

BOREO

28.10.2025 07.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Boreo Q3'25 -ennakko: Odotamme elpymisen jatkuvan

Boreo julkistaa Q3-raporttinsa keskiviikkona klo 09.00. Arvioimme hyvällä tasolla säilyneiden tilauskirjojen sekä kahden yritysoston näkyvän liikevaihdon selvänä kasvuna, mutta operatiiviselta liikevoitolta odotamme vain pientä parannusta. Ennen raporttia säädimme ennustettamme marginaalisesti ylöspäin Q3:n osalta ja loivensimme hieman ensi vuodelle odottamaamme tulosparannusta heijastellen kohdemarkkinoille arvioimaamme kokonaiskuvaa. Yleisesti teollisuusasiakkaille kohdistuvan myynnin odotamme elpyvän nopeammin kuin rakennusosalalle kohdistuvan. Toistamme lisää-suosituksen ja 18,0 euron tavoitehintamme.

Kasvaneista tilauskirjoista ja yritysostoista tukea kasvulle

Q2:n lopussa tilauskirjat olivat vakaat suhteessa Q1:n lopun tilanteeseen, mutta korkeammat kuin vuosi takaperin. Ennustamme Elektroniikka-segmentin liikevaihdon kasvaneen 20 % 14,5 MEUR:oon, jossa elokuun alussa toteutettu Elfa Distrelec:n Suomen ja Baltian myyntitoimintojen yritysosto tukee osaltaan kasvua. Teknisen kaupan liikevaihdolle ennustamme 18 %:n kasvua 19 MEUR:oon, mikä kuitenkin heijastelee alla olevien liiketoimintojen varsin eriävää kysynnän kehitystä. Segmentin myynti saa tukea keväällä toteutetusta Spetselektroodi-yritysostosta. Kokonaisuutena ennustamme Q3-myyntin kasvaneen 18 %:lla 33,6 MEUR:oon.

Tulosvipu tulee nyt läpi normaalia vaisumpana

Ennustamme Boreon operatiivisen liikevoiton kasvaneen lievästi 1,9 MEUR:oon (Q3'24: 1,8 MEUR). Ennustamamme hyvä orgaanisen myynnin kasvu ei näy täysimääräisesti tuloksessa, sillä yhtiö on viime aikoina myös tehnyt rekrytointeja kasvun edellytysten parantamiseksi. Myös yritysostojen integroinnista odotamme lisäkuluja. Segmenteittäin ennustamme Elektroniikan operatiivisen liikevoiton paranevan 1,1 MEUR:oon (Q3'24: 1,0 MEUR). Teknisen kaupan operatiivisen liikevoiton ennustamme olevan vertailukauden tasolla 1,2 MEUR:ssa ja

samoin konsernikulujen -0,4 MEUR:ssa. Korkomenot (sis. hybridin korot) ovat ennusteessamme lievästi vertailukauden alla. Osakekohtaisen tuloksen odotamme paranevan selvästi 0,19 euroon (Q3'24: 0,10 euroa) heikolta lähtötasoltaan.

Tarkistus piste kysynnän vahvistumiselle

Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti Boreo ei anna lyhyen aikavälin numeerista ohjeistusta. Q3-raportoinnin yhteydessä huomiomme kohteena ovatkin tuoreet kommentit kysyntätilanteen kehityksestä ja tilauskirjojen tasosta. Odotamme, että tilauskirjat ovat jatkaneet vakaina/lievää vahvistumistaan. Seuraamme Q3-raportilla myös kassavirran ja rahoitusaseman kehitystä, sillä yhtiön velkavivun kehitys (H1'25: nettovelka/käyttökate 2,3x) määrittää sitä, kuinka paljon kapasiteettia uusiin yritysostoihin on käytettävissä. Q3:lla rahavirran pitäisi olla kausiluonteisuudesta johtuen positiivinen ja vaikka Elfa Distrelec -yritysosto (EV: 5,5 MEUR ja EBIT 1,1 MEUR) kasvattaa osaltaan nettovelka/EBITDA-suhdetta, odotamme sen pysyttelevän lähellä viime kvartaalin tasoja.

Tuloskasvun tullessa läpi kertoimet laskevat nopeasti

Boreon vuosien 2025-2026 ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-kertoimet ovat 20x ja 11x ja vastaavat taseen velkavivun huomioivat EV/EBITDA-kertoimet 8,5x ja 8x. Vuoden 2025e tulostasolla kertoimet ovat vielä koholla, vaikka tuloskehitys onkin saatu vakautettua. Katsomme jo vuoden 2026e kertoimia, sillä tämä ennuste sisältää tehdyt yritysostot täysimääräisesti ja odotamme siinä myös pientä myötätuulta talousympäristön toipumisesta pohjiltaan. 2026e kertoimet vaikuttavat yhtiölle houkuttelevilta, vaikka ennusteiden toteutumiseen liittyy myös riskejä. Tätä arvostuksen kokonaiskuvaa tukee myös kassavirtamallimme, joka on 18 eurossa. Boreo arvostetaan selvällä alennuksella sarjayhdistelijöistä muodostuvaan verrokkiryhmään nähden, mitä pidämme osin perusteltuna, kun huomioidaan eriävät viime vuosien pääomien tuottotasot.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehintaa:

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

15,90 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	134,0	150,7	164,2	169,1
kasvu-%	-17 %	12 %	9 %	3 %
EBIT oik.	6,8	7,6	9,5	10,3
EBIT-% oik.	5,0 %	5,0 %	5,8 %	6,1 %
Nettotulos	1,0	3,4	3,5	4,8
EPS (oik.)	0,51	0,79	1,50	2,08

P/E (oik.)	21,4	20,0	10,6	7,7
P/B	1,5	2,1	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %
EV/EBIT (oik.)	12,2	13,4	10,5	9,4
EV/EBITDA	8,5	8,5	8,1	7,2
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6	0,6

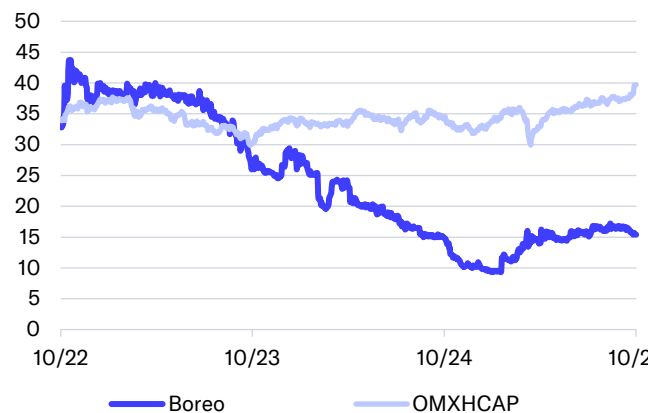
Lähde: Inderes

Ohjeistus

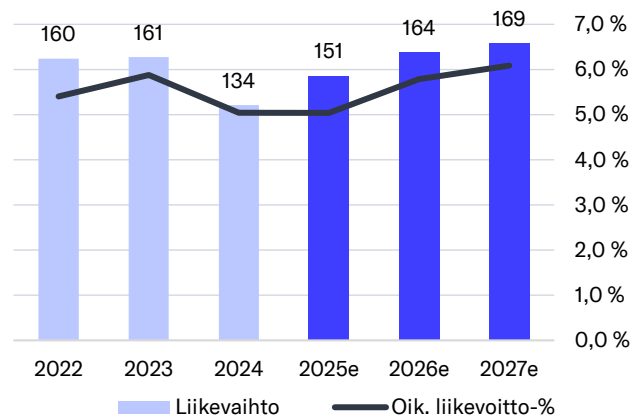
(Ennallaan)

Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

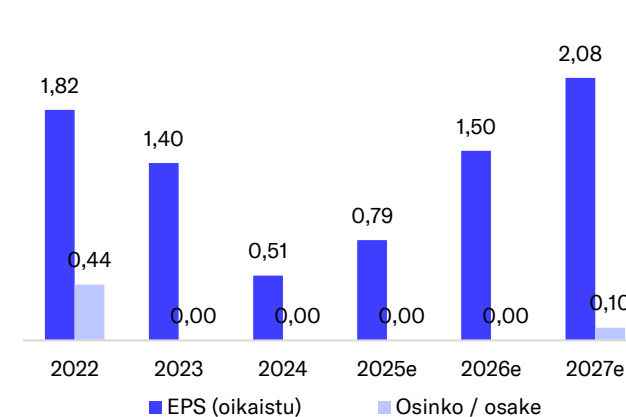
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	15,9	15,9	15,9
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	43	43	43
Yritysarvo (EV)	102	100	96
P/E (oik.)	20,0	10,6	7,7
P/E	29,1	24,6	12,2
P/B	2,1	1,9	1,7
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,5	8,1	7,2
EV/EBIT (oik.)	13,4	10,5	9,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	5,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,6 %

Lähde: Inderes

Odotuksissa pirteää kasvua ja maltillista tulosparannusta

Odotukset Q3-raportilta

- Q2:n lopussa tilauskirjat olivat vakaat suhteessa Q1:n tilanteeseen (Elektroniikka hieman ylös ja Tekninen kauppa hieman alas), mutta molemmissa selvästi korkeammat kuin vuosi takaperin.
- Ennustamme Elektroniikka-segmentin liikevaihdon kasvaneen 20 % 14,5 MEUR:oon.
- Elfa Distrelec:n Suomen ja Baltian myyntitoimintojen yritysosto tukee osaltaan Elektroniikan kasvua, mutta odotamme, että segmentin kasvusta noin puolet on myös orgaanista.
- Teknisen kaupan liikevaihdolle ennustamme 18 %:n kasvua 19 MEUR:oon. Odotamme segmentiltä noin 12 %:n orgaanista kasvua erittäin vaisusta vertailukaudesta, ja se saa myös tukea keväällä toteutetusta Spetselektroodi-yritysostosta. Odotamme mm. Putzmeister-liiketoiminnan jatkavan kasvussa alkuvuoden tavoin.
- Eri liiketoiminnoille odotamme edelleen varsin eriävää kysynnän kehitystä.
- Ennustamme Boreon operatiivisen liikevoiton kasvaneen lievästi 1,9 MEUR:oon (Q3'24: 1,8 MEUR). Ennustamamme hyvä orgaanisen myynnin kasvu ei näy täysimääräisesti tuloksessa, sillä yhtiö on viime aikoina myös tehnyt rekrytointeja kasvun edellytysten parantamiseksi. Tuoreet yritysostot tuovat mukanaan myös kuluja, ja myös myynnin katerakenne heikkenee ennusteessamme hieman vertailukaudesta johtuen myytyjen tuotteiden painotuksesta.

Ennustetaulukko	Q3'24	Q3'25	Q3'25e	Q3'25e	Konsensus		2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	28,4		33,6				151
Liikevoitto (oik.)	1,8		1,9				7,6
Liikevoitto	1,1		1,3				6,8
EPS (oik.)	0,10		0,19				0,79
Liikevaihdon kasvu-%	-30,7 %		18,1 %				12,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	6,2 %		5,7 %				5,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Ennen raporttia säädimme ennustettamme marginaalisesti ylöspäin Q3:n osalta, ja loivensimme hieman ensi vuodelle odottamaamme tulosparannusta heijastellen kohdemarkkinoille arvioimaamme kokonaiskuvaa.
- Yleisesti teollisuusasiakkaille kohdistuvan myynnin odotamme elpyvän nopeammin kuin rakennusosalalle kohdistuvan myynnin.

Operatiiviset tulosajurit

- Vaikeiden vuosien jälkeen markkinan kääntyminen kasvuun
- Vielä heikosti pärjäävillä liiketoiminnoilla on merkittävästi potentiaalia parantaa kohti historiallisia tasoja.
- Odotamme Elektroniikka-segmentin elpyvän Teknistä Kauppaa nopeammin
- Tehdyt tehostamistoimet tukevat tulosta
- Vuonna 2025 tehtyjen kahden yritysoston liikevoittovaikutus on noin +1,4 MEUR, jos käytetään niiden edellisvuoden tuloksia ja tämä jo itsessään antaa hyvää selkänöjaa ensi vuoden tulosparannukselle.

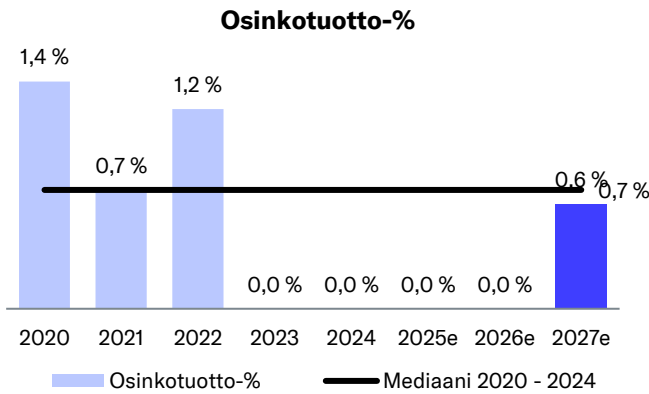
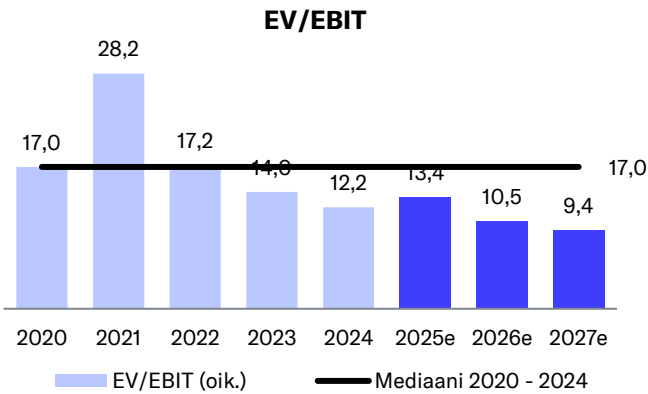
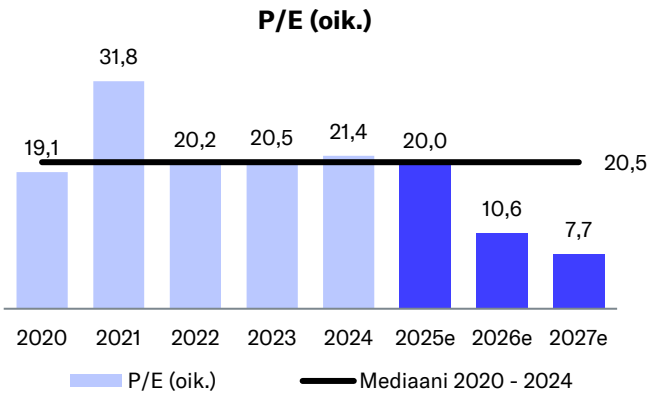
Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	150	151	0 %	170	164	-3 %	173	169	-2 %
Käyttökate	11,7	11,9	2 %	13,1	12,8	-2 %	13,8	13,8	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,4	7,6	3 %	9,8	9,5	-3 %	10,3	10,3	0 %
Liikevoitto	6,6	6,8	3 %	7,0	6,6	-5 %	7,7	7,7	0 %
Tulos ennen veroja	3,7	3,9	6 %	4,8	4,5	-7 %	6,1	6,1	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,83	0,79	-5 %	1,81	1,50	-17 %	2,25	2,05	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	29,40	59,00	36,80	28,70	10,95	15,90	15,90	15,90	15,90
Osakemäärä, milj. kpl	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	75	154	99	77	29	43	43	43	43
Yritysarvo (EV)	100	203	149	133	82	102	100	96	92
P/E (oik.)	19,1	31,8	20,2	20,5	21,4	20,0	10,6	7,7	7,1
P/E	32,4	43,3	28,5	61,9	neg.	29,1	24,6	12,2	9,1
P/B	4,8	7,2	4,9	3,7	1,5	2,1	1,9	1,7	1,4
P/S	0,8	1,3	0,6	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/Liikevaihto	1,0	1,7	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	15,9	22,1	14,3	11,3	8,5	8,5	8,1	7,2	6,4
EV/EBIT (oik.)	17,0	28,2	17,2	14,0	12,2	13,4	10,5	9,4	8,4
Osinko/tulos (%)	44,1 %	30,9 %	34,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,6 %	6,4 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	0,7 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	0,9 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Indutrade AB	8 855	9 597	26,0	23,6	18,8	17,4	3,2	3,1	36,2	30,6	1,2	1,3	5,4
Bergman & Beving AB	839	1 019	25,4	29,1	15,3	15,2	2,2	2,3	36,5	34,4	1,2	1,2	4,0
Momentum Group AB	758	827	30,8	26,9	20,1	17,9	2,9	2,6	41,5	36,1	0,9	1,0	9,8
Bufab AB	1 808	2 101	23,8	20,8	18,3	16,4	2,9	2,7	32,3	26,3	1,1	1,2	4,6
Addtech AB	8 298	8 833	35,3	31,8	26,4	23,8	4,4	4,2	47,5	39,4	0,9	1,1	11,7
Beijer Ref AB	7 106	7 945	22,4	20,7	17,9	16,7	2,3	2,2	30,8	27,0	1,0	1,1	3,1
Beijer Alma AB	1 523	1 822	19,1	17,0	14,0	12,8	2,6	2,5	23,5	21,2	1,5	1,6	3,4
Lifco AB (publ)	14 839	15 802	33,6	30,1	25,4	23,0	6,2	5,8	49,7	43,8	0,7	0,8	8,5
Lagercrantz Group AB	4 533	4 894	37,2	32,7	26,3	24,0	5,7	5,1	48,6	42,2	0,9	1,1	11,5
Volati AB	880	1 162	19,4	14,4	13,1	10,7	1,5	1,4	26,1	17,3	0,7	1,2	3,6
Relais Group Oyj	300	526	15,5	12,1	9,1	7,2	1,4	1,2	15,1	13,5	3,1	3,4	2,0
AddLife AB	2 317	2 755	35,0	29,2	18,1	16,6	2,9	2,7	45,5	34,4	0,6	0,9	4,5
Addnode Group AB (publ)	1 427	1 602	28,0	23,2	17,4	14,9	3,0	2,8	37,9	29,7	1,1	1,1	5,7
Instalco AB	610	1 013	16,1	12,1	9,1	7,5	0,8	0,8	13,5	10,1	2,6	3,1	1,8
Seafire AB (publ)	25	44	20,2	10,8	6,4	5,3	0,5	0,5	13,2	8,6			0,5
Sdiptech AB (publ)	713	713	13,7	8,3	6,3	5,9	1,5	1,4	29,6	15,6			1,8
Fasadgruppen Group AB (publ)	148	353	8,0	6,1	5,2	5,0	0,7	0,6	5,7	3,7	6,0	8,0	0,6
Boreo (Inderes)	43	102	13,4	10,5	8,5	8,1	0,7	0,6	20,0	10,6	0,0	0,0	2,1
Keskiarvo			23,7	20,3	15,5	14,0	2,6	2,4	30,9	25,2	1,6	1,9	4,9
Mediaani			23,1	20,8	16,4	15,0	2,5	2,4	31,5	26,7	1,1	1,2	4,2
Erotus-% vrt. mediaani			-42 %	-49 %	-48 %	-46 %	-73 %	-74 %	-36 %	-60 %	-100 %	-100 %	-51 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma																			
	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	160	41,0	42,3	41,0	37,1	161	32,6	33,8	28,4	39,2	134,0	34,0	40,2	33,6	43,0	151	164	169	173
Elektroniikka	61,5	15,9	15,1	16,3	15,1	62,4	13,5	12,6	12,1	19,8	58,0	14,9	14,8	14,5	21,6	65,8	74,6	76,8	78,3
Tekninen kauppa	98,9	25,1	27,2	24,7	22,0	98,9	19,1	21,2	16,3	19,4	76,0	19,1	25,4	19,0	21,4	84,9	89,6	92,3	94,6
Käyttökate	10,5	2,7	3,0	3,3	2,7	11,7	1,0	3,0	2,4	3,2	9,7	2,6	3,8	2,6	2,9	11,9	12,8	13,8	14,5
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-5,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	-5,6	-1,1	-1,3	-1,3	-1,4	-5,1	-6,1	-6,1	-5,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,7	2,1	2,4	2,9	2,1	9,5	0,6	2,4	1,8	2,1	6,8	1,3	2,2	1,9	2,2	7,6	9,5	10,3	11,0
Liikevoitto	6,5	1,4	1,7	2,0	1,3	6,3	-0,4	1,6	1,1	1,7	4,1	1,5	2,5	1,3	1,5	6,8	6,6	7,7	9,2
Elektroniikka	4,2	0,9	1,0	1,0	1,1	4,1	0,5	1,1	1,0	1,7	4,3	1,0	0,8	1,1	1,4	4,3	5,9	6,2	6,6
Tekninen kauppa	6,8	1,7	1,9	2,3	1,6	7,5	0,6	1,7	1,2	0,9	4,5	0,9	1,8	1,2	1,2	5,2	5,8	6,4	6,7
Konsernitoiminnot	-2,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,6	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-2,0	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-1,9	-2,2	-2,3	-2,3
Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät	-2,2	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-3,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4	-2,7	-0,4	0,9	-0,6	-0,7	-0,8	-2,9	-2,6	-1,7
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-2,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-2,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-2,9	-2,5	-2,0	-1,7
Tulos ennen veroja	5,5	0,7	1,1	1,4	0,4	3,5	-1,0	1,0	0,4	0,9	1,3	0,7	1,7	0,6	0,8	3,9	4,5	6,1	7,9
Verot	-1,1	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,7	0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-1,2	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	3,8	0,5	0,8	0,9	0,4	1,2	-0,9	0,7	0,3	0,9	1,0	0,8	1,6	0,5	0,6	3,4	3,5	4,8	6,2
EPS (oikaistu)	1,82	0,27	0,37	0,47	0,29	1,40	-0,15	0,31	0,10	0,25	0,51	0,05	0,34	0,19	0,22	0,79	1,50	2,05	2,22
EPS (raportoitu)	1,29	0,07	0,16	0,21	0,03	0,46	-0,46	0,08	-0,06	0,14	-0,30	0,10	0,43	0,00	0,02	0,55	0,65	1,31	1,74

Tunnusluvut																			
	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	31,5 %	29,0 %	4,7 %	-5,2 %	-17,5 %	0,6 %	-20,5 %	-20,0 %	-30,7 %	5,7 %	-16,9 %	4,3 %	18,9 %	18,1 %	9,6 %	12,5 %	8,9 %	3,0 %	2,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		70,8 %	3,9 %	-1,0 %	-4,5 %	9,3 %	-70,7 %	-2,1 %	-39,7 %	-3,3 %	-28,7 %	121,7 %	-6,8 %	9,2 %	5,0 %	12,3 %	25,1 %	8,3 %	6,5 %
Käyttökate-%	6,5 %	6,5 %	7,1 %	8,1 %	7,3 %	7,2 %	3,1 %	8,9 %	8,6 %	8,2 %	7,2 %	7,7 %	9,4 %	7,8 %	6,7 %	7,9 %	7,8 %	8,2 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,4 %	5,0 %	5,7 %	7,1 %	5,7 %	5,9 %	1,8 %	7,0 %	6,2 %	5,3 %	5,0 %	3,9 %	5,4 %	5,7 %	5,0 %	5,0 %	5,8 %	6,1 %	6,3 %
Nettotulos-%	2,1 %	0,4 %	1,0 %	1,4 %	0,2 %	0,8 %	-2,8 %	2,1 %	1,2 %	2,2 %	0,8 %	2,3 %	4,0 %	1,5 %	1,3 %	2,3 %	2,1 %	2,8 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	65,6	63,9	68,3	66,7	65,5
Liikearvo	42	42	45	45	45
Aineettomat hyödykkeet	10,0	7,9	7,4	4,8	2,5
Käyttöomaisuus	10,7	10,7	13,3	14,3	15,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	54,0	51,8	63,7	67,6	70,7
Vaihto-omaisuus	31,0	25,1	28,9	31,7	32,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	16,4	16,6	18,8	20,5	21,1
Likvidit varat	6,5	9,7	15,6	14,9	16,5
Taseen loppusumma	120	116	132	134	136

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	42,6	44,5	52,0	53,7	57,2
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	13,5	11,5	13,0	14,7	18,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	20,0	24	30	30	30
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1
Vähemmistöosuus	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Pitkäaikaiset velat	38,6	36,0	47,2	45,2	43,2
Laskennalliset verovelat	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	34,0	33,8	45,0	43,0	41,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	38,4	35,2	32,9	35,3	35,8
Korolliset velat	9,5	7,4	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,8	27,8	30,9	33,3	33,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	120	116	132	134	136

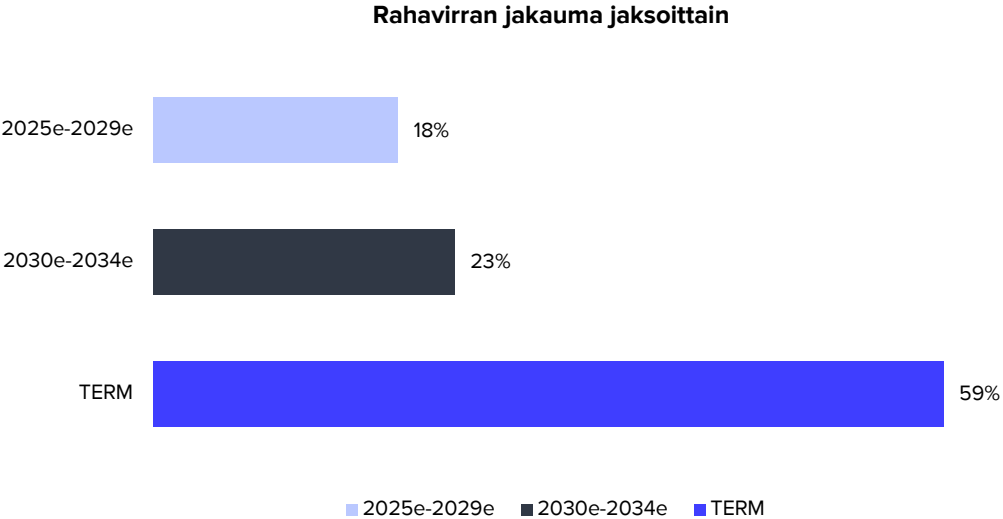
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,9 %	12,5 %	8,9 %	3,0 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,0 %	4,5 %	4,0 %	4,6 %	5,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	4,1	6,8	6,6	7,7	9,2	10,6	10,9	11,2	11,5	11,7	12,0	
+ Kokonaispoistot	5,6	5,1	5,8	5,7	5,2	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,4	-0,9	-1,1	-1,5	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	4,3	-3,0	-2,0	-1,1	-0,5	-0,5	-0,9	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	13,4	8,3	9,0	10,8	12,2	12,4	12,4	13,1	13,3	13,5	13,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4	-9,6	-4,2	-4,6	-4,8	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,9	-4,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,5	-1,3	4,8	6,3	7,4	8,0	7,8	8,5	8,6	8,6	9,0	
+/- Muut	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,5	-2,1	4,8	6,3	7,4	8,0	7,8	8,5	8,6	8,6	9,0	133
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,0	4,4	5,2	5,7	5,6	5,0	5,0	4,7	4,3	4,1	60,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		103	105	100	95,0	89,4	83,8	78,7	73,7	69,0	64,7	60,6
Velaton arvo DCF		103										
- Korolliset velat		-65,2										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		-1,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		49,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,5										

Pääoman kustannus (WACC)

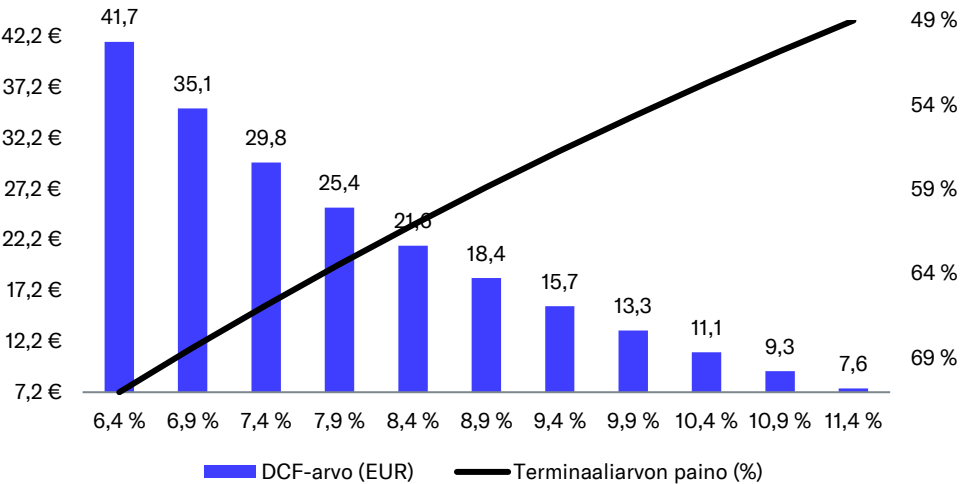
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,55 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

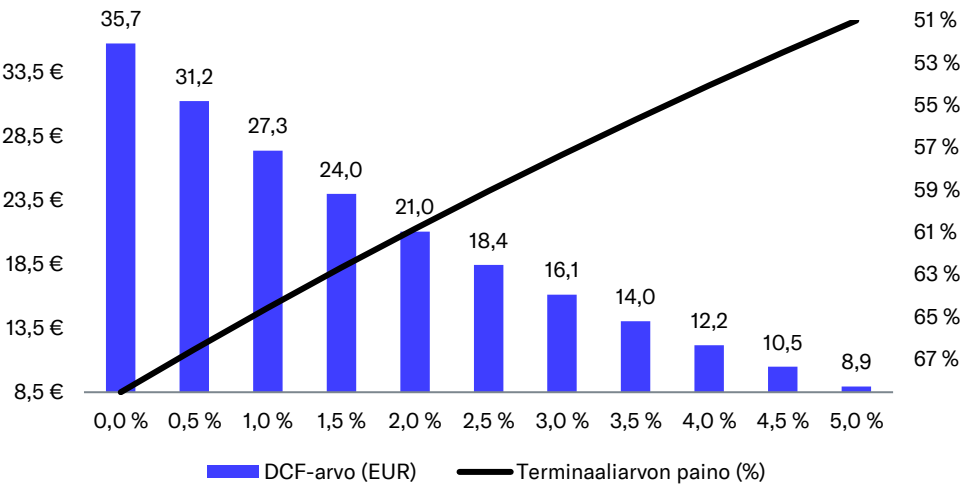


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

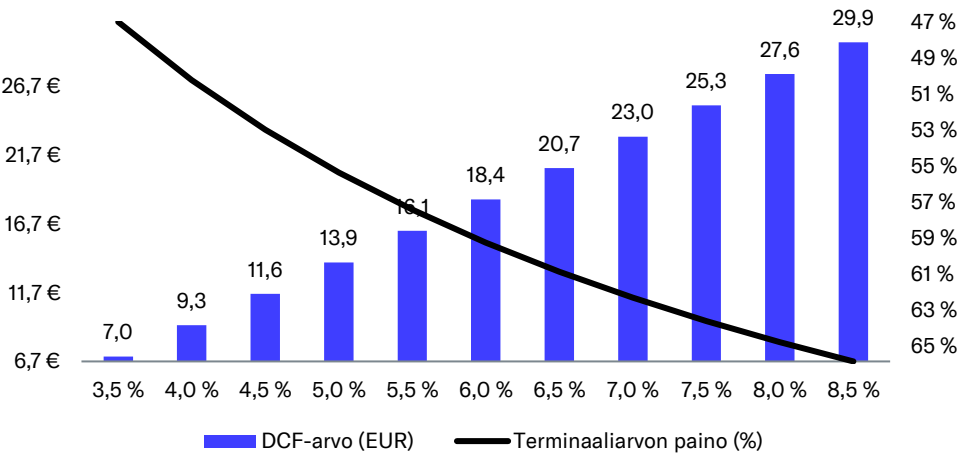
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



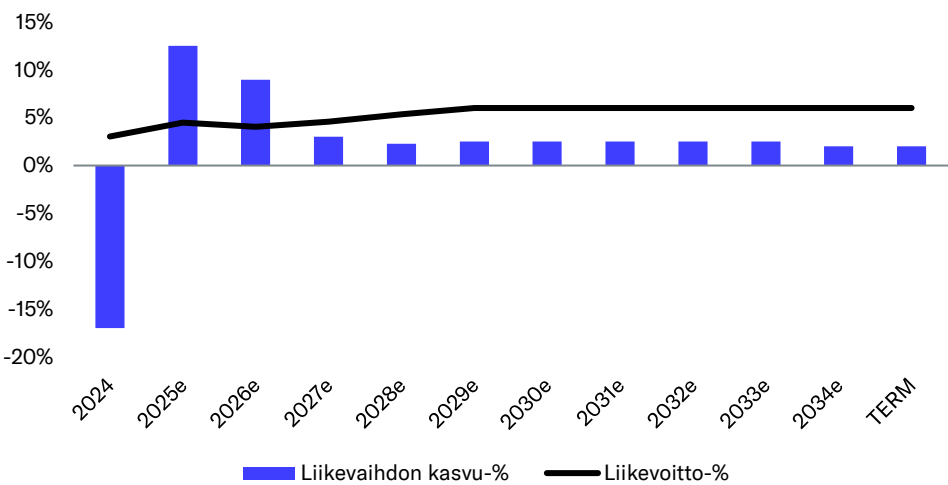
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	160,4	161,3	134,0	150,7	164,2
Käyttökate	10,5	11,7	9,7	11,9	12,4
Liikevoitto	6,5	6,3	4,1	6,8	6,6
Voitto ennen veroja	5,5	3,5	1,3	3,9	4,5
Nettovoitto	-1,3	1,2	1,0	3,4	3,5
Kertaluontoiset erät	-2,2	-3,1	-2,7	-0,8	-2,9

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	121,4	119,6	115,7	132,1	134,2
Oma pääoma	41,8	42,6	44,5	52,0	53,7
Liikearvo	35,5	42,4	42,3	44,6	44,6
Nettovelat	30,9	37,1	31,5	31,4	30,1

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	10,5	11,7	9,7	11,9	12,4
Nettokäyttöpääoman muutos	2,3	4,7	4,3	-3,0	-2,0
Operatiivinen kassavirta	12,3	15,9	13,4	8,3	9,0
Investoinnit	-17,3	-17,8	-3,8	-9,6	-4,2
Vapaa kassavirta	-7,4	-1,6	7,5	-2,1	4,8

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,29	0,46	-0,30	0,55	0,65
EPS (oikaistu)	1,82	1,40	0,51	0,79	1,50
Operat. Kassavirta / osake	4,65	5,92	4,97	3,07	3,34
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-2,78	-0,58	2,79	-0,77	1,80
Omapääoma / osake	15,27	15,29	16,03	18,79	19,44
Osinko / osake	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	31 %	1 %	-17 %	12 %	9 %
Käyttökatteen kasvu-%	14 %	12 %	-17 %	23 %	4 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	9 %	-29 %	12 %	25 %
EPS oik. kasvu-%	-2 %	-23 %	-63 %	55 %	89 %
Käyttökate-%	6,5 %	7,2 %	7,2 %	7,9 %	7,6 %
Oik. Liikevoitto-%	5,4 %	5,9 %	5,0 %	5,0 %	5,8 %
Liikevoitto-%	4,0 %	3,9 %	3,0 %	4,5 %	4,0 %
ROE-%	11,0 %	3,1 %	2,4 %	7,3 %	6,7 %
ROI-%	8,5 %	7,4 %	4,7 %	7,3 %	7,1 %
Omavaraisuusaste	34,4 %	36,2 %	38,5 %	39,3 %	40,0 %
Nettovelkaantumisaste	74,0 %	87,0 %	70,7 %	60,5 %	56,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

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.**