

Purmo Group

Yhtiöraportti

11.8.2022 18:55



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hyvä kehitys jatkuu

Toistamme Purmo Groupin tavoitehinnan 13,0 eurossa ja suosituksemme osta-tasolla. Yhtiön Q2-tulos oli odotuksiin nähden oikein hyvä, kun liikevaihto ja tulos ylittivät odotuksemme. Näkyvät olivat ennalleen jääneen ohjeistuksen myötä odotetut. Kustannusnousun sekä markkinahaasteiden kanssa yhtiö on pärjännyt toistaiseksi hyvin, vaikka näihin liittyy epävarmuuksia etenkin kolmannella kvartaalilla. Odotamme vahvan vuoden 2021 jälkeen liikevaihdon kasvuun sekä tulokseen maltillistumista mm. taloudellisen tilanteen, markkinakysynnän tasaantumisen sekä kustannusinflaation johdosta. Arvostus on kuitenkin nykyiseen tulostasoon sekä potentiaaliin nähden jäänyt mielestämme hyvin maltilliseksi ja tarjoaa selkeää nousuvaraa.

Q2-raportti ylitti odotuksemme

Purmo Groupin liikevaihto oli Q2:lla vahvassa kasvussa (+16 %) ylittäen ennusteamme (+9 %). Liikevaihdon kasvua tuki etenkin ICS-divisioonan 28 %:lla kasvanut liikevaihto. Kysyntä on ollut vahvaa ja hinnankorotukset tukivat kasvua. Radiaattori-divisioonassa myyntimäärät laskivat selvästi, mutta myös siellä nähtiin liikevaihdon kasvua (+6 %). Yleisesti Purmo on saanut tehtyä tarvittavia hinnankorotuksia, mikä kertoo yhtiön hinnoitteluvoimasta. Liikevaihdon kasvun ansiosta tulos nousi vertailukaudesta 27,8 MEUR:oon ylittäen ennusteamme (25,3 MEUR). Marginaali laski 11,4 %:iin vuoden takaisesta (Q2'21: 12,6 %), mutta ylitti selvästi odotuksemme 10,9 %:ssa. Tulostaso on pitänyt odotuksiamme paremmin, mutta epävarmuustekijät ovat vielä koholla loppuvuonnakin.

Ennusteissamme ei isoja muutoksia

Purmon ohjeistus jäi ennalleen eikä näkymissä ollut merkittäviä yllätyksiä. Yhtiö odottaa liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 (2021: 844 MEUR) ja oikaistun käyttökatteen olevan vuoden 2021 tasolla (103,9 MEUR), muuttuen enintään 5 % edellisestä vuodesta. Näkymissä taloudellinen tilanne, materiaalien saatavuus ja kustannuspaineet aiheuttavat vielä riskejä. Volyymit nähdäksemme hiipuvat vielä korkeilta tasoiltaan, mutta toisaalta yhtiö on myös saanut onnistuneesti tehtyä hinnankorotuksia ja kysyntä on pitänyt hyvin pintansa ICS-divisioonassa. Uusia hinnankorotuksia astuu Purmolla voimaan Q3-Q4:n aikana, mutta vielä etenkin Q3 on yhtiön mukaan heikompi kvartaali. Odotamme kokonaisuudessaan kuitenkin, että Purmon liikevaihto kasvaa vahvasti vuonna 2022 ja tulos pysyy hyvällä tasolla. Odotamme nyt liikevaihdon nousevan (2022e: 12 %) hintojen korotuksien sekä Thermotech-yritysosaston ansiosta, mutta kärsivän volyymien hiipumisesta etenkin Radiaattori-divisioonassa. Oikaistun EBITDA:n ennustamme laskevan vuonna 2022 noin 101,7 MEUR:oon (oik. EBITDA-%: 10,8 %) kasvupanostusten, raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen laskiessa marginaaleja. Strategiset tehostustoimet, hyvä liikevaihdon taso ja kustannuspaineiden helpottaminen nostavat ennusteissamme kannattavuuden korkeammalle vuosina 2023-2024 piristäen tuloskasvua.

Arvostuksessa selkeää nousuvaraa

Arvostus on mielestämme laskenut hyvin maltilliselle tasolle ennustamaamme tulostasoon nähden (2022e: EV/EBIT: 9x, P/E: 10x). Jo hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 14-16x) alatasolla osake tarjoaisi yli 30 %:n nousuvaran. Verrokkeihin nähden yhtiö on hinnoiteltu selkeästi alle mediaanitason (-30 %), mikä tarjoaa myös nousuvaraa. Nousuvaran lisäksi osakkeen vuotuinen 4 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Jo vuoden 2022 kohtuu maltilliseen tulostasoon nähden alhainen arvostus tekee mielestämme tuotto/riskisuhteen osakkeessa tällä hetkellä oikein houkuttelevaksi.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

13,00 EUR

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi:

11,00



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	843,6	943,5	907,3	921,0
kasvu-%	26 %	12 %	-4 %	2 %
EBITDA oik.	103,7	101,7	104,3	109,6
EBITDA-% oik.	12,3 %	10,8 %	11,5 %	11,9 %
Nettotulos	-18,9	32,9	47,2	52,4
EPS (oik.)	1,78	1,07	1,15	1,28
P/E (oik.)	8,0	10,3	9,6	8,6
P/B	1,5	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/EBIT (oik.)	11,1	9,3	8,3	7,3
EV/EBITDA	7,9	7,2	5,9	5,3
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,7	0,6

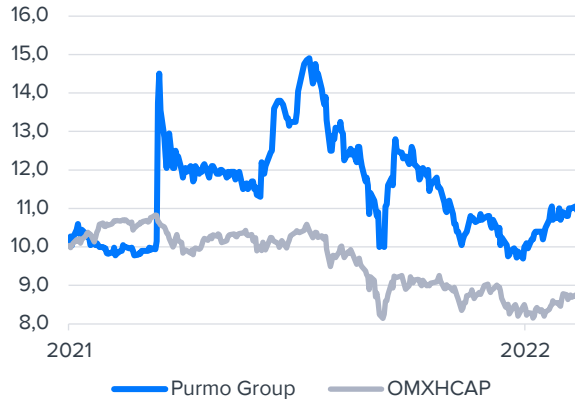
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

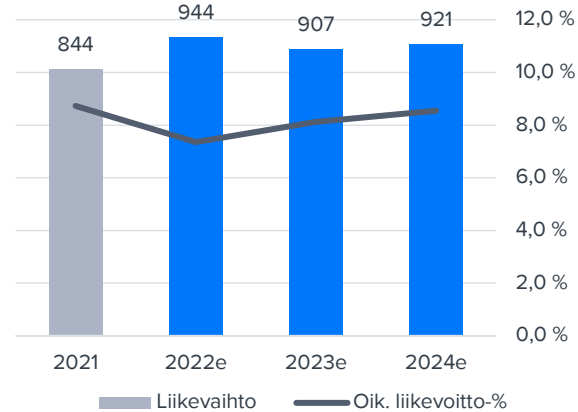
Liikevaihdon odotetaan kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökatteen olevan vuoden 2021 tasolla (103,9 MEUR), muuttuen enintään 5 % edellisestä vuodesta.

Osakekurssi



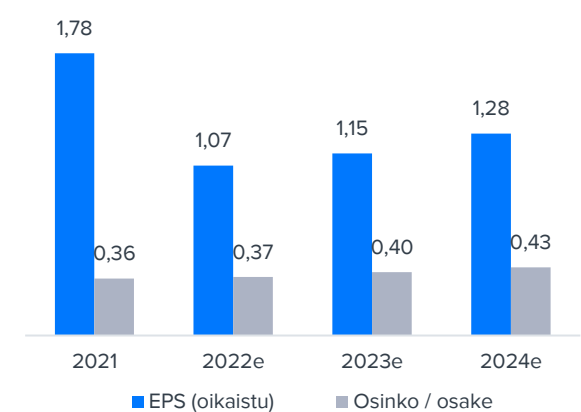
Lähde: Millstream Market Data AB

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
- Kasvavat markkinat vahvoilla megatrendeillä
- Markkinoiden laajimpia tuotetarjoamia
- Vahvat maailmanlaajuiset brändit
- Avainmarkkinoiden johtava toimija
- Kestävä kehitys, korjausvelka, digitalisaatio tukevat markkinan kasvunäkymiä
- Yritysosotot 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	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	452	452	452
Yritysarvo (EV)	649	611	579
P/E (oik.)	10,3	9,6	8,6
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,2	5,9	5,3
EV/EBIT (oik.)	9,3	8,3	7,3
Osinko/tulos (%)	46,1%	34,8%	33,7%
Osinkotuotto-%	3,4%	3,6%	3,9%

Lähde: Inderes

Q2-tulos ylitti ennusteet

Liikevaihto hyvässä kasvussa

Purmo Groupin liikevaihto oli Q2:lla vahvassa kasvussa ylittäen ennusteemme. Liikevaihto kasvoi vertailukaudesta 16 %:lla 245 MEUR:oon (Q2'21: 212 MEUR), kun odotimme 232 MEUR:n liikevaihtoa. Kasvua on tukenut hyvä kysyntä etenkin ICS-divisioonassa (+28 %). Divisioonan kasvua tuki etenkin Thermotech-yritystosto ja Italian markkinan vahvana jatkunut veto. Radiaattori-divisioonassa volyymit ovat olleet laskusuunnassa, mutta myös siellä nähtiin kasvua (+6 %) hintojen korotuksien ansiosta. Purmo on yleisesti saanut tehtyä tarvittavia hinnankorotuksia markkinoilla nopeasti nousseiden raaka-ainehintojen vuoksi, mikä kertoo yhtiön hinnoitteluvoimasta. Q3-Q4 astuu voimaan uudet hinnankorotukset, mutta niissä voi olla vielä jotain viiveitä divisioonittain vaihdellen. Volyymeihin kohdistuu kuitenkin vielä tasaantumista loppuvuonna

arviomme mukaan.

Tulostaso nousi vahvasta vertailukaudesta

Vahvan liikevaihdon kasvun ansiosta tulos nousi vertailukaudesta ylittäen ennusteemme. Oikaistu EBITDA oli Q2:lla 27,8 MEUR (Q2'21: 26,8 MEUR), kun ennusteemme oli 25,3 MEUR:ssa. Marginaali laski 11,4 %:iin vuoden takaisesta (Q2'21: 12,6 %) mm. vertailukauden alemman kustannustason vuoksi, mutta ylitti selvästi odotuksemme 10,9 %:ssa. ICS-divisioonassa tulos parani (+28 %), mutta laski Radiators-divisioonassa (-5 %). ICS:n vahvempaan tulokseen johti hyvin kasvanut myynti, kun taas heikompaan tulokseen Radiators-divisioonassa johti myyntimäärien ja tuotantotehokkuuden lasku.

Ohjeistus ennallaan, näkymät kohtuulliset

Purmo odottaa liikevaihdon kasvavan vuoteen 2021 verrattuna (843,6 MEUR) ja oikaistun käyttökateen

olevan vuoden 2021 tasolla (103,9 MEUR), muuttuen enintään 5 % edellisestä vuodesta. Q3 tulee yhtiön mukaan vielä olemaan heikompi, mutta Q4:llä tilanteen pitäisi parantua niin volyymien, hintojen korotuksien kuin tuotannon tehokkuuden kannalta. Myös vertailukausi H2:lle on helpompi kuin H1 oli.

Markkinanäkymät pidemmälle ovat kuitenkin vielä epävarmoja johtuen geopolittisesta ja taloudellisesta tilanteesta sekä näiden vaikutuksista markkinakysyntään, toimitusketjuihin sekä raaka-aineiden hintoihin. Purmo pyrkii hallitsemaan näitä aktiivisesti (mm. myyntihintojen korotukset) ja on siinä myös hyvin onnistunut. Liikevaihdon ja kysynnän tasaantuminen on ollut odotuksissa, kun koronan patoutunut kysyntä on purkautunut. Samalla kustannusinflaation paine marginaaleissa on ollut odotettua, vaikka inflaation taittumista on etenkin raaka-aineissa jo nähty.

Ennustetaulukko	Q2'21	Q2'22	Q2'22e	Q2'22e	Konsensus		Erotus (%)	2022e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	212	245	232				5 %	944
Käyttökate (oik.)	26,8	27,8	25,3				10 %	101,7
Liikevoitto	17,7	15,9	17,9				-11 %	58,3
Tulos ennen veroja	15,8	12,9	15,6				-17 %	46,7
EPS (raportoitu)	0,43	0,20	0,30				-34 %	0,80
Liikevaihdon kasvu-%	-	15,5 %	9,5 %				6 %-yks.	11,8 %
Käyttökate-% (oik.)	12,6 %	11,4 %	10,9 %				0,5 %-yks.	10,8 %

Lähde: Inderes

Ennusteissa ei merkittäviä muutoksia

Vuoden 2022 kehitys näyttää hyvältä

Liikevaihtoennusteemme hieman nousivat Q2-raportin perusteella. Alariveillä nostimme hieman rahoituskulujen taakkaa ja raportoidut luvut laskivat Q2:n kertaerien johdosta.

Vuosi 2022 sisältää vielä osin epävarmuuksia, mutta hyvä H1-tulos ja kohtuullinen näkyvyys loppuvuoteen tukevat ennustamaamme tulostasoa. Ennustamme nyt liikevaihdon nousevan vuonna 2022 noin 12 %:lla 944 MEUR:oon ja oikaistun käyttökatteen olevan noin 102 MEUR:ssa. Tämä tarkoittaisi noin 2 %:n laskua vielä vertailukaudesta, mikä on yhtiön 5 %:n vaihteluvälin keskitason alapuolella.

Liikevaihdon tasoon laskevasti vaikuttaa maltillistuvat volyymit tuotteille ja Venäjän liiketoiminnan vähentyminen sekä lopullinen poistuma (noin 5 % liikevaihdosta). Selvästi positiivisesti liikevaihtoon vaikuttaa korotetut tuotteiden myyntihinnat ja vuoden

2022 alussa tehty Thermotech-yritysosto. Tuloksen odotamme laskevan hieman vuonna 2022 kasvupanostusten, raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen laskiessa marginaaleja. Ennusteissamme selkeimpinä riskeinä on geopolittisten riskien vaikutukset markkinaan, taloudellisen tilanteen ja markkinan selkeä heikentyminen, raaka-aineiden hintojen nousu sekä hintakilpailun lisääntyminen.

Kohti normaalimpaa toimintaympäristöä vuonna 2023

Vuonna 2023 odotamme yhtiön pääsevän jälleen normaalimpaan toimintaympäristöön, missä näemme tuotteiden volyymien kysynnän palautuvan etenkin loppuvuonna. Hintojen odotamme kuitenkin laskevan, mikä vaikuttaa jollain aikavälillä myös Purmon tuotteisiin. Kustannuspaineiden helpottaminen osaltaan kuitenkin helpottaa marginaalien kasvattamista, jossa näemme

parannusta vuosien 2023-2024 aikana. Näemme kuitenkin markkinatilanteen olevan maltillisempi esimerkiksi vuoteen 2021 verrattuna ja liikevaihdon laskevan nyt 4 %:lla 907 MEUR:oon vuonna 2023. Vuonna 2024 näemme markkinatilanteen (volyymien) piristyvän vuodesta 2023 ja hintojen muutoksien tasaantuvan, mikä kasvattaa liikevaihdon 921 MEUR:oon.

Kannattavuusmarginaalien odotamme lähtevän parantumaan jälleen vuonna 2023 ja edelleen vuonna 2024. Näemme, että kasvupanostuksien etupainotteiset kustannukset eivät enää vaikuta kannattavuuteen, strategian mukainen tehokkuusohjelma etenee ja myös markkinoiden hintapaine kevenee, joka avittaa Purmoa parantamaan marginaalejaan. Ennustamme oikaistun käyttökatemarginaalin nousevan vuonna 2023 noin 11,5 %:iin ja vuonna 2024 edelleen volyymien nousun avulla noin 11,9 %:iin.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	910	944	4 %	888	907	2 %	904	921	2 %
Käyttökate ilman kertaeriä	100	101,7	1%	103,0	104,3	1%	108,5	109,6	1%
Liikevoitto ilman kertaeriä	69,1	69,4	0 %	72,2	73,7	2 %	77,5	78,7	2 %
Liikevoitto	61,6	58,3	-5 %	72,2	73,7	2 %	77,5	78,7	2 %
Tulos ennen veroja	51,4	46,7	-9 %	62,2	62,9	1%	67,6	68,0	1%
EPS (ilman kertaeriä)	1,12	1,07	-4 %	1,14	1,15	1%	1,27	1,28	1%
Osakekohtainen osinko	0,37	0,37	0 %	0,40	0,40	0 %	0,43	0,43	0 %

Lähde: Inderes

Selkeää nousuvaraa

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

Hyväksyttävä arvostustaso

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

Absoluuttiset kertoimet

Vuoden 2022 arvostus on hyvin maltillinen (2022e: oik. EV/EBIT 9x, oik. P/E: 10) ja tarjoaa selkeää nousuvaraa hyväksyttäviin tasoihimme. Vuonna 2023 arvostus laskee (2023e: oik. EV/EBIT 8x, oik. P/E: 10) edelleen houkuttelevammalle tasolle. Vuoden 2022 ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan alarajaan (EV/EBIT: 12x, P/E: 14x) nojaten osakkeessa olisi noin 30 %:n nousuvara.

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

Verrokkiryhmä

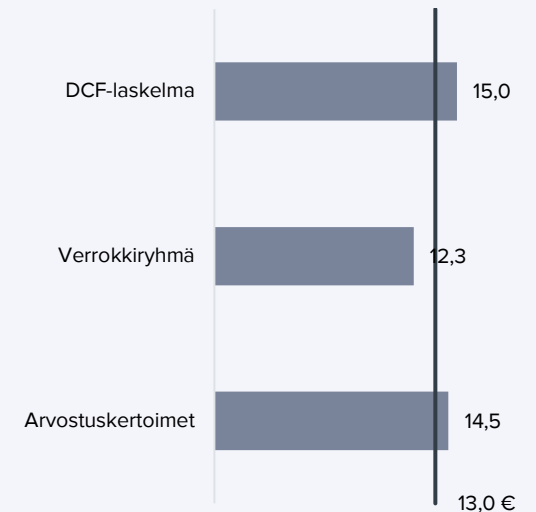
Purmolle on saatavilla kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä toimialan eurooppalaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkiryhmän vuoden 2022e mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 14x, kun vastaava P/E-kerroin on noin 15x. Verrokkien arvostus on hieman noussut alkuvuoden alhostaan, mutta ei ole vielä merkittävän korkea. Purmon arvostus on verrokkien tasoon nähden noin 30 %:n alennuksella. 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.

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo	452	452	452
Yritysarvo (EV)	649	611	579
P/E (oik.)	10,3	9,6	8,6
P/B	1,1	1,0	0,9
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,2	5,9	5,3
EV/EBIT (oik.)	9,3	8,3	7,3
Osinko/tulos (%)	46,1%	34,8%	33,7%
Osinkotuotto-%	3,4%	3,6%	3,9%

Lähde: Inderes

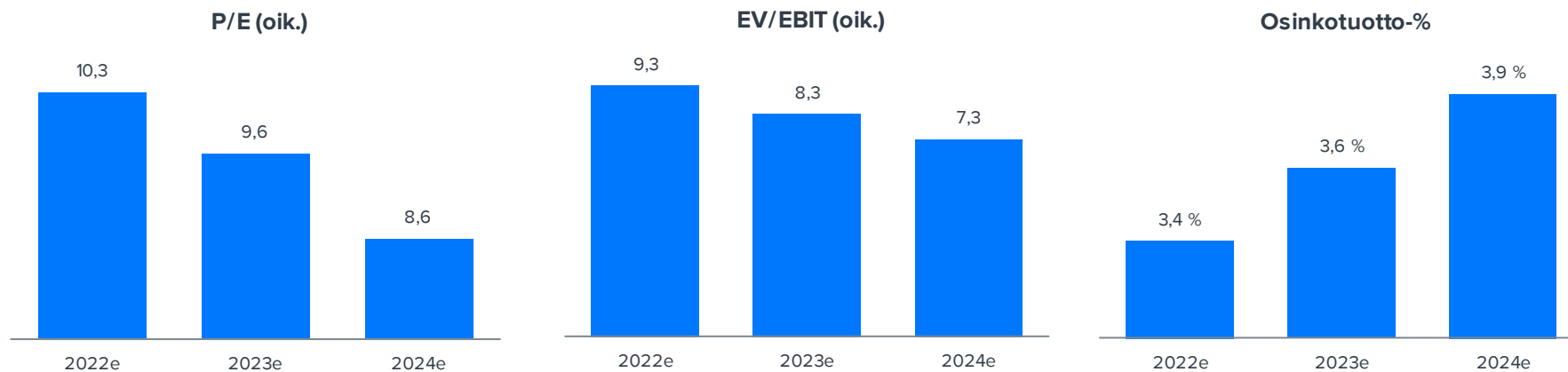
Tavoitehinnan muodostuminen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					14,2	11,0	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl					28,8	41,0	41,0	41,0	41,0
Markkina-arvo					577	452	452	452	452
Yritysarvo (EV)					817	649	611	579	550
P/E (oik.)					8,0	10,3	9,6	8,6	7,9
P/B					1,5	1,1	1,0	0,9	0,9
P/S					0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto					1,0	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)					7,9	7,2	5,9	5,3	4,7
EV/EBIT (oik.)					11,1	9,3	8,3	7,3	6,5
Osinko/tulos (%)					neg.	46,1 %	34,8 %	33,7 %	32,9 %
Osinkotuotto-%					2,5 %	3,4 %	3,6 %	3,9 %	4,2 %

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)	452	649	9,3	8,3	7,2	5,9	0,7	0,7	10,3	9,6	3,4	3,6	1,1
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			-31 %	-34 %	-19 %	-36 %	-57 %	-54 %	-33 %	-32 %	28 %	23 %	-46 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	671	190	212	844	236	245	232	230	944	907	921	957
Käyttökate (oik.)	85,1	29,1	26,8	103,7	29,2	27,8	23,6	21,1	101,7	104,3	109,6	116,2
Poistot ja arvonalennukset	-29,9	-7,5	-8,0	-30,2	-7,7	-8,3	-8,1	-8,2	-32,3	-30,6	-30,9	-31,1
Liikevoitto	42,0	18,7	17,7	3,5	14,1	15,9	15,5	12,9	58,3	73,7	78,7	85,2
Nettorahoituskulut	-10,1	-1,8	-1,9	-8,6	-2,8	-3,0	-2,8	-3,0	-11,6	-10,8	-10,7	-10,7
Tulos ennen veroja	31,9	16,9	15,8	-5,1	11,3	12,9	12,7	9,9	46,7	62,9	68,0	74,4
Verot	-6,6	-5,0	-3,5	-13,7	-4,8	-4,5	-2,5	-2,0	-13,8	-15,7	-15,6	-17,1
Vähemmistöosuudet	-0,4	0,0	-0,1	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	-18,9	6,5	8,4	10,1	7,9	32,9	47,2	52,4	57,3
EPS (oikaistu)	0,94	0,51	0,46	1,78	0,34	0,29	0,25	0,19	1,07	1,15	1,28	1,40
EPS (raportoitu)	0,61	0,41	0,43	-0,66	0,16	0,20	0,25	0,19	0,80	1,15	1,28	1,40

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

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	596	602	595	593	592
Liikearvo	365	369	369	369	369
Aineettomat hyödykkeet	38,0	36,3	34,4	32,9	31,4
Käyttöomaisuus	164	163	164	166	168
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	3,1	7,2	7,0	7,0	7,0
Laskennalliset verosaamiset	25,5	26,5	20,0	18,0	16,0
Vaihtuvat vastaavat	240	444	397	421	437
Vaihto-omaisuus	105	157	160	150	152
Muut lyhytaikaiset varat	26,7	31,7	30,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	53,1	77,1	94,4	90,7	92,1
Likvidit varat	55,0	178	113	150	163
Taseen loppusumma	836	1046	992	1014	1029

Lähde: Inderes

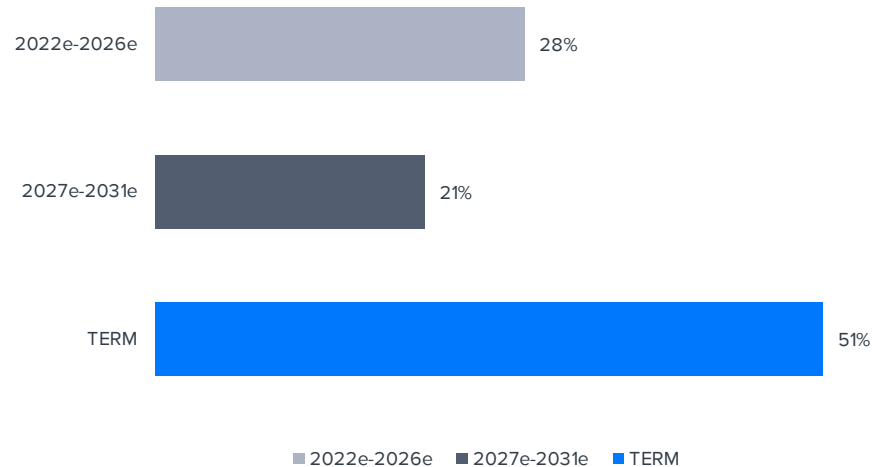
Vuosi 2021 Pro forma, vuodet 2019-2020 Purmo Group

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	517	391	409	441	477
Osakepääoma	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	25,1	6,6	24,9	56,9	92,8
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	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	248	258	257
Lainat rahoituslaitoksilta	100	101	10,0	30,0	30,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	142	192	226	213	212
Muut lyhytaikaiset velat	6,1	11,7	11,7	15,0	15,0
Taseen loppusumma	836	1046	992	1014	1029

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	3,5	58,3	73,7	78,7	85,2	81,2	83,7	87,8	90,7	92,5	94,3	
+ Kokonaispoistot	30,2	32,3	30,6	30,9	31,1	31,2	31,3	31,4	31,5	31,5	31,5	
- Maksetut verot	-16,0	-7,3	-13,7	-13,6	-17,1	-16,3	-17,0	-18,0	-18,6	-19,1	-19,5	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-3,4	-2,7	-2,5	-2,5	-2,3	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	
+ 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	15,9	4,4	-5,0	-10,8	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-1,0	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	-9,3	95,8	92,3	88,5	85,8	92,2	94,4	97,9	100	102	103	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-35,4	-31,0	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-31,2	-34,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-49,5	64,8	61,1	57,3	54,6	61,0	63,2	66,7	69,1	70,5	68,9	
+/- 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	64,8	61,1	57,3	54,6	61,0	63,2	66,7	69,1	70,5	68,9	1000
Diskontattu vapaa kassavirta		62,6	54,2	46,6	40,7	41,8	39,6	38,4	36,5	34,2	30,6	444
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		869	807	753	706	665	623	584	545	509	475	444
Velaton arvo DCF		869										
- Korolliset velat		-417,0										
+ Rahavarat		178										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,6										
Oman pääoman arvo DCF		615										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2022e	2023e
Liikevaihto	943,5	907,3	EPS (raportoitu)	0,80	1,15
Käyttökate	90,6	104,3	EPS (oikaistu)	1,07	1,15
Liikevoitto	58,3	73,7	Operat. kassavirta / osake	2,33	2,25
Voitto ennen veroja	46,7	62,9	Vapaa kassavirta / osake	1,58	1,49
Nettovoitto	32,9	47,2	Omapääoma / osake	9,96	10,74
Kertaluontoiset erät	-11,1	0,0	Osinko / osake	0,37	0,40
Tase	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2022e	2023e
Taseen loppusumma	991,9	1014,0	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	-4 %
Oma pääoma	408,9	440,9	Käyttökateen kasvu-%	169 %	15 %
Liikearvo	369,2	369,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-6 %	6 %
Nettovelat	197,4	159,6	EPS oik. kasvu-%	-40 %	7 %
Kassavirta	2022e	2023e	Käyttökate-%	9,6 %	11,5 %
Käyttökate	90,6	104,3	Oik. Liikevoitto-%	7,4 %	8,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	15,9	4,4	Liikevoitto-%	6,2 %	8,1 %
Operatiivinen kassavirta	95,8	92,3	ROE-%	8,2 %	11,1 %
Investoinnit	-31,0	-31,2	ROI-%	7,6 %	10,0 %
Vapaa kassavirta	64,8	61,1	Omavaraisuusaste	41,2 %	43,5 %
			Nettovelkaantumisaste	48,3 %	36,2 %
Arvostuskertoimet	2022e	2023e			
EV/Liikevaihto	0,7	0,7			
EV/EBITDA (oik.)	7,2	5,9			
EV/EBIT (oik.)	9,3	8,3			
P/E (oik.)	10,3	9,6			
P/B	1,1	1,0			
Osinkotuotto-%	3,4 %	3,6 %			

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 (välttämättä ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.1.2022	Lisää	16,00 €	14,80 €
4.3.2022	Lisää	12,50 €	10,90 €
13.4.2022	Lisää	13,00 €	12,00 €
13.5.2022	Osta	13,00 €	10,35 €
12.8.2022	Osta	13,00 €	11,00 €

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

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes 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.**