

Boreo

Yhtiöraportti

21.5.2021 08.00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Elektroniikka-toiminnan täsmähankinta

Boreo tiedotti eilen hankkineensa Milcon Oy:n koko osakekannan. Järjestelyllä Boreo sekä vahvistaa Elektroniikka-liiketoimintansa arvoketjuasemaa, teollisuusportfoliota ja kilpailukykyä että laajentaa konsernitason tulos pohjaa. Pidämme kooltaan pientä ja huokealla arvostuksella toteutettua järjestelyä oivana ja jo lyhyellä aikavälillä omistaja-arvoa luovana liikkeenä. Strategian johdonmukaiseen etenemiseen, säännöllisin väliajoin vahvistuvaan kasvualustaan ja pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn peilattuna emme näe osaketta kalliina. Täten toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 46 euroon (aik. 44 euroa).

Puolustusvälineteollisuuden erikoistunut yhtiö

Milcon on kotimarkkinassa operoiva ja puolustusvälineteollisuudessa toimivien asiakkaiden palvelemiseen erikoistunut yhtiö. Arviomme mukaan Milconin tulovirrat jakautuvat tällä hetkellä suurin piirtein tasajoin perinteisen jakelutoiminnan sekä korkeamman lisäarvon kokoonpanotoiminnan välille. Milconin ansainnassa kokoonpanotoiminta tarkoittaa räätälöityjen johdin- ja kaapelisarjojen sekä muiden sähköteknisten tuotteiden valmistamista. Viimeisten vuosien aikana yhtiö on käsityksemme mukaan kohdistanut investointeja juuri tämän kyvykkyyden kehittämiseen. Nämä päätökset ovat myös olleet onnistuneita liikevaihdon parantunutta rakennetta (ts. jakelutoiminnan pienempi suhteellinen osuus) ja kohonnutta tulostasoa heijastellen. Vuonna 2020 Milcon teki 4,2 MEUR:n liikevaihdon ja FAS-kirjanpidon mukaisen noin 0,4 MEUR:n käyttökatteen. Toimintalogiikkaan ja tukkukaupan viitekehukseen linjattuna kannattavuutta voidaan pitää hyvänä. Milconista maksettu EV/EBITDA-kerroin on viime vuoden tuloksella alle 3x ja siten selvästi alle Boreon omien kertomien. Kauppa rahoitetaan laimennusvaikutuksiltaan pienellä 0,44 MEUR:n suunnatulla osakeannilla sekä käteisvaroilla.

Tutun ja toimivan kaavan mukainen järjestely

Mielestämme Milconin hankinta vahvistaa Boreon Elektroniikka-liiketoimintaa useammalla tavalla. Hankinnan myötä Boreon tuote- ja päämiesportfoliot laajenevat ja kokonaiskilpailukyky paranee. Samalla mukaan tulee myös aikaisemmin liiketoimintayksikön alta puuttunutta ja omaa arvoketjuasemaa parantavaa kokoonpanotoimintaa. Milconin oma asemoituminen mielenkiintoisten mahdollisuuksien puolustusvälineteollisuuden voi puolestaan tuoda koko yksikölle hyviä ja pidemmällä aikavälillä varsin ennustettavia kasvulähtöjä. Yhtenä arvonluonnin väylänä on luonnollisesti myös konsernitason tukitoimintojen hyödyntäminen ja tätä kautta saavutettavat pienet tehokkuusnostot. Kokonaisuudessaan pidämme järjestelyä tutun ja toimivan kaavan mukaisena liikkeenä.

Tuotto-odotus pysyy hyvänä

Boreon ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 18x ja 15x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x. Nämä kertoimet painottuvat yhtiölle arvioimamme neutraalin kerroinhaarukan (P/E 13x-17x ja EV/EBITDA 8x-12x) sisään. Pääosin ruotsalaisista ja käytännössä identtisillä toimintamalleilla operoivien yhtiöiden muodostama verokkir ryhmä hinnoitellaan yhä noin 20-30 % preemiolla suhteessa Boreoon. Tätä taustaa vasten näemmekin sekä absoluuttisessa että suhteellisessa arvostuksessa pientä nousuvaraa. Tämä nousuvara, odottamamme tuloskasvu sekä pieni osinko pitävät vuotuisen tuotto-odotuksen mielestämme edelleen hyvällä tasolla. Pääoman tuottopotentiaaliin pohjautuva lähestymistapamme sekä kassavirtamalli tukevat tätä johtopäätöstä.

Suositus

Lisää

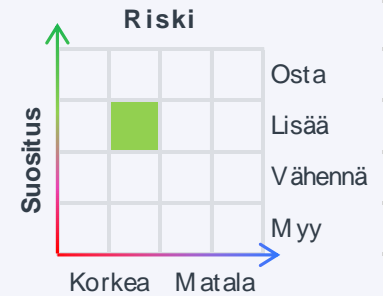
(aik. Lisää)

46,00 EUR

(aik. 44,00 EUR)

Osakekurssi:

42,00



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	97,6	131,0	139,0	143,2
kasvu-%	63 %	34 %	6 %	3 %
EBIT oik.	5,9	9,4	10,9	11,9
EBIT-% oik.	6,0 %	7,1 %	7,9 %	8,3 %
Nettotulos	2,3	6,9	7,5	8,2
EPS (oik.)	1,49	2,40	2,88	3,15

P/E (oik.)	19,7	17,5	14,6	13,3
P/B	4,8	5,1	3,9	3,2
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %
EV/EBIT (oik.)	17,0	14,4	12,0	10,5
EV/EBITDA	15,9	10,6	9,6	8,5
EV/Liikevaihto	1,0	1,0	0,9	0,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

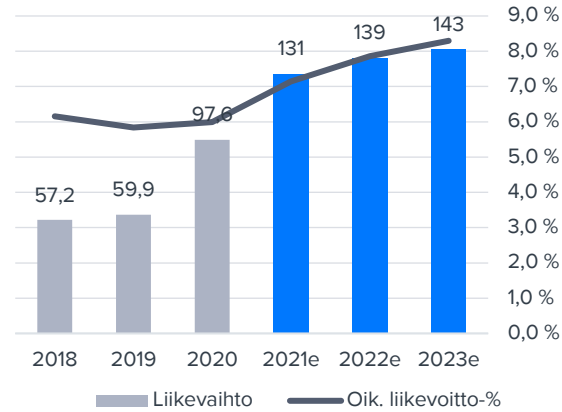
Ohjeistuskäytäntönsä mukaisesti yhtiö ei anna erillistä lyhyen aikavälin taloudellista ohjeistusta.

Osakekurssi



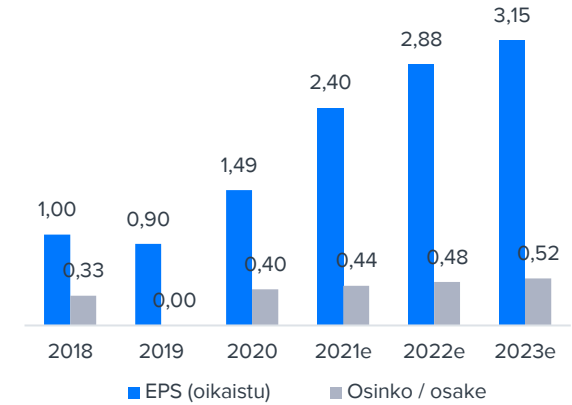
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



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
- Liiketoimintojen hinnoitteluvoimat ovat rajallisia
- Teollisissa loppukysynnöissä aina syklisiä piirteitä
- Koronaviruksen lyhyellä tähtäimellä aiheuttamat rasitteet ja mahdolliset pitempiaikaiset vauriot

Arvostus

- Absoluuttinen arvostustaso ei ole liian korkea
- Pidemmän aikavälin tulospotentiaalin suhteutettuna arvostus on maltillinen
- Suhteellinen alennus on mielestämme liian suuri
- Hinta on käyvän arvon haarukan sisässä

Lisäsimme Milconin ennusteisiimme

Ennustemuutokset 2021e-2023e

- Milcon konsolidoidaan konserniin 1.6. alkaen ja olemme huomioineet liiketoiminnan ennusteissamme tästä lähtien.
- Puolustusvälineteollisuudessa asiakkaiden ostokäyttäytyminen on tyypillisesti hyvin kumpuilevaa, mistä johtuen myös Milconin kuukausitason toimitusvolyymeissa voi olla roimiakin eroja. Tämä lisää osin kvartaalitason tekemiseen liittyvää epävarmuutta. Konserni- ja vuositason ennusteisiin kannalta tällä ei kuitenkaan ole oleellista merkitystä.
- Oстетun liiketoiminnan epäorgaaniset vaikutukset (ml. konsernin tukitoimintojen kautta tulevat hyödyt) näkyvät täydellä voimalla vuodesta 2022 eteenpäin.
- Emme ole tehneet muita muutoksia lähivuosien ennusteisiimme.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	129	131	2 %	135	139	3 %	139	143	3 %
Käyttökate	12,5	12,7	2 %	13,2	13,7	3 %	14,1	14,6	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,1	9,4	3 %	10,5	10,9	4 %	11,4	11,9	4 %
Liikevoitto	9,7	10,0	2 %	10,5	10,9	4 %	11,4	11,9	4 %
Tulos ennen veroja	8,3	8,5	3 %	9,1	9,5	4 %	10,0	10,5	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,33	2,40	3 %	2,77	2,88	4 %	3,03	3,15	4 %
Osakekohtainen osinko	0,44	0,44	0 %	0,48	0,48	0 %	0,52	0,52	0 %

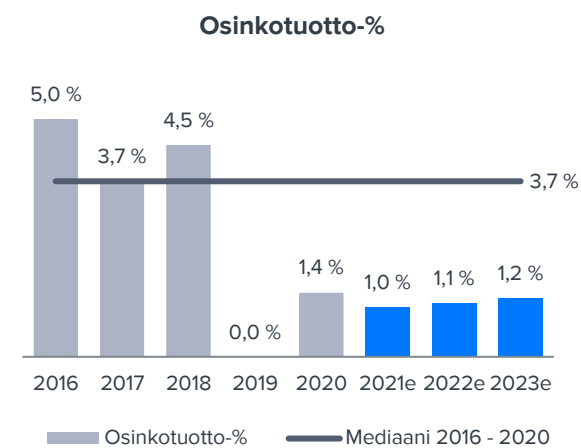
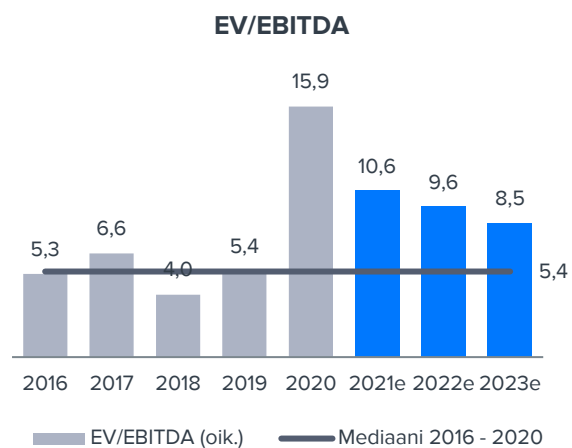
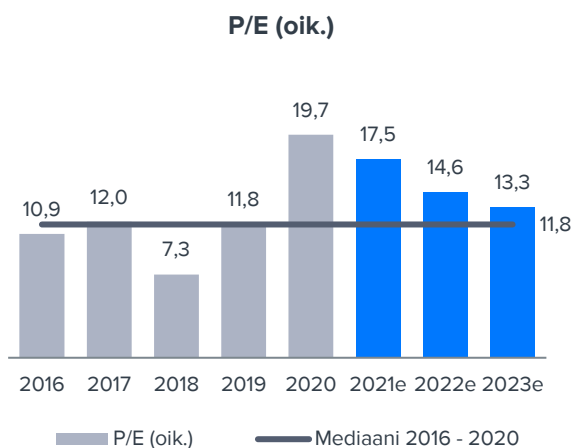
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,17	8,60	7,35	10,6	29,4	42,0	42,0	42,0	42,0
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,60	2,60	2,60	2,60
Markkina-arvo	16	22	19	27	75	109	109	109	109
Yritysarvo (EV)	12	21	16	25	100	135	131	125	118
P/E (oik.)	10,9	12,0	7,3	11,8	19,7	17,5	14,6	13,3	12,7
P/E	10,9	12,0	7,3	11,8	32,5	15,9	14,6	13,3	12,7
P/Kassavirta	12,3	neg.	5,8	28,9	neg.	neg.	16,9	13,2	11,7
P/B	1,4	1,8	1,4	1,8	4,8	5,1	3,9	3,2	2,6
P/S	0,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,4	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	5,3	6,6	4,0	5,4	15,9	10,6	9,6	8,5	7,9
EV/EBIT (oik.)	5,3	8,2	4,6	7,1	17,0	14,4	12,0	10,5	9,7
Osinko/tulos (%)	55,1 %	44,6 %	32,9 %	0,0 %	44,2 %	16,6 %	16,7 %	16,5 %	16,9 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %

Lähde: Inderes

25



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	208,70	7487	7996	30,9	28,7	23,0	21,4	4,0	3,7	37,4	34,9	1,0	1,1	7,6
Bergman & Beving AB	134,80	351	457	21,3	17,5	12,6	10,6	1,2	1,1	18,5	15,7	2,2	2,6	2,2
Momentum Group AB	164,80	820	1048	14,9	12,5	8,3	7,5	1,1	1,0	14,6	12,8	2,1	2,7	2,4
Bufab AB (publ)	235,00	881	1034	19,4	17,5	14,8	13,6	2,0	1,9	22,8	20,6	1,3	1,4	3,9
Christian Berner Tech Trade AB	33,20	56	71	15,8	12,6	10,9	9,0	1,1	1,0	15,6	12,6	2,5	2,5	3,0
Addtech AB	135,00	3430	3683	40,3	30,8	27,7	21,7	3,6	3,0	47,9	38,2	1,2	1,1	10,5
Beijer Ref AB (publ)	136,60	4732	4639	38,8	33,4	29,0	25,5	3,4	3,1	51,9	45,1	0,9	0,9	5,4
Beijer Alma AB	195,00	1029	1109	16,3	15,0	12,1	10,6	2,5	2,4	20,6	19,5			4,0
Lifco AB (publ)	171,00	7049	7454	30,3	27,8	23,9	22,1	5,4	5,0	36,9	34,3	0,9	0,9	7,5
Lagercrantz Group AB	94,00	1840	1825	35,0	29,5	24,0	20,7	4,4	4,1	47,1	36,5	1,0	1,3	10,0
Volati AB	102,60	909	1003	18,2	17,3	11,1	10,4	1,5	1,4	23,0	21,3	1,1	1,3	3,6
Relais Group Oyj	17,60	311	338	23,3	18,2	13,0	11,1	1,8	1,6	34,9	26,7	2,3	2,6	4,1
VBG Group AB (publ)	190,00	446	444	10,6	10,1	8,6	8,1	1,5	1,4	15,2	15,0			1,8
Boreo (Inderes)	42,00	109	135	14,4	12,0	10,6	9,6	1,0	0,9	17,5	14,6	1,0	1,1	5,1
Keskiarvo				24,3	20,8	16,8	14,8	2,6	2,4	29,7	25,6	1,5	1,7	5,1
Mediaani				21,3	17,5	13,0	11,1	2,0	1,9	23,0	21,0	1,2	1,3	4,0
Erotus-% vrt. mediaani				-32 %	-32 %	-18 %	-14 %	-49 %	-50 %	-24 %	-30 %	-10 %	-12 %	27 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: 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	29,0	32,6	35,6	33,8	131	139	143	147
Konserni	59,9	18,7	25,0	27,0	26,9	97,6	29,0	32,6	35,6	33,8	131	139	143	147
Käyttökate	4,5	0,5	1,2	2,3	2,2	6,3	3,0	3,1	3,4	3,3	12,7	13,7	14,6	14,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,1	0,9	2,1	1,7	5,9	1,5	2,5	2,8	2,6	9,4	10,9	11,9	12,2
Liikevoitto	3,5	0,1	0,7	1,8	1,6	4,3	2,2	2,4	2,8	2,6	10,0	10,9	11,9	12,2
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4
Tulos ennen veroja	3,3	-0,1	0,4	1,8	1,3	3,5	2,0	2,0	2,4	2,2	8,5	9,5	10,5	10,8
Verot	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-1,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-1,7	-2,0	-2,3	-2,3
Vähemmistöosuudet	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,3	-0,2	0,2	1,5	0,8	2,3	1,6	1,6	1,9	1,8	6,9	7,5	8,2	8,5
EPS (oikaistu)	0,90	0,30	0,13	0,69	0,36	1,49	0,34	0,64	0,73	0,68	2,40	2,88	3,15	3,28
EPS (raportoitu)	0,90	-0,07	0,07	0,58	0,33	0,91	0,61	0,61	0,73	0,68	2,64	2,88	3,15	3,28

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 %	55,1 %	30,5 %	31,7 %	25,8 %	34,3 %	6,1 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,8 %	0,5 %	53,6 %	108,0 %	121,4 %	67,5 %	32,7 %	181,3 %	30,6 %	51,9 %	60,0 %	16,7 %	8,7 %	2,7 %
Käyttökate-%	7,6 %	2,6 %	4,9 %	8,6 %	8,2 %	6,4 %	10,3 %	9,4 %	9,6 %	9,6 %	9,7 %	9,8 %	10,2 %	10,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,8 %	6,0 %	3,5 %	7,9 %	6,4 %	6,0 %	5,2 %	7,6 %	7,8 %	7,7 %	7,1 %	7,9 %	8,3 %	8,3 %
Nettotulos-%	3,8 %	-1,0 %	0,7 %	5,5 %	3,1 %	2,4 %	5,5 %	4,9 %	5,4 %	5,3 %	5,3 %	5,4 %	5,7 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	4,8	27,8	36,3	35,9	35,1
Liikearvo	0,6	22,0	29,7	29,7	29,7
Aineettomat hyödykkeet	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Käyttöomaisuus	2,9	3,4	5,1	4,7	3,9
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	41,3	46,6	49,4
Vaihto-omaisuus	7,3	18,2	15,7	16,7	17,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	10,3	14,4	16,0	16,5
Likvidit varat	6,6	8,7	11,1	13,9	15,7
Taseen loppusumma	25,8	65,0	77,6	82,4	84,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	16,2	16,6	21,4	27,7	34,7
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	12,6	13,0	18,9	25,2	32,2
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	25,6	23,5
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	25,6	23,5
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	28,1	29,2	26,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,5	6,7	8,5	9,7	7,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,1	19,6	19,7	19,5	18,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,8	65,0	77,6	82,4	84,5

DCF-laskelma

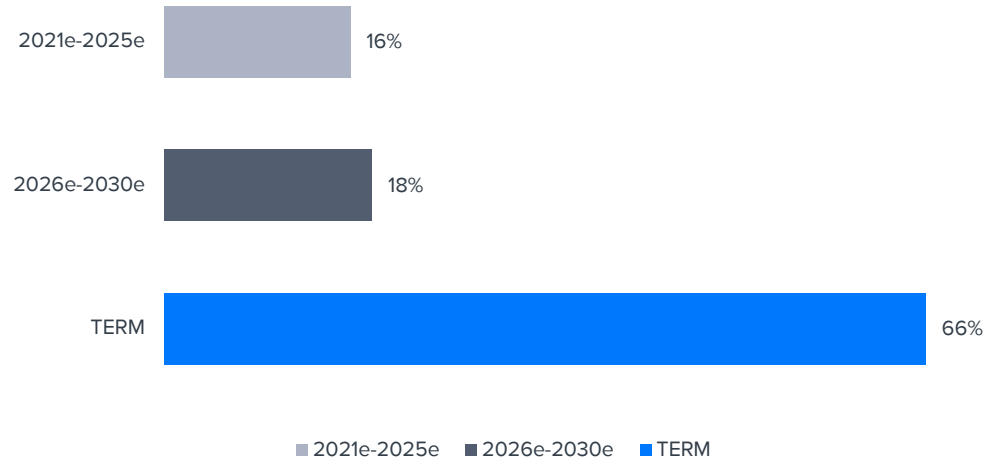
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	4,3	10,0	10,9	11,9	12,2	12,8	12,8	12,9	13,3	13,2	13,6	
+ Kokonaispoistot	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8	1,3	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	
- Maksetut verot	-0,8	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6	-2,6	-2,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	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	-1,6	-2,7	-1,8	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	3,8	9,1	8,8	10,3	11,3	11,0	11,3	11,2	11,5	11,4	11,7	
+ 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	-11,5	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-21,2	-2,4	6,5	8,3	9,3	9,0	9,3	9,5	10,0	9,9	10,2	
+/- 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	-1,5	6,5	8,3	9,3	9,0	9,3	9,5	10,0	9,9	10,2	210
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,4	5,7	6,8	7,0	6,3	6,0	5,7	5,6	5,1	4,9	100,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		152	153	147	141	134	127	121	116	110	105	100,0
Velaton arvo DCF		152										
- Korolliset velat		-28,5										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,0										
Oman pääoman arvo DCF		131										
Oman pääoman arvo DCF per osake		50,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

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	131,0	139,0	EPS (raportoitu)	1,00	0,90	0,91	2,64	2,88
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	12,7	13,7	EPS (oikaistu)	1,00	0,90	1,49	2,40	2,88
Liikevoitto	3,5	3,5	4,3	10,0	10,9	Operat. kassavirta / osake	1,46	1,34	1,48	3,51	3,37
Voitto ennen veroja	3,6	3,3	3,5	8,5	9,5	Vapaa kassavirta / osake	1,27	0,37	-8,31	-0,56	2,48
Nettovoitto	2,6	2,3	2,3	6,9	7,5	Omapääoma / osake	5,15	5,96	6,11	8,20	10,64
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-1,6	0,6	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	77,6	82,4	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	5 %	63 %	34 %	6 %
Oma pääoma	13,8	16,2	16,6	21,4	27,7	Käyttökateen kasvu-%	31 %	11 %	38 %	104 %	7 %
Liikearvo	0,6	0,6	22,0	29,7	29,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	-1 %	67 %	60 %	17 %
Nettovelat	-3,5	-4,0	19,8	25,4	21,4	EPS oik. kasvu-%	40 %	-10 %	66 %	61 %	20 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	7,1 %	7,6 %	6,4 %	9,7 %	9,8 %
Käyttökate	4,1	4,5	6,3	12,7	13,7	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	6,0 %	7,1 %	7,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-0,4	-1,5	-1,6	-2,7	Liikevoitto-%	6,2 %	5,8 %	4,4 %	7,6 %	7,9 %
Operatiivinen kassavirta	3,7	3,4	3,8	9,1	8,8	ROE-%	20,4 %	16,2 %	15,0 %	37,2 %	30,5 %
Investoinnit	-0,5	-2,5	-25,0	-11,5	-2,3	ROI-%	24,0 %	20,7 %	13,3 %	19,3 %	18,1 %
Vapaa kassavirta	3,2	0,9	-21,2	-1,5	6,5	Omavaraisuusaste	60,0 %	62,6 %	25,5 %	27,5 %	33,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,5 %	-24,9 %	119,3 %	119,1 %	77,2 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Preato Capital Ab			73,9 %			EV/Liikevaihto	0,3	0,4	1,0	1,0	0,9
Mikko Määttä			1,4 %			EV/EBITDA (oik.)	4,0	5,4	15,9	10,6	9,6
AK Capital Oy			1,4 %			EV/EBIT (oik.)	4,6	7,1	17,0	14,4	12,0
Ari Sulin			1,1 %			P/E (oik.)	7,3	11,8	19,7	17,5	14,6
Mikko Moilanen			1,0 %			P/B	1,4	1,8	4,8	5,1	3,9
Kari Sirviö			0,8 %			Osinkotuotto-%	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,0 %	1,1 %

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.

Inderesin analyytikko Joonas Korkiakoskella on 7.4.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Boreo Oyj.

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	35,00 €	31,20 €
6.4.2021	Lisää	40,00 €	36,50 €
30.4.2021	Lisää	44,00 €	40,30 €
21.5.2021	Lisää	46,00 €	42,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä 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.**