12,4	2,6	2,5	22,4	20,4	1,4	1,6	3,7
Lifco AB	11838	12695	23,7	21,8	18,2	16,9	4,6	4,3	33,9	30,6	1,0	1,1	6,3
Lagercrantz Group AB	4890	5690	36,4	30,8	27,5	24,0	5,8	5,2	45,7	36,7	1,0	1,1	11,7
Volati AB	702	1024	22,2	18,7	13,8	12,1	1,6	1,5	15,2	12,7	2,5	2,5	3,4
Relais Group Oyj	290	548	13,8	12,7	7,5	7,2	1,2	1,2	11,6	10,8	2,4	2,6	1,7
AddLife AB	1722	2095	24,7	22,1	13,3	12,5	2,1	2,0	34,1	28,5	1,1	1,3	3,2
Addnode Group AB	602	807	13,3	11,4	7,7	7,2	1,5	1,4	14,9	12,3	2,5	2,8	2,2
Instalco AB	922	1271	15,1	12,5	9,5	8,4	1,0	0,9	15,6	12,3	2,0	2,6	2,7
Seafire AB	48	66	12,7	9,5	6,7	5,7	0,7	0,6	15,1	10,9			0,7
Sdipotech AB	658	658	8,6	7,3	6,2	5,4	1,5	1,4	18,1	15,0			2,1
Fasadgruppen Group AB	163	355	9,3	7,9	6,8	6,0	0,7	0,7	7,2	5,8			0,6
Berner Industrier	124	138	13,8	13,0	10,1	9,6	1,4	1,4	17,6	16,6	1,7	1,8	4,0
<b>Auroora Yhtiöt (Inderes)</b>	<b>216</b>	<b>222</b>	<b>13,0</b>	<b>11,1</b>	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>17,4</b>	<b>14,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>18,8</b>	<b>16,5</b>	<b>12,9</b>	<b>11,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>23,1</b>	<b>19,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>
<b>Mediaani</b>			<b>18,0</b>	<b>16,5</b>	<b>13,3</b>	<b>12,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>22,4</b>	<b>20,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>3,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-28 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-58 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-80 %</b>	<b>-72 %</b>	<b>-41 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# DCF-laskelma

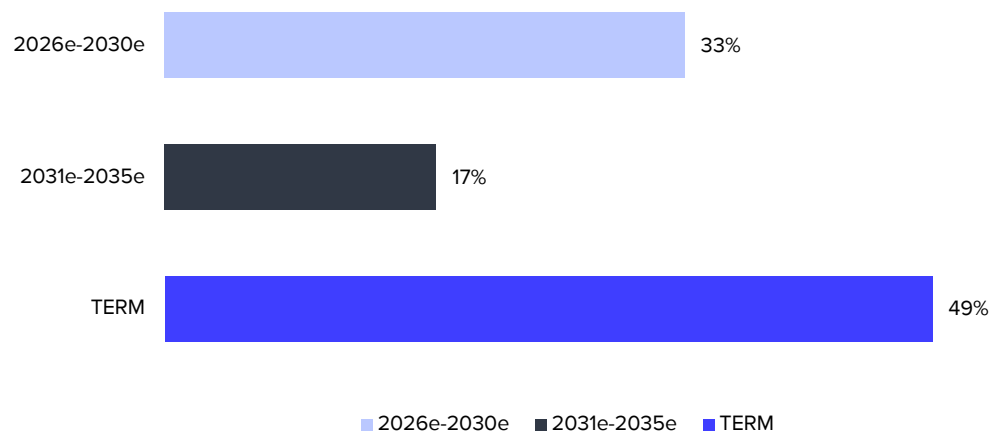
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	43,6 %	23,5 %	5,9 %	5,8 %	5,2 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	2,8 %	3,9 %	4,5 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>5,7</b>	<b>9,9</b>	<b>12,0</b>	<b>13,7</b>	<b>14,8</b>	<b>15,7</b>	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	<b>24,7</b>	<b>25,4</b>	<b>25,9</b>	
+ Kokonaispoistot	11,1	13,7	14,5	14,9	15,3	13,9	10,0	10,1	10,2	10,4	10,6	
- Maksetut verot	6,8	-1,1	-2,1	-2,5	-2,8	-3,0	-4,4	-4,6	-4,9	-5,1	-5,3	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,7	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	
- Käyttöpääoman muutos	-5,2	-2,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>17,7</b>	<b>19,1</b>	<b>23,4</b>	<b>25,1</b>	<b>26,6</b>	<b>25,9</b>	<b>28,0</b>	<b>28,8</b>	<b>29,6</b>	<b>30,6</b>	<b>31,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-135,8	-13,1	-8,5	-9,0	-9,4	-9,8	-10,2	-10,6	-11,0	-11,3	-11,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-112,1</b>	<b>9,0</b>	<b>14,9</b>	<b>16,2</b>	<b>17,2</b>	<b>16,0</b>	<b>17,8</b>	<b>18,2</b>	<b>18,7</b>	<b>19,4</b>	<b>19,8</b>	
+/- Muut	0,0	40,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-112,1	49,3	14,9	16,2	17,2	16,0	17,8	18,2	18,7	19,4	19,8	312
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>47,1</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>12,9</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>144</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		292	245	232	219	206	195	183	173	162	153	144
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>292</b>										
- Korolliset velat		-54,1										
+ Rahavarat		3,1										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>241</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,0</b>										

## 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	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

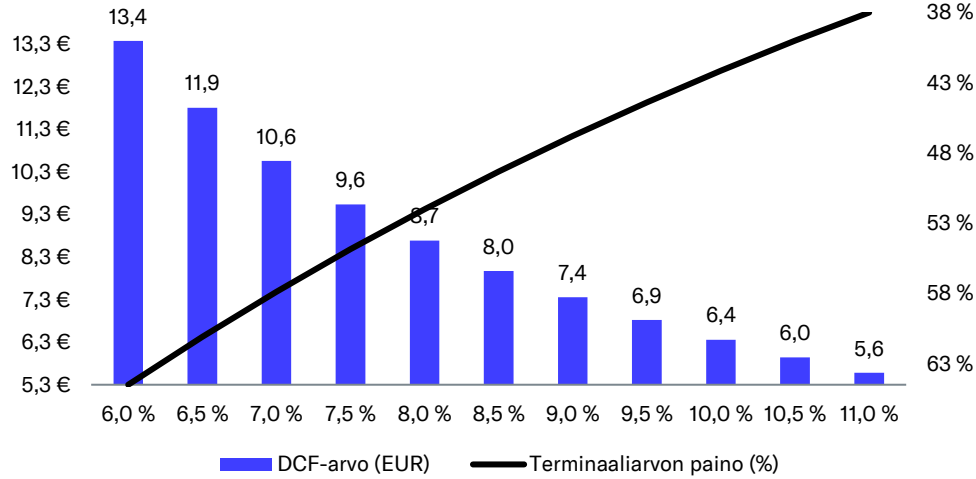
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

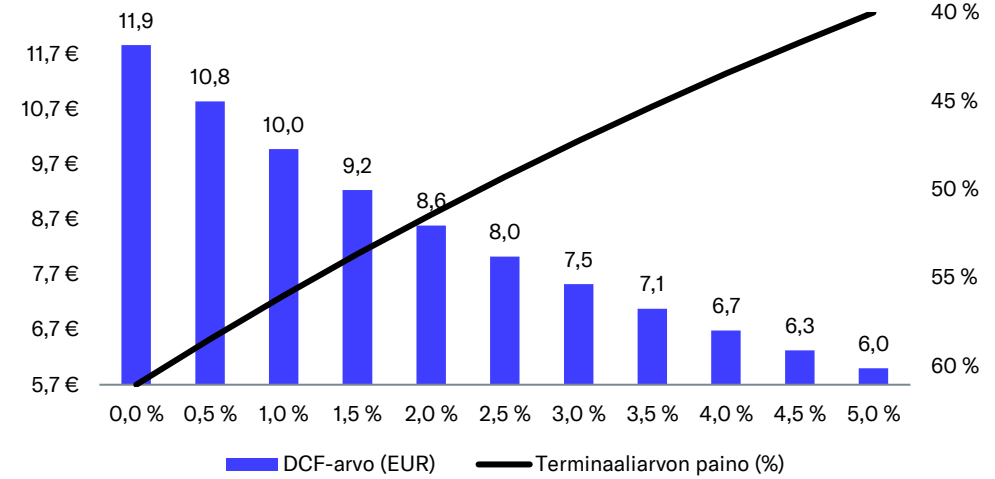


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

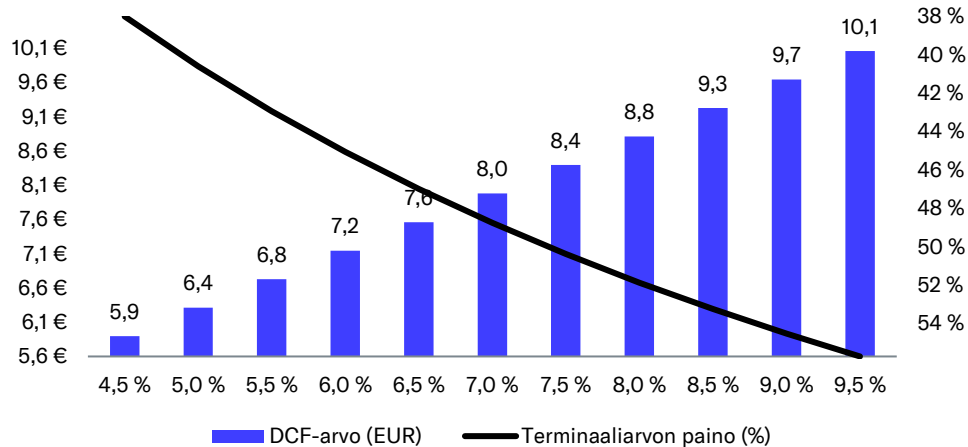
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



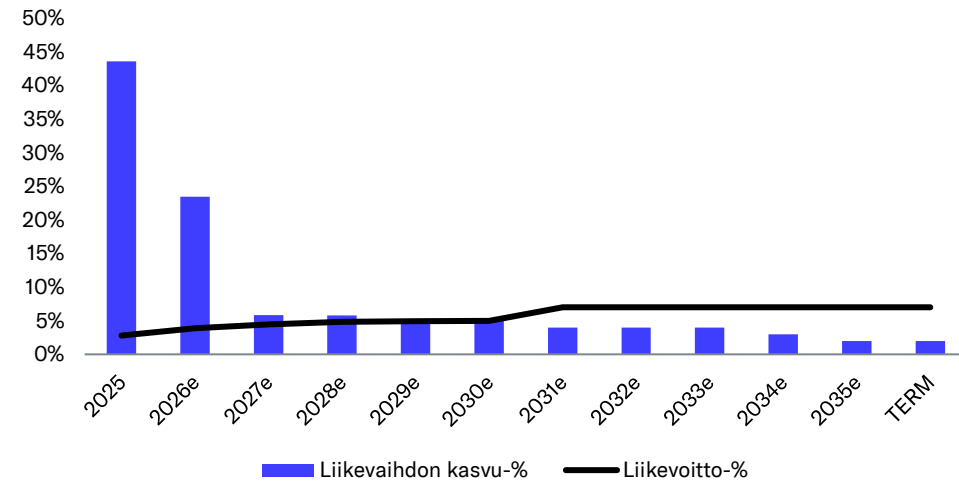
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# 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 esittäjensä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/06/2026	Lisää	8,00 €	7,20 €



# 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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde  
res.**