

Purmo Group

Yhtiöraportti

10.11.2022 18:39



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Strategian nopeutuksella läpi sumun

Toistamme Purmo Groupin tavoitehinnan 12,0 eurossa ja suosituksemme osta-tasolla. Yhtiön Q3-tulos oli ennakkotietojen valossa odotuksen mukainen. Tulos tulee tänä vuonna laskemaan heikentyneiden markkinanäkymien myötä, mutta yhtiön toimenpiteiden valossa tulokseen haetaan selvää parannusta lähivuosille. Odotuksissamme on edelleen, että kova kasvuvauhti viime vuosilta tasaantuu kysynnän heikentymisen ja hinnankorotuksien vaikeutumisen myötä ja liikevaihto kääntyy ensi vuonna laskuun. Arvostus on kuitenkin jo nykyiseen tulostasoon nähden mielestämme maltillisesti hinnoiteltu, vaikka riskitekijät ovatkin kasvussa.

Q3-raportti odotettu ennakkotietojen valossa

Purmo Groupin liikevaihto laski Q3:lla prosentilla alkuvuoden kiivaamman kasvun jälkeen. ICS-divisioona kasvoi vahvasti (+24 %), mutta Radiaattoreissa liikevaihto oli 17 %:n laskussa volyymien laskettua jopa kolmanneksella. Alemmat volyymit, heikompi markkina ja viivästyneet hinnankorotukset vaikuttivat myös kannattavuuteen heikentävästi, kun oikaistu EBITDA-marginaali laski 9,1 %:iin vuoden takaisesta 11,6 %. Kysyntä on kuitenkin ICS-divisioonassa jatkunut hyvänä useassa maassa etenkin kokonaisratkaisuille (Solutions). Lisäksi hinnankorotuksia odotetaan astuvan ICS-divisioonassa nyt voimaan Q4:llä, mikä tukee liikevaihtoa ja tulosta. Radiaattoreissa volyymien odotetaan laskevan noin 40 %:lla Q4:llä, mutta liikevaihtoa tukee tehdyt hinnankorotukset.

Ennusteissa pieniä viilauksia

Purmon ennen tulosta päivitetty ohjeistus jäi ennalleen. Purmo odottaa liikevaihdon kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökatteen laskevan vuoden 2021 tasolta (103,9 MEUR) sekä asettuvan 88–96 MEUR:n välille. Markkina on Purmolle heikentynyt loppuvuodelle erityisesti Radiaattori-divisioonassa, jossa volyymien odotetaan vielä jatkavan laskuaan. Ensi vuonna volyymilaskun odotetaan rauhoittuvan Radiaattori-divisioonassa, kun taas ICS-divisioonassa lasku tulee hieman jälkijunassa. Näkymiemme ja raportin perusteella teimme pieniä viilauksia ennusteisiimme. Odotamme liikevaihdon nousevan tänä vuonna (2022e: 7 %) hinnankorotuksien, vahvan alkuvuoden sekä Thermotech-yritystoston ansiosta, mutta kärsivän volyymien hiipumisesta etenkin Radiaattori-divisioonassa. Oikaistun EBITDA:n ennustamme laskevan vuonna 2022 noin 91 MEUR:oon (oik. EBITDA-%: 10,1%) volyymilaskun ja inflaatiopaineiden seurauksena. Ensi vuonna ennustamme liikevaihdon laskevan hieman (-2 %) markkinan heikkoutta peilaten, mutta saavan tukea ICS-divisioonan ratkaisumyynnistä sekä Radiaattoreiden pohjaavista volyyeista. Vielä hyvä liikevaihdon taso, kustannuspaineiden osittainen helpottaminen ja etenkin yhtiön strategiset säästötoimet (+40 MEUR oik. EBITDA → 2024) nostavat ennusteissamme kannattavuuden korkeammalle lähivuosina. Riskinä on markkinan selkeämpi heikentyminen, inflaatiopaineiden jatkuminen sekä yhtiön strategisten toimien epäonnistuminen.

Arvostuksessa selkeää nousuvaraa

Osakkeen arvostus on mielestämme kohtuu maltillisella tasolla jo lähes varmaan vuoden 2022 tulokseen (EV/EBIT: 10x, P/E: 10x). Vuodelle 2023 arvostus laskee selvästi (EV/EBIT: 9x, P/E: 8x). Lähivuosille hyväksyttävän arvostushaarukamme (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 12-14x) keskitasolla osake tarjoaisi selkeää nousuvaraa. Verrokkeihin nähden yhtiö on hinnoiteltu selkeästi alle mediaanitason (-30 %), mikä tarjoaa myös nousuvaraa. Nousuvaran lisäksi osakkeen vuotuinen 4 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Lisäksi DCF-laskelmamme arvo (16,2 euroa) on selkeästi nykykurssia korkeammalla.

Suositus

Osta

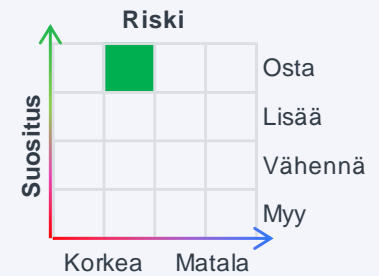
(aik. Osta)

12,00 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

9,00



Avainluvut

| | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 843,6 | 904,0 | 884,9 | 918,8 |
| kasvu-% | 26 % | 7 % | -2 % | 4 % |
| EBITDA oik. | 103,9 | 91,1 | 95,9 | 110,1 |
| EBITDA-% oik. | 12,3 % | 10,1 % | 10,8 % | 12,0 % |
| Nettotulos | -18,8 | 19,2 | 17,5 | 42,0 |
| EPS (oik.) | 1,78 | 0,86 | 1,13 | 1,27 |
| P/E (oik.) | 8,0 | 10,5 | 7,9 | 7,1 |
| P/B | 1,5 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Osinkotuotto-% | 2,5 % | 4,0 % | 4,2 % | 4,4 % |
| EV/EBIT (oik.) | 11,1 | 10,3 | 9,3 | 7,2 |
| EV/EBITDA | 7,9 | 7,4 | 8,8 | 5,6 |
| EV/Liikevaihto | 1,0 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |

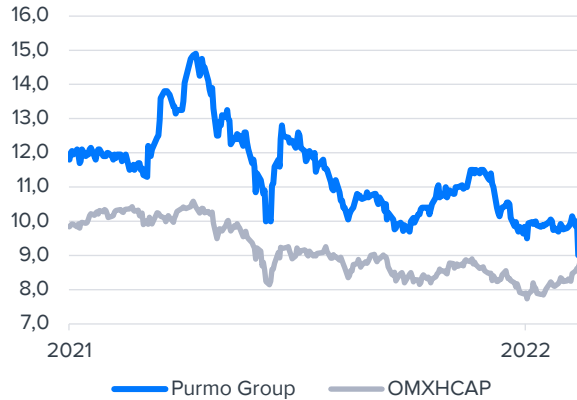
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

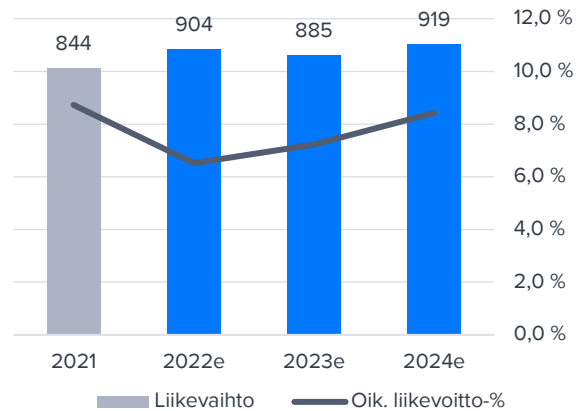
Vuodelle 2022 Purmo Group odottaa liikevaihdon kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR). Purmo Group odottaa vuoden oikaistun käyttökatteen laskevan vuoteen 2021 nähden (103,9 MEUR) ja asettuvan 88–96 MEUR:n välille.

Osakekurssi



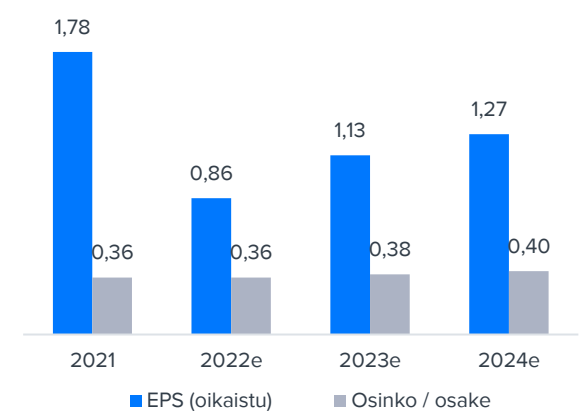
Lähde: Millistream Market Data AB

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 | 9,00 | 9,00 | 9,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 41,0 | 41,0 | 41,0 |
| Markkina-arvo | 369 | 369 | 369 |
| Yritysarvo (EV) | 609 | 592 | 556 |
| P/E (oik.) | 10,5 | 7,9 | 7,1 |
| P/B | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| P/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA (oik.) | 7,4 | 8,8 | 5,6 |
| EV/EBIT (oik.) | 10,3 | 9,3 | 7,2 |
| Osinko/tulos (%) | 76,8 % | 89,3 % | 39,1 % |
| Osinkotuotto-% | 4,0 % | 4,2 % | 4,4 % |

Lähde: Inderes

Tulos ennakkotietojen mukainen

Liikevaihto kääntyi laskuun

Purmo Groupin liikevaihto oli Q3:lla laskussa alkuvuodesta poiketen. Liikevaihto laski vertailukaudesta 1 %:lla 216 MEUR:oon (Q3'21: 219 MEUR). Orgaaninen liikevaihto laski 5 %. Liikevaihtoa tuki yhtiön ICS-divisioona, missä liikevaihto nousi vielä 24 % noin 106 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun kulmakerroin on segmentissä pysynyt alkuvuoden vahvassa tahdissa (H1'22 kasvu: +27 %). Kysyntä onkin segmentissä jatkunut hyvänä useassa maassa, mutta etenkin Italiassa. Lisäksi hinnankorotuksien odotetaan astuvan segmentissä nyt voimaan Q4:llä, mikä tukee liikevaihtoa ja tulosta. Yhtiöllä segmentin sisällä etenkin ratkaisujen myynti (Solutions) omaa vielä vahvaa kysyntää, mikä tukee myös ensi vuonna segmenttiä.

Radiaattori-divisioonassa kysyntä on hiipunut selvästi

ja liikevaihto laski 17 %:lla noin 110 MEUR:oon. Kysynnän laskun seurauksena segmentin volyymit laskivat 33 %, mutta hinnankorotuksilla on osin tätä pystytty paikkaamaan.

Kokonaisuutena yhtiö on pystynyt hallitsemaan kohtuu hyvin toimitusketjua tiettyjen raaka-aineiden ja komponenttien pulasta ja nousseista hinnoista huolimatta. Hintojen korotuksien läpivienti on kuitenkin vaikeutunut haastavan markkinatilanteen vuoksi, kun samalla volyymikehitys on hiipunut odotetusti normaalimmalle tasolle vahvoista vertailukaudesta. Odotammekin tilanteen säilyvän vielä haastavana etenkin Radiaattori-divisioonalle. Yhtiö kommentoiakin odottavansa segmentin volyymien laskevan vielä noin 40 %:lla Q4:llä. Liikevaihdon tasoa tosin tukee hinnankorotukset, kuten Q3:lla nähtiin.

Tulostaso laski vahvasta vertailukaudesta

Hinnankorotuksien viivästymisten ja Radiaattorin heikompien myyntivolyyymien tulos näkyi heikentyvänä kannattavuutena Q3:lla. Oikaistu EBITDA oli Q3:lla 19,6 MEUR (Q3'21: 25,4 MEUR) ja marginaali laski 9,1 %:iin vuoden takaisesta (Q3'21: 11,6 %). ICS-divisioonassa oikaistu EBITDA nousi 4 %:lla vielä hyvän liikevaihdon kehityksen ansiosta, mutta marginaali laski 11,7 %:iin (Q3'21: 13,8 %). Radiaattori-divisioonassa heikentynyt markkina ja volyymikehitys laski oikaistua käyttökateä 39 % ja marginaali laski 8,4 %:iin (Q3'21: 11,5 %). Raportoitu liiketulos jäi hieman odotuksistamme oikaisuerien myötä ja osakekohtainen tulos jäi 0,13 euroon (ennuste: 0,17 euroa). Lisäksi rahoituskulut olivat hieman odotuksiamme isommat.

| Ennustetaulukko | Q3'21 | Q3'22 | Q3'22e | Q3'22e | Konsensus | | Erotus (%) | | 2022e |
|----------------------|------------|----------|------------|---------|-----------|------|------------|------------------|---------|
| | MEUR / EUR | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liikevaihto | 219 | 216 | 216 | | | | | 0 % | 91 |
| Käyttökate (oik.) | 25,4 | 19,6 | 19,6 | | | | | 0 % | 91,0 |
| Liikevoitto | 8,9 | 10,5 | 11,5 | | | | | -9 % | 43,7 |
| Tulos ennen veroja | 6,8 | 6,2 | 8,7 | | | | | -29 % | 32,1 |
| EPS (raportoitu) | 0,13 | 0,13 | 0,17 | | | | | -23 % | 0,52 |
| Liikevaihdon kasvu-% | - | -1,0 % | -1,0 % | | | | | 0 %-yks. | 7,2 % |
| Käyttökate-% (oik.) | 11,6 % | 9,1 % | 9,1 % | | | | | 0 %-yks. | 10,0 % |

Lähde: Inderes

Päivitetyt näkymät ennallaan

Päivitetty ohjeistus ennallaan, näkymissä heikkoutta

Purmo odottaa liikevaihdon kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökatteen laskevan vuoden 2021 tasolta (103,9 MEUR) sekä asettuvan 88–96 MEUR:n välille. Yhtiö laski juuri ennen tulosta ohjeistustaan, missä myös näkymät lähivuosille heikentyivät. Markkina on Purmolle heikentynyt Q3:lla ja Q4:n alussa ja erityisesti Radiaattori-divisioonassa. Yhtiö toteaa kommentteissa, että näkymät säilyvät haastavina loppuvuoden aikana Euroopan rakennusmarkkinoiden heikkouden takia. Sota Ukrainassa on myös vaikuttanut kysyntään Itä-Euroopassa ja erityisesti Venäjällä. Hinnankorotuksia on otettu käyttöön, jotta heikompaa kysyntää ja osin varmasti nousseita kustannuksia olisi voitu kompensoida, mutta niiden toteutuminen on viivästynyt. Q4:lle hinnankorotuksien tulisi kuitenkin heijastua paremmin.

Purmo on hinnankorotuksissaan hyvin onnistunut aikaisemmin, mutta nyt heikentynyt kysyntä vaikeuttaa sitä. Liikevaihdon ja kysynnän tasaantuminen on ollut odotuksissa, kun koronan patoutunut kysyntä on purkautunut. Hinnankorotuksien osalta tilanne odotetusti vaikeutuu, kun raaka-aineiden hinnat helpottavat ja kysyntä ei ole viime vuosien tasolla. Samalla yleinen inflaatio pitää yllä painetta marginaaleissa. Yhtiö on kuitenkin luottavainen strategian nopeuttamisohjelmaansa ja uskoo parantavansa oikaistua käyttökatetta vuoteen 2024 mennessä 40 MEUR:lla. Suhtaudumme parannukseen kuitenkin vielä markkinan epävarmuuksiin nojaten maltilla.

Varoja sitoutuu nyt enemmän, mutta likviditeettitilanne on hyvä

Liiketoiminnan rahavirta kehittyi kvartaalilla vertailukauden tasoisesti ollen 2,2 MEUR negatiivinen (Q3'21: -2,4 MEUR). Koko vuoden aikana Q3:een mennessä rahavirtaa on kertynyt -9,1 MEUR (2021: 3,2 MEUR). Varastoihin sitoutuu nyt enemmän tavaraa mukaillen heikompaa kysyntätilannetta, kun vielä hinnat niille nousevat. Myös investoinnit strategiaan hankkeisiin ovat tosin kasvaneet. Nettokäyttöpääoma on yhtiölle tyypillisesti alhaisimmillaan joulukuussa, jonka jälkeen se yleensä kasvaa Q1-Q2. Q3-Q4 aikana nettokäyttöpääoma yleensä laskee.

Taloudelliset tunnusluvut ovat heikomman tuloksen myötä hieman kiristyneet ja oikaistu käyttökate/nettovelka -tunnusluku nousi 2,9x-tasolle (Q3'21: 1,1x), kun tavoitteena on alle 3x-taso. Kassakonversio oli Q3:lla 35 % (Q3'21: 58 %), kun hyvä taso olisi mielestämme lähempänä 70-80 %:n tasoa. Omavaraisuusaste oli hyvällä tasolla noin 41 %:ssa (2021: 37 %). Q3:n lopussa yhtiöllä oli rahavaroja 53,1 MEUR, joten likviditeettitilanne on hyvä. Kassan lisäksi yhtiöllä on käytettävissä 75 MEUR yritystodistusohjelmastaan ja yhteensä noin 100 MEUR:n luottolimiitit.

Ennusteissa pieniä viilauksia

Vuoden 2022 tulos laskee

Yhtiön Q3-raportti aiheutti pieniä viilauksia lähivuosien ennusteisiimme. Ennustamme nyt liikevaihdon nousevan vuonna 2022 noin 7 %:lla 904 MEUR:oon ja oikaistun käyttökateen olevan noin 91 MEUR:ssa. Olemme ennusteillamme ohjeistushaarukan keskivälin alapuolella. Liikevaihdon tasoon laskevasti vaikuttaa laskevat volyymit ja Venäjän liiketoiminnan vähentyminen. Selvästi positiivisesti liikevaihtoon vaikuttaa korotetut tuotteiden myyntihinnat ja vuoden 2022 alussa tehty Thermotech-yritysosto. Tuloksen odotamme laskevan vuonna 2022 kasvupanostusten, raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen laskiessa marginaaleja. Tätä tasapainottumista on nyt nähty, kun hinnankorotukset eivät samalla tavalla etene markkinassa kuin aikaisemmin. Ennusteissamme selkeimpinä riskeinä on taloudellisen tilanteen ja markkinan selkeä heikentyminen edelleen, inflaation jatkuva nousu sekä hintakilpailun lisääntyminen.

Vuoden 2023 alku on ennusteillamme vielä heikko

Vuonna 2023 odotuksissamme on, että tuotteiden kysyntä ja volyymit palautuvat hieman jo loppuvuonna, mutta etenkin alkuvuonna odotamme vielä liikevaihdon laskua. Hintojen nostaminen markkinassa vaikeutuu arviomme mukaan vuonna 2023, mikä vaikuttaa myös Purmoon. Volyymikkehityksen ollessa heikkoa ja hinnankorotuksien vaikeutuessa kasvua on arviomme mukaan haastava saavuttaa alkuvuonna, kun vastassa on vielä vahvat vertailukaudet. Kustannuspaineiden helpottaminen osaltaan kuitenkin helpottaa marginaalien parantamista, jossa näemme parannusta vuosien 2023-2024 aikana. Radiaattori-segmentissä odotamme volyymien laskun rauhoittuvan selvästi vuonna 2023, mutta ICS:n volyymien heikentyvän. Ratkaisumyynnin (Solutions) hyvä kysyntä kuitenkin tukee segmenttiä.

Odotamme liikevaihdon laskevan nyt 2 %:lla 885 MEUR:oon vuonna 2023. Vuonna 2024 näemme markkinatilanteen (volyymien) piristyvän vuodesta

2023 ja hintojen muutoksien tasaantuvan, mikä kasvattaa liikevaihdon 919 MEUR:oon.

Kannattavuusmarginaalien odotamme lähtevän parantumaan jälleen vuonna 2023 ja edelleen vuonna 2024. Yhtiön strategian nopeuttamisohjelman tulisi nostaa kannattavuutta kumulatiivisesti 40 MEUR:lla vuoteen 2024, josta jo 20 MEUR:lla vuoden 2023 loppuun mennessä. Parannukset tulevat muuttuvista sekä kiinteistä kuluista ja tuotannon ja jakelun tehostamisen nopeuttamisesta. Samalla myös markkinoiden hintapaine kevenee, joka avittaa Purmoa parantamaan marginaalejaan. Ennustamme oikaistun käyttökatemarginaalin nousevan vuonna 2023 noin 10,8 %:iin ja vuonna 2024 edelleen volyymien nousun avulla noin 12,0 %:iin. Olemme kuitenkin yhtiön tavoitteisiin nähden vielä maltillisia oikaistun käyttökateen parantuessa vuodesta 2022 noin 20 MEUR:lla vuoden 2024 loppuun mennessä.

| Ennustemuutokset | 2022e | 2022e | Muutos | 2023e | 2023e | Muutos | 2024e | 2024e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 911 | 904 | -1% | 910 | 885 | -3% | 921 | 919 | 0% |
| Käyttökate ilman kertaeriä | 91,0 | 91,1 | 0% | 96,1 | 95,9 | 0% | 110,5 | 110,1 | 0% |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 58,8 | 58,9 | 0% | 64,1 | 63,9 | 0% | 77,9 | 77,4 | -1% |
| Liikevoitto | 43,7 | 42,8 | -2% | 35,1 | 34,9 | 0% | 67,9 | 67,4 | -1% |
| Tulos ennen veroja | 32,1 | 29,2 | -9% | 23,9 | 21,8 | -8% | 57,2 | 54,5 | -5% |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,88 | 0,86 | -3% | 1,17 | 1,13 | -3% | 1,32 | 1,27 | -4% |
| Osakekohtainen osinko | 0,37 | 0,36 | -3% | 0,38 | 0,38 | 0% | 0,40 | 0,40 | 0% |

Lähde: Inderes

Arvostus houkuttelee

Hinnoittelimme Purmoa ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme etenkin EV/EBIT-kerrointa ja P/E-kerrointa. Vertailemme arvostusta myös kansainväliseen ja laajaan verrokkiryhmään

Hyväksyttävä arvostustaso

Olemme perustelleet laajassa raportissamme Purmolle hyväksytyä arvostustasoa verrokkien historiallisen arvostuksen kautta. Kovan kasvuhakuisuuden ja selvän tuloskasvupotentiaalın vuoksi hyväksyttävä taso voi olla korkeakin, mutta riskien, tulostason odotuksia heikomman tason ja tuottovaatimusten nousun vuoksi laskimme haarukkaamme pykälällä alaspäin (EV/EBIT: 10-12x ja P/E 12-14x). Kertoimissa on nousuvaraa, jos yritys onnistuu jatkamaan kasvuaan ja parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoitteita, mutta samalla on huomioitava, että markkina ei arvosta tällä hetkellä edes jokseenkin syklisteen alaan liittyviä yhtiötä kovinkaan korkealle. Tulostason jäädessä odotuksista ja tarinan muuttuessa voi kertoimiin tulla myös laskupaineita, mutta toistaiseksi ne ovat arviomme mukaan pidemmällä aikavälillä jo hyvin maltillisella tasolla.

Absoluuttiset kertoimet

Vuoden 2022 arvostus jo lähes varmaan tulostasoon nähden on säilynyt kohtuu maltillisena (2022e: oik. EV/EBIT 10x, oik. P/E: 10). Vuonna 2023 arvostus laskee (2023e: oik. EV/EBIT 9x, oik. P/E: 8) edelleen houkuttelevammalle tasolle. Vuosien 2022-2023 ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoon nojaten osakkeessa olisi selkeää nousuvaraa.

Ennustamme yhtiön jakavan kohtuullista osinkoa

lähivuosina, mutta sen olevan hyvin riippuvainen yhtiön investointi- ja liiketoimintatarpeista. 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. Osingonjakoprosentti on raportoituun tulokseen nähden korkea, mutta oikaistulla tuloksella noin 40 %:n tavoitetasolla.

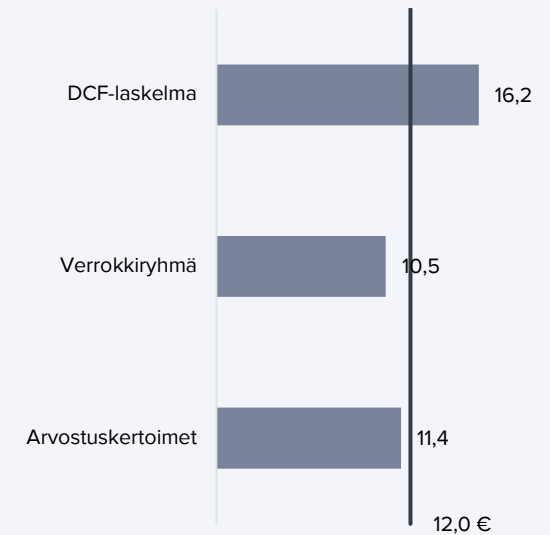
Verrokkiryhmä

Purmolle on saatavilla kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä toimialan eurooppalaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkiryhmän vuosien 2022-2023 mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 13x, kun vastaava P/E-kerroin on noin 15x. Verrokkien arvostus on hieman noussut alkuvuoden alhostaan, mutta ei ole vielä merkittävän korkea. Purmon arvostus on verrokkien tasoon nähden noin 30 %:n alennuksella, mikä puolustaa osakkeessa näkemäämme nousuvaraa. Iso osa verrokeista on isompia globaaleja toimijoita ja parhaimmilla verrokeilla myös historiallinen kasvu sekä kannattavuus on ollut Purmoa parempi, minkä vuoksi suosimme Purmolle diskonttoa verrokkeihin nähden. Alennuksellakin verrokkiarvostuksessa on tosin nousuvaraa. Verrokkien käyttökelpoisuus on kärsinyt hieman taloudellisen tilanteen epävarmuudesta ja verrokkien ennusteiden tasoihin voi myös liittyä epävarmuutta, minkä vuoksi sen painoarvo on normaalia matalampi arvonmäärityksessä.

| Arvostustaso | 2022e | 2023e | 2024e |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 9,00 | 9,00 | 9,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 41,0 | 41,0 | 41,0 |
| Markkina-arvo | 369 | 369 | 369 |
| Yritysarvo (EV) | 609 | 592 | 556 |
| P/E (oik.) | 10,5 | 7,9 | 7,1 |
| P/B | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| P/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA (oik.) | 7,4 | 8,8 | 5,6 |
| EV/EBIT (oik.) | 10,3 | 9,3 | 7,2 |
| Osinko/tulos (%) | 76,8 % | 89,3 % | 39,1 % |
| Osinkotuotto-% | 4,0 % | 4,2 % | 4,4 % |

Lähde: Inderes

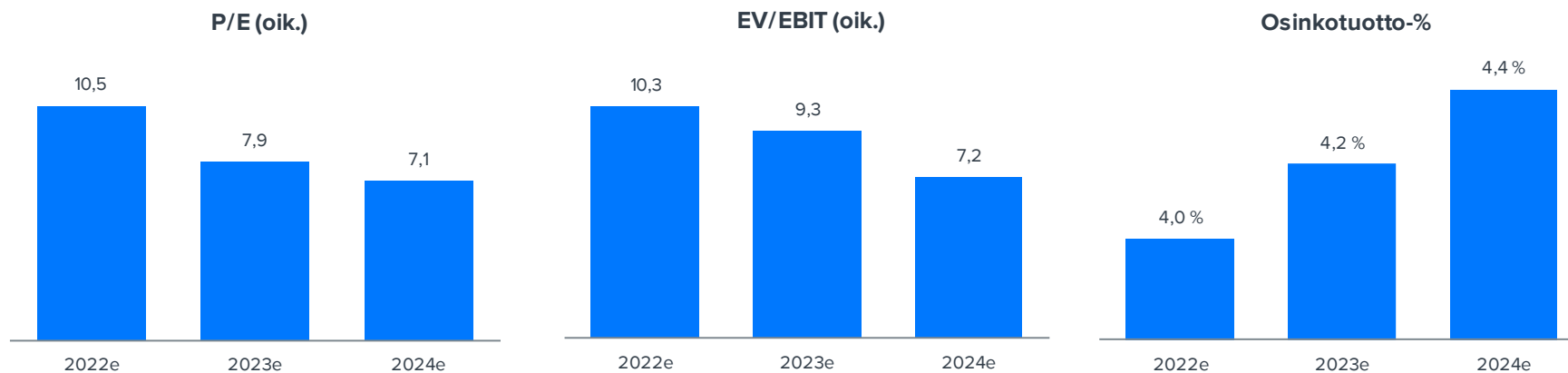
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------|------|------|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | | | | | 14,2 | 9,00 | 9,00 | 9,00 | 9,00 |
| Osakemäärä, milj. kpl | | | | | 28,8 | 41,0 | 41,0 | 41,0 | 41,0 |
| Markkina-arvo | | | | | 577 | 369 | 369 | 369 | 369 |
| Yritysarvo (EV) | | | | | 817 | 609 | 592 | 556 | 529 |
| P/E (oik.) | | | | | 8,0 | 10,5 | 7,9 | 7,1 | 6,7 |
| P/B | | | | | 1,5 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| P/S | | | | | 0,7 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| EV/Liikevaihto | | | | | 1,0 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| EV/EBITDA (oik.) | | | | | 7,9 | 7,4 | 8,8 | 5,6 | 4,5 |
| EV/EBIT (oik.) | | | | | 11,1 | 10,3 | 9,3 | 7,2 | 6,3 |
| Osinko/tulos (%) | | | | | neg. | 76,8 % | 89,3 % | 39,1 % | 34,3 % |
| Osinkotuotto-% | | | | | 2,5 % | 4,0 % | 4,2 % | 4,4 % | 5,1 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|----------------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|
| | MEUR | MEUR | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e | 2023e | 2022e |
| Nibe Industrier AB | 19028 | 19658 | 41,3 | 35,5 | 31,9 | 27,9 | 5,6 | 5,1 | 53,7 | 46,4 | 0,6 | 0,6 | 8,2 |
| Aalberts NV | 4500 | 5191 | 11,1 | 11,0 | 8,2 | 8,0 | 1,6 | 1,6 | 14,1 | 14,1 | 2,6 | 2,8 | 2,0 |
| Lindab International AB | 1312 | 1599 | 11,0 | 12,6 | 8,5 | 9,2 | 1,4 | 1,4 | 11,7 | 13,4 | 3,2 | 3,1 | 2,1 |
| Systemair AB | 1261 | 1461 | 19,1 | 17,0 | 13,1 | 11,6 | 1,6 | 1,5 | 23,5 | 20,7 | 1,5 | 1,6 | 3,5 |
| Genuit Group PLC | 1244 | 1440 | 11,7 | 11,0 | 9,2 | 8,7 | 1,9 | 1,8 | 12,5 | 12,4 | 3,2 | 3,2 | 1,6 |
| Uponor Oyj | 1138 | 1284 | 8,1 | 9,0 | 6,1 | 6,6 | 0,9 | 0,9 | 10,7 | 12,1 | 4,6 | 5,0 | 2,5 |
| Arbonia AG | 1010 | 915 | 12,4 | 10,4 | 6,1 | 5,6 | 0,7 | 0,7 | 19,2 | 16,7 | 2,4 | 2,7 | 0,9 |
| Volution Group PLC | 928 | 1060 | 16,5 | 14,3 | 12,3 | 11,8 | 2,9 | 2,8 | 16,9 | 16,4 | 1,8 | 1,8 | |
| Zehnder Group AG | 1264 | 1258 | 17,3 | 15,5 | 12,9 | 11,7 | 1,6 | 1,6 | 13,5 | 12,1 | 3,0 | 3,2 | 2,2 |
| Purmo Group (Inderes) | 369 | 609 | 10,3 | 9,3 | 7,4 | 8,8 | 0,7 | 0,7 | 10,5 | 7,9 | 4,0 | 4,2 | 0,9 |
| Keskiarvo | | | 21,4 | 14,3 | 11,9 | 10,7 | 1,8 | 1,7 | 22,1 | 17,3 | 2,5 | 2,9 | 2,6 |
| Mediaani | | | 13,5 | 12,6 | 8,8 | 9,2 | 1,6 | 1,5 | 15,4 | 14,1 | 2,6 | 2,9 | 2,0 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | -23 % | -27 % | -16 % | -4 % | -58 % | -54 % | -32 % | -44 % | 52 % | 43 % | -54 % |

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

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21 | Q4'21 | 2021 | Q1'22 | Q2'22 | Q3'22 | Q4'22e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 671 | 190 | 212 | 219 | 223 | 844 | 236 | 245 | 216 | 207 | 904 | 885 | 919 | 955 |
| Käyttökate | 71,9 | 26,2 | 25,8 | 16,7 | -35,1 | 33,6 | 29,3 | 24,3 | 18,5 | 10,5 | 82,6 | 66,9 | 100,1 | 117,3 |
| Käyttökate (oik.) | 85,1 | 29,1 | 26,8 | 25,4 | 22,6 | 103,9 | 29,2 | 27,8 | 19,6 | 14,5 | 91,1 | 95,9 | 110,1 | 117,3 |
| Poistot ja arvonalennukset | -29,9 | -7,5 | -8,1 | -7,8 | -6,7 | -30,2 | -15,2 | -8,4 | -8,0 | -8,2 | -39,8 | -32,0 | -32,7 | -32,8 |
| Liikevoitto | 42,0 | 18,7 | 17,7 | 8,9 | -41,9 | 3,5 | 14,1 | 15,9 | 10,5 | 2,3 | 42,8 | 34,9 | 67,4 | 84,4 |
| Nettorahoituskulut | -10,1 | -1,8 | -1,9 | -2,2 | -2,7 | -8,6 | -2,8 | -3,0 | -4,3 | -3,5 | -13,6 | -13,1 | -12,9 | -12,9 |
| Tulos ennen veroja | 31,9 | 16,9 | 15,8 | 6,7 | -44,6 | -5,1 | 11,3 | 12,9 | 6,2 | -1,2 | 29,2 | 21,8 | 54,5 | 71,5 |
| Verot | -6,6 | -5,0 | -3,5 | -3,1 | -2,2 | -13,7 | -4,8 | -4,5 | -0,9 | 0,2 | -10,0 | -4,4 | -12,5 | -16,4 |
| Vähemmistöosuudet | -0,4 | 0,0 | -0,2 | -0,3 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettotulos | 24,9 | 11,9 | 12,2 | 3,4 | -46,3 | -18,8 | 6,5 | 8,4 | 5,3 | -1,0 | 19,2 | 17,5 | 42,0 | 55,1 |
| EPS (oikaistu) | 0,94 | 0,51 | 0,46 | 0,41 | 0,40 | 1,78 | 0,34 | 0,29 | 0,15 | 0,07 | 0,86 | 1,13 | 1,27 | 1,34 |
| EPS (raportoitu) | 0,61 | 0,41 | 0,42 | 0,12 | -1,61 | -0,65 | 0,16 | 0,20 | 0,13 | -0,02 | 0,47 | 0,43 | 1,02 | 1,34 |

| Tunnusluvut | 2020 | Q1'21 | Q2'21 | Q3'21 | Q4'21 | 2021 | Q1'22 | Q2'22 | Q3'22 | Q4'22e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -3,7 % | - | - | - | - | 25,7 % | 24,1 % | 15,5 % | -1,0 % | -7,2 % | 7,2 % | -2,1 % | 3,8 % | 3,9 % |
| Oik. käyttökateen kasvu-% | 31,0 % | - | - | - | - | 22,1 % | 0,3 % | 3,8 % | -22,8 % | -35,8 % | -12,3 % | 5,3 % | 14,7 % | 6,5 % |
| Käyttökate-% | 10,7 % | 13,8 % | 12,2 % | 7,6 % | -15,8 % | 4,0 % | 12,4 % | 9,9 % | 8,6 % | 5,1 % | 9,1 % | 7,6 % | 10,9 % | 12,3 % |
| Oikaistu käyttökate-% | 12,7 % | 15,3 % | 12,6 % | 11,6 % | 7,1 % | 12,3 % | 12,4 % | 11,4 % | 9,1 % | 7,0 % | 10,1 % | 10,8 % | 12,0 % | 12,3 % |
| Nettotulos-% | 3,7 % | 6,3 % | 5,7 % | 1,5 % | -20,8 % | -2,2 % | 2,8 % | 3,4 % | 2,5 % | -0,5 % | 2,1 % | 2,0 % | 4,6 % | 5,8 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| Pysyvät vastaavat | 596 | 602 | 597 | 596 | 594 |
| Liikearvo | 365 | 369 | 362 | 362 | 362 |
| Aineettomat hyödykkeet | 38,0 | 36,3 | 42,8 | 41,8 | 40,4 |
| Käyttöomaisuus | 164 | 163 | 166 | 168 | 169 |
| 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 |
| Vaihtuvat vastaavat | 240 | 444 | 392 | 370 | 381 |
| Vaihto-omaisuus | 105 | 157 | 163 | 155 | 156 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 26,7 | 31,7 | 30,0 | 30,0 | 30,0 |
| Myyntisaamiset | 53,1 | 77,1 | 108 | 97,3 | 91,9 |
| Likvidit varat | 55,0 | 178 | 90,6 | 87,6 | 103 |
| Taseen loppusumma | 836 | 1046 | 989 | 966 | 975 |

Lähde: Inderes

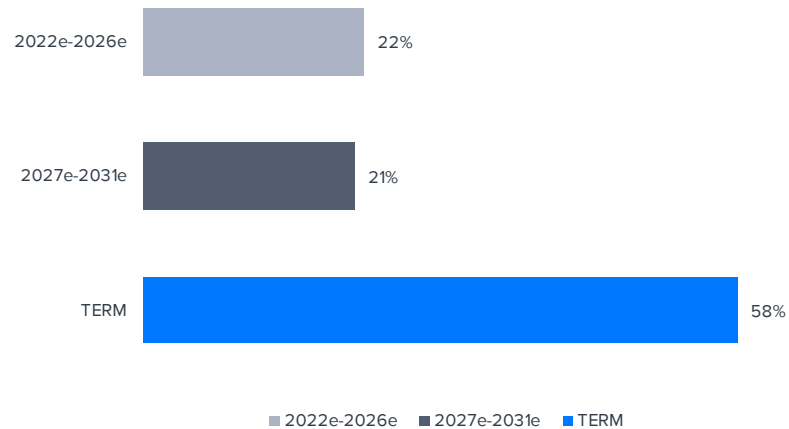
Vuosi 2021 Pro forma, vuodet 2019-2020 Purmo Group

| Vastattavaa | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|--------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| Oma pääoma | 517 | 391 | 395 | 398 | 424 |
| Osakepääoma | 0,0 | 3,1 | 3,1 | 3,1 | 3,1 |
| Kertyneet voittovarot | 25,1 | 6,6 | 11,2 | 13,9 | 40,3 |
| 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 |
| Pitkäaikaiset velat | 70,7 | 351 | 335 | 315 | 295 |
| 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 |
| Lyhytaikaiset velat | 248 | 304 | 259 | 253 | 256 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 100 | 101 | 30,0 | 30,0 | 30,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 142 | 192 | 217 | 208 | 211 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 6,1 | 11,7 | 11,7 | 15,0 | 15,0 |
| Taseen loppusumma | 836 | 1046 | 989 | 966 | 975 |

DCF-laskelma

| DCF-laskelma | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | TERM |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 25,7 % | 7,2 % | -2,1% | 3,8 % | 3,9 % | 3,5 % | 3,0 % | 2,5 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % | 2,0 % |
| Liikevoitto-% | 0,4 % | 4,7 % | 3,9 % | 7,3 % | 8,8 % | 8,2 % | 8,2 % | 8,4 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % | 8,5 % |
| Liikevoitto | 3,5 | 42,8 | 34,9 | 67,4 | 84,4 | 81,1 | 83,5 | 87,7 | 90,5 | 92,3 | 94,1 | |
| + Kokonaispoistot | 30,2 | 39,8 | 32,0 | 32,7 | 32,8 | 33,0 | 33,1 | 33,2 | 33,2 | 33,3 | 33,3 | |
| - Maksetut verot | -16,0 | -3,5 | -2,4 | -10,5 | -16,4 | -16,1 | -16,8 | -17,8 | -18,4 | -18,8 | -19,3 | |
| - verot rahoituskuluista | -1,7 | -3,7 | -2,6 | -3,0 | -3,0 | -2,5 | -2,4 | -2,4 | -2,4 | -2,4 | -2,4 | |
| + 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 | -10,0 | 13,3 | 7,5 | -11,0 | -1,7 | -1,5 | -1,3 | -1,0 | -1,1 | -1,1 | |
| Operatiivinen kassavirta | -9,4 | 65,4 | 75,2 | 94,1 | 86,8 | 93,7 | 95,9 | 99,4 | 102 | 103 | 105 | |
| + 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 | -40,8 | -33,0 | -33,0 | -33,0 | -33,0 | -33,0 | -33,0 | -33,0 | -33,0 | -29,6 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -49,5 | 24,6 | 42,2 | 61,1 | 53,8 | 60,7 | 62,9 | 66,4 | 68,9 | 70,3 | 75,1 | |
| +/- 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 | 24,6 | 42,2 | 61,1 | 53,8 | 60,7 | 62,9 | 66,4 | 68,9 | 70,3 | 75,1 | 1142 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 24,3 | 38,4 | 51,1 | 41,4 | 43,0 | 41,0 | 39,8 | 37,9 | 35,6 | 35,0 | 532 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 920 | 896 | 857 | 806 | 765 | 722 | 681 | 641 | 603 | 567 | 532 |
| Velaton arvo DCF | | 920 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -417,0 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 178 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | -14,6 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 666 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 16,2 | | | | | | | | | | |

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 25,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 3,5 % |
| Yrityksen Beta | 1,30 |
| Markkinoiden riski-preemio | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio | 2,00 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 10,7 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 8,7 % |

Lähde: Inderes

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2021 | 2022e | 2023e | Osakekohtaiset luvut | 2021 | 2022e | 2023e |
|---------------------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 843,6 | 904,0 | 884,9 | EPS (raportoitu) | -0,65 | 0,47 | 0,43 |
| Käyttökate | 33,6 | 82,6 | 66,9 | EPS (oikaistu) | 1,78 | 0,86 | 1,13 |
| Liikevoitto | 3,5 | 42,8 | 34,9 | Operat. kassavirta / osake | -0,33 | 1,59 | 1,83 |
| Voitto ennen veroja | -5,1 | 29,2 | 21,8 | Vapaa kassavirta / osake | -1,72 | 0,60 | 1,03 |
| Nettovoitto | -18,8 | 19,2 | 17,5 | Omapääoma / osake | 13,57 | 9,63 | 9,69 |
| Kertaluontoiset erät | -70,2 | -16,1 | -29,0 | Osinko / osake | 0,36 | 0,36 | 0,38 |
| Tase | 2021 | 2022e | 2023e | Kasvu ja kannattavuus | 2021 | 2022e | 2023e |
| Taseen loppusumma | 1046,2 | 988,8 | 965,7 | Liikevaihdon kasvu-% | 26 % | 7 % | -2 % |
| Oma pääoma | 390,6 | 395,2 | 397,9 | Käyttökatteen kasvu-% | -53 % | 146 % | -19 % |
| Liikearvo | 369,2 | 361,7 | 361,7 | Liikevoiton oik. kasvu-% | 33 % | -20 % | 9 % |
| Nettovelat | 239,4 | 239,4 | 222,4 | EPS oik. kasvu-% | 91 % | -52 % | 32 % |
| Kassavirta | 2021 | 2022e | 2023e | Käyttökate-% | 4,0 % | 9,1 % | 7,6 % |
| Käyttökate | 33,6 | 82,6 | 66,9 | Oik. Liikevoitto-% | 8,7 % | 6,5 % | 7,2 % |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -25,2 | -10,0 | 13,3 | Liikevoitto-% | 0,4 % | 4,7 % | 3,9 % |
| Operatiivinen kassavirta | -9,4 | 65,4 | 75,2 | ROE-% | -4,2 % | 4,9 % | 4,4 % |
| Investoinnit | -35,4 | -40,8 | -33,0 | ROI-% | 0,5 % | 5,6 % | 4,9 % |
| Vapaa kassavirta | -49,5 | 24,6 | 42,2 | Omavaraisuusaste | 37,3 % | 40,0 % | 41,2 % |
| | | | | Nettovelkaantumisaste | 61,3 % | 60,6 % | 55,9 % |
| Arvostuskertoimet | 2021 | 2022e | 2023e | | | | |
| EV/Liikevaihto | 1,0 | 0,7 | 0,7 | | | | |
| EV/EBITDA (oik.) | 7,9 | 7,4 | 8,8 | | | | |
| EV/EBIT (oik.) | 11,1 | 10,3 | 9,3 | | | | |
| P/E (oik.) | 8,0 | 10,5 | 7,9 | | | | |
| P/B | 1,5 | 0,9 | 0,9 | | | | |
| Osinkotuotto-% | 2,5 % | 4,0 % | 4,2 % | | | | |

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 (välttömät 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 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.

Suositus historia (>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 € |
| 12.8.2022 | Osta | 13,00 € | 11,00 € |
| 9.11.2022 | Osta | 12,00 € | 10,00 € |
| 11.11.2022 | Osta | 12,00 € | 9,00 € |

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.**