

Tulikivi

Seurannan aloitus

08.04.2022 08:20



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vierivä kivi ei sammaloitu

Aloitamme Tulikiven seurannan 0,45 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Tulikivi on johtava varaavien tulisijojen valmistaja, jonka tuoteryhmiä ovat tulisijat, sauna ja sisustus. Pitkän korpivaelluksen jälkeen yhtiön tuloskäänne on viime vuosina edennyt vakuuttavasti, mutta poikkeusolojen tuomasta myötätuulesta johtuen on vaikea arvioida yhtiön todellista tuloskuntoa. Nykytasolla osakkeen riski/tuotto-suhde jää mielestämme liian ohueksi ja tuntuva nousuvara vaatisi ennusteitamme vahvempaa tuloskasvua.

Johtava varaavien tulisijojen valmistaja

Tulikivi on perheyhtiö, jonka liiketoiminta perustuu vuolukivivarantojen ympärille. Vuolukiven lämpöä varaavista ominaisuuksista johtuen se on oiva materiaali esim. tulisijoihin ja saunatiloihin. Tulisijat ovat yhtiön syömähänmas ja tuovat arviomme mukaan noin 80 % konsernin liikevaihdosta, kun taas Sauna- ja Sisustus-tuoteryhmät tuovat arviomme mukaan kummatkin noin 10 %. Yhtiön tuotteita myydään Tulikivi-brändin alla ja tuotteet valmistetaan yhtiön omissa tuotantolaitoksissa, jotka sijaitsevat Juuassa, Heinävedellä, Suomussalmella ja Espoossa.

Kohdemarkkina ei kokonsa puolesta aiheuta rajoitteita kasvulle

Tulisijat muodostavat Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa yhteensä noin 3 miljardin euron markkinan. Kotimaassa Tulikivi on markkinajohtaja, mutta yli 50 % konsernin liikevaihdosta tulee viennistä. Pientalojen saneeraaminen ja rakentaminen tukevat Tulikiven kysyntää jokaisessa tuoteryhmässä, minkä lisäksi pyrkimys kohti puhtaampaa palamista ja palamisen korkeampaa hyötysuhdetta nopeuttavat tulisija- ja kiuaskannan uusiutumista. Tulisijojen kysyntää tukee lisäksi korkeat energiahinnat ja pyrkimys kohti energiaomavaraisuutta.

Tavoitteena kasvaa viennin kautta

Tulikiven taloudelliset tavoitteet edellyttävät vuoden 2025 loppuun mennessä keskimäärin 5 %:n kasvua, yli 12 %:n liikevoittomarginaalia ja vähintään 30 %:n omavaraisuusastetta. Odotamme yhtiöltä ennätysvahvaa tulosta tänä vuonna, minkä jälkeen markkinan vahva kysyntä normalisoituu lievästi. Tästä odotamme lähivuosien kasvun olevan 2-2,5 % ja suhteellisen kannattavuuden vahvistuvan asteittain. Lyhyellä aikavälillä kasvua tukee tuhti tilauskanta, tulisijamyyntiä tukevat nousseet energiahinnat ja kasvanut kiinnostus pientaloasumisesta kohtaan. Venäjän hyökkäys Ukrainaan aiheuttaa ennusteissamme kasvulle vastatuulta, koska odotamme myynnin kiihtyvän itänaapuriiin, joka toi vuonna 2021 noin 10 % liikevaihdosta.

Arvostus vaatii tuloskasvun jatkumista

Tulospohjainen arvostus on 2022 ennusteillamme perusteltavissa (P/E: 13x, EV/EBIT: 12x), mutta notkahtavasta tuloksesta johtuen tuotto/riski-suhde ei ole riittävän houkutteleva positiivisen näkemyksen ottamiseksi. Verrokkeihin nähden koemme yhtiön ansaitsevan nykyistä suuremman alennuksen, kunnes markkinoiden luottamus vakaaseen tuloksentekokykyyn on ansaittu takaisin. Ydinliiketoiminnan kassavirtalaskelman ja Suomussalmen talkkiprojektin huomioiva osien summa -laskelmamme antaa osakekohtaiseksi arvoksi 0,44 euroa. Ennusteemme ovat yhtiön taloudellisten tavoitteiden alapuolella ja mikäli yhtiö saavuttaa tavoitteensa, on osakkeella kaikki edellytykset tuplata vuoden 2025 loppuun mennessä ja samalla maksaa hyvää osinkoa. Tulikivi kipuii pitkään kasvun ja kannattavuuden kanssa, minkä seurauksena haluamme yhtiöltä lisää näyttöjä taloudellisten tavoitteiden saavutettavuudesta.

Suositus

Vähennä

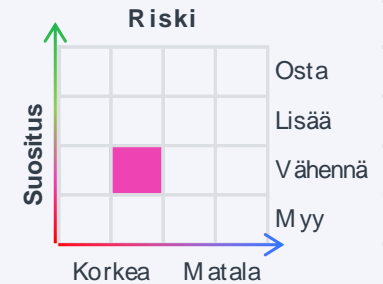
(aik.)

0,45 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

0,50



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	33,5	36,0	34,8	35,5
kasvu-%	15 %	7 %	-4 %	2 %
EBIT oik.	2,7	3,4	2,9	3,2
EBIT-% oik.	8,0 %	9,3 %	8,4 %	9,1 %
Nettotulos	1,7	2,3	2,0	2,3
EPS (oik.)	0,03	0,04	0,03	0,04

P/E (oik.)	16,9	13,0	14,8	13,1
P/B	3,0	2,5	2,1	1,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,0 %
EV/EBIT (oik.)	15,7	11,9	12,8	10,7
EV/EBITDA	8,3	7,0	7,1	6,3
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	1,1	1,0

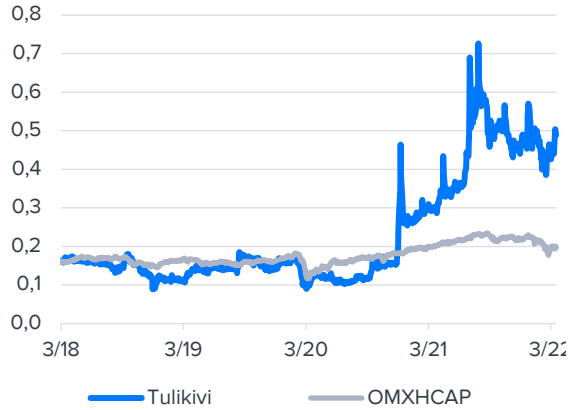
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

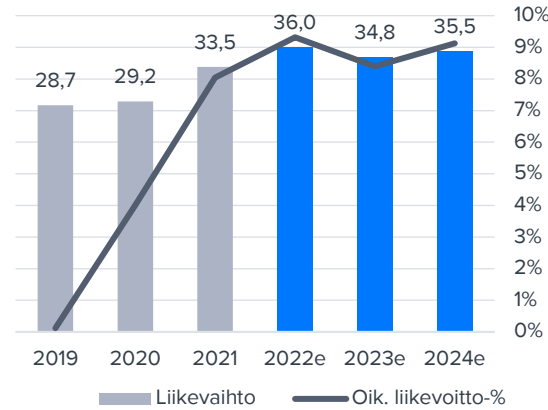
Tulikivi arvioi vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta ja vertailukelpoisen liikevoiton paranevan.

Osakekurssi



Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Tunnettu brändi ja kilpailukykyiset tuotteet
- Kiristynyt lainsäädäntö nostaa alaluetulokynnyksiä ja tukee suuria toimijoita
- Energian korkea hinta ja saatavuuteen liittyvä epävarmuus tukee tulisijojen kysyntää
- Sauna-tuoteryhmässä kasvupotentiaalia globaalien terveys- ja saunaboomin myötä
- Piilevä arvo taseessa



Riskitekijät

- Kysynnän syklinen luonne ja toimialan kitukasvuinen näkymä
- Velkainen tase
- Heikko historiallinen track-record
- Kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja pientalorakentamisen väheneminen
- Paikallinen puunpolttolaannistava regulaatio
- Epävarmuus talkkihankkeeseen liittyen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	0,50	0,50	0,50
Osakemäärä, milj. kpl	59,7	59,7	59,7
Markkina-arvo	30	30	30
Yritysarvo (EV)	40	37	35
P/E (oik.)	13,0	14,8	13,1
P/E	13,0	14,8	13,1
P/Kassavirta	7,6	9,9	9,7
P/B	2,5	2,1	1,8
P/S	0,8	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	7,0	7,1	6,3
EV/EBIT (oik.)	11,9	12,8	10,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	52,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Sijoitusprofiili	s. 13
Strategia ja taloudellinen potentiaali	s. 14-15
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 16-22
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 22-24
Ennusteet	s. 25-27
Arvonmääritys ja suositus	s. 30-37
Vastuuvapauslauseke	s. 38

Tulikivi lyhyesti

Perhetaustainen Tulikivi on maailman johtava varaavien tulisijojen valmistaja. Yhtiö keskittyy kolmeen tuoteryhmään: Tulisijat, Sauna ja Sisustus. Liiketoiminta on globaalia ja vienti tuo yli puolet liikevaihdosta.

1979

Reijo Vauhkonen osti Suomen Vuolukivi Oy:n

1994

Listautuminen

33,5 MEUR (+15 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

2,7 MEUR (8 % lv:sta)

Liikevoitto 2021

204

Henkilöstö 2021 keskimäärin

57% / 43%

Vienti / kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta 2021

4

Tuotantolaitosta

2005-2006

Hurjastelu vahvassa markkinassa

Kermansavi yritysosto pääosin velkarahalla

Verkkokaupan lanseeraus

2007-2016

Kysyntä heikkenee finanssikriisin ja eurokriisin seurauksena

Taloudellinen tilanne heikkenee selvästi ja investointeja leikataan
Merkittäviä sopeuttamistoimia

Tasetta vahvistetaan osakeannilla
Laajentuminen Sauna-tuoteryhmään

2017-2018

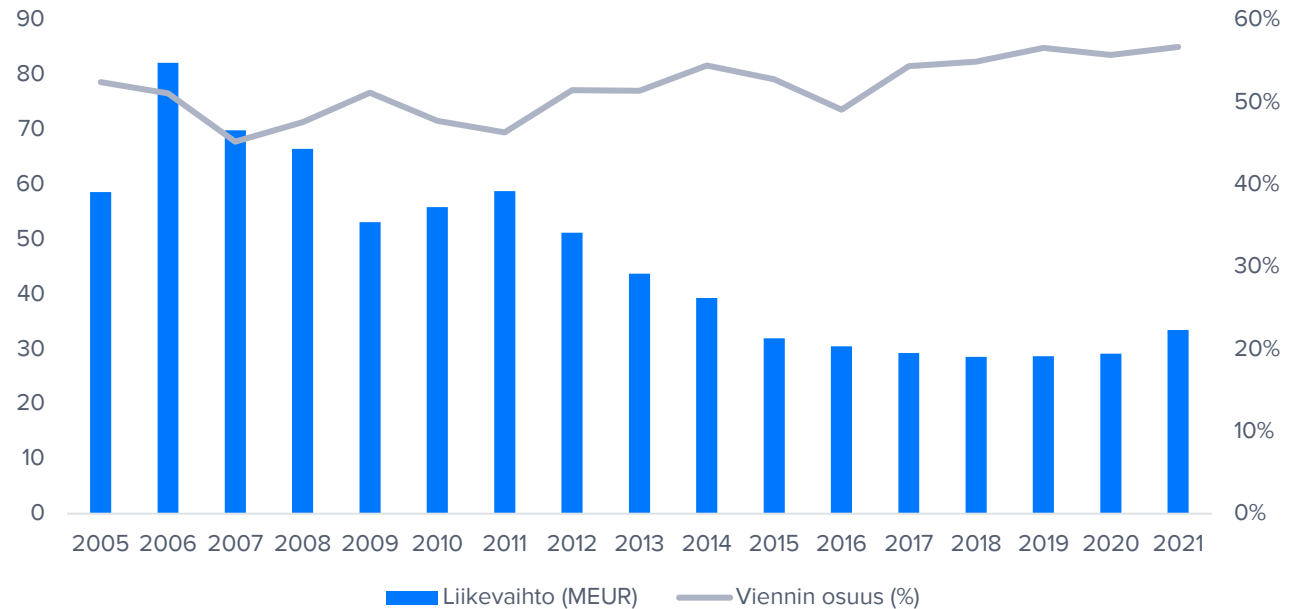
Karelia- ja Pielinen-mallit markkinoille

Suomussalmen talkkiesiintymän hyödyntämistä ja myyntimahdollisuuksia tutkitaan

2019-

Nordic Talc perustetaan Suomussalmen talkkiesiintymän hyödyntämiseksi

Markkinan kysyntä kohenee
Vuonna 2014 asetetut tulisijojen sallitut päästöasetukset astuvat voimaan Euroopan laajuisesti
Yhtiö asettaa uudet taloudelliset tavoitteet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Johtava varaavien tulisijojen valmistaja

Tulikivi on maailman suurin varaavien tulisijojen valmistaja. Yhtiön liiketoiminta on rakennettu suurten vuolukivi- ja mineraalivarantojen ympärille, jotka mahdollistavat raaka-ainehankinnan oman louhinnan avulla. Tulisijojen lisäksi Tulikivi on laajentanut tuotevalikoimaansa Sauna- ja Sisustus-tuoteryhmiin, jotka ovat luonnollisia jatkeita vuolukiven hyödyntämiseen raaka-aineena. Tuotteiden kohderyhmä on modernit ja perinteiset kuluttajat. Yhtiöllä on yhteensä 4 tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Juuassa, Heinävedellä, Suomussalmella ja Espoossa. Noin 93-94 % konsernin liikevaihdosta tulee tuotemyynnistä ja loput tuotteisiin liittyvistä palveluista. Näitä palveluita ovat esim. itsenäisten ammattinharjoittajien purku- ja asennuspalvelut.

Tulisijat ovat yhtiön syömähampas

Tulisijat ovat Tulikiven tärkein tuoteryhmä ja tuo arviomme mukaan noin 80 % konsernin liikevaihdosta. Puhdas palaminen on tuotekehityksen keskiössä ja siksi suurin osa Tulikiven tulisijoista alittavat maailman tiukimmatkin päästönormit. Tuotekehityksen näkökulmasta näemme Tulikiven kilpailukykyisenä yhtiönä, minkä seurauksena kiristyvät vaatimukset pienhiukkaspäästöjen suhteen luovat arviomme mukaan yhtiölle mahdollisuuksia.

Varaavat tulisijat, eli tulisijat jotka varaavat itseensä lämpöä ja luovuttavat sitä lämmitettyään pitkään ja tasaisesti, ovat Tulikiven vahvuus. Vuolukivi varaa ja johtaa hyvin lämpöä, mikä tekee siitä soveltuvan materiaalin tulisijoihin.

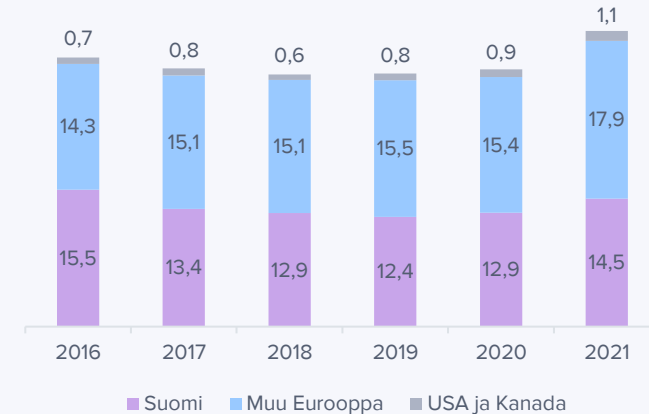
Yhtiön Tulisija-tuotekategoria koostuu neljästä mallistosta, jotka ovat: Karelia-, Pielinen-, Kermansavi- ja Klassinen mallisto. Tulisijoja myydään pääasiassa uudisrakentajille ja remontoijille, jotka arvostavat bioenergiaa lämmitysmuotona. Tulisijan hankinnan taustalla voi loppuasiakkaan näkökulmasta olla esimerkiksi asunnon sisustaminen, varatoimenpide sähkökatkosten varalta tai lämmityskustannuksissa säästäminen. Arviomme mukaan tuotteiden katteet ovat hyvällä tasolla, mutta korkeat yksikkökustannukset rajaavat asiakaskuntaa etenkin uudemmilla malleilla.

Sauna-tuoteryhmässä on kasvupotentiaalia

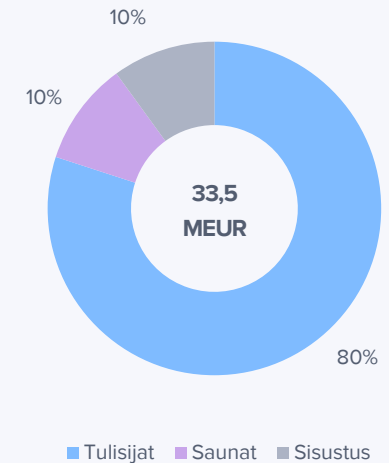
Mahdollisuus hyödyntää vuolukiveä ja myynnilliset synergiat tulisijojen kanssa ovat alun perin ajaneet Tulikiven laajentamaan Sauna-tuoteryhmään. Yhtiön tarjoomaan kuuluu sekä sähkö, että puukiukaat, joiden verhoilussa käytetään vuolukiven ja muiden luonnonkivien ohella keraamisia laattoja, valukiviä ja metallia. Kiuasmalleja löytyy perinteisten kuluttajasaunojen lisäksi savu- ja yhteisösaunoihin. Lisäksi tuoteryhmän oheistuotteisiin kuuluvat ohjauskeskukset, kiuaskivet ja vuolukivistä valmistetut sisustusketit ja laatat.

Tulikivi laajensi tuotetarjoomaansa Sauna-tuoteryhmään vuonna 2011. Se tuo tänä päivänä arviomme mukaan noin 10 % konsernin liikevaihdosta ja noin puolet tuoteryhmän myynnistä on vientiä. Tuoteryhmän päämarkkina-alueita ovat olleet Suomi, Venäjä ja Keski-Eurooppa. Arviomme mukaan Sauna-tuoteryhmä on kannattavuusprofiililtaan lähes tulisijojen tasolla.

Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Myynnin jakauma¹



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Sisustuskiveä myydään lähinnä kotimaassa

Tulikiven sisustuskategoria tarjoaa luonnonkivistä ja komposiitista valmistettuja tasoja ja laatoituksia. Vuolukivellä on hyviä ominaisuuksia esimerkiksi kylpyhuoneen laatoitukseen, koska se ei ole märkänäkään liukasta ja varaa lämpöä lattialämmityksessä tiloissa. Vuolukiven lisäksi yhtiö tarjoaa myös muita kivilaatuja, kuten graniitti, marmori tai vaikkapa kalkkikivi.

Sisustus-tuoteryhmä tuo arviomme mukaan noin 10 % konsernin liikevaihdosta. Tuoteryhmän tilaukset ovat tyypillisesti suuria, mutta kateprofiili melko ohut. Asiakkaat ovat pääosin keittiöliikkeet, joiden lisäksi tuotteita myydään myös suoran uudisrakentajille ja remontoijille. Tuoteryhmän pääpaino on kuluttajatuotteissa, mutta yhtiö tarjoaa myös mittatilausratkaisuja. Tuoteryhmän päämarkkina-alue on Suomi, minkä lisäksi vientiin valmistetaan myös vuolukivisiä sisustuskiviä ja pöytätasoja projektikohteisiin.

Jakelu vaihtelee markkina-alueittain

Tulikivellä on Suomessa 23 Tulikivi-studiota, joiden kautta Tulisija- ja Sauna-tuoteryhmien tuotteita myydään. Lisäksi rautakaupat täydentävät studioverkostoa kotimaassa. Yhtiöllä on oma verkkokauppa, joka laajennettiin palvelemaan myös ulkomaalaisia asiakkaita vuonna 2015. Vientimarkkinoilla Tulikivi nojaa markkinasta riippuen yksi- tai kaksi-portaiseen jakeluun, tosin viime vuosina trendi on ollut kohti yksiportaista jakelua arvoketjun välikäsien vähentämiseksi. Venäjä on kuitenkin poikkeuksellinen vientimaa, koska yhtiö on ottanut jakelun omiin käsiinsä Moskovan Tulikivi-studion kautta. Markkina-alue toi noin 10 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2021,

mutta vallitsevasta geopoliittisesta tilanteesta johtuen odotamme Venäjän viennin tyrehtyvän.

Noin puolet myynnistä tulee kotimaasta

Suomi on Tulikiven suurin yksittäinen markkina-alue ja se toi 43 % konsernin liikevaihdosta viime vuonna. Muun Euroopan osuus oli 53 %, kun taas USA ja Kanada toivat 3 %. Muun Euroopan merkittävimpiä vientimaita ovat tyypillisesti olleet Saksa, Venäjä ja Ranska. Noin 90 % Tulikiven myynnistä on euromääräistä, joten valuuttariski on maltillinen. Valuuttariskiä on kuitenkin ollut Ruplalle sekä Yhdysvaltain dollarille ja kyseisten valuuttojen heikentyminen euroon nähden vaikuttaa kotimaisesta tuotannosta johtuen negatiivisesti Tulikiven hintakilpailukykyyn.

Tulikiven kysyntä on projektiluontoista ja pientalojen uudisrakentaminen sekä saneerausrakentaminen tukee kysyntää jokaisessa tuoteryhmässä. Arviomme mukaan myynti saneerauskohteisiin on uudiskohteita kannattavampaa, koska neuvottelun toisena osapuolena ei ole ammattiostaja.

Finanssikriisiä edellyttänyt rakennusbuumi tuki tulisijojen kysyntää, mutta sittemmin matalammalle tasolle jäänyt pientalorakentaminen on ollut osasy markkinan kitukasvuiseen luonteeseen. Viime vuosina kasvanut kiinnostus pientaloja ja loma-asuntoja kohtaan on kuitenkin vaikuttanut markkinaan myönteisesti. Kysyntä vaihtelee myös vuodenajan mukaan. Q1 on kausiluonteisesti tyypillisesti tappiollinen, Q4 ja muut neljännekset melko tasavahvoja. Myös sääolosuhteet vaikuttavat etenkin tulisijojen kysyntään ja poikkeuksellisen lämmin talvi voi rajoittaa tulisijojen myyntiä.


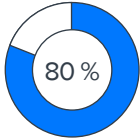

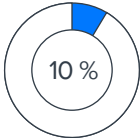
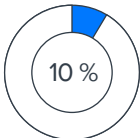
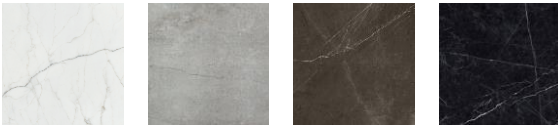
Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Liikevoitto kvartaaleittain (MEUR)



Tulikiven tuotekategoriat

Tuotekategoria	Brändi	Osuus liikevaihdosta ⁽¹⁾	Tuotekuvausesimerkkejä
Tulisija			 <ul style="list-style-type: none"> • Tulisijat • Varaavat tulisijat • Varaavat takat • Leivinuunit • Hellat
Sauna			 <ul style="list-style-type: none"> • Puu- ja sähkökiukaat • Kiukaat savu- ja yhteisösaunoihin • Ohjauskeskukset • Saunakivet • Kylpyhuoneen laatat
Sisustus			 <ul style="list-style-type: none"> • Keittiö- ja kylpyhuonetasot • Kylpyhuoneen lattia- ja seinälaatat • Luonnonkivilaatat ja -mosaiikit kodin eri tiloihin



Tulikiven tehtaat ja louhokset

 4 Tuotantolaitosta

 7 Voimassaolevaa kaivospiiriä

Juuka

- Konsernin pääkonttori
- Tulisijoja valmistava tehdas
- 4 kaivospiiriä, josta 2 aktiivista

Suomussalmi

- Verhouskiveen keskittyvä tehdas
- Aktiivinen kaivospiiri ja Nordic Talc -projekti

Espoo

- Pieni sisustuskiveen keskittyvä versta

Heinävesi

- Kermansavituotteisiin ja saunatuotteisiin keskittyvä tehdas

Paltamo

- Kaivospiiri

Kuhmo

- Kaivospiiri
- Päättyi konserniin Kivia Oy -yrityskaupan myötä

Tulikivi kartalla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kivivarat ja varannot ovat strategian keskiössä

Tulikiven strategisena tavoitteena on mahdollistaa riittävät vuolukivivarannot vuosikymmeniksi ja yhtiö on systemaattisesti tutkinut vuolukivivarantoja yli 40 vuoden ajan. Tulikivellä on 7 voimassa olevaa kaivospiiriä, jotka sijaitsevat Kuhmossa, Paltamossa, Suomussalmella ja Juuassa (4 kpl). Kaivospiirien yhteispinta-ala on noin 340 hehtaaria ja ne kattavat noin 11,5 miljoonan kuutiometrin vuolukivivarannot. Kaivospiireistä louhitaan yhteensä noin 70 000 kuutiometriä vuolukiveä vuosittain, josta noin 15 000 - 20 000 kuutiometriä päätyy yhtiön tehtaalle.

Omat kivivarannot ovat keskeinen osa yhtiön liiketoimintamallia eikä nykyistä tuotevalikoimaa voisi arviomme mukaan tarjota kilpailukykyisin hinnoin ilman omia varantoja. Oma raaka-ainelähde lieventää myös hankintaketjuun liittyviä riskejä esim. materiaalin saatavuuteen, laatuun tai valmistusolosuhteisiin liittyen.

Nordic Talc edistää konsernin talkkihanketta

Tulikivi perusti vuonna 2020 Nordic Talc -tytäryhtiön viemään Suomussalmen talkkihanketta eteenpäin. Alueen mineraalivarannot koostuvat neljästä erillisestä Saarikylän muodostumaan kuuluvasta esiintymästä (Haaponen, Kivikangas, Sivusuvanto ja Kivisuvanto). Haaposesta tehdyn kansainvälisen JORC-standardin mukainen mineraalivarantoarvio esiintymästä on 12,3 miljoonaa tonnia. Tästä talkin osuuden arvioidaan olevan hyvällä 40-45 %:n tasolla, mikä tekee esiintymästä merkittävän Euroopan mittakaavassa.

JORC-standardin mukaiset kairaukset on tehty 75-125 metrin syvyyteen. Lisäkairauksien avulla mineraalivarantoa voisi kuitenkin yhtiön mukaan todentaa Suomussalmen esiintymässä jopa yli 30 miljoonaa tonnia. Vaahdotuskokeiden perusteella talkilla on hyvät ominaisuudet ja se soveltuu yleisimpiin kaupallisiin tuotteisiin. Todellisesta määrästä riippuen esiintymä on riittävä 30-50 vuoden tuotantoon.

Tulikivi aloitti Suomussalmen esiintymän hyödyntämismahdollisuuksien tutkimisen vuonna 2017 ja on investoinut hankkeeseen yhteensä noin 1,2 MEUR. Yhtiöllä ei kuitenkaan yksinään ole taloudellisia resursseja rakentaa liiketoimintaa talkkiesiintymän ympärille. Tästä johtuen näemme Nordic Talcin myymisen kokonaan tai yhteistyökumppanin ottamisen mukaan hankkeeseen todennäköisenä lopputulemana.

Ulkopuolisen tahon lisäksi projektin käynnistäminen vaatii vielä toteutettavuusselvityksen ja ympäristöluvan. Odotamme toteutettavuusselvityksen valmistuvan kuluvan vuoden aikana, jonka jälkeen hankkeeseen liittyvän ympäristölupahakemuksen voi lähettää Elinkeino- liikenne- ja ympäristökeskukselle. Tämän jälkeen projektiin liittyvät investoinnit voi aloittaa ja tuotannon voisi käynnistää noin 3 vuodessa. Visualisoimme seuraavalla sivulla projektiin liittyviä vaiheita.

Ilman toista tahoja Tulikivi ei pysty toteuttamaan talkkituotannon vaatimia investointeja, mutta voi edelleen vähentää siihen liittyvää epävarmuutta suorittamalla lisäkairauksia, kasvattaakseen

todennettujen malmivarojen määrää. Lienee kuitenkin selvä, että Suomussalmen talkkituotantoon ja sen potentiaaliseen aloitusajankohtaan liittyy merkittävää epävarmuutta. Tulikivi palkkasi vuonna 2018 Initia Oy:n taloudelliseksi neuvonantajaksi esiintymän myynnissä, joten omaisuuserän on jo ollut vuosia myynnissä. Tällä hetkellä projektin taloudellisena neuvonantajana toimii Aventure Partners.

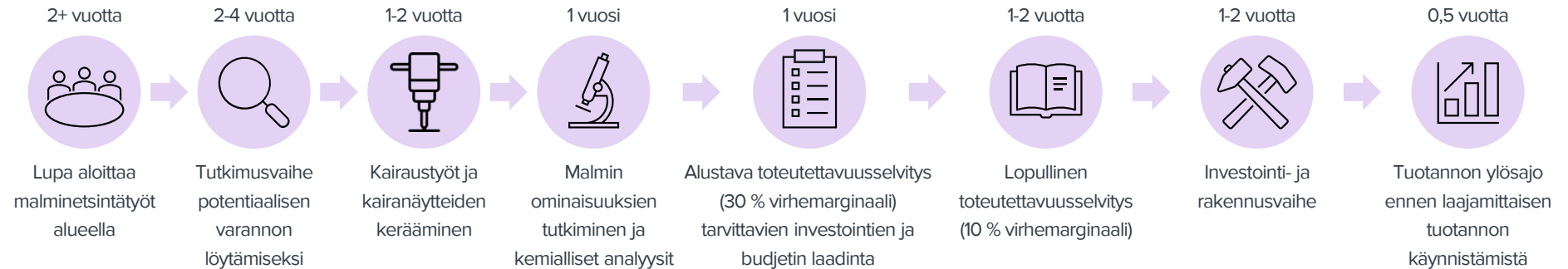
Näemme kolme potentiaalista ostajaryhmää

Arviomme mukaan potentiaaliset ostajat voi jaotella kolmeen ryhmään: talkkia louhivat yhtiöt, kaivosalan yhtiöt, jotka haluavat laajentaa tuotantoaan talkkiin ja pääomasijoittajat, jotka ovat valmiita viemään projektia eteenpäin.

Talkin alhaisen hinta/paino-suhteen vuoksi sitä ei tyypillisesti kannata kuljettaa erityisen pitkälle, joten sijainti loppukäyttäjän läheisyydessä toimii kilpailuetuna. Suomessa etenkin paperiteollisuus hyödyntää talkkia, mutta käyttötarkoituksia löytyy myös esim. muovi-, maali-, keramiikka- ja kosmetiikkateollisuudesta. Talkin hyödyntämismahdollisuudet riippuvat mm. sen puhtaudesta ja siitä kuinka valkoista se on. Jalostajan näkökulmasta mahdollinen myyntihinta vaihtelee paljon sen ominaisuuksien ja lopullisen käyttötarkoituksen mukaan. Tästä johtuen Suomussalmen esiintymän arvo ja kannattavuuspotentiaali riippuu siitä, mitä asiakassegmenttiä se palvelee ja millaista talkkirikastetta valmistetaan.

Nordic Talc

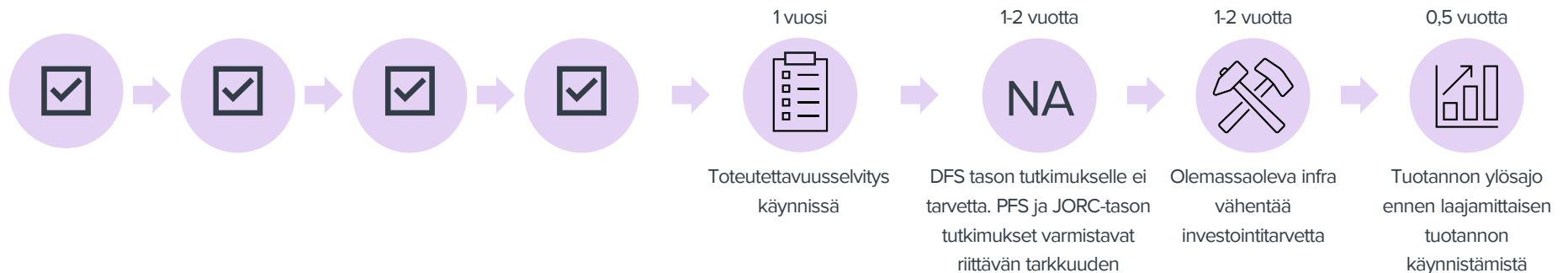
Tyypillinen greenfield-kaivoshanke: Hankkeen valmistelutyöt kestävät 10-15 vuotta ennen kassavirran käynnistämistä



Tutkimusluvan saaminen voi kestää useita vuosia ennen kairausten käynnistymistä

Ympäristölupahakemus jätetään toteutettavuus selvitykseen (PFS) jälkeen

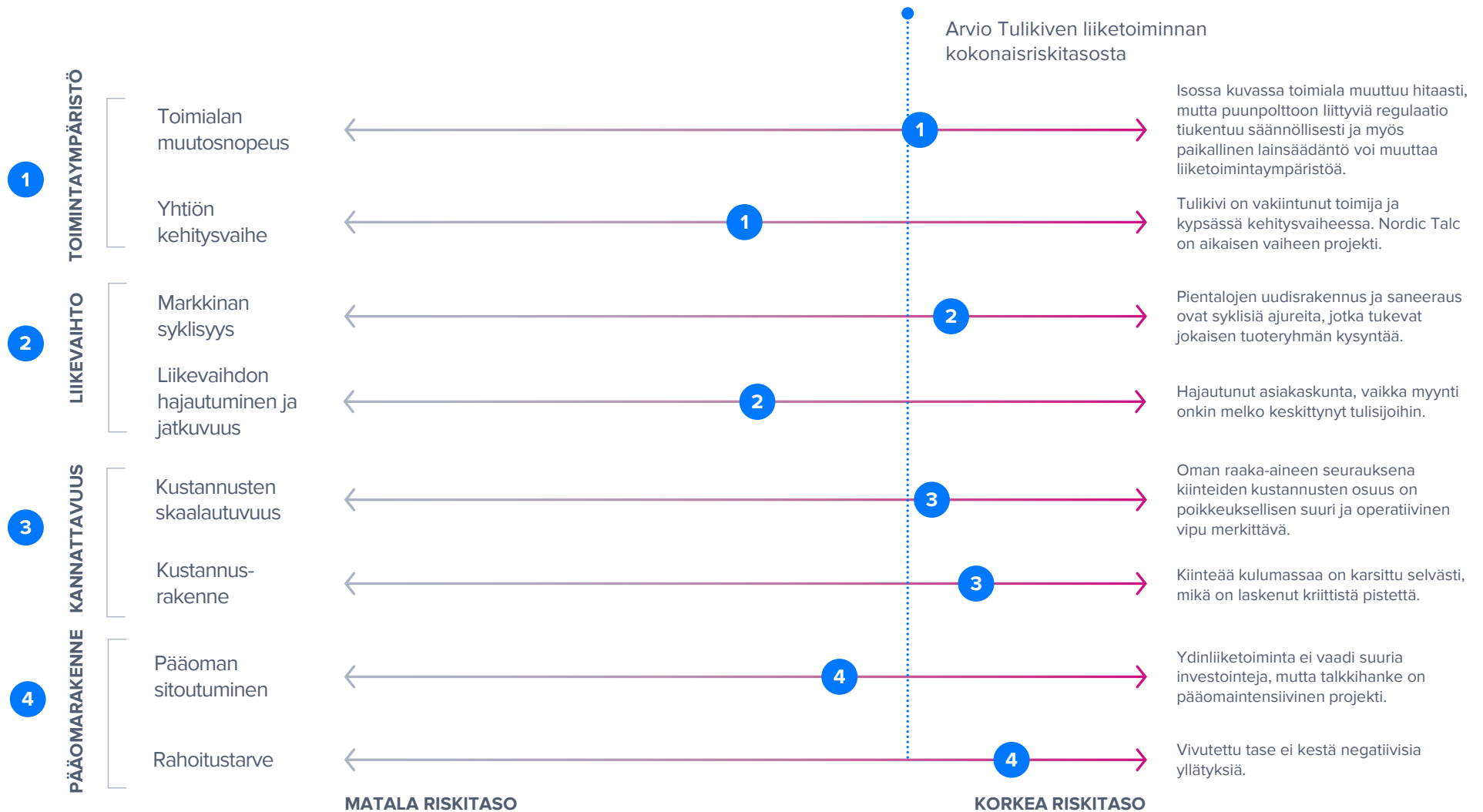
Nordic Talc: Kalliit ja aikaa vievät tutkimukset on jo pääosin tehty ja kaivostoiminta alkaa ~ 3 vuoden kuluttua



Vuodesta 1999 toiminnassa olleella Kivikankaan louhoksella ja tehtaalla on kaivos- ja ympäristölupa

Ympäristölupahakemuksen voi jättää toteutettavuus selvityksen jälkeen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Tunnettu brändi ja kilpailukykyiset tuotteet

2.

Tehokas tuotanto ja omat kivivarannot

3.

Vahva kassakonversio

4.

Velkainen tase nostaa riskiprofiilia, mutta Nordic Talcin myyminen tervehdyttäisi tasetta

5.

Perhetausta ja keskittynyt omistusrakenne

Potentiaali



- Tiukentunut regulaatio puunpolton ympärillä voi tervehdyttää kilpailutilannetta etenkin kotimaassa
- Sauna-tuoteryhmässä kasvupotentiaalia globaalien terveys- ja saunaboomin myötä
- Nordic Talcin piilevän arvon purkautuminen
- Pyrkimys korvata fossiilisia polttoaineita uusiutuvalla energialla ja kallistuva kuluttajaenergian hinta tukevat tulisijojen kysyntää

Riskit



- Kysynnän syklinen luonne ja toimialan kitukasvuinen pidemmän aikavälin näkymä
- Kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja pientalorakentamisen väheneminen
- Velkainen tase
- Heikko historiallinen track-record
- Paikallinen puun polttoa rajoittava regulaatio
- Epävarmuus talkkihankkeeseen liittyen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Missio ja visio

Tulikiven missio on tuottaa laadukkainta lämpöä luonnonläheisesti, esteettisesti ja elämyksellisesti maailman pohjoisimman tulisijatehtaan lämmitysosaamisella ja kokemuksella. Yhtiön visio on olla vuonna 2025 eurooppalainen kuluttajabrändi, joka tunnetaan aidolla luonnon kosketuksella varustettujen lämpöelämysten tuomisesta kaupungistuvaan asumiseen ja vapaa-aikaan.

Kotoilu on kohentanut tuloskuntoa

Tulikivi kamppaili pitkään kutistuvan markkinan ja velkaisen taseen kanssa. Yhtiö on joutunut tehostamaan toimintojaan ja saneeraamaan kulurakennettaan selvästi alemmalle tasolle, joka mahdollistaa kannattavan tuloksen saavuttamisen pienemmällä myyntivolyymillä. Viime vuosina koronan tuoma kotoilutrendi ja kasvanut kiinnostus pientaloja ja lomakoteja kohtaan on selvästi tukenut Tulikivelle relevanttia kohdemarkkinaa, mikä on selvästi kohentanut tuloskuntoa. Odotamme yhtiön panostavan lyhyellä aikavälillä perustansa vahvistamiseen, merkittävien kasvuinvestointien tai voitonjaon sijaan.

Kasvutavoitteet painottuvat vientiin

Tulikiven kasvutavoitteet painottuvat vientiin, uusiin mallistoihin ja uudistuviin tuoteryhmiin. Arviomme mukaan nykyiset kohdemarkkinat tarjoavat enemmän kuin riittävästi kasvumahdollisuuksia, joten emme odota merkittäviä avauksia uusille markkinoille lähitulevaisuudessa. Etenkin Keski-Euroopan

markkinoilla näemme Tulikivellä järkevät kasvumahdollisuudet. Pohjois-Amerikka on suuri potentiaalinen markkina, mutta merkittävä kasvu siellä vaatisi arviomme mukaan turhan suuria panostuksia jakeluverkoston laajentamiseen. Onnistumalla vientimarkkinoilla näemme pidemmällä aikavälillä muutaman prosenttiyksikön vuotuisen liikevaihdon kasvun saavutettavana, muttei missään nimessä itsestäänselvyytensä.

Uusien mallistojen yhteydessä yhtiöllä on mahdollisuus nostaa hintapistettä paranevien tuoteominaisuuksien (esim. puhtaampi palaminen) myötä ja lisätä keskiostoksen kokoa myymällä enemmän oheistuotteita. Arviomme mukaan kiristyvä regulaatio puunpolton ympärillä ajaa Euroopassa pienempiä toimijoita tiukalle. Samalla se luo Tulikiven kaltaisille toimijoille, joilla on käytössään riittävät resurssit tuotekehitykseen vaatimusten saavuttamiseksi, mahdollisuuksia kasvattaa markkinaosuuksiaan. Kotimarkkinoilla yhtiö on yksi harvoista toimijoista, joilla on vientiä, mikä mahdollistaa skaalaetujen saavuttamisen ja kilpailijoita laajempien mallistojen ylläpitämisen.

Odotamme Sauna-tuoteryhmän tarjoavan hyviä mahdollisuuksia kasvaa saunaboomin mukana lanseerata uusia hyväkattaisia oheistuotteita. Vuolukiviverhoilu mahdollistaa erottautumisen muista alan toimijoista, mutta arviomme mukaan Tulikivellä ei ole edellytyksiä kilpailla hinnalla suurempien tehokkaamman valmistuksen omaavien yhtiöiden kanssa.

Sisustuskivi-tuoteryhmä tarjoaa hyviä synergioita Tulikiven liiketoimintamallia ajatellen, mutta käsittääksemme yhtiön kasvutavoitteet eivät

juurikaan nojaa sisustuskiiveen. Mielestämme Tulikiven nykyiset tuoteryhmät ovat hyvin suunniteltu vuolukiven ominaisuuksien ympärille ja tarjoavat tarpeeksi mahdollisuuksia kasvuun. Nykyisten tuoteryhmien sisällä nähdään varmasti jatkossakin uusia tuotelanseerauksia tarjooman täydentämiseksi ja nykyisen asiakaskunnan laajentamiseksi. Emme kuitenkaan näe Tulikivellä intressiä tai tarvetta laajentaa nykyisten tuoteryhmien ulkopuolelle.

Kulurakennetta trimmattu selviytymistaisteluun

Tulikivi on kehittänyt kulurakennettaan karsimalla kiinteitä kuluja ja tehostamalla operaatioitaan. Tämän myötä esimerkiksi yksittäisten tuotteiden määrää on supistettu, mikä karsinut kiinteitä kuluja ja parantanut valmistustehokkuutta. Myös mallistoja on muokattu modulaarisempaan suuntaan, mikä parantaa neuvotteluvoimaa ostojen yhteydessä ja helpottaa varastonhallintaa. Kotimaassa yhtiön tavoitteena on ollut tehostaa kulurakennettaan tarpeeksi, selviytyäkseen kunnes kilpailutilanne tervehtyy tulisijamarkkinalla.

Mielestämme sijoitetun pääoman tuoton säilyttäminen 10 %:n yläpuolella on realistista kotoilutrendin hellittäessä. Tämä kuitenkin edellyttää yhtiöltä malttia olla investoimatta liian innokkaasti ja pitää kulurakennettaan kurinalaisesti paisumasta. Kilpalutilanteen kehitykseen liittyy merkittävää epävarmuutta, koska kysyntäsyklin taittuessa kilpailu myyntivolyymeistä voi jälleen painaa kotimarkkinan kannattavuustasot kestävämmälle tasolle.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Tulikiven asettamat pitkän aikavälin tavoitteet

Inderesin kommentti

Kasvu



Keskimäärin 5 %:n liikevaihdon kasvu 2025 loppuun
(2017-2021: 3,4 %)

Arviomme mukaan kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii tukea suotuisalta markkinakehitykseltä tulisijoissa. Tänä vuonna tilauskanta antaa hyvät lähtökohdat, mutta pidemmällä aikavälillä näemme tavoitteen haastavana.

Kannattavuus



Yli 12 %:n liikevoittomarginaali
(2017-2021: 1,1 %)

Kannattavuustavoite on arviomme mukaan toimitusvolyymeistä riippuvainen yhtiön korkeasta kiinteästä kulurakenteesta johtuen. Saavuttaminen vaatii nykyistä suurempia myyntivolyymejä ja kasvua kannattavilla Keski-Euroopan markkinoilla.

Omavaraisuus



Vähintään 30 %:n omavaraisuusaste 2025 loppuun
(2021: 29,4 %)

Omavaraisuusaste on jo lähes tavoitetasolla, joten tavoitteen saavuttaminen ei ole erityisen haastavaa. Arviomme mukaan taso on jätetty alhaiseksi, jotta tilaa jää myös osingonjaolle ja yritysjärjestelyille.

Toimiala ja kilpailu 1/6

Globaalisti markkinakoko ei aiheuta kasvulle rajoitteita

Tulikiven relevantti markkina on suuri, eikä kokonsa puolesta aiheuta rajoitteita kasvulle. NIBE on arvioinut Euroopan ja Pohjois-Amerikan tulisijojen ja oheistuotteiden markkinakooksi noin 3 miljardia euroa. Markkina on kuitenkin kutistunut selvästi finanssikriisiä edeltävästä ajasta, mikä on lisännyt kilpailua ja painanut toimijoiden kannattavuuksia. Saneerausksynnän (eli korvauskysynnän) osuus tulisijamarkkinasta on noin puolet.

Arviomme mukaan globaali sauna- ja spa-markkina on kooltaan noin 3 miljardia euroa, josta 61 % on korvauskysyntää. Tulikivelle relevantimpi mittari on mielestämme kiuas- ja komponenttimarkkina, jonka suuruus on globaalisti 410 MEUR:n luokkaa. Harvia on arvioinut sauna- ja spa-markkinan kasvavan noin 5 % vuodessa, joskin lähivuosina kasvun odotetaan olevan rivakampaa.

Tulisijamarkkina on fragmentoitunut

Tehdasvalmisteisten tulisijojen toimiala alkoi kehittymään 1970-luvun öljykriisin jälkeen osittain energiahinnan noususta ja saatavuuteen liittyvistä huolista johtuen. Markkinan nuori ikä on osasy siihen, että se on fragmentoitunut ja suurin osa toimijoista ovat paikallisia pelureita. Tyypillisesti otollisia markkina-alueita tulisijoille ovat kylmät kohteet, joiden kuluttajilla on hyvä ostovoima. Isossa kuvassa markkinan kasvua ajaa pääosin korjausrakentaminen ja vanhojen tulisijojen uusiminen, mutta myös uudisrakentaminen. Pientalojen uudisrakentaminen on vakiintunut alhaiselle tasolle Euroopassa, mikä on rajoittanut markkinan kasvua.

Markkinan kasvu saa tukea pyrkimyksestä kohti puhtaampaa palamista ja tulisijojen korkeampaa hyötysuhdetta. Euroopan tasolla vuonna 2014 asetettu Ecodesign-vaatimus on esimerkki sääntelijöiden pyrkimyksestä uusia laitekantaa, mutta vastaavaa esiintyy myös maakohtaisella tasolla valtioiden lainsäädännön ja erilaisten kannustinjärjestelmien muodossa. Saksassa on käytössä asteittain voimistuva Bim SchV -asetus, jonka mukaan ennen vuotta 1994 valmistettuja tulisijoja, jotka eivät täytä Ecodesign-vaatimuksia, ei saa enää käyttää. Asetuksen seuraavassa vaiheessa sama vaatimus astuu voimaan rajoittamaan ennen vuotta 2010 valmistettujen tulisijojen käyttöä vuonna 2024.

Tanskassa on voimassa asetus, joka velvoittaa asunnon ostajan vaihtamaan ennen vuotta 2003 valmistetut tulisijat kiinteistön vaihtaessa omistajaa. Tämän seurauksena tulisijojen todellinen käyttöikä on monessa tapauksessa todellista funktionaalista käyttöikää lyhyempi. Odotamme pyrkimyksen kohti pienempiä hiukkaspäästöjä ja korkeampaa palamisen hyötysuhdetta tukevan etenkin toimialan suurempia yhtiöitä, jotka kykenevät investoimaan tuotekehitykseen muita enemmän. Kepin lisäksi lainsäätäjät hyödyntävät myös porkkanaa ja joillain markkinoilla vanhan tulisijan uusimiseen tarjotaan rahallista tukea.

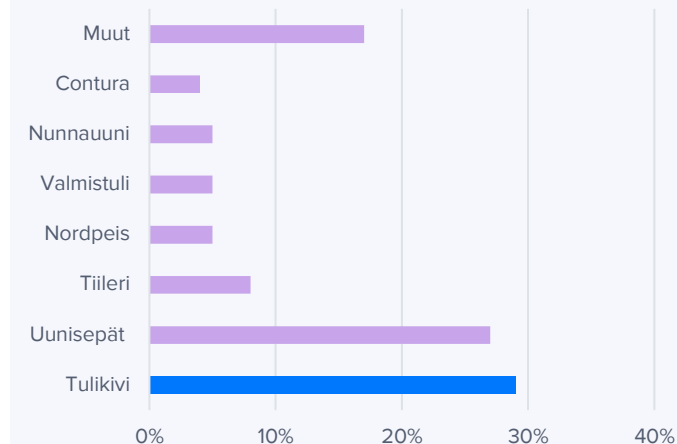
Suomessa noin 2,2 miljoonaa tulisijaa pientaloissa

Suomirakentaa.fi:n arvion mukaan Suomessa on noin 2,2 miljoonaa tulisijaa pientaloissa lämmityskäytössä. Tulisijat säilyvät toimivina pitkään, minkä seurauksena niiden kanta uusiutuu luonnostaan melko hitaasti.

Omakoti- pari- ja rivitalojen määrä ja CAGR kasvu Suomessa



Tulisijabrändien markkinaosuudet Suomessa



Toimiala ja kilpailu 2/6

Suomirakentaa tilastojen mukaan omakotitalojen remonttien yhteydessä Suomessa hankitaan omakotiremonttien yhteydessä vuosittain noin 10 500 uutta takkaa. Lainsäädäntö vaikuttaa tulisijakannan uusiutumiseen Suomessakin ja vuonna 2022 Euroopan laajuiset Ecodesign-säädökset astuivat voimaan. Säädöksen myötä tehdasvalmisteisten tulisijojen on täytettävä samat päästövaatimukset kuin Keski-Euroopassa ja ne on CE-merkittävä. Tulikiven Pielinen- ja Kareliamallistot täyttävät jo vaatimukset, eikä niiden täyttäminen arviomme mukaan vaadi Tulikiveltä muissa mallistoissa ihmeitä. Tilanne voi kuitenkin olla haastava pelkästään kotimaissa toimiville pienemmille yhtiöille, joiden tuotteisiin vaatimus ei ole aiemmin koskenut.

Suomen tulisijamarkkina on keskittynyt

Suomen tulisijamarkkina on keskittynyt ja sen suurimmat toimijat ovat Tulikivi ja Uunisepät. Suomirakentaa datan perusteella Tulikivellä oli vuonna 2019 noin 29 %:n markkinaosuus myytyjen tulisijojen määrässä mitattuna, kun taas Uunisepillä se oli 27 %. Seuraavaksi suurimmat toimijat olivat Tiileri (8 %), Nordpeis (5 %), Nunnauuni (5 %), Valmistuli (5 %), Contura (4 %) ja muut brändit (17 %). Tilasto perustuu omakotirakentajien haastatteluista kerättyyn dataan, joten se ei ole aukoton, mutta toimii arviomme mukaan suuntaa antavana. Kokonaisliikevaihdossa mitattuna Uunisepät on selvästi Tulikiveä pienempi toimija, mutta arviomme mukaan kilpailijan korkeaa markkinaosuutta selittää suurempi keskittyminen kotimarkkinaan ja tulisijoihin sekä tuotteiden alhaisempi hintapiste.

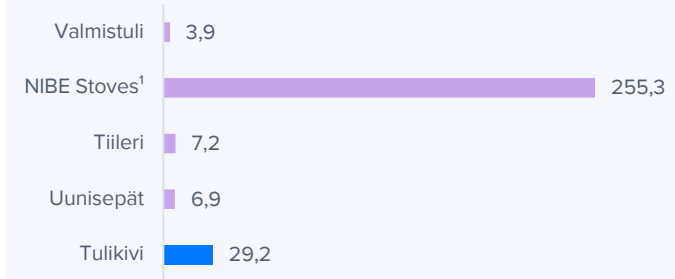
Kilpailukentän yhtiöistä suurin osa ovat

kotimarkkinariippuvaisia, mutta Contura on tulisijojen markkinajohtaja Ruotsissa ja Nordpeis on vastaavassa asemassa Norjassa. Kummatkin brändit ovat osa globaalia markkinajohtaja NIBE Groupia. NIBE:n tulisijojen valmistava Stoves-segmentti oli vuonna 2020 kooltaan noin 255 MEUR ja aktiivinen Euroopassa, Pohjois-Amerikassa sekä Australiassa. Tulisijojen monimuotoista kysyntää kuvaa hyvin se, että NIBE:llä on tallissaan yhteensä 13 eri brändiä, jotka keskittyvät kyseiseen tuoteryhmään. Kuluttajien mieltymykset vaihtelevat markkina-alueittain, minkä seurauksena yhtiöllä on hyvin erityyppisiä takkoja tarjolla markkina-alueesta riippuen.

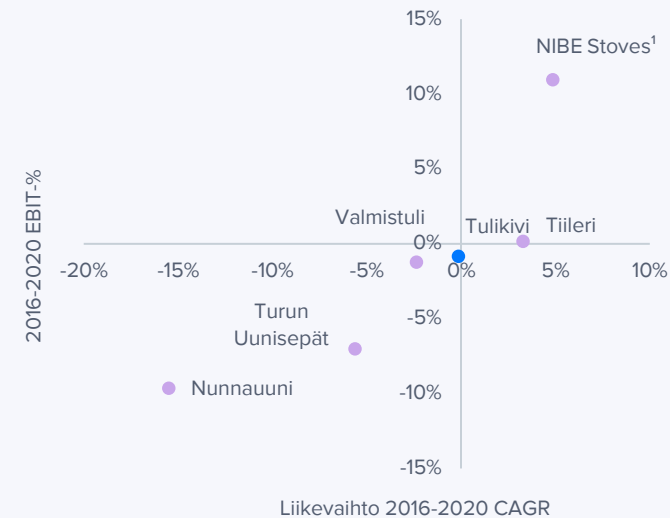
Yleisesti Suomen kutistuneen markkinan ja tiukan kilpailun vaikutukset näkee toimijoiden kasvu- ja kannattavuusprofileissa. NIBE on onnistunut kasvamaan, tosin yhtiö on saanut tukea epäorgaanisesta kasvusta ja yhtiön kasvu sekä tulos painottuu muille markkina-alueille. Arviomme mukaan katteet ovat alhaisia kotimaassa ja Tulikiven liiketoiminta on kannattavampaa Euroopan muissa maissa lievemmästä kilpailun aiheuttamasta hintapaineesta johtuen.

Suurin osa Suomessa toimivista yhtiöistä on kutistunut vuosina 2016-2020 ja tehnyt samalla negatiivista liikevoittoa. Arviomme mukaan uudet Ecodesign-säädökset voivat Suomessa tervehdyttää kilpailukenttää, jossa pääoman tuotot ovat jo jonkin aikaa olleet selvästi pääoman kustannuksia heikommat. Myös yritysjärjestelyt voisivat tervehdyttää toimialan kilpailutilannetta, mutta yhtiöiden heikosta taloudellisesta tilanteesta johtuen emme odota merkittäviä yritysjärjestelyjä lähivuosina Suomessa.

Tulisijatoimijoiden globaali vuoden 2020 liikevaihto (MEUR)



Tulisijatoimijoiden kehitys 2016-2020²



1) NIBEn Stoves-liiketoiminnan luvut. Liikevaihto muutettu euroiksi.

Toimiala ja kilpailu 3/6

Kiukaat ja saunakomponentit on globaalisti ~410 MEUR:n markkina

Tulikiven Sauna-liiketoiminnan koko on arviomme mukaan noin 3,5 MEUR, joten Tulikivi on vasta marginaalinen toimija noin 410 MEUR:n saunakiuas- ja komponentit markkinalla. Koko sauna- ja spa-markkina on huomattavasti tuota suurempi, mutta kapean tuotevalikoiman vuoksi se ei ole mielestämme kokonaisuudessaan relevantti Tulikivelle. Tulikiven päämarkkina-alueet kyseisessä tuoteryhmässä ovat historiallisesti olleet Suomi, Venäjä ja Keski-Eurooppa, mutta Tulisijojen kattava myyntiverkosto avaa arviomme mukaan mahdollisuuksia kasvaa myös muilla markkinoilla. Markkina konsolidoituu nopeasti ja markkinajohtaja Harvian markkinaosuus on arviomme mukaan ylittänyt jo 20 %n tason kiuas- ja komponenttmarkkinasta. Harvian lisäksi suurimpia

kiuas- ja saunakomponenttivalmistajia ovat TylöHelo, TMF, Sawo ja Narvi. Odotamme skaalaeduista nauttivien yhtiöiden voittavan markkinaosuuksia myös jatkossakin.

Suomessa arvioidaan olevan noin 2,5 miljoonaa saunaa ja suuren saunakannan takia uudismarkkinan osuus on matala. Suomen sauna- ja spa-markkinan koon arvioidaan olevan ~10 % globaalista markkinasta. Saksassa arvioidaan olevan yli 2 miljoonaa Saunaa, mutta pienemmästä kannastaan huolimatta Saksan saunamarkkina on Suomea suurempi. Tämä johtuu osittain siitä, että saunoja on suhteellisesti enemmän liikekiinteistöissä kaupallisessa käytössä ja ne ovat tyypillisesti isokokoisia ja paremmin varusteltuja. Venäjällä arvioidaan olevan yli 6 miljoonaa saunaa. Suomen tapaan korkeasta saunakannasta johtuen markkina kasvaa maltillisesti ja koostuu pääosin

korvauskysynnästä.

Sisustuskivi on Suomessa pieni keskittynyt toimiala

Suomen sisustuskivimarkkinalla on muutama suuri toimija, jotka hallitsevat alaa. Alan koko riippuu paljon määrittelytavasta, mutta arviomme mukaan Tulikivelle relevantin markkinan koko on noin 15-20 MEUR kotimaassa. Pienen kokonsa ja alhaisten katteiden vuoksi emme näe sisustuskiveä erityisen houkuttelevana kasvualueena Tulikivelle. Kilpailu sisustuskivessä on paikallista eikä tuotteiden matalan hinta/paino-suhteen vuoksi kannata kuljettaa erityisen kauas. Arviomme mukaan hieman monipuolisempaa kivitarjoonaa ylläpitävä Loimaan Kivi on sisustuskivessä markkinajohtaja.

Erityyppiset yhtiöt ja niiden markkinaosuudet sauna- ja spa-markkinalla	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Esimerkkejä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (12 %)	4 kpl	Yli 50 MEUR	Klafs, Harvia, SaunaKing, TylöHelo	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajiaToimintoja useissa maissaKattava sauna- ja saunatarvikevalikoima
Paikalliset yhtiöt (5 %)	Noin 25 kpl	5-15 MEUR	Narvi, SaWo, Mondex, TMF, Physiotherm, Effegibi	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia tai osittain saunamarkkinoille keskittyviä yhtiöitäTyypillisesti suppeampi valikoima
Pienet yhtiöt (83 %)	Yli 2000 kpl	Alle 5 MEUR	Tulikivi, Sunrans, Iki-Kiuas, Misa, Stoveman	<ul style="list-style-type: none">Tuotevalikoima on tyypillisesti suppea, kattaen edullisia tai keskihintaisia tuotteitaMukana myös muutamia kalliisiin tuotteisiin erikoistuneita

Toimiala ja kilpailukenttä 4/6

Nykyinen kilpailutilanne (korkea*)

- Toimialan kasvuvauhti on matala ja kilpailu kovaa
- Suomen markkinassa muutama iso toimija, mutta koko ei ole kireästä kilpailusta mahdollistanut korkeita pääoman tuottoja
- Toimijoiden kulurakenteet ovat pitkälti kiinteät, mikä altistaa alan ylikapasiteetille
- Alalla on ylikapasiteettia, ja kaippaa konsolidaatiota

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

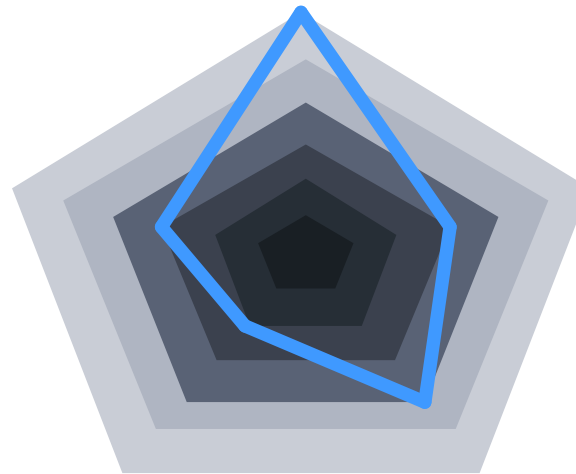
- Tuotetasolla toimiala on hyvin kypsä. Tuotteet kehittyvät jatkuvasti, mutta korvaavien tuoteryhmien uhka ei ole oleellinen
- Tarvetasolla uhka on suurempi ja markkinakohtainen regulaatio voi kannustaa kuluttajia pois puun ja pelletin poltosta vahingollisten pienhiukkaspäästöjen vähentämiseksi
- Tulikiven tuotteisiin voi asettaa sähkövastukset, mutta erottautuminen sähkötakoissa on huomattavasti vaikeampaa

Uusien kilpailijoiden uhka (vähäinen*)

- Toimialan kasvukuva ei ole erityisen houkutteleva ja pääomantuotot historiallisesti vaatimattomia
- Regulaation vuoksi alalle tulo vaatii tuotannon lisäksi pitkälle panostuksia tuotekehitykseen ja jakeluverkoston rakentamiseen
- Tuotannossa, tuotekehityksessä ja jakelussa suuruuden ekonomian kautta on saavutettavissa kilpailuetuja
- Vertikaalisen integraation kautta tulevat kilpailukentän muutokset eivät muodosta konkreettista uhkaa

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Tavarantoimittajia on alalla paljon avaintoimittajille löytyy varatoimittajat
- Alihankkijoiden differoitumiskyky on vaatimaton, eikä yksittäisen toimijan vaihtamisesta koituvat kustannukset kohoa erityisen suuriksi
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon



Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Brändi ei yksinään anna vahvaa hinnoitteluvoimaa, mutta tekniset ominaisuudet mahdollistavat erottautumisen
- Jakelijoilla on tyypillisesti useita toimittajia
- Kuluttajan näkökulmasta tulisijat ovat tyypillisesti epäkriittisiä hankintoja, varalämmityskäyttöä lukuun ottamatta
- Asiakkaiden vertikaalisen integroitumisen uhkaa ei käytännössä ole ollenkaan

*Inderesin näkemys toimialavoiman Tulikivelle aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

Toimiala ja kilpailu 5/6

Talkkia hyödynnetään monipuolisesti

Talkki on maailman pehmein mineraali ja esiintyy aina toisen mineraalin kanssa. Autoteollisuus, Paperiteollisuus, maali- ja pinnoiteteollisuus, ja rakennusteollisuus ovat suurimpia talkin hyödyntäjiä. Mineraalin käyttötarkoitukset ovat viimeisen parinkymmenen aikana kehittyneet ja sen hyödyntäminen on USGS:n (U.S. Geological Survey) mukaan laskenut selvästi useilla teollisuuden alueilla Yhdysvalloissa (keramiikka -58 %, kosmetiikka -57 %, päällysteet -47 %, maali -24 %, paperi -21 %). Isossa kuvassa laskun taustalla ovat uudistuneet tuotantomenetelmät, muutokset tuotemixissä tai paperiteollisuuden kohdalla tuotteen vähentynyt kulutus. Talkin kulutus on kuitenkin kasvanut samalla muoviteollisuudessa, joka hyödyntää talkkia muovin vahvistamiseen etenkin autoteollisuuden tarpeita varten. Yhdysvalloissa talkin hyödyntäminen muovimateriaaleissa on kasvanut arvioltaan 34 % 1995-2018¹ etenkin autoteollisuuden kysynnän vetämänä. Vaikka data on Yhdysvalloista heijastuvat samat trendit arviomme mukaan myös Euroopassa. Kokonaisuudessaan talkin tuotanto Euroopassa on kehittynyt viimeisen vuosikymmenen aikana vakaasti.

Talkilla ei ole julkista markkinahintaa

Talkilla käydään pääosin kauppaa paikallisesti, eikä mineraalilla käydä julkista kauppaa pörsseissä. Tästä johtuen luotettavaa reaaliaikaista hintaa ei ole saatavilla. Yleisesti talkin hintaan vaikuttaa sen puhtaus ja valkeus, jotka rajoittavat käyttötarkoituksia, joihin sitä voi hyödyntää.

Mineraalin hinta on lähes kolminkertaistunut Yhdysvalloissa viimeisen 15 vuoden aikana ja USGS:n mukaan se oli 265 USD/tonni vuonna 2020.

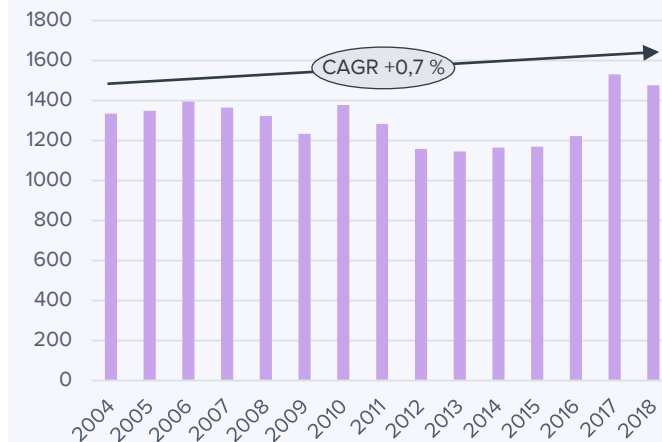
Suomi on yksi Euroopan suurimmista talkin louhijoista

Talkkivarantoja esiintyy globaalisti ja mineraalia louhitaan laaja-alaisesti eri maanosissa. Maailman suurimmat talkkireservit sijaitsevat USGS:n mukaan Yhdysvalloissa (140 Mt), Intiassa (110 Mt), Japanissa (100 Mt), Kiinassa (82 Mt) ja Koreassa (81 Mt). Euroopan talkkireservien koosta ei ole saatavilla tarkkoja lukuja, mutta Euroopan suurimmat talkintuottajat ovat Ranska (450 000 tonnia/v) Suomi (300 000 tonnia/v) ja Italia (170 000 tonnia/v).

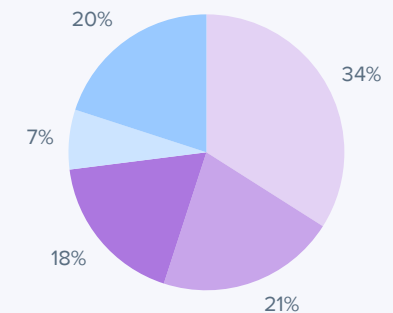
Vuosina 2012-2016 EU-alue kulutti keskimäärin 1 187 Mt talkkia per vuosi. Alhaisen hinta/painosuhteen vuoksi ei kannata kuljettaa erityisen pitkälle, mutta etenkin autotallisuuden korkealaatuista talkkia viedään Euroopasta muihin maanosiin. Euroopan suuresta talkkituotannosta huolimatta alue on nettotuojaa tuonnin ylittäessä viennin noin 13 %:lla ja suhdeluvun kehitys on ollut vakaa. Talkkia tuodaan Eurooppaan etenkin Pakistanista, Kiinasta ja Australiasta.

Talkin laajojen käyttötarkoitusten ja poikkeavien kierrätysasteiden seurauksena mineraalin kierrätysasteen arvioiminen on haastavaa. Asiantuntijat ovat kuitenkin arvioineet vuonna 2019 SCRREEN workshopissa talkin käyttöiän lopun uudelleenhyödyntämiseksi (EoL-RIR) 16 %.

Talkin tuotanto Euroopassa (tuhatta tonnia)³



Talkin käyttö Euroopassa



Autojen muoviosat
Maalit ja pinnoitteet
Rakennusmateriaalit
Muut
Paperi

Toimiala ja kilpailu 6/6

Talkin kysyntänäköymä vaikuttaa hyvältä

Talkin hinta on ollut nousussa lähes yhtäjaksoisesti vuodesta 2009 lähtien kulutuksen painottuessa aikaisempaa korkeamman hintapisteen käyttötarkoituksiin. Globaalisti talkin tuotanto on melko hajautunut ja viisi suurinta yhtiötä hallitsee noin 30 % markkinasta. Research and Marketsin arvion mukaan globaali talkkimarkkina oli vuonna 2020 noin 2,3 mrd. USA:n dollaria. Markkinakoon odotetaan kasvavan keskimäärin noin 4 % vuodessa 2026 asti. Etenkin muovi- ja kumiteollisuuden odotetaan ajavan kasvavaa kysyntää. Maantieteellisesti kysynnän kasvun odotetaan painottuvan Kaakkois-Aasiaan.

Kolme suurta talkinvalmistajaa Euroopassa

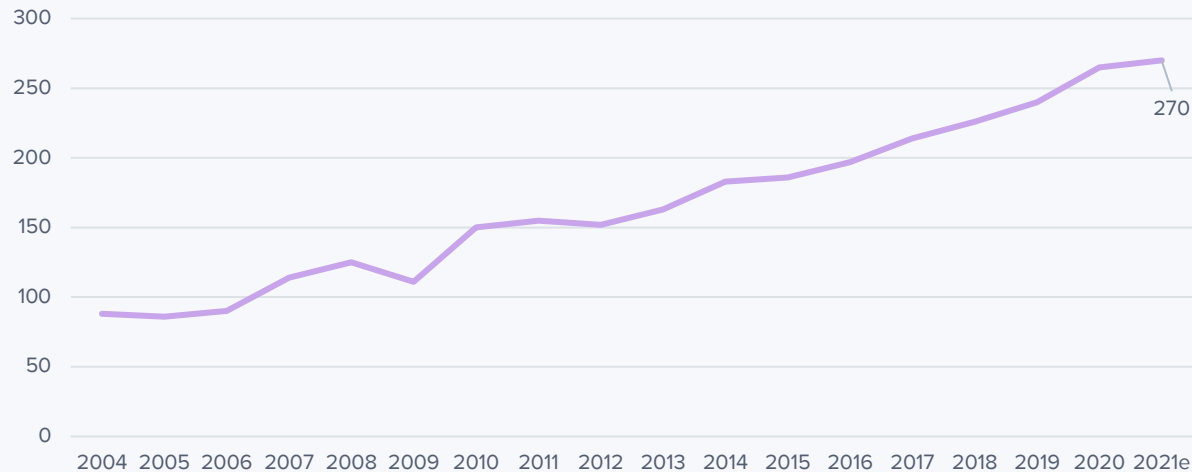
Talkin laaja-alaisesta käytöstä huolimatta Euroopassa on alle 20 aktiivista talkkikaivosta. Ranskalainen

Imerys on maailman suurin talkinvalmistaja ja yhtiöllä on yhteensä 3,8 Mt toteennäytetyt mineraalivarannot ja 13,6 Mt todennäköiset varat. Noin 80 % yhtiön talkkivarannoista sijaitsevat Euroopassa ja loput Kaakkois-Aasiassa. Yhtiöllä oli aiemmin talkkiliiketoimintoja myös Yhdysvalloissa, mutta ne ajettiin alas asbestiskandaalin seurauksena.

Elementis on maailman toiseksi suurin talkinvalmistaja ostettuaan Mondo Mineralsin. Elementiksen talkkiesiintymät sijaitsevat Suomessa ja yhtiön esiintymien arvioidaan riittävän yli 90 vuoden tuotantoon. Yhtiöllä on kaksi käsittelylaitosta Suomessa ja kaksi Alankomaissa. Elementiksen Sotkamossa sijaitseva tehdas on maailman suurin talkintuotantolaitos. Noin 80 % Elementiksen talkkiliiketoiminnan liikevaihdosta tulee Euroopasta.

Italialainen **IMI Fabi** on Euroopan kolmanneksi suurin talkintuottaja. Yhtiöllä on yhteensä kahdeksan talkkiesiintymää ja 11 tuotantolaitosta ympäri maailmaa. Myös IMI Fabi on kasvanut epäorgaanisesti, sillä se osti Sibelcon talkkiliiketoiminnan Belgiassa vuonna 2017.

Talkin hinta (USD/tonni, jauhatettu)¹



1) Yhdysvalloissa, perustuu USGS:n tietoihin

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/3

Liikevaihto on kääntynyt takaisin kasvu-uralle

Tulikiven liikevaihto oli pitkään laskutrendillä, mutta lähti vuonna 2019 näyttämään elpymisen merkkejä kotimaan vahvan saneerausmyynnin, kasvaneen saunatuoteryhmän myynnin ja uusien tulisijamallien hyvän vientimenestyksen myötä. Koronaviruspandemiasta seurannut kotoilutrendi yhdessä kasvaneen innostuksen mökkeilyä ja pientaloasumista kohtaan on sittemmin antanut kasvulle myötätuulta. Vuosi 2021 oli jälleen ennätyksellinen. Kasvaneen kysynnän ja tehostetun kulurakenteen ansiosta Tulikivi sai vuonna 2020 liikevoiton punnerrettua taas voitolliseksi ja vuonna 2021 se oli 2,7 MEUR.

Tulikivi on pitkään keventänyt kulurakennettaan vähentämällä henkilöstöä ja tehostamalla toimintojaan esim. vähentämällä varastonimikkeiden määrää ja puolittamalla Heinäveden tehtaan tuotantotilat vuonna 2019. Yhtiön tuloskunto on parantunut selvästi takavuosisista liikevaihdon kasvun ja parantuneen kulurakenteen myötä, mutta samalla on vaikea arvioida mille tasolle kannattavuus asettuu pientaloihin kohdistuvan kasvaneen kiinnostuksen hellittäessä.

Alhaiset materiaali-, mutta korkeat henkilöstökulut

Tulikiven oma raaka-aine tekee sen kulurakenteesta poikkeavan valmistavalle teollisuudelle. Aineet ja tarvikkeet-kuluerä on vuodesta riippuen ollut vain noin 23-28 %¹ liikevaihdosta, mikä on erittäin alahainen taso. Taso selittää yhtiön hyödyntämät vuolukivivarannot, joiden ansiosta yhtiö ei maksa pääraaka-aineestaan muille tahoille

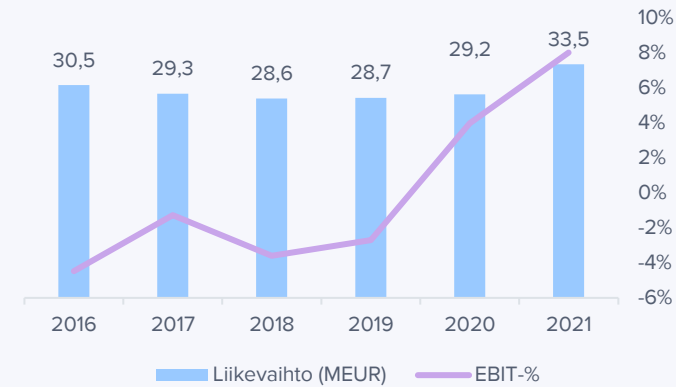
¹) Oikaistu varastonmuutoksesta

hankintakustannuksia, mutta siihen liittyvät kulut näkyvät tuloslaskelmassa henkilöstökulujen ja poistojen muodossa. Oma raaka-aine rajaa Tulikiven altistumista materiaalien hinnannousuille, mutta tekee samalla kulurakenteesta verrattain jäykän muihin valmistavan teollisuuden yhtiöihin nähden. Aineet ja tarvikkeet-kuluerä pitää sisällään mm. tulipesien, luukkujen, tulisijapaneelien ja ohjauskeskusten komponenttien ostoon liittyvät kulut. Ulkopuoliset palvelut ovat historiallisesti olleet noin 12-15 % liikevaihdosta. Kuluerä pitää sisällään mm. rahteihin, myyntiprovisioihin ja asennuksiin liittyviä kuluja.

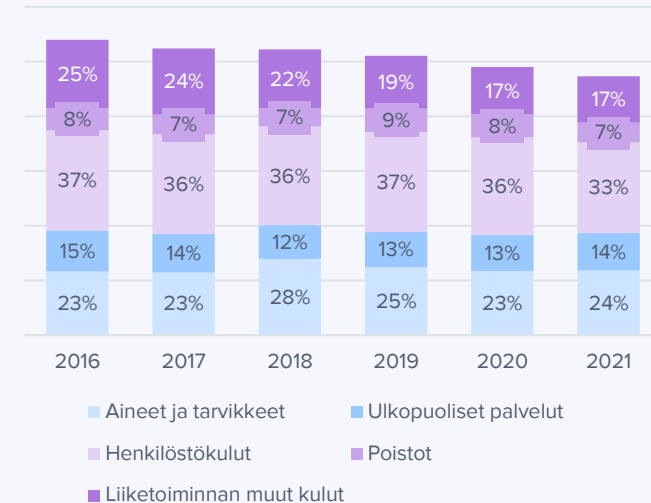
Tulikiven poistot ja arvonalenemiset suhteessa liikevaihtoon on trendinomaisesti laskenut yhtiön investointitarpeiden ollessa poistoja alhaisemmat. Arviomme mukaan tämä johtuu siitä, että Tulikiven nykyinen tase kykenisi kannattelemaan melko selvästi nykytasoa korkeampaa myyntivolyymiä, mutta supistunut kohdemarkkina ei ole antanut tälle mahdollisuutta. Yhtiön poistot ja arvonalenemiset kytkeytyvät mm. laitekantaan, rakennuksiin, taseeseen aktivoituihin tuotekehityskustannuksiin ja muihin aineettomiin hyödykkeisiin.

Liiketoiminnan muut kulut on ollut historiallisesti noin 17-25 % yhtiön liikevaihdosta ja suhdeluvun trendi on ollut aleneva. Kuluerä pitää sisällään mm. vuokrakuluja, kiinteistöjen hoitokulut, markkinointikulut ja valmistuksen muut muuttuvat kulut ja tutkimus ja tuotekehitykseen liittyvät kulut. Arviomme mukaan noin puolet kuluerästä on luonteeltaan muuttuvaa ja loput puolikiinteää. Vuonna 2020 Tulikivi puolitti Heinäveden tehtaan tilat, mikä laski etenkin vuokra- ja lämmityskuluja.

Liikevaihto ja kannattavuus



Tulikiven kulurakenne (% liikevaihdosta)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/3

Taseen kierto on kehittynyt oikeaan suuntaan

Viimevuosina Tulikiven aineelliset hyödykkeet suhteessa liikevaihtoon -tunnusluku on laskenut selvästi, mikä tukee teesiämme siitä, että nykyinen tase olisi riittävä suuremmille toimitusvolyymeille. Suhteessa liikevaihtoon aineelliset hyödykkeet ovat laskeneet melko selvästi noin 17 %:n tasolle. Odotamme suhdeluvun paranevan myös jatkossa kohenevan liikevaihdon ja investointeja korkeamman poistotason myötä.

Käyttöpääomaa yhtiöllä on maltillisesti suhteessa liikevaihtoon alan yleiseen tasoon peilattuna. Liikevaihtoon nähden käyttöpääoman taso on laskenut selvästi viime vuosien aikana, minkä taustalla on laskenut vaihto-omaisuuden ja myyntisaamisten määrä sekä kasvaneet ostovelat ja saadut ennakat. Arviomme mukaan supistunut tuotenimikkeiden määrä sekä uudet modulaarisemmat mallistot ovat mahdollistaneet varastoon sidotun pääoman supistamisen. Lisäksi kasvanut liikevaihto on tukenut kyseisen tunnusluvun kehitystä.

Kassavirta on tulosta vahvempi

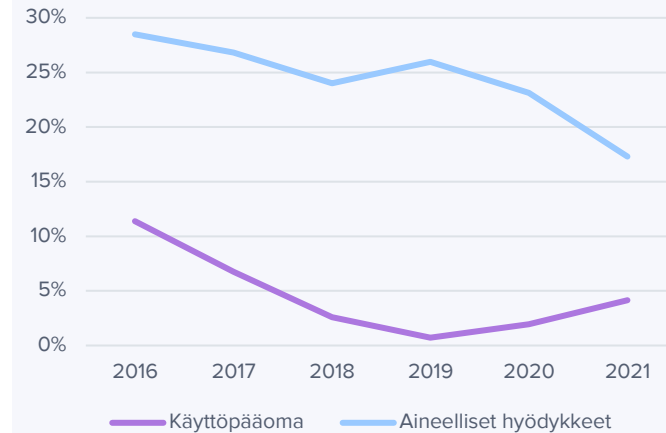
Tulikiven investointitarve on poistoihin nähden matala, minkä seurauksena vapaa rahavirta on selvästi liikevoittoa vahvempi. Tästä johtuen velanhoitokyky on todellisuudessa huomattavasti parempi, kuin mitä yhtiön tuloslaskelma antaa ymmärtää. Yhtiö onkin käyttänyt viime vuodet ylimääräiset liiketoiminnasta kertyvät rahavirrat velkojen lyhentämiseen osinkojen tai merkittävien kasvuinvestointien sijaan.

Velkataakkaa on kevennetty finanssikriisistä lähtien

Vuoden 2021 lopussa Tulikiven nettovelkaantumistaso oli 143 % ja omavaraisuusaste 29 %. Tase on edelleen vivutettu, vaikka yhtiö onkin onnistunut vahvistamaan taseasemaansa selvästi ja korolliset velat ovat laskeneet vuoden 2021 lopun 12,9 MEUR:oon. Heikko tasetilanne juontaa juurensa vuoteen 2006, jolloin Tulikivi teki historiansa suurimman yritysjärjestelyn ostaessaan Kermansavi Oy:n 13,1 MEUR:n kauppahinnasta noin 11 MEUR maksettiin käteisellä ja loput Tulikiven osakkeilla. Yritysjärjestely rahoitettiin pääosin velkarahalla, minkä seurauksena taseen vakaavaraisuus heikkeni selvästi. Yritysjärjestelyn ajoitus oli epäonninen, sillä finanssikriisin myötä kysyntä heikkeni selvästi ja tämä muutos kohdattiin todella velkaisella taseella.

Velkaisen taseen seurauksena emme näe Tulikivellä edellytyksiä epäorganiseen kasvuun lähivuosina, vaikka arviomme mukaan markkinalla olisi tarjolla ostokohteita ja peräti tarvetta konsolidaatiolle. Tulikiven liiketoimintamalli huomioiden on hyvä, että tuotantolaitokset sijaitsevat lähellä louhoksia, sillä raaka-aineen kuljettaminen pitkiä etäisyyksiä ei ole erityisen tehokasta ja lisäksi hintavaa. Taseen velkaisuus rajaa myös yhtiön kykyä investoida Nordic Talc -tytäryhtiöön, mutta toisaalta talkkihankkeen myynti tervehdyttäisi konsernin tasetta.

Pääoman sitoutuminen (% liikevaihdosta)¹



Liikevoitto ja vapaa rahavirta (MEUR)²



1) Käyttöpääoma = Vaihto-omaisuus + myyntisaamiset - ostovelat - saadut ennakat; 2) Vapaa rahavirta = liiketoiminnan nettorahavirta - investointien rahavirta

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/3

Velkoja on lyhennetty pitkään, mutta vielä on matkaa

Tulikivellä oli vuoden 2021 lopussa 11,8 MEUR:n edestä nettovelkaa. Tämän lisäksi yhtiöllä oli vuoden 2021 vuosikertomuksen perusteella taseessa ~1,9 MEUR IFRS 16 -vuokrasopimusvelkaa. Korollisten velkojen kokonaismäärä on edelleen korkea ja odotamme yhtiön lähivuosinakin käyttävän liiketoiminnasta tulevaa kassavirtaa taseen vahvistamiseen. Yhtiöllä oli 2021 lopussa rahavaroja noin 1,1 MEUR, mikä vastaa 3 % edellisvuoden liikevaihdosta ja arviomme mukaan riittävä taso liiketoiminnan pyörittämiseksi. Tulikiven tase on velkainen, mutta yhtiön kassavirta on pysynyt positiivisena negatiivisesta tuloksesta huolimatta poistoja alhaisemmasta investointitarpeesta johtuen. Vahva kassakonservatio rajaa myös osakkeeseen liittyvää taseriskiä.

Tase on liiketoiminnan kokoon nähden raskas

Vaikka Tulikiven tase on kutistunut lähes trendinomaisesti Kermansavi-yritysjärjestelystä lähtien, on se edelleen raskas yhtiön liikevaihtoon nähden. Tulikivellä on yhteensä 12,2 MEUR aineetonta omaisuutta taseessa, mikä on hieman huolestuttava taso, sillä se ylittää selvästi oman pääoman.

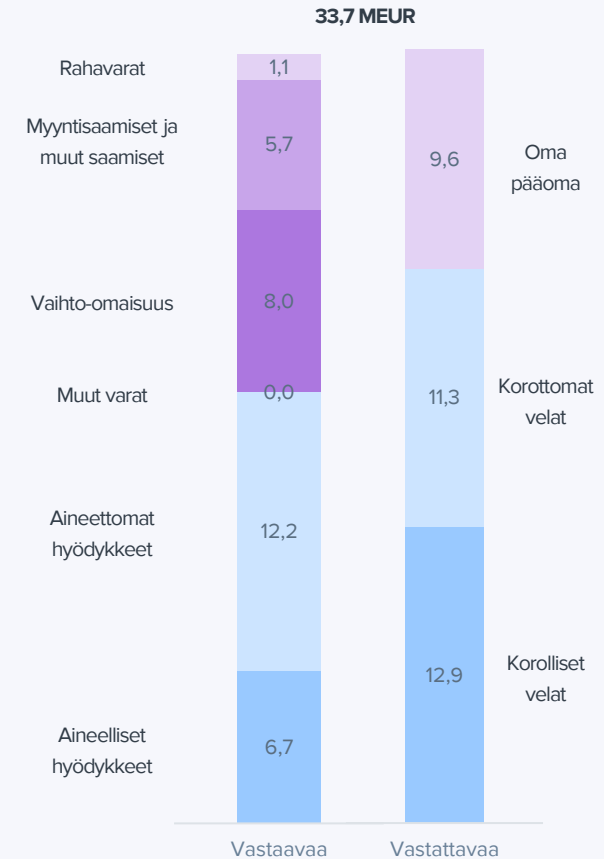
Tulikiven aineeton omaisuus koostuu mm. liikearvosta, patenteista ja tavaramerkeistä kehittämismenoista, mineraalivarantojen etsintä ja arviointimenoista ja louhosalueista ja kaivospiireistä. Tulikivi aktivoi taseeseensa

vuolukivivarantojen etsinnästä ja arvioinnista aiheutuneet kulut taseeseen, ellei niiden kaupalliseen hyödyntämiseen liity merkittävää epävarmuutta. Etenkin mineraalivarantoihin liittyvät aktivoidut kulut ovat arviomme mukaan melko kurantteja, sillä kyseisten hankkeiden edistämiseen liittyviä eräiä ei muuten merkitä taseeseen ja mikäli investoinnit ovat järkeviä ne lisäävät kuitenkin louhoksen arvoa.

Korkeaa aineetonta omaisuutta lukuun ottamatta Tulikiven vastaavaa puoli on perinteinen valmistavalle teollisuudelle ja omaisuuserät ovat arviomme mukaan kurantteja. Yhtiöllä on 8 MEUR:n edestä varastoista koostuvaa vaihto-omaisuutta, 5,7 MEUR myyntisaamisia ja muita saamisia, 5,8 MEUR aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä, jotka koostuvat pääosin rakennuksista, maa-alueista, ja koneista. Yhtiön aineellinen omaisuus voi olla arvotettu taseeseen alakanttiin, koska yhtiön ulkopuolisen asiantuntijan arvioinnin mukaan Suomussalmen tehtaan, koneiden, ja kaluston todennäköisen luovutushinnan erotus on 1,3 MEUR. Tarvittaessa tämä mahdollistaa oman pääoman lisäyksen.

Taseeseen tehtyjä aktivointeja lukuun ottamatta Nordic Talc ei näy yhtiön taseessa. Hankkeen myynti vahvistaisi yhtiön vakavaraisuutta, mutta omaisuuserän heikosta likviditeetistä johtuen siihen ei voi tukeutua rahoitustarpeen tullen.

Taserakenne 2021 (MEUR)¹



Huom: Yhtiön jaottelua sovellettu. Inderes määrittää IFRS 16-velat korollisiksi veloiksi. Eriävästä korottomien velkojen kohtelusta johtuen esim. ROI-tunnusluvussa on eroja meidän ja yhtiön määrittämän välillä.

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Tulikiven liikevaihdon kehitystä konsernitasolla kotimaan myynnin ja viennin kautta. Lyhyellä aikavälillä yhtiön tilauskanta antaa näkyvyyttä liikevaihdon kehitykseen, mutta se pyörii nopeasti ja on tyypillisesti 50-70 % kvartaaliin liikevaihdosta. Arviomme mukaan yhtiön kasvumahdollisuudet painottuvat vientiin, korkean paikallisen markkinaosuuden ja Suomen maltillisen uudisrakentamisen vuoksi.

Vuoden 2022 luvut saavat tukea kotoilusta ja kiinnostuksesta pientaloja kohtaan

Kuluvalle vuodelle Tulikivi ohjeistaa sekä liikevaihdon että liikevoiton paranevan edellisvuodesta. Vuosi 2021 oli yhtiölle vahva ja vuoden lopussa yhtiön tilauskanta oli 6,3 MEUR (2020: 3,2 MEUR), mikä lupaa hyvää kuluvaan vuoteen ajatellen. Ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme liikevaihdon kasvavan 7 % vahvan tilauskannan ja Euroopan laajuuden kohonneen pientaloasumiseen kohdistuvan kiinnostuksen vetämänä. Vuodenvaihteessa voimaan astunut Euroopan laajuinen Ecodesign-asetus voi tukea arviomme mukaan yhtiön kilpailukykyä etenkin kotimaassa. Tilauskantaa syö kuitenkin ennusteissamme kuihtuva myynti Venäjälle. Vuonna 2021 kyseinen markkina-alue toi noin 10 % Tulikiven liikevaihdosta. Venäjän hyökkäyksestä seuranneet nousseet energiakustannukset voivat kasvattaa kiinnostusta tulisijoja kohtaan lämmönlähteenä, mutta tässä vaiheessa vaikutuksen luonnetta ja suuruutta on erittäin vaikea arvioida, minkä lisäksi vaakakupissa painaa myös koetuksella oleva kuluttajaluottamus. Venäjän myynti pohjautuu

pääosin ennakkomaksuihin, joten markkina-alueen saamisiin ei liity merkittävää riskiä.

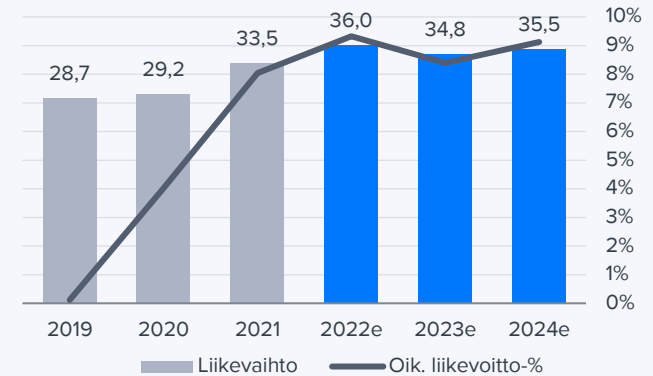
Tulikiven poikkeuksellisen suuresta kiinteästä kulumassasta johtuen yhtiön tulos kohenee suurella vivulla myynnin kasvun myötä. Liikevoittoennusteemme kuluvalle vuodelle on 3,4 MEUR (2021: 2,7 MEUR), mikä on 9,3 % liikevaihdosta. Jos yhtiö saa vientiä Venäjälle korvattua myynnillä Keski-Euroopan markkinoille olisi tällä arviomme positiivinen vaikutus suhteelliseen kannattavuuteen myyntimixin muuttuessa suotuisammaksi.

Odotamme Tulikiven tekevän 0,038 euron osakekohtaisen tuloksen, mutta vahvasta tuloksesta huolimatta emme odota yhtiön jakavan osinkoa, vaan keskittyvän taseen vahvistamiseen.

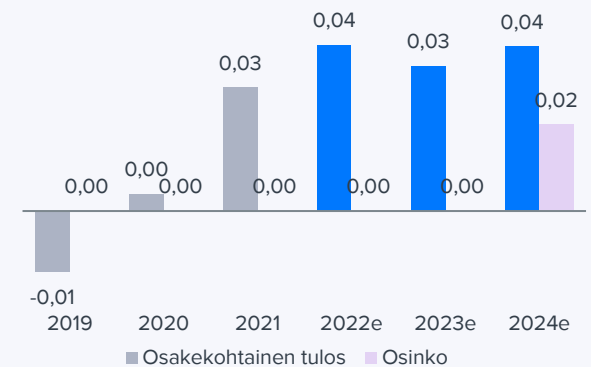
Lähivuosien ennusteet odottavat notkahdusta kysynnässä

Odotamme Tulikiven tuotteiden kysynnän notkahtavan pientalo- ja lomakoti-boomin hellittäessä vuonna 2023. Painotamme, että tässä vaiheessa on hankala arvioida, kuinka nopeasti ja missä määrin into pientaloasumisesta kohtaan hellittää. Ennusteissamme Tulikiven liikevaihto ja tulos ottavat askeleen kohti normaalia kuluvaan vuoden ennätysvahvalta tasolta. Ennusteemme eivät edellytä myynnin elpymistä Venäjälle, koska näkyvyyttä liiketoimintaympäristön normalisoitumiselle maassa ei ole. Liikevaihto laskee ennusteissamme 3,5 % 34,8 MEUR:oon, ja liikevoitto alenee 2,9 MEUR:oon (EBIT: 8,4 %). Ennusteissamme yhtiö tekee 0,034 euron osakekohtaisen tuloksen, jolla vahvistetaan jälleen tasetta osingonmaksun sijaan.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 2/3

Vuonna 2024 odotamme yhtiön palaavan kasvu-uralle liikevaihdon kasvaessa 2 % ja liikevoiton ollessa 3,2 MEUR (EBIT: 9,1 %). Kasvu painottuu arviomme mukaan vientimaihin ja saa tukea Saksassa vuoden 2024 lopussa voimaan astuvasta tiukemmasta Bim SchV-asetuksesta. Vuoden 2024 osakekohtainen tulos on ennusteissamme 0,038 euroa osakkeelta, josta yhtiö maksaa ennusteissamme 0,02 euroa osinkoa.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä odotamme Tulikiven kasvun olevan noin 2-2,5 %, lievästi kasvavien viennin myyntivolyymien ja kohenevien keskihintojen vetämänä. Ennusteissamme yhtiö jää omista taloudellisista tavoitteistaan, mutta heikon historiallisen track-recordin ja kysynnän syklistä luonteesta johtuen on mielestämme aiheellista odottaa yhtiöltä lisää näyttöjä tavoitteiden saavutettavuudesta. Odotamme pidemmän päälle pientalorakentamisen kehittyvän verkkaisesti Euroopassa, mikä asettaa tietyt rajoitteet kasvuvauhdille. Yhtiön liikevoittomarginaali painuu ennusteissamme vuonna 2026 saavutetun 9,5 %:n tasolta kohti 8,5 %:n ikuisuusoletusta. Pidemmällä aikavälillä Tulikiven kannattavuuden kannalta on kriittistä, mille tasolle yhtiön toimitusvolyymit asettuvat ja kuinka hyvin yhtiö onnistuu kasvamaan houkuttelevilla Keski-Euroopan markkinoilla.

Tase-ennusteet

Tulikiven tase oli vuoden 2021 lopussa edelleen velkainen omavaraisuusasteen ollessa 29 % ja

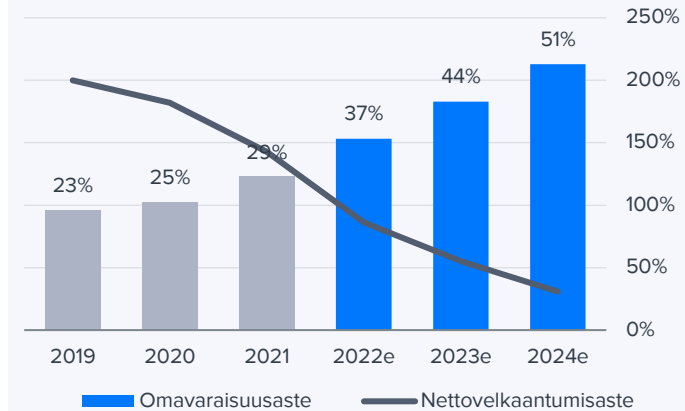
nettovelkaantumisasteen ollessa 143 %. Odotamme nykyisillä tulos- ja osinkoennusteillamme taseen vahvistuvan nopeasti positiivisen tuloksen lisätessä omaa pääomaa yhtiön taseessa.

Ennusteissamme vuoden 2025 lopussa Tulikiven omavaraisuusaste nousee jo 51 %:iin ja nettovelkaantumisaste painuu 31 %:iin. Mikäli yhtiön tuloskasvu tulee läpi yhtiön tase mahdollistaa melko nopeasti enemmän taloudellista liikkumavaraa. Arviomme mukaan lyhyellä aikavälillä taseen vahvistaminen on yhtiölle selkeä prioriteetti velkojen kovenanttien täyttämiseksi ja taloudellisen liikkumavaran parantamiseksi.

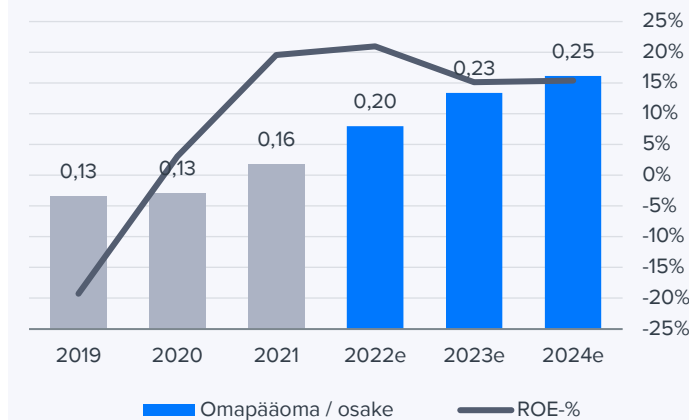
Oman pääoman ja ROE-%:n ennusteet

Vuoden 2021 lopussa Tulikivellä oli 9,6 MEUR omaa pääomaa taseessa, mikä on noin 0,16 euroa osaketta kohden. Vuosina 2021-2022e Tulikiven omanpääoman tuotto on poikkeuksellisen korkealla tasolla (20-21 %), josta odotamme sen laskevan maltillisemmalle tasolle. Liiketoiminnan korkeasta operatiivisesta vivusta ja velkaisesta taseesta johtuen muutokset ennusteparametreissa heiluttavat Tulikiven kannattavuuteen erittäin herkästi. Kumuloituvaa omaa pääomaa normalisoi hieman myös oman pääoman tuottoa ennusteissamme.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 3/3

Nordic Talc -projektin ennusteet

Mallinamme Nordic Talcin arvoa NPV-laskelman kautta. Suomussalmen talkkiesiintymän JORC-standardin mukainen todennettu mineraalivarantoarvio on 12,3 miljoonaa tonnia, josta arviolta 40-45 % on talkkia. GTK:n arvion mukaan lisäkairauksilla todennettu määrää voisi kasvaa jopa yli 30 miljoonaan tonniin, mikä voi luoda optionaalisuutta jatkaa projektia nykyisiä oletuksia pidempään. Pohjustamme ennusteemme tässä vaiheessa todennettuihin varoihin ja Afryn laatimaan YVA-ohjelmaan.

Odotamme projektin alkuinvestointien olevan kooltaan 20-30 MEUR, joten käytämme laskelmassamme 25 MEUR:a. Määrä sisältää mm. investoinnit talkkirikastamoon, louhoksen avaamiseen sekä läjitysalueeseen. Arviomme ei ota huomioon mahdollisia projektin investoimiseen liittyviä säästöjä, joita Suomussalmen olemassa olevan tehdasinfra mahdollistaa, koska sen arvon määrittäminen hankkeen näkökulmasta on käytännössä mahdotonta saatavilla olevalla tiedolla. Tehdasiinfran arvoon liittyen on hyvä huomioida, että sen siitä luopuminen projektin myynnin yhteydessä tai muuttaminen rikastamoksi edellyttäisi olemassa olevan verhoukiviliiiketoiminnan siirtämistä muualle.

Arviomme projektin rakennusvaiheen kestävän 2 vuotta. Tuotannon ylösajossa menee ennusteissamme puoli vuotta, kunnes vuotuinen 450 000 tonnin mineraalilouhinta saavutetaan, josta lopputuotteen osuuden arvioidaan olevan

135 000 tonnia vuositasona. Talkkirikaste on tarkoitus myydä jatkojalostettavaksi joko Suomeen tai muualle Eurooppaan.

Projektin kesto on ennusteissamme yhteensä 21 vuotta ja malmia louhitaan yhteensä 8,23 miljoonaa tonnia. Arvioimme valmistetun talkkirikasteen myyntihinnan olevan 230 euroa per tonni ja hinnan nousevan 3 % vuodessa. Projektin saavuttaa täydellä kapasiteetilla 20 %:n käyttökattotason ja sen vuotuiset ylläpitoinvestoinnit ovat laskelmassamme 1,0 MEUR ja käyttöpääomaa se vaatii arviomme mukaan projektin toisena vuonna 1 MEUR, joka vapautuu projektin elinkaaren lopussa.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	28,7	29,2	6,5	9,3	8,3	9,4	33,5	7,5	10,0	8,7	9,7	36,0	34,8	35,5	36,3
Konserni	28,7	29,2	6,5	9,3	8,3	9,4	33,5	7,5	10,0	8,7	9,7	36,0	34,8	35,5	36,3
Käyttökate	2,5	3,6	0,6	1,7	1,7	1,2	5,1	0,8	1,8	1,5	1,6	5,8	5,3	5,5	5,6
Poistot ja arvonalennukset	-3,3	-2,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-2,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,4	-2,3	-2,2
Liikevoitto ilman kertaerää	0,0	1,2	0,0	1,1	1,0	0,6	2,7	0,2	1,2	0,9	1,0	3,4	2,9	3,2	3,4
Liikevoitto	-0,8	1,2	0,0	1,1	1,0	0,6	2,7	0,2	1,2	0,9	1,0	3,4	2,9	3,2	3,4
Konserni	-0,8	1,2	0,0	1,1	1,0	0,6	2,7	0,2	1,2	0,9	1,0	3,4	2,9	3,2	3,4
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,8	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,5	-0,2
Tulos ennen veroja	-1,5	0,4	-0,2	1,0	0,8	0,5	2,1	0,1	1,1	0,8	0,9	2,8	2,4	2,7	3,2
Verot	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
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	0,0	0,0
Nettotulos	-1,6	0,2	-0,2	0,8	0,7	0,4	1,7	0,1	0,9	0,6	0,7	2,3	2,0	2,3	2,6
EPS (oikaistu)	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00	0,02	0,01	0,01	0,04	0,03	0,04	0,044
EPS (raportoitu)	-0,03	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,03	0,00	0,02	0,01	0,01	0,04	0,03	0,04	0,04

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	0,3 %	1,7 %	12,7 %	25,9 %	-163,2 %	-67,6 %	14,9 %	16,5 %	8,0 %	5,0 %	3,0 %	7,5 %	-3,5 %	2,0 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		3448,5 %		116,4 %		-46,9 %	130,3 %		13,9 %	-11,0 %	65,4 %	24,6 %	-13,1 %	10,9 %	3,9 %
Käyttökate-%	8,7 %	12,4 %	9,1 %	17,9 %	20,0 %	12,6 %	15,2 %	10,6 %	18,3 %	17,1 %	16,7 %	16,0 %	15,2 %	15,5 %	15,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,1 %	4,0 %	-0,2 %	11,7 %	12,0 %	6,6 %	8,0 %	2,7 %	12,3 %	10,2 %	10,6 %	9,3 %	8,4 %	9,1 %	9,3 %
Nettotulos-%	-5,7 %	0,8 %	-2,6 %	8,6 %	8,4 %	3,9 %	5,1 %	0,7 %	9,0 %	7,1 %	7,5 %	6,4 %	5,8 %	6,4 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	22,1	21,7	21,3	21,0	20,8
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	9,3	9,4	9,3	9,3	9,3
Käyttöomaisuus	6,7	6,7	6,5	6,3	6,2
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	3,0	2,6	2,5	2,4	2,3
Vaihtuvat vastaavat	10,5	12,0	12,1	11,8	12,1
Vaihto-omaisuus	6,7	8,0	8,5	8,1	8,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,5	3,0	2,5	2,5	2,7
Likvidit varat	1,3	1,1	1,2	1,2	1,2
Taseen loppusumma	32,6	33,7	33,5	32,8	32,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	7,9	9,6	11,9	13,9	16,2
Osakepääoma	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Kertyneet voittovarot	-12,7	-11,1	-8,8	-6,8	-4,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,3	13,4	10,9	8,7	6,3
Laskennalliset verovelat	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Varaukset	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Lainat rahoituslaitoksilta	13,9	12,5	10,0	7,8	5,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,4	10,8	10,7	10,3	10,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	2,2	1,4	1,1	0,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	8,5	9,4	9,2	9,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	32,6	33,7	33,5	32,8	32,8

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Tulos ja tase luovat kehikon hinnoittelulle

Tulikiven ydinliiketoiminnan arvostusta voi lähestyä tulos- ja tasepohjaisesti, minkä lisäksi verrokkianalyysejä ja DCF-mallia voi käyttää apuvälineinä käyvän arvon haarukointiin. Nordic Talc ei ole osa yhtiön ydinliiketoimintaan, minkä seurauksena projektin arvo tulee mielestämme huomioida erikseen osien summa -laskelmalla. Tulos pohjaista arvonmääritystä hankaloittaa kuitenkin nopeasti kohonneen kysynnän myötä parantunut tuloskunto ja vaikeus arvioida missä määrin se on kestävä. Lisäksi yllämainitut arvonmääritysmenetelmät sivuttavat Nordic Talciin liittyvän potentiaalisen arvon. Koemme seuraavat tekijät keskeisiksi Tulikiven arvonmäärityksessä:

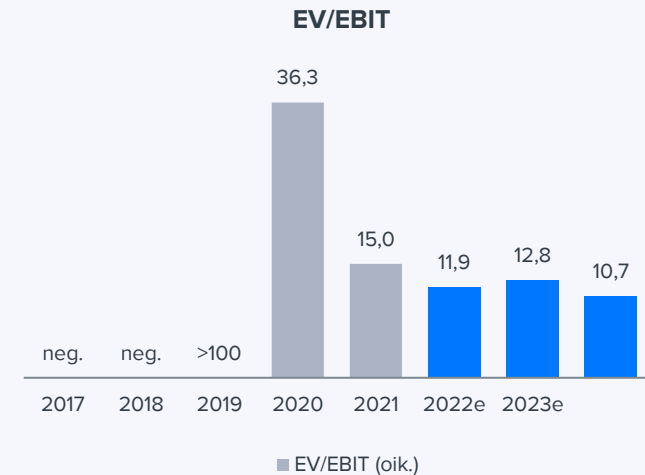
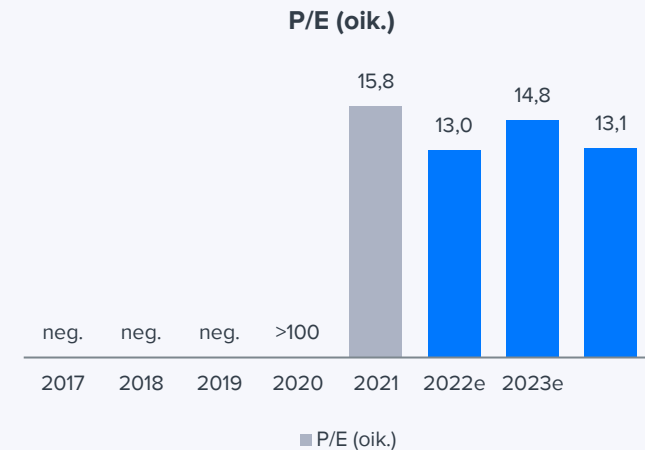
- **Heikko historiallinen kasvu ja kitukasvuinen markkina** aiheuttavat epäilyjä yhtiön kasvunäkymää kohtaan. Regulatorinen paine uudistaa takkoja, kohonneet energiahinnat ja tiukentuvat päästövaatimukset tukevat kuitenkin kysyntää ja luovat mahdollisuuksia.
- **Kotimaan kireä kilpailutilanne** rajoittaa kannattavuuspotentiaalia. Ylikapasiteetin vuoksi emme näe kotimarkkinalla edellytyksiä ylläpitää nykyistä pääomantuottotasoa, mikäli kysyntä hellittää nykytasolta. Toimijoiden poistuminen tai konsolidaatio on alalla tervetullutta.
- **Heikko taloudellinen tilanne** nostaa Tulikiven riskiprofiilia ja laskee taloudellista liikkumavaraa esim. investointien, osingonjaon tai yritysjärjestelyjen osalta. Vivutettu tase nostaa oman pääoman tuottoa, mutta nykyinen velkaantumistaso on kuitenkin yhtiön oman mukavuusalueen yläpuolella.

- **Nordic Talciin liittyvä potentiaali** voi purkautua nopeasti, mikä tervehdyttäisi Tulikiven tasetta ja yksinkertaistaisi yhtiön sijoitusprofiilia. Tähän liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta.

Ennätystuloksella tulos pohjaisen arvostuksen voi perustella

Ennen koronapandemiaa Tulikiven kasvu- ja kannattavuusprofiili oli heikko. Kiinnostus pientaloja kohtaan, kotoilutrendi ja nousseet energiahinnat ovat arviomme mukaan tukeneet mukaan koko toimialaa viime vuosina. Tämän seurauksena on haastava arvioida mille tasolle yhtiön kannattavuus asettuu. Tulikiven kasvu-, kannattavuus ja riskiprofiili huomioiden mielestämme yhtiön käypä P/E-kerroin on 10-13x ja käypä EV/EBIT-kerroin 9-12x. Kyseisiin tasoihin nähden Tasot ovat yleistä Helsingin pörssiä alemmat, mutta mielestämme se on perusteltua, koska yleisesti yhtiö on edellä mainituilla kriteereillä suoriutunut pörssin mediaania heikommin. Haluamme kuitenkin painottaa, että arvostushaarukka perustuu nykyisiin oletuksiin yhtiön tuloskunnosta, ja mikäli vahva suorittaminen jatkuu odotuksiamme pidempään tai yhtiö saa riskiprofiiliaan alennettua esimerkiksi tasettaan vahvistamalla, on määritetyssä kerroinhaarukassa nousuvaraa. Kerroinhaarukka ei myöskään huomioi Nordic Talcin arvoa, jonka arviomme erikseen osien summa -laskelmassamme.

Tulikiven tulos pohjaisen arvostuksen voisi perustella kuluvan vuoden ennätyskellisellä tuloksella, mutta mielestämme se ei jättäisi riittävää turvamarginaalia tuloskunnan heikkenemisen varalle.



Arvonmääritys ja suositus 2/4

Tasepohjainen arvostus vaatii pysyvää kannattavuusparannusta taakseen

Tulikiven taseessa on paljon aineetonta omaisuutta, minkä seurauksena P/B-luku ei ole optimaalisen työkalu Tulikiven arvonmäärityksessä, mutta nykyisen arvostustason edellyttäviä oletuksia voi tarkastella senkin kautta. Tulikiven P/B-kerroin on 2,8x, mikä arviomme mukaan edellyttäisi noin 20-30 %:n normalisoitua oman pääoman tuottoa. Edellisvuoden ja kuluvan vuoden oman pääoman tuotto asetuvat vaihteluvälin alarajalle. Vuosi 2021 ja 2022 antavat rohkaisevia signaaleja ROE:n paranemisesta, mutta nykyisen informaation valossa on mielestämme vaarallista olettaa, että yhtiön kannattavuus vakiintuisi nykytasolle kotoilutrendin hellittäessä.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Tulikivelle on haastava määrittää profiililtaan samantyyppistä verrokkiryhmää, koska pääosin tulisijoihin keskittyviä pörssilistattuja yhtiöitä ei ole.

Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä Pohjoismaisia pörssiyrityksiä, joiden liiketoiminnalla on joitain yhteisiä piirteitä Tulikiven kanssa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta esim. maantieteellisesti liiketoiminta-alueesta, tuotteiden kysynnän vertailukelpoisista ajureista, tai samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta. Suomalaisiksi verrokkiryhmiä ovat päätyneet Fiskars, Harvia, Orthex ja Rapala. Ruotsalaisiksi verrokkiryhmiä ovat päätyneet mm. ovi- ja ikkunaratkaisuja tarjoava Inwido ja lämpöpumppuja sekä tulisijoja valmistava NIBE. Tanskalaiseksi verrokkiryhmäksi olemme poimineet

kivivillytuotteisiin erikoistuneen Rockwool Internationalin.

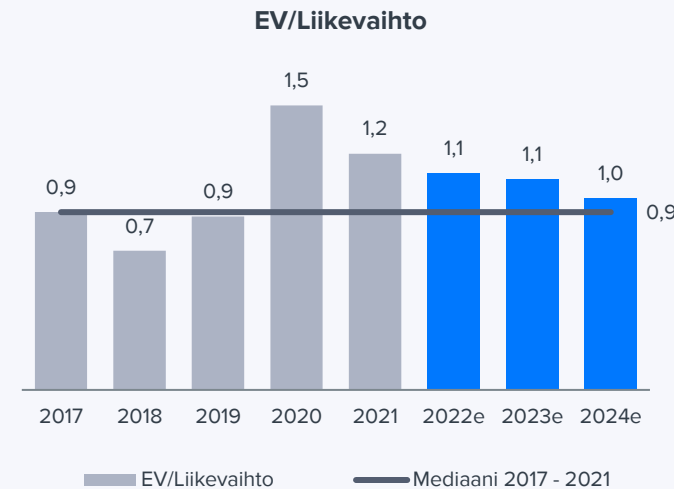
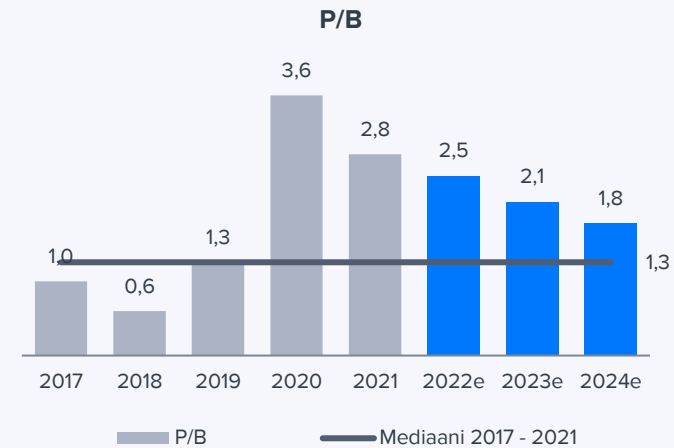
Verrokkiryhmän 2022 mediaani P/E-luku on 15x ja EV/EBIT-kerroin 12x. Nettotulos pohjaisesti Tulikivi on verrokkeja edullisempi, mutta pääomarakenteen huomioiva EV-pohjainen EV/EBIT-luku on verrokkiryhmän tasolla. Heikkenevästä 2023 tulosennusteesta johtuen vuoden 2023 tulos pohjainen arvostus kääntyy verrokkeihin nähden 7-15 %:n preemion puolelle, joka on mielestämme haastava taso.

Tulikiven 2022 P/B-luku on ennusteillamme 2,5x, kun taas verrokkiryhmän mediaani on 2,0x. Yleisesti verrokkeja heikommasta kasvu- ja kannattavuusprofiilista sekä korkeammasta riskitasosta johtuen Tulikiveä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella verrokkiryhmään nähden. Alennusta puoltaa myös Tulikiven selvästiverrokkeja pienempi koko.

DCF-malli on lähinnä tukea antava työkalu

DCF-mallin käytettävyys ei ole erityisen hyvä Tulikiven kaltaisessa yhtiössä, jossa toimialan pitkän aikavälin kannattavuustasoa on vaikea arvioida verisestä kilpailusta ja muuttuvasta lainsäädännöstä johtuen. Malli ei myöskään huomioi Nordc Talciin liittyvää potentiaalia.

DCF-laskelmissamme ikuisuuskasvu oletuksemme on 1,5 %, jota ajaa kasvavat tuotekehityksen mahdollistamat kasvavat keskihinnat. Ennustamme liikevoittomarginaalin asettuvan terminaalijaksossa 8,5 %:iin, mikä on korkea taso viime vuosikymmenen tasoihin nähden.



Arvonmääritys ja suositus 3/4

Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 9,0 %, mutta velkavivun seurauksena WACC-% painuu 8,4 %:iin. Tuottovaatimus on melko korkea, mutta se on mielestämme perusteltua yhtiön riskiprofiili huomioiden.

DCF:n mukainen markkina-arvo on laskelmassamme 24,0 MEUR, mikä tarkoittaa 0,4 euron osakekohtaista arvoa. DCF:n lopputulema katsoessa on hyvä huomioida, että se huomioi ainoastaan ydinliiketoiminnan kassavirtapotentialiaalin.

Lähestymme Nord Talcin arvonmääritystä NPV:n ja In-situn kautta

Nordic Talc on projektina erillinen Tulikiven ydinliiketoiminnasta, minkä seurauksena lähestymme sen arvonmääritystä erikseen NPV ja In-situ arvon kautta. Tulikivellä ei ole yksinään resursseja toteuttaa projektia, eikä projektilla ole vielä ympäristölupia, minkä seurauksena on sanomattakin selvää, että siihen liittyy merkittävää epävarmuutta.

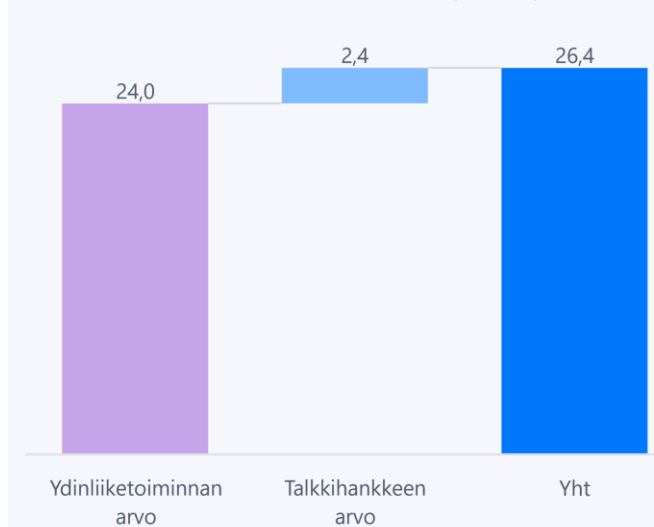
12 %:n tuottovaateella saamme projektin NPV:ksi 3,4 MEUR, kun sen IRR on 13,2 %. Koska projektin investointivaihe ei käynnisty ennen kuin sille löytyy ostaja, ei sen arvo ole Tulikiven osakkeen omistajalle sama kuin NPV-laskelmamme lopputulema. Tästä johtuen diskonttaamme projektin kokonaisarvon kolmella vuodella projektin diskonttokorkoa hyödyntäen sen käynnistymisen alkamiseen liittyvää epävarmuutta peilaten. Aloitusajankohdan diskonttaaminen johtaa 2,4 MEUR:n arvoon, joka on noin 0,041 euroa per osake. Sijoittajan on hyvä huomioida, että projektin alkamisajankohdan arvioiminen on tässä vaiheessa käytännössä mahdotonta, koska näkyvyyttä projektiin liittyviin neuvotteluihin ei ole.

Laskelmamme sisältävät paljon epävarmoja oletuksia ja pienetkin muutokset voivat heiluttaa lopputulemaa tuntuvasti. Projektin todellinen arvo on myös ostajasta riippuvainen. Esimerkiksi Elementiksen tai Imerysin kaltainen talkinvalmistaja, jolla on jo valmis tuotevalikoima, talkin valmistukseen liittyvä osaaminen ja olemassa olevat asiakassuhteet voi arviomme mukaan saada muita ostajia korkeamman arvon ulosmitattua projektista. Vertauskuvana Elementiksen ostama Mondo Minerals teki noin 25 %:n käyttökattetta, mikä on selvästi meidän ennusteitamme korkeampi taso. Talkkia valmistava toimija voisi myös estää uuden toimijan tulon markkinalle ja lisäämään kilpailua ostamalla Nordic Talcin. NPV-laskelman lopputulema muuttuu myös, jos projektia jatketaan nykyisiä oletuksiamme pidempään tai jos muut oletukset muuttuvat. Esimerkiksi rikastamo ei välttämättä tarvitse rakennuttaa, jos ostajalla on oma rikastamo Suomussalmen lähetyksillä. Tämä kuitenkin kasvattaisi talkin kuljetuskustannuksia.

In-situ arvo on suuri, mutta siihen on vaikea tukeutua

Ennusteissamme käytetyllä talkkirikasteen 230 euron hinnalla per tonni ja 40 %:n talkkipitoisuudella Suomussalmen todennettujen 12,3 miljoonan tonnin malmivarantojen arvo olisi 1,1 mrd. euroa. Arvo antaa kuvan varantojen liikevaihtopotentialista, muttei huomioi louhimiseen liittyviä kuluja, jalostusprosessissa tapahtuvaa hävikkiä tai projektin investointitarpeita. Tästä johtuen luku ei huomioi, ettei kaikkea malmia pysty irrottamaan taloudellisesti kannattavasti. NPV-laskelmamme arvo on 3,4 MEUR, mikä on 0,3 % määrittämästämme In-situ arvosta.

Tulikiven osien summa (MEUR)



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Tulikiven seurannan 0,45 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Yhtiö on viime vuosina saanut tuloskuntoaan parannettua merkittävästi, mutta suurin osakkeeseen liittyvä kysymysmerkki on arviomme mukaan pystyykö yhtiö jatkamaan kasvuaan suotuisan kysyntäympäristön ottaessa askeleen kohti normaalia. Ennusteillamme osakkeen annualisoitu tuotto-odotus on noin 6-9 %, mikä ei ole riittävä korvaus osakkeen riskiprofiili huomioiden. Myymällä Nordic Talcin yhtiö voi vapauttaa arvoa taseestaan todella nopeasti, mutta projektiin liittyvästä merkittävästä epävarmuudesta johtuen siihen on mielestämme suhtauduttava varauksella. DCF- ja NPV-laskelmaa soveltava osien summa - mallimme antaa osakekannan arvoksi 26,4 MEUR, mikä tarkoittaa 0,44 osakekohtaista arvoa.

Tuotto-odotus on selvästi odotuksiamme parempi, jos taloudelliset tavoitteet saavutetaan

Ennusteemme ovat melko selvästi Tulikiven omien taloudellisten tavoitteiden alapuolella, mikä rajaa määrittämäämme tuotto-odotusta. Jos Tulikivi saavuttaisi 5 %:n liikevaihdon kasvutavoitteensa ja 12 %:n liikevoittomarginaalitavoitteensa, tekisi yhtiö 41 MEUR liikevaihtoa ja 5 MEUR liikevoittoa vuonna 2025 (Inderesin ennuste: 36 MEUR & 3,4 MEUR). Tässä skenaariossa yhtiö saisi myös tasetaan tervehdytettyä ja luultavasti markkinan luottamuksen palautettua, mikä nostaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Tässä skenaariossa yhtiön osakekohtainen tulos voisi

olla 0,065 euroa, mikä 15x tuloskertoimella tarkoittaisi 0,98 euron osakekohtaista arvoa, tai 18 %:n annualisoitua kurssinoususta syntyvää tuottoa. Tämän lisäksi sijoittaja saisi jaetut osingot ja Nordic Talcin potentiaalin. Samalla vaakakupissa painaa kuitenkin myös riski tuloskunnan laskemisesta takaisin koronaa edeltäville tasoille markkinan myötätuulen hellittäessä.

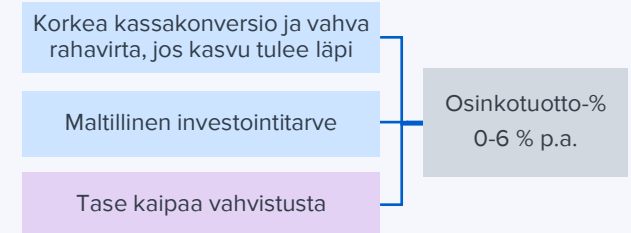
Osaketuoton ajurit 2021-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

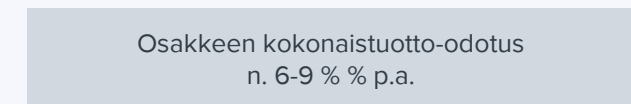
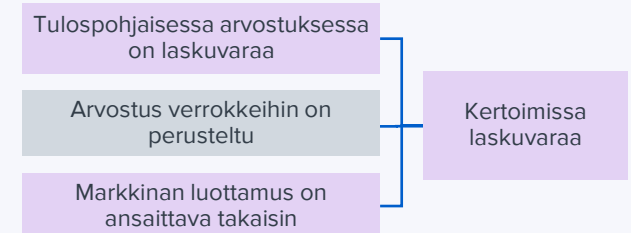
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Verrokkiryhmän arvostus

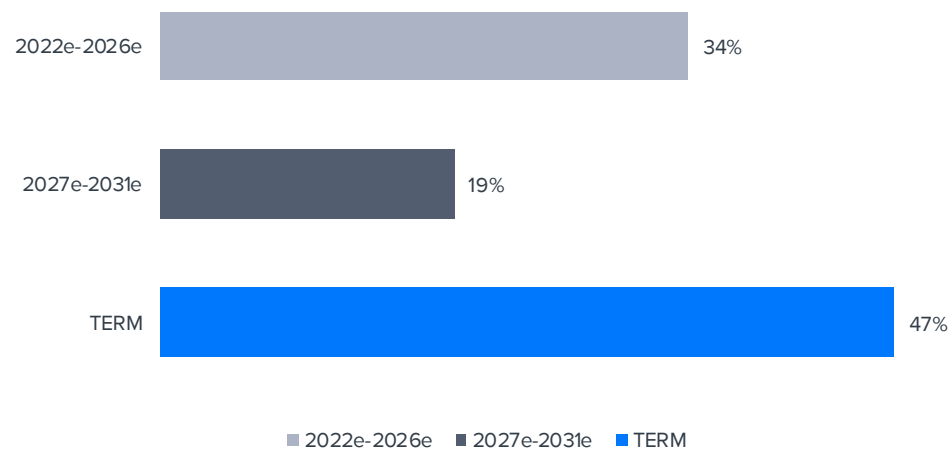
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Harvia	35,32	658	704	13,9	12,7	12,2	11,1	3,5	3,2	17,5	16,0	2,0	2,3	6,2
NIBE	104,96	17958	18406	39,0	34,7	30,1	27,1	5,5	5,1	57,7	51,2	0,5	0,6	9,0
Rapala	7,25	276	353	10,9	11,1	8,2	8,2	1,2	1,2	14,3	14,1	2,8	3,7	1,8
Orthex	7,70	133	154	15,9	11,3	11,0	8,5	1,6	1,5	20,4	13,6	2,8	4,1	3,9
Fiskars	20,30	1705	1853	11,7	10,9	8,7	8,1	1,5	1,4	13,1	12,1	4,0	4,4	1,9
Inwido	142,00	803	905	9,9	9,1	7,7	7,2	1,1	1,0	11,6	11,1	4,0	4,1	1,9
Dometic	79,06	2464	3704	10,7	9,4	8,0	7,3	1,4	1,3	11,2	9,5	3,5	4,1	1,1
Rockwool	1984,00	5887	5806	12,5	11,4	8,4	7,7	1,6	1,5	16,4	15,0	2,0	2,2	2,1
Tulikivi (Inderes)	0,50	30	40	11,9	12,8	7,0	7,1	1,1	1,1	13,0	14,8	0,0	0,0	2,5
Keskiarvo				15,5	13,8	11,8	10,6	2,2	2,0	20,3	17,8	2,7	3,2	3,5
Mediaani				12,1	11,2	8,6	8,1	1,5	1,5	15,4	13,8	2,8	3,9	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				-1 %	15 %	-19 %	-13 %	-28 %	-26 %	-15 %	7 %	-100 %	-100 %	24 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	2,7	3,4	2,9	3,2	3,4	3,5	3,4	3,3	3,4	3,5	3,5	
+ Kokonaispoistot	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	
- Maksetut verot	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,8	0,8	0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,1	6,0	5,1	5,2	4,9	5,1	5,0	4,8	4,8	4,9	5,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	3,9	3,0	3,1	2,7	2,9	2,8	2,5	2,6	2,6	2,7	
+/- 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	1,2	3,9	3,0	3,1	2,7	2,9	2,8	2,5	2,6	2,6	2,7	39,0
Diskontattu vapaa kassavirta		3,7	2,6	2,5	2,0	2,0	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	17,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		37,7	34,0	31,4	28,9	26,9	24,9	23,1	21,7	20,3	19,0	17,8
Velaton arvo DCF		37,7										
- Korolliset velat		-14,8										
+ Rahavarat		1,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		24,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,40										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

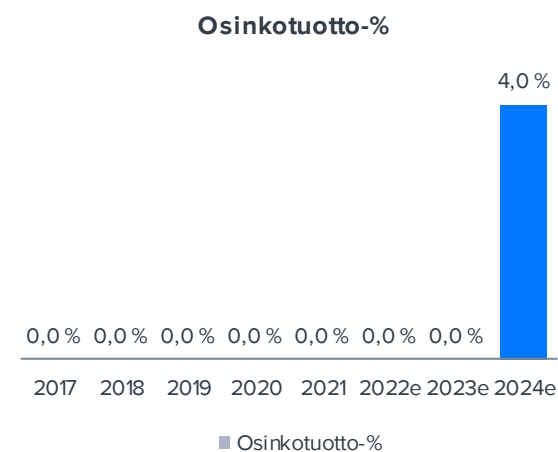
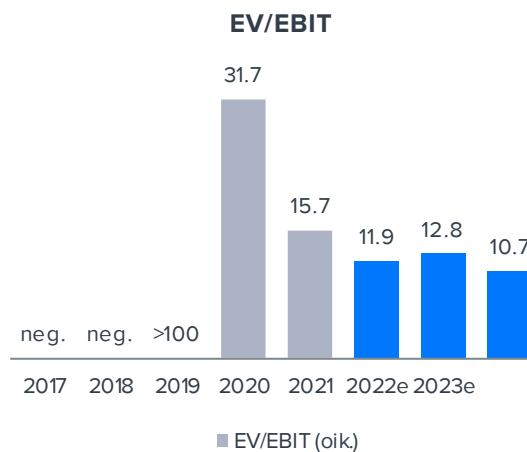
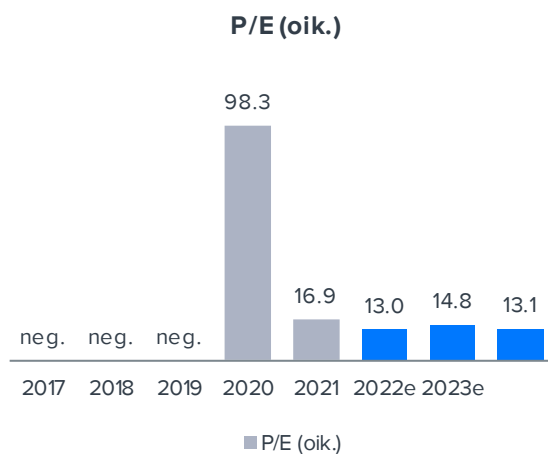
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,30 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,19	0,10	0,17	0,39	0,48	0,50	0,50	0,50	0,50
Osakemäärä, milj. kpl	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
Markkina-arvo	11,6	5,8	10,0	23,3	28,6	30	30	30	30
Yritysarvo (EV)	27	20	25	37	42	40	37	35	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	98,3	16,9	13,0	14,8	13,1	11,3
P/E	neg.	neg.	neg.	98,3	16,9	13,0	14,8	13,1	11,3
P/Kassavirta	9,3	4,4	neg.	10,0	42,2	7,6	9,9	9,7	10,8
P/B	1,0	0,6	1,3	2,9	3,0	2,5	2,1	1,8	1,7
P/S	0,4	0,2	0,3	0,8	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,9	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	15,4	14,7	10,3	10,2	8,3	7,0	7,1	6,3	6,0
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	31,7	15,7	11,9	12,8	10,7	9,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	52,6 %	56,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,0 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	28,7	29,2	33,5	36,0	34,8	EPS (raportoitu)	-0,03	0,00	0,03	0,04	0,03
Käyttökate	2,5	3,6	5,1	5,8	5,3	EPS (oikaistu)	-0,01	0,00	0,03	0,04	0,03
Liikevoitto	-0,8	1,2	2,7	3,4	2,9	Operat. kassavirta / osake	0,04	0,06	0,06	0,10	0,09
Voitto ennen veroja	-1,5	0,4	2,1	2,8	2,4	Vapaa kassavirta / osake	0,00	0,04	0,01	0,07	0,05
Nettovoitto	-1,6	0,2	1,7	2,3	2,0	Omapääoma / osake	0,13	0,13	0,16	0,20	0,23
Kertaluontoiset erät	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	34,0	32,6	33,7	33,5	32,8	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	2 %	15 %	7 %	-4 %
Oma pääoma	7,7	7,9	9,6	11,9	13,9	Käyttökateen kasvu-%	79 %	46 %	41 %	13 %	-8 %
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	Liikevoiton oik. kasvu-%		3448 %	130 %	25 %	-13 %
Nettovelat	15,4	13,9	13,7	10,2	7,6	EPS oik. kasvu-%			620 %	35 %	-13 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	8,7 %	12,4 %	15,2 %	16,0 %	15,2 %
Käyttökate	2,5	3,6	5,1	5,8	5,3	Oik. Liikevoitto-%	0,1 %	4,0 %	8,0 %	9,3 %	8,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	0,2	-1,3	0,8	0,2	Liikevoitto-%	-2,7 %	4,0 %	8,0 %	9,3 %	8,4 %
Operatiivinen kassavirta	2,6	3,7	3,6	6,0	5,1	ROE-%	-19,3 %	3,0 %	19,5 %	21,4 %	15,6 %
Investoinnit	-3,1	-1,3	-2,4	-2,1	-2,1	ROI-%	-3,2 %	4,9 %	11,4 %	14,1 %	12,7 %
Vapaa kassavirta	0,0	2,3	0,7	3,9	3,0	Omavaraisuusaste	23,0 %	24,6 %	29,4 %	36,8 %	43,9 %
						Nettovelkaantumisaste	200,1 %	175,3 %	142,9 %	86,2 %	55,1 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,9	1,3	1,3	1,1	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	10,3	10,2	8,3	7,0	7,1						
EV/EBIT (oik.)	>100	31,7	15,7	11,9	12,8						
P/E (oik.)	neg.	98,3	16,9	13,0	14,8						
P/B	1,3	2,9	3,0	2,5	2,1						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttömät 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:in 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 yksilöitynä 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 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.

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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/04/2022	Vähennä	0,45 €	0,50 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**