

Purmo Group

Yhtiöraportti

24.4.2024 18:48



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Marginaalinsuhteet heikossa markkinassa jatkui

Purmon Q1-tulos ylitti ennusteemme ja yhtiö piti ohjeistuksensa koko vuodelle ennallaan. Nostimme hieman ennusteitamme ja odotamme nyt 8 %:n oik. käyttökatekasvua tälle vuodelle. Yhtiöllä pitäisi pelkästään sisäisillä toimilla olla mahdollisuus jatkaa tulosparannusta myös 2025. Nostamme tavoitehinnan 8,5 euroon (aik. 8,0e) ja toistamme osta-suosituksen.

Q1 oli odotuksiamme parempi ja ylsi vertailukauden tasolle

Purmon Q1-tulos ylitti ennusteemme sekä liikevaihdon että kannattavuuden. Liikevaihto laski vertailukaudesta, mutta tehostamisohjelman tukena oik. käyttökate oli vertailukauden tasolla ja ylitti ennusteemme yli 10 %:lla. Vertailukausi oli vielä suhteellisen vahva verrattuna Q2-Q4'23-lukuihin. Hieman odotuksia vahvempaa tulosta ajo etenkin Climate Products & Systems –segmentin radiaattorikysynnän pieni piristymisen.

Ohjeistus ennallaan, ennusteita hieman ylös

Purmo toisti ohjeistuksensa ja odottaa 2024 oik. käyttökateen olevan samalla tai korkeammalla tasolla vuoteen 2023 verrattuna (92 MEUR). Sama taso tarkoittaa +/- 5 % ja parempi siis yli 5 % parannusta. Ennustehaarukka on siten varsin laaja. Purmo kertoo jälleenmyyjien varastotason tasoittuneen ja yllä mainitun tehostamisohjelman tukevan odotetusti tulosta tänä vuonna. Kysynnän suhteen Purmo odottaa kuitenkin edelleen 2024 olevan heikompi kuin 2023. Toisaalta tulevien kvartaalien vertailukaudet ovat jo varsin heikkoja ja näemme Purmon pystyvän kääntämään tuloksen kasvuun vertailukausiin nähden. Nostimme hieman ennusteitamme ja odotamme nyt oik. käyttökateen kasvavan 8 % tänä vuonna ja yltävän tasan 100 MEUR:n tasolle.

Tulos kääntymässä nousuun, vahvempi fokus kasvuun

Purmon lähivuosien arvonluonnin on tarkoitus tapahtua kahta kautta. Ensinnäkin 50 MEUR:n tehostamisohjelman avulla, jonka täysi vaikutus näkyy 2024 lopusta alkaen ja etenkin CPS-divisioonassa. Toiseksi se pyrkii kasvamaan Solutions-divisioonassa, jonka kannattavuus on tyypillisesti CPS:ää parempi ja siten kasvu tukisi koko yhtiön marginaalia. Kasvun suhteen Purmo ilmoitti Q1-tuloksen yhteydessä aloittavan myös selkeän kasvuun tähtäävän ohjelman, jonka tavoitteena on 15 MEUR:n oik. käyttökateparannus 2025 loppuun mennessä, jonka pitäisi siis tulla tehostamisohjelman säästöjen lisäksi. Pidemmällä aikavälillä kasvua tukee mm. rakennusten energiaremonttien tarve. Purmon taloudellinen tavoite on yli 15 %:n käyttökate-marginaali. 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 tuloskertominen (P/E 8x, EV/EBIT 7x) olevan Purmolle hyväksyttävien kertoimien alapuolella. Yhtiön hyväksyttävää arvostusta rajoittaa radiaattorien ja siten koko yhtiön vauhdikas 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-arvomme indikoivat selvästi nykykursssia korkeampaa tasoa. Tämä vaatii kuitenkin kannattavuuden kestävästä parantumisesta ja/tai parempaa kasvuprofiilia. Näemme myös Purmon verrokin liiketoimintakaupan tukevan Purmolle nykyistä korkeampaa arvostusta. Kommentoimme kauppa [täällä](#).

Suositus

Osta

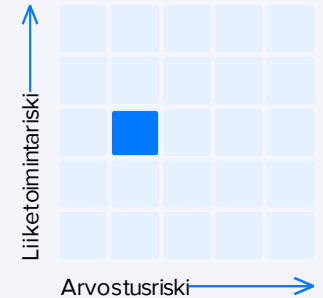
(aik. Osta)

8,50 EUR

(aik. 8,00 EUR)

Osakekurssi:

7,40



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	743,2	720,0	743,0	763,8
kasvu-%	-18 %	-3 %	3 %	3 %
EBITDA oik.	92,9	100,1	103,6	104,9
EBITDA-% oik.	12,5 %	13,9 %	13,9 %	13,7 %
Nettotulos	-13,2	23,0	32,6	44,4
EPS (oik.)	0,68	0,88	1,00	1,04

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

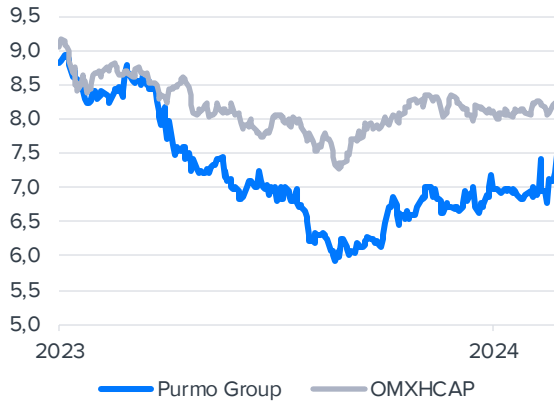
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

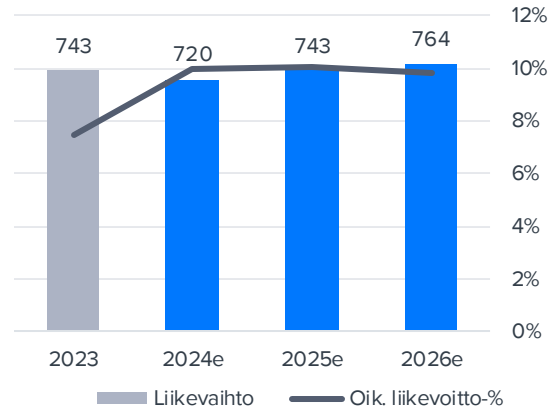
Vuoden 2024 oikaistun käyttökateen odotetaan asetettavan samalle tai korkeammalle tasolle vuoteen 2023 nähden (92,3 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



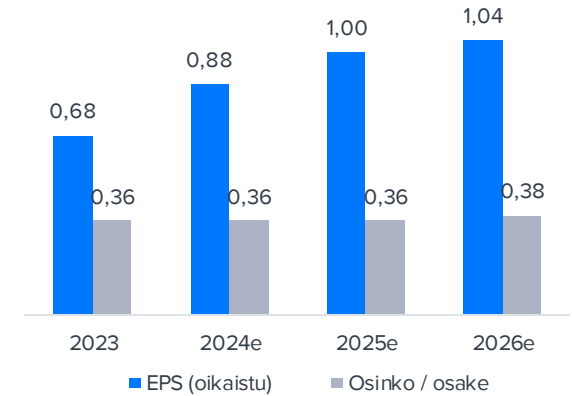
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,40	7,40	7,40
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo	316	316	316
Yritysarvo (EV)	546	534	510
P/E (oik.)	8,4	7,4	7,1
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,7
EV/EBITDA (oik.)	5,1	5,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	6,8	6,4	6,8
Osinko/tulos (%)	65 %	48 %	38 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	5,0 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Tulos ylitti ennusteet yltäen viime vuoden tasolla

Liikevaihto laski vertailukaudesta hieman odotuksia vähemmän

Pumon liikevaihto laski jo Q1'23 erittäin vahvaan vertailukauteen nähden, mutta kysyntä heikkeni edelleen viime keväänä ja oli sen jälkeen tasaista Q2-Q4'23. Q1'24 liikevaihto laski vertailukaudesta odotuksiamme vähemmän ja oli myös edelliskvartaaleja korkeammalla. Liikevaihto oli odotuksiamme parempi etenkin suuremmissa Climate Product & Systems -segmentissä, jossa Pummo näki radiaattorikysynnän piristymistä tietyillä alueilla. Koko segmentin ja radiaattorien liikevaihto laski kuitenkin vertailukauteen nähden, kun taas Climate Solutions-segmentin liikevaihto laski lähes 20 %, mikä oli enemmän kuin odotimme.

Tehostamisohjelma tuki marginaaliparannusta

Liikevaihdon lasku ja sen aiheuttamana negatiivinen

vipuvaikutus vaikuttaa laskevasti tuloskehitykseen. Yhtiön tehostamisohjelma on kuitenkin edennyt hyvin ja tukee Pummon tulosta. Tehostamisohjelman vaikutukset olivat Q1'24 loppuun mennessä 34 MEUR, ja Pummo arvioi edelleen ohjelman täyden vaikutuksen olevan 50 MEUR 2024 loppuun mennessä. Tehostamisen ansiosta Pummon oikaistu käyttökate oli käytännössä vertailukauden tasossa ja ylitti ennusteemme.

Kuten liikevaihdossakin, odotuksia parempi suoritus oli täysin Climate Product & Systems-segmentin ajama, jossa Pummo pystyi parantamaan oik. käyttökate 1 MEUR vertailukaudesta. Marginaali parani molemmissa segmenteissä ja oli konsemitasolla jo yli 14 %, kun yhtiön tavoite on yli 15 %. Tulosta painaneet kertaerät jäivät Q1'llä vain 1 MEUR:oon, jonka vuoksi raportoidut luvut ylittivät ennusteemme selvemmin. Kertaerien osalta tämä on

kuitenkin lähinnä ajoituskysymys, joskin niiden pitäisi vähentyä selvästi viime vuodesta.

Nettovelka melko ennallaan

Pumon operatiivinen rahavirta on hyvällä tasolla, mutta sitä rasittaa tällä hetkellä tehostamisohjelman kulut. Q1 on myös kausiluonteisesti heikko kvartaali kassavirran suhteen. Nettovelka olikin suhteellisen ennallaan, samoin kuin nettovelka/oik. käyttökate (ilman hybridilainaa), joka oli 2,5x. Tämä on kohtuullisella tasolla ja yhtiön tavoitteen (alle 3,0x) mukainen. Kun kertakulut pienenevät, kassavirran pitäisi painaa velkaisuutta alaspäin samalla kun tuloksen kasvukin tukee tunnusluvun laskua.

Ennustetaulukko	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	212	188	177	184			6 %	720
Käyttökate (oik.)	26,4	26,6	23,5	-			13 %	100
Liikevoitto	15,1	17,9	11,5	12,0			56 %	57,4
EPS (raportoitu)	0,16	0,22	0,09	0,16			155 %	0,54
Liikevaihdon kasvu-%	-	-11,2 %	-16,4 %	-13,3 %			5,1 %-yks.	-3,1 %
Käyttökate-% (oik.)	12,5 %	14,2 %	13,3 %				0,9 %-yks.	13,9 %

Lähde: Inderes & Bloomberg, 4 analytiikkaa (konsensus)

Purmo Q1'24: Kannattavuus parani vaikeassa markkinassa



Ennusteita hieman ylös hyvän tuloksen myötä

Ohjeistus ennallaan

Pummo toisti ohjeistuksensa ja odottaa 2024 oik. käyttökatteen olevan samalla tai korkeammalla tasolla vuoteen 2023 verrattuna (92 MEUR). Sama taso tarkoittaa +/- 5 % ja parempi siis yli 5 % parannusta. Ennustehaarukka on siten varsin laaja.

Pummo kertoo jälleenmyyjien varastotasojen tasoittuneen ja yllä mainitun tehostamisohjelman tukevan odotetusti tulosta tänä vuonna. Toisaalta ohjeistus sisältää heikkona säilyvän markkinan ja mahdollisesti laskevan hintatason vaikutuksen sekä ylipäänsä markkinaan liittyvän riskin vuoden kuluessa. Ohjeistus lähtee kuitenkin siitä, että markkinakehitys on vielä tänä vuonna negatiivinen. Toisaalta tulevien kvartaalien vertailukaudet ovat jo varsin heikkoja ja näemme Pummon pystyvän kääntämään tuloksen kasvuun vertailukausiin nähden.

Uusi 15 MEUR käyttökatteparannustavoite vuodelle 2025

Meneillään olevan tehostamisohjelman lisäksi Pummo kertoi tuloksen yhteydessä siirtyvänsä selvemmin kasvun tavoitteluun. Accelerate PG-tehostamisohjelmasta odotetaan siis 50 MEUR nettosäästöjä vuoden 2024 loppuun mennessä ja tämän lisäksi yhtiö tavoittelee 15 MEUR:n oik. käyttökatteparannusta kasvuhankkeista. Tämäkin on nettotavoite, joskin siihen liittyy kertakuluja noin puolet parannuksen määrästä eli 7-8 MEUR. Pelkästään näillä toimilla Pummon tuloksen pitäisi nousta 2024-25, vaikka markkinan parantumista ei vielä ensi vuonnakaan nähtäisi.

Ennusteita ylös 2024-25

Hyvä Q1-tulos tuki ennusteidemme nostoa. Odotamme nyt oik. käyttökatteen kasvavan 8 % tänä

vuonna ja yltävän tasan 100 MEUR:n tasolle. Pummon tavoitteet tehostamis- ja kasvuhankkeiden osalta viittaavat ennusteitamme suurempaan tuloskasvuun 2025-26. Oletamme kuitenkin että kasvupanostusten tekeminen voi olla arvioitua kalliimpaa ja yhtiö voi joutua antamaan osan viime vuosien tehostamishyödyistään asiakkaille matalampien hintojen muodossa.

Nostimme hieman myös 2025 ennustettamme vahvan marginaalikehityksen myötä, mutta pidemmän aikavälin ennusteemme jäivät käytännössä ennalleen.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	708	720	2 %	734	743	1 %	755	764	1 %
Käyttökate (oik.)	96	100	4 %	102	104	2 %	105	105	0 %
Liikevoitto	53,0	57,4	8 %	73,2	64,6	-12 %	75,9	75,2	-1 %
Tulos ennen veroja	34,5	36,9	7 %	57,2	48,6	-15 %	59,4	58,7	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,85	0,88	4 %	0,92	1,00	9 %	1,05	1,04	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,36	0 %	0,38	0,38	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

Tuloskasvu tukee hyvää tuotto-odotusta

Tulospohjainen arvostus on edullinen

Pummo 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). Emme usko yhtiön pystyvän merkittävään (yli 5 %:n) kestävään liikevaihdon kasvuun nykyrakenteella. Yrityskaupat luovat mahdollisuuden kiihdyttää kasvua, mutta nämä eivät mielestämme ole lähiaikoina todennäköisiä ainakaan merkittävässä mittakaavassa ja historiallisesti ne eivät ole onnistuneet kovin hyvin.

Pumon osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/Ellä mitattuna 10-12x ja EV/EBIT-kertoimella 9-11x. Tähän sisältyy oletus positiivisesta tulostrendistä vuodesta 2024 alkaen. Mikäli vakuuttuisimme yhtiön saavuttavan marginaalitavoitteen (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 2025-26. Lisäksi on hyvä huomioida, että meidän ennusteilla yhtiö pystyy maksamaan hybridilainan takaisin vuonna 2026, jolloin yhtiön korkokulut laskevat.

DCF-arvonmääritys

Pumon historiallisten taloudellisten tietojen vähäisyys ja liiketoiminnan fokuksen muutokset vaikeuttavat DCF-arvonmääritystä. Maltillisen kasvuprofiilin ja suhteellisen tasaisen kannattavuuden johdosta DCF-malli sopii kuitenkin sinällään mielestämme Pumolle hyvin. Marginaaliennusteemme pidemmällä aikavälillä on lähivuosia alempana ja kasvua ennustamme 2-2,5 % pa. Terminaalijakson painoarvo on mallissamme alle 50 %.

Pääoman tuottovaatimuksemme (WACC) Pumolle 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 Pumon 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.

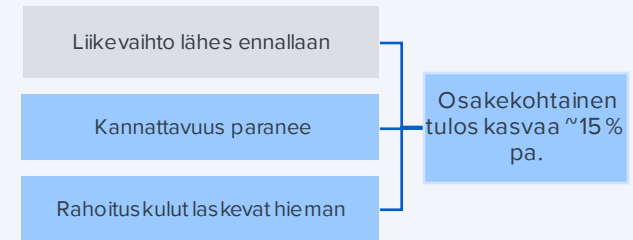
Tasepohjainen arvostus näyttää myös edulliselta

Ennusteillamme Pumon 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 0,8x. Pumon kirja-arvo tälle vuodelle on (ilman hybridilainaa) vajaa 9 euroa, joka siten muodostuisi käytäväksi arvoksi P/B 1,0x-tasolla. Pääoman tuottoa painaa suuri liikearvon määrä, jota yhtiö on keryttänyt yritysostoista.

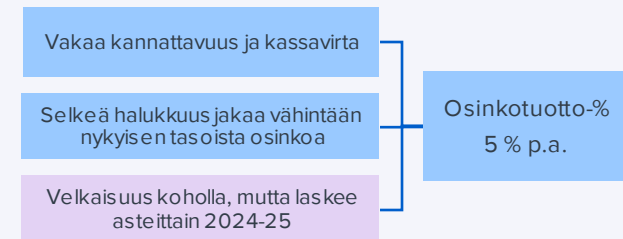
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

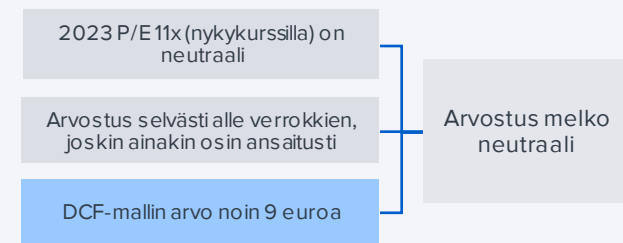
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit

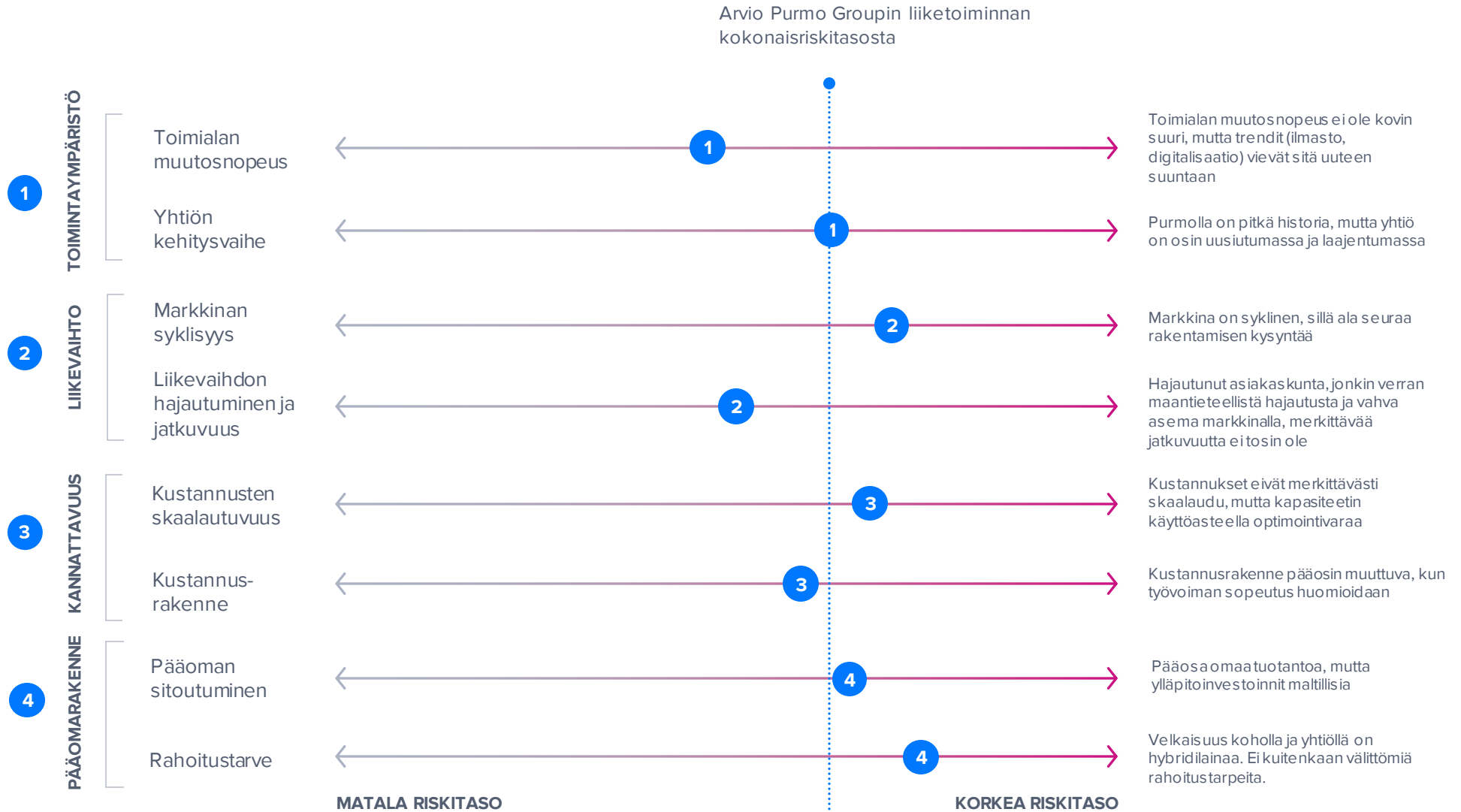


Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ~20 % p.a.

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
- Yritysostoilla mahdollisuus muovautua vahvemmin kasvuyhtiöksi

Riskit



- Toimiala on syklinen ja riippuvainen rakentamisen kasvusta
- Yritysostojen 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 alueella, mutta emme ole vakuuttuneita, että sillä on sellaisia kilpailuetuja, 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 radiaatto-riimyyntiä nykyisten markkinoiden ulkopuolella. Tämä on mielestämme haastavaa, sillä jo nykymarkkinoilla Purmo kohtaa kovaa hintakilpailua halveimpien tuotantomaiden radiaattoreista ja uusien alueiden valtaaminen on nähdäksemme haastavaa.
- Purmo tavoittelee myös yritysostoja, jotka ovatkin mielestämme tarpeen yhtiön rakenteen muuttamisessa enemmän kasvualueille ja pienentämään radiaattorien painoa.

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

Strategia 2/2

Visio sisäilmaratkaisujen toimittajana

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

Strategia rakentuu kolmesta pilarista

- Ratkaisumyynti
- Älytuotteet
- Kasvumarkkinat

Näitä käsitelimme jo edellisellä sivulla, mielestämme selkeästi tärkein näistä on ratkaisumyynnin kasvu, joka käytännössä tulee määrittämään uskoaksemme koko yhtiön kasvuprofiilia 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 markkinaan 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 energiaremonttitekniikan 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.

ESG

Purmon liiketoiminta on pitkälti taksonomian piirissä, mutta vähäisesti sen mukaista

Pumo valmistaa laitteita rakennusten lämmitykseen ja viilennykseen, jotka vaikuttavat myös rakennusten energiatehokkuuteen. Rakennusten energian käyttö on merkittävä osa esim. koko EU:n energiakulutusta, jonka takia se on mukana taksonomiassa. Tämän myötä pääosa Purmon toiminnasta ja tuotteista ovat taksonomiakelpoista.

Taksonomian mukaista toimintaa sillä on kuitenkin vain vähän, liikevaihdon osalta viime vuonna 4 % ja investointien ja kulujen osalta tätäkin vähemmän. Tämä koostuu pääosin Climate Solutions – segmentissä olevasta kokonaisratkaisujen asennuksesta. Tuotteista Purmon mielestä taksonomian mukaisia ovat sen Themotech-liiketoiminnan (osa Climate Solutionsia) lattialämmitysjärjestelmät sekä Emmeti-toiminnan (myös osa Climate Solutionsia) järjestelmäkomponentit. Näidenkään toimintojen läheskään kaikki tuotteet eivät siis ole taksonomian mukaista ja Purmon suuremmasta divisioonasta Climate Products & Systemsissä ei käsittääksemme ole lainkaan taksonomian mukaista toimintaa. Tämä johtuu siitä, että Purmon päätuoteryhmiin eli radiaattoreihin ja lattialämmitykseen ei ole saatavilla energialuokitusta, jonka avulla ne voitaisiin määrittellä taksonomian mukaisiksi. Pelkkä luokitus ei kuitenkaan käsittääksemme tekisi tuotemyynnistä taksonomian mukaista, vaan luokituksen lisäksi tuotteiden pitäisi olla osa kokonaisratkaisua, joka parantaisi selvästi energiatehokkuutta.

Taksonomia voisi tuoda positiivista vaikutusta Purmolle

Purmon toimiala on taksonomian piirissä ja tärkeä

energiatehokkuustavoitteiden kannalta. Siksi uskomme, että tätä korostava taksonomijärjestelmä voi tukea Purmon kiinnostavuutta sijoittajien tai rahoittajien silmissä. Merkittävän vaikutuksen saamiseksi myös taksonomian mukaisuuden tulisi mielestämme kuitenkin kasvaa. Pummolla on jo vihreän rahoituksen viitekehys, emmekä usko taksonomian tuovan oleellista vaikutusta sen rahoituskuluihin.

Ilmastotavoitteet vielä vahvistamatta ja julkaisematta

Pumo on toimittanut vuonna 2023 Pariisin sopimuksen mukaisen 1,5 asteen skenaarioon ja siihen tähtäävään Science-Based-Targets hankkeen mukaiset päästötavoitteet validoitaviksi. Yhtiö ei ole kuitenkaan julkistanut tähän mennessä tavoitteita päästöjen osalta. Se on sanonut tähtäävänsä hiilineutraaliin toimintaan vuoteen 2050 mennessä.

Purmon Scope 1 & 2 päästöt ovat laskeneet merkittävästi vuosina 2022-23, mutta tämä johtuu pääosin merkittävästi laskeneista volyymeista, sillä hiili-intensiteetti (päästöt/liikevaihto) laski vain 2 % viime vuonna.. Scope 3 päästöjä yhtiö raportoi tällä hetkellä vain käyttämänsä teräksen osalta, joka on myös laskenut volyymien mukana. Pummolla on runsaasti omaa tuotantoa, joten hiilijalanjäljen pienentäminen on mielestämme sille relevanttia.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	79 %	81 %
OPEX	91 %	88 %
CAPEX	78 %	66 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	6 %	4 %
OPEX	2 %	3 %
CAPEX	3 %	1 %

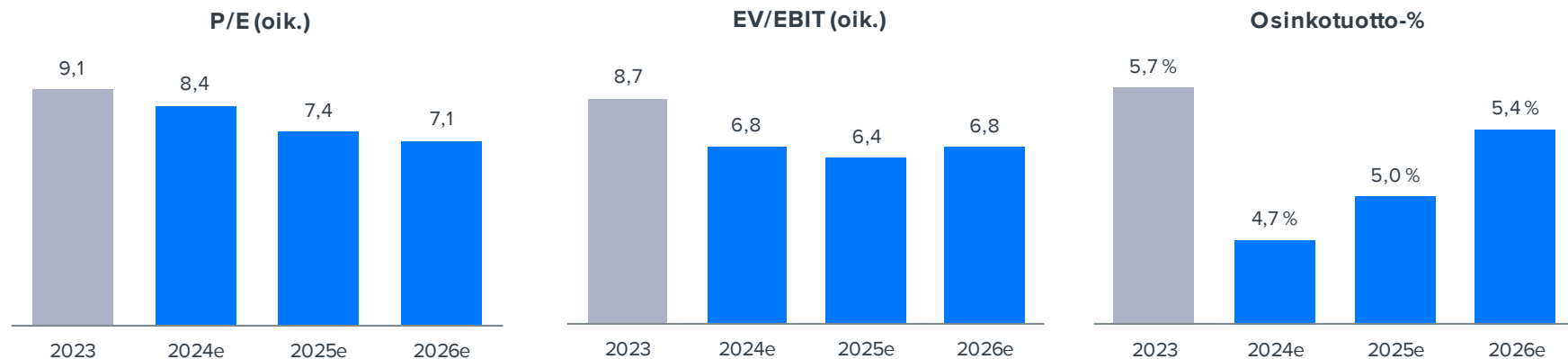
Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Ei
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				8,22	6,18	7,40	7,40	7,40	7,40
Osakemäärä, milj. kpl				41,2	42,7	42,7	42,7	42,6	42,6
Markkina-arvo				351	264	316	316	316	316
Yritysarvo (EV)				627	479	546	534	510	485
P/E (oik.)				9,7	9,1	8,4	7,4	7,1	6,8
P/B				0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S				0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto				0,7	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)				6,8	5,2	5,1	5,1	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)				10,3	8,7	6,8	6,4	6,8	6,4
Osinko/tulos (%)				112,9 %	neg.	64,9 %	48,3 %	38,4 %	40,0 %
Osinkotuotto-%				4,3 %	5,7 %	4,7 %	5,0 %	5,4 %	5,9 %

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	8888	10462	22,7	18,1	17,3	14,3	2,7	2,5	29,3	22,6	1,1	1,4	3,2
Lindab International AB	1449	1711	14,5	12,0	10,1	8,8	1,4	1,3	17,4	13,4	2,5	2,7	2,1
Systemair AB	1312	1404	16,0	13,7	11,3	9,7	1,3	1,3	22,2	17,8	1,7	2,0	2,6
Uponor Oyj	2079	2145	14,2	12,8	10,1	9,7	1,6	1,6	20,0	17,8	2,7	2,8	3,9
Arbonia AG	870	1076	61,0	23,6	15,4	11,8	1,3	1,2		47,5	1,9	2,1	0,9
Volution Group PLC	944	1053	12,6	12,1	10,7	10,3	2,6	2,5	15,4	14,6	2,1	2,2	
Zehnder Group AG	1080	1027	18,5	15,7	12,8	11,3	1,4	1,4	14,7	12,4	2,5	2,9	1,7
Stelrad Group PLC	193	274	7,7	6,9	5,5	5,1	0,8	0,7	9,7	8,3	5,8	5,9	
Ecoclime Group AB	9	9	6,0	2,8	3,1	1,9	0,3	0,3	6,0	3,3			0,5
Purmo Group (Inderes)	316	486	6,8	6,4	5,1	5,1	0,7	0,6	8,4	7,4	4,7	5,0	0,7
Keskiarvo			19,2	13,1	10,7	9,2	1,5	1,4	16,8	17,5	2,5	2,8	2,1
Mediaani			14,5	12,8	10,7	9,7	1,4	1,3	16,4	14,6	2,3	2,4	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			-53 %	-51 %	-53 %	-48 %	-52 %	-52 %	-48 %	-49 %	107 %	104 %	-66 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	212	180	176	175	743	188	176	174	182	720	743	764	785
Climate Products & Systems	169	145	143	135	592	153	140	140	145	578	593	605	617
Climate Solutions	43	36	33	40	152	35	36	34	37	142	150	159	169
Käyttökate	23,1	16,9	17,3	-10,8	46,6	25,3	18,5	19,5	22,5	85,8	93,6	104,9	106,2
Käyttökate (oik.)	29,2	27,8	19,6	16,3	92,9	26,6	23,5	24,5	25,5	100,1	103,6	104,9	106,2
Poistot ja arvonalennukset	-8,0	-8,0	-6,1	-14,8	-36,9	-7,4	-7,0	-7,0	-7,0	-28,4	-29,0	-29,6	-30,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,5	13,1	17,4	6,4	55,4	19,3	16,5	17,5	18,5	71,8	74,6	75,2	76,0
Liikevoitto	15,1	8,9	11,2	-25,5	9,7	17,9	11,5	12,5	15,5	57,4	64,6	75,2	76,0
Climate Products & Systems (oik. EBITDA)	22,7	17,3	22,2	16,3	78,5	23,7	20,0	21,5	22,0	87,2	90,0	90,0	90,0
Climate Solutions (oik. EBITDA)	6,2	6,6	3,6	7,3	23,7	5,6	6,0	5,5	6,0	23,1	24,0	25,5	27,0
Muut	-2,5	-2,7	-2,3	-2,4	-9,9	-2,7	-2,5	-2,5	-2,5	-10,2	-10,4	-10,6	-10,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-5,6	-4,8	-4,0	-4,9	-19,3	-5,5	-5,0	-5,0	-5,0	-20,5	-16,0	-16,5	-15,6
Tulos ennen veroja	9,5	4,1	7,2	-30,4	-9,6	12,4	6,5	7,5	10,5	36,9	48,6	58,7	60,4
Verot	-2,7	-1,3	-2,7	7,0	0,3	-3,0	-1,6	-1,9	-2,6	-9,1	-11,2	-13,5	-13,9
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	1,9	4,5	-26,1	-13,2	8,2	3,7	4,4	6,7	23,0	32,6	44,4	46,5
EPS (oikaistu)	0,23	0,12	0,23	0,10	0,68	0,23	0,20	0,22	0,23	0,88	1,00	1,04	1,09
EPS (raportoitu)	0,15	0,04	0,11	-0,61	-0,31	0,19	0,09	0,10	0,16	0,54	0,76	1,04	1,09

Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-10,4 %	-26,3 %	-18,6 %	-15,3 %	-17,8 %	-11,2 %	-2,4 %	-1,2 %	4,0 %	-3,1 %	3,2 %	2,8 %	2,8 %
Oik. käyttökateen kasvu-%	0,3 %	3,8 %	-22,8 %	-27,9 %	-10,6 %	-8,9 %	-15,5 %	25,0 %	56,4 %	7,7 %	3,5 %	1,2 %	1,3 %
Käyttökate-%	10,9 %	9,4 %	9,8 %	-6,1 %	6,3 %	13,5 %	10,5 %	11,2 %	12,4 %	11,9 %	12,6 %	13,7 %	13,5 %
Käyttökate-% (oik.)	13,8 %	15,4 %	11,1 %	3,7 %	12,5 %	14,1 %	13,4 %	14,1 %	14,0 %	13,9 %	13,9 %	13,7 %	13,5 %
Nettotulos-%	3,1 %	1,1 %	2,6 %	-14,9 %	-1,8 %	4,4 %	2,1 %	2,5 %	3,7 %	3,2 %	4,4 %	5,8 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	619	628	615	618	622
Liikearvo	371	371	371	371	371
Aineettomat hyödykkeet	47,0	45,9	45,7	45,5	45,4
Käyttöomaisuus	167	163	168	172	176
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
Vaihtuvat vastaavat	365	370	353	371	311
Vaihto-omaisuus	174	144	122	126	130
Muut lyhytaikaiset varat	45,4	38,9	38,9	38,9	38,9
Myyntisaamiset	89,1	75,2	72,0	74,3	76,4
Likvidit varat	56,3	112	119	132	66,1
Taseen loppusumma	984	998	967	990	933

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	403	436	445	462	431
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	24,4	22,8	30,9	48,6	77,3
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
Pitkäaikaiset velat	346	344	294	284	254
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
Lyhytaikaiset velat	235	218	228	243	248
Korolliset velat	20,7	17,7	30,0	40,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	193	161	158	163	168
Muut lyhytaikaiset velat	20,7	40,0	40,0	40,0	40,0
Taseen loppusumma	984	998	967	990	933

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-17,8 %	-3,1 %	3,2 %	2,8 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,3 %	8,0 %	8,7 %	9,8 %	9,7 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	9,7	57,4	64,6	75,2	76,0	72,5	74,3	76,1	78,0	62,2	63,5	
+ Kokonaispoistot	36,9	28,4	29,0	29,6	30,2	30,7	31,1	31,6	32,0	33,0	33,1	
- Maksetut verot	-12,3	8,7	-11,2	-13,5	-13,9	-13,1	-13,5	-13,9	-14,4	-10,7	-11,0	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-5,1	-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	22,4	-1,1	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	70,9	112	77,6	86,5	87,6	85,5	87,3	89,2	91,0	79,8	81,1	
+ 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	-38,8	-33,4	-34,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	38,2	79,2	44,7	53,3	54,1	51,7	53,3	54,8	52,3	46,5	47,0	
+/- 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	79,2	44,7	53,3	54,1	51,7	53,3	54,8	52,3	46,5	47,0	702
Diskontattu vapaa kassavirta		74,7	38,8	42,5	39,6	34,8	32,9	31,1	27,3	22,3	20,7	309
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		674	599	560	518	478	443	410	379	352	330	309
Velaton arvo DCF		674										
- Korolliset velat		-387										
+ Rahavarat		112										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,9										
Oman pääoman arvo DCF		384										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,0										

Rahavirranjakauma jaksoittain

2024e-2028e



34%

2029e-2033e



20%

TERM



46%

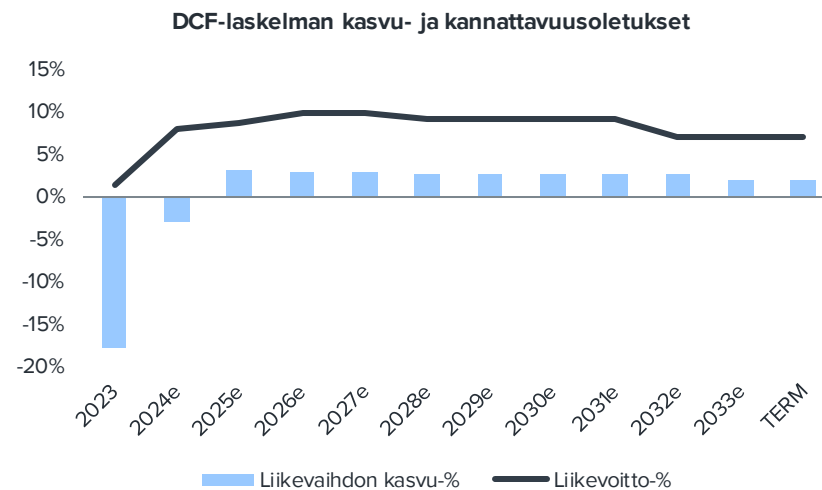
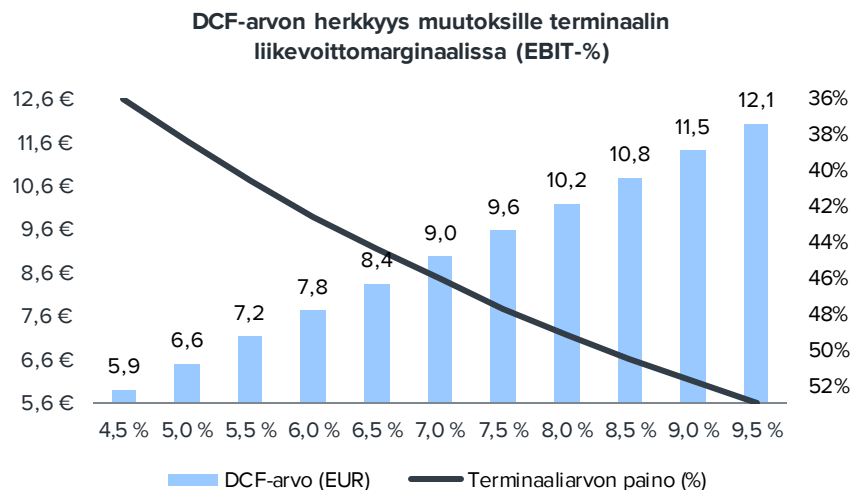
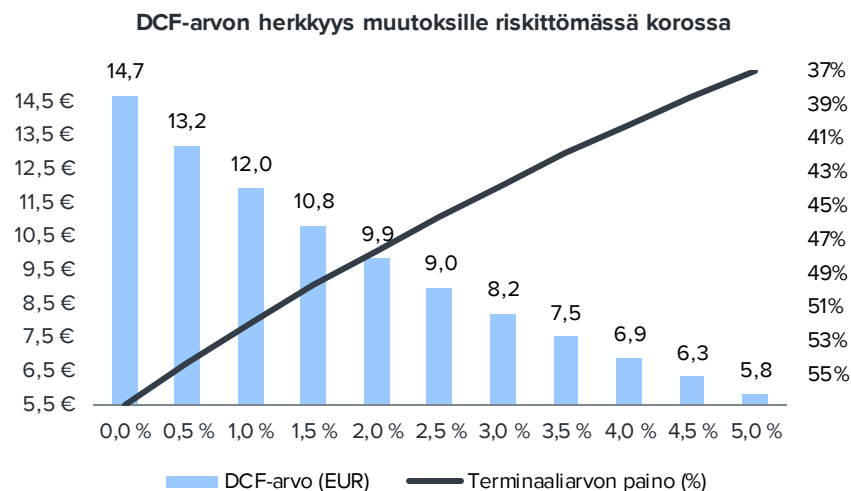
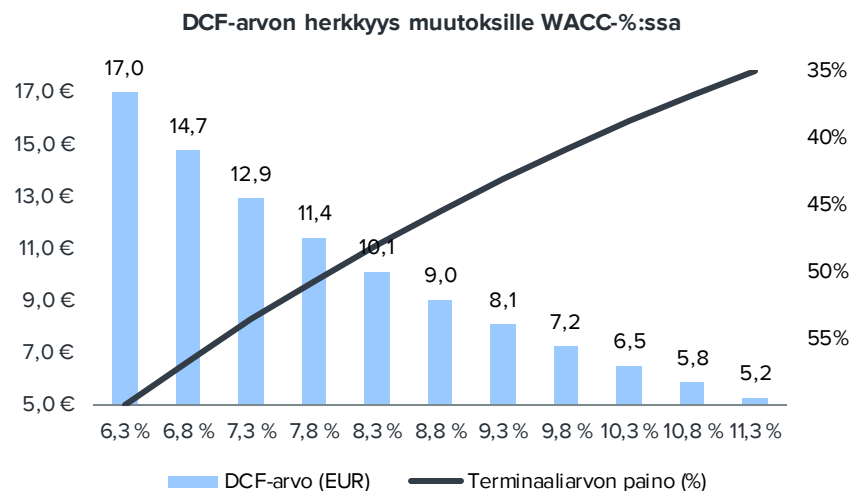
■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

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

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	904,1	743,2	720,0	743,0	EPS (raportoitu)	0,32	-0,31	0,54	0,76
Käyttökate	78,4	46,6	85,8	93,6	EPS (oikaistu)	0,85	0,68	0,88	1,00
Liikevoitto	39,0	9,7	57,4	64,6	Operat. kassavirta / osake	0,80	1,66	2,62	1,82
Voitto ennen veroja	21,6	-9,6	36,9	48,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	0,90	1,86	1,05
Nettovoitto	13,2	-13,2	23,0	32,6	Omapääoma / osake	9,79	10,22	10,42	10,84
Kertaluontoiset erät	-21,7	-45,7	-14,4	-10,0	Osinko / osake	0,36	0,36	0,36	0,38
Tase	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	983,9	997,7	967,2	989,9	Liike vaihdon kasvu-%	7 %	-18 %	-3 %	3 %
Oma pääoma	403,3	435,9	444,7	462,4	Käyttökateen kasvu-%	133 %	-41 %	84 %	9 %
Liikearvo	370,6	370,6	370,6	370,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-9 %	30 %	4 %
Nettovelat	276,8	215,6	170,7	158,0	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-19 %	28 %	14 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	8,7 %	6,3 %	11,9 %	12,6 %
Käyttökate	78,4	46,6	85,8	93,6	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	7,5 %	10,0 %	10,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	37,2	22,4	-1,1	Liikevoitto-%	4,3 %	1,3 %	8,0 %	8,7 %
Operatiivinen kassavirta	33,1	70,9	111,8	77,6	ROE-%	3,3 %	-3,1 %	5,2 %	7,2 %
Investoinnit	-53,3	-32,5	-32,6	-32,9	ROI-%	5,1 %	1,3 %	7,7 %	8,7 %
Vapaa kassavirta	-24,6	38,2	79,2	44,7	Omavaraisuusaste	41,0 %	43,7 %	46,0 %	46,7 %
					Nettovelkaantumisaste	68,6 %	49,5 %	38,4 %	34,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,7	0,6					
EV/EBITDA (oik.)	6,8	5,2	5,1	5,1					
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,7	6,8	6,4					
P/E (oik.)	9,7	9,1	8,4	7,4					
P/B	0,9	0,6	0,7	0,7					
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,7 %	4,7 %	5,0 %					

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 esittäjensä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole taivaltava. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioida sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellisen 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 jakelun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraaville osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kursin nousu ja osingot) ja huomioon Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusosuuksia 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 yhden arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvo määritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvo määritysmenetelmät 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 suurina, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 10 %:n omistuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraavien kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkkiesimä ei ole suoralta tai epäsuoralta tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderesin tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesin, voivat liike toimintassaan pyrkiä toimiesiintymisiin eri liikemiessektorien kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikemiessektoriin. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikemiessektoreille sijoittajaviestintä palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikointia. Näitä palveluita ovat sijoittajailtauksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakkeistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöitynä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikemiessektorin 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 €
25.4.2024	Osta	8,50 €	7,40 €

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

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

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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.**