

Purmo Group

Yhtiöraportti

9.2.2023 21:25



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tasainen tulospäätös näkymä tälle vuodelle on helpotus

Purmon Q4-tulos oli suunnilleen yhtiön aiempien arvioiden mukainen ja laski selvästi vertailukaudesta, mutta ylitti odotuksemme. Yhtiö ohjeistaa tälle vuodelle noin viime vuoden tasoista oikaistua käyttökatetta, joka oli mielestämme helpotus. Ennustemuutoksemme jäivät kuitenkin pieniksi ja tämän vuoden ennusteemme on ohjeistushaarukan alalaidassa. Näemmä yhtiön arvostuksen neutraalina, mutta tuloskasvuodotusten sekä osinkotuoton tarjoavan riittävän tuotto-odotuksen. Toistamme lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 9,5 euroon (aik. 10 euroa).

Q4-tulos laski odotetusti vertailukaudesta, mutta ylitti hieman ennusteemme

Purmon radiaattori-segmentin Q4-liikevaihto laski 25 % voimakkaan volyymilaskun (33 %) seurauksena, joka johtui sekä rakennusaktiiviteetin laskusta että jakelijoiden varastojen purusta. Tämä oli odotettua ja viestitty selvästi jo aiemmin yhtiön puolelta ja myös sen kilpailijoiden toimesta. Meidän ennuste laskulle oli 22 %. ICS-divisioonan liikevaihto nousi 25 % vertailukaudesta, joka oli odotustamme (20 %) parempi. Tätä tuki edelleen etenkin Italian markkina sekä osittain myös yritysosto (8 %-yksikköä). Koko Purmon liikevaihto laski 7 %, täysin odotuksemme mukaisesti. Liikevaihdon/volyymien lasku radiaattoreissa painoi odotetusti myös tulosta ja marginaalia. Koko yhtiön tasolla oikaistu käyttökatte päättyi 16 MEUR:oon (Q4'22e: 14 MEUR) selvästi vertailukauden (23 MEUR) alapuolelle. Koko vuoden oikaistu käyttökatte oli 93 MEUR, joka oli hyvin linjassa yhtiön marraskuussa antaman ohjeistuksen kanssa (88-96 MEUR). Kaiken kaikkiaan viimeinen kvartaali sujui siis kutakuinkin yhtiön marraskuussa antamien näkymien mukaisesti. Osinko säilyi odotuksiemme mukaisesti 0,36 eurossa.

Ohjeistus oikaistun käyttökatteen säilymisestä viime vuoden tasolla oli helpotus

Purmo odottaa radiaattorimarkkinalle noin 5 %:n laskua vuonna 2023. Myös Sisäilmaratkaisut-segmentissä kysynnän odotetaan heikentyvän 2023 uudisrakennusaktiiviteetin laskun takia ja Purmo odottaa markkinan laskevan hieman enemmän kuin radiaattoreissa, koska vuosi 2022 oli vielä tälle markkinalle vahva. Yhtiö ei kuitenkaan ohjeista liikevaihdon kehitystä. Me ennustamme tälle vuodelle noin 5 % liikevaihdon laskua. Yhtiö ohjeistaa kuitenkin 2023 oikaistun käyttökatteen asettuvan samalla tasolle kuin vuonna 2022 eli noin 93 MEUR:oon. Purmo kertoo tämän tarkoittavan +/- 5 % muutosta eli noin 88-97,5 MEUR:n haarukkaa. Nostimme ennustettamme marginaalisesti ja olemme nyt ohjeistushaarukan alalaidassa. Tulospäätöstyötä tukee mm. Purmon syksyllä käynnistämä tehostamisohjelma sekä raaka-aineinflaation rauhoittuminen/kääntymisen laskuun ja hinnankorotusten seuraaminen viiveellä. Ennustemuutoksemme jäivät operatiivisella tasolla hyvin pieniksi, 1-2 % 2023-24. Lisäsimme kertakuluennustettamme tälle vuodelle, joka painaa jo ennestään alhaisia raportoituja lukuja. 2024 odotamme yhtiön palaavan reippaaseen tuloskasvuun liikevaihdon kääntymässä kasvuun.

Arvostuskertoimet tälle vuodelle neutraalit, tuloskasvu 2024 alkaen ja osinkotuotto ajavat tuotto-odotusta

Näemme vuoden 2023 tulospäätöiminen (P/E 11x, EV/EBIT 11x) olevan melko neutraalilla tasolla. Yhtiön hyväksyttävää arvostusta rajoittaa radiaattorien vaisu kasvupotentiaali sekä noin 10 % tasoon jäävä pääoman tuottotaso. Vuoden 2024 odotettu tuloskasvu kuitenkin painaa kertoimet edullisen puolelle (P/E ja EV/EBIT 9x). Tämä yhdessä noin 4 %:n osinkotuoton kanssa nostaa osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksen 10-15 %:n tasolle, joka on hieman tuottovaatimustamme korkeampi ja tarjoaa siten riittävän riski/tuottosuhteen.

Suositus

Lisää

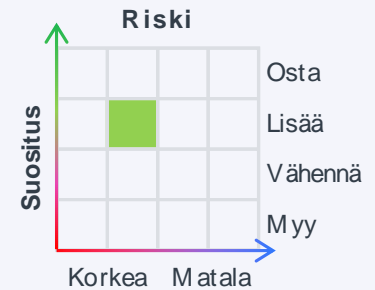
(aik. Lisää)

9,50 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

8,38



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	904,1	862,4	887,8	924,2
kasvu-%	7 %	-5 %	3 %	4 %
EBITDA oik.	92,9	87,7	99,8	107,4
EBITDA-% oik.	10,3 %	10,2 %	11,2 %	11,6 %
Nettotulos	13,1	-1,3	32,0	46,3
EPS (oik.)	0,85	0,77	0,99	1,08

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

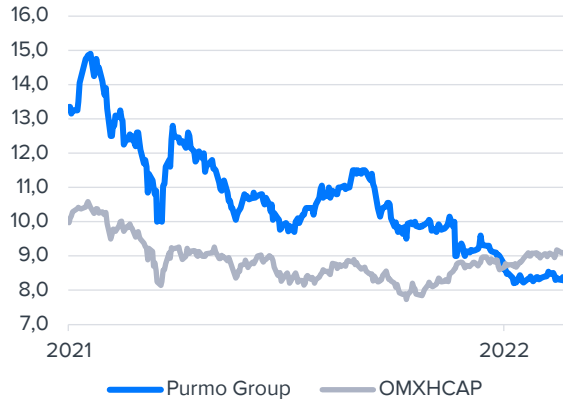
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

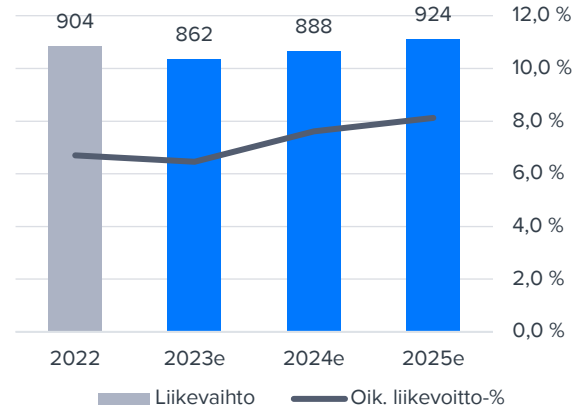
Purmo Group odottaa vuoden oikaistun käyttökatteen asettuvan samalle tasolle vuoteen 2022 nähden (92,9 miljoonaa euroa). Samalla tasolla tarkoittaen muutosta +/- 5 prosenttia välillä edelliseen vuoteen verrattuna.

Osakekurssi



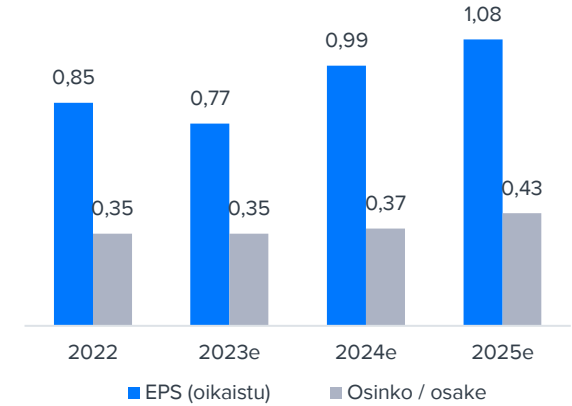
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinoiden laajimpia tuotetarjoamia
- Vahvat brändit ja markkina-asetat Euroopan radiaattori-liiketoiminnassa
- Kestävä kehitys, korjausvelka, digitalisaatio tukevat markkinan kasvunäkymiä



Riskitekijät

- Riippuvuus rakentamisen suhdanteista etenkin asuntorakentamisessa
- Jakelun riippuvuus isoista tukkukauppa-asiakkaista
- Kapasiteetin hallinta ja kasvuinvestointien onnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,38	8,38	8,38
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	357	357	357
Yritysarvo (EV)	613	588	559
P/E (oik.)	10,9	8,5	7,7
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,0	5,9	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,0	8,7	7,4
Osinko/tulos (%)	neg.	49,2 %	39,3 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Q4 aiemmin haarukoidun mukainen, hieman yli odotustemme

Q4-liikevaihto laski odotetusti radiaattorien vetämänä

Purmon radiaattori-segmentin Q4-liikevaihto laski 25 % voimakkaan volyymilaskun (33 %) seurauksena, joka johtui sekä rakennusaktiiviteetin laskusta että jakelijoiden varastojen purusta. Tämä oli odotettua ja viestitty selvästi jo aiemmin yhtiön puolelta ja myös sen kilpailijoiden toimesta. Meidän ennuste laskulle oli 22 %. ICS-divisioonan liikevaihto nousi 25 % vertailukaudesta, joka oli odotustamme (20 %) parempi. Tätä tuki edelleen etenkin Italian markkina sekä osittain myös yritysosto (8 %-yksikköä). Koko Purmon liikevaihto laski 7 %, täysin odotuksemme mukaisesti.

Tulos laski selvästi vertailukaudesta, mutta hieman odotuksiamme vähemmän

Liikevaihdon/volyymien lasku radiaattoreissa painoi

odotetusti myös tulosta ja marginaalia. Radiaattorien oikaistu käyttökate oli 8 MEUR eli lähes puolittui vertailukauden 15 MEUR:sta, mutta oli kuitenkin hitusen odotuksemme (7 MEUR yläpuolella). ICS pystyi parantamaan vertailukaudesta ja teki yli 11 MEUR käyttökateen, kun vertailukausi oli 9,7 MEUR ja ennusteemme 9,2 MEUR. Koko yhtiön tasolla oikaistu käyttökate päättyi 16 MEUR:oon (Q4'22e: 14 MEUR) selvästi vertailukauden (23 MEUR) alapuolelle. Koko vuoden oikaistu käyttökate oli 93 MEUR, joka oli hyvin linjassa yhtiön marraskuussa antaman ohjeistuksen kanssa (88-96 MEUR). Kaiken kaikkiaan viimeinen kvartaali sujui siis kutakuinkin yhtiön marraskuussa antamien näkymien mukaisesti.

Operatiivinen rahavirta tasaista, velkaisuus tavoitetason ylärajalla

Purmon rahavirta oli vuonna 2022 suhteellisen

vakaata, noin 90 MEUR ennen käyttöpääomamuutoksia. Selvästi negatiivisen käyttöpääomamuutoksen ja yritysoston takia vapaa kassavirta oli tosin nollan pinnassa. Yhtiön nettovelka/EBITDA oli vuoden lopussa tasan 3,0x, kun tavoite on olla sen alle. Näin ollen taseessa on tällä hetkellä rajallisesti varaa yritysostoille velkarahalla. Velkaisuus tulee oletettavasti heikkenemään vielä alkuvuodesta 2023, kun käyttöpääomaan kausiluonteisesti sitoutuu ja tulos heikkenee vahvaan H122 nähden. Yhtiön toimitusjohtaja kommentoi yhtiön pääoman allokaatiota [videohaastattelussamme](#). Koko vuoden tasolle uskomme kuitenkin yhtiön pystyvän pitämään velkaantumisen hallinnassa. Suhteellisen korkeasta velkaisuudesta huolimatta yhtiö jakaa edellisvuoden tasaisen pääomanpalautuksen eli 0,36 euroa.

Ennustetaulukko	Q4'21	Q4'22	Q4'22e	Q4'22e	Konsensus	Erotus (%)	2022	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot.
Liikevaihto	223	207	207				0 %	904
Käyttökate (oik.)	22,6	16,3	14,0				16 %	92,9
Liikevoitto	-41,8	-1,5	1,8				-183 %	39,0
EPS (raportoitu)	-1,58	-0,17	0,03				-657 %	0,32
Osinko/osake	0,36	0,36	0,36				0 %	0,36
Liikevaihdon kasvu-%	-	-7,2 %	-7,2 %				0 %-yks.	7,2 %
Käyttökate-% (oik.)	10,2 %	7,9 %	6,8 %				1,1 %-yks.	10,3 %

Lähde: Inderes

Operatiiviset ennustemuutokset hyvin pieniä

Markkinakysyntä laskussa 2023

Sekä Purmo että sen verrokkit ovat jo kertoneet radiaattorimarkkinan jatkuvan vaikeana myös tänä vuonna ja koko vuodelta odotetaan negatiivista volyymikehitystä. Purmo odottaa radiaattorimarkkinalle noin 5 %:n laskua vuonna 2023. Myös Sisäilmaratkaisut-segmentissä kysynnän odotetaan heikentyvän 2023 uudisrakennusaktiviteetin laskun takia ja Purmo odottaa markkinan laskevan hieman enemmän kuin radiaattoreissa, koska vuosi 2022 oli vielä tälle markkinalle vahva. Yhtiö ei kuitenkaan ohjeista liikevaihdon kehitystä. Me ennustamme tälle vuodelle Purmolle noin 5 % liikevaihdon laskua.

Purmo ohjeistaa tasaista tulosta markkinahaasteista huolimatta

Yhtiö ohjeistaa kuitenkin 2023 oikaistun

käyttökateen asettuvan samalla tasolle kuin vuonna 2022 eli noin 93 MEUR. Purmo kertoo tämän tarkoittavan +/- 5 % muutosta eli noin 88-97,5 MEUR. Nostimme ennustettamme marginaalisesti ja olemme nyt ohjeistushaarukan alalaidassa. Tuloskehitystä tukee mm. Purmon syksyllä käynnistämä tehostamisohjelma sekä raaka-aineinflaation rauhoittuminen/kääntyminen laskuun ja hinnankorotusten seuraaminen viiveellä. Laskevat raaka-aineet voivat tosin johtaa mielestämme myös aleneviin myyntihintoihin vuoden edetessä. Tällä ei toki pitäisi olla tulokselle negatiivista vaikutusta, mutta on hyvä huomioida että hinnoittelu todennäköisesti seuraa raaka-ainekehitystä myös alaspäin, etenkin heikossa markkinaympäristössä.

Tehostamisohjelma tukee jo tätä vuotta, täysi vaikutus 2024 lopussa

Purmon viime vuoden lopulla käynnistämä tehostamisohjelma vaikuttaa yhtiön mukaan yli 10 MEUR jo tämän vuoden tulokseen. Ohjelman kokonaisvaikutus on 40 MEUR ja se on täysin nähtävissä vuoden 2025 tuloksessa. Ensi vuodelle ohjelma johtaa merkittäviin, yli 30 MEUR:n, kertakuluihin, jotka ovat pääosin myös kassavirtavaikutteisia. Tämäkin rasittaa osaltaan jo suhteellisen velkaantunutta tasetta.

Ennustemuutokset jäivät pieniksi

Ennustemuutoksemme jäivät operatiivisella tasolla hyvin pieniksi, 1-2 % 2023-24. Lisäsimme kertakuluennustettamme tälle vuodelle, joka painaa jo ennestään alhaisia raportoituja lukuja. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan kertaeristä oikaistuja numeroita.

Ennustemuutokset	2022	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	904	904	0 %	872	862	-1 %	893	888	-1 %
Käyttökate ilman kertaeriä	90,7	92,9	2 %	86,6	87,7	1 %	101,6	99,8	-2 %
Liikevoitto	42,3	38,9	-8 %	25,6	21,7	-15 %	58,4	57,6	-1 %
Tulos ennen veroja	28,2	21,5	-24 %	7,6	1,7	-78 %	42,4	41,6	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,85	7 %	0,77	0,77	0 %	1,00	0,99	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,36	0 %	0,36	0,36	0 %	0,38	0,38	0 %

Lähde: Inderes

Edullinen arvostus tukee tuotto-odotusta

Arvostuksen yhteenveto

Käytämme Purmon hinnoitteluun sekä tulos pohjaisia kertoimia että osien summa laskelmaa, jonka apuna käytämme verrokkien arvostusta. Lisäksi arvioimme Purmoa pääoman tuoton kautta. Mielestämme myös DCF-malli antaa hyvää tukea Purmon arvostamiseen. Metodit viittaavat noin 9-11.5 euron käypään arvoon. Tavoitehintaa asetetaan niiden keskivaiheille 9.5 euroon. Purmon tuotto-odotus koostuu noin 4 %:n osinkotuotosta sekä 2024 vuoden selkeästä tuloskasvuodotuksesta..

Tuloskertoimet neutraalilla tasolla 2023

Näemme vuoden 2023 tuloskertoimet (P/E 11x, EV/EBIT 11x) olevan melko neutraalilla tasolla. Vuoden 2024 tuloskasvu kuitenkin painaa kertoimet (P/E ja EV/EBIT 9x) edullisen puolelle. Yhtiön arvostustasoon vaikuttaa mielestämme negatiivisesti ainakin se, että lähes puolet sen myynnistä tulee radiaattoreista, jossa markkina on ollut pitkään rakenteellisessa laskussa. Lisäksi yhtiön pääoman tuotto on vaatimatonta, joka kertoo historiallisesti heikosta pääoman allokoinnista (iso määrä liikearvoa taseessa). Yhtiö pyrkii nyt keskittymään kasvaviin segmentteihin lämmitys- ja viilennysratkaisuihin, mutta sen onnistuminen orgaanisen kasvun kautta on vielä epävarmaa. Emme myöskään usko yhtiön nykyisellä rakenteella orgaanisen kasvun kiihtyvän kovinkaan korkeaksi radiaattorien heikentäessä kasvuprofilia. Yrityskaupat luovat mahdollisuuden kiihdyttää kasvua selvästi ja ne ovat edelleen keskeinen osa yhtiön strategiaa.

Pääoman tuotto lähellä pääoman tuottovaatimusta

Ennusteillamme Purmon pääoman tuotot jäävät keskipitkällä aikavälillä vaatimattomiksi, koko pääoman tuoton ollessa alle 10 % ja oman pääoman tuoton 10 %:n molemmin puolin. Parhaimmillaankin

tämä vain vastaa vajaan 11 %:n oman pääoman tuottovaatimustamme (joka on mm. yhtiön syklistyden takia suhteellisen korkea). Näin ollen 1,0x tason P/B-luku, tai hieman allekin, näyttää yhtiölle perustellulta. Tämä johtaisi 9 euron käypään arvoon 2023 luvuilla. Pääoman tuottoa painaa suuri liikearvon määrä, jota yhtiö on kerryttänyt historiallisista yritysostoista. Etenkin historialliset yritysostot radiaattoreissa, jossa markkina on ollut laskutrendillä 15 vuotta, eivät oletettavasti ole olleet arvoa luovia.

Osien summa –arvo noin 11,5 euroa / osake

Purmon raportointi jakaantui vielä 2022 luvuissa radiaattorit ja ICS-segmentteihin. Tämä selkeä jako eri profiiliin toimintoihin tarjoaa mielestämme hyvän mahdollisuuden osien summa –arvostukselle. Radiaattorit-segmentin pääkilpailija ja siten lähin verrokki on mielestämme Stelrad, jonka ensi vuoden EV/EBITDA-kerrointa (reilut 5x) käytämme suoraan segmentin arvon määrittämiseen. ICS-segmentille käytämme laajempaa verrokkiryhmää eli käytännössä koko yhtiön verrokkiryhmämme, josta on poistettu enemmän radiaattoripuolen toimijat Stelrad ja Arbonia. Nämä verrokkit antavat ICS:n EV/EBITDA-kertoimeksi noin 12x. Käyttämällä Purmon divisioonille 2021-23e EBITDA-keskiarvoa päädyimme noin 11,5 euron käypään arvoon Purmon osakkeelle.

DCF-malli antaa noin 10,5 euron arvon

DCF-mallimme olettaa keskipitkän aikavälin vuosittaisen kasvuvauhdin olevan 2,5 % ja liikevoittomarginaalin asettuvan 7,5 %:iin. Tämä on selvästi Purmon tavoitetta (15 % EBITDA-marginaali) matalampi odotusta, mutta toisaalta korkeampi kuin nykyinen tai historiallinen taso. Pääoman tuottovaatimuksemme Purmolla on 8,8 %, jonka avulla päädyimme noin 10,5 euron osakekohtaiseen käypään arvoon.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,38	8,38	8,38
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	357	357	357
Yritysarvo (EV)	613	588	559
P/E (oik.)	10,9	8,5	7,7
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,0	5,9	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,0	8,7	7,4
Osinko/tulos (%)	neg.	49,2 %	39,3 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes

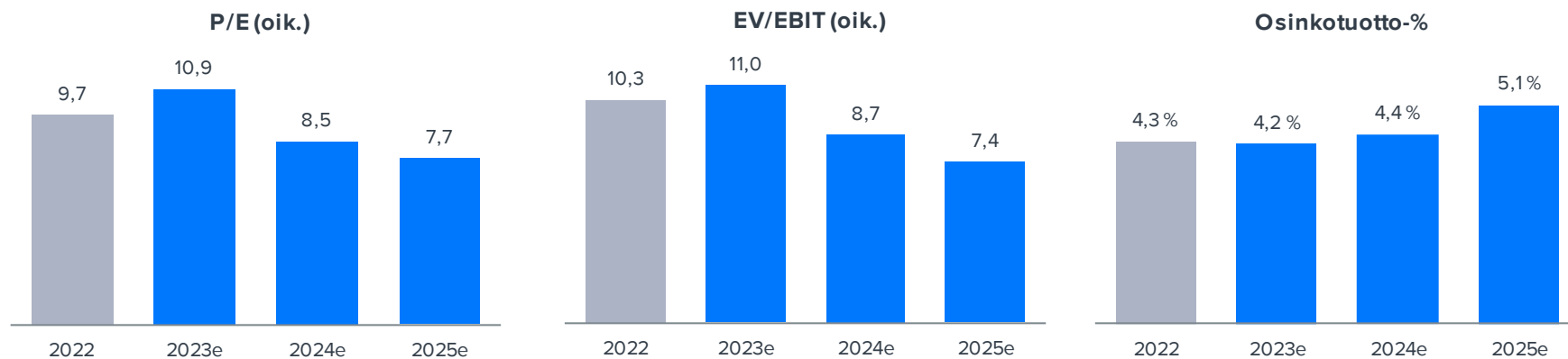
Osien summa	Arvo, MEUR	Arvostusmetodi
Radiaattorit	276	Stelrad EV/EBITDA 2023 Verrokkiryhmä
ICS	576	EV/EBITDA 2023
Muut	-80	EV/EBITDA 10x
EV yhteensä	772	
Nettovelka 2022 lopussa	277	
Osakepääoma	495	
per osake	11,6	

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi					8,22	8,38	8,38	8,38	8,38
Osakemäärä, milj. kpl					41,2	42,7	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo					351	357	357	357	357
Yritysarvo (EV)					627	613	588	559	528
P/E (oik.)					9,7	10,9	8,5	7,7	7,1
P/B					0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S					0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto					0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)					6,8	7,0	5,9	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)					10,3	11,0	8,7	7,4	6,7
Osinko/tulos (%)					113,4 %	neg.	49,2 %	39,3 %	40,0 %
Osinkotuotto-%					4,3 %	4,2 %	4,4 %	5,1 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Nibe Industrier AB	19999	20627	37,3	34,0	29,6	26,9	5,3	4,9	48,6	41,6	0,6	0,6	7,7
Lindab International AB	1053	1337	13,5	12,7	9,5	9,0	1,3	1,3	14,3	13,4	3,0	3,3	1,7
Systemair AB	1433	1673	20,3	17,7	12,5	12,9	1,7	1,6	22,2	21,3	1,3	1,4	3,7
Uponor Oyj	1198	1253	9,6	9,1	6,8	6,5	1,0	0,9	14,3	13,4	4,2	4,5	2,4
Arbonia AG	895	963	15,4	12,5	6,8	6,0	0,7	0,7	18,2	15,0	2,7	3,2	0,8
Volution Group PLC	833	938	15,2	14,6	11,4	11,0	2,7	2,6	16,0	15,4	2,0	2,1	
Zehnder Group AG	1397	1373	19,1	17,1	13,6	12,6	1,7	1,6	14,4	13,0	2,7	3,1	2,2
Stelrad Group PLC	166	228	6,8	6,0	5,1	4,6	0,6	0,6	8,0	6,6	5,0	6,1	
Ecoclime Group AB	24	19	101,5	6,3	14,4	4,2	0,7	0,6		13,7			1,2
Purmo Group (Inderes)	357	613	11,0	8,7	7,0	5,9	0,7	0,7	10,9	8,5	4,2	4,4	0,9
Keskiarvo			26,5	14,4	12,2	10,4	1,7	1,6	19,5	17,0	2,7	3,0	2,8
Mediaani			15,4	12,7	11,4	9,0	1,3	1,3	15,2	13,7	2,7	3,1	2,2
Erutus-% vrt. mediaani			-28 %	-31 %	-39 %	-34 %	-44 %	-48 %	-28 %	-38 %	53 %	42 %	-57 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	844	236	245	216	207	904	215	220	215	212	862	888	924	957
Radiaattorit	506	135	128	110	106	479	110	110	115	120	455	460	475	485
ICS	337	101	117	106	101	425	105	110	100	92	407	428	449	472
Käyttökate	33,6	29,3	24,3	18,5	6,3	78,4	9,4	13,7	15,7	14,9	53,7	89,8	107,4	111,5
Käyttökate (oik.)	104	29,2	27,8	19,6	16,3	92,9	19,4	21,7	23,7	22,9	87,7	99,8	107,4	111,5
Poistot ja arvonalennukset	-30,2	-15,2	-8,4	-8,0	-7,9	-39,4	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-32,0	-32,2	-32,3	-32,4
Liikevoitto ilman kertaerää	73,7	21,6	19,5	11,5	8,1	60,6	11,4	13,7	15,7	14,9	55,7	67,6	75,1	79,1
Liikevoitto	3,5	14,1	15,9	10,5	-1,5	38,9	1,4	5,7	7,7	6,9	21,7	57,6	75,1	79,1
Radiaattorit (oik. EBITDA)	66,0	17,5	15,4	9,3	8,1	50,3	9,4	10,5	13,2	13,8	46,8	54,3	57,0	58,2
ICS (oik. EBITDA)	43,7	13,6	14,6	12,4	11,4	51,9	12,1	13,2	12,5	11,1	48,9	53,5	58,4	61,3
Muut ja kertaerät	-76,1	-1,8	-5,8	-3,1	-13,1	-23,8	-12,0	-10,0	-10,0	-10,0	-42,0	-18,0	-8,0	-8,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-8,6	-2,8	-3,0	-4,3	-7,3	-17,4	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-20,0	-16,0	-15,0	-13,8
Tulos ennen veroja	-5,1	11,3	12,9	6,2	-8,8	21,5	-3,6	0,6	2,7	1,9	1,7	41,6	60,1	65,4
Verot	-13,7	-4,8	-4,5	-0,9	1,8	-8,4	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0	-3,0	-9,6	-13,8	-15,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-18,8	6,5	8,4	5,3	-7,0	13,1	-4,1	0,1	1,7	0,9	-1,3	32,0	46,3	50,3
EPS (oikaistu)	1,78	0,34	0,29	0,15	0,06	0,85	0,14	0,19	0,23	0,21	0,77	0,99	1,08	1,18
EPS (raportoitu)	-0,65	0,16	0,20	0,13	-0,17	0,32	-0,10	0,00	0,04	0,02	-0,03	0,75	1,08	1,18

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	25,7 %	-	-	-	-	7,2 %	-8,9 %	-10,2 %	-0,6 %	2,8 %	-4,6 %	2,9 %	4,1 %	3,5 %
Oik. käyttökateen kasvu-%	59,8 %	-	-	-	-	-10,6 %	-33,5 %	-22,2 %	21,0 %	40,4 %	-5,6 %	13,8 %	7,7 %	3,8 %
Käyttökate-%	4,0 %	12,4 %	9,9 %	8,5 %	3,1 %	8,7 %	4,4 %	6,2 %	7,3 %	7,0 %	6,2 %	10,1 %	11,6 %	11,7 %
Oikaistu käyttökate-%	12,3 %	12,4 %	11,4 %	9,1 %	3,9 %	10,3 %	9,0 %	9,8 %	11,0 %	10,8 %	10,2 %	11,2 %	11,6 %	11,7 %
Nettotulos-%	-2,2 %	2,8 %	3,4 %	2,4 %	-3,4 %	1,5 %	-1,9 %	0,1 %	0,8 %	0,4 %	-0,2 %	3,6 %	5,0 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	602	619	615	615	614
Liikearvo	369	371	371	371	371
Aineettomat hyödykkeet	36,3	47,0	45,0	43,2	41,5
Käyttöomaisuus	163	167	169	170	172
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	7,2	5,6	5,6	5,6	5,6
Laskennalliset verosaamiset	26,5	29,2	25,0	25,0	25,0
Vaihtuvat vastaavat	444	365	326	329	368
Vaihto-omaisuus	157	174	155	151	157
Muut lyhytaikaiset varat	31,7	45,4	30,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	77,1	89,1	86,2	88,8	92,4
Likvidit varat	178	56,3	54,5	59,2	88,2
Taseen loppusumma	1046	984	941	944	982

Lähde: Inderes

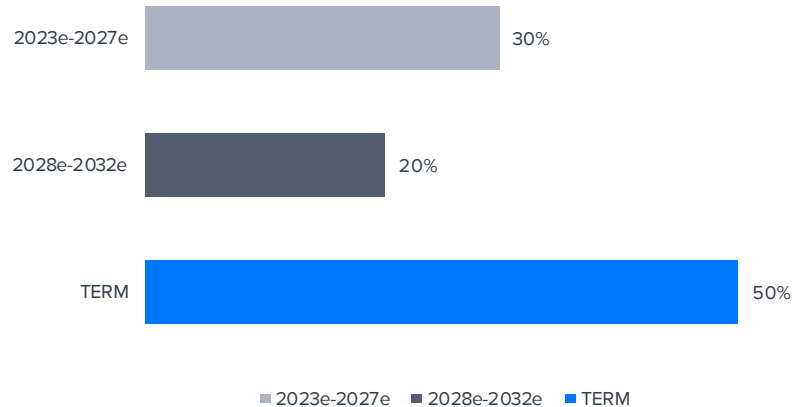
Vuosi 2021 Pro forma, vuodet 2019-2020 Purmo Group

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	391	403	387	404	435
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	6,6	24,4	8,2	25,3	55,8
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	381	376	376	376	376
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	351	346	313	293	283
Laskennalliset verovelat	2,6	5,4	5,4	5,4	5,4
Varaukset	7,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Lainat rahoituslaitoksilta	316	312	280	260	250
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	24,7	20,1	20,1	20,1	20,1
Lyhytaikaiset velat	304	235	240	246	264
Lainat rahoituslaitoksilta	101	20,7	30,0	30,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	192	193	190	195	203
Muut lyhytaikaiset velat	11,7	20,7	20,7	20,7	20,7
Taseen loppusumma	1046	984	941	944	982

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	-4,6 %	2,9 %	4,1 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,3 %	2,5 %	6,5 %	8,1 %	8,3 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	38,9	21,7	57,6	75,1	79,1	73,5	75,4	77,3	73,9	75,8	77,3	
+ Kokonaispoistot	39,4	32,0	32,2	32,3	32,4	32,4	32,5	32,5	32,5	32,5	32,9	
- Maksetut verot	-8,3	1,2	-9,6	-13,8	-15,0	-13,9	-14,3	-14,8	-14,0	-14,4	-14,8	
- verot rahoituskuluista	-5,0	-4,6	-3,7	-3,5	-3,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-32,0	33,5	7,4	-1,8	-1,6	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,1	
Operatiivinen kassavirta	33,0	83,7	83,9	88,3	91,7	87,9	89,3	90,7	88,1	89,5	91,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-53,3	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-34,3	-36,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-24,7	51,7	51,9	56,3	59,7	55,9	57,3	58,7	56,1	55,2	55,3	
+/- 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	-24,7	51,7	51,9	56,3	59,7	55,9	57,3	58,7	56,1	55,2	55,3	833
Diskontattu vapaa kassavirta		48,0	44,2	44,1	43,0	37,0	34,9	32,9	28,9	26,1	24,1	362
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		726	678	634	589	546	509	474	442	413	387	362
Velaton arvo DCF		726										
- Korolliset velat		-333										
+ Rahavarat		56,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		449										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,5										

Rahavirranjakauma jaksottain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumistasite D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	904,1	862,4	887,8	EPS (raportoitu)	0,32	-0,03	0,75
Käyttökate	78,4	53,7	89,8	EPS (oikaistu)	0,85	0,77	0,99
Liikevoitto	38,9	21,7	57,6	Operat. kassavirta / osake	0,80	1,96	1,97
Voitto ennen veroja	21,5	1,7	41,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	1,21	1,22
Nettovoitto	13,1	-1,3	32,0	Omapääoma / osake	9,79	9,07	9,48
Kertaluontoiset erät	-21,7	-34,0	-10,0	Osinko / osake	0,36	0,36	0,38
Tase	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	983,9	940,8	943,5	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-5 %	3 %
Oma pääoma	403,3	387,1	404,2	Käyttökatteen kasvu-%	133 %	-31 %	67 %
Liikearvo	370,6	370,6	370,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-8 %	21 %
Nettovelat	276,8	255,5	230,8	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-9 %	29 %
Kassavirta	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	8,7 %	6,2 %	10,1 %
Käyttökate	78,4	53,7	89,8	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	6,5 %	7,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	33,5	7,4	Liikevoitto-%	4,3 %	2,5 %	6,5 %
Operatiivinen kassavirta	33,0	83,7	83,9	ROE-%	3,3 %	-0,3 %	8,1 %
Investoinnit	-53,3	-32,0	-32,0	ROI-%	5,0 %	3,0 %	8,3 %
Vapaa kassavirta	-24,7	51,7	51,9	Omavaraisuusaste	41,0 %	41,1 %	42,8 %
				Nettovelkaantumisaste	68,6 %	66,0 %	57,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023e	2024e				
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7				
EV/EBITDA (oik.)	6,8	7,0	5,9				
EV/EBIT (oik.)	10,3	11,0	8,7				
P/E (oik.)	9,7	10,9	8,5				
P/B	0,9	0,9	0,9				
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,2 %	4,4 %				

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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 sijoitavassa 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 €
12.8.2022	Osta	13,00 €	11,00 €
9.11.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
11.11.2022	Osta	12,00 €	9,00 €
9.12.2022	Lisää	10,00 €	9,20 €
10.2.2023	Lisää	9,50 €	8,38 €

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.**