

Purmo Group

Yhtiöraportti

20.7.2023 8:25



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kulusäästöt tukevat tulosta

Purmon Q2-liikevaihto tippui selvästi ja jäi odotuksista. Kulusäästöt ja muu marginaalihallinta tukivat kuitenkin pientä marginaaliparannusta vertailukaudesta, mutta tuloskin jäi odotusten alapuolelle. Yhtiö toisti koko vuoden ohjeistuksen viime vuoden tasoisesta oikaisusta käyttökatteesta. Laskimme ennusteitamme raportin pohjalta ja odotamme nyt tasan viime vuoden tasoista 93 MEUR:n tulosta. Yhtiön arvostus on hyväksyttävien kertoimien alalaidassa tälle vuodelle ja uskomme tulevien vuosien tuloskasvun tukevan osakkeen nousua. Toistamme lisää-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan 8,5 euroon (aik. 9,5e) matalampien ennusteiden takia.

Kysyntä laski reippaasti Q2:lla sekä vertailukaudesta että Q1-tasolta

Purmo kommentoi jo kesäkuun analytikkopuhelussa volyymien heikentyneen ja jääneen yhtiön odotuksista Q2:n aikana. Laskimme tämän vuoksi ennusteitamme ennen tulosta, mutta liikevaihto oli silti 8 % alle odotuksemme liikevaihdon tippuessa 25 % vertailukaudesta. Purmon kulusäästöt ovat kuitenkin pureet hyvin ja marginaali parani vertailukauteen nähden isosta volyymipudotuksesta huolimatta (oikaistu käyttökatemarginaali 11,8 % vs. 11,4 %). Tulos jäi hieman ennusteestamme, mutta oikaistu käyttökate oli kohtuullisella 21,2 MEUR:n tasolla (Q2'22: 27,8 MEUR ja Q1'23: 26,4 MEUR).

Ohjeistus ennallaan, vaikka kysyntänäkymä on aiempaa heikompi

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa vuoden 2023 oik. käyttökatteen asettuvan samalle tasolle kuin vuonna 2022 eli noin 93 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa +/- 5 %:n muutosta eli noin 88-97,5 MEUR. H1'23:n jälkeen Purmolla oli kasassa 48 MEUR eli noin 9 MEUR viime vuoden tasoa vähemmän, mutta H1-vertailuluvut ovat huomattavasti paremmat kuin H2. Yhtiö kommentoi myös, että se ei usko kysynnän merkittävästi piristyvän loppuvuonna, mutta normaali kausiluonteisuus pitäisi tukea kysyntää verrattuna Q2-tasoon. Kysyntänäkymä on siis myös loppuvuodella aiempaa heikompi. Tämän takia yhtiö jatkaa ponnekasta työtä marginaalin hallinnassa, jotta tavoiteltuun tulostasoon päästään. Laskimme ennusteitamme 5-7 % vuosille 2023-25.

Arvonluontia sekä tehostamalla että kasvulla – uskomme yhtiön marginaalin jäävän tavoitteesta

Purmon lähivuosien arvonluonnin on tarkoitus tapahtua kahta kautta. Ensinnäkin 40 MEUR:n tehostamisohjelman avulla, jonka täysi vaikutus näkyy vuonna 2025. Tehostaminen koskee lähinnä CPS-divisioonaa. Toiseksi, se pyrkii kasvamaan Solutions-divisioonassa, jonka kannattavuus on CPS:ää parempi ja siten kasvu tukee koko yhtiön marginaalia. Uskomme, että yhtiö pystyy parantamaan tulostaan molemmilla tavoilla lähivuosina. Kasvua tukee mm. rakennusten energiaremonttien tarve. Purmon taloudellinen tavoite on yli 15 %:n käyttökatemarginaali. Ennusteemme jäävät kauaksi tästä, noin 12 %:iin, sillä emme usko radiaattoriliiketoiminnan yltävän 15 %:n kannattavuuteen ja yhtiö on parhaimmillaankin tehnyt 12-13 %:n marginaalia.

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

Näemme vuoden 2023 tuloskertoimien (P/E 10x, EV/EBIT 9x) olevan Purmolle hyväksyttävien kertoimien alalaidassa. Yhtiön hyväksyttävää arvostusta rajoittaa radiaattorien vaisu kasvupotentiaali sekä noin 10 %:n tasoon jäävä pääoman tuottotaso. Kertoimien ollessa jo nykyisellään suhteellisen matalat, uskomme ennustamamme tuloskasvun näkyvän korkeampana osakekurssina. DCF ja osien summa -arvomme indikoivat selvästi nykykurssia korkeampaa tasoa. Tämä vaatii kuitenkin kannattavuuden kestävästä parantumisesta ja/tai parempaa kasvuprofilia.

Suositus

Lisää

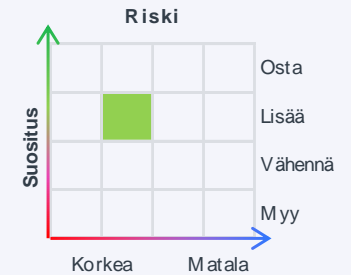
(aik. Lisää)

8,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi:

7,16



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	904,1	769,1	803,2	838,6
kasvu-%	7 %	-15 %	4 %	4 %
EBIT oik.	60,7	61,1	67,4	71,0
EBIT-% oik.	6,7 %	7,9 %	8,4 %	8,5 %
Nettotulos	13,2	2,6	30,8	43,5
EPS (oik.)	0,85	0,72	0,82	0,89

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

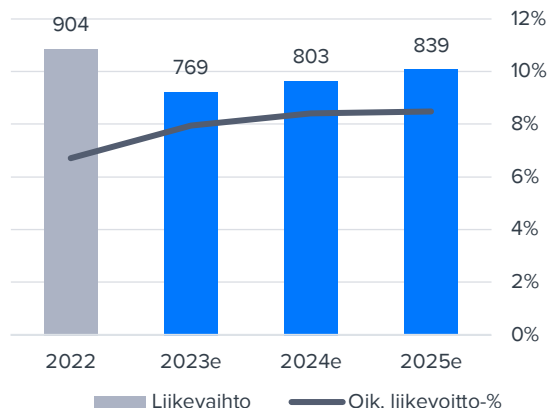
Purmo Group odottaa vuoden oikaistun käyttökatteen asettuvan samalle tasolle vuoteen 2022 nähden (92,9 miljoonaa euroa). Samalla tasolla tarkoittaen muutosta +/- 5 prosenttia välillä edelliseen vuoteen verrattuna.

Osakekurssi



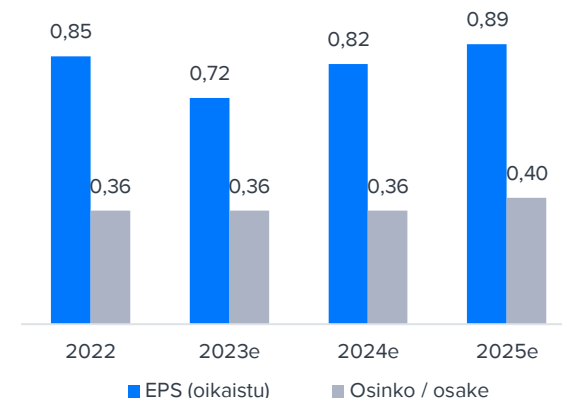
Lähde: Millistream Market Data AB

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	7,16	7,16	7,16
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	305	305	305
Yritysarvo (EV)	616	600	578
P/E (oik.)	10,0	8,7	8,1
P/B	0,7	0,7	0,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,4	5,0
EV/EBIT (oik.)	9,1	8,0	7,3
Osinko/tulos (%)	neg.	60 %	44 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto tippui odotuksia enemmän, kulusäästöt tukivat marginaalia

Liikevaihdossa odotettua rajumpi tiputus

Purmon vertailukauden luvut olivat vielä varsin hyvät ja yhtiö oli viitannut kysynnän heikentyneen Q2'23:n aikana myös aiemmista kvartaaleista. Tästä huolimatta liikevaihdon noin 25 %:n tiputus vertailukaudesta oli selvästi odotuksia suurempi ja oli käytännössä kokonaan orgaanista. Liikevaihto laski selvästi molemmissa divisioonissa ja laajasti eri tuoteryhmissä rakentamisaktiviteetin hiipuessa. Liikevaihto laski myös selvästi (noin 15 %) Q1'23:n tasolta. Liikevaihdon lasku johtui matalammista volyymeista ja tuli laajalti eri markkinoilta.

Climate Solutions -divisioonan kysynnän laskuun vaikutti Italian markkinan kysynnän normalisoitumisen jatkuminen, joka on Solutions-divisioonan päämarkkina ja ollut vahvassa vedossa viime vuodet.

Marginaalit pitivät kulusäästöjen ansiosta

Reippaasta ja odotettua suuremmasta liikevaihdon laskusta huolimatta yhtiön oikaistu käyttökate oli kohtuullisella 21,2 MEUR:n tasolla (Q2'22: 27,8 MEUR ja Q1'23: 26,4 MEUR). Tämä tarkoittaa marginaalin jopa hieman parantuneen vertailukaudesta (11,8 % vs. 11,4 %) merkittävästä liikevaihdon laskusta huolimatta. Marginaali tosin laski Q1'23:n 12,5 %:n tasolta. Purmon tehostamisohjelma etenee yhtiön mukaan odotuksia nopeammin ja sillä olikin Q2:n lopussa säästöjä run-rate mielessä kasassa jo 16 MEUR, kun arvio vuoden loppuun mennessä on 20 MEUR. Tulos jäi hieman odotuksestamme, mutta odotettua suurempaan liikevaihdon laskuun nähden pidämme tulos/marginaalitasoa hyvänä suorituksena. Tulos laski merkittävästi, mutta marginaali parani molemmissa divisioonissa vertailukauteen nähden.

Raportoitu tulos oli odotuksia parempi, kun Purmo on kirjannut tehostamisohjelman kuluja H1:n aikana suhteellisen vähän. Tämä tulee kuitenkin tasoittumaan, kun H2:lla odotetaan isompia kertakuluja. Käyttökateen alapuolella olevat rivit olivat muuten karkeasti odotustemme mukaisia.

Velkaisuus edelleen suhteellisen korkea

Purmo teki alkuvuonna hybridilainan tukeakseen tasettaan. Ilman hybridiä sen oik. käyttökate/nettovelka oli Q2:n lopussa 2,8x, kun yhtiön tavoite on olla alle 3x. Kassavirtaa tulee tänä vuonna painamaan tehostamisohjelman kulut, mutta toisaalta tehostamisohjelmalla saadaan myös vapautettua käyttöpääomaa ja luonnollisesti tuettua kassavirtaa korkeamman tuloksen kautta. Odotamme velkaisuuden laskevan vuoden loppua kohti, osin normaalista kausiluonteisuudesta johtuen.

Ennustetaulukko	Q2'22	Q2'23	Q2'23e	Q2'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	245	180	197	207			-8 %	769
Käyttökate (oik.)	27,8	21,2	22,5	-			-6 %	93,1
Liikevoitto	15,9	9,0	4,5	3,8			100 %	28,5
EPS (raportoitu)	0,29	0,04	-0,06	0,14			-167 %	0,73
Liikevaihdon kasvu-%	-	-26,4 %	-19,6 %	-15,5 %			-6,8 %-yks.	-14,9 %
Käyttökate-% (oik.)	11,4 %	11,8 %	11,4 %				0,3 %-yks.	12,1 %

Lähde: Inderes & Bloomberg, 4 analytiikkaa (konsensus)

Purmo Q2'23: Fokus marginaalien hallinnassa



Ennusteissa laskua

Ohjeistus tasaisesta koko vuoden tuloksesta ennallaan

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa vuoden 2023 oikaistun käyttökateen asettuvan samalle tasolle kuin vuonna 2022 eli noin 93 MEUR:oon. Purmo kertoo tämän tarkoittavan +/- 5 %:n muutosta eli noin 88-97,5 MEUR. H1'23:n jälkeen Purmolla oli kasassa 48 MEUR eli noin 9 MEUR viime vuoden tasoa vähemmän, mutta vertailuluvut olivat vuoden alkupuolella huomattavasti paremmat kuin vuoden loppupuolella. Tasaisella tulostahdilla koko vuoden tulos päätyisi siten 96 MEUR:oon. Yhtiö kommentoi myös, että se ei usko kysynnän merkittävästi piristyvän loppuvuonna, mutta normaali kausiluonteisuus pitäisi tukea kysyntää verrattuna Q2-tasoon. Kysyntänäkymä on siis myös loppuvuodella aiempaa heikompi. Lisäksi yhtiö jatkaa ponnekasta työtä marginaalin hallinnassa, jotta

tulostaso pysyisi kohtuullisena nykyiselläkin liikevaihdolla.

Laskimme ennusteita

Odotuksiamme heikompi Q2 ja haaleat kysyntänäkymät loppuvuoteen aiheuttivat selvän laskun liikevaihtoennusteessamme tälle vuodelle. Emme tässä vaiheessa oleta nopeaa käännettä vuosina 2024-25, joskin ennustamme edelleen kasvua niille vuosille. Tämän vuoksi myös tulevien vuosien liikevaihtoennusteemme ovat laskeneet.

Tämän vuoden tuloksen osalta laskimme oikaistun käyttökateen osalta ennusteemme 93 MEUR:oon eli noin yhtiön ohjeistuksen keskikohtaan. Mikäli kysynnässä ei tapahdu uutta tiputusta alaspäin, tämä taso pitäisi olla mielestämme hyvinkin saavutettavissa, sillä tehostamistoimien eteneminen tukee tulosta loppuvuotta kohti. Toisaalta markkinalla

on raaka-ainekulujen laskun ja heikon markkinatilanteen myötä myös hintapainetta.

Tulevien vuosien osalta emme tehneet merkittäviä muutoksia käyttökateetasolla. Hieman matalammat operatiiviset ennusteet ja korkeammat rahoituskulut painoivat kuitenkin osakekohtaisen tuloksen ennusteemme 5 % alas vuosina 2024-25. Mikäli markkina elpyy odotuksiamme nopeammin vuosina 2024-25, Purmolla pitäisi olla potentiaalia myös marginaaliparannukseen, jota emme tällä hetkellä merkittävässä määrin odota.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e		Muutos %	2024e		Muutos %	2025e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	827	769	-7 %	857	803	-6 %	881	839	-5 %
Käyttökate (oik.)	95,9	93,1	-3 %	100	100	0 %	105	103	-1 %
Liikevoitto	30,6	28,5	-7 %	57,6	57,4	0 %	72,4	71,0	-2 %
Tulos ennen veroja	10,0	7,9	-21 %	41,6	39,4	-5 %	57,4	55,0	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,73	-7 %	0,86	0,82	-5 %	0,93	0,89	-5 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,36	0 %	0,36	0,36	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Yhteenveto - suositus ja tavoitehinta

Toistamme Purmolle lisää-suosituksen. Positiivista näkemystämme puoltavat ennustamamme noin 1 %:n vuotuinen tuloskasvu (2022-25), 5 %:n osinkotuotto sekä nousuvara kertoimissa, jotka tarjoavat yhdessä 15-20 %:n tuotto-odotuksen lähivuosille.

Tulospohjainen arvostus on kohdallaan

Purmo on historialliselta profiililtaan varsin heikosti kasvava ja keskinkertaista kannattavuutta tehnyt yhtiö. Yhtiön arvostustasoon vaikuttaa mielestämme negatiivisesti ainakin se, että lähes puolet sen myynnistä tulee radiaattoreista, jossa markkina on ollut pitkään rakenteellisessa laskussa ja lähivuosille ennustetaan tasaista kehitystä. Lisäksi yhtiön pääoman tuotto on keskinkertainen, joka kertoo historiallisesti heikosta pääoman allokoinnista (iso määrä liikearvoa taseessa). Yhtiö pyrkii nyt keskittymään kasvaviin segmentteihin lämmitys- ja viilennysratkaisuihin, mutta emme usko yhtiön pystyvän merkittävään (yli 5 %:n) kestävään liikevaihdon kasvuun nykyrakenteella. Yrityskaupat luovat mahdollisuuden kiihdyttää kasvua, mutta nämä eivät ole lähiaikoina todennäköisiä ainakaan merkittävässä mittakaavassa.

Purmon osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/E:llä mitattuna 10-12x ja EV/EBIT-kertoimella 9-11x. Tähän sisältyy oletus positiivisesta tulostrendistä viimeistään vuodesta 2024 alkaen. Mikäli vakuuttuisimme yhtiön saavuttavan marginaalitavoitteensa keskipitkällä aikavälillä, voisi arvostus olla korkeampikin, sillä nopeampi tulevien vuosien tuloskasvu kompensoisi sitä.

Yhtiön arvostus tälle vuodelle on P/E noin 10x ja EV/EBIT noin 9x tälle vuodelle, kun huomioidaan hybridi velkana ja sen korot osakekohtaisessa

tuloksessa. Arvostus on siis hyväksyttävien kertoimien alalaidassa. Ottaen huomioon, että ennusteissamme vuosi 2023 on lähivuosista heikoin, tämä vaikuttaa edulliselta. Odotettu tuloskasvu painaa kertoimet hyväksyttävän haarukan alapuolelle vuonna 2024. Lisäksi on hyvä huomioida, että meidän ennusteilla yhtiö pystyy maksamaan hybridilainan takaisin vuonna 2026, jolloin yhtiön korkokulut laskevat.

DCF-arvonmääritys

Purmon historiallisten taloudellisten tietojen vähäisyys ja liiketoiminnan fokuksen muutokset vaikeuttavat DCF-arvonmääritystä. Maltillisen kasvuprofiilin ja suhteellisen tasaisen kannattavuuden johdosta DCF-malli sopii kuitenkin sinällään mielestämme Purmolle hyvin. Ennusteet myös pidemmällä aikavälillä käytiin läpi jo edellä ennusteosiossa. Terminaalijakson painoarvo on mallissamme noin 50 %.

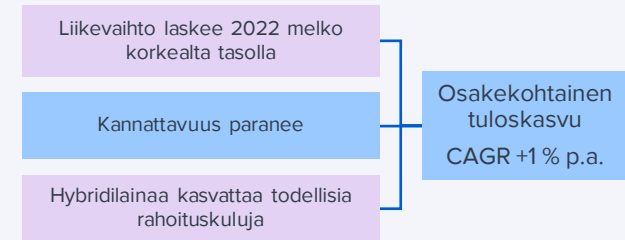
Pääoman tuottovaatimuksemme (WACC) Purmolle on noin 8,8 % ja oman pääoman kustannus noin 10 %. Matalahkoa pääoman tuottovaatimusta tukee suhteellisen tasainen liiketoiminta ja velkavivun käyttö, kun taas korkeampaa oman pääoman tuottovaatimusta tukee mm. liiketoiminnan syklisyys.

DCF-mallimme indikoi Purmon velattoman arvon olevan noin 715 MEUR ja osakekannan arvon noin 420 MEUR eli vajaa 10 euroa osakkeelta. DCF-malli olettaa kannattavuuden paranevan nykytasolta ja hyvän kassavirran parantavan velkatilannetta tulevina vuosina, jolloin esim. hybridilaina saadaan maksettua pois. Annamme enemmän painoa lähivuosien kertoimille tavoitehinnan määrittelyssä, mutta DCF-malli osoittaa yhtiön potentiaalia pidemmällä aikavälillä.

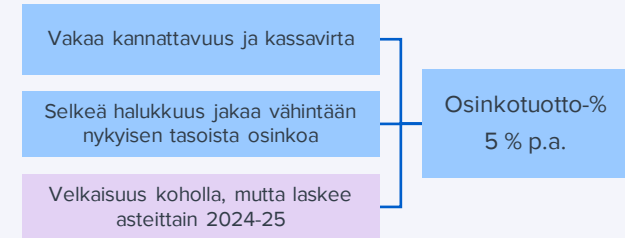
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

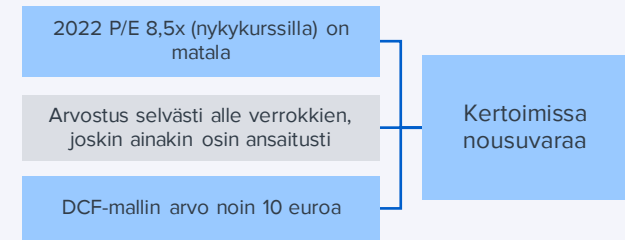
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus 15-20 % p.a.

Arvonmääritys 2/2

Tasepohjainen arvostus näyttää edulliselta

Ennusteillamme Purmon pääoman tuotot jäävät keskipitkälläkin aikavälillä keskinkertaisiksi, koko pääoman tuoton ollessa alle 10 % ja oman pääoman tuoton 10 %:n molemmin puolin. Näin ollen 1,0x tason P/B-luku, tai hieman allekin, näyttää yhtiölle perustellulta. Luvuista pitää kuitenkin puhdistaa hybridilaina, joka on kirjattu omaksi pääomaksi, vaikka se on käytännössä mielestämme velkaa. Tämä huomioden, nykyinen P/B arvostus noin 0,8x. Purmon kirja-arvo tälle vuodelle on (ilman hybridilainaa) noin 9 euroa, joka siten muodostuisi käyväksi arvoksi P/B 1,0x-tasolla. Pääoman tuottoa painaa suuri liikearvon määrä, jota yhtiö on kerryttänyt yritysostoista.

Osien summa -arvo nykykurssia korkeampi

Purmon raportointi jakaantui vielä vuoden 2022 luvuissa radiaattorit ja ICS-segmentteihin. Tämä selkeä jako eri profiilin toimintoihin tarjoaa mielestämme hyvän mahdollisuuden osien summa -arvostukselle. Radiaattorit-segmentin pääkilpailija ja siten lähin verrokki on mielestämme Stelrad, jonka vuoden 2023 EV/EBITDA-kerrointa (noin 6x) 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 11x. Käyttämällä Purmon (entisille) divisioonille 2021-23e EBITDA-keskiarvoa päädyimme noin 11,5 euron käypään arvoon Purmon osakkeelle. Mielestämme ICS:n verrokkien kerroin on varsin korkea, eikä verrokkeja maltillisemmat kasvunäkymät omaava ICS-segmentti ansaitse samoja kertoimia. Vaikka laskisimme ICS:n arvostuskerrointa tasolle

EV/EBITDA 8x, osien summa indikoisi silti lähes 9 euron osakekohtaista käypää arvoa, kun nykykurssin tasoon pääsemme alle 7x kertoimella ICS:lle.

Etenkin radiaattorien suuri osuus ja sen aiheuttama verrokkeja heikompi kasvuprofiili painaa siis koko Purmon arvostusta. Emme usko Purmon ryhtyvän divestoiimaan osia yhtiöstä, joten siinä mielessä osien summa arvon realisoituminen on epätodennäköistä. Se tarjoaa kuitenkin mielestämme hyödyllisen kulman arvostukseen

Osake voi tuplata, jos yhtiö pääsee tavoitteisiinsa

Yhtiöllä on kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet 3-5 vuoden tähtäimellä. Jos oletamme, että Purmo pääsisi vuonna 2026 sen 15 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin tavoitteeseen (olettaen nykyinen liikevaihtoennusteemme), se tekisi noin 130 MEUR käyttökate ja noin 1,5 euroa osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin 11x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi 16,5 euroa vuonna 2026 eli yli tuplasti nykyhintaan nähden. Kuten olemme edellä maininneet, ennusteemme jäävät kuitenkin selvästi tavoitetasosta.

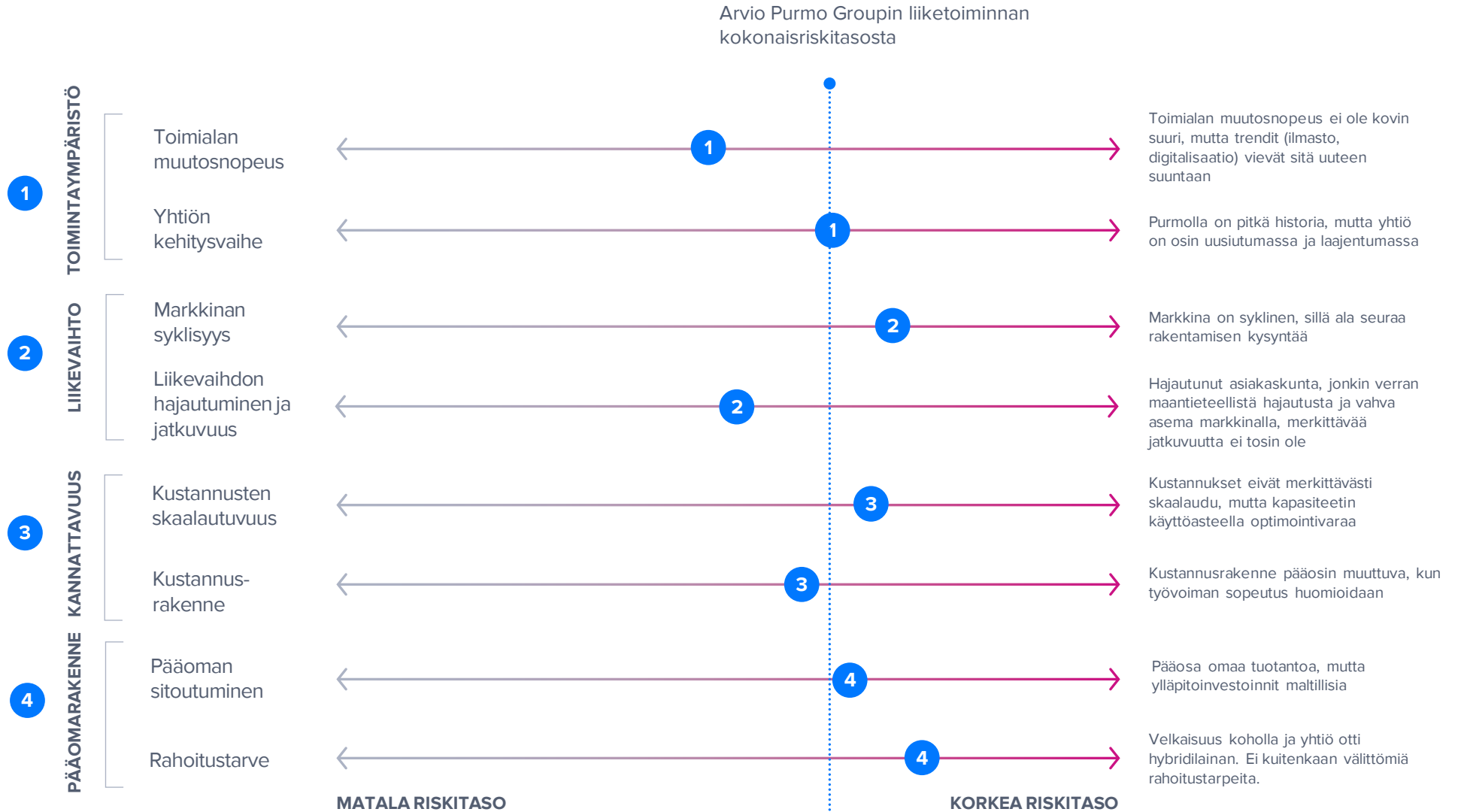
Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,16	7,16	7,16
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	305	305	305
Yritysarvo (EV)	616	600	578
P/E (oik.)	10,0	8,7	8,1
P/B	0,7	0,7	0,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,4	5,0
EV/EBIT (oik.)	9,1	8,0	7,3
Osinko/tulos (%)	neg.	60 %	44 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Osien summa	Arvo, MEUR	Arvostusmetodi
Radiaattorit	348	Stelrad EV/EBITDA 2023
ICS	492	Verrokkiryhmä EV/EBITDA 2023
Muut	-102	EV/EBITDA 10x
EV yhteensä	737	
Nettovelka 2023 lopussa	251	Sisältää hybridin
Osakepääoma	486	
per osake	11,4	

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vahva markkina-asema ja tunnetut brändit, etenkin radiaattoreissa

2.

Energiatehokkuusinvestoinnit tukevat markkinan kasvua

3.

Liiketoiminta tukee kestävän kehityksen edistämistä

4.

Suurin tuotekategoria radiaattorit ei tue kasvua

5.

Heikohko tase rajoittaa yritysostomahdollisuuksia

Potentiaali



- Laaja tuotetarjoama sekä tunnetut ja vahvat brändit
- Kestävän kehityksen ja digitalisaation megatrendit isossa osassa liiketoimintaa
- Yritystoilla mahdollisuus muovautua vahvemmin kasvuyhtiöksi

Riskit



- Toimiala on syklinen ja riippuvainen rakentamisen kasvusta
- Yritystojen tai laajentumisinvestointien tuomat riskit
- Radiaattorimarkkinan rakenteellinen kasvun puute ja kireähkö kilpailu

Strategia 1/2

Purmon strategiset tavoitteet



Ratkaisumyynti



- Kokonaisratkaisujen tarjoaminen kasvupotentiaalin hyödyntämiseksi

Kasvumarkkinat



- Parhaimpien mahdollisuuksien hyödyntäminen nykyisten markkinoiden ulkopuolella

Älytuotteet



- Älykkäämpien, kestävämpien ja esteettisempien tuotteiden toimittaminen

Inderesin kommentit Purmon strategisista tavoitteista

- Purmo selvästi suurin divisioona on Climate Products & Systems, jonka jakelukanavana toimivat lähinnä rakennus/LVI-alan tukkukaupat.
- Ratkaisumyynti koskeekin mielestämme lähinnä pienempää Climate Solutions –divisioona. Tämän divisioonan myynnin kasvu onkin Purmon tärkeimpiä kasvuhankkeita
- Energiakulutuksen laskuun liittyville ratkaisulle on varmasti kysyntää, mutta toisaalta myös tarjontaa on nykyisin runsaasti.
- Uskomme Purmon pystyvän kasvamaan tällä alueella, mutta emme ole vakuuttuneita, että sillä on sellaisia kilpailuita, joilla se pystyisi valtaamaan markkinaosuuksia.
- Keskeistä strategian onnistumisen kannalta on, että LVI-suunnittelijat ottavat Purmon ratkaisut omikseen, sillä he tekevät yleensä päätöksiä loppukäyttäjien puolesta tai antavat suosituksia ratkaisuista. Ratkaisumyynnin kasvu vaatii siis Purmolle nykyisin pienehkön myyntikanavan kehittämistä.

- Purmon alkuperäinen (vuonna 2021 lopussa) julkaistu kasvustrategia korosti etenkin Kiinan ja Venäjän markkinoita. Näistä Venäjä on luonnollisesti pois kuvasta
- Kiinassa Purmo on vielä pieni, emmekä näe Purmolla olevan sellaista kilpailuetua, jolla se voisi nousta merkittäväksi toimijaksi Kiinassa. Oman paikallisen tehtaan tukemana jonkinlaista kasvua on mahdollista saada, joka tukee koko yhtiön kasvua. Kiina on kuitenkin vain reilu 1 % yhtiön liikevaihdosta
- Tavoitteena on myös kasvattaa radiaattorimyyntiä nykyisten markkinoiden ulkopuolella. Tämä on mielestämme haastavaa, sillä jo nykymarkkinoilla Purmo kohtaa kovaa hintakilpailua halvempien tuotantomaiden radiaattoreista ja uusien alueiden valtaaminen on nähdäksemme haastavaa
- Purmo tavoittelee myös yritysostoja, jotka ovatkin mielestämme tarpeen yhtiön rakenteen muuttamisessa enemmän kasvualueille ja pienentämään radiaattorien painoa

- Uudet tuotteet ovat luonnollinen osa minkä tahansa tuoteyhtiön toimintaa
- Uskomme myös Purmon kilpailijoiden kehittävän vastaavia tuotteita, eikä Purmolla ole isommassa mittakaavassa nähdäksemme etulyöntiasemaa tässä suhteessa
- Purmo Italialainen Emmeti –brändi/yhtiö on keskittynyt integroituihin järjestelmäratkaisuihin, jossa myös älytuotteilla on oma osansa

Strategia 2/2

Visio sisäilmaratkaisujen toimittajana

Visiokseen yhtiö kertoo, että tavoitteena on ihanteellinen sisäilmasto, jota ei saavuteta maapallon ilmaston kustannuksella. Purmon missio on olla johtava kestävien sisäilmastoratkaisujen toimittaja maailmanlaajuisesti.

Strategia rakentuu kolmesta pilarista

- Ratkaisumyynti
- Älytuotteet
- Kasvumarkkinat

Näitä käsitelimme jo edellisellä sivulla, mielestämme selkeästi tärkein näistä on ratkaisumyynnin kasvu, joka käytännössä tulee määrittämään uskoaksemme koko yhtiön kasvuprofilia tulevina vuosina

Lisäksi yhtiö sanoo strategiaansa tukevan:

- Liiketoiminnan tehostaminen (operational excellence)
- Ihmiset ja kulttuuri

Liiketoiminnan tehostaminen on luonnollinen osa minkä tahansa yhtiön toimintaa. Purmo viittaa tällä etenkin operatiivisen, kaupallisen sekä liiketoiminnan tuen tehokkuuden parantamiseen. Tähän tähtää erityisesti viime vuonna käynnistetty tehostamisohjelma, jonka kuvailimme jo aiemmin.

Ihmiset ja kulttuuri on vähintään yhtä luonnollinen osa mitä tahansa yhtiötä, ja itse asiassa edellytys yhtiön olemassaololle. Näistä strategiaa tukevista toiminnoista ei siis sinällään muodostu nähdäksemme erityistä kilpailuetua yhtiölle, vaan kyse on miten niitä toteutetaan käytännössä. Yhtiössä vietiin nykyisen johdon aikana jo aiempi tehostamisohjelma menestyksekkäästi läpi vuosina 2020-21, joten osaamista yhtiössä on. Toisaalta, kun edellisesti tehostamisesta on varsin lyhyt aika, uuden ja mittaluokaltaan kaksinkertaisten säästöjen toteutus on nähdäksemme astetta haastavampaa.

Yritysosot kasvun mahdollistajana

Aiempien strategisten pointtien lisäksi Purmo näkee yritysosot kasvun mahdollistajana ja se pyrkiikin olemaan aktiivinen yritysoistoissa. Tosin tämän hetkinen tasetilanne ei mahdollista yhtiölle kovin merkittävää velkarahalla tehtyä yritysostoja, emmekä toisaalta usko, että yhtiö nykyisellä kurssitasolla on erityisen halukas käyttämään myöskään omaa osakettaan kaupan rahoitukseen. Näin ollen uskomme, että 2023-24 yhtiö keskittyy enemmän oman toiminnan tehostamiseen ja parantamiseen mm. toteuttamalla tehostamisohjelman. Yhtiön johto on myös kommentoinut, että he ovat tällä hetkellä kurinalaisia ja varovaisia yritysostojen suhteen.

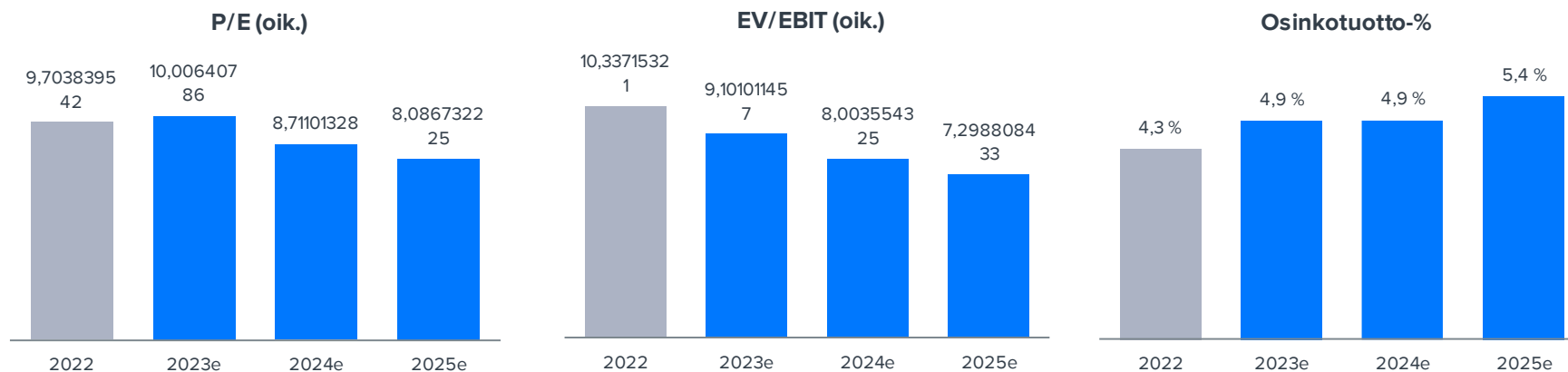
Yhtiö on myös aiemmin ollut aktiivinen yritysoistoissa ja toiminut takavuosina radiaattorimarkkinan konsolidoijana. Näiden

kauppojen laatua on mahdotonta kattavasti enää jälkikäteen arvioida, mutta radiaattorien laskenut kysyntä huomioiden, siihen markkinaaan keskittyminen ei ainakaan pidemmällä tähtäimellä ole ollut arvoa luovaa. Olemme sivulla 14 maininneet muutamia tuoreempia yritysostoja. Näidenkin osalta onnistumisen arvioiminen on tietojen vähyyden vuoksi haastavaa, mutta yleisesti arvioituna uskomme Emmeti ja Thermotech –kauppojen olleen järkeviä, sillä ne ovat vieneet yhtiötä enemmän kasvualueille. Tosin Emmetin liikevaihto oli 2021 arviomme mukaan noin 100 MEUR, joka oli hieman matalampi kuin hankintahetkellä vuonna 2015. 2022 Emmeti kasvoi voimakkaasti Italian avokätisten energiaremonttitukien siivittämänä, mutta selvää kasvutrendiä aiemmilta vuosilta ei Emmetissä ole näkyvissä (tosin emme tiedä 2016-20 lukuja tai niiden taustoja). Hewing on enemmän komponenttituotantoa ja Sigarth varsin pieni yritys täydentävässä tuotekategoriassa, joten niitä emme näe strategisesti tärkeinä, eikä meillä ole riittäviä tietoja arvioida niiden taloudellista onnistumista.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi					8,22	7,16	7,16	7,16	7,16
Osakemäärä, milj. kpl					41,2	42,7	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo					351	305	305	305	305
Yritysarvo (EV)					627	616	600	578	489
P/E (oik.)					9,7	10,0	8,7	8,1	6,6
P/B					0,9	0,7	0,7	0,6	0,7
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	6,0	5,4	5,0	4,5
EV/EBIT (oik.)					10,3	9,1	8,0	7,3	6,5
Osinko/tulos (%)					112,9 %	neg.	59,5 %	43,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%					4,3 %	4,9 %	4,9 %	5,4 %	6,1 %

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	16591	17262	26,0	23,1	21,2	18,8	4,1	3,6	33,9	29,8	0,9	0,9	6,0
Lindab International AB	984	1270	12,8	11,3	8,8	8,0	1,2	1,1	13,8	11,8	3,1	3,4	1,5
Systemair AB	1366	1462	15,0	14,0	10,6	10,3	1,4	1,4	21,0	18,8	1,6	1,8	3,3
Uponor Oyj	2114	2222	16,3	14,4	11,6	10,6	1,7	1,6	24,6	21,4	2,5	2,6	4,3
Arbonia AG	731	922	16,7	13,6	7,0	6,3	0,7	0,7	20,4	15,8	3,3	3,7	0,7
Volution Group PLC	831	934	12,7	12,1	10,4	10,0	2,5	2,4	14,8	14,2	2,1	2,2	
Zehnder Group AG	1389	1360	18,0	16,1	13,6	12,3	1,6	1,6	14,0	12,4	2,7	3,0	2,3
Stelrad Group PLC	188	283	8,5	7,4	6,1	5,4	0,7	0,7	9,5	7,6	4,8	5,5	
Ecoclime Group AB	16	14		8,8		5,8	0,5	0,4		9,8			0,8
Purmo Group (Inderes)	305	556	9,1	8,0	6,0	5,4	0,7	0,7	10,0	8,7	4,9	4,9	0,7
Keskiarvo			15,8	13,4	11,1	9,7	1,6	1,5	19,0	15,7	2,6	2,9	2,7
Mediaani			15,7	13,6	10,5	10,0	1,4	1,4	17,6	14,2	2,6	2,8	2,3
Erotus-% vrt. mediaani			-42 %	-41 %	-43 %	-46 %	-48 %	-50 %	-43 %	-39 %	88 %	73 %	-70 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	236	245	216	207	904	212	180	182	195	769	803	839	862
Climate Products & Systems	195	192	171	163	721	169	145	145	155	614	639	664	677
Climate Solutions	42	53	45	44	184	43	36	37	40	155	165	174	185
Käyttökate	29,3	24,3	18,5	6,3	78,4	23,1	16,9	6,5	14,0	60,5	89,6	103,3	107,8
Käyttökate (oik.)	29,2	27,8	19,6	16,3	92,9	26,4	21,2	21,5	24,0	93,1	99,6	103,3	107,8
Poistot ja arvonalennukset	-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	21,6	19,5	11,5	8,1	60,7	18,5	13,1	13,5	16,0	61,1	67,4	71,0	75,4
Liikevoitto	14,1	15,9	10,5	-1,5	39,0	15,1	8,9	-1,5	6,0	28,5	57,4	71,0	75,4
Climate Products & Systems (oik. EBITDA)	22,9	21,2	15,3	12,3	71,7	22,7	17,3	18,0	20,0	78,0	83,0	86,0	89,0
Climate Solutions (oik. EBITDA)	8,5	8,7	6,4	6,3	29,9	6,2	6,6	6,0	6,5	25,3	27,0	27,9	29,6
Muut	-2,1	-2,1	-2,1	-2,4	-8,7	-2,5	-2,7	-2,5	-2,5	-10,2	-10,4	-10,6	-10,8
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
Nettorahoituskulut	-2,8	-3,0	-4,3	-7,3	-17,4	-5,6	-5,0	-5,0	-5,0	-20,6	-18,0	-16,0	-13,8
Tulos ennen veroja	11,3	12,9	6,2	-8,8	21,6	9,5	3,9	-6,5	1,0	7,9	39,4	55,0	61,6
Verot	-4,8	-4,5	-0,9	1,8	-8,4	-2,7	-0,5	-0,5	-1,0	-4,7	-8,7	-11,6	-14,2
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
Nettotulos	6,5	8,4	5,3	-7,0	13,2	6,4	2,0	-8,4	-1,4	-1,5	25,1	37,8	46,5
EPS (oikaistu)	0,34	0,29	0,15	0,06	0,85	0,23	0,14	0,15	0,20	0,73	0,82	0,89	1,09
EPS (raportoitu)	0,16	0,20	0,13	-0,17	0,32	0,15	0,05	-0,20	-0,03	-0,03	0,59	0,89	1,09
Tunnusluvut	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	24,0 %	15,5 %	-1,0 %	-7,1 %	7,2 %	-10,4 %	-26,3 %	-15,9 %	-5,7 %	-14,9 %	4,4 %	4,4 %	2,8 %
Oik. käyttökateen kasvu-%	0,3 %	3,8 %	-22,8 %	-27,9 %	-10,6 %	-9,6 %	-23,8 %	9,7 %	47,2 %	0,2 %	7,0 %	3,7 %	4,3 %
Käyttökate-%	12,4 %	9,9 %	8,6 %	3,1 %	8,7 %	10,9 %	9,4 %	3,6 %	7,2 %	7,9 %	11,2 %	12,3 %	12,5 %
Oikaistu käyttökate-%	12,4 %	11,4 %	9,1 %	3,9 %	10,3 %	12,5 %	11,8 %	11,8 %	12,3 %	12,1 %	12,4 %	12,3 %	12,5 %
Nettotulos-%	2,8 %	3,4 %	2,5 %	-3,4 %	1,5 %	3,2 %	1,9 %	-3,8 %	0,0 %	0,4 %	3,8 %	5,2 %	5,5 %

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	365	363	393
Vaihto-omaisuus	157	174	138	137	143
Muut lyhytaikaiset varat	31,7	45,4	30,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	77,1	89,1	76,9	80,3	83,9
Likvidit varat	178	56,3	119	116	137
Taseen loppusumma	1046	984	980	977	1008

Lähde: Inderes

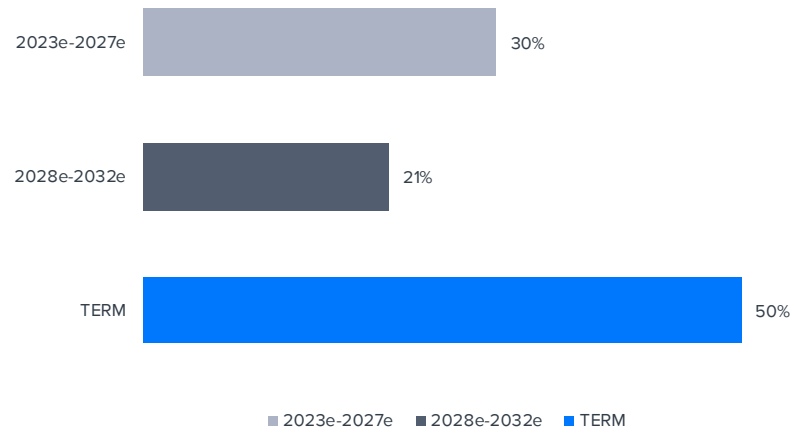
Vuosi 2021 Pro forma

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	391	403	446	456	479
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	6,6	24,4	7,4	17,6	40,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	60,0	60,0	60,0
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	220	227	245
Lainat rahoituslaitoksilta	101	20,7	30,0	30,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	192	193	169	177	184
Muut lyhytaikaiset velat	11,7	20,7	20,7	20,7	20,7
Taseen loppusumma	1046	984	980	977	1008

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	-14,9 %	4,4 %	4,4 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,3 %	3,7 %	7,2 %	8,5 %	8,7 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	39,0	28,5	57,4	71,0	75,4	66,3	68,0	69,6	66,6	68,3	69,7	
+ Kokonaispoistot	39,4	32,0	32,2	32,3	32,4	32,4	32,5	32,5	32,5	32,5	29,9	
- Maksetut verot	-8,3	-1,3	-8,7	-11,6	-14,2	-12,3	-12,6	-13,0	-12,3	-12,7	-13,0	
- verot rahoituskuluista	-5,0	-4,7	-4,0	-3,4	-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	39,1	6,0	-1,8	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	33,1	93,6	82,9	86,6	89,2	82,4	83,7	85,0	82,7	83,9	82,6	
+ 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	-16,7	-29,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-24,6	61,6	50,9	54,6	57,2	50,4	51,7	53,0	50,7	67,2	53,2	
+/- Muut	0,0	-4,7	-5,7	-5,7	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-24,6	56,9	45,2	48,9	56,2	50,4	51,7	53,0	50,7	67,2	53,2	795
Diskontattu vapaa kassavirta		54,8	40,0	39,8	42,0	34,6	32,6	30,7	27,0	32,9	23,9	357
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		716	661	621	581	539	504	472	441	414	381	357
Velaton arvo DCF		716										
- Korolliset velat		-333										
+ Rahavarat		56										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,9										
Oman pääoman arvo DCF		424										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	904,1	769,1	803,2	EPS (raportoitu)	0,32	-0,05	0,59
Käyttökate	78,4	60,5	89,6	EPS (oikaistu)	0,85	0,72	0,82
Liikevoitto	39,0	28,5	57,4	Operat. kassavirta / osake	0,80	2,19	1,94
Voitto ennen veroja	21,6	8,1	39,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	1,33	1,06
Nettovoitto	13,2	-2,1	25,1	Omapääoma / osake	9,79	10,46	10,70
Kertaluontoiset erät	-21,7	-32,6	-10,0	Osinko / osake	0,36	0,36	0,36
Tase	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	983,9	979,5	977,2	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-15 %	4 %
Oma pääoma	403,3	446,3	456,5	Käyttökatteen kasvu-%	133 %	-23 %	48 %
Liikearvo	370,6	370,6	370,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	1 %	10 %
Nettovelat	276,8	190,6	174,3	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-16 %	15 %
Kassavirta	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	8,7 %	7,9 %	11,2 %
Käyttökate	78,4	60,5	89,6	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	7,9 %	8,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	39,1	6,0	Liikevoitto-%	4,3 %	3,7 %	7,2 %
Operatiivinen kassavirta	33,1	93,6	82,9	ROE-%	3,3 %	-0,5 %	5,6 %
Investoinnit	-53,3	-32,0	-32,0	ROI-%	5,1 %	3,8 %	7,6 %
Vapaa kassavirta	-24,6	56,9	45,2	Omavaraisuusaste	41,0 %	45,6 %	46,7 %
				Nettovelkaantumisaste	68,6 %	42,7 %	38,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023e	2024e				
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7				
EV/EBITDA (oik.)	6,8	6,0	5,4				
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,1	8,0				
P/E (oik.)	9,7	10,0	8,7				
P/B	0,9	0,7	0,7				
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,9 %	4,9 %				

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 (välittömät 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 neuvonantajia. 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 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 analyytiikoilla 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 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 investointipankkiliiketoimintaa.

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 €
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 €
5.4.2023	Lisää	9,50 €	8,32 €
27.4.2023	Lisää	9,50 €	8,68 €
20.7.2023	Lisää	8,50 €	7,20 €

Inderes yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**