

Purmo Group

Yhtiöraportti

23.10.2024 08.00 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Suunta jo ulos pörssistä

Purmo on elokuussa toteutuneen ostotarjouksen myötä jo 98 %:sti Grand Bidcon omistuksessa ja lunastusmenettely lopuista osakkeista on menossa. Tämän myötä yhtiö tulee poistumaan pörssistä lähikuukausina. Olemme päivittäneet vielä ennusteemme yhtiön Q3-raportin pohjalta, mutta tavoitehintamme on ostotarjouksen tasolla. Toistamme osakkeelle vähennä-suosituksen.

Q3-liikevaihto odotettu, tulos hieman pehmeä

Purmo Q3-liikevaihto laski hieman vertailukaudesta Climate Solutions-segmentin myötä ja oli pitkälti odotuksemme mukainen. Oik. käyttökate jäi odotuksistamme ja vertailukaudesta niinkään Climate Solutions-segmentin heikohkon tuloksen takia. Purmon tehostamisohjelma tuki edelleen marginaalikehitystä, mutta toisaalta edelleen laskeneet volyymit, tuotannon siirrosta johtuvat kulut sekä kuluinflaatio painoivat tulosta. Tehostamisohjelmasta odotetaan saatavan 50 MEUR:n vuositason säästöt vuoden loppuun mennessä, joista Q3:lla oli toteutunut jo 47 MEUR.

Ohjeistus ennallaan - yrityskauppa tuki ennusteita, orgaanisesti tulosenusteita alemmas

Purmo toisti ohjeistuksensa ja odottaa koko vuoden 2024 oik. käyttökateen olevan samalla tai korkeammalla tasolla vuoteen 2023 verrattuna (92,3 MEUR). 9 kuukauden jälkeen tulos on 4,5 MEUR vertailukautta heikompi. Yhtiön ”samalla tasolla” määritelmä on +/- 5 %. Purmo kommentoi markkinassa näkyvän piristymisen merkkejä, joka yhdessä tehostamisohjelman etenemisen kanssa tukee ohjeistuksen saavuttamista. Lisäksi Q4:n alussa tehty yrityskauppa tukee arviomme mukaan hieman jo tämän vuoden tulosta. Laskimme orgaanisesti kannattavuusennusteitamme tälle ja ensi vuodelle, mutta lisättyämme lokakuun alussa tehdyn Unitherm-kaupan, ennusteemme nousivat 2025-26. Tälle vuodelle ennusteemme oik. käyttökateen osalta on käytännössä viime vuoden tasossa (joka oli tulostaso myös 2022). Yhtiön poistuessa pörssistä poistimme tulevien vuosien osinkoennusteet. Ennusteemme ei kuitenkaan huomioi omistusmuutoksen myötä tapahtuvia muutoksia yhtiön taserakenteessa.

Lunastusprosessi ja pörssistä poistuminen käynnissä

Purmon osakkeiden lunastusprosessi on käynnissä ja yhtiö on ilmoittanut pyrkivänsä poistumaan pörssilistalta mahdollisimman pian. Tämä tapahtunee lähikuukausina ja siten uskomme Q3-raportin jäävän Purmon viimeiseksi pörssiyhtiönä. Myös Purmon seuranta tulee luonnollisesti päätymään viimeistään kaupankäynnin keskeytyessä. Tavoitehintamme on asetettu pääomistaja Grand Bidcon lunastusprosessissa esittämän hinnan mukaisesti (joka on sama kuin ostotarjouksessa maksettu hinta), jota on korjattu tällä viikolla maksettavalla osinkoerällä. Välimiesoikeus voi määrätä myös korkeamman lunastushinnan osakkeelle, mutta lunastushinta tulee selviämään vasta osakkeen kaupankäynnin päättymisen jälkeen. Ostotarjouksen aiempia vaiheita olemme kommentoineet kattavasti aiemmissa raporteissamme ja kommentoissamme.

Suositus

Vähennä

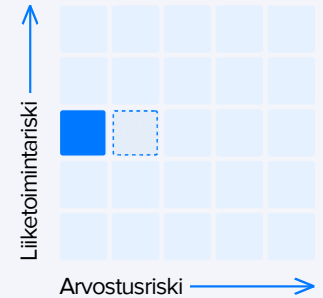
(aik. Vähennä)

10,97 EUR

(aik. 11,06 EUR)

Osakekurssi:

11,20



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	743,2	720,7	768,3	790,5
kasvu-%	-18 %	-3 %	7 %	3 %
EBIT oik.	55,4	63,1	74,5	77,9
EBIT-% oik.	7,5 %	8,8 %	9,7 %	9,9 %
Nettotulos	-9,3	11,6	37,4	47,3
EPS (oik.)	0,68	0,59	1,00	1,09
P/E (oik.)	9,1	19,1	11,2	10,3
P/B	0,6	1,1	1,0	1,1
Osinkotuotto-%	5,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	8,7	10,9	8,9	8,7
EV/EBITDA	5,2	8,2	7,0	6,3
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	0,9	0,9

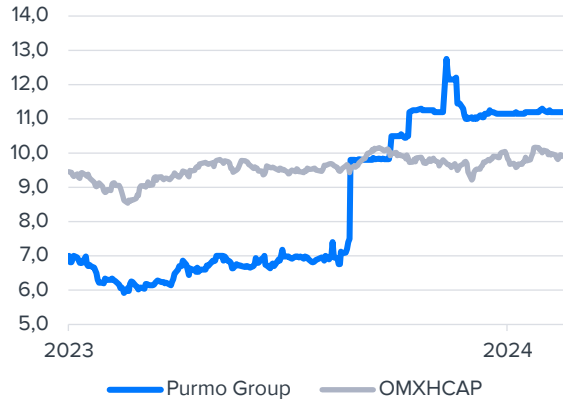
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

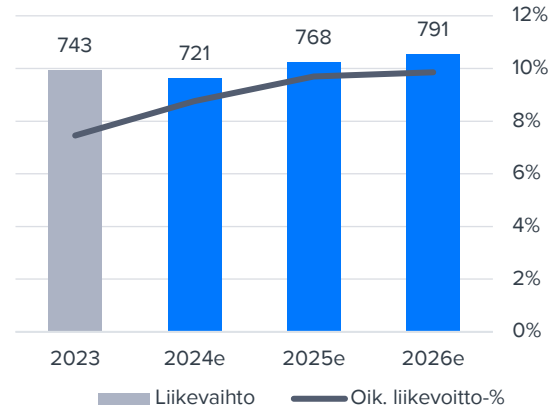
Vuoden 2024 oikaistun käyttökateen odotetaan asetettavan samalle tai korkeammalle tasolle vuoteen 2023 nähden (92,3 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



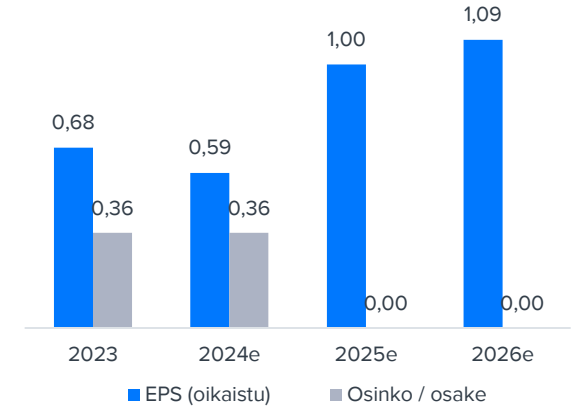
Lähde: Millistream Market Data AB

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
Osakekurssi	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo	478	478	478
Yritysarvo (EV)	749	721	679
P/E (oik.)	19,1	11,2	10,3
P/B	1,1	1,0	1,1
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	8,2	7,0	6,3
EV/EBIT (oik.)	10,9	8,9	8,7
Osinko/tulos (%)	0 %	0 %	0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Q3-liikevaihto odotettu, tulos hieman pehmeä

Tulos jäi odotuksista

Purmo Q3-liikevaihto laski hieman vertailukaudesta Climate Solutions-segmentin myötä ja oli pitkälti odotuksemme mukainen. Oik. käyttökate jäi odotuksistamme ja vertailukaudesta niinikään Climate Solutions-segmentin heikokhon tuloksen takia.

Purmon tehostamisohjelma tuki edelleen marginaalikehitystä, mutta toisaalta edelleen hienoisessa laskussa olevan liikevaihto / laskeneet volyymit, tuotannon siirrosta johtuvat kulut sekä kuluinflaatio painoivat tulosta. Odotuksia suuremmat kertaerät sekä rahoituskulut painoivat raportoidun osakekohtaisen tuloksen reilusti tappiolle.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	176	173	174				0 %	721
Käyttökate (oik.)	23,5	21,3	23,0				-7 %	92,6
Liikevoitto	11,2	5,3	11,0				-52 %	44,8
EPS (raportoitu)	0,08	-0,15	0,08				-294 %	0,16
Liikevaihdon kasvu-%	-	-1,6 %	-1,2 %				-0,4 %-yks.	-3,0 %
Käyttökate-% (oik.)	13,3 %	12,3 %	13,2 %				-0,9 %-yks.	12,8 %

Lähde: Inderes

Ennusteissa orgaanista laskua, yrityskaupasta tukea

Ohjeistus ennallaan

Purmo toisti ohjeistuksensa ja odottaa koko vuoden 2024 oik. käyttökattteen olevan samalla tai korkeammalla tasolla vuoteen 2023 verrattuna (92,3 MEUR). 9 kuukauden jälkeen tulos on 4,5 MEUR vertailukautta heikompi. Yhtiön ”samalla tasolla” määritelmä on +/- 5 %.

Purmo kommentoi markkinassa näkyvän piristymisen merkkejä, joka yhdessä tehostamisohjelman etenemisen kanssa tukee ohjeistuksen saavuttamista. Lisäksi Q4:n alussa tehty yrityskauppa tukee arviomme mukaan hieman jo tämän vuoden tulosta. Tälle vuodelle ennusteemme oik. käyttökattteen osalta on käytännössä viime vuoden tasossa (joka oli tulostaso myös 2022).

Unitherm-kauppa nosti ennusteita

Purmo ilmoitti ostaneensa lokakuun alussa Brittien saarille toimivan Unitherm-yhtiön. Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 28 MEUR ja olemme olettaneet liikevaihdon pysyneen suunnilleen samalla tasolla. Kannattavuutta tai kauppahintaa ei julkistettu, mutta oletamme kannattavuuden osalta sen olevan noin Purmon Climate Solutions –segmentin keskimääräistä taso. Laskimme orgaanisesti kannattavuusennusteitamme tälle ja ensi vuodelle, mutta lisätyämme lokakuun alussa tehdyn Unitherm-kaupan, ennusteemme nousivat 2025-26.

Omistajamuutos tulee muuttamaan yhtiön tasetta

Yhtiön poistuessa pörssistä poistimme tulevien vuosien osinkoennusteet. Ennusteemme ei kuitenkaan huomioi omistusmuutoksen myötä tapahtuvia muutoksia yhtiön taserakenteessa sekä

mahdollisia tulevia kertaeriä. Näin ollen ennusteet tuleville vuosille antavat oikean kuvan lähinnä liikevaihdon ja oik. käyttökattteen osalta.

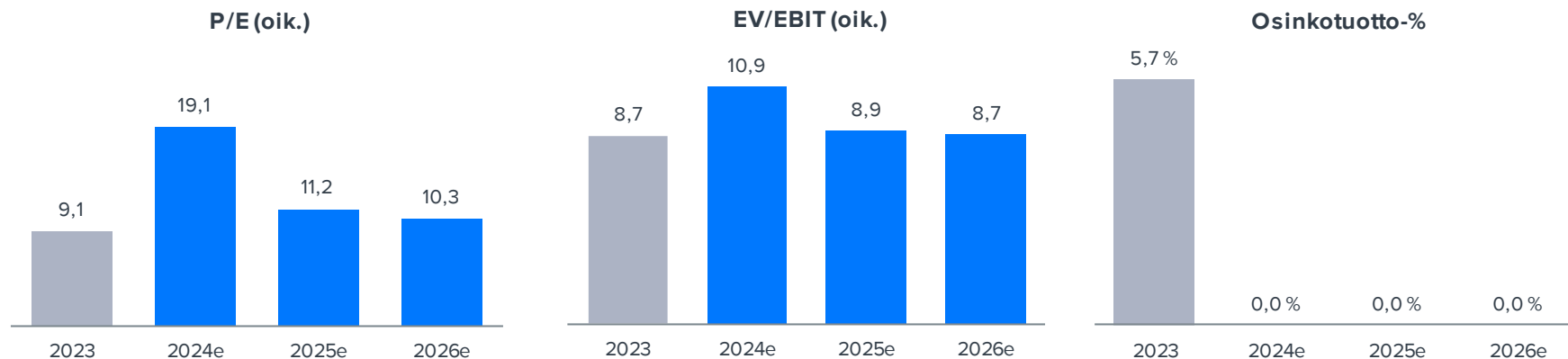
Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e			2025e			2026e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	716	721	1 %	742	768	4 %	762	791	4 %
Käyttökate (oik.)	94	93	-1 %	103	105	1 %	104	108	4 %
Liikevoitto	50,2	44,8	-11 %	63,8	64,5	1 %	74,2	77,9	5 %
Tulos ennen veroja	29,8	19,9	-33 %	47,8	48,5	2 %	57,7	61,4	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,62	0,47	-23 %	0,87	0,89	2 %	1,00	1,07	7 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,00	-100 %	0,38	0,00	-100 %	0,40	0,00	-100 %

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	749	721	679	634
P/E (oik.)				9,7	9,1	19,1	11,2	10,3	9,8
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	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA				6,8	5,2	8,2	7,0	6,3	5,8
EV/EBIT (oik.)				10,3	8,7	10,9	8,9	8,7	8,0
Osinko/tulos (%)				112,9 %	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%				4,3 %	5,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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	8996	10875	43,8	23,8	24,7	17,3	3,0	2,8	106,3	29,7	0,8	1,1	3,4
Lindab International AB	1821	2195	20,2	15,6	13,3	11,1	1,8	1,7	25,1	17,2	1,9	2,2	2,7
Systemair AB	1496	1587	17,8	15,9	12,6	10,9	1,5	1,4	24,9	20,8	1,5	1,8	2,9
Arbonia AG	921	1272	56,7	57,1	17,6	16,7	2,0	1,8	37,4	40,5	1,6	1,8	1,1
Volution Group PLC	1413	1494	17,2	15,4	14,3	12,7	3,6	3,1	22,0	19,9	1,4	1,6	4,5
Zehnder Group AG	1035	995	26,1	17,7	15,8	12,0	1,5	1,4	25,9	14,9	1,9	2,7	1,8
Stelrad Group PLC	229	316	8,6	7,7	6,2	5,7	0,9	0,8	11,9	9,9	5,1	5,2	
Ecoclimate Group AB	7	7				27,0	0,4	0,3	4,6	2,6			0,4
Purmo Group (Inderes)	478	689	10,9	8,9	8,2	7,0	1,0	0,9	19,1	11,2	0,0	0,0	1,1
Keskiarvo			27,2	21,9	14,9	14,2	1,8	1,7	32,3	19,4	2,0	2,3	2,4
Mediaani			20,2	15,9	14,3	12,4	1,7	1,6	25,0	18,5	1,6	1,8	2,7
Erotus-% vrt. mediaani			-46 %	-44 %	-43 %	-43 %	-42 %	-45 %	-24 %	-39 %	-100 %	-100 %	-58 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	212	180	176	175	743	188	172	173	188	721	768	791	814
Climate Products & Systems	169	145	143	135	592	153	138	144	145	580	597	609	621
Climate Solutions	43	36	33	40	152	35	34	30	43	142	171	181	192
Käyttökate	23,1	16,9	17,3	-10,8	46,6	25,3	13,0	13,0	23,0	74,3	94,5	108,4	109,9
Käyttökate (oik.)	29,2	27,8	19,6	16,3	92,9	26,6	18,7	21,3	26,0	92,6	104,5	108,4	109,9
Poistot ja arvonalennukset	-8,0	-8,0	-6,1	-14,8	-36,9	-7,4	-7,2	-7,6	-7,3	-29,5	-30,0	-30,5	-30,9
Liikevoitto ilman kertaerää	18,5	13,1	17,4	6,4	55,4	19,3	11,3	13,8	18,7	63,1	74,5	77,9	79,0
Liikevoitto	15,1	8,9	11,2	-25,5	9,7	17,9	5,8	5,4	15,7	44,8	64,5	77,9	79,0
Climate Products & Systems (oik. EBITDA)	22,7	17,3	22,2	16,3	78,5	23,7	16,3	20,3	22,0	82,3	88,5	90,0	90,0
Climate Solutions (oik. EBITDA)	6,2	6,6	3,6	7,3	23,7	5,6	5,4	3,0	6,5	20,5	26,5	29,0	30,8
Muut	-2,5	-2,7	-2,3	-2,4	-9,9	-2,7	-3,1	-1,9	-2,5	-10,2	-10,5	-10,7	-10,9
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	-4,9	-9,5	-5,0	-24,9	-16,0	-16,5	-15,6
Tulos ennen veroja	9,5	4,1	7,2	-30,4	-9,6	12,4	0,9	-4,1	10,7	19,9	48,5	61,4	63,4
Verot	-2,7	-1,3	-2,7	7,0	0,3	-3,0	-1,7	-1,0	-2,7	-8,4	-11,2	-14,1	-14,6
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	6,8	2,8	4,5	-23,4	-9,3	8,2	-2,0	-6,3	6,8	6,7	32,6	46,5	48,8
EPS (oikaistu)	0,15	0,04	0,11	-0,61	-0,31	0,16	-0,08	-0,18	0,13	0,16	0,76	1,09	1,15
EPS (raportoitu)	0,16	0,07	0,11	-0,55	-0,22	0,19	-0,05	-0,15	0,16	0,16	0,76	1,09	1,15
Tunnusluvut	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-10,4 %	-26,3 %	-18,6 %	-15,3 %	-17,8 %	-11,2 %	-4,7 %	-1,9 %	7,4 %	-3,0 %	6,6 %	2,9 %	2,9 %
Oik. käyttökateen kasvu-%	0,3 %	3,8 %	-22,8 %	-27,9 %	-10,6 %	-8,9 %	-32,8 %	8,7 %	59,5 %	-0,3 %	12,9 %	3,7 %	1,4 %
Käyttökate-%	10,9 %	9,4 %	9,8 %	-6,1 %	6,3 %	13,5 %	7,6 %	7,5 %	12,2 %	10,3 %	12,3 %	13,7 %	13,5 %
Käyttökate-% (oik.)	13,8 %	15,4 %	11,1 %	3,7 %	12,5 %	14,1 %	10,9 %	12,3 %	13,8 %	12,8 %	13,6 %	13,7 %	13,5 %
Nettotulos-%	3,2 %	1,6 %	2,6 %	-13,4 %	-1,3 %	4,4 %	-1,2 %	-3,6 %	3,6 %	0,9 %	4,2 %	5,9 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	619	628	639	641	644
Liikearvo	371	371	396	396	396
Aineettomat hyödykkeet	47,0	45,9	45,6	45,3	45,1
Käyttöomaisuus	167	163	167	170	173
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	313	353	311
Vaihto-omaisuus	174	144	123	131	134
Muut lyhytaikaiset varat	45,4	38,9	38,9	38,9	38,9
Myyntisaamiset	89,1	75,2	72,1	76,8	79,1
Likvidit varat	56,3	112	79,1	106	59,1
Taseen loppusumma	984	998	951	994	956

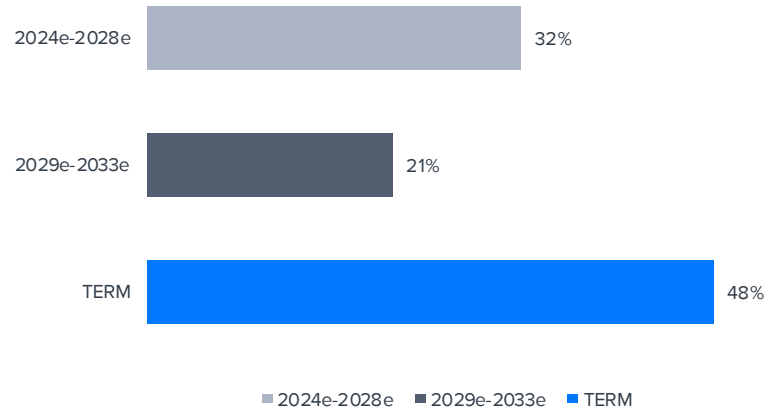
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	403	436	428	461	448
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	24,4	22,8	14,6	47,2	93,7
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	229	249	254
Korolliset velat	20,7	17,7	30,0	40,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	193	161	159	169	174
Muut lyhytaikaiset velat	20,7	40,0	40,0	40,0	40,0
Taseen loppusumma	984	998	951	994	956

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-17,8 %	-3,0 %	6,6 %	2,9 %	2,9 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,3 %	6,2 %	8,4 %	9,9 %	9,7 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	9,7	44,8	64,5	77,9	79,0	75,1	76,9	78,9	80,8	64,4	65,7	
+ Kokonaispoistot	36,9	29,5	30,0	30,5	30,9	31,3	31,7	32,1	32,5	35,4	35,4	
- Maksetut verot	-12,3	9,5	-11,2	-14,1	-14,6	-13,7	-14,1	-14,5	-15,0	-11,2	-11,5	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-5,7	-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	-2,4	-1,1	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	70,9	100	77,3	89,3	90,6	88,1	89,9	91,7	93,6	83,8	85,1	
+ 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	-57,6	-32,9	-33,2	-33,5	-33,8	-34,1	-34,4	-51,0	-35,7	-38,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	38,2	42,8	44,4	56,2	57,1	54,3	55,8	57,4	42,6	48,2	46,4	
+/- 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	42,8	44,4	56,2	57,1	54,3	55,8	57,4	42,6	48,2	46,4	693
Diskontattu vapaa kassavirta		42,1	40,2	46,7	43,6	38,1	36,0	34,0	23,2	24,1	21,3	319
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		668	626	586	539	495	457	421	387	364	340	319
Velaton arvo DCF		668										
- Korolliset velat		-387										
+ Rahavarat		112										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,9										
Oman pääoman arvo DCF		378										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,9										

Rahavirranjakauma jaksottain



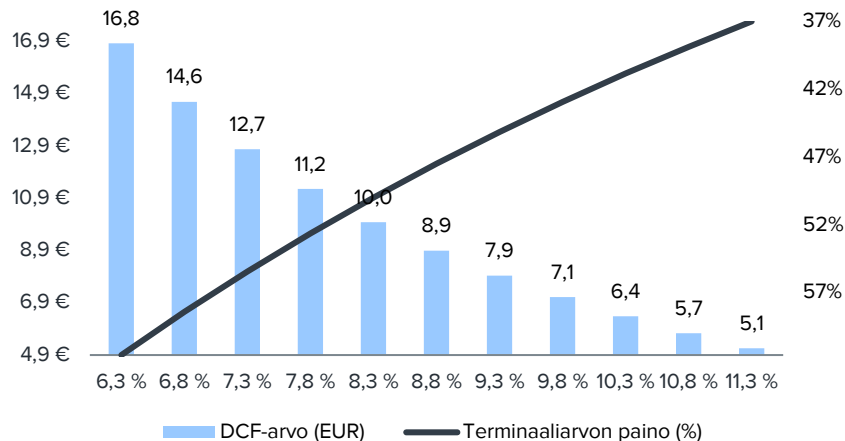
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumistaso 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 %

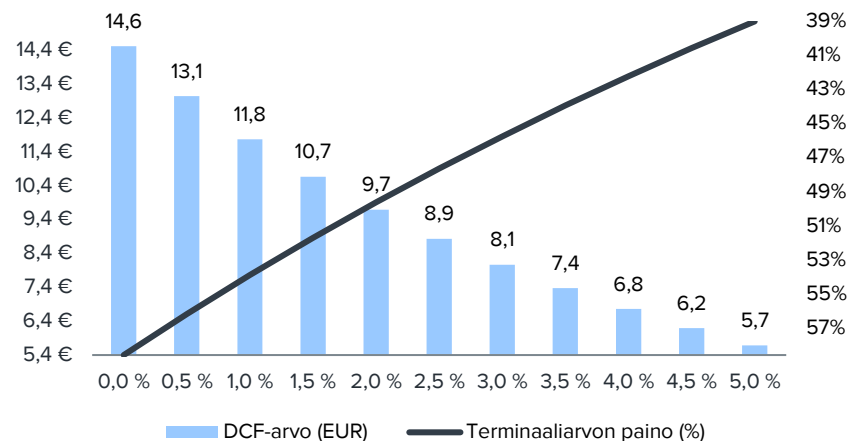
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

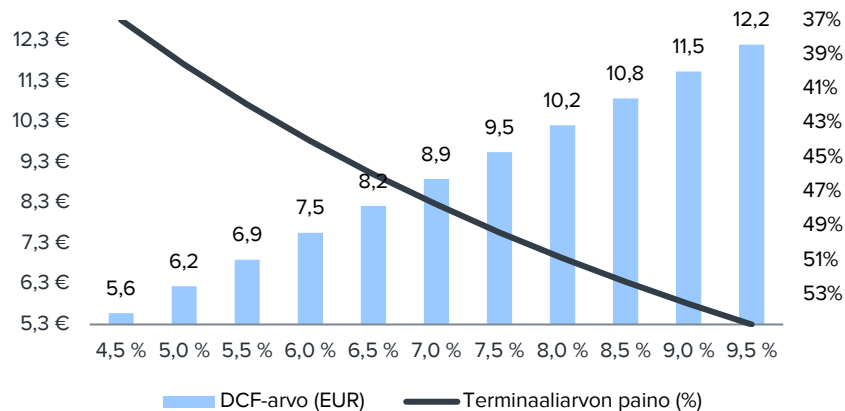
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



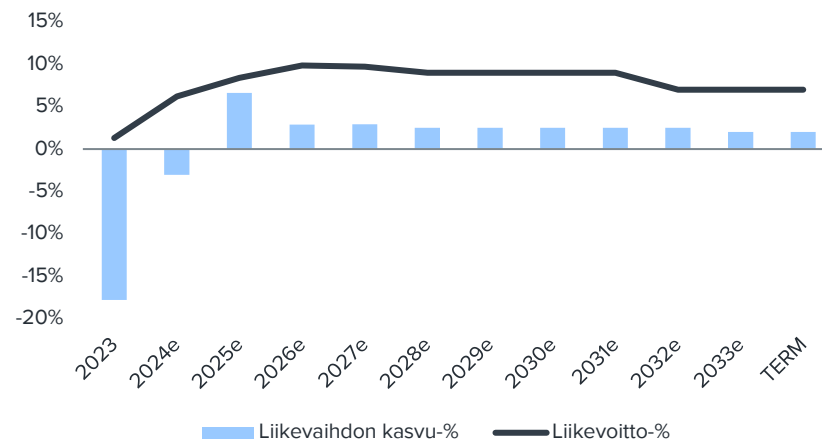
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	720,7	768,3	EPS (raportoitu)	0,32	-0,31	0,16	0,76
Käyttökate	78,4	46,6	74,3	94,5	EPS (oikaistu)	0,85	0,68	0,59	1,00
Liikevoitto	39,0	9,7	44,8	64,5	Operat. kassavirta / osake	0,80	1,66	2,35	1,81
Voitto ennen veroja	21,6	-9,6	19,9	48,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	0,90	1,00	1,04
Nettovoitto	13,2	-9,3	11,6	37,4	Omapääoma / osake	9,79	10,22	10,04	10,81
Kertaluontoiset erät	-21,7	-45,7	-18,3	-10,0	Osinko / osake	0,36	0,36	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	983,9	997,7	951,1	994,2	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-18 %	-3 %	7 %
Oma pääoma	403,3	435,9	428,4	461,0	Käyttökatteen kasvu-%	133 %	-41 %	59 %	27 %
Liikearvo	370,6	370,6	395,6	395,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-9 %	14 %	18 %
Nettovelat	276,8	215,6	210,9	183,6	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-19 %	-14 %	70 %
Kassavirta	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	8,7 %	6,3 %	10,3 %	12,3 %
Käyttökate	78,4	46,6	74,3	94,5	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	7,5 %	8,8 %	9,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	37,2	22,4	-2,4	Liikevoitto-%	4,3 %	1,3 %	6,2 %	8,4 %
Operatiivinen kassavirta	33,1	70,9	100,4	77,3	ROE-%	3,3 %	-2,2 %	2,7 %	8,4 %
Investoinnit	-53,3	-32,5	-57,6	-32,9	ROI-%	5,1 %	1,3 %	6,0 %	8,8 %
Vapaa kassavirta	-24,6	38,2	42,8	44,4	Omavaraisuusaste	41,0 %	43,7 %	45,0 %	46,4 %
					Nettovelkaantumisaste	68,6 %	49,5 %	49,2 %	39,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024e	2025e					
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	1,0	0,9					
EV/EBITDA	6,8	5,2	8,2	7,0					
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,7	10,9	8,9					
P/E (oik.)	9,7	9,1	19,1	11,2					
P/B	0,9	0,6	1,1	1,0					
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,7 %	0,0 %	0,0 %					

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 yhtiöissä. 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan 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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/01/2022	Lisää	16,00 €	14,80 €
04/03/2022	Lisää	12,50 €	10,90 €
13/04/2022	Lisää	13,00 €	12,00 €
13/05/2022	Osta	13,00 €	10,35 €
12/08/2022	Osta	13,00 €	11,00 €
09/11/2022	Osta	12,00 €	10,00 €
11/11/2022	Osta	12,00 €	9,00 €
09/12/2022	Lisää	10,00 €	9,20 €
10/02/2023	Lisää	9,50 €	8,38 €
05/04/2023	Lisää	9,50 €	8,32 €
27/04/2023	Lisää	9,50 €	8,68 €
20/07/2023	Lisää	8,50 €	7,20 €
26/10/2023	Osta	8,00 €	6,18 €
14/02/2024	Osta	8,00 €	6,90 €
25/04/2024	Osta	8,50 €	7,40 €
29/04/2024	Vähennä	9,90 €	9,80 €
17/06/2024	Vähennä	11,15 €	11,20 €
16/07/2024	Vähennä	13,50 €	12,75 €
18/07/2024	Lisää	13,50 €	12,15 €
06/08/2024	Vähennä	11,06 €	11,05 €
23/10/2024	Vähennä	10,97 €	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.**