

TAMTRON

18.02.2025 09.00 EET



Pauli Lohi
+35845 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Kasvuhankkeet edistyvät

Arvioimme Tamtronin keskeisten kasvuhankkeiden edistyvän tulevina vuosina hieman viime vuosia ripeämmin SaaS-kasvun ja järjestelmämyynnin muodossa. Viime aikojen heikko teollinen suhdanne voisi arvioimme mukaan helpottaa asteittain vuodesta 2025 alkaen. Yhtiön hyvä kannattavuus, suotuisa kassavirtaprofiili ja edullinen arvostus tekevät osakkeesta mielestämme houkuttelevan. Toistamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 6,2 euroon (aik. 6,0 euroa).

Kokonaisvaltaisten punnitus- ja annosteluratkaisujen tuottaja

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitus- ja annosteluratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita (2024e: 65 %), elinkaaripalveluja (29 %) ja pilvipohjaisia SaaS-tiedonhallintapalveluita (6 %) useille eri teollisuudenaloille. Yhtiöllä on omaa jakelua yhdeksässä Euroopan maassa, minkä lisäksi sen tuotteita on viety yli 60 maahan jakelukumppanien kautta. Yhtiön asiakaskunta on hajautunut ja koostuu useiden eri alojen kuten jätteenkäsittelyn, kierrätyksen, metsäteollisuuden, logistiikan sekä maanrakennus- ja kaivosteollisuuden toimijoista. Tamtronilla on hyvä asema arvoketjussa, sillä sen tuotteet ja palvelut ovat asiakkaiden liiketoiminnalle kriittisiä ja asiakkaat nostavat tarkkuuden, luotettavuuden ja kestävyysden ostokriteereinä hinnan edelle. Yhtiön pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut ovat käsityksemme mukaan toimialan parhaimmistoa ja niiden myynti on kasvanut viime vuosina.

SaaS ja annostelujärjestelmät keskeisiä kasvualueita

Tamtronin keskeisiin kasvuajureihin kuuluu lähivuosina SaaS-ratkaisujen ja Lahti Precision –yrityskaupassa saatujen teollisuuden annostelujärjestelmien kaupallistaminen Suomen ulkopuolella. SaaS-ratkaisu sai kesällä 2024 vahvan referenssin Keski-Eurooppalaisesta suuresta kierrätysalan toimijasta, mikä voisi tukea myös seuraavia kasvuaskeleita. Laitemyynti on jokseenkin syklistä ja heikohko kysyntäsuhdanne lieenee painanut kokonaiskasvua hieman vuoden 2024 aikana.

Arvioimme kysynnän suunnan olevan tulevina vuosina varovaisen positiivinen. Ennustamme EBITA-kasvun olevan noin 9 % vuonna 2025 ja 6 %/v vuosina 2027-28. Tamtronin liikevaihdon kasvutavoitteet ovat selvästi meidän ennusteitamme korkeammat ja pidämme todennäköisenä että vuoteen 2027 ylettyvällä strategiakaudella tullaan näkemään lisääkin yritysostoja. Yhtiö pyrkii nostamaan EBITDA-marginaalinsa noin 16 %:iin vuonna 2027 (2024e: 11 %). Näkyvyys kannattavuuden merkittävään parantumiseen on kuitenkin rajallinen, vaikkakin yhdistyminen kotimaiseen kilpailijaan Lahti Precisioniin yrityskaupalla vuonna 2023 on nähdäksemme vahvistanut yhtiön markkina-asemaa ja operatiivista tehokkuutta.

Arvostus edullinen jo ennen kasvuhankkeiden toteutumista

Tamtronin liiketoiminta on kannattavaa, melko pääomakevyttä ja tulosprofiililtaan suhteellisen vakaata, vaikka yhtiön laitemyynti onkin sidoksissa syklisiin toimialoihin. Matala investointitarve yhdessä hyvän operatiivisen rahavirran kanssa laskee lähivuosien arvostuskertoimia melko nopeasti. Osakkeen oikaistu EV/EBIT on vuoden 2024 melko vähäriskisillä ennusteilla 10x ja vuoden 2025 piristyvää tulokasvua sisältävillä ennusteilla 9x. Osakkeen noin 15-20 %:n vuotuinen tuotto-odotus lähivuosille jakautuu tulokasvuun (6-9 %) ja vapaaseen kassavirtaan (9-10 %). Voimakkaampi arvonluonti edellyttäisi orgaanisen kasvun arvioitua vahvempaa piristymistä ja kannattavuuden parantumista, mihin käynnissä olevat kasvuhankkeet, kuten SaaS:in skaalaaminen ja annostelujärjestelmien kaupallistaminen Suomen ulkopuolella voisivat kontribuoida lähivuosina. Yhtiö ei toistaiseksi maksa osinkoa, mutta odotamme sen aktivoituvan jälleen yritysostorintamalla taseen vahvistumisen myötä. SaaS-liikevaihdon kasvun todistaminen ostetuissa kohteissa voisi tukea yritysostovetoisen strategian houkuttelevuutta, mutta rajallisen tiedon valossa emme toistaiseksi anna tälle painoarvoa arvonmäärityksessä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

6,20 EUR

(aik. 6,00 EUR)

Osakekurssi:

5,40

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	54,9	54,8	57,1	58,9
kasvu-%	48 %	0 %	4 %	3 %
EBIT oik.	4,5	4,6	5,0	5,3
EBIT-% oik.	8,2 %	8,3 %	8,7 %	8,9 %
Nettotulos	0,8	1,1	1,5	2,1
EPS (oik.)	0,3	0,4	0,5	0,5

P/E (oik.)	15,5	12,3	11,4	10,4
P/B	1,9	1,9	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,9 %	1,3 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	10,3	8,9	7,8
EV/EBITDA	8,1	7,8	6,8	6,0
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,7

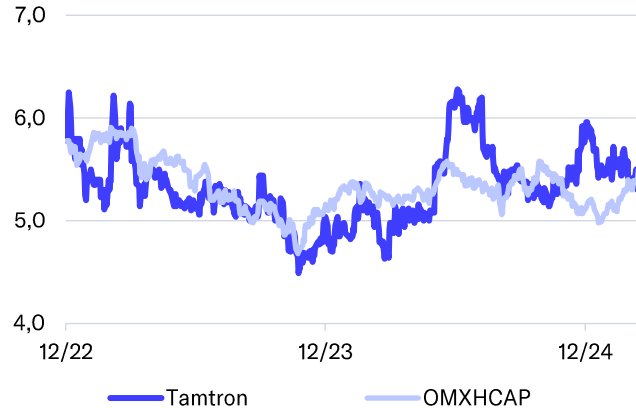
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

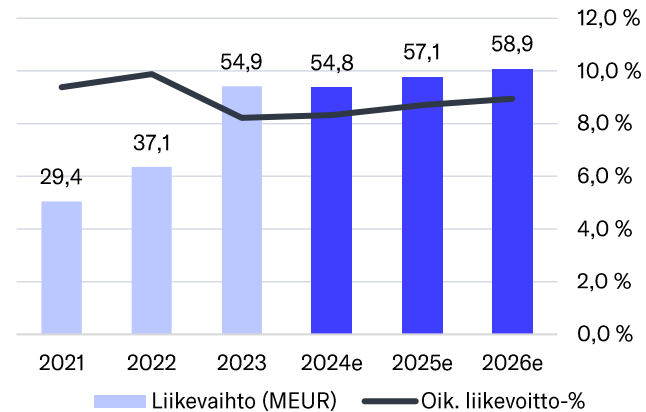
Vuoden 2024 liikevaihdoksi arvioidaan 54-56 MEUR.
Käyttökatemarginaaliksi arvioidaan 10-13 % liikevaihdosta.

Osakekurssi



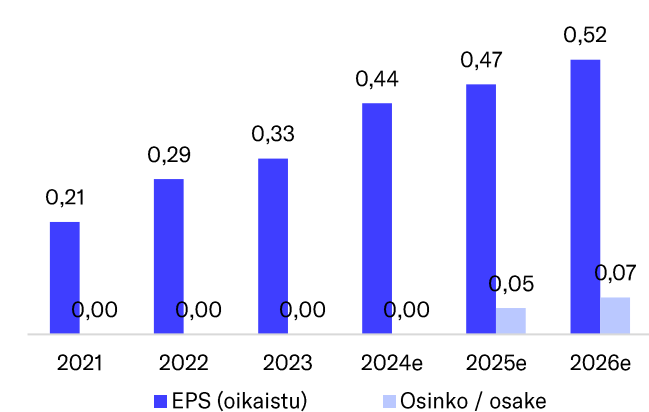
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Vahva asema arvoketjussa mahdollistaa pääomakevyeen liiketoimintamallin ja kannattavan palveluliiketoiminnan
- Pilvipohjaisten datapalveluiden penetraation kasvattaminen tukee kasvua ja parantaa kannattavuutta
- Toimialassa on potentiaalia konsolidaatiolle ja arvonluonnille yrityskauppojen avulla
- Hajautunut asiakaskunta, mutta toistaiseksi maantieteellisesti riippuvainen Pohjoismaista

Riskitekijät

- Vaakamarkkinan kasvu on maltillista ja seuraa karkeasti BKT:n kehitystä
- Laitekauppaan liittyy suhdanneriskiä
- Yritystostovetoinen kasvustrategia sitoo pääomia ja voi aiheuttaa negatiivisia yllätyksiä
- SaaS-liikevaihdon kasvuvauhdin arvioiminen on haastavaa

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,40	5,40	5,40
Osakemäärä, milj. kpl	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	39	39	39
Yritysarvo (EV)	47	44	41
P/E (oik.)	12,3	11,4	10,4
P/E	37,2	25,9	19,1
P/B	1,9	1,7	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,8	6,8	6,0
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,9	7,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	24,0 %	24,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,9 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 1/4

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

1972

Perustamisvuosi (konserni 2011)

2022

Listautuminen Helsingin pörssin First North -listalle

54,9 MEUR

Liikevaihto 2023 (kasvua 48 % v/v)

5,9 MEUR

Käyttökate (EBITDA) 2023

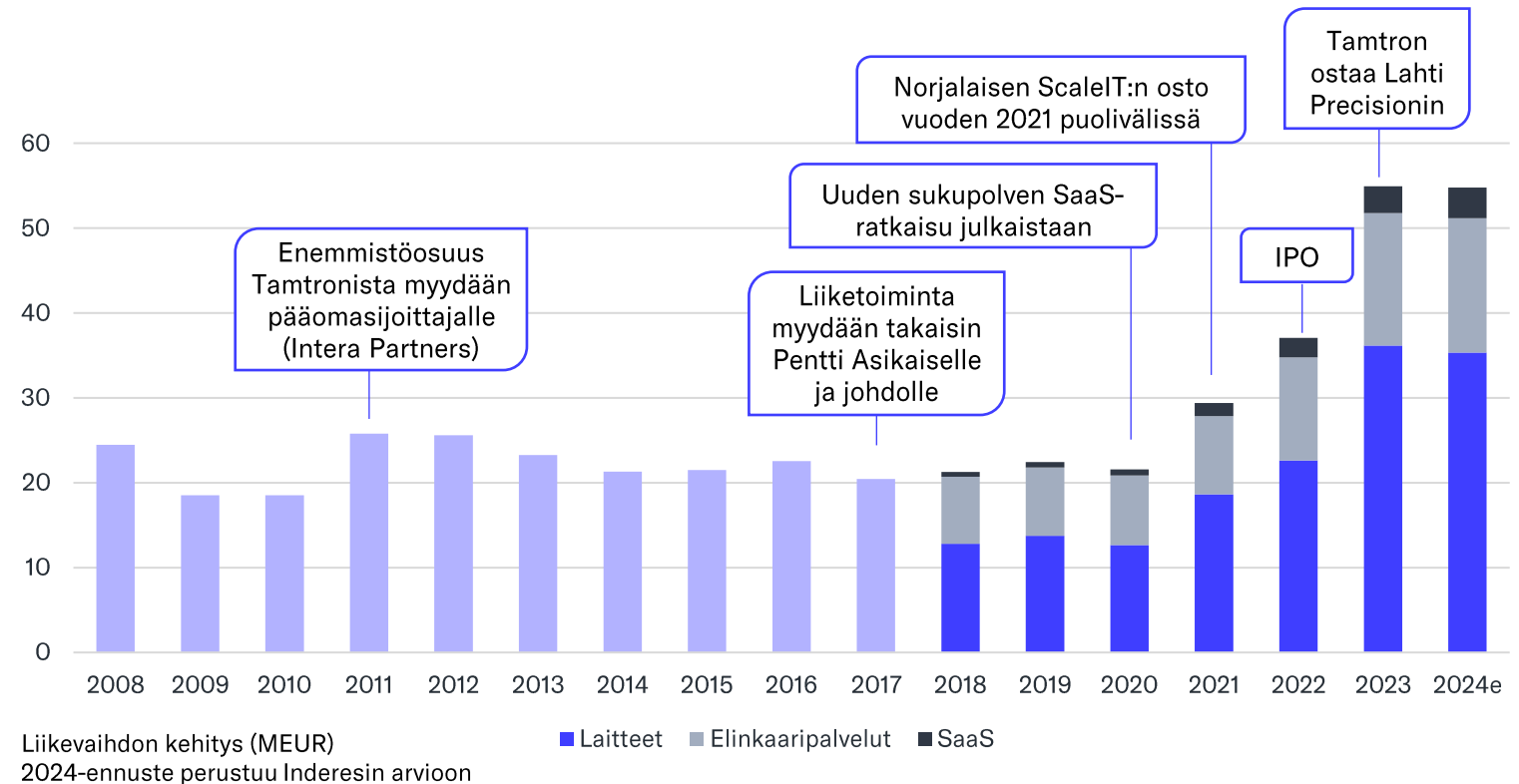
66 % / 34 %

Laitemyynnin / palveluiden osuus liikevaihdosta

277

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin H1 2024

Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia



Kannattavuus ja kassavirta kehittyneet melko vakaasti eri suhdanteissa

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 2/4

Tamtron lyhyesti

Tamtron on kokonaisvaltaisia punnitus- ja annosteluratkaisuja tarjoava yritys, joka tuottaa laitteita, elinkaaripalveluja ja pilvipohjaisia tiedonhallintapalveluita useille eri teollisuudenaloille. Yhtiön tarjoamat ratkaisut ovat kriittisessä roolissa asiakkaiden liiketoiminnan prosesseissa, minkä vuoksi niiltä vaaditaankin korkeaa tarkkuutta, luotettavuutta ja kestävyyttä. Yhtiön asiakkaisiin kuuluu toimijoita useilta eri teollisuudenaloilta, kuten metsäteollisuudesta, kaivosteollisuudesta, logistiikasta, kierrättämisestä ja jätteiden käsittelystä. Yhtiöllä on oma myynti- ja palveluorganisaatio yhdeksässä eri maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa, minkä lisäksi sen tuotteita on viety yli 60 maahan jakeluyhteistyökumppanien avustuksella. Tamtron on markkinajohtaja kohdemarkkinallaan Pohjoismaissa ja pyrkii laajenemaan Euroopassa yritysostojen sekä jakelukanavien laajentamisen avulla.

Tamtron-konsernin emoyhtiönä toimii Tamtron Group Oyj, joka nimensä mukaisesti on puhdas holding-yhtiö ja tuottaa palveluita konserniyhtiöille. Organisaatioon kuuluu kolme liiketoiminta-aluetta, jotka ovat Industrial weighing, On-board weighing ja Digital services. Konserniin kuuluu myös useita maayhtiöitä, jotka vastaavat pääasiallisesti paikallisesta jakelusta ja palveluista Suomen ulkopuolella. Konsernissa oli vuoden 2024 H1:n aikana keskimäärin 277 työntekijää. Yhtiön työntekijöihin kuuluu nykyisin jo noin 30 ohjelmistokehittäjää, joista noin 20 työskentelee yhtiön kehittyneiden pilvipohjaisten tiedonhallintapalveluiden parissa. Ohjelmistokehitysresurssit ovat tärkeä tekijä yhtiön pyrkimyksissä kasvattaa SaaS-pohjaista liikevaihtoa lisäarvoa tuovien tiedonhallintapalveluiden kautta (osuus liikevaihdosta 2021: 5 %).

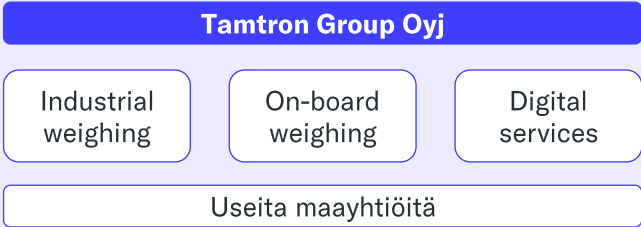
Listautumisella tuettiin yritysostovetoista kasvua

Tamtron listautui First North Helsinki –kauppapaikalle marraskuussa 2022. Listautuminen vahvisti Tamtronin tasetta ja laajensi rahoitusvaihtoehtoja yritysostovetoisen kasvustrategian toteuttamisen tueksi. Yhtiö jatkoi yritysostovetoista kasvua heti vuoden 2023 alussa ostanalla merkittävän suomalaisen kilpailijansa Lahti Precisionin (yritysarvo 9 MEUR). Tasetta vahvistettiin yrityskaupan yhteydessä 4,5 MEUR:n osakeannilla. Arvioimme yhtiön nettovelan asettuvan vuoden 2024 lopussa 7,8 MEUR:oon (1,3 kertaa käyttökate) ja nähdäksemme taseessa on varaa uusillekin yritysostoille noin 10 MEUR:n verran.

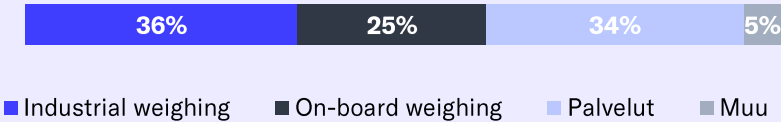
Johdossa sekä kokemusta että uusia tekijöitä

Tamtronin toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2015 alkaen Mikko Keskinen. Liiketoimintayksiköiden johdossa on tapahtunut muutoksia vuosien 2023-24 organisaatiouudistuksen myötä ja Tamtron on hankkinut johtoryhmään mm. kansainvälistä kokemusta vahvistamaan teollisuuden järjestelmämyynnin jakelun laajentamista Suomen ulkopuolelle. Yhtiön hallitukseen kuuluu viisi jäsentä ja sitä johtaa yhtiön pitkäaikaisena toimitusjohtajana vuosina 1994-2013 toiminut Pentti Asikainen. Asikaisella ei ole yhtiössä enää virallista operatiivista roolia, mutta käytännössä hän hallituksen puheenjohtajana ja pääomistajana edistää yhtiön kasvustrategian toteuttamista erityisesti yritysostoihin liittyvissä neuvotteluissa. Muita suurimpia omistajia ovat toimitusjohtaja Keskinen sekä Ensto Invest Oy, joka osallistui listautumisasiin merkittävällä osuudella. Institutionaalisten rahastojen osuus on vähäinen, mutta vuoden 2024 aikana Proprius Partners Micro Finland tuli omistajaksi Tamtroniin 1,2 %:n osuudella.

Tamtronin organisaatiorakenne

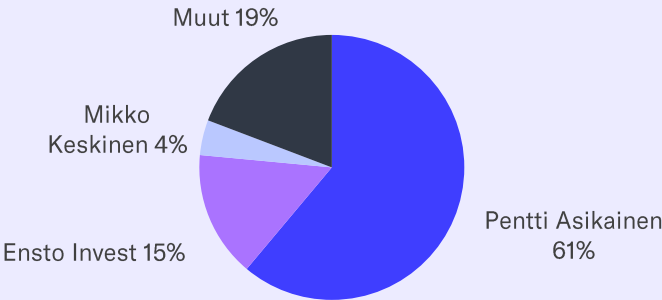


Liikevaihdon jakauma H1 2024



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

Osakkeenomistajat (12/2024)



Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 3/4

Yrityssostot vauhdittaneet kasvua 2000-luvun aikana

Nykymuotoinen Tamtron-konserni perustettiin vuonna 2011, mutta Tamtron Oy:llä on kokemusta punnitusratkaisujen tarjoamisesta jo vuodesta 1972 alkaen. Konsernin nykyinen pääomistaja ja hallituksen puheenjohtaja Pentti Asikainen osti Tamtronin osakekannan itselleen vuonna 1993, jolloin yhtiön liikevaihto oli vain 1 MEUR. Liiketoimintaa on laajennettu vuosien varrella uusille markkinoille yritysostojen avulla. Raskaiden teollisuusvaakojen jakelijan Pivotex Oy:n osto vuonna 1999 laajensi Tamtronin liiketoimintaa Itä-Eurooppaan. Vuonna 2005 Tamtron osti jakeluyhteistyökumppaninsa Vågabin ja vahvisti siten jalansijaansa Ruotsin markkinalla. Seuraavaksi vuonna 2007 oli vuorossa laajeneminen Saksaan, mikä toteutettiin perustamalla tytäryhtiö Hampuriin. Vuonna 2010 Tamtron vahvisti tuoteportfoliotaan ostamalla Ruotsalaisen tukkinosturivaakoihin erikoistuneen Korsellsin sekä tämän suomalaisen jakeluyhtiön Coolman Oy:n. Yrityssostojen ja orgaanisen laajenemisen seurauksena konsernin yhdistelty liikevaihto ylsi jo yli 26 MEUR:oon vuonna 2011.

Enemmistöosuus Tamtronin osakkeista siirtyi Intera Partnersille vuosiksi 2011-17, mutta tuon ajanjakson aikana yhtiön liikevaihto ja käyttökate laskivat. Intera Partners myi liiketoiminnan takaisin Pentti Asikaiselle ja johdolle vuonna 2017, minkä jälkeen liikevaihto on kasvanut jälleen niin yritysostojen kuin orgaanisenkin kasvun vetämänä. Vuonna 2018 Tamtron osti tanskalaiselta INS-Europelta trukkiavaateknologiaa ja patentteja täydentääkseen tuotevalikoimaansa. Kesäkuussa 2021 toteutunut norjalaisen ScaleIT-yhtiön osto nosti Tamtronin Pohjoismaiden markkinajohtajaksi. Huhtikuussa 2022 Tamtron osti pienen tanskalaisen jakeluyhtiön Jydsk Vægtfabrikin, jonka 2021 liikevaihto oli 1 MEUR. Tamtronin

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

Lahti Precisionin osto merkittävä kasvuaskel

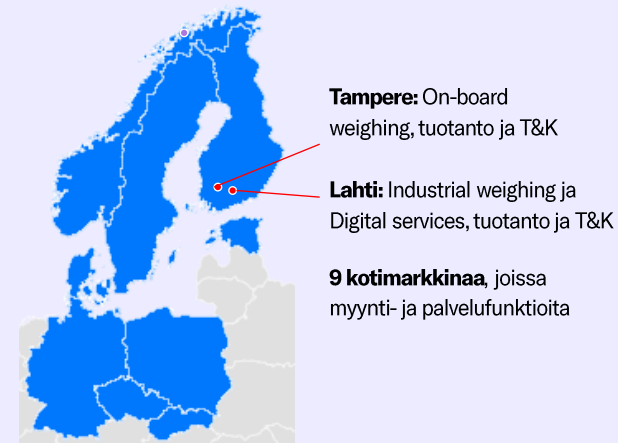
Tamtron toteutti maaliskuussa 2023 historiansa suurimman yritysoston ostamalla kotimaisen kilpailijansa Lahti Precisionin, joka teki 17 MEUR:n liikevaihdolla 1,9 MEUR:n käyttökatteen vuonna 2022. Kaupan velaton hinta oli 9 MEUR ja arvostus 2022 EV/EBIT-kertoimella 6,1x. Yritysosto vahvisti Tamtronin markkina-asemaa raskaan kaluston vaakojen sekä digitaalisten palveluiden osa-alueilla. Lisäksi yhtiö sai uuden tuotealueen teollisuuden annostelujärjestelmistä, minkä myötä ratkaisuvälikoima laajeni ulkoisten materiaaalivirtojen mittaamisesta tehtaiden sisäisissä prosesseissa käytettäviin laitteisiin.

Tamtron käynnisti yritysoston jälkeen mittavan integraatioprosessin, jonka myötä organisaatio sai uuden rakenteen, päällekkäisiä tuotealueita virtaviivaistettiin ja toimintoja sekä tietojärjestelmiä yhtenäistettiin. Suomen yhtiöissä otettiin käyttöön yhteinen ERP-järjestelmä vuoden 2024 aikana, minkä lisäksi yhtiö on myös ottanut käyttöön koko konsernin yhteisen CRM-järjestelmän. Tuotanto- ja tukiprosessien tehostamisen ohella yhtiö on tehnyt valmisteluja Lahti Precisionilta perittyjen annostelujärjestelmien kansainvälisen myynnin käynnistämiseksi ja rekrytoinut alan myyntiosaajia useissa Euroopan maayhtiöissään.

Talouden sykleillä on ollut vaikutusta myyntiin

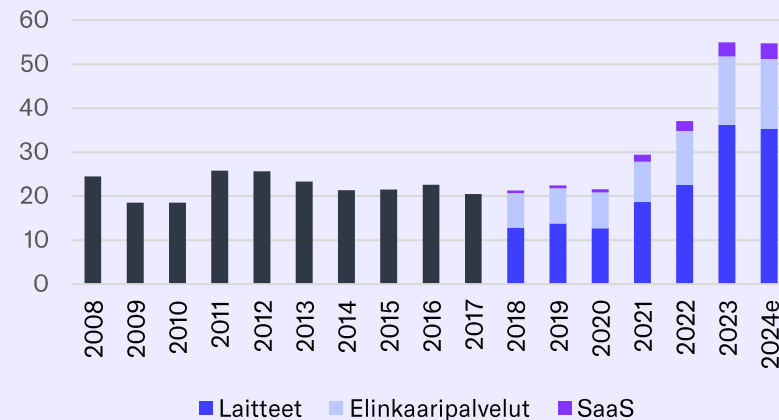
Merkittävillä makrotalouden liikkeillä on ollut vaikutuksensa Tamtronin liikevaihtoon ja tulokseen. Vuonna 2009 liikevaihto laski 24 % finanssikriisin aiheuttaman laman seurauksena.

Kotimarkkinat ja keskitetyt yksiköt kartalla



Kartta: Bing, GeoNames, Microsoft, TomTom

Liikevaihdon kehitys¹



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

Yhtiökuvaus ja historiallinen kehitys 4/4

Vuonna 2020 konsernin liikevaihto laski koronapandemian seurauksena 4 %, mikä selittyi 8 %:n laskulla laitemyynnissä. Palveluliikevaihto sen sijaan kasvoi sekä elinkaaripalveluiden että SaaS:in osalta. Vuosina 2021 ja 2022 orgaaninen kasvu oli hyvällä tasolla (14 % ja 8 %) mm. suotuisan teollisen syklin sekä SaaS-kasvun ansiosta. Vuosien 2023-24 aikana kysyntä on hidastunut ja orgaaninen kasvu pysähtynyt tai kääntynyt ajoittain jopa negatiiviseksi. Pitkällä aikavälillä kasvava palveluliiketoiminnan osuus tekee yhtiöstä arviomme mukaan hieman vakaamman ja vähentää makrotalouden heilahteluiden vaikutusta liikevaihtoon.

Kannattavuus kehittynyt isossa kuvassa nousujohteisesti

Yhtiön käyttökate on säilynyt selvästi positiivisena myös haastavina aikoina, mikä kertoo liiketoimintamallin kestävyyydestä eri suhdanteissa. Käyttökate on vaihdellut 6-12 %:n välillä vuosina 2008-24. Lähihistoriassa yhtiön kasvaneet panostukset SaaS-tiedonhallintapalveluiden kehitykseen ovat kasvattaneet kiinteitä kuluja ja hetkellisesti hidastaneet kannattavuuden parantumista. SaaS-liikevaihdon kasvu ja resurssien yhdistäminen Lahti Precision –yrityskaupan myötä auttanevat yhtiötä kuitenkin nostamaan SaaS-liiketoiminnan kannattavuutta tulevaisuudessa. SaaS-liiketoiminnan aikaisesta kehitysvaiheesta huolimatta Tamtronin käyttökatemarginaali on kehittynyt nousujohteisesti vuoden 2019 jälkeen ja vuoden 2023 käyttökate oli jo 5,9 MEUR eli noin 11 % liikevaihdosta. Alkuvuodesta 2023 ostetun Lahti Precisionin käyttökate-% oli hieman Tamtronin muiden liiketoimintojen suhteellista kannattavuutta matalampi, millä on arviomme mukaan ollut lievästi heikentävä vaikutus konsernin suhteelliseen kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä.

Oikaistu liikevoitto antaa parhaan kuvan kannattavuudesta

Tamtron on toteuttanut viime vuosina useita merkittäviä yrityskauppoja, joiden johdosta yhtiön liikearvon poistot ovat huomattavan korkeita ja painavat siten raportoitua liikevoittoa. Sijoittajan näkökulmasta nämä ovat kirjapidollisia eriä, joita ei tarvitse kompensoida esimerkiksi ylläpitoinvestoinneilla. Siksi yhtiön kannattavuuden ja kassavirran osalta onkin oleellisempaa katsoa oikaistua liikevoittoa ja oikaistua nettotulosta, kuin vastaavia raportoituja lukuja. Vuoden 2023 oikaistu liikevoitto oli 4,5 MEUR eli 8,2 % liikevoitosta kun raportoitu liikevoitto jäi vain 4,5 %:iin.

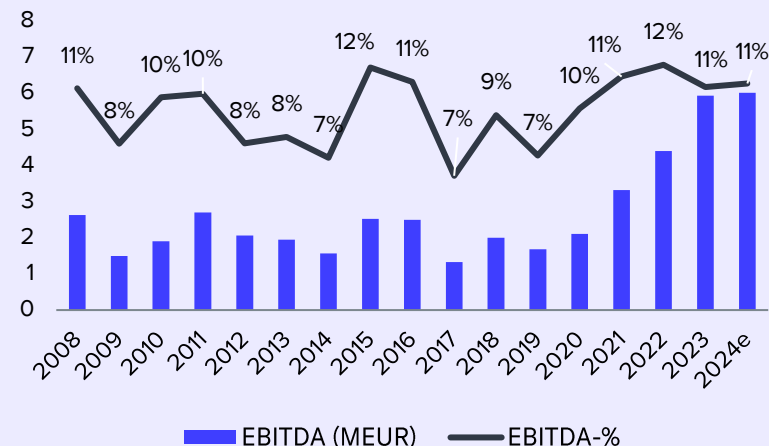
Rahoituskustannukset suojattu

Tamtron hyödyntää velkaa liiketoiminnan rahoittamisessa suunnitelmallisesti ja valtaosa yhtiön lainakustannuksista on sidottu pitkiin markkinakorkoihin. Yhtiön korkokulut olivat vuosina 2021-23 keskimäärin noin 5 % korollisista veloista. Lisäksi yhtiöllä on ollut muita rahoituskuluja vuosittain 0,1-0,3 MEUR liittyen mm. osakeanteihin. Vuoden 2022 rahoituskuluihin vaikutti lisäksi kertaluontoinen 1,1 MEUR:n kulu First North –listautumiseen liittyen.

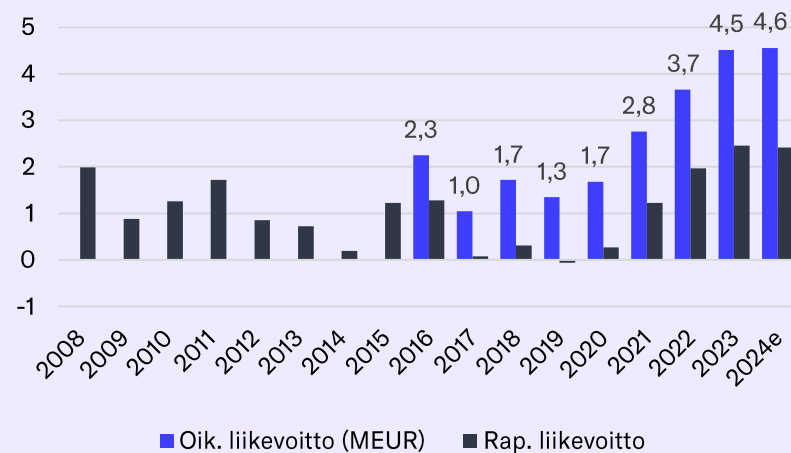
Oikaistu nettotulos selvästi positiivinen

Tamtron-konsernin raportoitu nettotulos on ollut matala yrityskaupoissa syntyneen liikearvon poistojen seurauksena viimeisten neljän vuoden aikana. Matalasta raportoidusta tuloksesta johtuen myös toteutunut veroprosentti on vaihdellut huomattavasti ja ollut verrattain korkea. Liikearvon poistoilla verovaikutus huomioiden oikaistu nettotulos oli laskelmiemme mukaan 2,8 MEUR vuonna 2023 eli selvästi positiivinen. Vuoden 2023 raportoitu nettotulos oli 0,8 MEUR.

Käyttökateen kehitys¹



Oikaistu ja raportoitu liikevoitto¹



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

Lähde: Tamtron ja Inderesin arvio

Taloudellinen tilanne 1/2

Pääomakevyt liiketoimintamalli

Tamtronin taseen loppusumma oli kesäkuun 2024 lopussa 42,2 MEUR. Varoista noin puolet (20,8 MEUR) oli pitkäaikaisia varoja, mikä koostuu pääosin yritysostojen myötä syntyneestä liikearvosta (15,3 MEUR). Pitkäaikaisia aineellisia varoja oli vain 2,6 MEUR ja aineettomia varoja 2,9 MEUR. Aineelliset varat sisältävät mm. tuotannossa tarvittavia koneita ja kalustoa, joiden arvo on tuotannon pääomakeveyden johdosta matala suhteessa liikevaihtoon. Aineettomat hyödykkeet sisältävät pääosin aktivoituja tuotekehitysmenoja. Lyhytaikaisten varojen määrä taseessa oli 21,4 MEUR, mikä koostui vaihto-omaisuudesta (8,4 MEUR), saamisista (10,6 MEUR) ja rahavaroista (2,4 MEUR). Nettokäyttöpääoma oli 9,2 MEUR eli 17 % vuoden 2024 ennustetusta liikevaihdosta.

Tamtronin taseen rakenne heijastelee yhtiön liiketoimintamallin matalaa capex-investointitarvetta. Aineelliset ja aineettomat poistot (pois lukien yritysostoihin liittyvät liikearvopoistot) olivat vuonna 2023 1,4 MEUR eli 2,6 % liikevaihdosta. Taseen ulkopuolisiin vastuisiin sisältyi vuoden 2023 lopussa vuokra- ja leasingvastuita yhteensä 3,7 MEUR:n edestä.

Yritysostoja rahoitettu osakas- ja myyjälainoilla

Tamtronin tase on kasvanut historiassa yritysostojen myötä, mitä on rahoitettu sekä osakeanneilla, velkarahoituksella että sisäisellä kassavirralla. Omaa pääomaa vahvistettiin sekä vuoden 2022 lopun listautumisannin, että vuoden 2023 alussa toteutetun merkintäoikeusannin myötä (jälkimmäinen liittyi Lahti Precision –yrityskaupan rahoittamiseen). Omaa pääomaa oli vuoden 2024 kesäkuun lopussa 20,5 MEUR eli 49 % taseesta. Tase on nykyisellään mielestämme hyvässä kunnossa ja vahvistuu kokoajan

hyvän kassavirran tukemana

Korollista velkaa oli kesäkuun 2024 lopussa 11,6 MEUR, josta 10,1 MEUR oli pitkäaikaista velkaa. Nettovelan suhde 12kk:n rullaavaan käyttökatteeseen oli 1,5x. Arvioimme yhtiön taseen mahdollistavan merkittävänkin yritysoston toteuttamisen (noin 10 MEUR kapasiteetti) ilman uutta omaa pääomaa. Hyvä, vakaa kassavirta tukee yhtiön velanhoidokykyä. Liiketoiminnan rahavirta vuonna 2023 oli 1,3 MEUR, mitä painoi erityisesti käyttöpääoman sitoutuminen (-2,8 MEUR) ja korkeat rahoituserät (-0,9 MEUR). Investoinnit aineellisiin ja aineettomiin käyttöomaisuushyödykkeisiin olivat 1,2 MEUR.

Liikearvon poistoilla oikaistu ROI vahvalla tasolla

Hyvästä kannattavuudesta ja matalista investointitarpeista huolimatta Tamtronin pääomantuottoa kuvaavat luvut ovat melko maltillisia, mikäli yritysostoihin liittyviä aineettomia poistoeriä ei oikaista laskuista. Raportoidulla tuloksella laskettuna vuoden 2023 sijoitetun pääoman tuotto oli vain 9 %. Mikäli liikearvon poistot oikaistaisiin, sijoitetun pääoman tuotto olisi noin 16 %. Oikaistu sijoitetun pääoman tuottoluku kuvaa mielestämme paremmin pitkän aikavälin potentiaalia, sillä yritysostojen myötä syntyneet kirjanpito-poistot häviävät ajan myötä, mikäli uusia yritysostoja ei tehdä. Oikaistu ROI on ollut suotuisalla trendillä jo useiden vuosien ajan (2019-20: 7-9 %). Myös raportoitu ROI on parantunut, vaikka liikearvon poistojen kasvulla on ollut siihen jarruttava vaikutus.

Taloudellinen tilanne lyhyesti

Yrityskaupat ovat paisuttaneet tasetta

- Liikearvoa oli kesäkuun 2024 lopussa 15,3 MEUR eli 39 % taseen loppusummasta (42,2 MEUR)

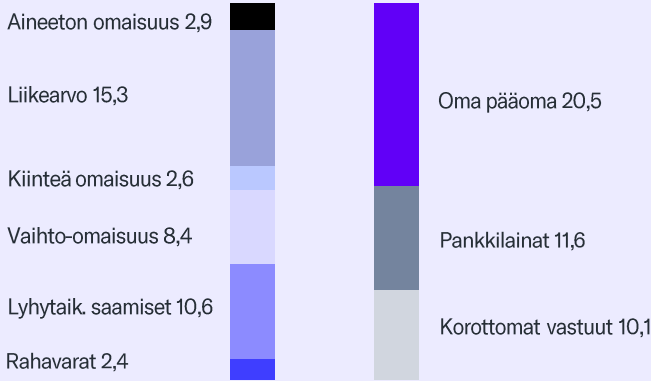
Pääomakevyt liiketoimintamalli

- Aineellista käyttöomaisuutta vain 6 % taseesta ja matala tarve aineellisille investoinneille
- Nettokäyttöpääomaa 17 % liikevaihdosta¹
- Hyvä 16 % sijoitetun pääoman tuotto (2023) mikäli yrityskauppoihin liittyvät liikearvon poistot oikaistaan.

Tase terveellä pohjalla

- Omavaraisuusaste 48,5 % (H1'24)
- Nettovelka/EBITDA 1,5x (H1'24)
- Taseessa tilaa merkittävällekin yritysostolle

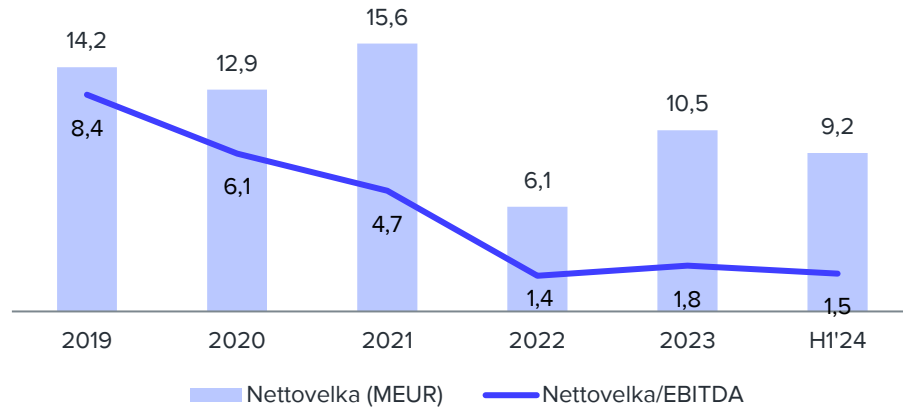
Tase vuoden H1 2024 lopussa (MEUR)



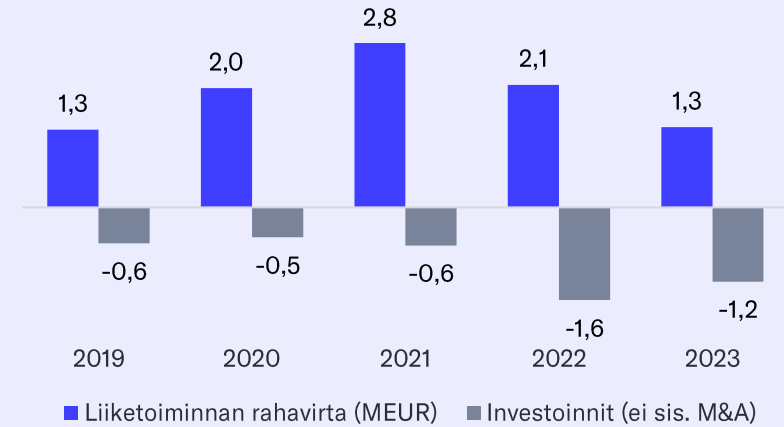
1) 2024e
Lähde: Tamtron, Inderes

Taloudellinen tilanne 2/2

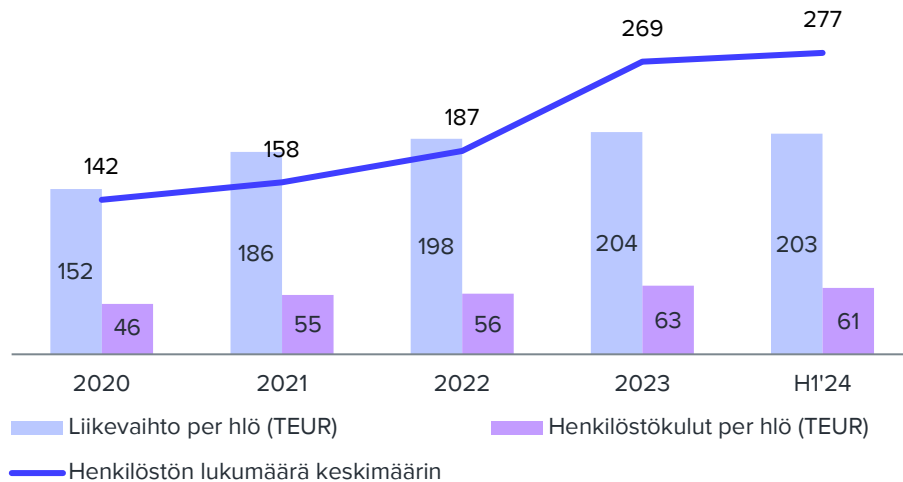
Nettovelan kehitys



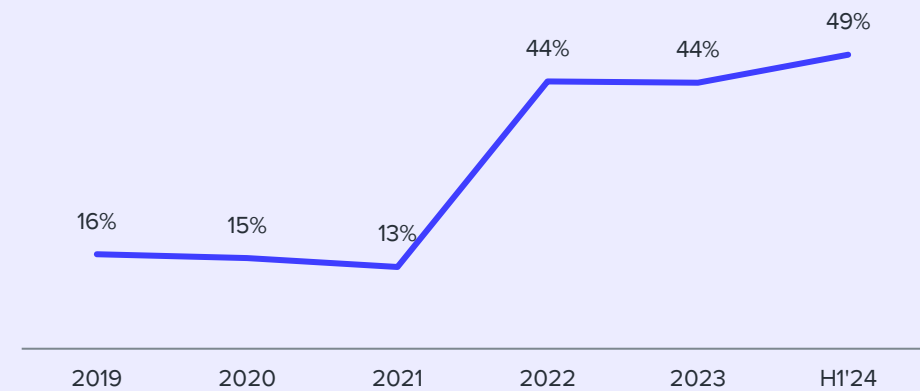
Kassavirran kehitys¹



Henkilöstön lukumäärän kehitys



Omavaraisuusaste



¹) Liiketoiminnan rahavirta oikaistu listautumiskuluilla (2022)

Liiketoimintamalli 1/5

Luotettavia ja tarkkoja punnitusratkaisuja

Konsernin liiketoiminnan painopiste on laadukkaissa, luotettavissa ja tarkkoissa teollisuuden punnitus- ja annosteluratkaisuissa, joita myydään Tamtron-brändillä. Yhtiön asiakkaat arvostavat korkeaa laatua ja luotettavuutta, sillä punnitseminen on monilla teollisuudenaloilla kriittinen prosessi, jonka häiriöt voivat aiheuttaa nopeasti merkittäviä tulonmenetyksiä asiakkaalle. Tamtron-brändin lisäksi yhtiöltä löytyy kakkosbrändi Scaleshouse, joka keskittyy edullisempiin teollisuusvaakoihin ja kolmansien osapuolien tuotteisiin, mutta Scaleshousen laitemyynnin osuus Tamtronin liikevaihdosta on arviomme mukaan vain 5 %. Tamtronin SaaS-palvelua markkinoidaan mScales-brändillä.

Asiakaskunta on hajautunut

Yhtiön asiakaskuntaan kuuluu loppukäyttäjäasiakkaita useilta eri teollisuuden aloilta, mutta myös OEM-valmistajia, joiden osuus on arviomme mukaan noin 10 % liikevaihdosta. Asiakaskunta on hajautunut, sillä yksikään asiakas ei muodosta yli 5 prosenttiyksikköä Tamtronin liikevaihdosta. Maakohtaisesti Suomi on liikevaihdoltaan suurin markkina (2023: 47 % konsernin liikevaihdosta). Muun Euroopan osuus on 50 % ja muiden maiden 3 %. Euroopan markkinoista Norja on arviomme mukaan suurin yksittäinen alue 15-20 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta. Tamtronin loppuasiakkaita löytyy mm. metsäteollisuuden, kaivosteollisuuden, logistiikan, kierrättämisen ja jätteiden käsittelyn toimijoista. Tamtronin ratkaisujen hankkiminen liittyy useimmilla asiakkailla erilaisten materiaalivirtojen hallintaan, johon sisältyy materiaalien punnitseminen useassa eri vaiheessa. Sopiva ratkaisu auttaa asiakkaita tehostamaan toimintaansa sekä varmistamaan turvallisen ja säädösten mukaisen toiminnan. Useilla loppukäyttäjillä punnitus on suoraan yhteydessä asiakaslaskutukseen ja on

siten keskeinen osa liiketoimintaa.

Laaja tuotevalikoima hyödyttää asiakasta

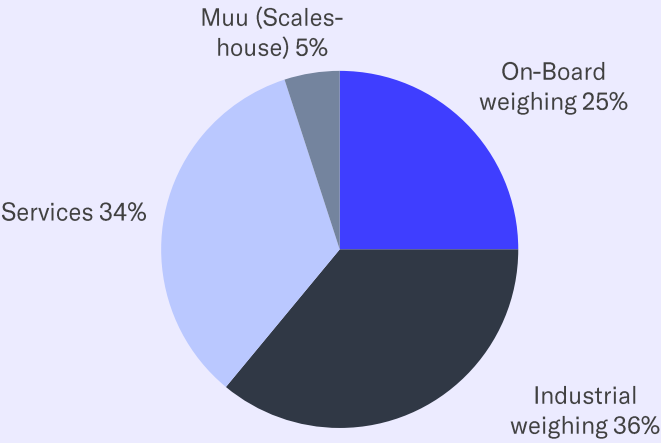
Tamtronin punnitusratkaisuvälikoima ulottuu työkoneisiin asennettavista liikkuvan kaluston vaa'oista (On-board weighing) raskaan kaluston juna- ja rekkavaakoihin (Industrial weighing). Lisäksi Industrial weighing -yksikköön kuuluu teollisuuden annostelujärjestelmiä, joita käytetään muista tuotekategorioista poiketen tehtaiden sisälle sijoituvissa prosesseissa. Useilla Tamtronin asiakkailla on tarvetta sekä liikkuvan kaluston vaa'oille, raskaan punnituksen vaa'oille että annostelujärjestelmille omien prosessiensa eri vaiheissa. Asiakas siten hyötyy siitä, että voi hoitaa useat erilaiset punnitukset saman yhtiön laitteilla, sillä esimerkiksi vaa'an tuottaman pilveen kerätyn datan integroiminen asiakkaan omaan ERP-järjestelmään sujuu tällöin mutkattomasti ja vaakojen huolto järjestyy tehokkaasti.

Tamtron-brändi keskittyy nimenomaan laadukkaimpiin ratkaisuihin, joita myydään asiakkaille, joille tarkkuus, luotettavuus ja kestävyys ovat tärkeimpiä ostokriteereitä. Yhdessä vaa'assa on tyypillisesti useita eri sensoreita, jotka mittaavat mm. lämpötilaa, vääntömomenttia ja kiihtyvyyttä, jotta vaa'an ohjelmisto pystyy kompensoimaan olosuhteiden aiheuttamat vääristymät. Siten vaaka antaa luotettavia mittaustuloksia haastavissakin olosuhteissa ja pystyy esimerkiksi punnitsemaan liikkeessä olevaa kuormaa.

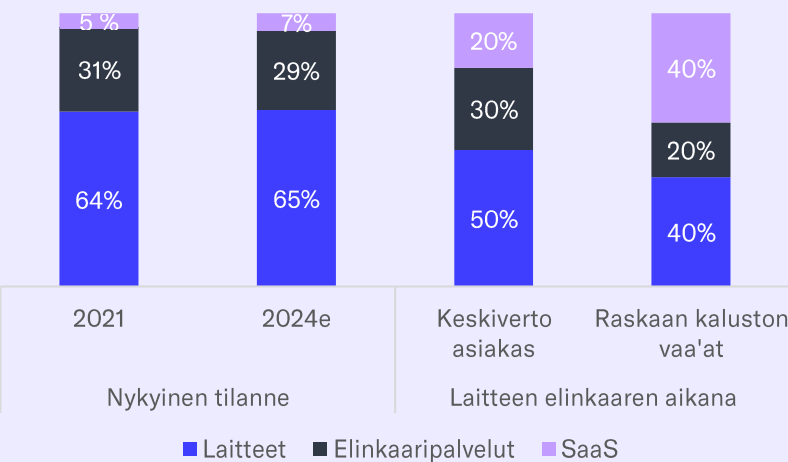
Palveluilla merkittävä osuus liiketoiminnassa

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

Liikevaihdon jakauma H1 2024



Liikevaihdon jakauma elinkaaren aikana



Liiketoimintamalli 2/5

Liikkuvan kaluston vaakojen tyypillinen elinkaari on noin 5-10 vuotta, kun raskaan punnituksen järjestelmien käyttöikä on tyypillisesti 10-20 vuotta. Palveluiden yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta laitteiden elinkaaren aikana kohoaa Tamtronin arvion mukaan jopa 60 %:iin tuotesegmentistä riippuen, olettaen että asiakas ostaa myös SaaS-palvelun. Tästä syystä arvioimme palveluiden, erityisesti ohjelmistoliikevaihdon suhteellisen osuuden kasvavan pitkällä aikavälillä.

Arvioimme mukaan Tamtron huoltaa itse noin 80 % myymästään laitekannasta, mikä tuo yhtiölle merkittävän ja tasaisen liikevaihtovirran itse laitteen myyntitapahtuman jälkeen. Kolmansien osapuolien mahdollisuudet korjata toisten valmistajien vaakoja ovat erittäin rajalliset, minkä johdosta huoltoliikevaihto jää pääosin laitteen myyjälle. Vaakojen kriittinen rooli asiakkaiden liiketoiminnan prosesseissa korostaa ajantasaisen huollon tärkeyttä. Huoltotoimenpiteiden lisäksi Tamtron tarjoaa myös lakisääteisiä määräaikaistarkastuksia huollon yhteydessä, mikä on asiakkaalle usein houkutteleva tarjous, sillä erillisen tarkastajan tilaaminen tulee tyypillisesti kalliimmaksi. Lakisääteisten varmennusten tekeminen on luvanvaraista toimintaa, johon osalla pienemmillä kilpailijoilla ei ole edellytyksiä. Elinkaaripalveluiden järjestämisessä käytetään merkittävästi alihankkijoita, jotka ovat usein paikallisia pienyrittäjiä ja palvelevat asiakkaita Tamtronin nimissä.

SaaS-tiedonhallintaratkaisulla haetaan kasvua

Punnitusratkaisujen tehokas käyttö edellyttää, että niiden tuottama tieto saadaan tallennettua ja välitettyä eteenpäin nopeasti ja vaivattomasti. Pilvipohjaisilla dataratkaisulla voidaan automatisoida punnitsemisvaiheeseen liittyviä manuaalisia tehtäviä ja ne mahdollistavat datan

monipuolisen hyödyntämisen logistiikan, raportoinnin ja analytiikan tueksi. Tarkka dataan perustuva informaatio materiaalivirtojen liikkeistä auttaa vaakojen käyttäjiä nopeuttamaan ja tehostamaan prosessejaan, sekä kehittämään laadunvalvontaa.

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

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

mScales-tiedonhallintaohjelmisto

Kokonaisvaltainen palvelu punnitustiedon hallintaan

- Sopii useille eri tyyppisille vaa'oilte
- Kaksisuuntainen tiedonkulku
- Tiedonhallintajärjestelmä integroitu vaa'an käyttöliittymään
- Varmuuskopioiden luominen ja datan selaaminen helppoa ja nopeaa
- Data voidaan integroida asiakaan omaan ERP:iin

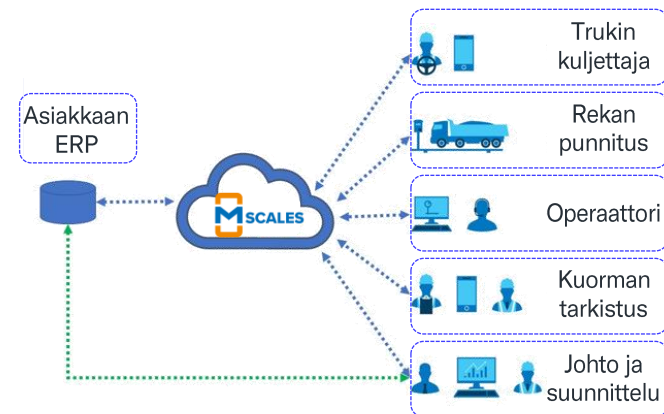
Räätälöityjä ohjelmistoja tietyille asiakastyypeille

- Esim. raskaan kaluston vaa'oilte, liikkuvan kaluston vaa'oilte ja puutavaranoistureille
- Tekoälyä hyödyntävä kuvantunnistusmoduuli kuormantarkastuksen automatisointiin lanseerattiin 2024

Ansaintamalli

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

Pilvipalvelun avulla punnitusdata on helposti käytettävissä



Liiketoimintamalli 3/5

Mordernin mScales-pilvipalvelun vuosilaskutus per vaaka on moninkertainen vanhempaan, lähinnä onboard-vaakojen käyttäjiä palvelevaan Wnexusiin verrattuna. Korkeampi laskutus selittyy paremmilla ominaisuuksilla ja soveltuvuudella arvokkaampiin raskaan punnituksen järjestelmiin.

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

Myyntiprosesseissa eroja segmenttien välillä

Laitteiden myynti- ja hinnoitteluprosessit poikkeavat selvästi eri tuotesegmenttien välillä. Liikkuvan kaluston vaakojen kappalehinnat vaihtelevat tyypillisesti 4-15 tuhannen euron välillä, jolloin myös itse myyntiprosessi on kevyempi verrattuna raskaisiin punnitusratkaisuihin, joiden hinnat vaihtelevat 50-150 tuhannen euron välillä. Liikkuvan kaluston vaakoja myydään katalogituotteina, mutta asiakkailla on mahdollisuus vaikuttaa tuotteen mittoihin sekä ohjelmistojen avulla asetettaviin parametreihin. Katalogituotteiden hintoja tarkastetaan tyypillisesti puolivuositain. Raskaan punnituksen ja annostelujärjestelmien hankintaprosesseissa asiakkaat soveltavat lähes poikkeuksetta tarjousmenettelyä, jolloin Tamtron hinnoittelee pyydetyn ratkaisun projekti kerrallaan.

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

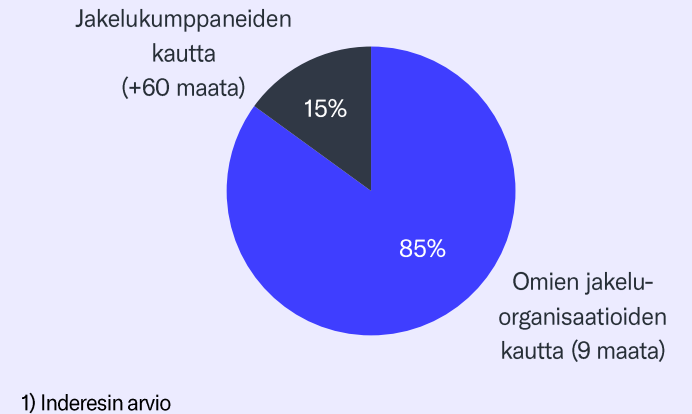
Oma jakeluverkosto on tärkein myyntikanava

Tuotteiden jakelu perustuu Tamtronin omaan myyntiorganisaatioon sekä ulkopuolisiin jakelukumppaneihin. Omia myyntiorganisaatioita on yhdeksässä eri maassa Pohjois- ja Keski-Euroopassa. Arviomme mukaan valtaosa (~85 %) laitemyynnin liikevaihdosta syntyy yhtiön oman kanavan kautta. Tamtron on viime vuosina pyrkinyt integroimaan eri maiden myyntiorganisaatioita tiivimmin yhteen uuden yhteisen CRM:n avulla sekä tehostamaan uusien tuotteiden (SaaS ja teollisuuden annostelujärjestelmät) myyntiä mm. koulutuksin ja rekrytoinnein. Tamtronin kotimarkkinoilla asiakkaille tarjotaan laajaa tuotevalikoimaa, kun jakelukumppanit puolestaan keskittyvät tiettyjen erityistuotteiden vientiin. Jakelukumppanit vastaavat myymiensä laitteiden huollosta, joten kotimarkkinoiden ulkopuolella tapahtuva laitekauppa ei kasvata huoltoliiketoimintaa.

Tuotantoa sekä Lahdessa että Tampereella

Liikkuvan kaluston vaa'at tuotetaan Tampereella. Raskaan kaluston vaa'at ja annostelujärjestelmät puolestaan tuotetaan Lahdessa Lahti Precision –yrityskaupan myötä saaduissa tiloissa. Tuotanto koostuu kokoonpanosta ja huolellisesta testaamisesta, minkä skaalaaminen on varsin pääomakevyttä. Tamtron ostaa tarvittavat komponentit alihankintana. Tamtronilla on strategisia alihankkijoita, jotka valmistavat yhtiölle anturirunkoja mittatilaustyönä. Valtaosa komponenteista on kuitenkin yleisesti tarjolla olevia osia, joita voidaan hankkia monesta eri lähteestä.

Liikevaihto eri kanavissa¹



1) Inderesin arvio

Tuotanto ja operaatiot

Valmistus

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

Elinkaaripalvelut

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

Liiketoimintamalli 4/5

Loppuasiakkaita useilla eri teollisuudenaloilla



Lähde: Tamtron ja Inderes

Laaja tuotevalikoima sekä laitteissa että palveluissa

Liikkuva kalusto	Raskas kalusto
Pyöräkuormaajat Puutavaranoisturit Materiaalinkäsittelijät Konttikurottajat Haarukkanosturit Integroidut rekkavaa'at	Rekkojen punnitus Junien punnitus Pyörävoimien mitta Annostelujärjestelmät
Elinkaaripalvelut	
Varmennuspalvelut	Huoltopalvelut Varaosat ja korjaus
Pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut	
mScales – runsaasti erilaisille asiakasryhmille räätälöityjä toiminnallisuksia	Wnexus

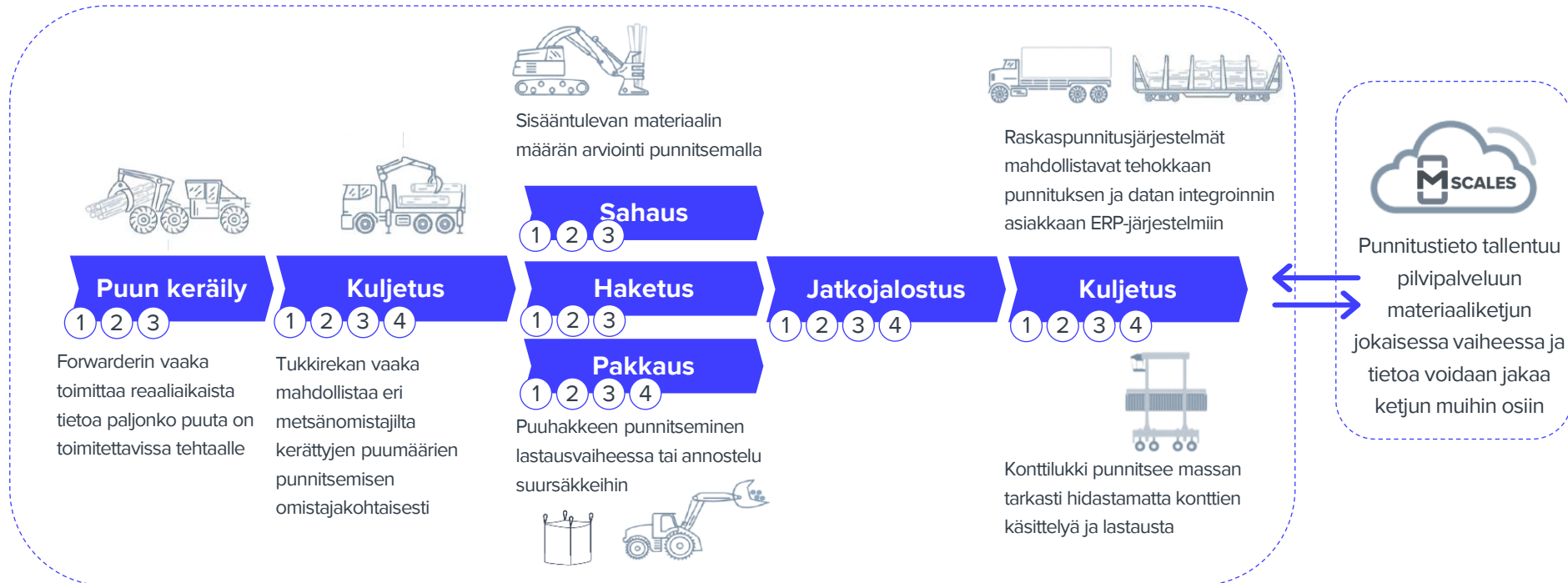
Esimerkkejä loppuasiakkaista



Liiketoimintamalli 5/5

Tamtronin punnitusratkaisut mahdollistavat jatkuvan ja saumattoman punnitustiedon keräämisen materiaalivirtojen eri vaiheissa

Esimerkki: Metsäteollisuus



Punnitustietoa tarvitaan monesta syystä

- 1** Paino on tärkein kaupankäynnin mittayksikkö materiaalien tuotantoketjuissa.
- 2** Tietoisuus lastatuista massoista mahdollistaa turvallisen operoinnin.
- 3** Punnitustiedot tärkeitä tehokkuuden ja materiaalivirtojen suunnittelun kannalta.
- 4** Lait edellyttävät kuormien punnitsemista esimerkiksi painorajojen noudattamisen varmistamiseksi.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Strategian yhteenveto

Tamtron haluaa olla kokonaisvaltainen ja luotettava punnitus- ja annosteluratkaisujen tarjoaja, jonka kattava tuotevalikoima sekä monipuoliset palvelut täyttävät kaikkien merkittävien teollisuudenalojen tarpeet. Yhtiön strategia vastaa suoraan asiakkaiden tarpeisiin, sillä useat teollisuusyhtiöt tarvitsevat monia erilaisia punnitusratkaisuja sekä palveluita, mutta operaatioiden tehokkuuden näkökulmasta näiden hankkiminen on tehokasta keskittää yhdelle luotettavalle toimijalle. Digitalisaatio kiihdyttää alan konsolidaatiota ja suosii kokonaisvaltaisia toimijoita, sillä vaakojen tiedonhallinnan integrointi asiakkaiden omiin ERP-järjestelmiin on tehokkainta, kun asiakkaalla on käytössä vain yhden vaakavalmistajan tiedonhallintapalveluita. Useiden eri teollisuudenalojen palveleminen puolestaan tarjoaa mittakaavaetuja koko liiketoiminnan tasolla, mutta erityisesti tuotekehityksessä ja tuotannossa, sillä eri

teollisuudenalojen tuotetarpeet ovat osittain samankaltaisia keskenään.

Listautumisen yhteydessä esitetyn strategiansa mukaisesti Tamtron tavoittelee liikevaihdon kasvattamista 96 MEUR:oon (2023: 55 MEUR) ja käyttökatemarginaalin nostamista 16 %:iin vuoteen 2027 mennessä (2023: 11 %). Kasvustrategian tärkeimpiä palasia ovat yritysostot ja SaaS-liikevaihdon kasvattaminen, jotka myös linkittyvät yhteen keskenään. Yritysostojen avulla Tamtron pystyy laajentamaan asiakaspohjaansa ja samalla kasvattamaan asennettua laitekantaa, jotka voidaan IoT-komponentin avulla kytkeä Tamtronin SaaS-palveluiden piiriin.

Yritysostot keskeinen osa kasvustrategiaa

Tamtron on antanut selkeät suuntaviivat yritysostovetoisen kasvun toteuttamiseksi. Yhtiö on identifioinut noin 40 kiinnostavaa yritysostokohdetta Euroopasta, joiden

liikevaihdot vaihtelevat tyypillisesti 1-15 MEUR:n välillä. Tamtron tavoittelee tekevänsä vuosittain 1-2 yritysostoa. Kohdeyrityksiä on identifioitu Euroopasta erityisesti korkeamman tuottavuuden maista, joissa Tamtronin johto uskoo olevan riittävästi kysyntää laadukkaille tuotteille ja SaaS-pohjaisille tiedonhallintapalveluille. Yhtiön hallituksen puheenjohtajalla Pentti Asikaisella on potentiaalisten yritysostokohteiden kartoittamisessa tärkeä rooli. Asikaisen toimialakokemuksesta ja vuosikymmenten varrella rakennetuista suhteista on arviomme mukaan merkittävää hyötyä yritysostokohteiden etsimisessä ja neuvotteluissa. Potentiaalisen ostokohteen löydyttyä Tamtronin operatiivinen johto vastaa käytännön toteutuksesta kuten due diligence –prosessista. Yritysostojen kaupallinen logiikka nojaa erityisesti jakeluverkoston laajentamiseen, mutta myös tuote- ja teknologiaportfolion vahvistamiseen on kiinnostusta.

Strategian kehitys aikajanalla

2011
-
2017

Pääomasijoittajan omistuksessa¹

- Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys heikkoa

2018
-
2023

Tuotevalikoiman laajentaminen, investoinnit pilvipalveluihin ja listautuminen

- Tuotevalikoimaa laajennettiin mm. ostamalla teknologia- ja patenttiportfolio Tanskasta, norjalainen ScaleIT sekä vahva kotimainen kilpailija Lahti Precision
- Vahvistunut SaaS-tuoteisto ja ohjelmistokehitysresurssit
- Listautuminen ja vahvempi tase
- Vahva asema erityisesti Suomen markkinoilla

2024-

Kansainvälinen kasvu ja SaaS:in osuuden kasvattaminen

- Organisaation rakenteiden integroiminen eri maiden välillä ja skaalaetujen tavoittelu
- SaaS:in ja annostelujärjestelmien myynnin kasvattaminen Suomen ulkopuolella
- SaaS-myyntipotentiaalin kasvattaminen yritysostoilla

1) Pääomasijoittaja omisti enemmistöosuuden Tamtronin osakkeista

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Käsityksemme mukaan noin 75 % identifioituista yritysostokohteista olisivat pääasiallisesti jakeluverkostoa laajentavia ostokohteita ja loput 25 % puolestaan vahvistaisivat Tamtronin tuotevalikoimaa. Tamtron tuntee suuren osan identifioituista kohdeyrityksistä hyvin jo ennestään, sillä moni niistä toimii sen jakelukumppaneina. Vahva kohdeyritysten ja niiden asiakaskunnan tuntemus laskee yritysostoihin liittyviä riskejä.

Erityisesti jakelijoita saa ostettua edullisesti

Fragmentoitunut teollisuusvaakamarkkina tarjoaa Tamtronille kiinnostavan mahdollisuuden yritysostovetoiselle arvонуonnille. Yhtiö arvioi tulevien yritysostojen arvostuksen sijoittuvan EV/käyttökate-kertoimella mitattuna 5-8x väliin. Edullinen yritysostovetoinen kasvu on mahdollista, koska Tamtronilla on usein jo ennestään hyvä suhde kohdeyrityksiin jakeluyhteistyön kautta, eikä markkinalta käsityksemme mukaan löydy merkittävästi halukkaita ostajaehdokkaita pienikokoisille jakelijoille. Tuote- ja teknologiaportfoliota kasvattavien yritysostokohteiden kohdalla arvostustasot voivat kuitenkin olla korkeampia kuin puhtaiden jakeluyhtiöiden.

Pilvipalveluiden ristiinmyynnistä kasvusynergioita

Arvostuskertoimiin nojaavan arbitraasin lisäksi yhtiön tuotteiden jakelun laajentamisella voidaan saavuttaa kasvusynergioita. Erityisesti SaaS-tyyppisten tiedonhallintapalveluiden (mScales) myyminen ostokohteiden olemassa olevaan laitekantaan on Tamtronille mahdollisuus. Yhtiö on identifioinut Euroopasta noin 80-100 tuhatta vaakaa, joissa se näkee potentiaalia SaaS-liikevaihdolle (Tamtronin nykyinen laitekanta arviolta noin 15 000 vaakaa). Ostokohteiksi identifioituilla jakeluyhtiöillä on usein jo ennestään tiiviit suhteet asiakkaisiinsa ja olemassa olevia palvelusopimuksia. Keskinäinen luottamus ja olemassa oleva keskusteluyhteys asiakkaan kanssa helpottavat SaaS-

palveluiden myymistä. Myös kolmansien osapuolien vaa'at voidaan ottaa mukaan SaaS-palvelun piiriin.

Annostelujärjestelmien jakelun laajentaminen käynnistynyt

Lahti Precision –yrityskaupan myötä Tamtronin tuotevalikoima laajentui teollisuuden annostelujärjestelmiin, joissa yhtiöllä on Suomessa vahva jalansija. Yhtiö pyrkii saavuttamaan kasvusynergioita kaupallistamalla annostelujärjestelmät myös Suomen ulkopuolisilla kotimarkkinoilla. Myyntiin on palkattu kokeneitakin tekijöitä eri markkinoilta, mikä voisi kiihdyttää annostelujärjestelmien myyntiä aikaisintaan vuoden 2025 aikana.

Tavoitteena lähes kolminkertaistaa liikevaihto

Tamtron tavoittelee 96 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2027 mennessä, mikä vastaa liikevaihdon lähes kolminkertaistamista verrattuna listautumista edeltävään lähtötasoon nähden (2021 pro forma: 34 MEUR). Kasvusta noin 44 MEUR odotetaan syntyvän yritysostojen kautta ja 18 MEUR orgaanisesti. Yritysostovetoista kasvua on listautumisen jälkeen saavutettu jo 15-17 MEUR:n verran vuonna 2023 toteutetun Lahti Precision –yrityskaupan myötä.

Tamtron suunnittelee tekevänsä 1-2 yritysostoa vuodessa strategiakautensa aikana. Orgaaninen kasvutavoite vastaa keskimäärin 7 %:n kasvua vuosien 2022-27 aikana, jos ei oteta huomioon yritysostokohteiden mukanaan tuomaa orgaanista kasvua ostotapahtuman jälkeen. Käsityksemme mukaan orgaaninen kasvutavoite nojaa erityisesti SaaS-liikevaihdon nopeaan kasvattamiseen. Teollisuusvaakamarkkinan ennustettu kasvuvauhti itsessään on melko maltillinen, joten emme siksi odota voimakasta orgaanista kasvua laitemyyntiltä tai elinkaaripalveluilta. Yhtiö kaavailee SaaS-liikevaihdon osuuden kasvavan 10 %:iin vuonna 2027 (2021: 5 %).

M&A-arvonluontistrategia



+40 kohdeyhtiötä

Joista 75 % jakeluyhtiöitä
Liikevaihto tyypillisesti 1-10 MEUR



Tavoitteena 1-2 yritysostoa vuodessa

Yhteensä 45 MEUR ostettua liikevaihtoa vuosina 2022-27



5-8x EBITDA

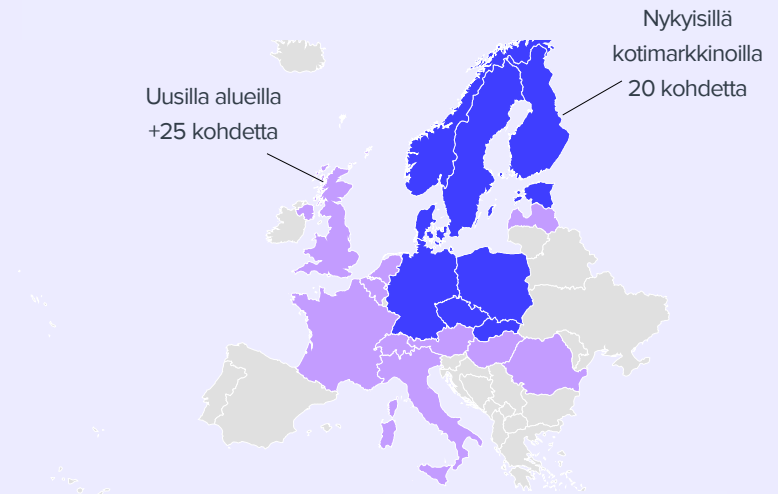
Tyypillinen kauppahinta



Huomattavat liikevaihdon synergiat

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

Ostokohteiden sijainnit



Lähde: Tamtron

Kartta: GeoNames, Microsoft, TomTom

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/3)

Viimeisimmästä yritysostosta kulunut jo tovi ja tase mahdollistaa ostojen jatkamisen

Arvioimme Tamtronin pystyvän toteuttamaan merkittäviäkin yritysostoja lähivuosina sisäisen kassavirran tai lisävelan avulla. Yhtiöllä on vuoden 2025 alussa nähdäksemme kapasiteettia noin 10 MEUR:n yritysostoihin ilman oman pääoman vahvistamistarvetta, olettaen että ostetut kohteet ovat kannattavia, kassavirtaposiitiivisia ja kauppahinnat lähellä Tamtronin omaa arvostustasoa.

Yhtiön viimeisimmästä yritysostosta (Lahti Precision, maaliskuu 2023) on nyt kulunut jo lähes 2 vuotta. Lahti Precision oli ostokohteena keskimääräistä kohdetta monimutkaisempi, koska sillä oli osittain päällekkäisiä toimintoja Suomen markkinalla sekä merkittävää omaa teknologiaa. Pidämme ehdottomasti positiivisena, että Tamtron on ottanut riittävästi aikaa tämän yritysoston integrointiin sekä panostanut kaupan myötä hankittujen annostelujärjestelmien myynnin laajentamiseen orgaanisesti.

Pidämme todennäköisenä, että yritysostoja tullaan jatkamaan lähiaikoina. Erityisesti jakelijoita voidaan näkemyksemme mukaan liittää mukaan konserniin pienemmälläkin työmäärällä verrattuna LP:n integrointiin.

Tavoitteena kuulua toimialan kannattavimpiin

Tamtron haluaa olla toimialan kannattavin yhtiö ja tähtää 16 %:n käyttökatemarginaaliin vuonna 2027 (2023: 11 %). Tavoiteltua tasoa voi mielestämme pitää kunnianhimoisena, mutta mahdollisena. Kokoluokaltaan suurempien kilpailijoiden Precia Molenin, Schenck Processin ja Vishay Precisionin käyttökatemarginaalit ylsivät 12-17 %:n välimaastoon vuosina 2021-23.

Tärkeimpiä pitkän aikavälin kannattavuusprofiilia tukevia tekijöitä ovat arviomme mukaan korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon skaalaaminen ja annostelujärjestelmien myynnin kasvattaminen. Lyhyellä aikavälillä kysyntäsuhdanteen normalisoituminen voisi myös tukea myyntiä ja parantaa kannattavuutta.

Uskomme SaaS-liiketoiminnan kannattavuuskäänteen olevan lähellä tai jo toteutunut. SaaS:in korkea noin 80 %:n bruttokate ja skaalautuva liiketoimintamalli mahdollistavat nopean tuloskasvun. Vertailun vuoksi, teollista SaaS-liiketoimintaa tekevät Admicom ja Smartcraft ovat yltäneet noin 40-50 %:n käyttökatemarginaaliin. Tamtronin SaaS-liiketoiminnan myynti on kustannustehokasta ja kilpailu maltillista, mutta kannattavuudessa voi olla silti olla vaikeaa yltää edellä mainittuja yhtiöitä vastaavalle tasolle, koska Tamtronin SaaS:in skaala jäänee todennäköisesti selvästi kyseisiä vertailuyhtiöitä pienemmäksi (taloudellisten tavoitteiden toteutuessa SaaS-liikevaihto olisi noin 10 MEUR).

Yhtiöllä mahdollisuus punnita aloittaako osingonmaksun vai säästääkö kaiken kapasiteetin yritysostoihin

Tamtron linjasi listautumisensa yhteydessä, että se aikoo maksaa keskipitkällä aikavälillä osinkoa 20-30 % nettotuloksestaan. Osingonmaksua ei ole kuitenkaan ainakaan vielä aloitettu, mutta se olisi mahdollista aloittaa vuoden 2025 keväällä hyvä tasetilanne ja vahva sisäinen kassavirta huomioiden. Yhtiö tarvitsee pääomia myös yritysostovetoisen kasvun rahoittamiseksi, joten on epäselvää milloin yhtiö näkee osingonmaksun aloittamisen järkevänä. Mielestämme yhtiö on lähihistoriassa onnistunut yritysostoissaan kohtuullisen hyvin ja suhtaudummekin pääoman allokoitipäätöksiin melko neutraalisti.



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet keskipitkällä aikavälillä

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

Nykytilanne

- Liikevaihto 2024e: 54,8 MEUR
- EBITDA-% 2024e: 11,0 %
- Osinkoa ei ole maksettu

Inderesin ennusteet strategiakaudelle

- Liikevaihto 2027e: 60,7 MEUR – ennuste ei sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja
- EBITDA-% 2027e: 11,8 %
- Osingonmaksu 2024-27e: 0,0-0,7 MEUR

Markkinat ja kilpailuympäristö 1/3

Potentiaalinen kohdemarkkina 300-900 MEUR

Tutkimusyhtiö Research and Marketsin mukaan¹ globaalin teollisuuden punnituslaitteiden markkinan koon arvioitiin olevan noin 2,5 miljardia euroa vuonna 2023 ja kasvavan keskimäärin 4,5 %/v 2023-28 välillä. Luku ei pidä sisällään ohjelmisto- ja palvelumyyntiä.

Tamtronin näkökulmasta relevantteja² maantieteitä ovat erityisesti Euroopan taloudellisesti kehittyneimmät maat sisältäen Pohjoismaat, Baltian, Keski-Euroopan ja Iso-Britannian, mutta selkeyden vuoksi tarkastelemme koko Euroopan markkinapotentiaalia. Euroopan osuus globaalista punnitusmarkkinasta on arviomme mukaan noin kolmannes eli noin 900 MEUR vuoden 2025 markkinaennusteilla.

Teollisuuden punnitusratkaisujen sisällä Tamtronille olennaiset liikkuvan kaluston vaa'at, rekkavaa'at ja junavaa'at muodostavat 35 % teollisuuden laitemyynnin volyymin. Mikäli oletettaisiin, että markkinan euromääräinen koko on samassa suhteessa laitemyynnin volyymeihin, voitaisiin datan perusteella arvioida, että Tamtronin kohdemarkkinan koko olisi noin 300 MEUR sisältäen edellä mainitut kolme tuotetyyppeä. Tamtronin liikevaihtoon sisältyy joitakin tuotteita edellä mainittujen kolmen tuotetyypin lisäksi, kuten teollisuuden annostelujärjestelmät, jolloin koko teollisen punnitusratkaisumarkkinan tarkastelu tulee relevantiksi. Arvioimme siten Tamtronin potentiaalisen kohdemarkkinan koon olevan välillä 300-900 MEUR, todennäköisesti lähempänä 500 MEUR kuin vaihteluvälin yläpäättä. Mielenkiintoisena vertailukohtana nostamme esiin yhtiön määrittelemän M&A-kohdeyhtiöiden joukon (40 eurooppalaista yhtiötä, liikevaihto 1-15 MEUR), joiden yhteenlaskettu liikevaihto on arviomme mukaan 100-300

MEUR eli noin kolmannes potentiaalisesta kohdemarkkinasta.

Markkina kasvaa hieman muuta taloutta nopeammin

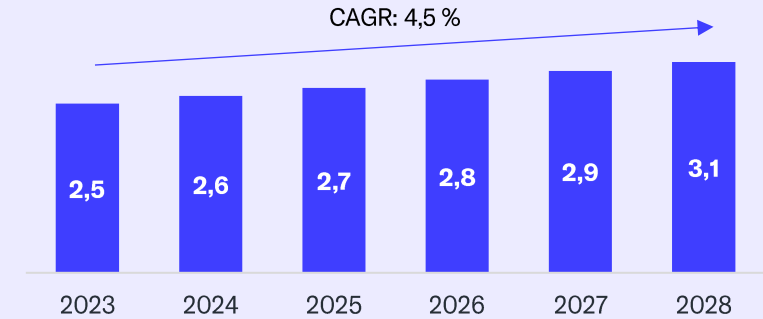
Globaalin teollisuuden punnituslaitteiden markkinan ennustetaan kasvavan vuosittain keskimäärin 4,5 % vuoteen 2028 mennessä. Teollisten vaakojen laitemyyntiin vaikuttavia megatrendejä ovat mm. kansainvälisen kaupan volyymin kehitys, teollisuuden automaatioasteen nousu sekä digitalisaatio ja esineiden internetin (IoT) kehitys.

Tamtronin kohdemarkkinoilla Euroopassa kasvu jäänee kuitenkin hieman globaalista vauhdista. Esimerkiksi Nordea ennustaa Euro-alueen talouskasvun jäävän vuosina 2025-26 keskimäärin noin 2 %-yksikköä maailmantalouden kasvuvauhtia hitaammaksi. Siksi arvioimme Tamtronin Eurooppaan keskittyvän kohdemarkkinan laitemyynnin kasvuksi vain noin 2,5 %/v vuosina 2025-28.

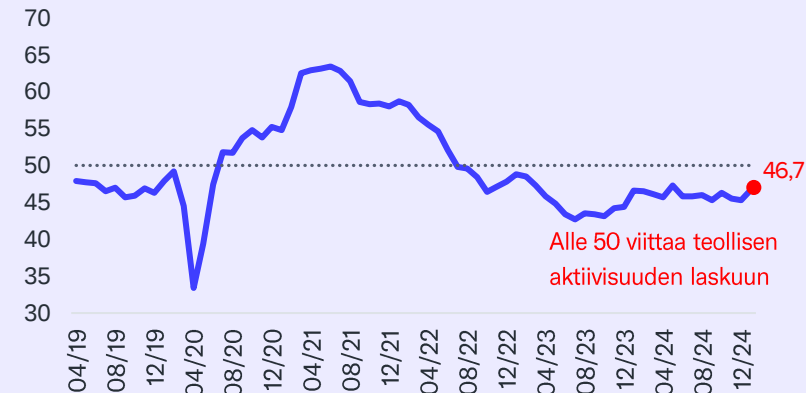
Teollisuuden punnituslaitteiden kysyntä seurailee talouden suhdanteita jossain määrin, vaikkakin se on nähdäksemme suhteellisesti melko vakaata moniin muihin teollisuushyödykkeisiin nähden. Pidämme Euroalueen valmistavan teollisuuden ostopäällikköindeksiä (PMI) soveltuvana indikaattorina punnitusratkaisujen kysynnän muutoksille. Indeksien perusteella valmistavan teollisuuden aktiiviteetti Euroalueella alkoi heikentyä vuoden 2022 lopulta alkaen ja on jatkanut heikentymistä vuosien 2023-24 aikana.

Arvioimme elinkaari palveluiden markkinakasvun seurailevan pitkälti laitemarkkinaa, joskin pienellä viiveellä ja ilman syklistä vaihtelua. SaaS-ratkaisujen markkinakasvun potentiaali sen sijaan on nähdäksemme huomattavasti laitemarkkinaa korkeampi.

Globaali teollisuuden punnituslaitemarkkina (miljardia euroa)¹



Euroalueen valmistavan teollisuuden ostopäällikköindeksi³



1) Research and Markets: Industrial Weighing Machine Market 2024-2028

2) Joko nykyisiä tai mahdollisia laajentumiskohteita strategiakaudella

1) Research and Markets ja Inderesin arvio

3) IHS Markit

Markkinat ja kilpailuympäristö 2/3

SaaS-markkinassa huomattavaa kasvupotentiaalia

Pilvipohjaisten tiedonhallintapalveluiden osalta Tamtronin kohdemarkkinat ovat vielä kasvuvaiheensa alkupäässä. Tamtronin johto on identifioinut Euroopasta noin 20-30 tuhatta liikkuvan kaluston vaakaa ja 60-70 tuhatta raskaan punnituksen vaakaa, jotka olisivat kytkettävissä pilvipalveluiden piiriin. Pilvipohjaisten kehittyneiden tiedonhallintapalveluiden käytön yleistymisen on merkittävä kasvuajuri Tamtronin SaaS-liiketoiminnalle. Arvioimme SaaS-liiketoiminnan markkinapotentiaalin olevan Euroopassa jopa 100 MEUR vuodessa olettaen noin tuhannen euron keskimääräisen vuosilaskutuksen. Markkinan koko on Tamtronin näkökulmasta suuri, mutta kuitenkin globaalissa mielessä niche-kategoriaa, johon suuret ohjelmistoyhtiöt eivät välttämättä ole halukkaita investoimaan. Vähäinen kilpailu mahdollistaisi matalan asiakasvaihtuvuuden ja Tamtronin näkökulmasta suotuisan hinnoitteluympäristön.

Kilpailukenttä on hajautunut

Teollisuuden punnitusratkaisujen eurooppalainen kilpailukenttä on hajanainen, eikä markkinalta löydy kilpailijaa, jolla olisi laaja päällekkäinen tuotevalikoima Tamtronin omissa tuotesegmenteissä. Kilpailijoita löytyy useita ja ne ovat tyypillisesti mukana vain yhdessä tai muutamassa samassa tuotesegmentissä Tamtronin kanssa. Kymmenestä tärkeimmästä kilpailijasta peräti kuudella on tuotetarjontaa vain joko liikkuvan kaluston vaakojen tai raskaan punnituksen puolella. Tämä tarkoittaa, että Tamtronilla on ainakin osalle asiakkaista tarjota laaja tuotevalikoima yhden luukun periaatteella, mikä tarkoittaa kilpailuetua pienempiin kapeamman valikoiman yhtiöihin nähden. Kilpailu on hajanaista myös maantieteellisesti

katsottuna - markkinoilta löytyy joitakin kansainvälisiä toimijoita, mutta myös puhtaasti paikallisia pienille alueille keskittyneitä toimijoita. Suurimmassa osassa tuotteita kilpailu on paikallista, sillä asiakassuhteiden ja huoltopalveluiden merkitys on huomattava. Tamtron on markkinajohtaja Pohjoismaissa viimeaikaisten yritysostojensa jälkeen. Laitekauppaa käydään myös rajojen yli jakelukumppanien välityksellä, mutta tämä liiketoiminta painottuu pääosin tiettyihin erityistuotteisiin, joita ei ole saatavilla paikallisilta toimijoilta.

Uskomme teollisuuden punnitusmarkkinan konsolidoituvan tulevina vuosina. Markkinalla toimii useita pieniä yrityksiä, joiden kannattavuustasot ovat matalat ja kilpailukyky heikko. Skaalasta on huomattavaa etua tiedonhallintapalveluissa sekä elinkaaripalveluissa, sillä regulaatio rajoittaa pienten yhtiöiden kykyä tarjota kokonaisvaltaisia palveluita kuten määräaikaistarkastuksia.

Kehittyneet SaaS-tuotteet kilpailuetu Tamtronille

SaaS-ratkaisujen kilpailukenttään kuuluu sekä muiden vaakalaitevalmistajien tiedonhallintajärjestelmiä että geneeristen ERP-toimittajien (mm. SAP ja Oracle) ratkaisuja. Arvioimme geneeristen ERP-ohjelmistoyhtiöiden roolin olevan rajallinen kilpailussa, sillä yhtiöt eivät todennäköisesti ole halukkaita investoimaan pieniin niche-segmentteihin ja kehittämään esimerkiksi Tamtronin mScalesia vastaavia toiminnallisuuksia. Arvioimme muiden merkittävän kokoisten vaakalaitevalmistajien kuitenkin pyrkivän kehittämään omia tiedonhallintajärjestelmiä ja olemaan siten varteenotettavia kilpailijoita mScalesille.

SaaS-markkinapotentiaali Euroopassa



20-30 000 liikkuvan kaluston vaakaa¹
60-70 000 raskasta teollisuusvaakaa¹



~ 1000 EUR vuosilaskutus²



~ 100 MEUR markkinapotentiaali²

Kilpailuympäristö lyhyesti

Hajautunut kilpailukenttä

- Kilpailijat tyypillisesti keskittyneet tiettyihin tuotesegmenteihin
- Tamtronilla kyky tarjota laaja tuote- ja palveluvalikoima etenkin ulkoisten materiaaalivirtojen käsittelyyn
- Kilpailu vaatii pääosin paikallisen presenssin, rajojen yli myydään tiettyjä ominaisuuksiltaan erityisiä tuotteita

Markkinassa potentiaalia konsolidoitumiseen

- Mm. regulaatio ja tuotekehityksen resursointi rajoittavat pienten toimijoiden arvonnäkökykyä
- Digitalisaatio voisi kiihdyttää markkinan konsolidoitumista

SaaS-rintamalla vain vähän kilpailua

- SaaS-ratkaisu noussut suosituksi Suomessa ja Pohjoismaissa, muualla ollaan vielä jäljessä
- Markkinan pienehkö potentiaali ja hajanaisuus rajoittavat kilpailua

Markkinat ja kilpailuympäristö 3/3

Tamtron nähdäksemme hyötty kilpailussa mm. yhtiön tiedonhallintajärjestelmien laajasta soveltuvuudesta erilaisiin ulkoisten materiaalivirtojen vaakoihin työkoneista raskaisiin punnitusjärjestelmiin, sillä asiakkaat noudattavat ohjelmistohankinnoissa mielellään keskitettyjä ratkaisuja. Lisäksi mScalesia on kehitetty jo pitkään suhteellisen vahvoilla resursseilla ja sillä on laaja käyttäjäkunta pohjoismaissa. Näytöt kasvusta pohjoismaiden ulkopuolella ovat historiassa olleet rajalliset, mutta vuoden 2024 aikana tiedotettu asiakkuus suurelta Keski-Eurooppalaiselta kiertotaloustoimijalta on mielestämme osoitus tuotteen kilpailukyvystä ja voisi myös toimia vahvan referenssinä tulevaa kasvua ajatellen.

Eurooppalaisista kilpailijoista esimerkiksi Pfreundt ja Mettler Toledo tarjoavat omia pilvipohjaisia tiedonhallintajärjestelmiään, mutta kyseisten yhtiöiden laitetarjonta ja samalla myös tiedonhallintaratkaisujen fokus poikkeaa merkittävästi Tamtronista. Esimerkiksi Pfreundt ei toimi lainkaan raskaan punnituksen segmentissä, jossa mScalesin markkinapotentiaali nähdäksemme korostuu. Mettler Toledo puolestaan keskittyy erityisesti korkeampaa tarkkuutta vaativiin teollisuuden prosesseihin ja varsin rajallisesti ulkoisten bulkki-materiaalivirtojen hallintaan. Markkina on hajautunut, koska erilaisissa käyttökohteissa tarvitaan erilaisia ratkaisuja. On nähdäksemme epätodennäköistä että yksi toimija kehittäisi ratkaisut kaikkiin tarpeisiin ja valtaisi siten koko markkinan eri niche-lokerot.

Kilpailukenttä Tamtronille keskeisissä laitesegmenteissä

	Tamtron	Mettler Toledo	Schenk Process	Precia Molen	Bilanciai	Scanvaegt	Flintab	Loadrite	Pfreundt	Inter-mercato
Liikkuvan kaluston vaat	Pyörä-kuormaaja	✓						✓	✓	
	Puutavara-nosturi	✓								✓
	Kontti-kurottaja	✓							✓	
	Materiaalin-käsittelijä	✓							✓	✓
	Haarukka-trukki	✓	✓		✓					
	Trukki, sisään-rakennettu	✓								
Teolliset järjestelmät	Autovaaka	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
	Junavaaka	✓		✓	✓	✓				
	Pyörävoimien mittaus	✓		✓		✓				
	Annostelu-järjestelmät	✓	✓	✓	✓					

Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme liikevaihdon kasvua erikseen laitemyynnille, elinkaaripalveluille ja SaaS-liikevaihdolle. Laitemyynnin ja elinkaaripalveluiden kohdalla kasvuennusteet ovat maltilliset ja heijastelevat pääosin markkinan kasvuvauhtia. SaaS-liikevaihdon ennustamiseen sisältyy eniten epävarmuutta, sillä yhtiö ei raportoi sen osuutta julkisuuteen. SaaS-liikevaihdon osalta pyrimme arvioimaan yhtiön tuotteiden kaupallista potentiaalia sekä Tamtronin asennetun laitekannan kehitystä. Emme ole sisällyttäneet tulevia yritysostoja ennusteisiimme, mutta pidämme pienten tai keskisuurten yritysostojen toteutumista todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä yhtiön strategian mukaisesti. Kannattavuutta ennustamme aluksi bruttokatteen kautta, joka perustuu odottamaamme liikevaihdon jakaumaan (laitteet, elinkaaripalvelut ja SaaS). Kiinteitä kuluja ennustamme historialliseen tasoon ja yhtiön strategiaan perustuen.

Orgaaninen kasvu matalaa nykyisessä suhdanteessa

Tamtron ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdoksi 54-56 MEUR, mikä tarkoittaa vakaata liikevaihtoa vuoteen 2023 verrattuna ja aavistuksen negatiivista orgaanista kasvua. Tilauskanta oli vuoden 2024 H1:n lopussa 26 % vuodentakaista matalampi, mikä voisi viitata heikohkoon kasvuun myös H2:lla. Ennusteemme H2:n liikevaihdon kasvuksi on -4 %, jolloin koko vuoden liikevaihto asettuisi ohjeistuksen mukaisesti 54,8 MEUR:oon. Ruotsin ja Norjan kruunujen liikkeillä voi ajoittain olla vaikutusta sekä liikevaihtoon että kannattavuuteen, mutta arvioimme vaikutuksen olevan vuoden 2024 jälkipuoliskolla mitätön.

Oletamme kasvun piristyvän maltillisesti lähivuosina

Ennustamme Tamtron-konsernille 3-4 %:n orgaanista kasvua ennustejaksollamme vuosina 2025-27, mikä tarkoittaa että vuoden 2027 liikevaihto kasvaa ennusteissamme 60,7 MEUR:oon ilman uusia yritysostoja. Ennusteemme jää alle yhtiön 96 MEUR:n liikevaihtotavoitteen, mutta erotuksesta suuri osa liittyy mahdollisiin tuleviin yrityskauppoihin, joita emme sisällytä ennusteisiin. Tulevat yritysostot voisivat kiihdyttää myös orgaanista kasvua tiedonhallintapalveluiden (SaaS) ristiinmyynnin ansiosta, vaikka emme tätä ennusteissa huomioikaan.

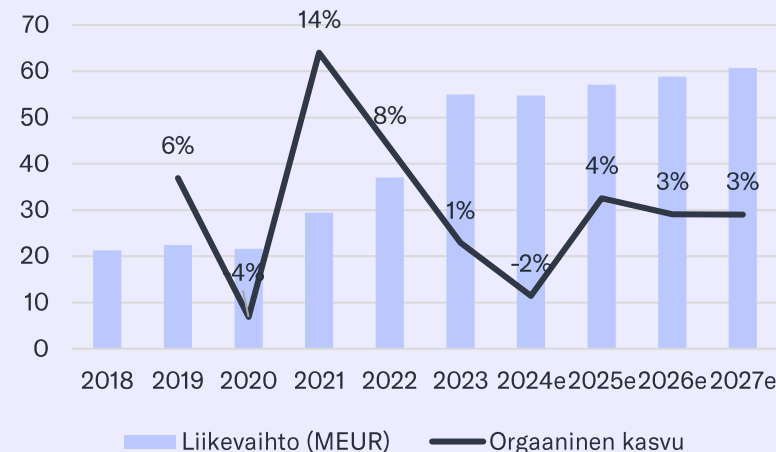
Laitemyynti

Laitemyynnin osalta ennustamme liikevaihdon kasvun olevan maltillista ja noudattelevan jossain määrin markkinasyklejä sekä BKT:n kehitystä. Laitemyynnin kasvuennusteemme on 4 % vuodelle 2025 ja 3 % vuosille 2026-27. Kasvu voisi siten ylittää ohuesti keskipitkän välin markkinakasvun (arviolta noin 2,5 %/v). Mm. yrityskaupan myötä hankittujen annostelujärjestelmien myynnin laajentaminen kansainvälisille markkinoille voisi tukea kasvua vuoden 2025 lopulta alkaen. Myös teollisuuden suhdanteiden kehityksellä on merkittävä vaikutus laitemyyntiin. Viimeisimmät PMI-luvut eivät ainakaan vielä indikoi parantuvaa suhdannetta, joskin korkojen lasku ja talouskasvun pieni piristymisen voisivat osaltaan tukea markkinakysyntää.

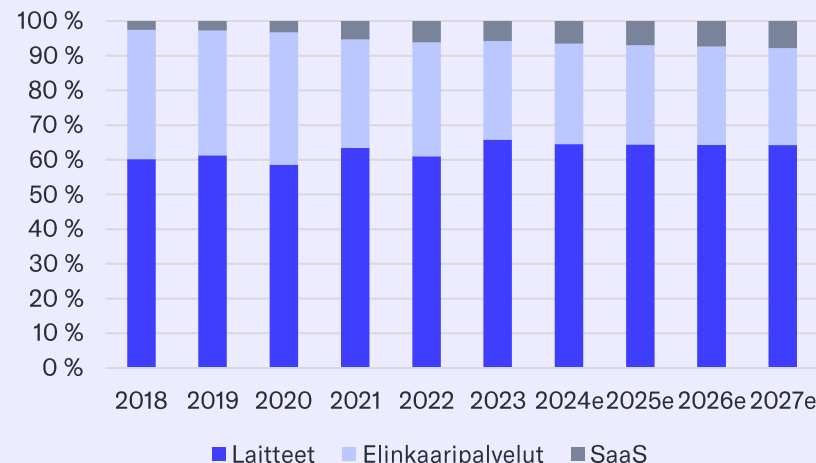
Elinkaaripalvelut

Elinkaaripalvelut kasvavat laitemyynnin vanavedessä, mutta niiden kysyntä on vakaata suhdanteista riippumatta. Ennustamme elinkaaripalveluiden vuotuiseksi liikevaihdon kasvuksi 2-3 % vuosina 2025-27.

Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakauman kehitys



Ennusteet 2/5

SaaS-liikevaihto

Jatkuvalaskutteisista tiedonhallintapalveluista syntyvän SaaS-liikevaihdon kasvunäkymät ovat arviomme mukaan hyvät. Pilvipohjaiset tiedonhallintapalvelut auttavat asiakkaita tehostamaan toimintaansa verrattuna perinteisiin toimintatapoihin ja vanhoihin paikallisiin palvelimiin perustuviin ohjelmistoihin. Tamtron on käsittääksemme harvoja toimijoita tällä niche-markkinalla. Yhtiön laaja kehittäjätiimi pystyy jatkuvasti vahvistamaan mScales-palvelun ominaisuuksia ja vastaamaan asiakkaiden tarpeisiin. Tiedonhallintapalveluissa asiakaspito on erittäin vahvaa ja korkea kateprofiili mahdollistaa skaalautuvan liiketoimintamallin.

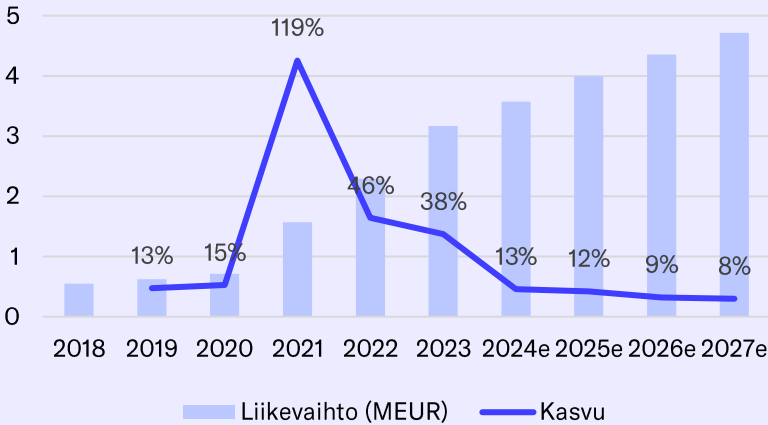
Tamtronin SaaS-liikevaihto lähti arviomme mukaan selkeään kasvuun vuonna 2021 yhtiön lanseerattua edellisenä vuonna uuden sukupolven pilvipalvelun. SaaS:in osuus liikevaihdosta oli 5 % vuonna 2021 (1,6 MEUR). mScales-ratkaisuun siirtyminen yrityskaupan myötä vuonna 2023 kasvatti absoluuttista SaaS-liikevaihtoa, mutta suhteellisen osuuden määrää ei ole enää raportoitu ulos. Yhtiön SaaS-ratkaisut ovat vakiinnuttaneet asemansa suomalaisten asiakkaiden keskuudessa ja käsittääksemme kasvavat hyvin myös muissa pohjoismaissa. Seuraava merkittävä askel olisi saada kasvu vauhtiin Keski-Euroopassa. Vuonna 2024 voitettu merkittävä referenssi-asiakkuus suuren eurooppalaisen kierrätystoimijan SaaS-ratkaisutoimittajana vahvistaa luottamustamme kasvun jatkumiseen ja kansainväliseen kilpailukykyyn.

Oletamme SaaS-liikevaihdon olevan 3,6 MEUR vuoden 2024 aikana, mikä vastaisi 6,5 % konsernin liikevaihdosta. Ennustamme SaaS-liikevaihdon kasvavan keskimäärin 10 %/v vuosina 2025-27 ja yltävän 4,7 MEUR:oon 2027.

Tamtronin nykyisestä arviolta noin 16 000 punnituslaitteen asennuskannasta noin 15-20 % on arviomme mukaan kytketty yhtiön tiedonhallintapalveluihin, mistä noin puolet korkean laskutuksen tuotteita (mScales, raskas punnitus) ja puolet onboard-vaakoja, joissa käytettävän vanhemman Wnexus-ohjelmiston hinnoittelu on selvästi matalampi. Arvioimme keskimääräisen vuosilaskutuksen olevan noin 1300-1400 euroa. Odotamme pääosan uusista asiakkuuksista syntyvän tulevaisuudessa uusmyynnin yhteydessä. Käsityksemme mukaan suuri osa etenkin pohjoismaisista uuden laitteen ostajista valitsee SaaS-palvelun, mikä tukee ajatusta että tuotteen penetraatioaste voisi nousta merkittävästi nykyiseltä tasoltaan. Tamtron myy SaaS-ratkaisuaan myös kytkettäväksi muiden valmistajien laitteisiin, minkä osuus voisi kasvaa myyntiponnistusten laajentuessa omien ydinasiakassegmenttien ulkopuolelle.

Tamtronin tavoitteena on kasvattaa SaaS-liikevaihtoa noin 10 MEUR:oon vuoteen 2027 mennessä, missä onnistuminen vaatisi arviomme mukaan onnistunutta M&A-kasvustrategian toteuttamista ja siten nopeampaa laitekannan kasvattamista. Tämä vaatisi nähdäksemme sekä laitekannan kasvattamista yritysostoin että SaaS-ratkaisujen penetraatioasteen huomattavaa kasvattamista. 10 MEUR:n SaaS-liikevaihto toteutuisi, jos laitekanta 1,6-kertaistuisi ja penetraatioaste kasvaisi nykyisestä 1,75-kertaiseksi. Nykyiset ennusteemme eivät huomioi yritysostoja ja olettavat laitekannan kasvavan 1,1-kertaiseksi sekä penetraatioasteen kasvavan 1,25-kertaiseksi vuoden 2024 arvioituun tasoon nähden. Nykyiset SaaS-kasvuun liittyvät ennusteemme ovat melko maltillisia. Toisaalta raportoidun informaation niukkuus osaltaan kasvattaa ennustamiseen liittyvää epävarmuutta.

SaaS-liikevaihdon kehitys



SaaS-kasvun komponentit 2024-27e¹

	Ennusteemme	Tavoiteskenaario
Laitekannan kasvu	1,1x (orgaanisesti)	1,6x (yritysostojen tuella)
SaaS-penetraatioasteen kasvu	1,25x (16 % -> 20 %)	1,75x (16 % -> 29 %)
SaaS-kasvu 2024e -> 27e	1,32x 3,6 -> 4,7 MEUR	2,8x -> 10 MEUR

1) Lähtötilanne, ennusteet ja tavoiteskenaario perustuvat Inderesin oletuksiin.

Ennusteet 3/5

SaaS ja markkina-aseman vahvistuminen tukevat katteita

Tamtronin liiketoiminnan myyntikate (kate materiaalien ja palveluiden jälkeen) on ollut viime vuosina noin 53 %:n paikkeilla, mutta arvioimme vuoden 2024 myyntikatteen nousevan jopa 56,2 %:iin vahvan H1:n myötä. Suotuisaan katekehitykseen on lyhyellä aikavälillä vaikuttanut mm. myyntijakauman kehitys, sillä korkeamman kateprofiilin onboard-vaakojen kysyntä on ollut hyvää samalla, kun teollisten järjestelmien kysyntä on laskenut. Arvioimme myös hinnoittelun tukevan katteita vuoden 2024 aikana ja komponenttien saatavuus on parantunut. Arvioimme katetasossa tapahtuvan pientä laskua tuotemixin normalisoitumisen myötä 55,8 %:iin vuonna 2025. Pitkällä aikavälillä SaaS-liikevaihdon osuuden kasvu tarjoaa nykyoletuksillamme pientä tukea myyntikatteen kehitykseen. Ennustamme myyntikatemarginaalin pysyvän noin 56 %:ssa ennusteperiodilla 2027 saakka, mutta SaaS-kasvun kiihtyessä katetaso voisi nousta enemmän. SaaS-liikevaihdon bruttokate on arvioimme mukaan noin 80 % liikevaihdosta ja siten selvästi konsernin historiallista keskiarvoa korkeampi.

Kiinteät kustannukset hetkellisesti nousussa, näemme tehostumispotentiaalia lähivuosille

Ennustamme kiinteiden kustannusten nousevan vuonna 2024 suhteessa liikevaihtoon (3,8 %-yksikköä enemmän kuin 2023). Vaikka Tamtron on tehostanut ja suoraviivaistanut organisaatiota Lahti Precision – yrityskaupan jälkeen, kaikki järjestelmähankkeista saatavat kuluhyödyt eivät realisoidu vielä vuonna 2024. Lisäksi yhtiö on panostanut uusien tuotealueiden kasvuun ja palkannut myyntihenkilöstöä mm. annostelujärjestelmille Suomen ulkopuolella sekä jatkanut mScalesin myynnin

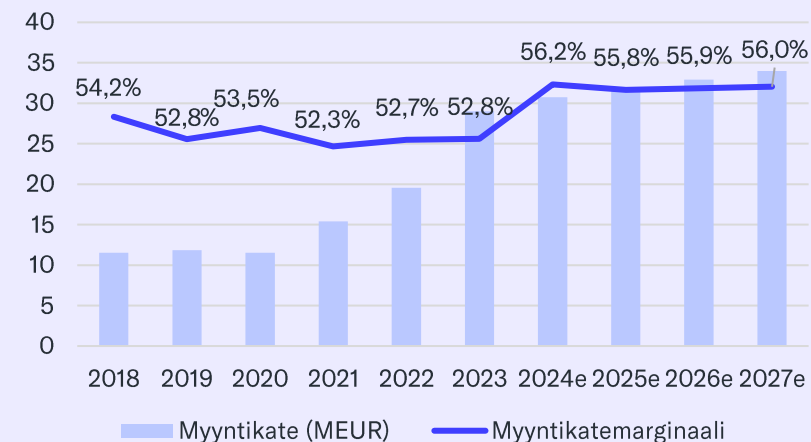
kasvupanostuksia.

Arvioimme tehokkuuden parantuvan tulevina vuosina ja kiinteiden kulujen osuuden liikevaihdosta laskevan 1,2 %-yksikköä vuoteen 2027 mennessä, mihin vaikuttaa mm. ennustamamme kasvun maltillinen pirstyminen sekä järjestelmähankkeista saatavat pienet kustannussäästöt. Arvioimme henkilöstökulujen nousevan lähes linjassa liikevaihdon kasvun kanssa, jolloin suurin osa säästöistä syntyy liiketoiminnan muista kuluista. Suurempikin tehokkuusparannus olisi mahdollinen, mikä todennäköisesti vaatisi orgaanisen kasvun pirstymistä tai lisäsäästötoimenpiteitä nykyennusteisiimme nähden.

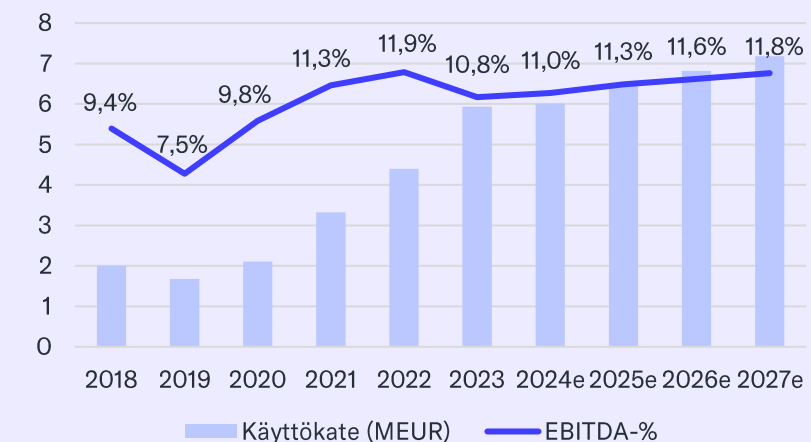
Kannattavuuskehitys riippuu kasvun kulmakertoimesta

Ennustamme vuoden 2024 käyttökatteen asettuvan 11,0 %:iin eli aavistuksen edellisvuotta vahvemmaksi (2023: 10,8 %). Mikäli orgaaninen kasvu kääntyy nousuun vuonna 2025, nousisi myös kannattavuustaso ennusteemme mukaan 11,3 %:iin. Kasvupanostusten ajoituksilla ja tuotemixin muutoksilla voi olla lyhyellä aikavälillä kannattavuutta heiluttavia vaikutuksia, mutta keskipitkällä aikavälillä odotamme mm. SaaS-liikevaihdon skaalautumisen sekä muun kasvun tukevan Tamtronin käyttökate- ja liikevoittomarginaaleja. Ennustamme käyttökatteen nousevan 11,8 %:iin, mikä on huomattavasti yhtiön tavoittelemaa 16 %:n tasoa matalampi. Näemme potentiaalia parempaankin, mutta tämä riippuu kuinka hyvin yhtiö onnistuu toteuttamaan nykyistä kasvustrategiaansa ja saamaan synergioita irti jo toteutetuista tai tulevista yritysostoista. Kannattavuuskehitys on jäänyt viime vuosina odotuksiamme heikommaksi, mihin heikko makroympäristö on osaltaan vaikuttanut.

Myyntikate



Käyttökate



Ennusteet 4/5

Arvonmäärityksen kannalta relevantein operatiivisen tuloksen mittari, liikearvon poistoilla oikaistu liikevoitto (EBITA) on ennusteissamme 4,6 MEUR vuonna 2024 (8,3 % liikevaihdosta) ja paranee 5,6 MEUR:oon vuonna 2027 (9,2 % liikevaihdosta). Raportoitu liikevoitto on yrityskauppoihin liittyvien aineettomien poistojen johdosta matalampi, 2,4 MEUR vuonna 2024e ja 4,0 MEUR 2027e.

Investointintarve on maltillinen

Ennustamme orgaanisten investointien olevan 1,5 MEUR/v lähivuosina, mikä on linjassa ennustamamme normaalin poistotason kanssa. Nähdäksemme yhtiöllä ei ole tällä hetkellä tarvetta kasvattaa capex-investointeja, joten ennustettu tuloskasvu näkyy selvänä vapaan kassavirran kasvuna. Ennustamamme normaalit poistot ovat 1,5-1,6 MEUR vuosina 2024-27. Yrityskauppoihin liittyvät aineettomat poistot ovat ennusteissamme 2,1 MEUR vuonna 2024e ja laskevat 1,5 MEUR:oon 2027e olettaen, ettei yhtiö toteuta uusia yrityskauppoja.

Nettotulos kasvaa myös rahoituskulujen laskun myötä

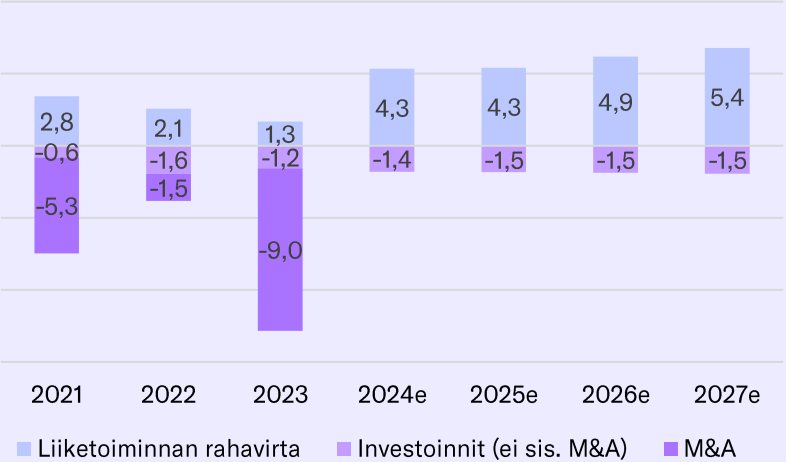
Ennustamme oikaistun nettotuloksen olevan 3,2 MEUR vuonna 2024 (raportoitu nettotulos 1,1 MEUR) ja kasvavan 4,1 MEUR:oon vuonna 2027 (raportoitu nettotulos 2,6 MEUR). Ennuste olettaa rahoituskulujen olevan 0,8 MEUR 2024e, mutta laskevan tasaisesti ennustejakson aikana velkojen lyhennysten myötä. Veroprosentti on lähivuosien ennusteissamme peräti 36 % (2024-25e), koska yrityskauppoihin liittyvät liikearvon poistot eivät ole verovähennyskelpoisia. Vertailukelpoinen veroprosentti olisi siten noin 21 %, mikä on myös pitkän aikavälin oletuksemme terminaalijaksolla.

Velan määrä laskee nopeasti ilman uusia yritysostoja

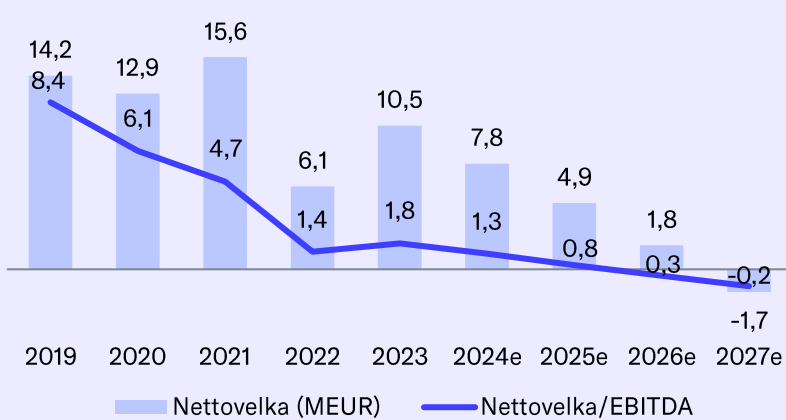
Tamtronin nettovelka suhteessa käyttökatteeseen asettuu ennusteidemme mukaan 1,3x tasolle vuoden 2024 lopussa ja laskee edelleen 0,8x:een vuonna 2025e. Kestävä maksimitaso nettovelan ja käyttökatteen suhteelle on arviomme mukaan 2-3x paikkeilla. Taseessa siis riittää tilaa uusille melko merkittävilekin yritysostoille. Nähdäksemme yhtiöllä olisi tälläkin hetkellä kapasiteettia käyttää noin 10 MEUR yritysostoihin, mikä nostaisi vuoden 2024 nettovelka/käyttökate-suhteen 2,4:een, jos oletettaisiin kauppahinnan arvostustasoksi EV/EBITDA 7x. Tällainen yritysosto ei näkemyksemme mukaan edellyttäisi oman pääoman vahvistamista, vaan voitaisiin toteuttaa velkarahalla.

Tase mahdollistaisi myös osingonmaksun aloittamisen, mutta yhtiö saattaa priorisoida yritysostoja pääomien allokoinnissa tai rakentaa puskuria tulevia yritysostoja ajatellen. Olemme ennusteissamme olettaneet, että osingonmaksu aloitetaan vuoden 2025 tuloksesta eli keväällä 2026, mutta tähän ennusteeseen kohdistuu merkittävää epävarmuutta.

Kassavirran kehitys (MEUR)



Nettovelan kehitys



Ennusteet 5/5

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	21,3	22,4	21,6	29,4	37,1	54,9	54,8	57,1	58,9	60,7
-kasvu		6 %	-4 %	36 %	26 %	48 %	0 %	4 %	3 %	3 %
-josta orgaanista kasvua		6 %	-4 %	14 %	8 %	1 %	-2 %	4 %	3 %	3 %
Laitteet	12,8	13,7	12,7	18,7	22,6	36,2	35,3	36,8	37,9	39,0
-kasvu %		7 %	-8 %	47 %	21 %	60 %	-2 %	4 %	3 %	3 %
-osuus %	60 %	61 %	59 %	63 %	61 %	66 %	65 %	64 %	64 %	64 %
Palvelut (sis. SaaS)	8,5	8,7	8,9	10,8	14,5	18,8	19,4	20,3	21,0	21,7
-kasvu %		3 %	3 %	21 %	34 %	30 %	3 %	5 %	3 %	3 %
-osuus %	40 %	39 %	41 %	37 %	39 %	34 %	35 %	36 %	36 %	36 %
EBITDA	2,0	1,7	2,1	3,3	4,4	5,9	6,0	6,5	6,8	7,2
EBITDA %	9,4 %	7,5 %	9,8 %	11,3 %	11,9 %	10,8 %	11,0 %	11,3 %	11,6 %	11,8 %
Poistot (pl. liikearvo)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6
Oik. EBIT	1,7	1,3	1,7	2,8	3,7	4,5	4,6	5,0	5,3	5,6
Oik. EBIT %	8,1 %	6,0 %	7,8 %	9,4 %	9,9 %	8,2 %	8,3 %	8,7 %	8,9 %	9,2 %
Liikearvon poistot	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-2,1	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
Raportoitu EBIT	0,3	-0,1	0,3	1,2	2,0	2,5	2,4	3,0	3,5	4,0
Rahoituskulut	-0,7	-0,6	-0,3	-0,6	-2,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4
Verot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,7	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Nettotulos	-0,5	-0,7	-0,1	0,1	-0,4	0,8	1,1	1,5	2,1	2,6
Oikaistu nettotulos	0,9	0,7	1,3	1,7	2,1	2,8	3,2	3,5	3,8	4,1
Liiketoiminnan rahavirta		1,3	2,0	2,8	2,1	1,3	4,3	4,3	4,9	5,4
Bruttoinvestoinnit (ei sis. M&A)		-0,6	-0,5	-0,6	-1,6	-1,2	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Nettovelka		14,2	12,9	15,6	6,1	10,5	7,8	4,9	1,8	-1,7
Nettovelka/EBITDA		8,4	6,1	4,7	1,4	1,8	1,3	0,3	-0,2	
Osingonmaksu yhteensä	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,7
Osinko/raportoitu nettotulos	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	24,0 %	24,7 %	25,3 %

Arvonmääritys 1/3

Arvonmäärityksen yhteenveto

Tamtronin liiketoiminta on kokonaisuutena kannattavaa, pääomakevyttä ja kasvumahdollisuuksiakin löytyy. Yhtiön perinteisessä teollisessa liiketoiminnassa (laitekauppa ja elinkaaripalvelut) orgaaninen kasvu on maltillista ja jokseenkin syklistä, mutta hajautunut markkina tarjoaa mahdollisuuksia yritysostovetoiselle kasvuille. SaaS-liikevaihto puolestaan on kasvanut melko nopeasti ja pääosin orgaanisin voimin 2020-luvulla. Arvioimme korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon kasvun tukevan konsernin kannattavuutta pitkällä aikavälillä. Tamtronia tulee kuitenkin mielestämme tarkastella kokonaisuutena, sillä SaaS-liikevaihto on erottamaton osa konsernin laite- ja palveluliiketoimintaa. Yritysostovetoinen kasvu voisi tukea SaaS-liiketoimintaa ja mahdollistaa synergiaetuja. Emme kuitenkaan ole sisällyttäneet yritysostoja ennusteisiimme tai laskeneet potentiaalisia M&A-synergioita mukaan määrittämäämme käypään arvoon. Mielestämme SaaS-kasvusynergioiden toteutumisesta kaivattaisiin vielä lisää näyttöjä, jotta yrityskauppavetoiselle kasvustrategialle voisi antaa lisäarvoa arvonmäärityksessä.

Tulospohjainen arvostus paras työkalu käyvän arvon määrittämiseen

Tulospohjaiset arvostuskertoimet soveltuvat mielestämme parhaiten Tamtronin arvostamiseen ja yhtiölle myös löytyy kaksi kasvu- ja kannattavuusprofiililtaan jossain määrin vertailukelpoista punnitusratkaisuja tarjoavaa ulkomaista verrokkiyhtiötä, Precia Molen ja Vishay Precision Group. Jälkimmäisen arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä koholla viime vuosien tasoihin nähden kannattavuuden laskun myötä, mutta kyseisiä verrokkeja on tyypillisesti viime vuosina arvostettu noin EV/EBIT-kertoimilla 10-12x kuluva

vuoden tulokseen, mitä pidämme myös käypänä arvostustasona Tamtronille. Näillä kertoimilla Tamtronin käypä arvo olisi vuoden 2024 ennusteilla 5,2-6,4 euroa. Vuoden 2025 ennusteilla ja kertoimilla 9-12x käypä arvo nousisi 5,5-7,5 euroon.

Myös kassavirtapohjainen arvostusmenetelmä (DCF: 6,6 €) sopii mielestämme melko hyvin yhtiön arvostamiseen, sillä yhtiön kannattavuus on suhteellisen vakaalla pohjalla. Liiketoiminnan pääomakeveys ja suotuista kassavirtaprofiili tulevat hyvin esiin DCF-laskelmassa ja mielestämme näille seikoille tuleekin antaa painoarvoa arvonmäärityksen kokonaiskuvan kannalta.

Tulospohjaisen arvostuksen sekä DCF:n lisäksi olemme hyödyntäneet osakkeen käyvän arvon määrittämisessä tasepohjaista arvostusta (P/B). Osinkotuotto ei sen sijaan mielestämme sovi arvostusmenetelmäksi, koska pääoman käytössä priorisoidaan kasvua ja yritysostoja. Tulospohjaisten arvostusmenetelmien, tasepohjaisen arvostuksen ja DCF:n perusteella arvioimme osakkeen käyväksi arvoksi 5,3-7,1 euroa.

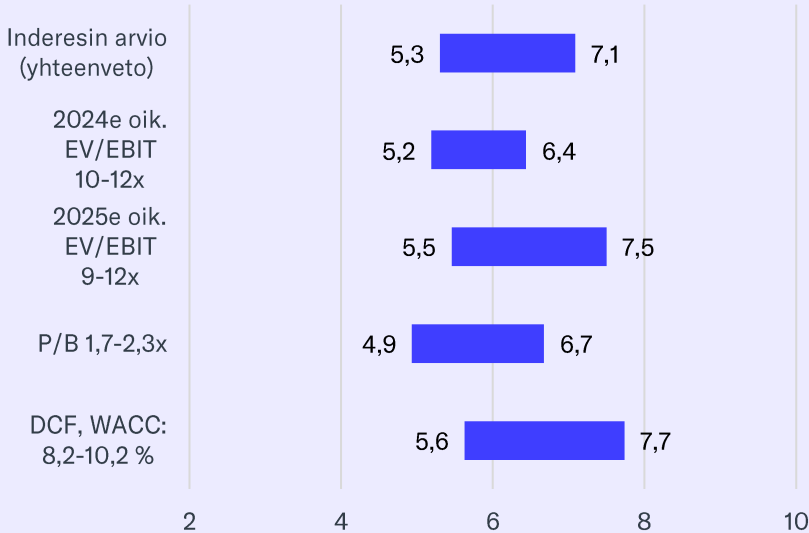
Arvostustaso näyttäyty houkuttelevana

Vuoden 2024 kohtuullisen edullisiin tulospohjaisiin arvostuskertoihin nojaaminen on mielestämme tässä kohtaa vuotta jo melko vähäriskistä (oik. EV/EBIT 10x). Vuoden 2025 maltillisilla tulokasvuennusteilla arvostus säilyy edullisena (oik. EV/EBIT 9x). Osakkeen tuotto-odotus koostuu noin 10 %:n ennustetusta kassavirtatuotosta sekä 6-9 % tulokasvusta vuosina 2025-26. Yhtiön kasvuhankkeissa on nähtävissä edistystä, mutta merkittävästä tulokasvun kiihtymisestä ei ole ainakaan vielä saatu selkeitä merkkejä ja tämä voisi mahdollisesti edellyttää myös suhdanteen vahvistumista.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,40	5,40	5,40
Osakemäärä, milj. kpl	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	39	39	39
Yritysarvo (EV)	47	44	41
P/E (oik.)	12,3	11,4	10,4
P/E	37,2	25,9	19,1
P/B	1,9	1,7	1,6
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,8	6,8	6,0
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,9	7,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	24,0 %	24,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,9 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Arvostusmenetelmien yhteenveto¹⁾



1) Oik. liikevoitto korjattu yrityskauppoihin liittyvillä liikearvopoistoilla, jotka eivät vaikuta tuleviin kassavirtoihin.

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Ydinverrokkiryhmä koostuu kahdesta punnitusratkaisujen tarjoajasta

Olemme koonneet laitemyynnin ja elinkaaripalveluiden hyväksyttävän arvostustason määrittämisen tueksi kompaktin verrokkiryhmän, joka koostuu kahdesta listatusta teollisuuden punnitusratkaisuja tarjoavasta yhtiöstä, jotka ovat VPG ja Precia Molen.

VPG (Vishay Precision Group) on yhdysvaltalainen teollisuuden mittauslaitteita valmistava yhtiö, jonka liikevaihto vuonna 2024 oli 307 MUSD. Punnitusratkaisut muodostivat noin kolmanneksen yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön oikaistu käyttökate oli 12 % liikevaihdosta ja bruttokate 41 %. Sijoitetun pääoman tuotto on ollut tyypillisesti yli 10 %.

Precia Molen on ranskalainen teollisuuden punnitusratkaisuja kehittävä yhtiö, jonka liikevaihto vuonna 2024 on arviolta 166 MEUR. Yhtiön käyttökate on noin 14 % liikevaihdosta. Liiketoiminta on maantieteellisesti keskittynyttä, sillä yli puolet liikevaihdosta syntyy yhtiön kotimaasta Ranskasta. Tuotto liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle on ollut noin 15 %.

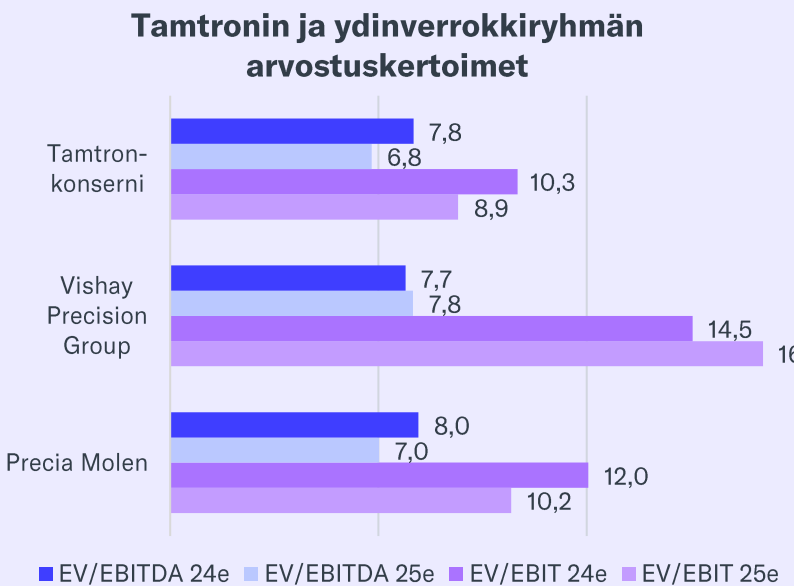
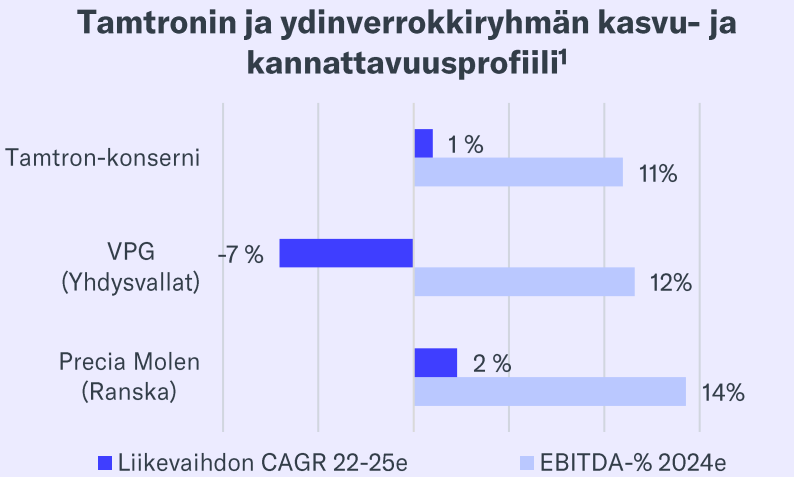
Mielestämme Tamtronin liiketoiminnan laatu on varsin vertailukelpoista verrokkiryhmään nähden, jolloin yhtiötä voitaisiin periaatteessa arvostaa saman tasoisilla tulospohjaisilla arvostuskertoimilla. Verrokkien liikearvon poistoilla oikaistut pääomantuottoluvut ovat useimpina vuosina olleet samalla tasolla Tamtronin kanssa (noin 15 %), joskin VPG:n kannattavuus kärsi liikevaihdon laskusta vuonna 2024. Verrokkit ovat Tamtronia selvästi suurempia, mutta pienestä koosta huolimatta pidämme Tamtronia varsin vakaana yhtiönä eikä riskitasoissa ole mielestämme suuria eroja verrokkeihin nähden. Orgaaninen kasvukehitys on ollut koko ryhmällä maltillista vahvan vuoden 2022

jälkeen, emmekä näe silläkään saralla suuria fundamentaalisia eroavaisuuksia yhtiöiden välillä.

EV/EBITDA-kertoimilla katsottuna Tamtron on hinnoiteltu täysin linjaan verrokkien kanssa vuoden 2024 luvuilla (7,8x), mutta jos vuoden 2025 tuloskasvuarvionne toteutuisi, olisi Tamtronin arvostuksessa nousuvaraa verrokkiryhmään nähden (EV/EBITDA 6,8x vs keskiarvo 7,4x).

EV/EBIT-kertoimilla puolestaan Tamtron on verrokkiryhmää edullisempi. Nähdäksemme kahta kyseistä verrokkiyhtiötä on viime vuosina hinnoiteltu noin 10-12x EV/EBIT seuraavan vuoden EBIT:iin nähden, mitä pidämme edelleen käypänä tasona Tamtronille. VPG:n kannattavuuden heikentyminen vuoden 2024 aikana on nostanut yhtiön tulospohjaisia arvostuskertoimia, mutta emme anna sen vaikuttaa käyväksi katsomaamme arvostustasoon Tamtronille. Verrokkiyhtiöillä ei ole Tamtronin tapaan suuria liikearvopoistoja tuloslaskelmassa, minkä vuoksi niiden raportoidut EV/EBIT-kertoimet ovat suoraan melko hyvin sovellettavissa Tamtronin oikaistuun liikevoittoon

Verrokkien tasepohjaiset arvostustasot (P/B 2024e: 1,0-1,9x). kertovat, että tuloskasvun jäädessä matalaksi markkina ei ole nykyisessä suhdanteessa valmis hinnoittelemaan pääomantuotoltaan hyviäkään yhtiöitä yli P/B 2x:n teollisten punnitusten toimialalla. Emme kuitenkaan halua antaa tasepohjaiselle arvonmääritykselle vahvaa painoarvoa käyvän arvon määrittämisessä, sillä Tamtronin liikearvoilla oikaistu sijoitetun pääoman tuotto on verrokkiryhmän nykytilaa vahvempi ja toisaalta arvioimme yhtiön tuloksessa olevan myös merkittävästi kehityspotentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu strategiassaan. Asetamme käyviksi P/B-kertoimiksi Tamtronille 1,7x-2,3x, mikä kuvastaa tulostasoltaan vakaammin kehittyneen Precia Molenin tasepohjaista arvostusta.



1) Olemme vähentäneet tiedotetut yritysostot pois liikevaihdon kasvusta
Lähde: Inderes, Bloomberg ja Millistream

Arvonmääritys 3/3

DCF soveltuu melko hyvin Tamtronin arvostamiseen

Pidämme DCF-menetelmää soveltuvana arvonmääritysmenetelmänä, sillä Tamtron on melko vakaan kannattavuuden omaava yhtiö ja näkyvyys tulevaisuuden kassavirtoihin on kohtalaisen hyvä. DCF-arvonmäärityksemme antaa Tamtronin yritysarvoksi 58,8 MEUR ja osakekannan arvoksi 48,3 MEUR ottaen huomioon vuoden 2023 lopun nettovelan (10,5 MEUR). Osakekohtainen käypä arvo olisi siten DCF-mallimme mukaan 6,6 euroa.

Olemme asettaneet Tamtronin keskimääräiseksi pääoman kustannukseksi 9,2 %, mikä ottaa mielestämme huomioon toisaalta yhtiön kassavirtojen melko hyvän ennustettavuuden sekä toisaalta yhtiön pienen koon ja syklisen elementin. Konsernin oman pääoman kustannusoletus on 11,5 % ja vieraan pääoman kustannusoletus 5,0 %. DCF-arvonmäärityksessä oletamme liikevaihdon vuotuisen kasvun olevan keskimäärin 3 % vuosina 2025-32 ja pitkällä aikavälillä 2 %. Kannattavuuden osalta olemme olettaneet käyttökatemarginaalin laskevan vuoden 2027 11,8 %:sta 11,6 %:iin pitkällä aikavälillä. Arvioimme investointien alittavan poistotason lyhyellä aikavälillä (johtuen liikearvon poistoista) ja ylittävän poistotason maltillisesti pitkällä aikavälillä.

Ennusteidemme mukaisesti 28 % yritysarvosta syntyy vuosien 2024-28 diskontatuista kassavirroista, 22 % vuosilta 2023-33 ja 50 % terminaalijaksolta. Kassavirtojen ajallinen jakauma on mielestämme varsin konservatiivinen.

Tavoiteskenaariossa osakkeen arvo moninkertaistuisi

Tamtronin tavoitteleman 96 MEUR:n liikevaihdon ja 16 %:n EBITDA-marginaalin toteutuminen vuonna 2027 nostaisi osakkeen nykyarvon yli kaksinkertaiseksi suhteessa nykykurssiin. Liikevaihtotavoitteessa vuodelle 2027 on 35 MEUR eroa nykyennusteeseemme (61 MEUR). Jos olettaisimme, että yhtiö pystyisi nostamaan vuotuisen orgaanisen kasvunsa 6 %:iin ja hankkisi lisäksi uutta liikevaihtoa 30 MEUR:n edestä yrityskaupoilla, saavuttaisi se liikevaihtotavoitteen. Tavoiteltu 16 %:n EBITDA-marginaali vastaisi arviomme mukaan noin 13 %:n EBITA-marginaalia, jolloin EBITA (oik. liikevoitto) kasvaisi tavoiteskenaariossa 12,5 MEUR:oon vuonna 2027. EV/EBIT-kertoimella 12x yhtiön EV olisi tällöin peräti 150 MEUR.

Jos oletettaisiin, että skenaarioon vaadittavat 30 MEUR ostettua liikevaihtoa sisältäisi ostohetkellä EBITA-marginaalin 10 % ja kauppahinnat vastaisivat kerrointa EV/EBITA 11x, tulisi M&A-kasvun hinnaksi 33 MEUR. Kun mukaan lasketaan vuosien 2025-27 kassavirrat ja vuoden 2024 lopun ennustettu nettovelka, olisi osakkeen markkina-arvo 121 MEUR vuonna 2027 eli noin 17 euroa per osake (>3x nykykurssi). Tämä diskontattuna nykypäivään olisi 12 euroa, eli yli kaksinkertainen nykyiseen osakekurssiin nähden.

Skenaario ei huomioi M&A:n vaatiman pääoman kustannusta, mikä voisi syntyä esimerkiksi mahdollisen osakeannin järjestämisestä. Yhtiön nykyinen tase mahdollistaisi arviomme mukaan tällä hetkellä noin 10 MEUR:n arvoiset yritysostot, joten tavoitteiden mukainen liikevaihdon kasvu vaatisi todennäköisesti taseen

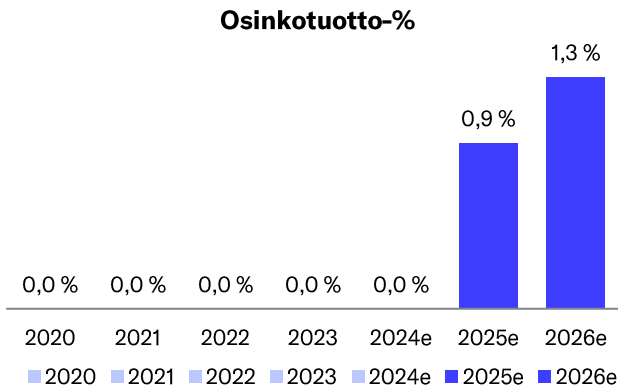
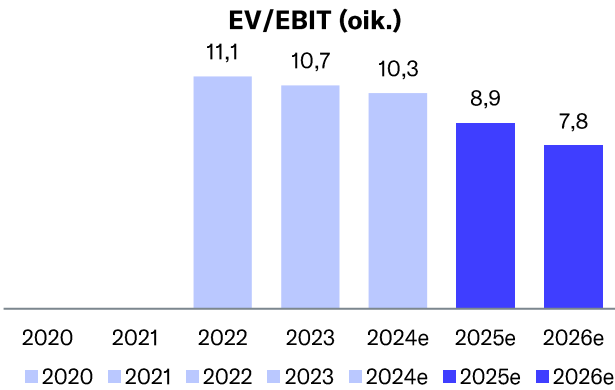
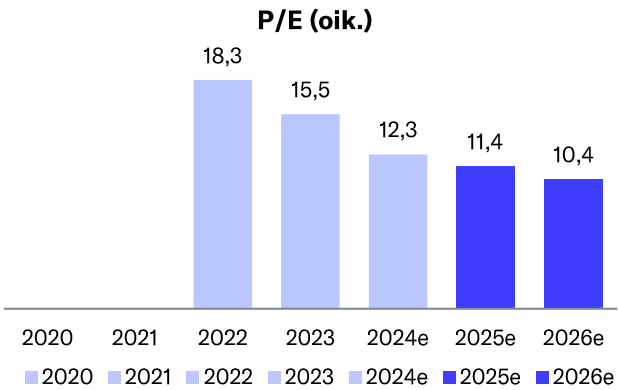
pääomittamista.

Emme pidä skenaarion toteutumista todennäköisenä, mutta se mielestämme havainnollistaa arvonluonnin kannalta keskeisiä tekijöitä. Erityisesti kannattavuuden parantaminen tavoitellulle tasolle on nähdäksemme haastavaa ja vaatisi voimakasta skaalautumista SaaS-liiketoiminnalta sekä hyvää kysyntää myös yhtiön muille tuotteille. Skenaariossa syntyvä arvonluonti toteutuu valtaosin (76 %) nimenomaan kannattavuuden parantumisen kautta. Kasvu johtaa usein myös kannattavuuden parantumiseen joko bruttokatteen parantumisen tai operatiivisen vipuvaikutuksen kautta. Jos kasvu ei kuitenkaan nostaisi pitkän aikavälin kannattavuutta, olisi sen tuoma arvonluonti suhteellisen vähäistä.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,38	5,18	5,40	5,40	5,40	5,40
Osakemäärä, milj. kpl	6,45	7,29	7,29	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	35	38	39	39	39	39
Yritysarvo (EV)	41	48	47	44	41	38
P/E (oik.)	18,3	15,5	12,3	11,4	10,4	9,5
P/E	neg.	48,0	37,2	25,9	19,1	15,2
P/B	2,3	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5
P/S	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,3	8,1	7,8	6,8	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	11,1	10,7	10,3	8,9	7,8	6,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	24,0 %	24,7 %	25,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %	1,3 %	1,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Precia Molen			12,0	10,2	8,0	7,0	1,1	1,1	22,8	19,3	1,0	1,1	1,9
Vishay Precision Group	315	270	14,5	16,2	7,7	7,8	0,9	0,9	23,7	25,7			1,0
Robit	29	46	23,2	11,6	7,7	5,8	0,5	0,5		17,3	3,6	2,9	0,6
Norrhydro Group	19	19		19,4	9,7	9,7	0,7	0,6					2,3
Glaston	66	88	10,4	6,4	4,5	4,0	0,4	0,4	9,2	7,1	6,4	7,7	1,0
Tamtron (Inderes)	39	47	10,3	8,9	7,8	6,8	0,9	0,8	12,3	11,4	0,0	0,9	1,9
Keskiarvo			15,1	12,8	7,5	6,9	0,7	0,7	18,6	17,3	3,7	3,9	1,4
Mediaani			13,3	11,6	7,7	7,0	0,7	0,6	22,8	18,3	3,6	2,9	1,0
Erotus-% vrt. mediaani			-22 %	-23 %	1 %	-3 %	25 %	36 %	-46 %	-38 %	-100 %	-68 %	84 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	37,1	23,6	31,4	54,9	24,8	30,0	54,8	57,1	58,9	60,7
Käyttökate	4,4	2,6	3,4	5,9	2,9	3,1	6,0	6,5	6,8	7,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-1,6	-1,9	-3,5	-1,7	-1,9	-3,6	-3,5	-3,3	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,7	2,0	2,6	4,5	2,2	2,3	4,6	5,0	5,3	5,6
Liikevoitto	2,0	1,0	1,5	2,5	1,2	1,3	2,4	3,0	3,5	4,0
Nettorahoituskulut	-2,0	-0,4	-0,6	-0,9	-0,4	-0,4	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	0,0	0,6	0,9	1,5	0,8	0,9	1,7	2,4	3,0	3,6
Verot	-0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,4	0,4	0,4	0,8	0,6	0,5	1,1	1,5	2,1	2,6
EPS (oikaistu)	0,29	0,16	0,17	0,33	0,23	0,21	0,44	0,47	0,52	0,57
EPS (raportoitu)	-0,06	0,05	0,06	0,11	0,08	0,06	0,15	0,21	0,28	0,36

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	26,0 %	50,8 %	46,3 %	48,2 %	5,2 %	-4,5 %	-0,3 %	4,2 %	3,1 %	3,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	32,7 %	30,2 %	18,6 %	23,3 %	13,7 %	-8,8 %	0,9 %	8,9 %	6,0 %	5,9 %
Käyttökate-%	11,9 %	10,9 %	10,7 %	10,8 %	11,7 %	10,4 %	11,0 %	11,3 %	11,6 %	11,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,9 %	8,3 %	8,2 %	8,2 %	8,9 %	7,8 %	8,3 %	8,7 %	8,9 %	9,2 %
Nettotulos-%	-1,0 %	1,6 %	1,3 %	1,4 %	2,4 %	1,6 %	1,9 %	2,7 %	3,5 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	16,2	21,9	20,1	18,2	16,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	14,9	19,2	17,1	15,1	13,4
Käyttöomaisuus	1,1	2,5	2,5	2,5	2,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,5	0,6	0,6
Vaihtuvat vastaavat	17,5	24,3	24,2	25,2	26,0
Vaihto-omaisuus	6,4	8,8	8,8	9,2	9,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,8	13,7	13,6	14,2	14,7
Likvidit varat	4,4	1,8	1,7	1,8	1,9
Taseen loppusumma	33,7	46,2	44,3	43,5	42,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	14,9	20,1	21,2	22,7	24,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,4	1,7	2,8	4,3	6,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	13,4	18,3	18,3	18,3	18,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	8,4	9,9	5,9	4,2	2,3
Laskennalliset verovelat	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta*	8,3	9,6	5,7	4,0	2,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,4	16,3	17,3	16,6	15,7
Korolliset velat	2,1	2,7	3,8	2,7	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,3	13,6	13,5	13,9	14,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	33,7	46,2	44,3	43,5	42,4

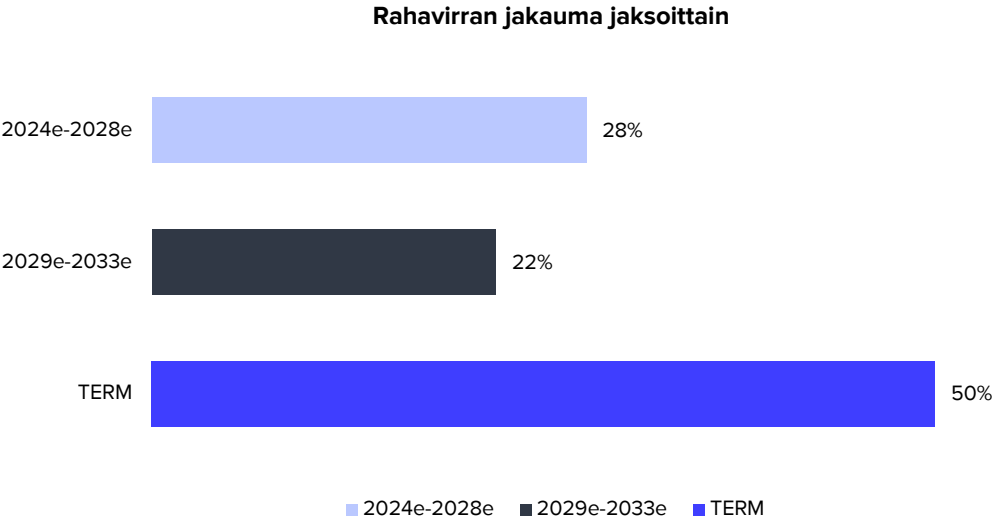
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	48,2 %	-0,3 %	4,2 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,5 %	4,4 %	5,3 %	6,0 %	6,6 %	9,3 %	9,3 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Liikevoitto	2,5	2,4	3,0	3,5	4,0	5,8	6,0	6,2	6,1	6,3	6,5	
+ Kokonaispoistot	3,5	3,6	3,5	3,3	3,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	
- Maksetut verot	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,0	4,9	4,8	5,4	5,7	6,1	6,3	6,4	6,4	6,6	6,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-8,1	3,4	3,4	3,9	4,2	4,5	4,7	4,8	4,7	4,8	4,6	
+/- Muut	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,6	3,4	3,4	3,9	4,2	4,5	4,7	4,8	4,7	4,8	4,6	64,6
Diskontattu vapaa kassavirta		3,4	3,1	3,3	3,3	3,2	3,0	2,8	2,6	2,4	2,1	29,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		58,8	55,4	52,3	49,0	45,7	42,5	39,4	36,6	34,0	31,6	29,5
Velaton arvo DCF		58,8										
- Korolliset velat		-12,3										
+ Rahavarat		1,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		48,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,6										

Pääoman kustannus (WACC)

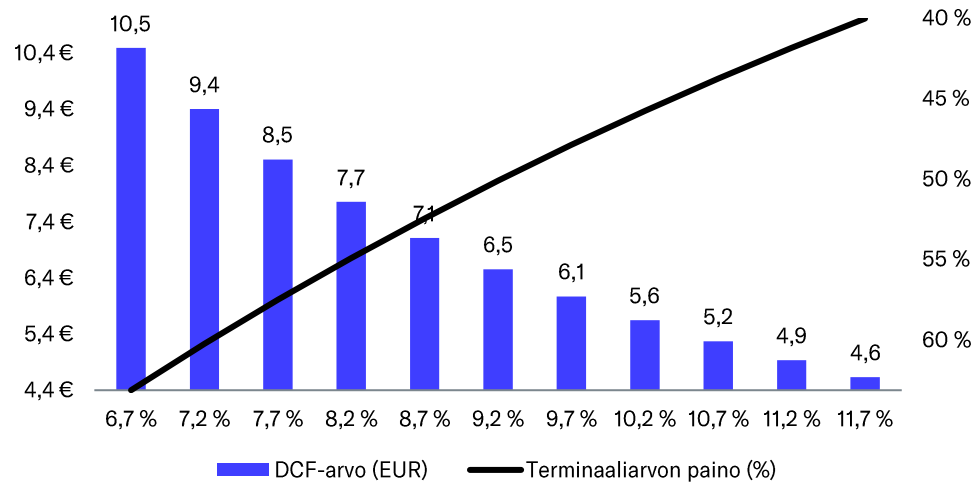
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,68
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

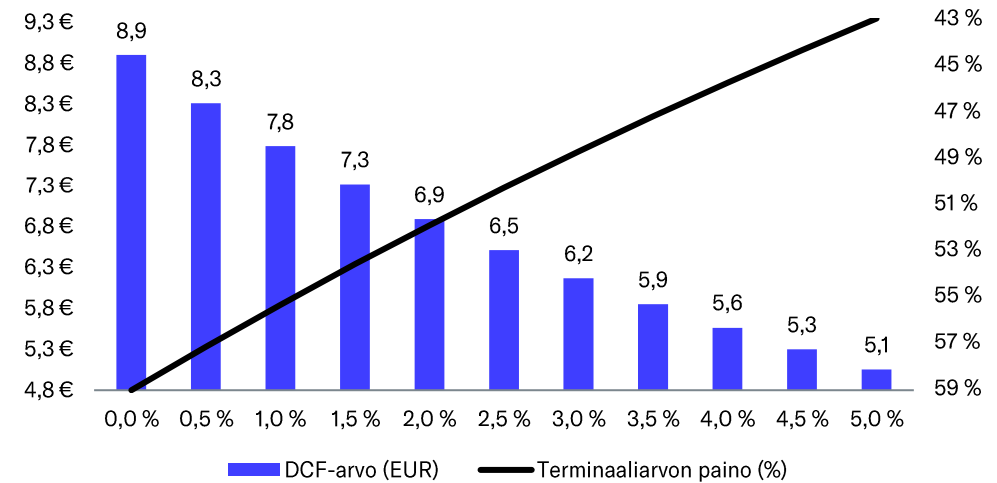


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

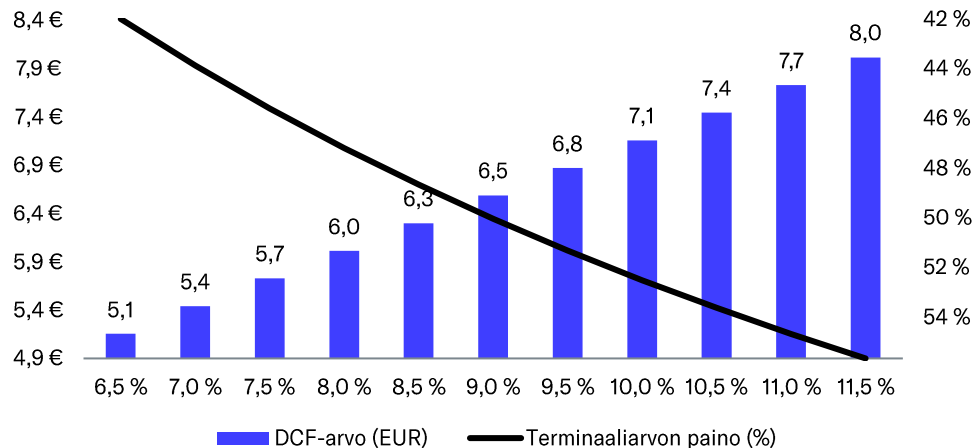
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



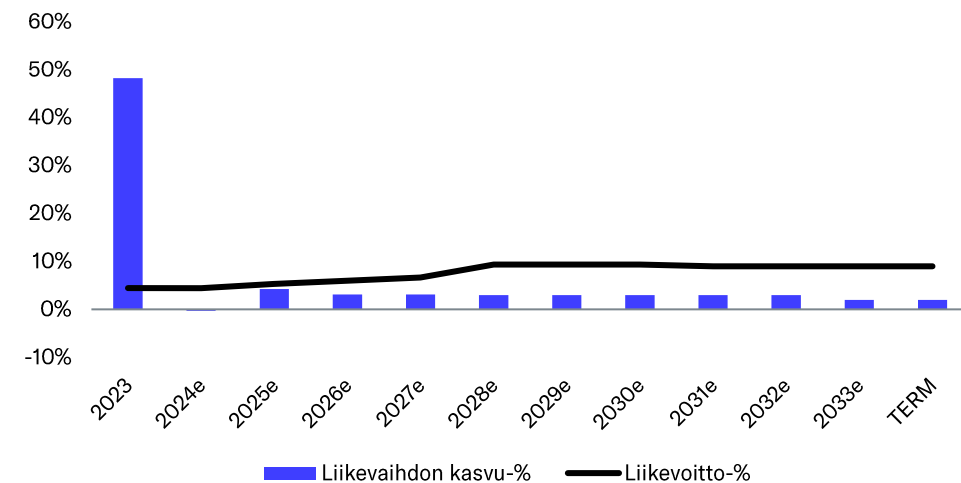
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	29,4	37,1	54,9	54,8	57,1	EPS (raportoitu)	0,02	-0,06	0,11	0,15	0,21
Käyttökate	3,3	4,4	5,9	6,0	6,5	EPS (oikaistu)	0,21	0,29	0,33	0,44	0,47
Liikevoitto	1,2	2,0	2,5	2,4	3,0	Operat. kassavirta / osake	0,37	0,37	0,13	0,67	0,66
Voitto ennen veroja	0,6	0,0	1,5	1,7	2,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,39	1,41	-0,50	0,46	0,47
Nettovoitto	0,1	-0,4	0,8	1,1	1,5	Omapääoma / osake	0,58	2,31	2,76	2,90	3,11
Kertaluontoiset erät	-1,5	-1,7	-2,1	-2,1	-1,9	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	28,7	33,7	46,2	44,3	43,5	Liikevaihdon kasvu-%	36 %	26 %	48 %	0 %	4 %
Oma pääoma	3,9	14,9	20,1	21,2	22,7	Käyttökatteen kasvu-%	58 %	32 %	35 %	1 %	8 %
Liikearvo	13,2	12,6	16,4	14,3	12,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	64 %	33 %	23 %	1 %	9 %
Nettovelat	15,6	6,1	10,5	7,8	4,9	EPS oik. kasvu-%	39 %	38 %	13 %	31 %	8 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	11,3 %	11,9 %	10,8 %	11,0 %	11,3 %
Käyttökate	3,3	4,4	5,9	6,0	6,5	Oik. Liikevoitto-%	9,4 %	9,9 %	8,2 %	8,3 %	8,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-1,2	-4,1	-0,1	-0,5	Liikevoitto-%	4,2 %	5,3 %	4,5 %	4,4 %	5,3 %
Operatiivinen kassavirta	2,4	2,4	1,0	4,9	4,8	ROE-%	4,2 %	-4,1 %	4,5 %	5,1 %	6,9 %
Investoinnit	-4,9	-2,7	-9,1	-1,4	-1,4	ROI-%	6,2 %	8,4 %	8,5 %	7,7 %	10,1 %
Vapaa kassavirta	-2,5	9,1	-3,6	3,4	3,4	Omavaraisuusaste	13,5 %	44,1 %	43,5 %	47,8 %	52,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e	Nettovelkaantumisaste	402,3 %	40,9 %	52,4 %	36,7 %	21,5 %
EV/Liikevaihto				0,9	0,8						
EV/EBITDA				7,8	6,8						
EV/EBIT (oik.)				10,3	8,9						
P/E (oik.)				12,3	11,4						
P/B				1,9	1,7						
Osinkotuotto-%		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/12/2022	Lisää	6,70 €	5,78 €
03/02/2023	Osta	6,70 €	5,38 €
23/03/2023	Osta	6,40 €	5,24 €
30/08/2023	Lisää	6,20 €	5,44 €
01/02/2024	Lisää	6,20 €	5,18 €
13/03/2024	Osta	6,20 €	4,87 €
09/07/2024	Vähennä	6,20 €	6,20 €
15/08/2024	Lisää	6,00 €	5,48 €
18/02/2025	Lisää	6,20 €	5,40 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**