

Purmo Group

Yhtiöraportti

25.10.2023 20:46



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Arvostus painunut edulliseksi

Purmon Q3-tulos ylitti odotuksemme ja ohjeistus koko vuoden tuloksen säilymisestä viime vuoden tasolla toistettiin. Emme tehneet tälle vuodelle merkittäviä ennustemuutoksia, mutta laskimme 2024-25 ennusteita heikomman liikevaihtonäkymän myötä, jota hyvä marginaalihallinta osin kompensoi. Osake on painunut mielestämme jo edulliseksi (P/E 8x, EV/EBIT 7x), jonka myötä nostamme suosituksen osta-tasolle (aik. lisää), tavoitehinnan laskiessa 8 euroon (aik. 8,5e) ennustemuutosten ajamana.

Kysyntä odotetun heikkoa, marginaalihallinta tuki tuloskasvua Q3:lla

Purmon Q3:n oikaistu käyttökate ylitti odotuksemme noin 10 % hieman heikommasta liikevaihdosta huolimatta, kun tehostaminen nosti Climate Products & Systems-divisioonan (CPS) kannattavuutta odotuksia enemmän. Tulosta tukivat sekä odotuksia nopeammin etenevä tehostamisohjelma että raaka-ainekulujen lasku yhdistettynä hyvään hinnoitteluun. Pienempi Climate Solutions sen sijaan suoriutui odotuksiamme heikommin niin liikevaihdon kuin tuloksen suhteen.

2023 ohjeistus ennallaan, mutta heikko näkyvä ensi vuodelle painoi ennusteitamme

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa vuoden 2023 oik. käyttökatteen asettuvan samalle tasolle kuin vuonna 2022. Tämä tarkoittaa yhtiön mukaan +/- 5 %:n muutosta eli noin 88–97,5 MEUR. Q3'23:n jälkeen Purmolla oli kasassa 71 MEUR eli noin 6 MEUR tai 7 % viime vuoden tasoa vähemmän, mutta Q4'22 oli heikko ja odotamme yhtiön pystyvän parantamaan tulostaan viimeisellä kvartaalilla. Yhtiö kommentoi lisäksi näkevänsä markkinan heikkenevän hieman myös ensi vuonna. Uskomme yhtiön tehostamisohjelman etenemisen ja muutenkin hyvän marginaalihallinnan mahdollistavan pienen tuloskasvun tästä huolimatta. Heikompi kysyntänäkymä sekä hintapaine aiheutti kuitenkin laskua 2024–25 ennusteisiimme, oik. käyttökatetasolla 3-4 %.

Tehostaminen pääroolissa lähiaikoina, mutta myös kasvua haetaan

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 tyypillisesti CPS:ää parempi ja siten kasvu tukisi koko yhtiön marginaalia (Q3:lla tosin Solutionsin marginaali oli heikompi). Tänä ja ensi vuonna tulos-/marginaaliparannus syntyy vain tehostamistoimien ja kasvua joudumme odottamaan ennusteissamme vuoteen 2025 asti. Pidemmällä aikavälillä kasvua tukee mm. rakennusten energiaremonttien tarve. Purmon taloudellinen tavoite on yli 15 %:n käyttökatemarginaali. Vaikka marginaaliennusteemme ovat nousseet, ne ovat vielä jonkin verran tavoitteen alapuolella, noin 13,5 % tasossa vuosille 2024-25.

Arvostuskertoimet edulliset, joka yhdessä osinkotuoton kanssa tukee hyvää tuotto-odotusta

Näemme vuoden 2023 tulostuottoiminen (P/E 8x, EV/EBIT 7x) olevan Purmolle hyväksyttävien kertoimien alapuolella. Yhtiön hyväksyttävää arvostusta rajoittaa radiaattorien ja siten koko yhtiön vaisuhko kasvupotentiaali sekä keskipitkällä aikavälilläkin vajaan 10 %:n tasoon jäävä pääoman tuottotaso. Uskomme kuitenkin vaikeassakin markkinassa ennallaan pysyvän tulostason, edullisen arvostuksen ja hyvän osinkotuoton yhdistelmän luovan osakkeelle hyvän tuotto-odotuksen. DCF ja osien summa -arvomme indikoivat selvästi nykykurssia korkeampaa tasoa. Tämä vaatii kuitenkin kannattavuuden kestävää parantumista ja/tai parempaa kasvuprofiilia.

Suositus

Osta

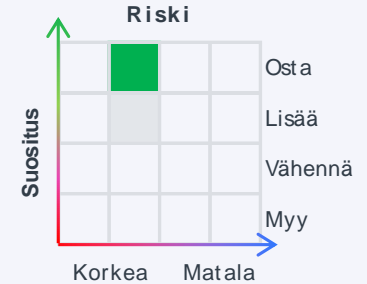
(aik. Lisää)

8,00 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

6,18



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	904,1	753,2	715,7	747,1
kasvu-%	7 %	-17 %	-5 %	4 %
EBITDA oik.	92,9	93,1	95,8	100,2
EBITDA-% oik.	10,3 %	12,4 %	13,4 %	13,4 %
Nettotulos	13,2	-3,8	24,6	38,1
EPS (oik.)	0,85	0,74	0,81	0,89
P/E (oik.)	9,7	8,3	7,6	6,9
P/B	0,9	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,7 %	5,7 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	10,3	7,4	6,5	5,8
EV/EBITDA	6,8	5,4	4,5	4,1
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6

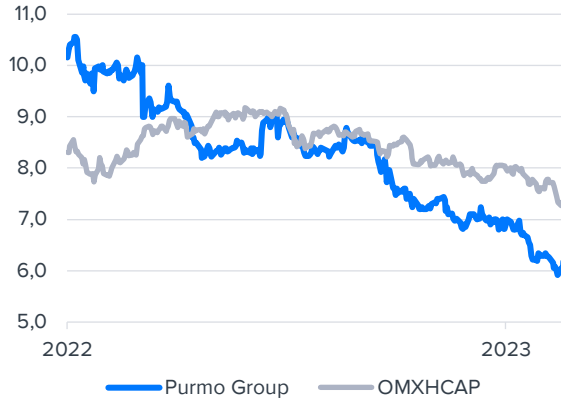
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

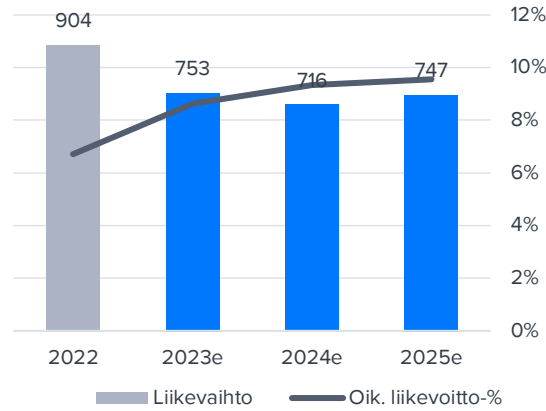
Purmo Group odottaa vuoden oikaistun käyttökatteen asettuvan samalle tasolle vuoteen 2022 nähden (92,9 miljoonaa euroa). Samalla tasolla tarkoittaen muutosta +/- 5 prosenttia välillä edelliseen vuoteen verrattuna.

Osakekurssi



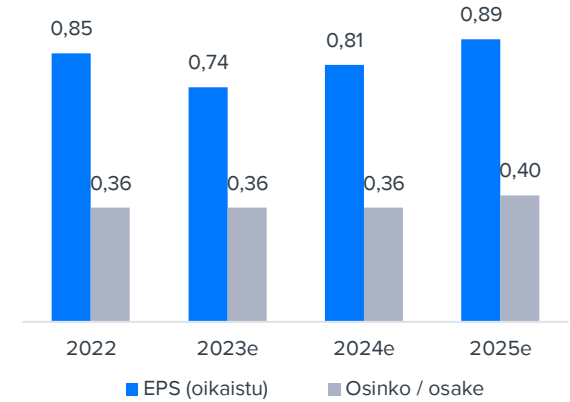
Lähde: Millistream Market Data AB

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	6,18	6,18	6,18
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	264	264	264
Yritysarvo (EV)	538	495	471
P/E (oik.)	8,3	7,6	6,9
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,5	4,1
EV/EBIT (oik.)	7,4	6,5	5,8
Osinko/tulos (%)	neg.	61 %	44 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,7 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Tehostaminen tuki tulosta odotuksia enemmän

Liikevaihto laski hieman odotettua enemmän Climate Solutions-divisioonan johdolla

Purmon liikevaihto pieneni odotetusti vertailukaudesta matalampien volyymien myötä, mutta jäi myös hieman odotuksiamme ja Q2'23-tasoa matalammaksi. Vertailukausi Q3'22 oli vielä verrattain vahva kysynnän suhteen. Liikevaihto laski Climate Products & Systems-divisioonassa 17 %, suunnilleen odotuksemme mukaan, mutta Climate Solutions-divisioonan yli 25 % lasku oli odotuksiamme suurempi. Tämä johtui edelleen divisioonan päämarkkinan Italian normalisoitumisesta vahvan kysynnän jälkeen sekä toisen päämarkkinan Ruotsin heikkoudesta. Nämä tekijät olivat tiedossa etukäteen, mutta vaikutus oli odotuksiamme suurempi.

Tehostamisohjelma tuki vahvasti tulosta etenkin Products & Systems-divisioonassa

Selvästi laskeneesta liikevaihdosta ja volyymeista huolimatta Purmo onnistui parantamaan oik. käyttökatestaan 23,5 MEUR:oon (meidän ennuste 21,5 MEUR, Q3'22: 19,6 MEUR ja Q2'23: 21,2 MEUR). Tulos parani voimakkaasti (45 %) Climate Products & Systems-divisioonassa ja oli myös yli ennusteidemme (22 MEUR vs. 18 MEUR). Marginaali oli tälle divisioonalle vahvalla tasolla, yli 15 % oik. käyttökatestaan. Tätä tukivat tehostamisohjelma ja matalammat raaka-ainekulut. Pienemmässä Climate Solutions-divisioonassa tulos sen sijaan tippui lähes puoleen ja oli vain 3,6 MEUR, kun odotimme 6 MEUR. Pudotus johtui liikevaihdon selvästä laskusta.

Kassavirta parani, tase edelleen kireällä

Purmo pystyi luomaan marginaalisesti positiivisen (1 MEUR) liiketoiminnan kassavirran Q3:lla. Koko yhdeksän kuukauden kassavirta oli 8 MEUR, selvä parannus vertailukauteen, kun käyttöpääoman kausiluonteinen sitoutuminen on ollut pienempää kuin viime vuonna. Yhtiön tasetilanne säilyi suhteellisen kireänä, kun nettovelka/oik. käyttökate oli 2,7x (ilman hybridilainaa), kun yhtiön tavoite on pysyä alle 3x.

Ennustetaulukko	Q3'22	Q3'23	Q3'23e	Q3'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	216	176	182	184			-3 %	753
Käyttökate (oik.)	19,6	23,5	21,5	-			9 %	93,1
Liikevoitto	10,5	11,2	-1,5	0,4			-847 %	26,1
EPS (raportoitu)	0,13	0,08	0,15	-0,04			-48 %	0,74
Liikevaihdon kasvu-%	-	-18,6 %	-15,9 %	-15,0 %			-2,7 %-yks.	-16,7 %
Käyttökate-% (oik.)	9,1 %	13,3 %	11,8 %				1,5 %-yks.	12,4 %

Lähde: Inderes & Bloomberg, 4 analytiikkaa (konsensus)

Purmo Group Q3'23: Taistelu myynneistä jatkuu



Varovaisempi kysyntänäkymä painoi 2024-25 liikevaihtoennusteita

Ohjeistus tasaisesta koko vuoden tuloksesta ennallaan

Yhtiö ei ohjeista liikevaihtokehitystä tälle vuodelle mutta toisti ohjeistuksena, jonka mukaan 2023 oikaistun käyttökateen odotetaan asettuvan samalle tasolle kuin vuonna 2022 eli noin 93 MEUR. Purmo kertoo tämän tarkoittavan +/- 5 % muutosta eli noin 88–97,5 MEUR. 9 kuukauden jälkeen Purmolla on kasassa 71 MEUR vs. 77 MEUR viime vuonna (7 % lasku). Q4'22 oli kuitenkin heikko, joten odotamme yhtiön tekevän viime vuotta paremman tuloksen viimeisellä kvartaalilla. Meidän ennuste säilyi 93 MEUR:ssa eli ohjeistuksen keskikohdassa.

Yhtiö nosti arviotaan Accelerate PG -tehostamisohjelman vaikutuksesta tälle vuodelle ja odottaa nyt yli 25 MEUR:n run-rate-tasoa 2023 loppuun mennessä (aiemmin 20 MEUR). Se arvioi

lisäksi saavuttavansa 40 MEUR säästöt jo H1'24 lopussa, kun aiemmin aikataulu oli 2024 lopussa. Kokonaisuudessaan yhtiö uskoo saavuttavansa yli 40 MEUR:n säästöt. Q3:n lopussa tästä oli saavutettu reilut 22 MEUR. Nopeutuneen aikataulun ansiosta vaikutus 2024 tulokseen tulee yhtiön arvion mukaan olemaan 35 MEUR. Tämä ei kuitenkaan tarkoita vastaavaa tulosparannusta sillä uskoaksemme hyöty menee osittain kasvupanostuksiin ja kustannusinflaation kompensointiin.

Tämän vuoden ennusteissa vain pientä säätöä

Laskimme Q3:n heikon liikevaihdon ajamana 2023 liikevaihtoennustetta hieman, oik. käyttökate-ennusteen pysyessä ennallaan. Hyvän Q3-tuloksen jälkeen tämä tarkoittaa hieman aiempaa varovaisempia Q4-ennusteita. Raportoituja lukuja heiluttavat pienet muutokset kertaerissä.

Markkina on heikko myös ensi vuonna

Purmo kertoi Q3-tulosesityksessä odottavansa markkinan laskevan hieman myös vuonna 2024. Lisäksi laskevat raaka-ainehinnat tuovat nähdäksemme painetta yhtiön myyntihintoihin. Olemme näiden syiden vuoksi laskeneet 2024–25 liikevaihtoennusteitamme varsin selvästi.

Yhtiön erinomaisesti etenevien tehostustoimien myötä tulosennusteet laskivat vähemmän, oik. käyttökateen tasolle 3-4 %. Yhtiön poistot laskivat Q3:lla selvästi, joka käsityksemme mukaan on pysyvää. Pienempi poistotaso 2024-25 tuki alempia tulosrivejä niin, että niissä muutokset jäivät pieniksi varsin merkittävästä liikevaihtoennusteiden laskusta huolimatta.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e			2024e			2025e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	769	753	-2 %	803	716	-11 %	839	747	-11 %
Käyttökate (oik.)	93,2	93,1	0 %	100	96	-4 %	103	100	-3 %
Liikevoitto	28,5	26,1	-8 %	57,4	56,9	-1 %	71,0	71,4	1 %
Tulos ennen veroja	7,9	6,5	-18 %	39,4	38,9	-1 %	55,0	55,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,71	0,74	4 %	0,82	0,81	-1 %	0,89	0,89	1 %
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

Nostamme Purmon suosituksen osta-tasolle (aik. lisää). Positiivista näkemystämme puoltaa etenkin yhtiön matalalle painunut arvostus sekä 2023 jälkeen odottamamme pieni tuloskasvu sekä hyvä, yli 5 %:n osinkotuotto.

Tulospohjainen arvostus on edullinen

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 8x ja EV/EBIT noin 7,5x, kun huomioidaan hybridi velkana ja sen korot osakekohtaisessa tuloksessa.

Arvostus on siis hyväksyttävien kertoimien alapuolella. Ottaen huomioon, että ennusteissamme vuosi 2023 on lähivuosista heikoin, tämä vaikuttaa edulliselta. Odotettu tuloskasvu painaa kertoimia hieman alemmaksi 2024–25. 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 %.

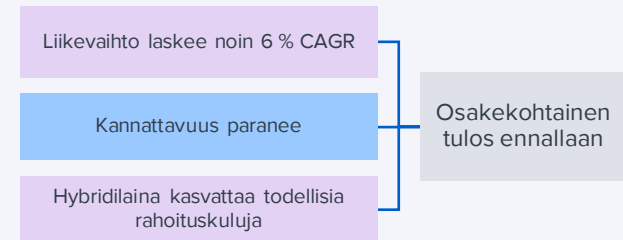
Pääoman tuottovaatimuksemme (WACC) Purmolle on noin 8,8 % ja oman pääoman kustannus noin 10 %. Matalahkoa pääoman tuottovaatimusta tukee suhteellisen tasainen liiketoiminta ja velkavivun käyttö, kun taas korkeampaa oman pääoman tuottovaatimusta tukee mm. liiketoiminnan syklisyys.

DCF-mallimme indikoi Purmon velattoman arvon olevan noin 720 MEUR ja osakekannan arvon noin 430 MEUR eli noin 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.

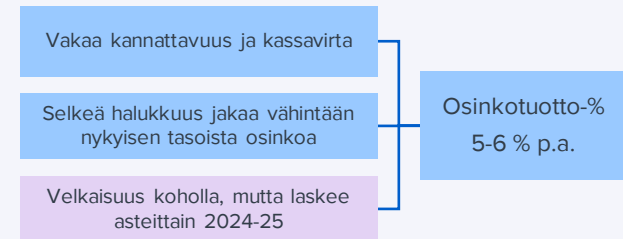
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

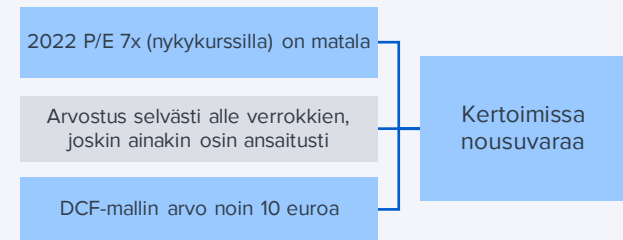
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ~20 % p.a.

Arvonmääritys 2/2

Tasepohjainen arvostus näyttää edulliselta

Ennusteillamme Purmon pääoman tuotot jäävät keskipitkälläkin aikavälillä keskinkertaisiksi, sekä oman pääoman tuoton että koko pääoman tuoton jäädessä 8–10 % haarukkaan. 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 huomioiden, nykyinen P/B arvostus noin 0,7x. 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 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 9x. Käyttämällä Purmon (entisille) divisioonille 2021-23e EBITDA-keskiarvoa päädyimme noin 8,5 euron käypään arvoon Purmon osakkeelle. Verrokkien arvostus on laskenut viime kuukausina merkittävästi, sillä edellisessä päivityksessä vastaava osien summa, lähes samoilla tulosluvuilla, päättyi yli 11 euroon.

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

Marginaalitavoitteen saavuttaminen toisi lisää nousuvaraa

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 115 MEUR käyttökate ja reilun euron osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin 11x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi 11,5 euroa vuonna 2026. Kuten olemme edellä maininneet, ennusteemme jäivät kuitenkin selvästi tavoitetasosta. Tässäkin suhteessa potentiaali on aiempia arviotamme pienempi, sillä liikevaihtoennusteemme ovat laskeneet ja marginaaliennusteet nousseet lähemmäs Purmon tavoitteita yhtiön hyvän marginaalihallinnan ansiosta. Siten marginaalitavoitteen saavuttaminen ei tuo enää yhtä paljon nousupotentiaalia ennusteisiimme nähden kuin aiemmin.

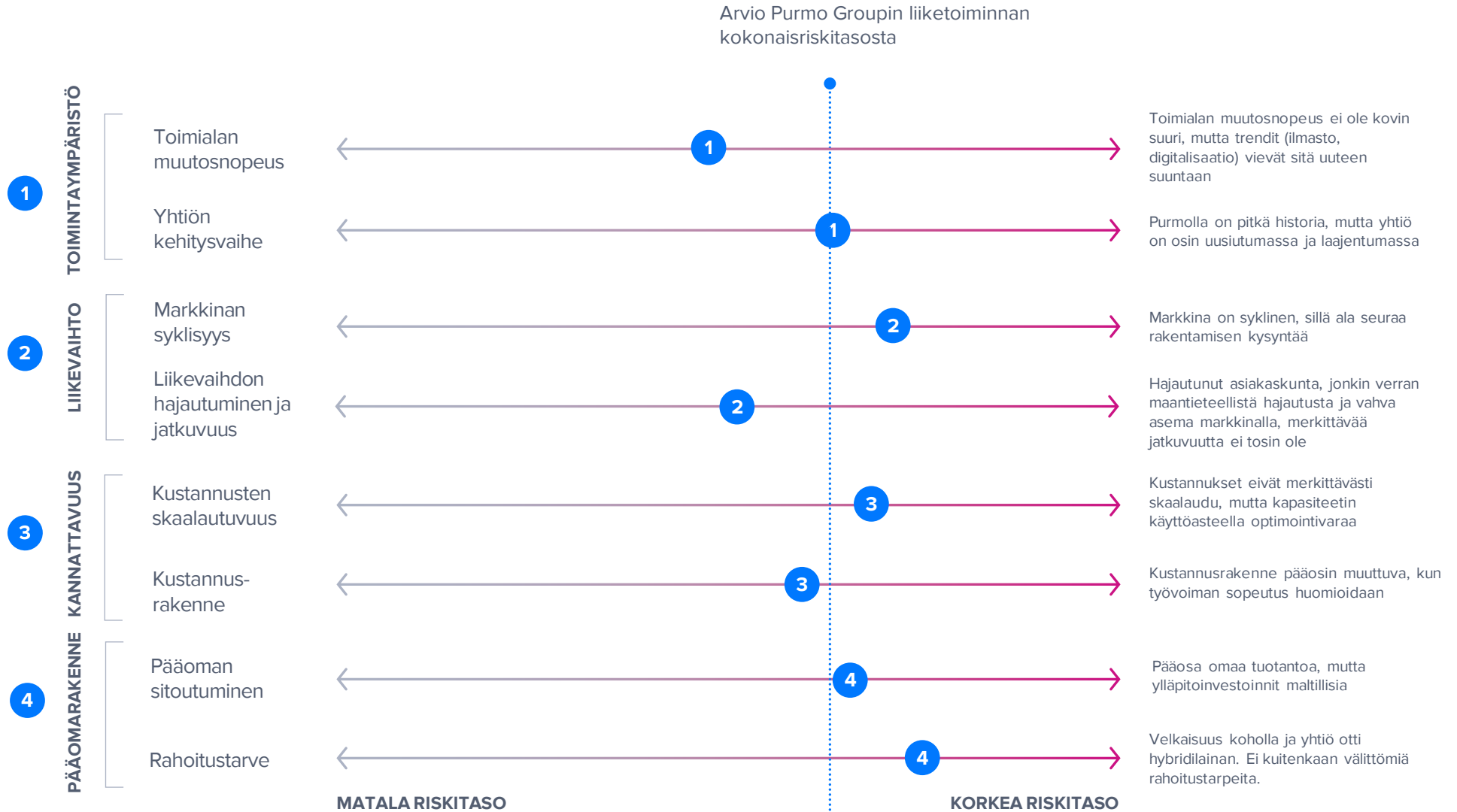
Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,18	6,18	6,18
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	264	264	264
Yritysarvo (EV)	538	495	471
P/E (oik.)	8,3	7,6	6,9
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,4	4,5	4,1
EV/EBIT (oik.)	7,4	6,5	5,8
Osinko/tulos (%)	neg.	61 %	44 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,7 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Osien summa	Arvo, MEUR	Arvostusmetodi
Radiaattorit	288	Stelrad EV/EBITDA 2023 Verrokkiryhmä EV/EBITDA 2023
ICS	439	
Muut	-90	EV/EBITDA 9x
EV yhteensä	637	
Nettovelka 2023 lopussa	275	Sisältää hybridin
Osakepääoma	363	
per osake	8,5	

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

- Purmon selvästi suurin divisioona on Climate Products & Systems, jonka jakelukanavana toimivat lähinnä rakennus/LVI-alan tukkukaupat.
- Ratkaisumyynti koskeekin mielestämme lähinnä pienempää Climate Solutions –divisioonaa. 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 sisäilmaratkaisujen 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 yritysostoissa. Tosin tämän hetkinen tasetilanne ei mahdollista yhtiölle kovin merkittävää velkarahalla tehtyä yritysostoa, 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 yritysostoissa ja toiminut takavuosina radiaattorimarkkinan konsolidoijana. Näiden

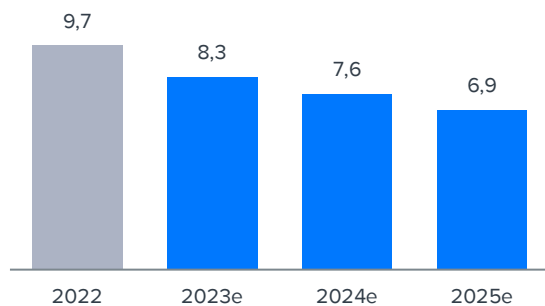
kauppojen laatua on mahdotonta kattavasti enää jälkikäteen arvioida, mutta radiaattorien laskenut kysyntä huomioiden, siihen markkinaaan keskittyminen ei ainakaan pidemmällä tähtäimellä ole ollut arvoa luovaa. Olemme sivulla 14 maininneet muutamia tuoreempia yritysostoja. Näidenkin osalta onnistumisen 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

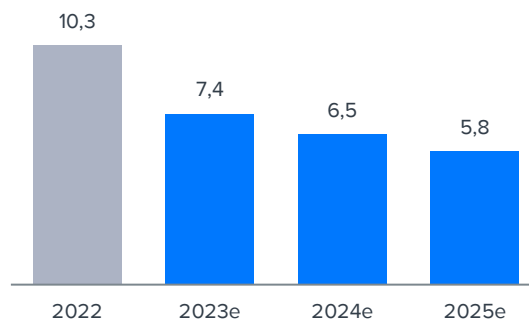
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi					8,22	6,18	6,18	6,18	6,18
Osakemäärä, milj. kpl					41,2	42,7	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo					351	264	264	264	264
Yritysarvo (EV)					627	538	495	471	441
P/E (oik.)					9,7	8,3	7,6	6,9	5,7
P/B					0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S					0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto					0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)					6,8	5,4	4,5	4,1	4,3
EV/EBIT (oik.)					10,3	7,4	6,5	5,8	5,9
Osinko/tulos (%)					112,9 %	neg.	60,6 %	43,5 %	40,0 %
Osinkotuotto-%					4,3 %	5,7 %	5,7 %	6,3 %	7,0 %

Lähde: Inderes

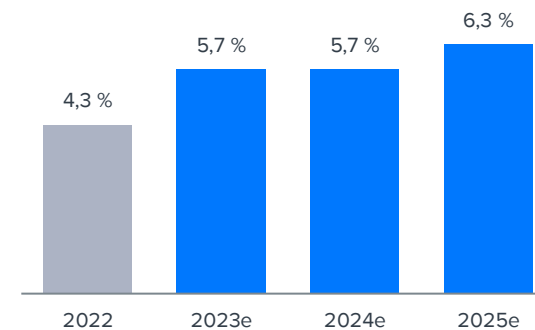
P/E (oik.)



EV/EBIT (oik.)



Osinkotuotto-%



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	11158	11974	18,7	16,8	15,2	13,6	2,9	2,6	24,3	22,0	1,2	1,3	4,1
Lindab International AB	952	1255	12,9	11,0	8,8	7,8	1,2	1,1	13,4	11,5	3,1	3,5	1,5
Systemair AB	1024	1145	12,0	11,0	8,5	8,1	1,1	1,1	16,2	14,0	2,1	2,4	2,5
Uponor Oyj	2089	2184	16,3	14,3	11,1	10,2	1,7	1,7	24,9	20,5	2,5	2,7	4,3
Arbonia AG	553	808	39,5	19,7	8,1	6,7	0,7	0,7	94,3	22,0	3,8	3,8	0,5
Volution Group PLC	780	894	12,1	11,6	10,0	9,5	2,4	2,2	13,8	13,4	2,2	2,4	
Zehnder Group AG	982	975	14,7	13,8	10,5	9,8	1,2	1,2	11,3	10,5	3,6	3,7	1,7
Stelrad Group PLC	140	232	7,1	6,1	5,1	4,5	0,6	0,6	7,2	5,9	8,0	8,0	
Ecoclime Group AB	19	16		10,7		6,8	0,6	0,5		12,6			1,1
Purmo Group (Inderes)	264	478	7,4	6,5	5,4	4,5	0,6	0,6	8,3	7,6	5,7	5,7	0,6
Keskiarvo			16,7	12,8	9,6	8,6	1,4	1,3	25,7	14,7	3,3	3,5	2,2
Mediaani			13,8	11,6	9,4	8,1	1,2	1,1	15,0	13,4	2,8	3,1	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-47 %	-44 %	-42 %	-44 %	-45 %	-45 %	-44 %	-43 %	101 %	83 %	-64 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	236	245	216	207	904	212	180	176	185	753	716	747	768
Climate Products & Systems	195	192	171	163	721	169	145	143	150	607	577	600	612
Climate Solutions	42	53	45	44	184	43	36	33	35	147	139	147	156
Käyttökate	29,3	24,3	18,5	6,3	78,4	23,1	16,9	17,3	-3,0	54,3	85,8	100,2	103,4
Käyttökate (oik.)	29,2	27,8	19,6	16,3	92,9	26,4	21,2	23,5	22,0	93,1	95,8	100,2	103,4
Poistot ja arvonalennukset	-15,2	-8,4	-8,0	-7,9	-39,4	-8,0	-8,0	-6,1	-6,1	-28,2	-28,9	-28,8	-28,6
Liikevoitto ilman kertaerää	21,6	19,5	11,5	8,1	60,7	18,5	13,1	17,4	15,9	64,9	66,9	71,4	74,8
Liikevoitto	14,1	15,9	10,5	-1,5	39,0	15,1	8,9	11,2	-9,1	26,1	56,9	71,4	74,8
Climate Products & Systems (oik. EBITDA)	22,9	21,2	15,3	12,3	71,7	22,7	17,3	22,2	20,0	82,2	85,0	87,0	89,0
Climate Solutions (oik. EBITDA)	8,5	8,7	6,4	6,3	29,9	6,2	6,6	3,6	4,5	20,9	21,0	23,6	25,0
Muut	-2,1	-2,1	-2,1	-2,4	-8,7	-2,5	-2,7	-2,3	-2,5	-10,0	-10,2	-10,4	-10,6
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	-4,0	-5,0	-19,6	-18,0	-16,0	-13,8
Tulos ennen veroja	11,3	12,9	6,2	-8,8	21,6	9,5	3,9	7,2	-14,1	6,5	38,9	55,4	61,0
Verot	-4,8	-4,5	-0,9	1,8	-8,4	-2,7	-0,5	-2,7	-1,0	-6,9	-8,5	-11,6	-14,0
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
Nettotulos	6,5	8,4	5,3	-7,0	13,2	7,0	0,6	3,1	-16,5	-5,9	24,6	38,1	46,0
EPS (oikaistu)	0,34	0,29	0,15	0,06	0,85	0,24	0,11	0,22	0,16	0,74	0,81	0,89	1,08
EPS (raportoitu)	0,16	0,20	0,13	-0,17	0,32	0,16	0,01	0,07	-0,39	-0,14	0,58	0,89	1,08
Tunnusluvut	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	24,0 %	15,5 %	-1,0 %	-7,1 %	7,2 %	-10,4 %	-26,3 %	-18,6 %	-10,5 %	-16,7 %	-5,0 %	4,4 %	2,8 %
Oik. käyttökateen kasvu-%	0,3 %	3,8 %	-22,8 %	-27,9 %	-10,6 %	-9,6 %	-23,8 %	19,9 %	35,0 %	0,2 %	2,9 %	4,6 %	3,2 %
Käyttökate-%	12,4 %	9,9 %	8,6 %	3,1 %	8,7 %	10,9 %	9,4 %	9,8 %	-1,6 %	7,2 %	12,0 %	13,4 %	13,5 %
Oikaistu käyttökate-%	12,4 %	11,4 %	9,1 %	3,9 %	10,3 %	12,5 %	11,8 %	13,3 %	11,9 %	12,4 %	13,4 %	13,4 %	13,5 %
Nettotulos-%	2,8 %	3,4 %	2,5 %	-3,4 %	1,5 %	3,5 %	1,1 %	1,7 %	-8,9 %	-0,5 %	3,4 %	5,1 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	602	619	614	612	610
Liikearvo	369	371	371	371	371
Aineettomat hyödykkeet	36,3	47,0	45,0	43,2	41,5
Käyttöomaisuus	163	167	167	167	167
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	359	342	374
Vaihto-omaisuus	157	174	151	122	127
Muut lyhytaikaiset varat	31,7	45,4	30,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	77,1	89,1	82,9	71,6	74,7
Likvidit varat	178	56,3	95,3	119	142
Taseen loppusumma	1046	984	972	954	984

Lähde: Inderes

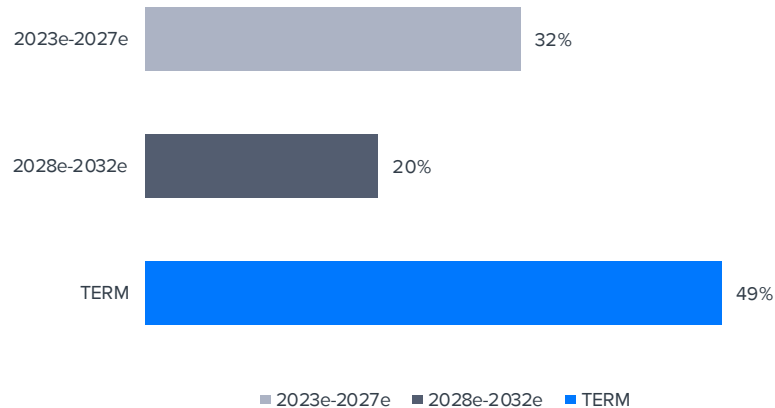
Vuosi 2021 Pro forma

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	391	403	443	452	476
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	6,6	24,4	3,8	13,5	36,7
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
Korolliset velat	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	216	208	225
Korolliset velat	101	20,7	30,0	30,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	192	193	166	157	164
Muut lyhytaikaiset velat	11,7	20,7	20,7	20,7	20,7
Taseen loppusumma	1046	984	972	954	984

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	-16,7 %	-5,0 %	4,4 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,3 %	3,5 %	7,9 %	9,6 %	9,7 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	39,0	26,1	56,9	71,4	74,8	59,0	60,5	62,0	59,3	60,8	62,0	
+ Kokonaispoistot	39,4	28,2	28,9	28,8	28,6	28,5	28,3	28,2	28,1	28,0	24,4	
- Maksetut verot	-8,3	-3,5	-8,5	-11,6	-14,0	-10,6	-10,9	-11,3	-10,7	-11,0	-11,3	
- verot rahoituskuluista	-5,0	-4,5	-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	17,4	32,0	-1,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	33,1	63,8	105	83,6	85,1	73,0	73,9	75,0	72,8	73,8	71,3	
+ 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	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0	-27,0	-3,5	-20,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-24,6	36,8	78,3	56,6	58,1	46,0	46,9	48,0	45,8	70,3	51,1	
+/- Muut	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-24,6	34,9	78,3	56,6	58,1	46,0	46,9	48,0	45,8	70,3	51,1	764
Diskontattu vapaa kassavirta		34,4	70,8	47,0	44,4	32,3	30,3	28,4	24,9	35,2	23,5	351
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		722	688	617	570	526	493	463	435	410	375	351
Velaton arvo DCF		722										
- Korolliset velat		-333										
+ Rahavarat		56										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,9										
Oman pääoman arvo DCF		431										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,1										

Rahavirranjakauma 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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	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	753,2	715,7	EPS (raportoitu)	0,32	-0,13	0,58
Käyttökate	78,4	54,3	85,8	EPS (oikaistu)	0,85	0,74	0,81
Liikevoitto	39,0	26,1	56,9	Operat. kassavirta / osake	0,80	1,49	2,47
Voitto ennen veroja	21,6	6,7	38,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	0,82	1,84
Nettovoitto	13,2	-5,7	24,6	Omapääoma / osake	9,79	10,38	10,61
Kertaluontoiset erät	-21,7	-38,8	-10,0	Osinko / osake	0,36	0,36	0,36
Tase	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	983,9	972,4	953,9	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-17 %	-5 %
Oma pääoma	403,3	442,7	452,4	Käyttökatteen kasvu-%	133 %	-31 %	58 %
Liikearvo	370,6	370,6	370,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	7 %	3 %
Nettovelat	276,8	214,7	171,0	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-12 %	9 %
Kassavirta	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	8,7 %	7,2 %	12,0 %
Käyttökate	78,4	54,3	85,8	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	8,6 %	9,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	17,4	32,0	Liikevoitto-%	4,3 %	3,5 %	7,9 %
Operatiivinen kassavirta	33,1	63,8	105,3	ROE-%	3,3 %	-1,3 %	5,5 %
Investoinnit	-53,3	-27,0	-27,0	ROI-%	5,1 %	3,5 %	7,6 %
Vapaa kassavirta	-24,6	34,9	78,3	Omavaraisuusaste	41,0 %	45,5 %	47,4 %
				Nettovelkaantumisaste	68,6 %	48,5 %	37,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023e	2024e				
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6				
EV/EBITDA (oik.)	6,8	5,4	4,5				
EV/EBIT (oik.)	10,3	7,4	6,5				
P/E (oik.)	9,7	8,3	7,6				
P/B	0,9	0,6	0,6				
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,7 %	5,7 %				

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 käytettävät neuvonantajat. 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 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 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 €
26.10.2023	Osta	8,00 €	6,18 €

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.**