

# Purmo Group

## Yhtiöraportti

13.5.2022 07:00



Olli Koponen  
+358 44 274 9560  
olli.koponen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Näkyvyyttä loppuvuoteen

Toistamme Purmo Groupin tavoitehinnan 13,0 eurossa nostaen suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Yhtiön Q1-tulos oli odotuksiin nähden oikein hyvä, kun liikevaihto ja tulos ylittivät odotuksemme. Näkymät paranivat ohjeistuksen myötä myös selvästi ja kustannusten nousun sekä materiaalien saatavuushaasteiden kanssa yhtiö on pärjännyt toistaiseksi erinomaisesti. Vahvan kasvuvuoden jälkeen odotamme liikevaihdon kasvuun sekä tulokseen maltillistumista mm. geopolittisten tilanteen, markkinakysynnän tasaantumisen sekä kustannusinflaation johdosta, mutta tulostaso pysyy ohjeistuksenkin mukaan oikein hyvällä tasolla. Arvostus on nykyiseen tulostasoon sekä potentiaaliin nähden jäänyt mielestämme hyvin maltilliseksi ja tarjoaa selkeää nousuvaraa.

## Q1-raportti kertoi vahvasta suorituksesta

Purmo Groupin liikevaihto oli Q1:llä vahvassa kasvussa ylittäen ennusteemme. Liikevaihto kasvoi vertailukaudesta 24 %:lla 236 MEUR:oon (Q1'21: 190 MEUR), kun odotimme 225 MEUR:n liikevaihtoa. Kasvuja on tukenut yhtiön tuotteille jatkunut hyvä kysyntä etenkin ICS-divisioonassa. Selvemmin kasvuun vaikutti hyvin onnistuneet tuotteiden hinnankorotukset, mikä kertoo yhtiön hinnoitteluvoimasta. Vahvasta liikevaihdon kasvusta johtuen tulos ylitti myös ennusteemme selvästi. Oikaistu EBITDA oli Q1:llä 29,2 MEUR (Q1'21: 29,1 MEUR), kun ennusteemme oli 22,3 MEUR:ssa. Marginaali laski 12,4 %:iin vuoden takaisesta (Q1'21: 15,3 %) vertailukauden alemman kustannustason vuoksi, mutta ylitti selvästi odotuksemme 10,0 %:ssa.

## Ennusteemme nousivat hieman

Purmo antoi tuloksen yhteydessä ohjeistuksen, joka paransi selvästi näkyvyyttä kuluvaan vuoteen. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökateen olevan vuoden 2021 tasolla (103,9 MEUR), muuttuen enintään 5 % edellisestä vuodesta. Näkymissä tosin geopolittinen tilanne ja kustannuspaineet aiheuttavat vielä riskejä. Yhtiö on saanut onnistuneesti tehtyä hinnankorotuksia tähän asti ja kysyntä on myös pitänyt hyvin pintansa. Uusia hinnankorotuksia astuu Purmolla voimaan Q2-Q3:n aikana, mutta kysyntään loppuvuoden aikana kohdistuu enemmän kysymysmerkkejä. Näemme kuitenkin, että yhtiö saa Q1-raportinkin perusteella pidettyä liikevaihtonsa hyvin kasvussa ja tuloksensa hyvällä tasolla. Odotamme nyt liikevaihdon nousevan kuluvaan vuonna (2022e: 8 %) hintojen korotuksien sekä Thermotech-yritysosaston ansiosta, mutta kärsivän kysynnän hiipumisesta etenkin loppuvuonna. Oikaistun EBITDA:n ennustamme laskevan vuonna 2022 noin 100,4 MEUR:oon (oik. EBITDA-%: 11,0 %) kasvupanostusten, raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen laskevissa marginaaleissa. Strategiset tehostustoimet, hyvä liikevaihdon taso ja kustannuspaineiden helpottaminen nostavat ennusteissamme kannattavuuden korkeammalle vuosina 2023-2024 piristäen tuloskasvuja.

## Arvostuksessa selkeää nousuvaraa

Arvostus on mielestämme laskenut hyvin maltilliselle tasolle ennustamaamme tulostasoon nähden (2022e: EV/EBIT: 9x, P/E: 9x). Jo hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 14-16x) alatasolla osake tarjoaisi yli 30 %:n nousuvaran. Verrokkeihin nähden yhtiö on hinnoiteltu selkeästi alle mediaanitason (-30 %), mikä tarjoaa myös nousuvaraa. Nousuvaran lisäksi osakkeen vuotuinen 4 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Ohjeistuksen tuoma näkyvyys hyvään tulostasoon vähentää mielestämme osakkeessa olevia riskejä tehden tuotto/riskisuhteesta tällä hetkellä oikein hyvän.

## Suositus

### Osta

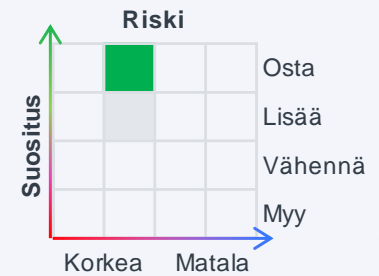
(aik. Lisää)

13,00 EUR

(aik. 13,00 EUR)

### Osakekurssi:

10,35



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	843,6	909,6	888,0	904,0
<b>kasvu-%</b>	26 %	8 %	-2 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	73,7	69,1	72,2	77,5
<b>EBIT-% oik.</b>	8,7 %	7,6 %	8,1 %	8,6 %
<b>Nettotulos</b>	-18,9	38,6	46,7	52,0
<b>EPS (oik.)</b>	1,76	1,12	1,14	1,27

<b>P/E (oik.)</b>	8,1	9,2	9,1	8,2
<b>P/B</b>	1,5	1,0	1,0	0,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,5 %	3,6 %	3,9 %	4,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,1	8,9	8,0	7,1
<b>EV/EBITDA</b>	7,9	6,6	5,6	5,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,7	0,7	0,6

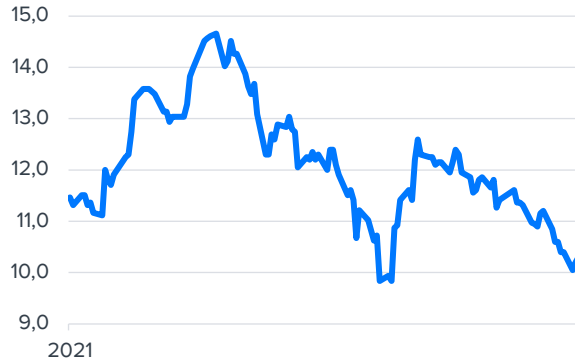
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

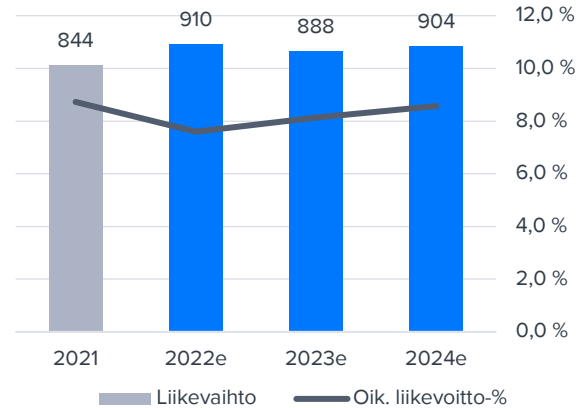
Liikevaihdon odotetaan kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökateen olevan vuoden 2021 tasolla (103,9 MEUR), muuttuen enintään 5 % edellisestä vuodesta.

## Osakekurssi



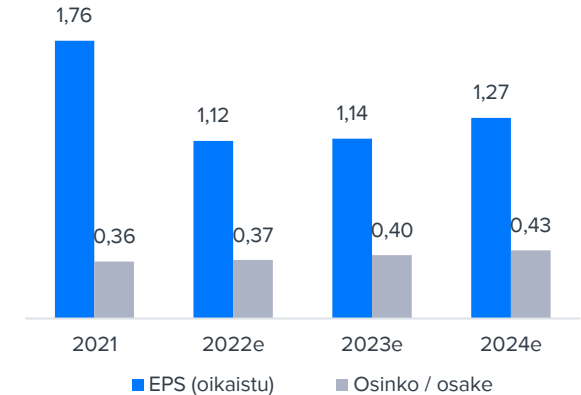
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vahva markkinoita nopeampi orgaaninen kasvu
- Kannattavuuden kestävä parannus kohti korkeampia tasoja
- Hyvä pääoman tuottopotentiali
- Kasvatavat markkinat vahvoilla megatrendeillä
- Markkinoiden laajempia tuotetarjoamia
- Vahvat maailmanlaajuiset brändit
- Avainmarkkinoiden johtava toimija
- Kestävä kehitys, korjausvelka, digitalisaatio tukevat markkinan kasvunäkymiä
- Yritysostot tukemaan orgaanista kasvua



### Riskitekijät

- Toimiala on riippuvainen rakentamisen suhdanteista etenkin asuntorakentamisessa
- Jakelun riippuvuus isoista tukkukauppa-asiakkaista
- Kovan kasvun hallitseminen
- Kapasiteetin hallinta ja kasvuinvestointien onnistuminen
- Globaalien toimitusketjujen kohtaamat haasteet ja pullonkaulat
- Markkinoiden hintakilpailu ja myyntihintojen korotuksien mahdollinen vaikeutuminen
- Raaka-aineiden ja materiaalien kustannuspaineet

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	425	425	425
Yritysarvo (EV)	616	579	547
P/E (oik.)	9,2	9,1	8,2
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,6	5,6	5,0
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,0	7,1
Osinko/tulos (%)	39,4 %	35,2 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,9 %	4,2 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet ylitettiin kirkkaasti

## Liikevaihto vahvassa kasvussa

Purmo Groupin liikevaihto oli Q1:llä vahvassa kasvussa ylittäen ennusteemme. Liikevaihto kasvoi vertailukaudesta 24 %:lla 236 MEUR:oon (Q1'21: 190 MEUR), kun odotimme 225 MEUR:n liikevaihtoa. Kasvua on tukenut yhtiön tuotteille jatkunut hyvä kysyntä etenkin ICS-divisioonassa sekä toimitusketjun onnistunut hallinta tiettyjen raaka-aineiden ja komponenttien pulasta huolimatta. Purmo on myös saanut tehtyä tarvittavia hinnankorotuksia markkinoilla nopeasti nousevien raaka-ainehintojen vuoksi, mikä kertoo yhtiön hinnoitteluvoimasta.

Q1:n kasvua avitti etenkin ICS-divisioonan vahva 26 %:n kasvu 101 MEUR:oon. ICS:n myyntihinnat sekä myyntimäärät nousivat kvartaalin aikana, mikä kertoo vielä hyvästä kysynnästä. ICS-divisioonan kasvua rajoitti muovien ja sähkökomponenttien saatavuusrajoitteet, mihin nähden saavutettu kasvu on hyvä suoritus. Radiators-divisioonan liikevaihto

nousi myös vahvasti (+22 %, 135 MEUR).

Radioattoreissa orgaaniset myyntimäärät jäivät vertailukauden alapuolelle, mutta myyntihintojen nousulla saatiin aikaan merkittävää kasvua.

## Tulotaso odotuksiamme parempi

Vahvasta liikevaihdon kasvusta johtuen tulos nousi vahvasta vertailukaudesta ylittäen ennusteemme selvästi. Oikaistu EBITDA oli Q1:llä 29,2 MEUR (Q1'21: 29,1 MEUR), kun ennusteemme oli 22,3 MEUR:ssa. Marginaali laski 12,4 %:iin vuoden takaisesta (Q1'21: 15,3 %) vertailukauden alemman kustannustason vuoksi, mutta ylitti selvästi odotuksemme 10,0 %:ssa. ICS-divisioonassa tulos parani (+27 %), mutta laski Radiators-divisioonassa (-9 %). ICS:n vahvempaan tulokseen johti hyvin kasvanut myynti, kun taas heikompaan tulokseen Radiators-divisioonassa johti myyntimäärien lasku ja etenkin teräksen hinnannousu.

## Ohjeistus parantaa näkyvyyttä

Purmo antoi tuloksen yhteydessä ohjeistuksen, joka paransi selvästi näkyvyyttä kuluvaan vuoteen. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökatteen olevan vuoden 2021 tasolla (103,9 MEUR), muuttuen enintään 5 % edellisestä vuodesta. Näkymät ovat kuitenkin vielä epävarmoja johtuen Ukrainan sodan aiheuttamasta geopoliittisesta tilanteesta ja sen vaikutuksista markkinakysyntään, toimitusketjuihin sekä raaka-aineiden hintoihin.

Yhtiö on saanut onnistuneesti tehtyä hinnankorotuksia tähän asti ja kysyntä on myös pitänyt hyvin pintansa. Uusia hinnankorotuksia astuu Purmolla voimaan Q2-Q3:n aikana, mutta kysyntään loppuvuoden aikana kohdistuu enemmän kysymysmerkkejä. Näemme kuitenkin, että yhtiö saa Q1-raportinkin perusteella pidettyä liikevaihtonsa hyvin kasvussa ja tuloksensa hyvällä tasolla.

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus		Erutus (%)
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	190	236	225				5 %
Käyttökate (oik.)	29,1	29,2	22,3				31 %
Liikevoitto	18,7	14,1	15,1				-7 %
Tulos ennen veroja	16,9	11,3	12,9				-13 %
EPS (raportoitu)	0,41	0,16	0,25				-37 %
Liikevaihdon kasvu-%	-	24,1%	17,9 %				6,1%-yks.
Käyttökate-% (oik.)	15,3 %	12,4 %	10,0 %				2,4 %-yks.

Lähde: Inderes

# Nostimme hieman ennusteitamme

## Vuosi 2022 vaikuttaa kohtuu hyvältä

Vuosi sisältää vielä isoja edellä mainittuja epävarmuuksia, mutta ohjeistuksen myötä luotto ennusteisiimme kasvoi. Ennustamme nyt liikevaihdon nousevan vuonna 2022 noin 8 %:lla 910 MEUR:oon ja oikaistun käyttökateen olevan noin 100 MEUR:ssa.

Tämä tarkoittaisi noin 3 %:n laskua vielä vertailukaudesta, mutta nykyisen suoritustason jatkuessa, voi ennusteissamme olla vielä nousuvaraa.

Liikevaihdon tasoon vaikuttaa geopolittisen tilanteen vuoksi heikentyvä liikevaihto toimintamaissa (Ukraina ja Venäjä noin 5 % liikevaihdosta) sekä sen epäsuorat taloudelliset vaikutukset sekä maltillistuvat volyymit tuotteille etenkin loppuvuonna. Selvästi positiivisesti liikevaihtoon vaikuttaa korotetut tuotteiden myyntihinnat ja vuoden 2022 alussa tehty Thermotech-yritysosto. Tuloksen odotamme laskevan hieman vuonna 2022 kasvupanostusten,

raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen laskiessa marginaaleja. Ennusteissamme selkeimpinä riskeinä on geopolittisten riskien vaikutukset, markkinan selkeä heikentyminen, raaka-aineiden hintojen nousu sekä hintakilpailun lisääntyminen.

## Kohti normaalimpaa toimintaympäristöä vuonna 2023

Vuonna 2023 odotamme yhtiön pääsevän jälleen normaalimpaan toimintaympäristöön, missä näemme tuotteiden volyymien kysynnän palautuvan etenkin loppuvuonna. Hintojen odotamme kuitenkin laskevan, mikä vaikuttaa jollain aikavälillä myös Purmon tuotteisiin. Kustannuspaineiden helpottaminen osaltaan kuitenkin helpottaa marginaalien kasvattamista, jossa näemme parannusta vuosien 2023-2024 aikana. Näemme kuitenkin markkinatilanteen olevan maltillisempi

esimerkiksi vuoteen 2021 verrattuna ja liikevaihdon laskevan nyt 2 %:lla 888 MEUR:oon vuonna 2023. Vuonna 2024 näemme markkinatilanteen (volyymien) edelleen piristyvän vuodesta 2023 ja hintojen muutoksien tasaantuvan, mikä kasvattaa liikevaihdon 904 MEUR:oon.

Kannattavuusmarginaalien odotamme lähtevän parantumaan jälleen vuonna 2023 ja edelleen vuonna 2024. Näemme, että kasvupanostuksien etupainotteiset kustannukset eivät enää vaikuta kannattavuuteen, strategian mukainen tehokkuusohjelma etenee ja myös markkinoiden hintapaine kevenee, joka avittaa Purmoa parantamaan marginaalejaan. Ennustamme oikaistun käyttökatemarginaalin nousevan vuonna 2023 noin 11,6 %:iin ja vuonna 2024 edelleen volyymien nousun avulla noin 12,0 %:iin.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	862	910	6 %	865	888	3 %	879	904	3 %
Käyttökate ilman kertaeriä	93,9	100,4	7 %	100,3	103,0	3 %	105,5	108,5	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	63,0	69,1	10 %	69,5	72,2	4 %	74,4	77,5	4 %
Liikevoitto	63,0	61,6	-2 %	69,5	72,2	4 %	74,4	77,5	4 %
Tulos ennen veroja	53,4	51,4	-4 %	60,3	62,2	3 %	65,4	67,6	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,04	1,12	8 %	1,17	1,14	-3 %	1,28	1,27	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,37	0,37	0 %	0,40	0,40	0 %	0,43	0,43	0 %

# Arvostuksessa selkeä nousuvara

Hinnoittelimme Purmoa ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme etenkin EV/EBIT-kerrointa ja P/E-kerrointa. Vertailemme arvostusta myös kansainväliseen ja laajaan verrokkiryhmään. [Tuoreessa laajassa raportissa](#) on myös käyty läpi Purmon mahdollista arvoa taloudellisten tavoitteiden toteutuessa.

## Hyväksyttävä arvostustaso

Olemme perustelleet laajassa raportissa Purmolle hyväksytyä arvostustasoa verrokkien historiallisen arvostuksen kautta. Kovan kasvuhakuisuuden ja selvän tuloskasvupotentiaalin vuoksi hyväksyttävä arvostushaarukamme Purmolle on: EV/EBIT: 12-14x ja P/E 14-16x. Kertoimissa on nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan ja parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoitteita. Kertoimet tosin myös voivat nopeasti laskea tulostason jäädessä odotuksista.

## Absoluuttiset kertoimet

Vuoden 2022 arvostus on hyvin maltillinen (2022e: oik. EV/EBIT 9x, oik. P/E: 9) ja tarjoaa selkeää nousuvaraa hyväksyttäviin tasoihimme. Vuonna 2023 arvostus laskee (2023e: oik. EV/EBIT 8x, oik. P/E: 9) edelleen houkuttelevammalle tasolle. Vuoden 2022 ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 12x, P/E: 14x) nojaten osakkeessa olisi yli 30 %:n nousuvara.

Ennustamme yhtiöltä kasvavaa osinkoa lähivuosien aikana. Osinko ei ole mielestämme vielä merkittävä ajuri osakkeelle, mutta se tarjoaa pientä tukea tuotto-odotukselle. Lähivuosien ajan osinkotuotto on jo kohtuullinen ollen noin 4 %:n tasolla.

## Verrokkiryhmä

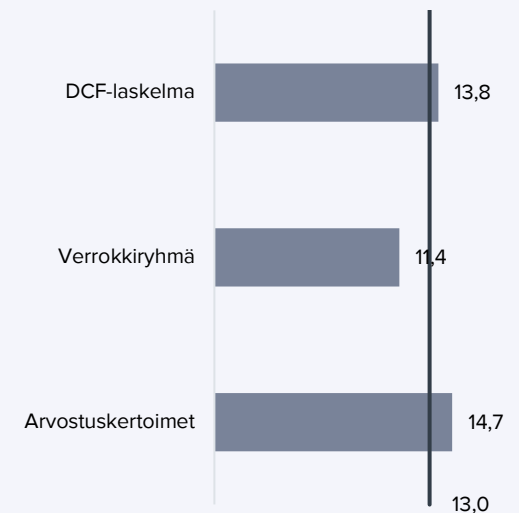
Purmolle on saatavilla kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä toimialan eurooppalaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkiryhmän vuoden 2022e mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 12x, kun vastaava P/E-kerroin on noin 14x. Verrokkien arvostus alkaa olla jo maltillinen ja Purmon arvostus on tästä tasosta vielä noin 30 % alapuolella. Iso osa verrokeista on isompia globaaleja toimijoita ja parhaimmilla verrokeilla myös historiallinen kasvu sekä kannattavuus on ollut Purmoa parempi.

Purmon kehitysvaiheen ja pienemmän koon vuoksi sovellamme vielä noin 20 %:n alennusta verrokkiryhmän mediaaniin. 20%:n alennuksellakin tosin verrokkiarvostuksessa on nousuvaraa. Verrokkien käyttökelpoisuus on myös kärsinyt geopoliittisen tilanteen aiheuttamista osakekurssien laskuista ja verrokkien ennusteiden tasoihin voi myös liittyä epävarmuutta, minkä vuoksi sen painoarvo on normaalia matalampi arvonmäärityksessä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	425	425	425
Yritysarvo (EV)	616	579	547
P/E (oik.)	9,2	9,1	8,2
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,6	5,6	5,0
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,0	7,1
Osinko/tulos (%)	39,4 %	35,2 %	33,9 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,9 %	4,2 %

Lähde: Inderes

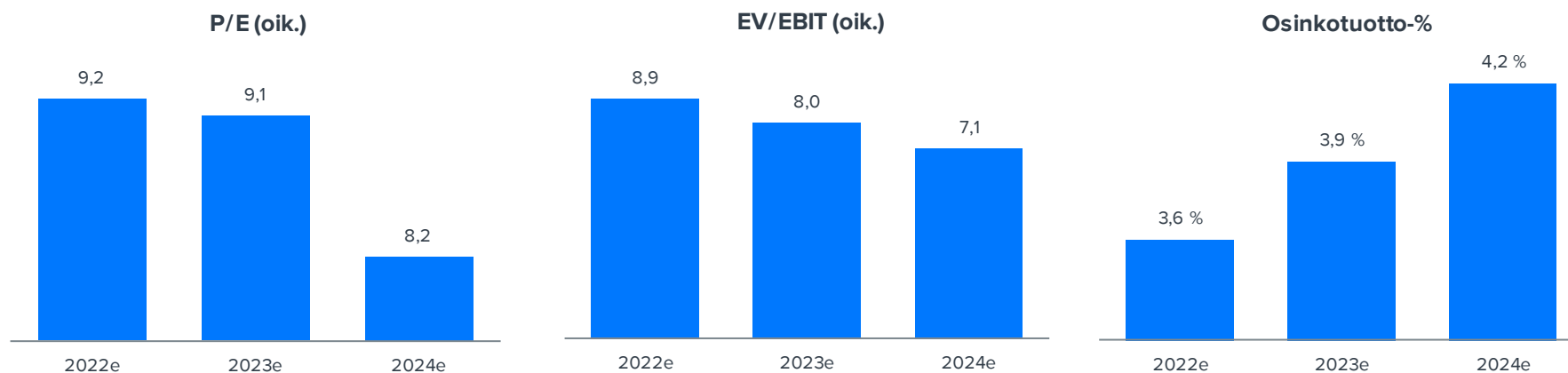
## Tavoitehinnan muodostuminen



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					14,2	10,4	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl					29,2	41,0	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo					577	425	425	425	425
Yritysarvo (EV)					817	616	579	547	520
P/E (oik.)					8,1	9,2	9,1	8,2	7,7
P/B					1,5	1,0	1,0	0,9	0,8
P/S					0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto					1,0	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)					7,9	6,6	5,6	5,0	4,6
EV/EBIT (oik.)					11,1	8,9	8,0	7,1	6,4
Osinko/tulos (%)					neg.	39,4%	35,2%	33,9%	34,3%
Osinkotuotto-%					2,5%	3,6%	3,9%	4,2%	4,4%

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Nibe Industrier AB	85,18	14363	14860	36,0	31,3	27,8	24,5	5,0	4,5	46,9	41,2	0,6	0,8	7,2
Aalberts NV	42,24	4678	5202	11,7	10,7	8,7	7,8	1,8	1,7	14,4	13,5	2,4	2,5	2,0
Lindab International AB	189,20	1411	1591	11,9	11,4	9,1	8,6	1,5	1,4	14,0	13,0	3,3	3,6	2,3
Systemair AB	58,10	1143	1314	16,8	14,1	11,5	9,8	1,4	1,3	21,7	18,8	1,6	1,8	3,2
Genuit Group PLC	410,00	1198	1384	10,4	9,8	7,8	7,5	1,7	1,6	11,9	11,7	3,3	3,4	1,5
Uponor Oyj	14,97	1098	1248	7,6	7,5	5,7	5,6	0,9	0,8	10,1	10,4	4,9	5,3	2,4
Arbonia AG	15,88	1054	966	16,8	14,3	8,6	7,8	1,0	0,9	21,0	18,2	2,1	2,5	1,0
Volution Group PLC	362,50	841	968	17,0	13,2	12,6	11,6	3,0	2,8	14,7	14,0	2,0	2,1	
Zehnder Group AG	69,70	650	544	10,1	8,4	7,6	6,4	1,0	0,9	13,0	11,5	2,8	3,1	2,0
<b>Purmo Group (Inderes)</b>	<b>10,35</b>	<b>425</b>	<b>616</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>6,6</b>	<b>5,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,4</b>	<b>13,4</b>	<b>11,0</b>	<b>10,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,9</b>	<b>11,4</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>14,4</b>	<b>13,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-25 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>49 %</b>	<b>56 %</b>	<b>-52 %</b>

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



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>671</b>	<b>190</b>	<b>844</b>	<b>236</b>	<b>232</b>	<b>220</b>	<b>221</b>	<b>910</b>	<b>888</b>	<b>904</b>	<b>939</b>
<b>Käyttökate (oik.)</b>	<b>85,1</b>	<b>29,1</b>	<b>103,7</b>	<b>29,2</b>	<b>25,3</b>	<b>23,8</b>	<b>22,1</b>	<b>100,4</b>	<b>103,0</b>	<b>108,5</b>	<b>112,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-29,9	-7,5	-30,2	-7,7	-7,4	-8,1	-8,2	-31,4	-30,8	-31,0	-31,2
<b>Liikevoitto</b>	<b>42,0</b>	<b>18,7</b>	<b>3,5</b>	<b>14,1</b>	<b>17,9</b>	<b>15,7</b>	<b>13,9</b>	<b>61,6</b>	<b>72,2</b>	<b>77,5</b>	<b>81,7</b>
Nettorahoituskulut	-10,1	-1,8	-8,6	-2,8	-2,3	-2,5	-2,6	-10,2	-10,0	-9,9	-10,2
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>31,9</b>	<b>16,9</b>	<b>-5,1</b>	<b>11,3</b>	<b>15,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>51,4</b>	<b>62,2</b>	<b>67,6</b>	<b>71,6</b>
Verot	-6,6	-5,0	-13,7	-4,8	-3,1	-2,6	-2,3	-12,8	-15,6	-15,5	-16,5
Vähemmistöosuudet	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>24,9</b>	<b>11,9</b>	<b>-18,9</b>	<b>6,5</b>	<b>12,5</b>	<b>10,5</b>	<b>9,0</b>	<b>38,6</b>	<b>46,7</b>	<b>52,0</b>	<b>55,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,94</b>	<b>0,51</b>	<b>1,76</b>	<b>0,34</b>	<b>0,30</b>	<b>0,26</b>	<b>0,22</b>	<b>1,12</b>	<b>1,14</b>	<b>1,27</b>	<b>1,34</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,41</b>	<b>-0,65</b>	<b>0,16</b>	<b>0,30</b>	<b>0,26</b>	<b>0,22</b>	<b>0,94</b>	<b>1,14</b>	<b>1,27</b>	<b>1,34</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-3,7 %	-	25,7 %	24,1 %	-	-	-0,7 %	7,8 %	-2,4 %	1,8 %	3,9 %
<b>Oik. käyttökateen kasvu-%</b>	31,0 %	-	21,8 %	0,3 %	-	-	-2,2 %	-3,2 %	2,6 %	5,3 %	4,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	10,7 %	13,8 %	4,0 %	9,2 %	10,9 %	10,8 %	10,0 %	10,2 %	11,6 %	12,0 %	12,0 %
<b>Oikaistu käyttökate-%</b>	12,7 %	15,3 %	12,3 %	12,4 %	10,9 %	10,8 %	10,0 %	11,0 %	11,6 %	12,0 %	12,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,7 %	6,3 %	-2,2 %	2,8 %	5,4 %	4,8 %	4,1 %	4,2 %	5,3 %	5,8 %	5,9 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>596</b>	<b>602</b>	<b>596</b>	<b>594</b>	<b>592</b>
Liikearvo	365	369	369	369	369
Aineettomat hyödykkeet	38,0	36,3	34,5	32,9	31,5
Käyttöomaisuus	164	163	165	167	168
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	3,1	7,2	7,0	7,0	7,0
Laskennalliset verosaamiset	25,5	26,5	20,0	18,0	16,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>240</b>	<b>444</b>	<b>394</b>	<b>421</b>	<b>437</b>
Vaihto-omaisuus	105	157	155	147	149
Muut lyhytaikaiset varat	26,7	31,7	30,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	53,1	77,1	91,0	88,8	90,4
Likvidit varat	55,0	178	118	155	168
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>836</b>	<b>1046</b>	<b>989</b>	<b>1015</b>	<b>1029</b>

Lähde: Inderes

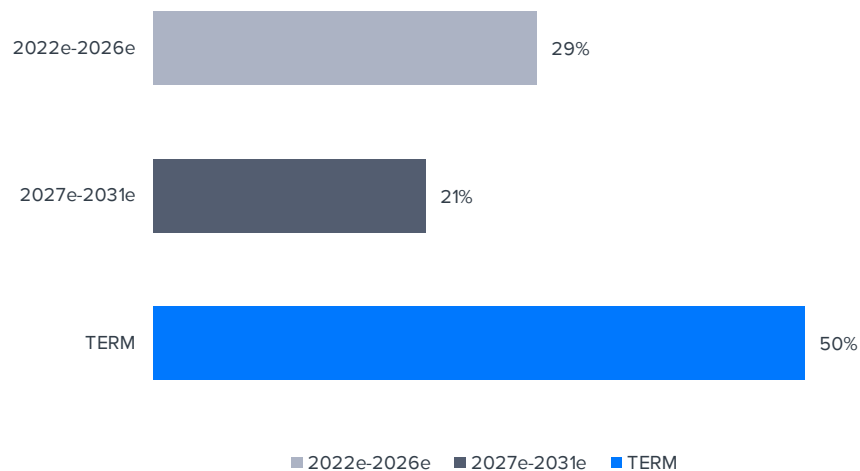
Vuosi 2021 Pro forma, vuodet 2019-2020 Purmo Group

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>517</b>	<b>391</b>	<b>415</b>	<b>446</b>	<b>482</b>
Osakepääoma	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	25,1	6,6	30,5	62,0	97,6
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	490	381	381	381	381
Vähemmistöosuus	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>70,7</b>	<b>351</b>	<b>335</b>	<b>315</b>	<b>295</b>
Laskennalliset verovelat	3,9	2,6	2,6	2,6	2,6
Varaukset	7,3	7,6	7,6	7,6	7,6
Lainat rahoituslaitoksilta	29,7	316	300	280	260
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	29,8	24,7	24,7	24,7	24,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>248</b>	<b>304</b>	<b>240</b>	<b>254</b>	<b>253</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	100	101	10,0	30,0	30,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	142	192	218	209	208
Muut lyhytaikaiset velat	6,1	11,7	11,7	15,0	15,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>836</b>	<b>1046</b>	<b>989</b>	<b>1015</b>	<b>1029</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,5</b>	<b>61,6</b>	<b>72,2</b>	<b>77,5</b>	<b>81,7</b>	<b>79,7</b>	<b>82,1</b>	<b>86,2</b>	<b>89,0</b>	<b>90,8</b>	<b>92,6</b>	
+ Kokonaispoistot	30,2	31,4	30,8	31,0	31,2	31,3	31,4	31,5	31,5	31,5	31,6	
- Maksetut verot	-16,0	-6,3	-13,6	-13,5	-16,5	-16,4	-17,1	-18,0	-18,7	-19,1	-19,5	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-2,5	-2,5	-2,3	-2,3	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
+ 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	-25,2	16,9	3,9	-5,0	-10,6	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,9	-1,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-9,3</b>	<b>101</b>	<b>90,9</b>	<b>87,7</b>	<b>83,5</b>	<b>91,2</b>	<b>93,3</b>	<b>96,7</b>	<b>99,1</b>	<b>100</b>	<b>102</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-35,4	-31,0	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-36,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-49,5</b>	<b>70,0</b>	<b>59,7</b>	<b>56,4</b>	<b>52,2</b>	<b>60,0</b>	<b>62,1</b>	<b>65,5</b>	<b>67,9</b>	<b>69,3</b>	<b>65,0</b>	
+/- 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	-49,5	70,0	59,7	56,4	52,2	60,0	62,1	65,5	67,9	69,3	65,0	943
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>66,3</b>	<b>51,8</b>	<b>44,9</b>	<b>38,1</b>	<b>40,2</b>	<b>38,1</b>	<b>36,9</b>	<b>35,1</b>	<b>32,8</b>	<b>28,3</b>	<b>410</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		823	756	704	659	621	581	543	506	471	438	410
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>823</b>										
- Korolliset velat		-417,0										
+ Rahavarat		178										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>568</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>13,8</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2022e	2023e
Liikevaihto	909,6	888,0	EPS (raportoitu)	0,94	1,14
Käyttökate	93,0	103,0	EPS (oikaistu)	1,12	1,14
Liikevoitto	61,6	72,2	Operat. kassavirta / osake	2,46	2,21
Voitto ennen veroja	51,4	62,2	Vapaa kassavirta / osake	1,71	1,45
Nettovoitto	38,6	46,7	Omapääoma / osake	10,10	10,87
Kertaluontoiset erät	-7,5	0,0	Osinko / osake	0,37	0,40
<b>Tase</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	989,4	1014,6	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	-2 %
Oma pääoma	414,5	446,0	Käyttökateen kasvu-%	176 %	11 %
Liikearvo	369,2	369,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-6 %	5 %
Nettovelat	191,7	154,7	EPS oik. kasvu-%	-36 %	1 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	10,2 %	11,6 %
Käyttökate	93,0	103,0	Oik. Liikevoitto-%	7,6 %	8,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	16,9	3,9	Liikevoitto-%	6,8 %	8,1 %
Operatiivinen kassavirta	101,0	90,9	ROE-%	9,6 %	10,8 %
Investoinnit	-31,0	-31,2	ROI-%	8,0 %	9,8 %
Vapaa kassavirta	70,0	59,7	Omavaraisuusaste	41,9 %	44,0 %
			Nettovelkaantumisaste	46,2 %	34,7 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>			
EV/Liikevaihto	0,7	0,7			
EV/EBITDA (oik.)	6,6	5,6			
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,0			
P/E (oik.)	9,2	9,1			
P/B	1,0	1,0			
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,9 %			

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 suosituksiin 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 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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.

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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.1.2022	Lisää	16,00 €	14,80 €
4.3.2022	Lisää	12,50 €	10,90 €
13.4.2022	Lisää	13,00 €	12,00 €
13.5.2022	Osta	13,00 €	10,35 €

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 Oyj

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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**