

Boreo

Yhtiöpäivitys

3.4.2021

- Toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 40,00 euroon (aik. 35,00 euroa)
- Boreo tiedotti torstaina yrityskaupasta, joka vahvistaa konsernialustaa logistiikkatoiminnoissa
- Nostimme lähivuosien ennusteitamme uusien liiketoimintojen tuomia liikevaihto- ja tulosvaikutuksia mukaillen
- Yhtiö hinnoitellaan nykyrakenteensa käyvän arvon haarukan sisään, eivätkä tulokertoimet ole erityisen korkeita (2021-2022e: P/E 16x-14x ja EV/EBITDA 10x-9x) pidemmän aikavälin arvonluontipotentialiin nähden



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

Strategista logiikkaa ja logistiikkaa

Boreo tiedotti torstaina hankkineensa Etelä-Suomen Kuriiripalvelut Oy:n ja Teitteam Oy:n osakekannat. Järjestelyllä Boreo vahvistaa kasvualustansa logistiikkaosaamista, laajentaa liiketoimintojensa arvoketjuasemia sekä parantaa kokonaiskilpailukykyään. Mielestämme kauppa on oiva lisä yhtiön rakenteisiin ja matalaa arvostusta peilaten se luo omistaja-arvoa jo lyhyellä aikavälillä. Boreon tekeminen on sekä operatiivisella että strategisella tasolla hyvää ja näemme pidemmän aikavälin arvonluontikyvyn vahvana. Tähän suhteutettuna osaketta ei voida sanoa kalliiksi. Toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 40,00 euroon (aik. 35,00 euroa).

Logistiikkatoimintaa hämmästyttävän edullisesti

Etelä-Suomen Kuriiripalvelut ja Teitteam ovat Suomen ja Baltian alueilla toimivia aikataulutettuihin jakelu- ja runkokuljetuksiin erikoistuneita kuljetusliikkeitä. Käsituksemme mukaan yhtiöiden yhteenlaskettu kalusto on noin 30 autoa ja tärkeitä asiakkaita ovat muun muassa FedEx (ml. fuusiosta tullut TNT-liiketoiminta), Danx ja K-Caara. Arviomme mukaan yhteistyötä on tehty myös jo entuudestaan Boreon alta löytyvien liiketoimintojen kanssa, mutta merkittävän kokoinen tämä yhteinen pohja ei kuitenkaan ole. Vuonna 2020 ostetut yhtiöt ylsivät noin 3,9 MEUR:n liikevaihtoon ja noin 1,2 MEUR:n FAS-standardin mukaiseen käyttökatteeseen. Kuljetusalan kontekstiin nähden tulostaso on erittäin vahva ja arviomme mukaan sitä selittää etenkin kevyt organisaatio ja sen tuoma hyvä kilpailukyky lähtökohtaisesti parempien marginaalien pikakuljetuksissa. Boreon maksama EV/EBITDA-kerroin on viime vuoden tuloksella alle 3x, mikä on ostettujen yhtiöiden suoritusasteo huomioden hämmästyttävän edullinen. Kaupan Boreo rahoittaa laimennusvaikutuksiltaan pienellä 0,4 MEUR:n suunnatulla osakeannilla sekä lainarahalla.

Järjestely on järkevä useammasta kulmasta katsottuna

Mielestämme toteutettua järjestelyä voidaan pitää hyvin järkevänä useammasta kulmasta tarkasteltuna. Boreon alla ostettujen yhtiöiden käytettävissä olevat resurssit kasvavat, mikä käytännössä tarkoittaa aikaisempaa parempaa investointikykyä ja siten uusia kasvumahdollisuuksia. Boreon päästä katsottuna järjestelyn strateginen logiikka nojaa puolestaan vahvistuvaan logistiikkaosaamiseen ja sen liitännäishyötyihin. Ostettujen yhtiöiden kautta Boreo saa alustansa arvokasta neuvotteluvoimaa ja -taitoa niin nykyisiä kuin tuleviakin kuljetusyhteistöitä ajatellen. Tämän pitäisi tuoda prosesseihin tiettyä virtaviivaisuutta ja samalla nostaa operatiivista tehokkuutta. Toisaalta järjestely tuo konserniin konkreettisesti myös omaa kuljetuskykyä, mikä sekä kasvattaa muiden liiketoimintojen palvelutarjoamia että laajentaa niiden arvoketjuasemia. Tämä kokonaisuus huomioden onkin mielestämme varsin selvää, että Boreo ja nyt ostetut yhtiöt ovat arvokkaampia yhdessä kuin erikseen.

Arvostuslinjassa ei muutoksia

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 16x ja 14x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 9x. Nämä kertoimet painottuvat yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (P/E 12x-16x ja EV/EBITDA 7x-11x) sisään. Pääosin ruotsalaisista ja hyvin samankaltaisen toimintamallin omaavista yhtiöistä koottu verokkiryhmä hinnoitellaan puolestaan noin 20-30 % preemiolla suhteessa Boreoon. Tätä taustaa vasten näemmekin sekä absoluuttisessa että suhteellisessa arvostuskuvassa pientä nousuvaraa. Tämä, odottamamme tuloskasvu, nykyisten liiketoimintojen laatu sekä määrätietoisesti etenevä yritysostostrategia pitävät vuotuisen tuotto-odotuksen mielestämme edelleen oman pääoman tuottovaadetta korkeammalla.

Suositus

Lisää

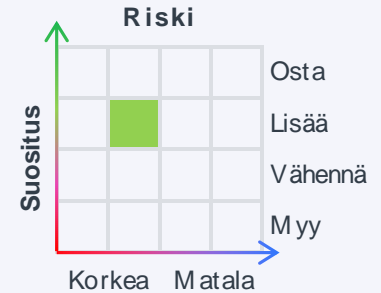
(aik. Lisää)

40,00 EUR

(aik. 35,00 EUR)

Osakekurssi:

36,50



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	97,6	129,0	135,1	139,1
kasvu-%	63 %	32 %	5 %	3 %
EBIT oik.	5,7	9,2	10,5	11,4
EBIT-% oik.	5,8 %	7,2 %	7,8 %	8,2 %
Nettotos	2,4	6,4	6,9	7,6
EPS (oik.)	1,50	2,25	2,66	2,92

P/E (oik.)	19,6	16,2	13,7	12,5
P/B	4,8	4,5	3,6	2,9
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %
EV/EBIT (oik.)	17,5	13,0	11,1	9,8
EV/EBITDA	15,9	10,1	9,1	8,1
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9	0,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

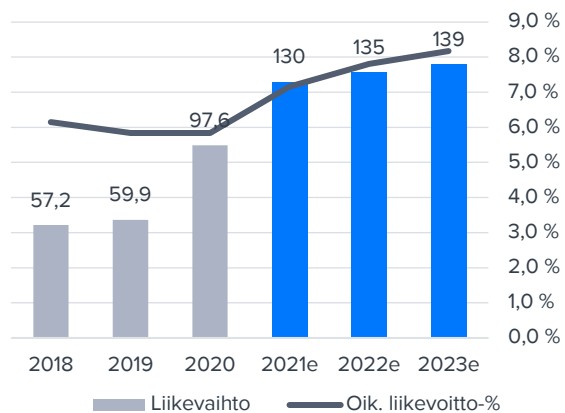
Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Osakekurssi



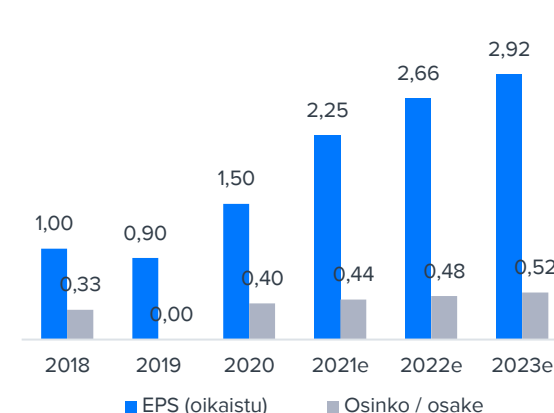
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
95
MEUR

EV
120
MEUR

P/E (oik.)
16x
2021e

EV/EBITDA
10x
2021e

Arvoajurit

- Liiketoimintaa tukevien ja toiminta-alaa laajentavien yritysostojen toteuttaminen
- Nykyliiketoimintojen vakaa, mutta maltillinen orgaaninen kasvukuva
- Toiminnan pääomakeveä luonne mahdollistaa korkeat pääoman tuottoluvut

Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkaan toimintamallin rappeutuminen
- Hinnoitteluvoima on kokonaisuudessaan rajallinen
- Teollisissa loppukysynnöissä aina syklisiä piirteitä
- Koronaviruksen lyhyellä tähtämellä aiheuttamat rasitteet ja mahdolliset pidempiäaikaiset vauriot

Arvostus

- Absoluuttinen arvostustaso ei ole liian korkea
- Pidemmän aikavälin tulospotentiaaliin suhteutettuna arvostus on edullinen
- Suhteellinen alennus on mielestämme liian suuri
- Yhtiö hinnoitellaan käyvän arvon haarukan sisään

Lisäsimme uudet liiketoiminnot ennusteisiimme

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	127	129	1 %	131	135	3 %	135	139	3 %
Käyttökate	11,3	12,0	6 %	11,7	12,9	10 %	12,5	13,8	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	9,2	8 %	9,6	10,5	9 %	10,4	11,4	10 %
Liikevoitto	9,2	9,9	7 %	9,6	10,5	9 %	10,4	11,4	10 %
Tulos ennen veroja	7,8	8,4	7 %	8,3	9,0	8 %	9,2	10,0	9 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,08	2,25	8 %	2,48	2,66	7 %	2,71	2,92	8 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,44	0 %	0,48	0,48	0 %	0,52	0,52	0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset 2021-2023e:

- Etelä-Suomen Kuriiripalvelut ja Teitteamin kauppa toteutui Q2'21:n ensimmäisenä päivänä ja olemme konsolidoineet yhtiöt ennusteisiimme tästä lähtien.
- Ostetun kokonaisuuden epäorgaaniset vaikutukset näkyvät täysimääräisesti vuoden 2022 ennusteissamme. Ostettujen yhtiöiden peruskannattavuus on vanhoja liiketoimintoja parempi, mutta absoluuttisesta tuloskontribuutiosta johtuen koko konsernille tuleva marginaalituki ei ole valtava.
- Vahvistuvan logistiikkaosaamisen tulisi tarjota konsernitasolle myös pieniä virtaviivaistuksia ja siten edellytyksiä operatiivisille tehokkuusnostoille.
- Komponenttien saatavuus on pysynyt haastavana, mikä vaikuttaa etenkin Elektroniikka-toimintaa, mutta jossain määrin myös muiden liiketoimintojen toimituskykyyn. Odotamme tämän dynamiikan aiheuttavan toimitusten siirtymää, mitä mukailen olemme leikanneet Q1'21:n ennusteitamme.
- Loppuvuoden alla olleisiin ennusteisiimme emme sen sijaan ole tehneet oleellisia muutoksia.
- Vuonna 2022 odotamme nykyrakenteelta hyvää suoritusta ja ennusteillamme operatiivinen kannattavuus kohoaa jo lähelle yhtiön strategiakaudelle asettamaa 8 % tavoitetasoa.

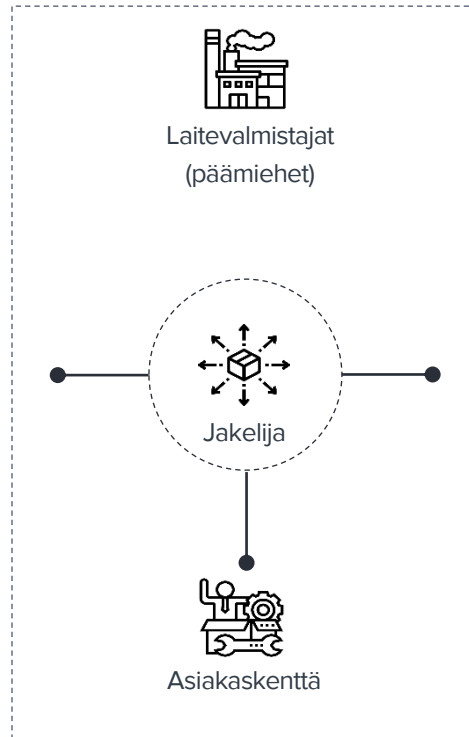
Operatiiviset tulosajurit 2021-2023e.

- Toimintaympäristön (ml. toimituskykyhaasteet) tasoittumisen ja teollisen päätöksenteon vaiheittaisen siirtymisen taktisesta takaisin strategiseen päätöksentekoon (fokusta kassavirran puolustamisesta investointien toteuttamiseen) tulisi tukea volyymik kasvua. Volyymikasvun tulisi puolestaan skaalautua toiminnan kululogiikka huomioiden kohtuullisesti.
- Viimeisen vuoden aikana toteutetut yritysjärjestelyt tuovat suoria epäorgaanisia tulosvaikutuksia.
- Uskomme yhtiön löytävän nykytoiminnoistaan myös pieniä kulusynergioita muun muassa parhaiden käytäntöjen jakamisen ja niistä tulevien virtaviivaistamisten kautta. Nämä asiat ovat keskeisessä osassa operatiivisen tehokkuuden strategiakulmaa.
- Viime vuonna käynnistetystä tehostusohjelmasta läpi tulevien hyötyjen tulisi tukea tämän vuoden tuloskehitystä.
- Vahvan päämiesportfolion, toimivan myyntiorganisaation, pitkien asiakassuhteiden sekä laajentuvan palvelutarjoaman myötä uskomme Boreon kilpailukykyyn pysyvän hyvänä.
- Pidemmällä aikavälillä arvioimme, että yhtiön on mahdollista laajentua nykyisten päämiesten sisällä myös kokonaan uusiin tuotealueisiin ja löytää siten mielenkiintoisia kasvulähtöjä (mm. Sanyn koko portfolio). Nykyisten päämiesten välillä myös pieniä rinnakkaisuuksia (esim. Sanyn ja Cumminsien operaatiot), joista voi löytyä hyödynnettävissä olevia synergioita.

Yritysstostrategia

Kasvualustan laajentaminen (platform-järjestelyt)

- Kasvualustan laajentaminen toimintahorisonttia leventävin yritysostoin
- Mahdollista löytää houkuttelevia markkinarakoja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolelta
- Pidemmällä aikavälillä toimintahorisontin laajentaminen luo pohjaa myös uusien kasvualustojen rakentamiselle
- Ostettavan yhtiön oltava riittävän suurikokoinen
- Ostokohteen operoitava kohtuullisella kannattavuudella ja liiketoiminnan oltava ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Omistaja-arvon luonti myös rahoitussynergioiden kautta
- Ostokohteelle yhtiö voi tarjota tiettyjä pörssiyhtiön hyötyjä (mm. tukifunktiot ja -prosessit) ja olla siten houkutteleva omistaja



Vertikaalinen integraatio (add-on-järjestelyt)

- Eteenpäin suuntautuvan vertikaalisen integraation kautta mahdollista löytää hyvin mielenkiintoisia pidemmän aikavälin kasvupolkuja
- Houkuttelevimmat toimijat sellaisia, joiden tuotetarjoaman teknologiaa korvattavissa Boreon oman portfolion tarjoamalla
- Vertikaalisen integraation kautta yhtiön on myös mahdollista vahvistaa kilpailuasemaansa ja -kykyään suhteessa integroitumattomiin toimijoihin

Nykytoimintojen vahvistaminen (add-on-järjestelyt)

- Arvoketjuaseman vahvistaminen nykyisiä liiketoimintoja täydentävin ja tukevin yritysostoin
- Järjestelyt joko konsernitasolla tai nykyisen portfolion sisällä, integroint aina tapauskohtaista
- Teollisena logiikkana erityisesti päämiesportfolion kasvattaminen ja sitä kautta kriittisen massan saavuttaminen (ts. koko, skaala ja laajuus)
- Ostokohteen kannattavuusprofiiliin oltava terve ja liiketoiminnan ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Ostettujen yhtiöiden integraatioita katsotaan tapauskohtaisesti
- Ostetut yhtiöt jatkavat operointiaan itsenäisinä yksikköinä eikä järjestelyin pyritä saavuttamaan mittavia operatiivisia synergioita
- Omistaja-arvon luonti rahoitussynergioiden kautta, mutta oma roolinsa myös ostetun yhtiön operatiivisella kehittämisellä

Yritystostojen kriteerit



Arvostuslinjassa ei muutoksia

Kertoimet eivät ole liian korkeita

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 16x ja 14x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 9x. Boreon kaltaiselle yritystovetoiselle arvonluojalle ja pitkän aikavälin sijoittajatarinalle hyväksyttävän kerroinhaarukan tiukka ja staattinen naulaaminen on hyvin haastavaa. Pidämme sitä jopa jossain määrin vaarallisena, sillä turhan ankara lähestymistapa voi ohjata katsomaan yhtiötä liian lyhyestä perspektiivistä. Toisaalta jonkinlainen viitekehikko hinnoittelun ja siten yhtiön kohdistettujen odotusten tarkastelulle on oltava. Mielestämme Boreon arvostusta onkin järkevintä lähestyä kohtuullisen leveiden ja neutraaliksi nimitettävien tuloskertoimien kautta. Yhtiön viimeisen vuoden aikana vahvistunut kasvualusta, nykyisten liiketoimintojen laadut sekä johdonmukaisesti etenevä strategia huomioiden tämä voisi tällä hetkellä tarkoittaa P/E-lukua 12x-16x ja EV/EBITDA-kerrointa 7x-11x. Tässä valossa tuloskertoimet eivät mielestämme ole liian korkeita.

Nostimme käyvän arvon haarukkaa

Nyt tehtyä järjestelyä heijastellen olemme tarkistaneet näkemystämme nykyrakenteen käyvästä arvosta. Boreon kilpailukykyinen ja vahva päämiesportfolio, mainio pääoman tuottopotentiaali, vahvat vapaat kassavirrat, vakiintuneet markkina-asetat ja jo nykyisellään varsin tehokkaasti pyörivät operaatiot huomioiden yhtiöllä on mielestämme edellytykset tehdä nykyrakenteellaan kestävästi 2,50-2,90 euron osakekohtaista tulosta (aik. 2,20-2,50 euroa). Neutraalia 13x-14x tuloskerrointa soveltamalla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan mielestämme riittävin varmuusvaroin arvioida noin 33-41 euroa (aik. 29-35 euroa). Tämä on myös linjassa DCF-mallimme

indikoiman arvon ja potentiaalinsa kanssa. Pidemmällä aikavälillä käyvän arvon haarukassa on luonnollista nousuvaraa, kunhan Boreon onnistuu pysymään kestävästi kiinni operatiivisessa tuloskasvussa sekä järjestely kerrallaan realisoimaan strategiansa arvonluontipotentialia. Staattinen näkemysemme käyvästä arvosta ei kuitenkaan tätä jälkimmäistä tekijää sisällään pidä, vaan sijoittajat saavat tämän mahdollisuuden nykyisen tuloksentelekkyyden päälle.

Mielestämme yhtiön käypää arvoa ja pidemmän aikavälin tuotto-odotusta voidaan haarukoida myös pääoman tuottopotentialin kautta. Boreon liiketoimintojen profiilit, strategian mukaiset yritystokriteerit sekä pienet osinkoprioriteetit huomioiden uskomme, että yhtiön on mahdollista allokoida valtaosa tuottamastaan vapaasta kassavirrasta takaisin toimintaansa kestävästi 20 % tuotolla. Noin 20 % osingonjakosuhteella, kestäväksi arvioimamme tulostason alalaidalla ja neutraalilla 14x tuloskerroimella yhtiön käypä arvo olisi tällä juoksutuksella ja viiden vuoden kuluttua noin 72 euroa osakkeelta. Vuositasolle käännettynä tämä tarkoittaa noin 15 % vuotuista tuotto-odotusta, kun soveltamamme oman pääoman tuottovaade on 9 %. Tätä yhtälöä mukailien riskikorjattu tuotto-odotus on hyvä. Korostamme kuitenkin sitä, että edellä esitetty menetelmä huomioi oman pääoman ehtoiset yritystotot välillisesti. Tämä lisää mallin epävarmuutta, mutta toisaalta antaa konkreettista osviittaa siitä, minkälaiset arvonluontiedellytykset yhtiöllä strategiansa puitteissa on.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	36,5	36,5	36,5
Osakemäärä, milj. kpl	2,59	2,59	2,59
Markkina-arvo	95	95	95
Yritysarvo (EV)	120	117	112
P/E (oik.)	16,2	13,7	12,5
P/E	14,8	13,7	12,5
P/Kassavirta	neg.	15,9	12,0
P/B	4,5	3,6	2,9
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	10,1	9,1	8,1
EV/EBIT (oik.)	13,0	11,1	9,8
Osinko/tulos (%)	17,8 %	18,0 %	17,8 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,3 %	1,4 %

Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin tuotto-odotus pääoman tuoton kautta

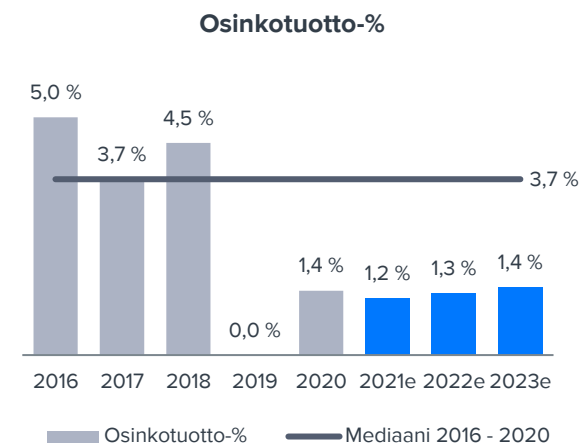
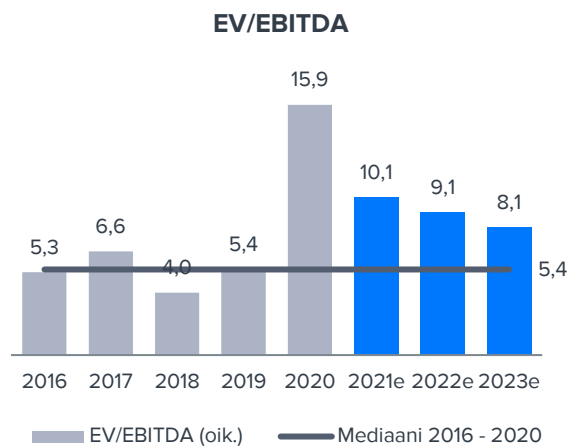
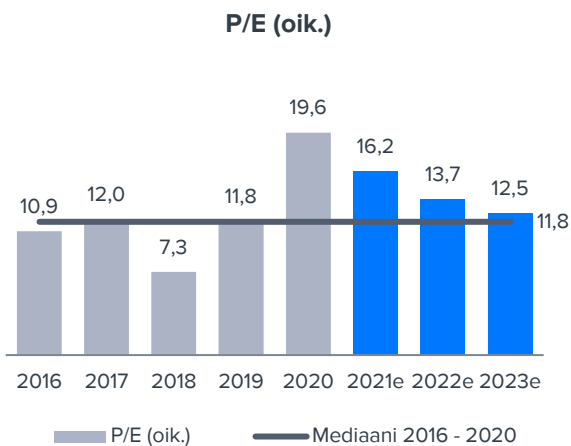
	Alaraja	Yläaraja
Kestävä oman pääoman tuotto	15 %	20 %
Osingonjakosuhte	30 %	20 %
Pitkän aikavälin investointikyky	70 %	80 %
Käyvän arvon kasvuvauhti	11 %	16 %
Kestävä tulostaso nyt (EPS)	2,5	2,9
Neutraali tuloskerroin	13,0	14,0
Käypä arvo nyt	33	41
Käypä arvo 2026	54	85
Vuotuinen tuotto-odotus (pl. osinko)	8 %	18 %
Keskimääräinen tuotto-odotus	13 %	
Oman pääoman tuottovaade	9 %	

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,17	8,60	7,35	10,6	29,4	36,5	36,5	36,5	36,5
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,59	2,59	2,59	2,59
Markkina-arvo	16	22	19	27	75	95	95	95	95
Yritysarvo (EV)	12	21	16	25	100	120	117	112	105
P/E (oik.)	10,9	12,0	7,3	11,8	19,6	16,2	13,7	12,5	11,6
P/E	10,9	12,0	7,3	11,8	31,9	14,8	13,7	12,5	11,6
P/Kassavirta	12,3	neg.	5,8	28,9	neg.	neg.	15,9	12,0	10,4
P/B	1,4	1,8	1,4	1,8	4,8	4,5	3,6	2,9	2,4
P/S	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,4	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,3	6,6	4,0	5,4	15,9	10,1	9,1	8,1	7,3
EV/EBIT (oik.)	5,3	8,2	4,6	7,1	17,5	13,0	11,1	9,8	8,8
Osinko/tulos (%)	55,1 %	44,6 %	32,9 %	0,0 %	43,4 %	17,8 %	18,0 %	17,8 %	17,8 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,5 %

Lähde: Inderes

26



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Indutrade AB	204,90	7249	7701	29,0	26,6	21,5	19,8	3,7	3,5	38,2	35,2	1,0	1,1	7,6
Bergman & Beving AB	124,20	319	416	20,1	16,3	11,9	10,3	1,2	1,1	17,1	14,3	2,4	2,8	2,0
Momentum Group AB	154,20	748	975	14,0	11,3	7,8	6,7	1,0	0,9	13,6	11,8	2,3	2,9	2,2
Bufab AB (publ)	217,00	805	953	17,6	15,6	13,1	11,9	1,7	1,6	21,7	19,5	1,4	1,5	3,7
Christian Berner Tech Trade AB	34,00	58	72	12,2	10,6	8,6	7,7	1,0	0,9	15,0	13,4	2,4	2,4	3,1
Addtech AB	133,00	3363	3666	35,3	29,0	24,4	21,3	3,1	2,8	43,2	39,3	1,2	1,0	11,2
Beijer Ref AB (publ)	395,20	4519	4807	36,8	32,0	27,6	24,4	3,2	3,0	51,8	45,1	0,9	1,0	9,9
Beijer Alma AB	159,20	832	906	14,7	12,9	10,4	9,6	2,2	2,0	18,7	17,5	3,0	3,1	3,3
Lifco AB (publ)	822,00	6780	7164	30,0	27,6	23,4	21,6	5,0	4,7	36,7	34,4	0,8	0,9	7,5
Lagercrantz Group AB	78,80	1524	1514	32,1	27,2	21,9	19,3	4,0	3,5	39,8	33,6	1,1	1,4	8,5
Volati AB	105,80	919	943	18,4	16,8	10,5	9,7	1,3	1,3	24,9	21,2	1,1	1,3	4,7
Relais Group Oyj	17,40	300	328	23,2	18,1	13,2	11,3	1,8	1,6	19,3	16,7	2,3	2,6	4,1
VBG Group AB (publ)	171,00	395	399	11,6	10,2	9,0	8,1	1,4	1,3	16,7	14,9			1,6
Boreo (Inderes)	36,50	95	120	13,0	11,1	10,1	9,1	0,9	0,9	16,2	13,7	1,2	1,3	4,5
Keskiarvo				22,7	19,6	15,6	14,0	2,4	2,2	27,4	24,4	1,7	1,8	5,3
Mediaani				20,1	16,8	13,1	11,3	1,8	1,6	21,7	18,5	1,3	1,4	4,1
Erotus-% vrt. mediaani				-35 %	-34 %	-23 %	-19 %	-48 %	-47 %	-25 %	-26 %	-7 %	-9 %	12 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
Liikevaihto	59,9	18,7	25,0	27,0	26,9	97,6	29,5	32,2	34,5	32,8	129	135	139	143
Konserni	59,9	18,7	25,0	27,0	26,9	97,6	29,5	32,2	34,5	32,8	129	135	139	143
Käyttökate	4,5	0,5	1,2	2,3	2,2	6,3	2,8	2,9	3,2	3,0	12,0	12,9	13,8	14,4
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,1	0,9	2,1	1,7	5,7	1,7	2,4	2,7	2,5	9,2	10,5	11,4	12,0
Liikevoitto	3,5	0,1	0,7	1,8	1,6	4,3	2,4	2,3	2,7	2,5	9,9	10,5	11,4	12,0
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4
Tulos ennen veroja	3,3	0,0	0,5	1,8	1,3	3,6	2,0	2,0	2,3	2,1	8,4	9,0	10,0	10,6
Verot	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-1,0	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Nettotulos	2,3	-0,2	0,2	1,5	0,8	2,4	1,5	1,5	1,8	1,6	6,4	6,9	7,6	8,2
EPS (oikaistu)	0,90	0,30	0,14	0,69	0,36	1,50	0,35	0,59	0,68	0,63	2,25	2,66	2,92	3,15
EPS (raportoitu)	0,90	-0,07	0,08	0,58	0,33	0,92	0,58	0,58	0,68	0,63	2,47	2,66	2,92	3,15
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	2022	2023	2024
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	23,8 %	82,6 %	78,4 %	68,9 %	63,0 %	57,7 %	28,9 %	27,6 %	22,1 %	32,2 %	4,7 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,8 %	-6,1 %	53,6 %	103,6 %	117,5 %	63,2 %	57,0 %	172,3 %	28,8 %	49,1 %	62,2 %	13,7 %	8,6 %	5,3 %
Käyttökate-%	7,6 %	2,6 %	4,9 %	8,6 %	8,2 %	6,4 %	9,7 %	8,9 %	9,3 %	9,3 %	9,3 %	9,5 %	9,9 %	10,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,8 %	5,6 %	3,5 %	7,7 %	6,3 %	5,8 %	5,6 %	7,4 %	7,8 %	7,7 %	7,2 %	7,8 %	8,2 %	8,4 %
Nettotulos-%	3,8 %	-0,9 %	0,8 %	5,5 %	3,1 %	2,4 %	5,1 %	4,6 %	5,1 %	5,0 %	5,0 %	5,1 %	5,4 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	4,8	27,8	36,1	36,1	35,4
Liikearvo	0,6	22,0	29,4	29,4	29,4
Aineettomat hyödykkeet	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Käyttöomaisuus	2,9	3,4	5,2	5,2	4,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,1	37,2	40,6	45,3	48,0
Vaihto-omaisuus	7,3	18,2	15,5	16,2	16,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	10,3	14,2	15,5	16,0
Likvidit varat	6,6	8,7	11,0	13,5	15,3
Taseen loppusumma	25,8	65,0	76,8	81,3	83,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	16,2	16,6	20,9	26,7	33,1
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	12,6	13,0	18,4	24,2	30,6
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	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,0	22,0	28,1	25,8	24,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	21,8	28,1	25,8	24,2
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	7,7	26,4	27,8	28,8	26,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	6,7	8,4	9,9	8,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	19,6	19,4	18,9	18,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,8	65,0	76,8	81,3	83,4

DCF-laskelma

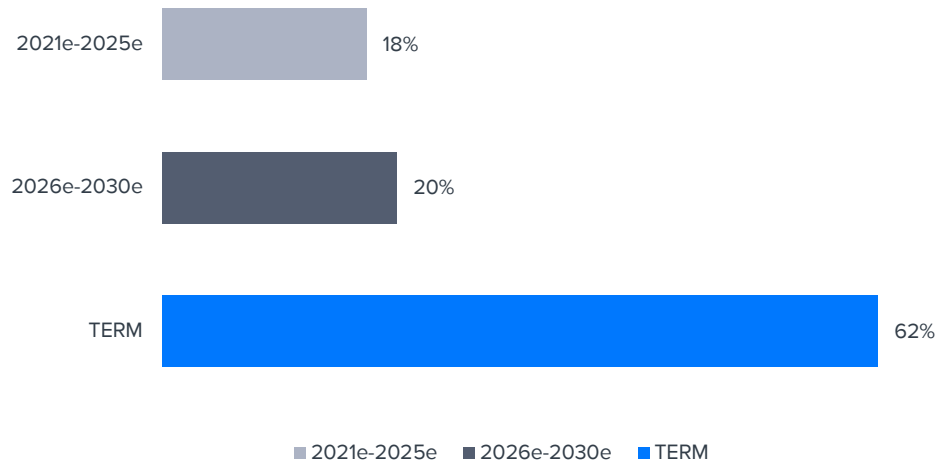
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	4,3	9,9	10,5	11,4	12,0	12,1	12,4	12,7	13,0	13,2	13,5	
+ Kokonaispoistot	2,0	2,1	2,4	2,4	2,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	
- Maksetut verot	-0,8	-1,7	-1,8	-2,1	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,3	-2,6	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	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	-1,5	-1,5	-2,5	-1,8	-1,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	3,8	8,5	8,2	9,6	10,5	10,1	10,2	10,5	10,8	10,9	11,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-25,0	-10,6	-2,3	-1,7	-1,7	-1,4	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-21,2	-2,1	5,9	7,9	8,8	8,7	9,2	9,7	10,0	10,1	10,4	
+/- Muut	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-21,2	-1,2	5,9	7,9	8,8	8,7	9,2	9,7	10,0	10,1	10,4	177
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,1	5,2	6,3	6,5	5,9	5,8	5,6	5,3	5,0	4,7	80,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		129	130	125	119	112	107	101	95,2	89,9	84,9	80,3
Velaton arvo DCF		129										
- Korolliset velat		-28,5										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		109										
Oman pääoman arvo DCF per osake		42,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	57,2	59,9	97,6	129,0	135,1	EPS (raportoitu)	1,00	0,90	0,92	2,47	2,66
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	12,0	12,9	EPS (oikaistu)	1,00	0,90	1,50	2,25	2,66
Liikevoitto	3,5	3,5	4,3	9,9	10,5	Operat. kassavirta / osake	1,46	1,34	1,48	3,28	3,18
Voitto ennen veroja	3,6	3,3	3,6	8,4	9,0	Vapaa kassavirta / osake	1,27	0,37	-8,31	-0,46	2,29
Nettovoitto	2,6	2,3	2,4	6,4	6,9	Omapääoma / osake	5,15	5,96	6,11	8,05	10,27
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,5	0,7	0,0	Osinko / osake	0,33	0,00	0,40	0,44	0,48
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	23,1	25,8	65,0	76,8	81,3	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	5 %	63 %	32 %	5 %
Oma pääoma	13,8	16,2	16,6	20,9	26,6	Käyttökateen kasvu-%	31 %	11 %	38 %	91 %	8 %
Liikearvo	0,6	0,6	22,0	29,4	29,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	-1 %	63 %	62 %	14 %
Nettovelat	-3,5	-4,0	19,8	25,6	22,3	EPS oik. kasvu-%	40 %	-10 %	66 %	50 %	18 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	7,1 %	7,6 %	6,4 %	9,3 %	9,5 %
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	12,0	12,9	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	5,8 %	7,2 %	7,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-0,4	-1,5	-1,5	-2,5	Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	4,4 %	7,7 %	7,8 %
Operatiivinen kassavirta	3,7	3,4	3,8	8,5	8,2	ROE-%	20,4 %	16,2 %	15,3 %	35,1 %	29,0 %
Investoinnit	-0,5	-2,5	-25,0	-10,6	-2,3	ROI-%	24,0 %	20,7 %	13,3 %	19,3 %	17,5 %
Vapaa kassavirta	3,2	0,9	-21,2	-1,2	5,9	Omavaraisuusaste	60,0 %	62,6 %	25,5 %	27,2 %	32,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,5 %	-24,9 %	119,3 %	122,4 %	83,6 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Preato Capital Ab			73,9 %			EV/Liikevaihto	0,3	0,4	1,0	0,9	0,9
Mikko Määttä			1,4 %			EV/EBITDA (oik.)	4,0	5,4	15,9	10,1	9,1
AK Capital Oy			1,4 %			EV/EBIT (oik.)	4,6	7,1	17,5	13,0	11,1
Ari Sulin			1,1 %			P/E (oik.)	7,3	11,8	19,6	16,2	13,7
Mikko Moilanen			1,0 %			P/B	1,4	1,8	4,8	4,5	3,6
Kari Sirviö			0,8 %			Osinkotuotto-%	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,2 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämät 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2020	Lisää	15,50 €	14,20 €
8.5.2020	Lisää	15,50 €	14,40 €
7.8.2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
3.9.2020	Lisää	18,00 €	16,50 €
6.11.2020	Lisää	20,00 €	18,60 €
18.12.2020	Lisää	29,00 €	26,60 €
19.2.2021	Lisää	33,00 €	31,00 €
5.3.2021	Lisää	34,00 €	31,20 €
3.4.2021	Lisää	40,00 €	36,50 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**