

# Purmo Group

## Yhtiöraportti

13.2.2024 19:01



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tulos lähdössä parempaan päin

Purmo Q4 oli hieman odotuksiamme heikompi, mutta ohjeistus mahdollisesti kasvavasta tuloksesta tänä vuonna oli meille positiivinen yllätys. Nostimme oik. käyttökate ennusteitamme 2-3 % vuosille 2024-25. Matalan arvostuksen tukemana (esim P/E 8x 2024) toistamme osta-suosituksen ja 8 euron tavoitehinnan.

## Q4 jäi hieman odotuksistamme, mutta parani selvästi vertailukaudesta

Purmon liikevaihto laski Q4:llä 15 %, joka oli odotuksiamme enemmän, ja jäi Q3-tasolle. Purmon liikevaihto on ollut karkeasti samalla tasolla Q2-Q4'23 markkinakysynnän ollessa heikkoa läpi sen eri tuoteryhmien ja alueiden. Oik. käyttökateen osalta Purmo pystyi parantamaan tulostaan molemmissa segmenteissä, joka Climate Solutionsin osalta oli meille yllätys heikommin sujuneen Q3:n jälkeen. Tämä kertoo mielestämme korkeamman liikevaihdon näkyvän myös hyvin tulosrivillä. Oik. käyttökatemarginaali nousi yli 12 %:n hieman ennustettamme korkeammaksi tehostamisohjelman tukiessa tulosta. Raportoitua tulosta rasittivat merkittävät tehostamisohjelmaan liittyvät kertakulut. Osingoksi yhtiö ehdottaa odotetusti edellisvuoden tasoista, 0,36 euron osakekohtaista osinkoa.

## Ohjeistus varovaisen positiivinen, vaikka markkina on heikko – ennusteita hieman ylemmäs

Purmo ohjeistaa 2024 oik. käyttökateen olevan samalla tai korkeammalla tasolla vuoteen 2023 verrattuna (92 MEUR). Sama taso tarkoittaa +/- 5 % ja parempi siis yli 5 % parannusta. Purmo kertoo jälleenmyyjien varastotasojen tasoittuneen ja yllä mainitun tehostamisohjelman tukevan odotetusti tulosta tänä vuonna. Kysynnän suhteen Purmo odottaa kuitenkin edelleen 2024 olevan heikompi kuin 2023. Huomioimme etenkin Q1'23:n olleen vielä hyvä kvartaali ja siten alkuvuonna odotamme vielä selvää liikevaihdon laskua. Purmon tehostamisohjelma kuitenkin tukee vuoden 2024 tulosta 24 MEUR (yhtiön mukaan) vuoteen 2023 verrattuna, jonka uskomme enemmän kuin kompensoivan matalamman liikevaihdon negatiivisen vaikutuksen. Nostimme ennustettamme hieman (oik. käyttökateetasolla 2-3 %) ja odotamme nyt 96 MEUR oik. käyttökate eli noin 5 %:n parannusta.

## Tulos lähdössä taas nousuun

Purmon lähivuosien arvonluonnin on tarkoitus tapahtua kahta kautta. Ensinnäkin 50 MEUR:n tehostamisohjelman avulla, jonka täysi vaikutus näkyy 2024 lopusta alkaen ja joka näkyy etenkin CPS-divisioonassa. Toiseksi, se pyrkii kasvamaan Solutions-divisioonassa, jonka kannattavuus on tyypillisesti CPS:ää parempi ja siten kasvu tukisi koko yhtiön marginaalia. Tänä vuonna tulosparannus syntyy vain tehostamistoimilla ja kasvua joudumme odottamaan ensi vuoteen. Pidemmällä aikavälillä kasvua tukee mm. rakennusten energiaremonttien tarve. Purmon taloudellinen tavoite on yli 15 %:n käyttökatemarginaali. Marginaaliennusteemme ovat vielä jonkin verran tavoitteen alapuolella, 13,5-14 %:n tasossa vuosille 2024-26.

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

Näemme vuoden 2024 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 tai nousevan 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 kestävästä parantumisesta ja/tai parempaa kasvuprofilia.

## Suositus

### Osta

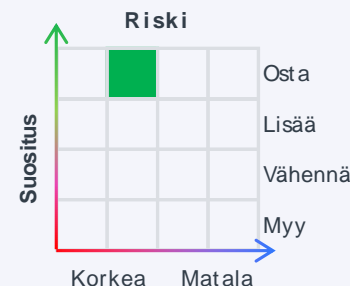
(aik. Osta)

### 8,00 EUR

(aik. 8,00 EUR)

### Osakekurssi:

6,90



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	743,2	708,0	733,7	754,6
<b>kasvu-%</b>	-18 %	-5 %	4 %	3 %
<b>EBITDA oik.</b>	92,9	96,0	101,9	105,2
<b>EBITDA-% oik.</b>	12,5 %	13,6 %	13,9 %	13,9 %
<b>Nettotulos</b>	-13,2	21,1	39,3	44,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,68	0,85	0,92	1,05
<b>P/E (oik.)</b>	9,1	8,3	7,6	6,6
<b>P/B</b>	0,6	0,7	0,6	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,7 %	5,0 %	5,3 %	5,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	8,7	6,9	6,2	6,4
<b>EV/EBITDA</b>	5,2	5,2	4,4	4,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,7	0,6	0,6

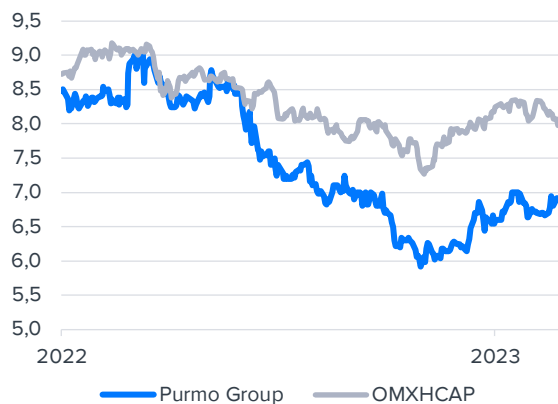
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

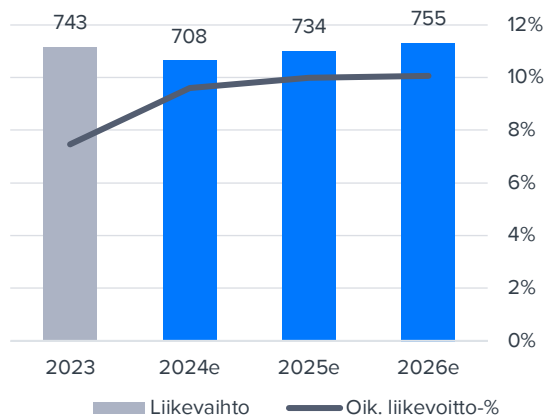
Vuoden 2024 oikaistun käyttökateen odotetaan asettuvan samalle tai korkeammalle tasolle vuoteen 2023 nähden (92,3 miljoonaa euroa).

## Osakekurssi



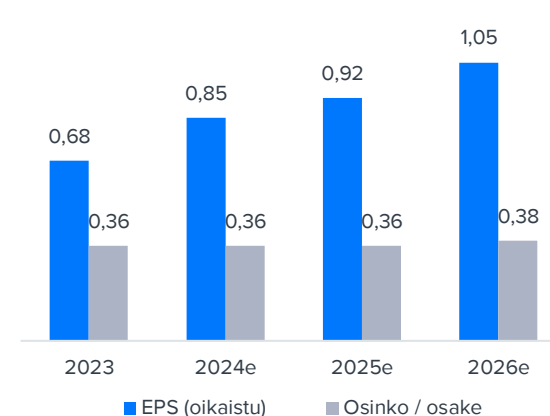
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Markkinoiden laajempia 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	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	6,90	6,90	6,90
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	42,7	42,7	42,6
<b>Markkina-arvo</b>	294	294	294
<b>Yritysarvo (EV)</b>	527	508	484
<b>P/E (oik.)</b>	8,2	7,5	6,5
<b>P/B</b>	0,7	0,6	0,7
<b>P/S</b>	0,4	0,4	0,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,6	0,6
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	5,1	4,4	4,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	6,9	6,1	6,4
<b>Osinko/tulos (%)</b>	71 %	40 %	38 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,1 %	5,3 %	5,8 %

Lähde: Inderes

# Tulos jäi hieman odotuksistamme, mutta marginaali parani reilusti

## Liikevaihto laski odotuksiamme enemmän

Purmon liikevaihto laski Q4:llä 15 %, joka oli odotuksiamme enemmän ja jäi Q3-tasolle. Purmon liikevaihto on ollut karkeasti samalla tasolla Q2-Q4'23, markkinakysynnän ollessa heikkoa ja selvästi vertailukautta alemmalla tasolla. Purmo kommentoi kysynnän olleen heikkoa läpi sen eri tuoteryhmien ja alueiden.

Isommassa Climate Products & Systems -segmentissä liikevaihto laski 15 %, mikä oli odotuksiamme enemmän. Climate Solutions -segmentissä lasku oli 9 %, joka taas oli odotuksiamme parempi suoritus. Climate Solutionsissa liikevaihto oli Q2-Q3-tasoa korkeampi, kun kysyntä näytti tasoittumisen/toipumisen merkkejä. Solutionsia tuki myös sen isolla markkinalla Italiassa vuoden loppuun kohdistuneet projektien

valmistumiset. Maantieteellisesti Purmo kasvoi Keski- ja Itä-Euroopassa, muiden alueiden ollessa laskussa.

## Marginaali selvästi ylös, tulos jäi hieman ennusteesta

Oikaistun käyttökateen osalta Purmo pystyi parantamaan tulostaan molemmissa segmenteissä, joka Climate Solutionsin osalta oli meille yllätys heikommin sujuneen Q3:n jälkeen. Tämä kertoo mielestämme odotuksiamme korkeamman liikevaihdon näkyvän myös hyvin tulosrivillä. Climate Products & Systemsin tulos jäi odotuksistamme heikomman liikevaihdon myötä, mutta siellä tehostamisohjelman toimet tukevat jatkossa vielä lisää tulosta. Tehostamisohjelman vaikutus oli myös Q4:llä aiempia odotuksia isompi.

Oik. käyttökatemarginaali nousi yli 12 %:n hieman ennustettamme korkeammaksi. Raportoitu tulosta

rasittivat merkittävät tehostamisohjelmaan liittyvät kertakulut, jotka olivat vielä odotettuakin suuremmat Q4:llä.

## Rahavirta kohtuullista

Purmon liiketoiminnan rahavirta oli 33 MEUR Q4'23:lla eli hieman vertailukautta heikompi. Vuoden 2023 aikana sen nettovelka pysyi karkeasti ennallaan huomioiden alkuvuonna otettu 60 MEUR hybridilaina. Kassavirtaa painavat tehostamisohjelman isot kertakulut huomioiden rahavirta oli mielestämme kohtuullisen hyvää. Yhtiön raportoima nettovelka/oik. käyttökate (ilman hybridiä) oli 2,4, kun yhtiön tavoite on olla alle 3x. Huomioiden hybridi velkana, tunnusluku oli tasan 3x. Hybridilainan todennäköinen takaisinmaksuaika on helmikuussa 2026.

Osakekohtaiseksi osingoksi yhtiö ehdottaa odotetusti edellisvuoden tasoista, 0,36 euron osinkoa.

Ennustetaulukko	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot.
Liikevaihto	207	175	185	172			-5 %	743
Käyttökate (oik.)	6,4	21,1	22,0	-			-4 %	92,3
Liikevoitto	-1,5	-25,5	-9,1	-17,8			180 %	9,7
EPS (raportoitu)	-0,17	-0,59	-0,39	-0,03			52 %	-0,32
Osinko/osake	0,36	0,36	0,36	0,32			0 %	0,36
Liikevaihdon kasvu-%	-	-15,3 %	-10,5 %	-16,8 %			-4,8 %-yks.	-17,8 %
Käyttökate-% (oik.)	3,1 %	12,1 %	11,9 %				0,2 %-yks.	12,4 %

Lähde: Inderes & Bloomberg, 3 analytiikkaa (konsensus)

## Purmo Q4'23: Odotettua parempi ohjeistus



# Tehostamisohjelma kampeaa tulosta ylös, vaikka markkina on vaikea

## Ohjeistus vihjaa tulosparannuspotentiaalista

Purmo ohjeistaa 2024 oik. käyttökateen olevan samalla tai korkeammalla tasolla vuoteen 2023 verrattuna (92 MEUR). Sama taso tarkoittaa +/- 5 % ja parempi siis yli 5 % parannusta. Purmo kertoo jälleenmyyjien varastotasojen tasoittuneen ja yllä mainitun tehostamisohjelman tukevan odotetusti tulosta tänä vuonna. Nostimme ennustettamme hieman ja odotamme nyt 96 MEUR oik. käyttökateä eli noin 5 % parantumista.

## Markkinat vielä heikot tänä vuonna, toipuu 2025

Purmo toisti jo aiemmin kertomansa arvion siitä, että sen loppumarkkinoiden odotetaan pysyvän heikkona tänä vuonna. Huomautamme Q1'23:n olleen vielä kysyntämielessä selvästi Q2-Q4'23 tasoja parempi, joten uskomme liikevaihdon laskevan selvästi vielä Q1'24:lla vertailukauteen nähden ja tasaantuvan sen

jälkeen.

## Tehostamisohjelman arvioita nostettiin jälleen

Purmon tehostamisohjelma etenee vahvasti eteenpäin ja sen vuositason vaikutus oli 2023 lopussa jo 30 MEUR, aiemmin kerrotun yli 25 MEUR:n sijaan. Yhtiö nosti myös arviota ohjelman kokonaisvaikutuksesta 50 MEUR:oon vuoden 2024 lopussa, kun aiemmin arvio oli yli 40 MEUR. Tilikaudelle 2024 positiivisen vaikutuksen uskotaan olevan 24 MEUR. Tämä on selvästi enemmän kuin arvioimamme liikevaihdon/volyymien laskun tuoma negatiivinen vaikutus. Siten Purmolla on mielestämme mahdollisuus tehdä kasvupanostuksia ja silti parantaa tulosta tänä vuonna. Se korostikin tähtäimen kääntyvän enemmän kasvuun tehostamisohjelman edetessä.

Ohjelman kertakuluista pääosa on jo kirjattu, mutta

tälle vuodelle tulee vielä noin 15 MEUR kertakuluja, joista reilut 10 MEUR on kassavirtavaikutteisia.

## Tulosennusteita hieman ylös

Nostimme oik. käyttökate ennusteitamme 2-3 % vuosille 2024-25. Tälle vuodelle lisäsimme 5 MEUR kertakuluja yhtiön kertomien tehostamisohjelman kulujen mukaisesti, joka painaa raportoituja ennusteita. 2025 tulosennusteet nousivat myös raportoidusti ja tuloslaskelman alemmilla riveillä.

Ennustemuutokset	2023	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	753	743	-1 %	710	708	0 %	741	734	-1 %
Käyttökate (oik.)	92,3	96,0	4 %	93	102	10 %	100	105	6 %
Liikevoitto	26,1	9,7	-63 %	59,0	53,0	-10 %	70,2	73,2	4 %
Tulos ennen veroja	6,5	-9,6	-248 %	40,5	34,5	-15 %	54,2	57,2	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,74	0,68	-7 %	0,84	0,85	1 %	0,87	0,92	6 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,36	0 %	0,36	0,36	0 %	0,40	0,38	-5 %

Lähde: Inderes

# Tuloskasvu tukee hyvää tuotto-odotusta

## Yhteenveto - Osta

Säilytämme Osta-suosituksen Purmolle. Positiivista näkemystämme puoltaa maltillinen arvostus toteutuneella tuloksella, tulevien vuosien 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 ja historiallisesti ne eivät ole onnistuneet kovin hyvin.

Purmon osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/E:llä mitattuna 10–12x ja EV/EBIT-kertoimella 9–11x. Tähän sisältyy oletus positiivisesta tulostrendistä vuodesta 2024 alkaen. Mikäli vakuuttuisimme yhtiön saavuttavan marginaalivoittoa (yli 15 % oik. käyttökatemarginaali) keskipitkällä aikavälillä, voisi arvostus olla hieman korkeampikin, sillä nopeampi tulevien vuosien tuloskasvu kompensoisi sitä.

Yhtiön arvostus tälle vuodelle on P/E noin 8x ja

EV/EBIT noin 7x, kun huomioidaan hybridi velkana ja sen korot osakekohtaisessa tuloksessa. Arvostus on siis hyväksyttävien kertoimien alapuolella. Odotettu tuloskasvu painaa kertoimia edelleen alemmaksi 2024–25. Lisäksi on hyvä huomioida, että meidän ennusteilla yhtiö pystyy maksamaan hybridilainan takaisin vuonna 2026, jolloin yhtiön korkokulut laskevat.

## DCF-arvonmäärittäminen

Purmon historiallisten taloudellisten tietojen vähäisyys ja liiketoiminnan fokuksen muutokset vaikeuttavat DCF-arvonmäärittäystä. Maltillisen kasvuprofilin ja suhteellisen tasaisen kannattavuuden johdosta DCF-malli sopii kuitenkin sinällään mielestämme Purmolle hyvin. Marginaaliennusteemme pidemmällä aikavälillä on lähivuosia alempana ja kasvua ennustamme 2-2,5 % p.a. Terminaalijakson painoarvo on mallissamme alle 50 %.

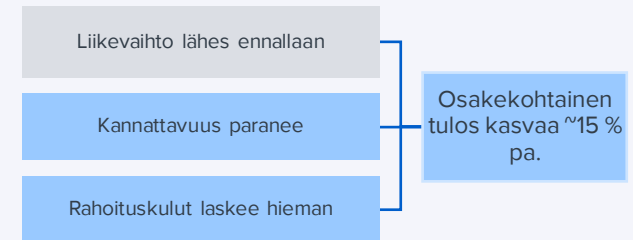
Pääoman tuottovaatimuksemme (WACC) Purmolle on noin 8,8 % ja oman pääoman kustannus noin 10 %. Matalahkoa pääoman tuottovaatimusta tukee suhteellisen tasainen liiketoiminta ja velkavivun käyttö, kun taas korkeampaa oman pääoman tuottovaatimusta tukee mm. liiketoiminnan syklisyys.

DCF-mallimme indikoi Purmon velattoman arvon olevan noin 670 MEUR ja osakekannan arvon noin 390 MEUR eli noin 9 euroa osakkeelta. Annamme enemmän painoa lähivuosien kertoimille tavoitehinnan määrittelyssä, mutta DCF-malli osoittaa yhtiön potentiaalia pidemmällä aikavälillä.

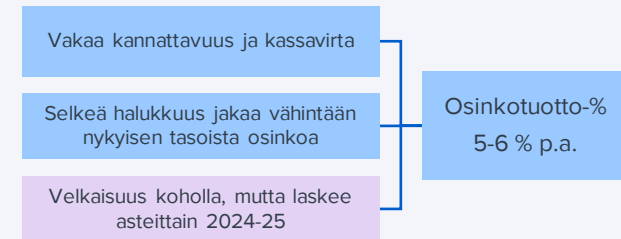
## Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

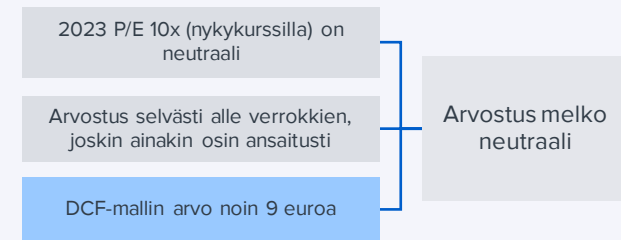
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ~20 % p.a.

# Arvostus houkutteleva monesta kulmasta

## 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 hybridilainaa, joka on kirjattu omaksi pääomaksi, vaikka se on käytännössä mielestämme velkaa. Tämä huomioiden, nykyinen P/B arvostus noin 0,8x. Purmon kirja-arvo tälle vuodelle on (ilman hybridilainaa) vajaa 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 verrokkiryhmäämme, josta on poistettu enemmän radiaattoripuolella toimivat Stelrad ja Arbonia. Nämä verrokki antavat ICS:n EV/EBITDA-kertoimeksi yli 10x. Käyttämällä Purmon (entisille) divisioonille arvioimaamme 2023 käyttökattetta päädyimme noin 10 euron käypään arvoon Purmon osakkeelle.

Etenkin radiaattorien suuri osuus ja sen aiheuttama verrokkeja heikompia kasvuprofiilia painaa siis koko Purmon arvostusta. Emme usko Purmon ryhtyvän

divestoiamaan osia yhtiöstä, joten siinä mielessä osien summa arvon realisoiduminen 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 käyttökattemarginaalin tavoitteeseen (olettaen nykyinen liikevaihtoenusteemme), se tekisi noin 115 MEUR käyttökattetta ja noin 1,2 euroa osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin 11x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi yli 13 euroa vuonna 2026. Kuten olemme edellä maininneet, ennusteemme jäävät kuitenkin tavoitetasosta.

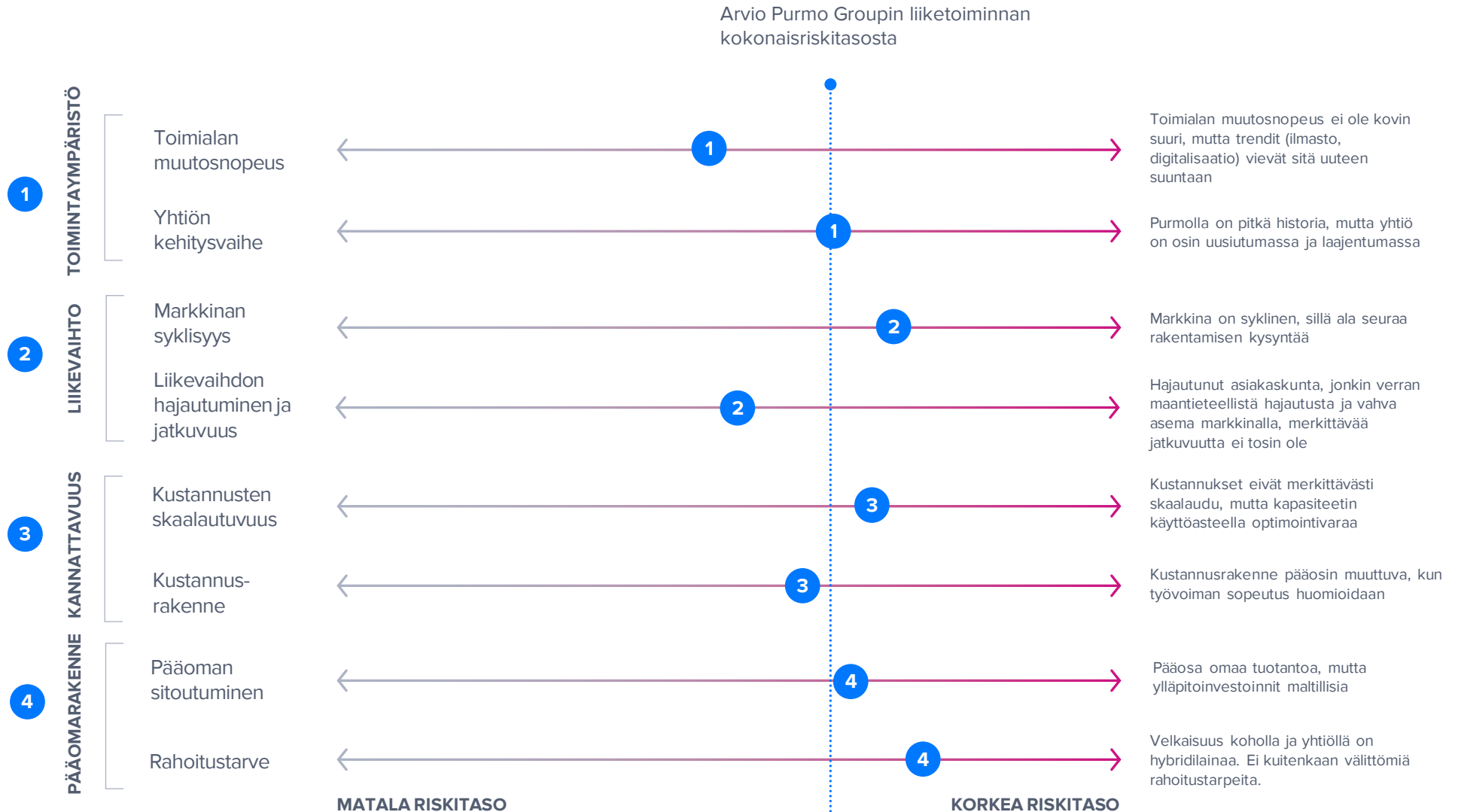
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,90	6,90	6,90
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo	294	294	294
Yritysarvo (EV)	527	508	484
P/E (oik.)	8,2	7,5	6,5
P/B	0,7	0,6	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	5,1	4,4	4,6
EV/EBIT (oik.)	6,9	6,1	6,4
Osinko/tulos (%)	71 %	40 %	38 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,3 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Osien summa	Arvo, MEUR	Arvostusmetodi
Radiaattorit	314	Stelrad EV/EBITDA 2023
ICS	489	Verrokkiryhmä EV/EBITDA 2023
Muut	-89	EV/EBITDA 9x
<b>EV yhteensä</b>	<b>715</b>	
<b>Nettovelka 2023 lopussa</b>	<b>276</b>	Sisältää hybridin
<b>Osakepääoma</b>	<b>439</b>	
<b>per osake</b>	<b>10,3</b>	

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 ainakaan lähiaikoina**

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.

## Yritysstot kasvun mahdollistajana

Aiempien strategisten pointtien lisäksi Purmo näkee yritysstot 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.

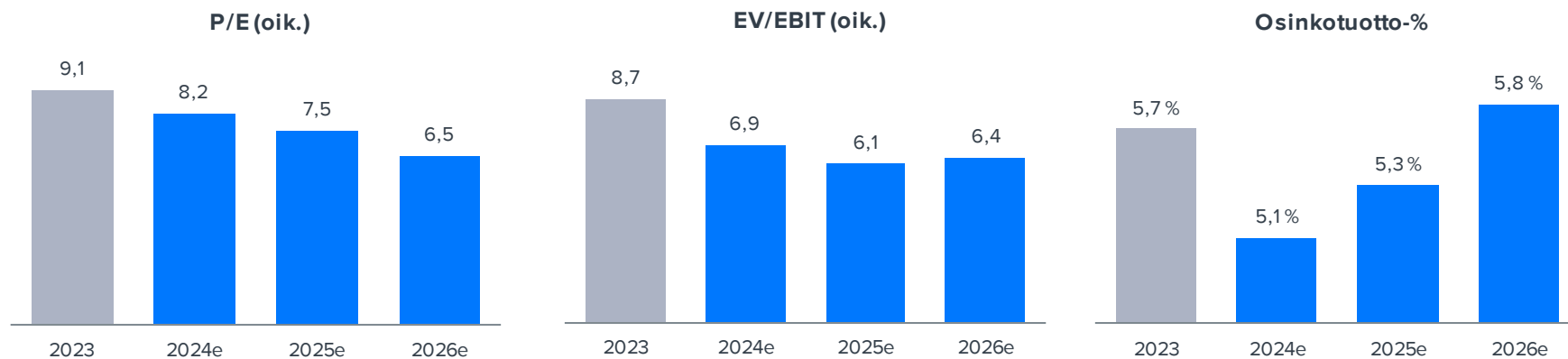
Yhtiö on myös aiemmin ollut aktiivinen yritysostoissa ja toiminut takavuosina radiaattorimarkkinan konsolidoijana. Näiden

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	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				8,22	6,18	6,90	6,90	6,90	6,90
Osakemäärä, milj. kpl				41,2	42,7	42,7	42,7	42,6	42,6
Markkina-arvo				351	264	294	294	294	294
Yritysarvo (EV)				627	479	527	508	484	458
P/E (oik.)				9,7	9,1	8,2	7,5	6,5	6,1
P/B				0,9	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6
P/S				0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto				0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)				6,8	5,2	5,1	4,4	4,6	4,3
EV/EBIT (oik.)				10,3	8,7	6,9	6,1	6,4	5,9
Osinko/tulos (%)				112,9 %	neg.	70,7 %	40,1 %	37,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%				4,3 %	5,7 %	5,1 %	5,3 %	5,8 %	6,5 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Nibe Industrier AB	11948	13568	22,3	19,9	17,6	15,5	3,2	2,9	28,4	24,0	1,1	1,3	3,8
Lindab International AB	1492	1765	14,1	11,8	10,0	8,7	1,4	1,3	16,9	13,2	2,5	2,7	2,1
Systemair AB	1416	1544	15,2	13,6	10,6	9,8	1,4	1,3	18,8	17,3	1,8	2,0	2,7
Uponor Oyj	2067	2124	14,0	12,9	10,0	9,5	1,6	1,6	20,3	18,4	2,8	2,9	3,9
Arbonia AG	786	1042	33,2	17,6	9,3	7,5	0,9	0,8	37,5	19,6	2,5	3,3	0,8
Volution Group PLC	1009	1125	13,9	13,1	11,6	11,1	2,7	2,6	16,7	15,7	1,9	2,0	
Zehnder Group AG	1140	1114	20,1	17,0	13,9	12,3	1,5	1,4	15,4	13,0	2,5	3,0	1,7
Stelrad Group PLC	187	280	7,8	6,8	5,6	5,1	0,7	0,7	8,5	7,1	6,1	5,9	
Ecodlime Group AB	18	15	7,7	4,1	4,1	2,7	0,5	0,4	9,9	5,5			0,9
<b>Purmo Group (Inderes)</b>	<b>294</b>	<b>467</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>0,7</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>16,5</b>	<b>13,0</b>	<b>10,3</b>	<b>9,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>19,2</b>	<b>14,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,1</b>	<b>13,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>16,9</b>	<b>15,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-51 %</b>	<b>-53 %</b>	<b>-49 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-53 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>-52 %</b>	<b>103 %</b>	<b>90 %</b>	<b>-68 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>212</b>	<b>180</b>	<b>176</b>	<b>175</b>	<b>743</b>	<b>177</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>183</b>	<b>708</b>	<b>734</b>	<b>755</b>	<b>776</b>
Climate Products & Systems	169	145	143	135	592	140	135	140	145	560	577	588	600
Climate Solutions	43	36	33	40	152	37	38	35	38	148	157	166	176
<b>Käyttökate</b>	<b>23,1</b>	<b>16,9</b>	<b>17,3</b>	<b>-10,8</b>	<b>46,6</b>	<b>18,5</b>	<b>18,0</b>	<b>19,0</b>	<b>25,5</b>	<b>81,0</b>	<b>101,9</b>	<b>105,2</b>	<b>107,6</b>
<b>Käyttökate (oik.)</b>	<b>29,2</b>	<b>27,8</b>	<b>19,6</b>	<b>16,3</b>	<b>92,9</b>	<b>23,5</b>	<b>23,0</b>	<b>24,0</b>	<b>25,5</b>	<b>96,0</b>	<b>101,9</b>	<b>105,2</b>	<b>107,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-8,0	-8,0	-6,1	-14,8	-36,9	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0	-28,0	-28,7	-29,3	-29,9
<b>Liikevoitto ilman kertaerää</b>	<b>18,5</b>	<b>13,1</b>	<b>17,4</b>	<b>6,4</b>	<b>55,4</b>	<b>16,5</b>	<b>16,0</b>	<b>17,0</b>	<b>18,5</b>	<b>68,0</b>	<b>73,2</b>	<b>75,9</b>	<b>77,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>15,1</b>	<b>8,9</b>	<b>11,2</b>	<b>-25,5</b>	<b>9,7</b>	<b>11,5</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>18,5</b>	<b>53,0</b>	<b>73,2</b>	<b>75,9</b>	<b>77,7</b>
Climate Products & Systems (oik. EBITDA)	22,7	17,3	22,2	16,3	78,5	20,0	19,5	21,5	22,0	83,0	87,0	89,0	90,0
Climate Solutions (oik. EBITDA)	6,2	6,6	3,6	7,3	23,7	6,0	6,0	5,0	6,0	23,0	25,1	26,6	28,2
Muut	-2,5	-2,7	-2,3	-2,4	-9,9	-2,5	-2,5	-2,5	-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	-5,6	-4,8	-4,0	-4,9	-19,3	-5,0	-4,5	-4,5	-4,5	-18,5	-16,0	-16,5	-15,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>9,5</b>	<b>4,1</b>	<b>7,2</b>	<b>-30,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>	<b>14,0</b>	<b>34,5</b>	<b>57,2</b>	<b>59,4</b>	<b>62,1</b>
Verot	-2,7	-1,3	-2,7	7,0	0,3	-1,6	-1,6	-1,9	-3,5	-8,6	-13,2	-13,7	-14,3
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
<b>Nettotulos</b>	<b>6,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,5</b>	<b>-26,1</b>	<b>-13,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>9,3</b>	<b>21,1</b>	<b>39,3</b>	<b>44,9</b>	<b>47,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,23</b>	<b>0,12</b>	<b>0,23</b>	<b>0,10</b>	<b>0,68</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,22</b>	<b>0,85</b>	<b>0,92</b>	<b>1,05</b>	<b>1,12</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,15</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,61</b>	<b>-0,31</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,22</b>	<b>0,49</b>	<b>0,92</b>	<b>1,05</b>	<b>1,12</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24e</b>	<b>Q2'24e</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-10,4 %	-26,3 %	-18,6 %	-15,3 %	-17,8 %	-16,4 %	-4,1 %	-0,6 %	4,6 %	-4,7 %	3,6 %	2,9 %	2,9 %
<b>Oik. käyttökateen kasvu-%</b>	0,3 %	3,8 %	-22,8 %	-27,9 %	-10,6 %	-19,5 %	-17,3 %	22,4 %	56,4 %	3,3 %	6,1 %	3,2 %	2,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	10,9 %	9,4 %	9,8 %	-6,1 %	6,3 %	10,5 %	10,4 %	10,9 %	13,9 %	11,4 %	13,9 %	13,9 %	13,9 %
<b>Käyttökate-% (oik.)</b>	13,8 %	15,4 %	11,1 %	3,7 %	12,5 %	13,3 %	13,3 %	13,7 %	13,9 %	13,6 %	13,9 %	13,9 %	13,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,1 %	1,1 %	2,6 %	-14,9 %	-1,8 %	2,1 %	2,1 %	2,5 %	5,1 %	3,0 %	5,4 %	6,0 %	6,2 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>619</b>	<b>628</b>	<b>615</b>	<b>619</b>	<b>623</b>
Liikearvo	371	371	371	371	371
Aineettomat hyödykkeet	47,0	45,9	45,7	45,5	45,4
Käyttöomaisuus	167	163	168	173	177
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	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5
Laskennalliset verosaamiset	29,2	42,8	25,0	25,0	25,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>365</b>	<b>370</b>	<b>348</b>	<b>373</b>	<b>313</b>
Vaihto-omaisuus	174	144	120	125	128
Muut lyhytaikaiset varat	45,4	38,9	38,9	38,9	38,9
Myyntisaamiset	89,1	75,2	70,8	73,4	75,5
Likvidit varat	56,3	112	118	136	70,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>984</b>	<b>998</b>	<b>963</b>	<b>993</b>	<b>936</b>

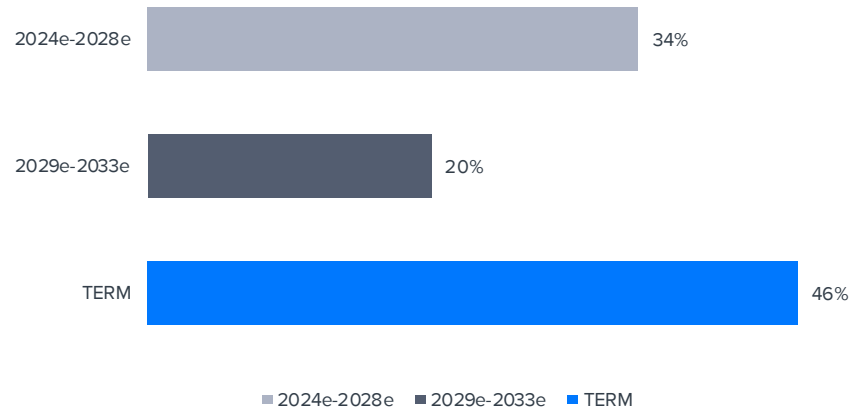
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>403</b>	<b>436</b>	<b>443</b>	<b>467</b>	<b>436</b>
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	24,4	22,8	29,0	53,3	82,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	59,3	60,0	60,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	376	351	351	351	351
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>346</b>	<b>344</b>	<b>294</b>	<b>284</b>	<b>254</b>
Laskennalliset verovelat	5,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Varaukset	7,8	8,1	8,1	8,1	8,1
Korolliset velat	312	310	260	250	220
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	20,1	19,6	19,6	19,6	19,6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>235</b>	<b>218</b>	<b>226</b>	<b>241</b>	<b>246</b>
Korolliset velat	20,7	17,7	30,0	40,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	193	161	156	161	166
Muut lyhytaikaiset velat	20,7	40,0	40,0	40,0	40,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>984</b>	<b>998</b>	<b>963</b>	<b>993</b>	<b>936</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-17,8 %	-4,7 %	3,6 %	2,9 %	2,9 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,3 %	7,5 %	10,0 %	10,1 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,7</b>	<b>53,0</b>	<b>73,2</b>	<b>75,9</b>	<b>77,7</b>	<b>71,6</b>	<b>73,4</b>	<b>75,2</b>	<b>77,1</b>	<b>61,5</b>	<b>62,7</b>	
+ Kokonaispoistot	36,9	28,0	28,7	29,3	29,9	30,4	30,9	31,4	31,8	32,2	32,3	
- Maksetut verot	-12,3	9,2	-13,2	-13,7	-14,3	-12,9	-13,3	-13,7	-14,2	-10,6	-10,8	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-4,6	-3,7	-3,8	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	
+ 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	37,2	23,0	-1,3	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-0,9	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>70,9</b>	<b>109</b>	<b>83,8</b>	<b>86,7</b>	<b>88,6</b>	<b>84,6</b>	<b>86,5</b>	<b>88,3</b>	<b>90,2</b>	<b>78,5</b>	<b>79,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-32,5	-32,6	-32,9	-33,2	-33,5	-33,8	-34,1	-34,4	-34,4	-32,5	-32,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>38,2</b>	<b>76,0</b>	<b>50,9</b>	<b>53,5</b>	<b>55,2</b>	<b>50,8</b>	<b>52,4</b>	<b>53,9</b>	<b>55,8</b>	<b>45,9</b>	<b>46,9</b>	
+/- 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	38,2	76,0	50,9	53,5	55,2	50,8	52,4	53,9	55,8	45,9	46,9	701
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>70,5</b>	<b>43,4</b>	<b>41,9</b>	<b>39,7</b>	<b>33,6</b>	<b>31,8</b>	<b>30,1</b>	<b>28,7</b>	<b>21,7</b>	<b>20,3</b>	<b>304</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		666	595	552	510	470	437	405	375	346	324	304
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>666</b>										
- Korolliset velat		-387										
+ Rahavarat		112										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>391</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,2</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

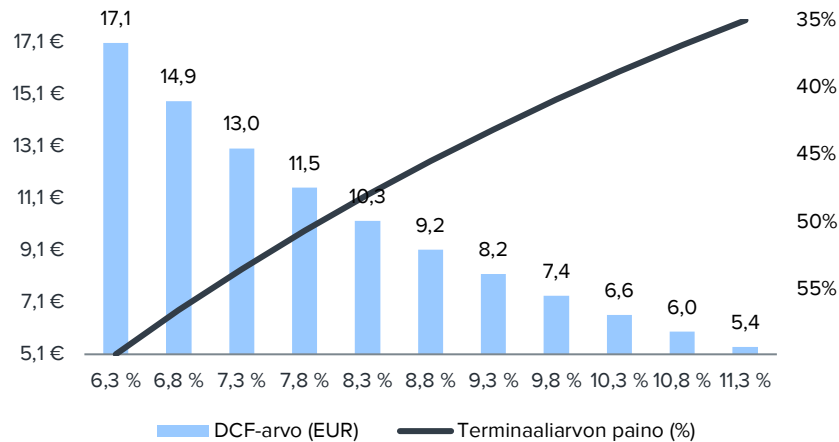
Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,8 %</b>

Lähde: Inderes

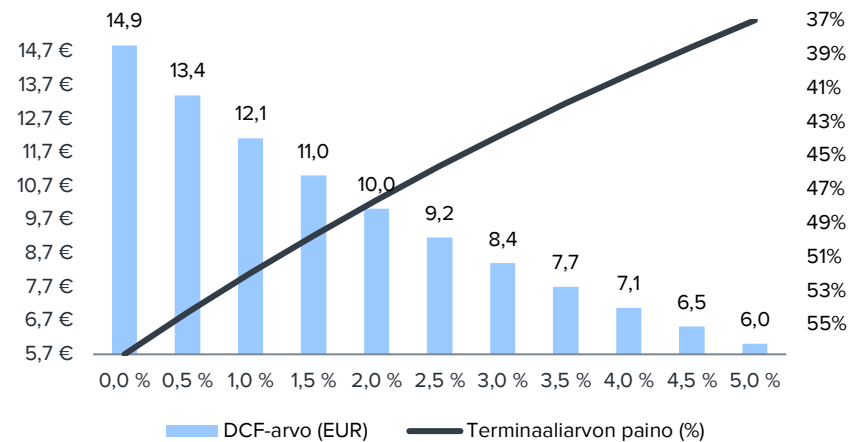


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

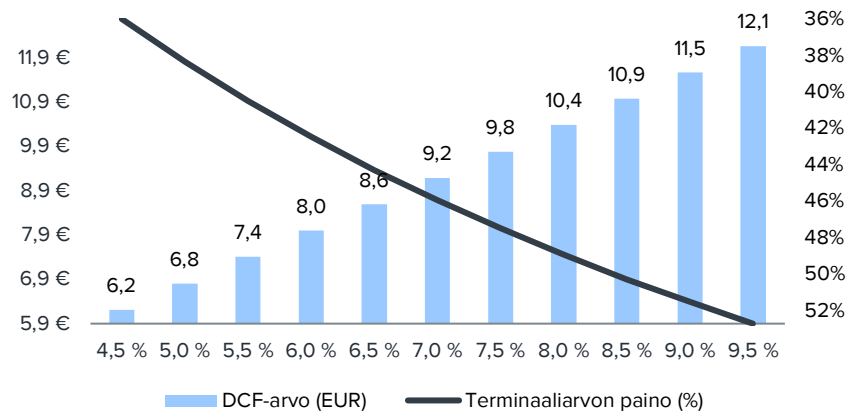
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



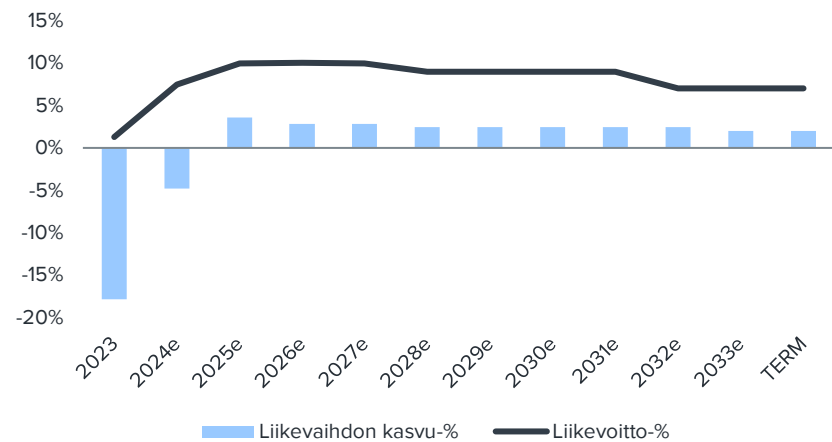
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	904,1	743,2	<b>708,0</b>	<b>733,7</b>	EPS (raportoitu)	0,32	-0,31	<b>0,49</b>	<b>0,92</b>
Käyttökate	78,4	46,6	<b>81,0</b>	<b>101,9</b>	EPS (oikaistu)	0,85	0,68	<b>0,85</b>	<b>0,92</b>
Liikevoitto	39,0	9,7	<b>53,0</b>	<b>73,2</b>	Operat. kassavirta / osake	0,80	1,66	<b>2,54</b>	<b>1,96</b>
Voitto ennen veroja	21,6	-9,6	<b>34,5</b>	<b>57,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	0,90	<b>1,78</b>	<b>1,19</b>
Nettovoitto	13,2	-13,2	<b>21,1</b>	<b>39,3</b>	Omapääoma / osake	9,79	10,22	<b>10,38</b>	<b>10,95</b>
Kertaluontoiset erät	-21,7	-45,7	<b>-15,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,36	0,36	<b>0,36</b>	<b>0,38</b>
<b>Tase</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	983,9	997,7	<b>962,6</b>	<b>992,6</b>	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-18 %	<b>-5 %</b>	<b>4 %</b>
Oma pääoma	403,3	435,9	<b>442,8</b>	<b>467,1</b>	Käyttökateen kasvu-%	133 %	-41 %	<b>74 %</b>	<b>26 %</b>
Liikearvo	370,6	370,6	<b>370,6</b>	<b>370,6</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-9 %	<b>23 %</b>	<b>8 %</b>
Nettovelat	276,8	215,6	<b>172,4</b>	<b>153,6</b>	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-19 %	<b>24 %</b>	<b>9 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	8,7 %	6,3 %	<b>11,4 %</b>	<b>13,9 %</b>
Käyttökate	78,4	46,6	<b>81,0</b>	<b>101,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	7,5 %	<b>9,6 %</b>	<b>10,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	37,2	<b>23,0</b>	<b>-1,3</b>	Liikevoitto-%	4,3 %	1,3 %	<b>7,5 %</b>	<b>10,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	33,1	70,9	<b>108,6</b>	<b>83,8</b>	ROE-%	3,3 %	-3,1 %	<b>4,8 %</b>	<b>8,6 %</b>
Investoinnit	-53,3	-32,5	<b>-32,6</b>	<b>-32,9</b>	ROI-%	5,1 %	1,3 %	<b>7,1 %</b>	<b>9,8 %</b>
Vapaa kassavirta	-24,6	38,2	<b>76,0</b>	<b>50,9</b>	Omavaraisuusaste	41,0 %	43,7 %	<b>46,0 %</b>	<b>47,1 %</b>
					Nettovelkaantumisaste	68,6 %	49,5 %	<b>38,9 %</b>	<b>32,9 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>					
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>					
EV/EBITDA (oik.)	6,8	5,2	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>					
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,7	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>					
P/E (oik.)	9,7	9,1	<b>8,2</b>	<b>7,5</b>					
P/B	0,9	0,6	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>					
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,7 %	<b>5,1 %</b>	<b>5,3 %</b>					

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 käsitellä 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 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole 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 sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.1.2022	Lisää	16,00 €	14,80 €
4.3.2022	Lisää	12,50 €	10,90 €
13.4.2022	Lisää	13,00 €	12,00 €
13.5.2022	Osta	13,00 €	10,35 €
12.8.2022	Osta	13,00 €	11,00 €
9.11.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
11.11.2022	Osta	12,00 €	9,00 €
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 €
14.2.2024	Osta	8,00 €	6,90 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### 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.**