

# Purmo Group

## Yhtiöraportti

14.06.2024 20.18 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Konsortio korotti tarjoustaan

Purmosta ostotarjouksen tehnyt konsortio ilmoitti perjantaina korottavansa tarjoustaan 11,15 euroon. Liike oli vastine kilpailevaan, joskin vielä ei-sitovaan 11 euron tarjoukseen. Samalla konsortio laski hyväksymisehtonsa 80 %:iin, johon sillä on jo varsin vahvat sitoumukset. Nostamme tavoitehintamme ostotarjouksen mukaiselle tasolle ja toistamme vähennä suosituksen.

## Rettigin ja Apollon konsortio Project Grand Bidco korotti tarjoustaan 11,15 euroon

Konsortio korotti tarjoustaan alkuperäisestä 9,91 eurosta 11,15 euroon. Tämä oli selvästi vastine pari viikkoa sitten julkistettuun, mutta vielä alustavaan ja ei-sitovaan 11 euron tarjoukseen kiinalaiselta Haierilta, jota kommentoimme [täällä](#). Nykyiselle pääomistajalle Rettigille tarjouksessa maksettava hinta nousi 8,91 eurosta 10,62 euroon. Uusi tarjous vastaa tämän vuoden ennusteillamme suunnilleen P/E –kerrointa 12,5x ja EV/EBIT kerrointa 9x. Nämä ovat mielestämme Purmolle hyväksyttävää tasoja ja siten korotettu tarjous arvostaa Purmon jo hyvinkin käypään arvoonsa sekä selvästi yli esim. noin 9 euron DCF-arvomme. Samalla konsortion ja Purmon välinen yhdistymissopimus ja Purmon hallituksen suositus ostotarjoukselle pysyivät voimassa. Viime aikojen vahvasta marginaaliparannuksesta huolimatta (ja osin sen takia) näemme Purmon tuloskasvunäkymät varsin maltillisina tuleville vuosille, mikä luultavasti pitäisi myös pörssissä hyväksytyin arvostustason matalahkona.

## Hyväksymisehdon laskeminen ja varsin tiukat sitoutumisehdot tukevat tarjouksen läpimenoa

Purmon osakkeista noin 80 % on sitoutunut korotettuun tarjoukseen niin, että he saavat perua tarjouksen vasta jos kilpaileva tarjous on yli 13,52 euroa. Rettigin osalta tällaisen ehtoon suostuminen on jossain määrin ymmärrettävää, sillä he ovat mukana myös ostopuolella, mutta kokonaan osakkeet myyvien tahojen puolelta rajoite on mielestämme jossain määrin erikoinen, sillä se estää heitä myymästä osakkeitaan potentiaalisesti selvästikin korkeamman tarjouksen tekijälle. Pidämme näin korkean kilpailevan tarjouksen toteutumista epätodennäköisenä, sillä se olisi mielestämme Purmosta jo kalliin puoleinen hinta. Mahdottomana tätä toki ei voida pitää, kun tiedossa on ainakin Haierin kiinnostus Purmoa kohtaan ja Purmon verrokin Arbonian liiketoiminta myytiin aiemmin keväällä korkealla EV/EBITDA 12x –kertoimelle (jota kommentoimme [täällä](#)). Konsortio laski samalla tarjouksen hyväksymisehtoa 90 %:sta 80 %:iin, joten mikäli yli 13,52 euron tarjousta, tai jotain yllättävää käännettä, ei tule, konsortion tarjous tulee toteutumaan. Kiinnostavaa on, että noin 10 % omistajista, jotka olivat sitoutuneet alempaan tarjoukseen ovat sitoutuneet myös korotettuun tarjoukseen, mutta heillä on oikeus perua sitoutuminen mikäli Purmosta tehdään vähintään 11,76 euron kilpaileva tarjous. Käytännössä 11,76-13,51 haarukkaan sijoittuvalla kilpailevalla tarjouksella ei voi kuitenkaan saavuttaa kuin enintään 20 % omistuksen, joten sellaisen tarjouksen tekeminen näyttää mielestämme jossain määrin hyödyttömältä ainakin koko yrityksen hankkimisen näkökulmasta.

## Viranomaisyhväksyntöjä odotetaan heinäkuussa, tarjousaikaa jatkettiin jo aiemmin 15.7. asti

Kuten Purmo [viime viikolla ilmoitti](#), tarjousaikaa pidennettiin 15.7. asti ja kauppaan liittyviä viranomaisyhväksyntöjä odotetaan heinäkuussa. Näin ollen, mikäli edellä mainittua selvästi korkeampaa kilpailevaa tarjousta ei tule, ostotarjous toteutuu näillä näkymin heinäkuun loppupuolella.

## Suositus

### Vähennä

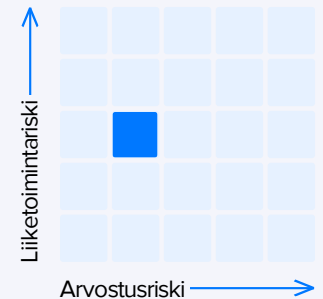
(aik. Vähennä)

### 11,15 EUR

(aik. 9,90 EUR)

### Osakekurssi:

11,20



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	743,2	720,0	743,0	763,8
<b>kasvu-%</b>	-18 %	-3 %	3 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	55,4	71,8	74,6	75,2
<b>EBIT-% oik.</b>	7,5 %	10,0 %	10,0 %	9,8 %
<b>Nettotulos</b>	-13,2	23,0	32,6	44,4
<b>EPS (oik.)</b>	0,68	0,88	1,00	1,04

<b>P/E (oik.)</b>	9,1	12,8	11,2	10,7
<b>P/B</b>	0,6	1,1	1,0	1,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,7 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	8,7	9,0	8,5	8,9
<b>EV/EBITDA</b>	5,2	6,8	6,8	6,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,6	0,9	0,9	0,9

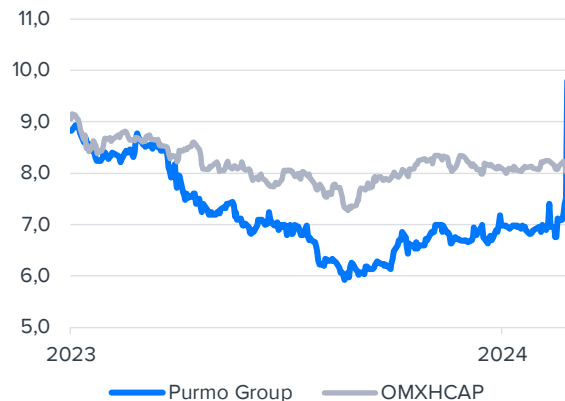
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

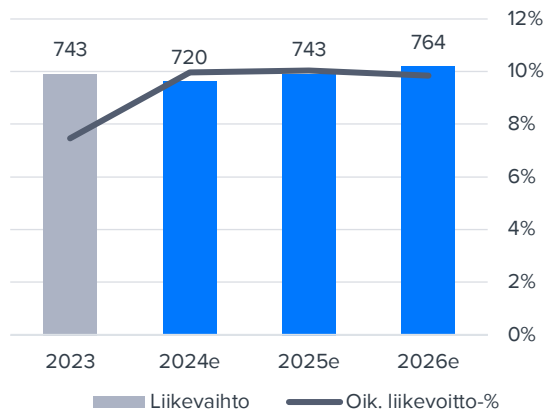
Vuoden 2024 oikaistun käyttökatteen odotetaan asettuvan samalle tai korkeammalle tasolle vuoteen 2023 nähden (92,3 miljoonaa euroa).

## Osakekurssi



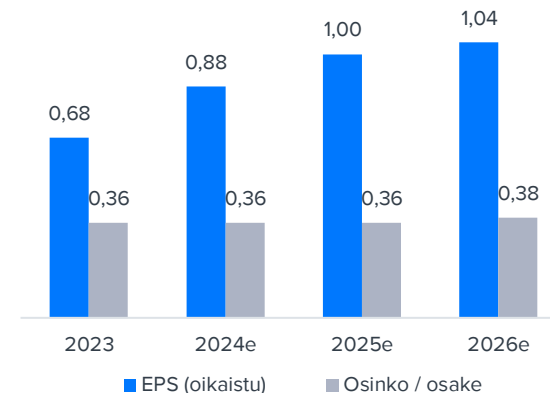
Lähde: Millistream Market Data AB

## 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

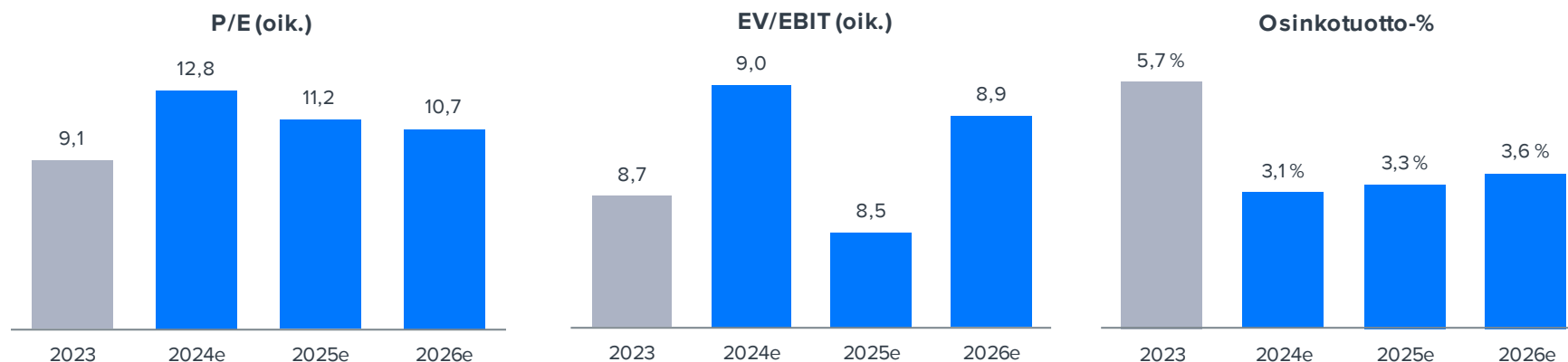
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	11,2	11,2	11,2
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	42,7	42,7	42,6
<b>Markkina-arvo</b>	478	478	478
<b>Yritysarvo (EV)</b>	709	696	672
<b>P/E (oik.)</b>	12,8	11,2	10,7
<b>P/B</b>	1,1	1,0	1,1
<b>P/S</b>	0,7	0,6	0,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,9	0,9
<b>EV/EBITDA</b>	6,8	6,8	6,4
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,0	8,5	8,9
<b>Osinko/tulos (%)</b>	65 %	48 %	38 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,1 %	3,3 %	3,6 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				8,22	6,18	11,2	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl				41,2	42,7	42,7	42,7	42,6	42,6
Markkina-arvo				351	264	478	478	478	478
Yritysarvo (EV)				627	479	709	696	672	647
P/E (oik.)				9,7	9,1	12,8	11,2	10,7	10,3
P/B				0,9	0,6	1,1	1,0	1,1	1,0
P/S				0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto				0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA				6,8	5,2	6,8	6,8	6,4	6,1
EV/EBIT (oik.)				10,3	8,7	9,0	8,5	8,9	8,5
Osinko/tulos (%)				112,9 %	neg.	64,9 %	48,3 %	38,4 %	40,0 %
Osinkotuotto-%				4,3 %	5,7 %	3,1 %	3,3 %	3,6 %	3,9 %

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	
Ecoclimate Group AB	9	9	6,0	2,8	3,1	1,9	0,3	0,3	6,0	3,3			0,5
<b>Purmo Group (Inderes)</b>	<b>478</b>	<b>649</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>12,8</b>	<b>11,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>1,1</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>19,2</b>	<b>13,1</b>	<b>10,7</b>	<b>9,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>16,8</b>	<b>17,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>10,7</b>	<b>9,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>16,4</b>	<b>14,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-38 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>37 %</b>	<b>35 %</b>	<b>-49 %</b>

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
<b>Liikevaihto</b>	<b>212</b>	<b>180</b>	<b>176</b>	<b>175</b>	<b>743</b>	<b>188</b>	<b>176</b>	<b>174</b>	<b>182</b>	<b>720</b>	<b>743</b>	<b>764</b>	<b>785</b>
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
<b>Käyttökate</b>	<b>23,1</b>	<b>16,9</b>	<b>17,3</b>	<b>-10,8</b>	<b>46,6</b>	<b>25,3</b>	<b>18,5</b>	<b>19,5</b>	<b>22,5</b>	<b>85,8</b>	<b>93,6</b>	<b>104,9</b>	<b>106,2</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>26,6</b>	<b>23,5</b>	<b>24,5</b>	<b>25,5</b>	<b>100,1</b>	<b>103,6</b>	<b>104,9</b>	<b>106,2</b>
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
<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>19,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,5</b>	<b>71,8</b>	<b>74,6</b>	<b>75,2</b>	<b>76,0</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>17,9</b>	<b>11,5</b>	<b>12,5</b>	<b>15,5</b>	<b>57,4</b>	<b>64,6</b>	<b>75,2</b>	<b>76,0</b>
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
<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>12,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,5</b>	<b>10,5</b>	<b>36,9</b>	<b>48,6</b>	<b>58,7</b>	<b>60,4</b>
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
<b>Nettotulos</b>	<b>6,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,5</b>	<b>-26,1</b>	<b>-13,2</b>	<b>8,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,7</b>	<b>23,0</b>	<b>32,6</b>	<b>44,4</b>	<b>46,5</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>0,23</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>	<b>0,88</b>	<b>1,00</b>	<b>1,04</b>	<b>1,09</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>0,19</b>	<b>0,09</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,54</b>	<b>0,76</b>	<b>1,04</b>	<b>1,09</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</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 %	-11,2 %	-2,4 %	-1,2 %	4,0 %	-3,1 %	3,2 %	2,8 %	2,8 %
<b>Oik. käyttökateen kasvu-%</b>	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 %
<b>Käyttökate-%</b>	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 %
<b>Käyttökate-% (oik.)</b>	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 %
<b>Nettotulos-%</b>	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
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>619</b>	<b>628</b>	<b>615</b>	<b>618</b>	<b>622</b>
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>365</b>	<b>370</b>	<b>353</b>	<b>371</b>	<b>311</b>
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
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>984</b>	<b>998</b>	<b>967</b>	<b>990</b>	<b>933</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>403</b>	<b>436</b>	<b>445</b>	<b>462</b>	<b>431</b>
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
<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>228</b>	<b>243</b>	<b>248</b>
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
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>984</b>	<b>998</b>	<b>967</b>	<b>990</b>	<b>933</b>

# 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 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>9,7</b>	<b>57,4</b>	<b>64,6</b>	<b>75,2</b>	<b>76,0</b>	<b>72,5</b>	<b>74,3</b>	<b>76,1</b>	<b>78,0</b>	<b>62,2</b>	<b>63,5</b>	
+ 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	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>70,9</b>	<b>112</b>	<b>77,6</b>	<b>86,5</b>	<b>87,6</b>	<b>85,5</b>	<b>87,3</b>	<b>89,2</b>	<b>91,0</b>	<b>79,8</b>	<b>81,1</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	-38,8	-33,4	-34,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>38,2</b>	<b>79,2</b>	<b>44,7</b>	<b>53,3</b>	<b>54,1</b>	<b>51,7</b>	<b>53,3</b>	<b>54,8</b>	<b>52,3</b>	<b>46,5</b>	<b>47,0</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	79,2	44,7	53,3	54,1	51,7	53,3	54,8	52,3	46,5	47,0	702
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>75,6</b>	<b>39,2</b>	<b>43,0</b>	<b>40,1</b>	<b>35,2</b>	<b>33,3</b>	<b>31,5</b>	<b>27,6</b>	<b>22,6</b>	<b>20,9</b>	<b>313</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		682	606	567	524	484	449	415	384	356	334	313
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>682</b>										
- Korolliset velat		-387										
+ Rahavarat		112										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,9										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>392</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,2</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain

2024e-2028e



34%

2029e-2033e



20%

TERM



46%

■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

## Pääoman kustannus (WACC)

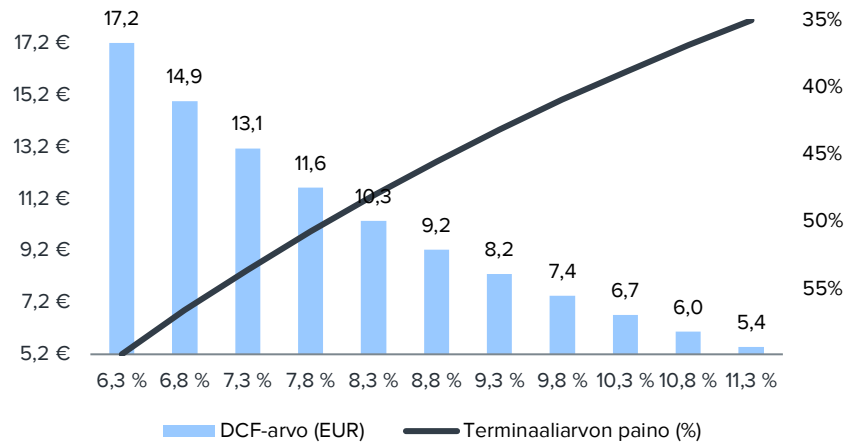
Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumistasite D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,8 %</b>

Lähde: Inderes

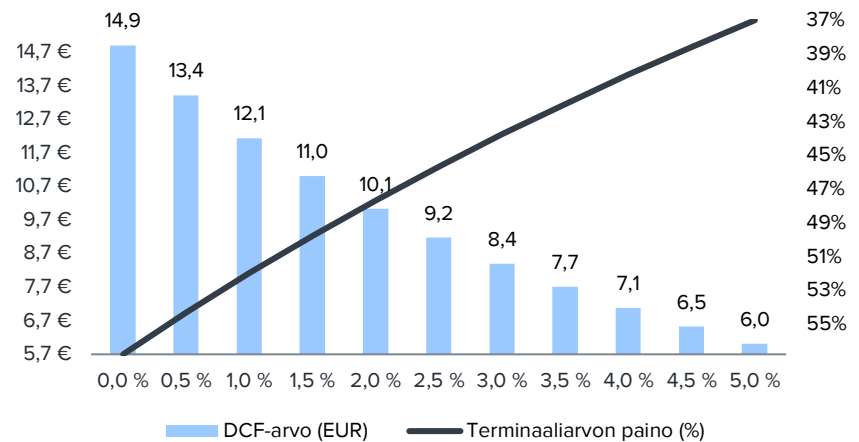


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

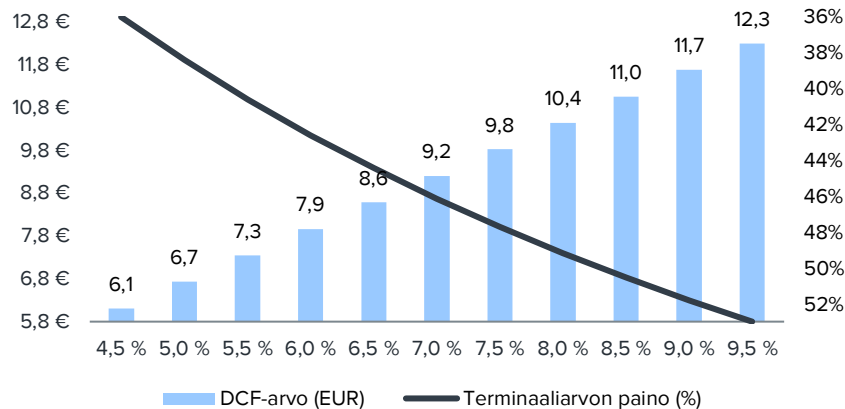
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



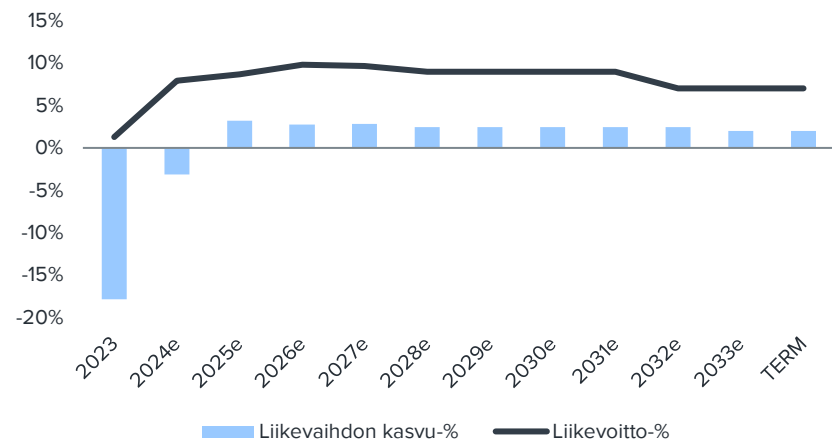
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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

## 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 €
14.2.2024	Osta	8,00 €	6,90 €
25.4.2024	Osta	8,50 €	7,40 €
29.4.2024	Vähennä	9,90 €	9,80 €
17.6.2024	Vähennä	11,15 €	11,20 €

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.**