

BOREO

01.04.2025 23.18 EEST



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Katse on ollut Baltian suuntaan

Tuoreiden yritysostojen myötä Boreo on palannut toteuttamaan kasvustrategiaansa ja arvonaluontimalliaan odottamaamme nopeammin. Järjestelyjen arvonaluonnin edellytykset ovat arviomme mukaan hyvät, mutta niitä edeltänyt velkaantumistilanne huomioiden kohoaa rahoitusasemaan liittyvä riskitaso mielestämme hieman. Olemme huomioineet yritysostot ennusteissamme, minkä myötä nostamme tavoitehintamme 15,0 euroon (aik. 12,5) ja toistamme vähennä-suosituksemme tasapainoista tuotto/riski-suhdetta heijastellen.

Paluu kasvu-uralle

Boreo tiedotti tiistaina ostavansa Elfa Distrelec in myyntitoiminnot Suomessa ja Baltiassa pitkäaikaiselta kumppaniltaan RS Groupilta. Boreo hankkii myyntitoiminnot sen olemassa olleiden tytäryhtiöiden kautta ja perustaa uuden YE RS -liiketoiminnan sen Elektroniikka-segmenttiin. Siten YE RS -liiketoiminta muodostuu nyt hankituista toiminnoista sekä Boreon jo aiemmin omistamista liiketoiminnoista. Tämä kokonaisuus siis muodostaa Suomessa ja Baltiassa toimivan teollisuus- ja kunnossapitotuotteiden jakelijan. Ymmärryksemme mukaan hankittavien liiketoimintojen osalta teollisuuden kunnossapidon osuus on ollut Boreon jo aiemmin omistamien toimintojen vastaavaa suurempi. Näin ollen aiemmin osin kilpailevia toimintoja olleiden liiketoimintojen yhdistäminen hajauttaa kokonaisuuden asiakaskuntaa sektoreittain.

Kauppahinta on maltillinen

Boreon hankittujen Elfa Distrelec in Suomen ja Baltian yhteenlasketut liikevaihdot ovat olleet viime tilikausien (2020-2024, huom. 2024 tilikausi 15kk) aikana 16-26 MEUR ja raportoidut liikevoitot noin 0,3-0,7 MEUR. Relevantimpi mittatikka järjestelyiden seurauksena Boreolle tulevalle uudelle liikevaihdolle on kuitenkin kerrottu hankittujen myyntitoimintojen vuoden 2024 liikevaihto, joka oli 15 MEUR ja 1,1 MEUR:n oikaistu

liikevoitto. Nämä vastaavat 11 % ja 16 % Boreon vastaavista luvuista. Järjestelyn yritysarvo on 5,5 MEUR, joka vastaa em. tuloksella 5x EV/EBIT-kerrointa. Absoluuttisesti arvostuskerroin maltillinen ja arviomme mukaan liiketoiminnan matala pääomavaltaisuus huomioiden järjestelyllä on hyvä arvonaluontipotentiaali.

Huomioimme yritysostot ennusteissamme

Olemme päivittäneet ennusteitamme sekä [maanantaina tiedotetun yritysoston](#) että nyt kerrotun järjestelyn myötä. Molemmat järjestelyt edellyttävät viranomaisten hyväksyntöjä, mutta emme tunnista niiden saamiselle esteitä. Tätä taustaa vasten kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteemme kohosi 5 % 145 MEUR:oon ja operatiivisen liikevoiton ennusteemme 9 % 8,1 MEUR:oon. Järjestelyt täysimääräisesti huomioivat vuoden 2026 ennusteet kohosivat vastaavasti 14-19 %. Jälkimmäisen suuren järjestelyn kauppahinnasta 1,5 MEUR jakaantuu tulevalle kolmelle vuodelle, mikä lieventää rahoitusasemaan kohdistuvaa painetta. Rahoitusvelvoitteiden, yritysjärjestelyiden ja kuluvan vuoden rahavirran pohjalta ennustamme yhtiön nettovelan kohoavan kuluvana vuonna. Ennusteissamme yhtiön rahoitusasema säilyy kuitenkin siedettävänä, vaikka nettovelka/käyttökate tunnusluku kohoakin korkeahkoksi.

Arvostus on mielestämme perustellulla tasolla

Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2025-2026 ovat 12-8x ja 9-8x. Siten tulospohjaisesti arvostus on mielestämme perustellun arvostushaarukan alalaidan tuntumassa. Päivitetty kassavirtamallimme on 15,0 eurossa, mikä myös viitoittaa osakkeen olevan pitkälti oikein hinnoiteltu suhteessa nykyliiketoimintojen arvonaluontiin nähden. Pidämme nykyliiketoimintojen potentiaaliin nojautumista perusteltuna yhtiön rahoitusaseman arviomme mukaan rajoittaessa edelleen jatkuvaa arvonaluontia yritysostoilla.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

15,00 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

14,90

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	134,0	144,5	162,6	166,3
kasvu-%	-17 %	8 %	12 %	2 %
EBIT oik.	6,8	8,1	9,6	10,1
EBIT-% oik.	5,0 %	5,6 %	5,9 %	6,1 %
Nettotulos	1,0	2,5	3,7	4,7
EPS (oik.)	0,51	1,21	1,76	2,16
P/E (oik.)	21,4	12,3	8,4	6,9
P/B	0,7	1,0	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %
EV/EBIT (oik.)	12,2	12,2	10,2	9,3
EV/EBITDA	8,5	9,1	7,8	7,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6	0,6

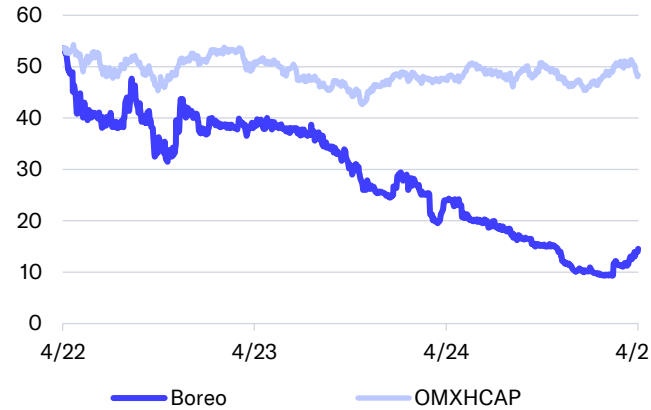
Lähde: Inderes

Ohjeistus

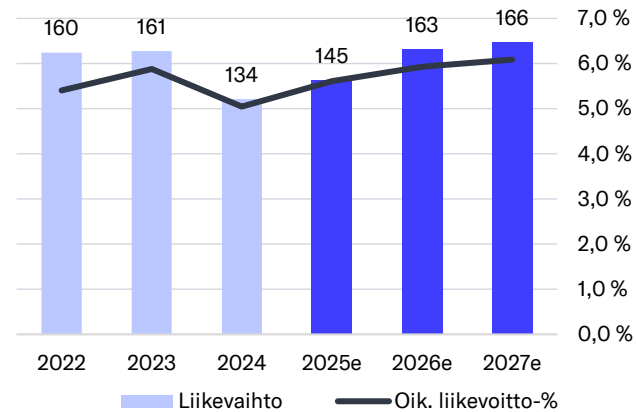
(Ennallaan)

Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

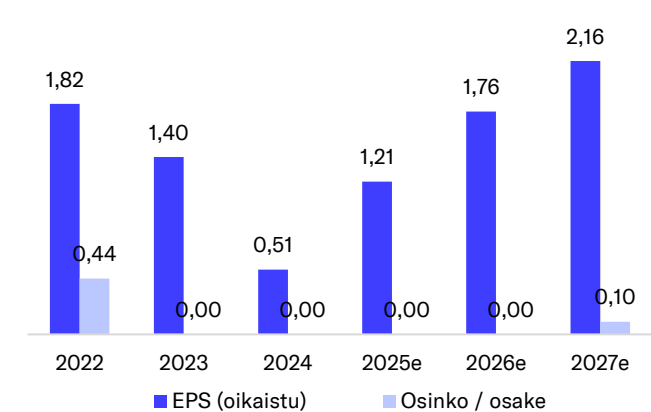
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Liiketoimintaa tukevien ja toiminta-alaa laajentavien yritysostojen toteuttaminen pitkällä aikavälillä
- Nykyluokituksen tulospotentialia 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
- Korkea velkaantuneisuus

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,9	14,9	14,9
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	99	98	95
P/E (oik.)	12,3	8,4	6,9
P/E	58,1	20,0	12,0
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,1	7,8	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,2	10,2	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	5,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,7 %

Lähde: Inderes

Sisällytimme yritysjärjestelyt ennusteisiimme

Ennustemuutokset

- Molemmat yritysjärjestelyt edellyttävät kilpailuviranomaisten hyväksyntää, mutta olemattomien tai rajallisten päällekkäisyyksien vuoksi uskomme prosessin olevan käytännössä vain muodollisuus.
- Sisällytimme maanantaina kerrotun Spetselektroodi-yritysoston ennusteisiimme toukokuusta 2025 alkaen
- Spetselektroodin vuotuinen liikevaihto (2024) oli 3,6 MEUR ja liikevoitto noin 0,4 MEUR
- Sisällytimme YE RS –järjestelyn ennusteisiimme heinäkuusta lähtien. Ennustemuutoksien pohjana käytimme 15 MEUR:n vuotuista liikevaihtoa ja vastaavasti 1,1 MEUR liikevoittoa
- Näin ollen yritysjärjestelyt heijastuivat täysimääräisesti vasta vuoden 2026 ennusteisiimme
- Yritysjärjestelyiden myötä nettovelan ennustemme kohosivat lievästi lähivuosille, minkä myötä operatiivisten tulosenusteiden noususta pieni osa sulii kohonneiden nettorahoituskulujen ennusteiden alla

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	138	145	5 %	143	163	14 %	146	166	14 %
Käyttökate	10,2	10,9	7 %	11,2	12,9	15 %	11,9	13,6	15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,4	8,1	9 %	8,1	9,6	19 %	8,5	10,1	19 %
Liikevoitto	5,0	5,5	10 %	6,1	6,9	13 %	6,6	7,7	17 %
Tulos ennen veroja	2,8	3,3	19 %	4,5	4,9	9 %	5,2	6,0	15 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,99	1,21	22 %	1,36	1,76	30 %	1,73	2,14	24 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus perustellulla tasolla

Arvostuksen perusta

Näkemyksemme mukaan Boreon kaltaisen sarjayhdistelijän arvostusta tulee pitkässä juoksussa tarkastella sekä nykyisten liiketoimintojen tuloksentekokyvyn kautta että pääoman allokoinnin arvonluontipotentiaalin perusteella. Vaikka yhtiö pääsee nyt kerrottujen yritysostojen myötä takaisin kasvu-uralle ja toteuttamaan arvonluontimalliaan aiempia odotuksiamme nopeammin, rajoittaa sen rahoitusasema (2026e nettovelka/käyttökate 3,1x) arviomme mukaan edelleen jatkuvaa arvonluontia. Siten pidämme edelleen perusteltuna pohjata näkemyksemme nykyliiketoimintojen tuloksentekokykyyn.

Jatkuvaan ja systemaattiseen arvonluontiin yritysostoilla pääsee jälleen kiinni, kunhan operatiivinen kassavirta sulattaa velkaantuneisuutta. Pidämme lisäksi mahdollisena joistain nykyisistä liiketoiminnoista irtautumisia, sillä pidämme varsin perusteltuna oletuksena, sitä ettei kaikki nykyiset liiketoiminnot yllä yhtiön konserniyhtiöille asettamiin tavoitteisiin (mm. 50 % käyttöpääoman tuotto).

Kassavirtamalli

Päivitetyllä ennusteillamme kassavirtamallimme arvo on kohonnut 15,0 euroon, mikä myös vastaa tavoitehintaamme. Siten kassavirtamallin pohjalta arvioituna osake on oikein hinnoiteltu suhteessa nykyisten liiketoimintojen arvonluontikykyyn.

Mallimme keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet odottavat noin talouskasvun mukaista liikevaihdon kasvua ja kannattavuusennusteet odottavan parannusta suhteessa lähihistorian toteumaan (2024 operatiivinen liikevoitto-% 5,1 % vs. 2028-2033e 6-6,3 %). Arviomme mukaan yhtiön

kannattavuuspotentiaali onkin voimakkaan kysynnän laskun värittämää vuotta 2024 korkeammalla.

Tulospohjaiset arvostuskertoimet

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2025-2026 ovat noin 12-8x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 8x. Nämä arvostuskertoimet ovat perustellun haarukan (P/E 12-15x ja EV/EBITDA 8-10x) alalaidan tuntumassa. Pidämme haarukan alalaitaan tukeutumista perusteltuna nykyinen rahoitusasema huomioiden. Tämän perusteella arvostuksessa ei olisi olennaista nousuvaraa, etenkin kun arvostusta tarkastelleen taseen merkittävän velkavivun huomioivalla yritysarvopohjaisella arvostuksella.

Suhteellinen arvostus

Yritysostoja aktiivisesti toteuttavia eli samanlaisilla liiketoimintamalleilla operoivia listattuja yhtiöitä on suuri joukko. Verrokkit eivät kuitenkaan ole niiden pääoman tuoton pohjalta tarkasteltuna tai riskiprofiileiltaan yhteismitallisia. Boreon viime vuosien pääoman tuotot ovat selvästi alle verrokkien mediaanin, mutta toisaalta myös arviomme mukaan nykyisten liiketoimintojen potentiaalin. Samalla yhtiön riskiprofiili on yhä myös korkeampi. Tämän vuoksi verrokkiryhmän mediaanin arvostus ei mielestämme ole yhtiölle perusteltavissa ja myös verrokkiryhmän arvostuserot ovat leveät. Suhteessa verrokkiryhmän keskeisiin vuosien 2025-2026 arvostuskertoimien mediaaneihin verrattuna Boreo arvostetaan kuitenkin 37 % alle verrokkien mediaaniin. Tämä voisi puoltaa arvostuksen nousuvaraa, mutta yhtiön rajoittunut pääoman allokontikyky huomioiden emme odota arvostuseron kaventumisen toimivan osakkeen ajurina.

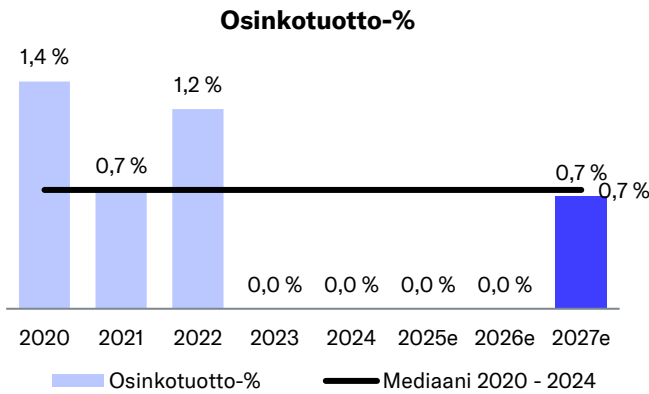
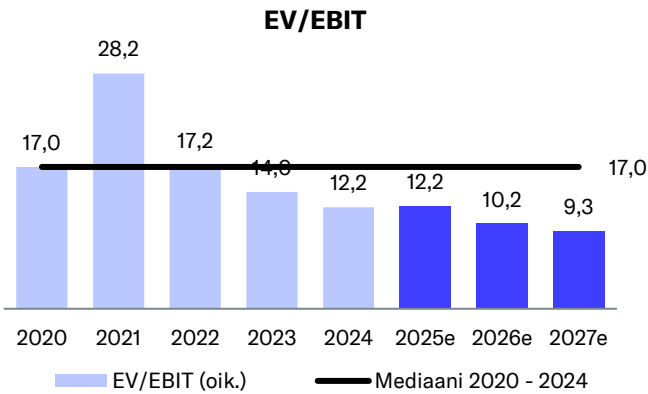
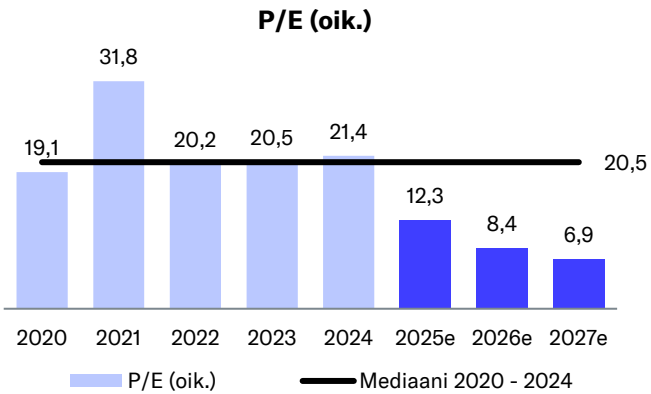
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,9	14,9	14,9
Osakemäärä, milj. kpl	2,7	2,7	2,7
Markkina-arvo	40	40	40
Yritysarvo (EV)	99	98	95
P/E (oik.)	12,3	8,4	6,9
P/E	58,1	20,0	12,0
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,1	7,8	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,2	10,2	9,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	5,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,7 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	29,4	59,0	36,8	28,7	11,0	14,9	14,9	14,9	14,9
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	40	40	40	40
Yritysarvo (EV)	100	203	149	133	82	99	98	95	90
P/E (oik.)	19,1	31,8	20,2	20,5	21,4	12,3	8,4	6,9	6,2
P/E	32,4	43,3	28,5	61,9	neg.	58,1	20,0	12,0	8,3
P/B	4,8	7,2	2,5	1,9	0,7	1,0	1,0	0,9	0,8
P/S	0,8	1,3	0,6	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	1,0	1,7	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	15,9	22,1	14,3	11,3	8,5	9,1	7,8	7,1	6,3
EV/EBIT (oik.)	17,0	28,2	17,2	14,0	12,2	12,2	10,2	9,3	8,3
Osinko/tulos (%)	44,1 %	30,9 %	34,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,8 %	6,6 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	0,7 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	1,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Indutrade AB	9 301	10 029	24,0	21,7	17,6	16,2	3,2	3,0	32,3	28,4	1,2	1,3	5,5
Bergman & Beving AB	733	897	22,3	20,2	13,4	12,1	1,9	1,8	31,7	25,9	1,4	1,6	3,4
Momentum Group AB	725	773	28,0	25,8	19,0	17,9	2,7	2,6	34,5	31,2	1,0	1,1	9,0
Bufab AB	1 407	1 713	18,5	16,0	15,0	13,3	2,2	2,1	23,0	19,0	1,4	1,7	3,5
Addtech AB	7 361	7 897	30,5	28,1	23,1	21,6	3,9	3,6	41,4	36,5	1,1	1,2	10,5
Beijer Ref AB	6 597	7 508	19,6	17,9	15,8	14,5	2,0	1,9	25,8	22,7	1,1	1,2	2,8
Beijer Alma AB	1 081	1 333	13,9	12,7	10,2	9,6	1,9	1,8	17,9	15,3	2,1	2,2	2,4
Lifco AB (publ)	13 859	14 688	28,6	25,8	22,0	20,1	5,5	5,0	42,0	36,7	0,8	0,9	7,7
Lagercrantz Group AB	3 980	4 297	32,3	28,4	23,3	20,9	5,0	4,5	43,1	36,6	1,1	1,2	10,0
Volati AB	898	1 142	16,0	14,1	10,7	9,7	1,4	1,3	16,8	14,4	1,2	1,5	4,1
Relais Group Oyj	259	399	11,7	10,8	7,3	6,8	1,2	1,2	11,1	10,1	3,6	4,0	2,0
AddLife AB	1 635	2 072	26,8	23,6	13,5	12,6	2,1	1,9	43,4	34,1	0,9	1,0	3,2
Addnode Group AB (publ)	1 225	1 322	21,5	18,8	13,4	12,4	2,4	2,3	29,1	24,6	1,3	1,5	4,8
Instalco AB	763	1 096	14,5	11,4	8,9	7,6	0,9	0,8	14,4	10,7	2,3	2,8	2,2
Seafire AB (publ)	20	40	10,7		4,8		0,5		6,9				0,4
Sdiptech AB (publ)	641	641	7,2	6,5	5,2	4,7	1,2	1,1	13,9	11,1			1,4
Fasadgruppen Group AB (publ)	85	283	7,7	6,2	5,2	4,5	0,6	0,5	4,6	3,1	9,2	11,0	0,4
Boreo (Inderes)	40	99	12,2	10,2	9,1	7,8	0,7	0,6	12,3	8,4	0,0	0,0	1,0
Keskiarvo			19,6	18,0	13,4	12,8	2,3	2,2	25,4	22,5	2,0	2,3	4,3
Mediaani			19,6	18,4	13,4	12,5	2,0	1,9	25,8	23,6	1,2	1,5	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-37 %	-45 %	-32 %	-38 %	-66 %	-68 %	-52 %	-64 %	-100 %	-100 %	-71 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	161	32,6	33,8	28,4	39,2	134,0	32,9	37,3	31,4	42,9	145	163	166	170
Elektroniikka	62,4	13,5	12,6	12,1	19,8	58,0	13,8	13,0	13,2	21,6	61,5	74,6	76,1	77,6
Tekninen kauppa	98,9	19,1	21,2	16,3	19,4	76,0	19,1	24,3	18,2	21,4	83,1	88,0	90,2	92,4
Käyttökate	11,7	1,0	3,0	2,4	3,2	9,7	1,6	3,1	3,0	3,2	10,9	12,9	13,6	14,3
Poistot ja arvonalennukset	-5,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	-5,6	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-5,4	-6,0	-6,0	-5,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,5	0,6	2,4	1,8	2,1	6,8	0,9	2,4	2,3	2,5	8,1	9,6	10,1	10,8
Liikevoitto	6,3	-0,4	1,6	1,1	1,7	4,1	0,3	1,8	1,7	1,8	5,5	6,9	7,7	9,1
Elektroniikka	4,1	0,5	1,1	1,0	1,7	4,3	0,6	1,3	1,3	1,7	5,0	6,0	6,2	6,5
Tekninen kauppa	7,5	0,6	1,7	1,2	0,9	4,5	0,8	1,6	1,5	1,2	5,1	5,8	6,2	6,6
Konsernitoiminnot	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3
Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät	-3,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,4	-2,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,6	-2,7	-2,5	-1,6
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-2,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-2,2	-2,3	-2,0	-1,6
Tulos ennen veroja	3,5	-1,0	1,0	0,4	0,9	1,3	-0,4	1,3	1,2	1,3	3,3	4,9	6,0	7,8
Verot	-0,7	0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,7	-1,0	-1,2	-1,6
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	1,2	-0,9	0,7	0,3	0,9	1,0	-0,3	0,9	1,0	0,9	2,5	3,7	4,6	6,1
EPS (oikaistu)	1,40	-0,15	0,31	0,10	0,25	0,51	-0,07	0,41	0,43	0,44	1,21	1,76	2,14	2,39
EPS (raportoitu)	0,46	-0,46	0,08	-0,06	0,14	-0,30	-0,30	0,18	0,20	0,18	0,26	0,75	1,25	1,81

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	0,6 %	-20,5 %	-20,0 %	-30,7 %	5,7 %	-16,9 %	0,8 %	10,4 %	10,6 %	9,6 %	7,9 %	12,5 %	2,3 %	2,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	9,3 %	-70,7 %	-2,1 %	-39,7 %	-3,3 %	-28,7 %	54,2 %	1,3 %	33,7 %	19,3 %	19,9 %	18,9 %	5,0 %	6,5 %
Käyttökate-%	7,2 %	3,1 %	8,9 %	8,6 %	8,2 %	7,2 %	4,9 %	8,3 %	9,7 %	7,4 %	7,5 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,9 %	1,8 %	7,0 %	6,2 %	5,3 %	5,0 %	2,8 %	6,4 %	7,5 %	5,7 %	5,6 %	5,9 %	6,1 %	6,3 %
Nettotulos-%	0,8 %	-2,8 %	2,1 %	1,2 %	2,2 %	0,8 %	-0,9 %	2,4 %	3,1 %	2,1 %	1,7 %	2,3 %	2,8 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	65,6	63,9	68,1	66,6	65,5
Liikearvo	42	42	45	45	45
Aineettomat hyödykkeet	10,0	7,9	7,1	4,6	2,4
Käyttöomaisuus	10,7	10,7	13,4	14,4	15,5
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	52,0	58,6	59,9
Vaihto-omaisuus	31,0	25,1	27,8	31,4	32,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Myyntisaamiset	16,4	16,6	18,1	20,3	20,8
Likvidit varat	6,5	9,7	5,8	6,5	6,7
Taseen loppusumma	120	116	120	125	125

Lähde: Inderes

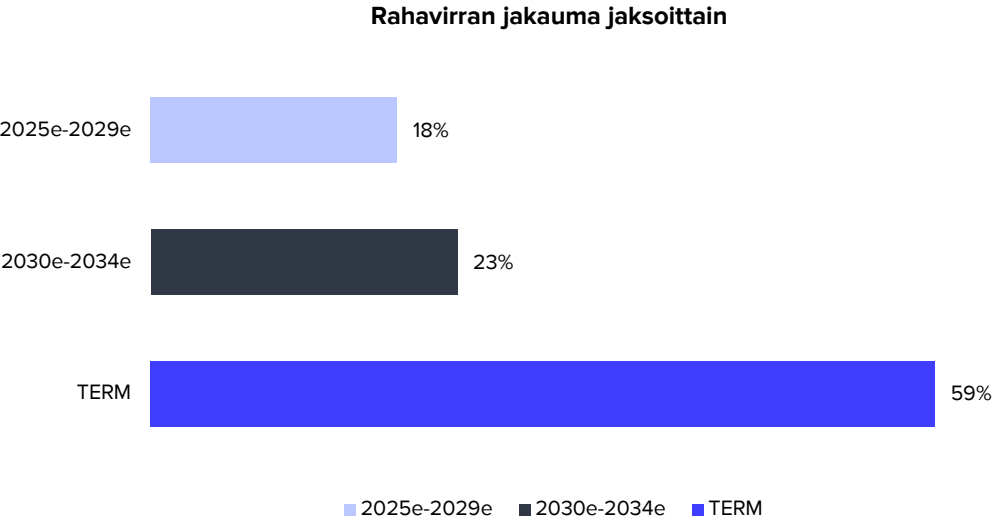
Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	42,6	44,5	41,2	43,2	46,5
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	13,5	11,5	12,2	14,2	17,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	20,0	24	20	20	20
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1
Vähemmistöosuus	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Pitkäaikaiset velat	38,6	36,0	46,5	45,8	42,9
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	44,3	43,6	40,7
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	32,4	36,2	35,9
Korolliset velat	9,5	7,4	2,8	3,2	2,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,8	27,8	29,6	33,0	33,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	120	116	120	125	125

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,9 %	7,9 %	12,5 %	2,3 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,0 %	3,8 %	4,2 %	4,6 %	5,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	4,1	5,5	6,9	7,7	9,1	10,5	10,7	11,0	11,3	11,5	11,8	
+ Kokonaispoistot	5,6	5,4	5,7	5,6	5,2	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,7	-1,0	-1,1	-1,5	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	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	4,3	-2,3	-2,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	13,4	7,5	8,6	10,8	12,0	12,3	12,3	13,0	13,1	13,3	13,6	
+ 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	-4,1	-4,6	-4,8	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7	-4,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,5	-2,0	4,4	6,3	7,3	7,9	7,7	8,4	8,4	8,6	8,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,5	-2,0	4,4	6,3	7,3	7,9	7,7	8,4	8,4	8,6	8,9	128
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,9	3,8	4,9	5,2	5,2	4,7	4,7	4,3	4,0	3,8	55,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		93,8	95,7	91,9	86,9	81,7	76,5	71,8	67,2	62,9	58,8	55,0
Velaton arvo DCF		93,8										
- Korolliset velat		-65,2										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		-1,4										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		40,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,0										

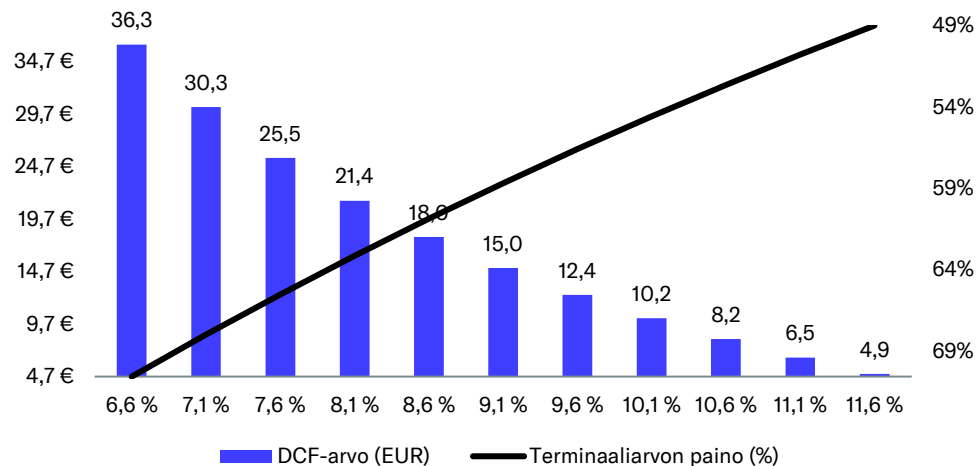
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,55 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

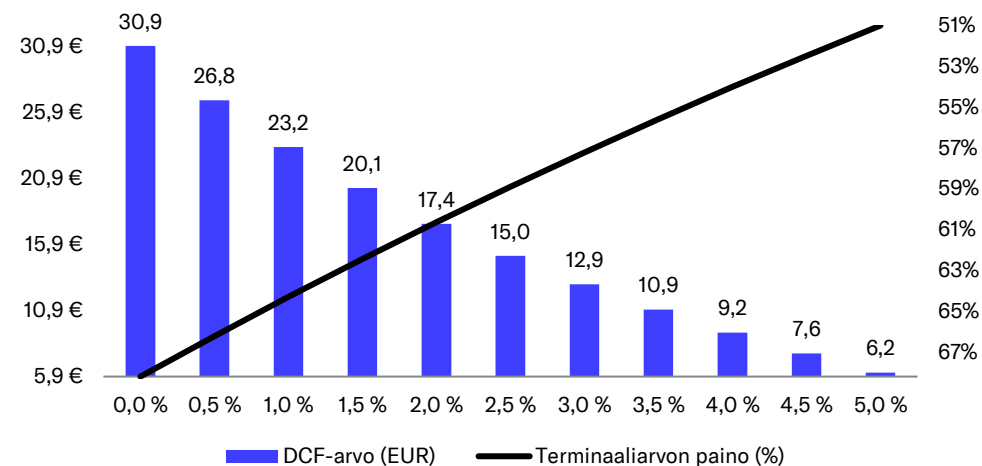


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

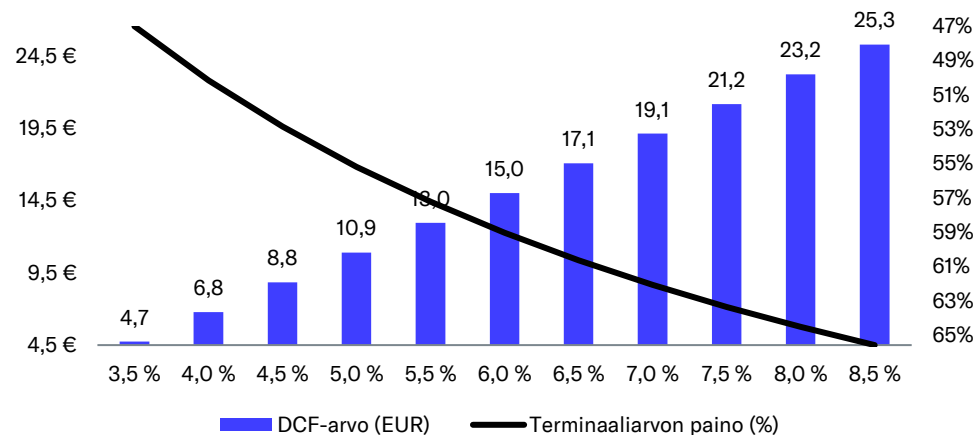
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



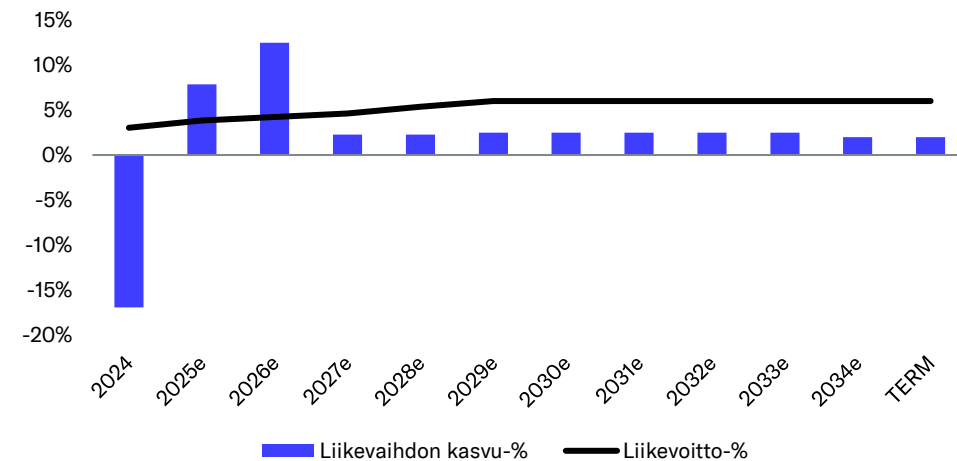
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	160,4	161,3	134,0	144,5	162,6	EPS (raportoitu)	1,29	0,46	-0,30	0,26	0,75
Käyttökate	10,5	11,7	9,7	10,9	12,6	EPS (oikaistu)	1,82	1,40	0,51	1,21	1,76
Liikevoitto	6,5	6,3	4,1	5,5	6,9	Operat. kassavirta / osake	4,65	5,92	4,97	2,79	3,19
Voitto ennen veroja	5,5	3,5	1,3	3,3	4,9	Vapaa kassavirta / osake	-2,78	-0,58	2,79	-0,76	1,65
Nettovoitto	-1,3	1,2	1,0	2,5	3,7	Omapääoma / osake	15,27	15,29	16,03	14,79	15,53
Kertaluontoiset erät	-2,2	-3,1	-2,7	-2,6	-2,7	Osinko / osake	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	121,4	119,6	115,7	120,1	125,2	Liikevaihdon kasvu-%	31 %	1 %	-17 %	8 %	12 %
Oma pääoma	41,8	42,6	44,5	41,2	43,2	Käyttökatteen kasvu-%	14 %	12 %	-17 %	13 %	15 %
Liikearvo	35,5	42,4	42,3	44,6	44,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	21 %	9 %	-29 %	20 %	19 %
Nettovelat	30,9	37,1	31,5	41,3	40,3	EPS oik. kasvu-%	-2 %	-23 %	-63 %	136 %	46 %
						Käyttökate-%	6,5 %	7,2 %	7,2 %	7,5 %	7,7 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	5,4 %	5,9 %	5,0 %	5,6 %	5,9 %
Käyttökate	10,5	11,7	9,7	10,9	12,6	Liikevoitto-%	4,0 %	3,9 %	3,0 %	3,8 %	4,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,3	4,7	4,3	-2,3	-2,5	ROE-%	11,0 %	3,1 %	2,4 %	6,0 %	9,1 %
Operatiivinen kassavirta	12,3	15,9	13,4	7,5	8,6	ROI-%	8,5 %	7,4 %	4,7 %	6,4 %	8,1 %
Investoinnit	-17,3	-17,8	-3,8	-9,6	-4,1	Omavaraisuusaste	34,4 %	36,2 %	38,5 %	34,3 %	34,5 %
Vapaa kassavirta	-7,4	-1,6	7,5	-2,0	4,4	Nettovelkaantumisaste	74,0 %	87,0 %	70,7 %	100,3 %	93,3 %
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	9,1	7,8						
EV/EBIT (oik.)	17,2	14,0	12,2	12,2	10,2						
P/E (oik.)	20,2	20,5	21,4	12,3	8,4						
P/B	2,5	1,9	0,7	1,0	1,0						
Osinkotuotto-%	1,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla 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 latineen analyttikon 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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.7.2021	Lisää	51,0 €	47,80 €
6.8.2021	Lisää	74,0 €	68,80 €
19.8.2021	Vähennä	98,0 €	101,50 €
3.9.2021	Osta	98,0 €	72,00 €
30.9.2021	Osta	98,0 €	71,40 €
1.11.2021	Lisää	88,0 €	76,20 €
15.12.2021	Osta	74,0 €	62,00 €
28.1.2022	Osta	74,0 €	61,80 €
11.3.2022	Osta	62,0 €	51,00 €
11.8.2022	Lisää	52,0 €	47,70 €
4.11.2022	Lisää	44,0 €	39,60 €
5.12.2022	Vähennä	44,0 €	41,20 €
28.2.2023	Lisää	44,0 €	37,80 €
6.3.2023	Lisää	44,0 €	39,50 €
8.5.2023	Lisää	42,00 €	38,20 €
7.8.2023	Lisää	42,0 €	36,60 €
11.8.2023	Lisää	40,0 €	34,50 €
3.11.2023	Lisää	34,0 €	27,90 €
1.3.2024	Lisää	24,0 €	21,80 €
24.4.2024	Vähennä	24,0 €	24,20 €
1.5.2024	Vähennä	22,0 €	20,70 €
7.8.2024	Lisää	20,0 €	17,35 €
1.11.2024	Vähennä	15,0 €	14,00 €
24.1.2025	Lisää	11,5 €	9,50 €
14.2.2025	Vähennä	12,50 €	11,65 €
2.4.2025	Vähennä	15,00 €	14,90 €



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 sijoittajatieto. 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.**