

# Purmo Group

Laaja raportti

4.4.2023 19:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tehostamalla ja kasvulla tulosparannusta

Odotamme markkinoiden heikkouden painavan Purmon käyttökateen hieman alaspäin tänä vuonna. Tehostamisohjelma, markkinoiden kääntyminen kasvuun ja etenkin Solutions-divisioonan kasvu tukee mielestämme selvää tuloskasvua vuosina 2024-25. Tuore hybridilaina aiheutti lähivuosien osakekohtaisiin ennusteisiimme yli 10 %:n laskun. Purmon arvostus on silti maltillinen ja näemme yhä tuotto-odotuksen riittävänä. Toistamme lisää suosituksen ja 9,50 euron tavoitehinnan.

## Purmo on Euroopan johtavia sisäilmaratkaisuyhtiötä

Purmo on yksi Euroopan johtavista sisäilmaratkaisujen tarjoajista. Purmo on historiallisesti ollut radiaattoriyhtiö (lämpöpatteri), joka on konsolidoinut markkinaa ja alkoi noin 10 vuotta sitten laajentua myös muihin sisäilmatuotteisiin ja -ratkaisuihin. Yhtiö valmistaa itse pääosan myymistään tuotteista ja jakelee niitä pääosin (70 % liikevaihdosta) tukkukauppiaiden kautta, mutta pyrkii kasvavassa määrin suorempaan jakeluun. Viime vuonna yhtiön liikevaihto ja oikaistu käyttökate jakaantui karkeasti puoliksi radiaattorien ja sisäilmaratkaisujen kesken. Yhtiö jakautuu nykyisin Climate Products & Systems (CPS) ja Climate Solutions divisiooniin. Tämä jako korostaa yhtiön fokusta sisäilman kokonaisratkaisuihin (Solutions). Niiden osuus Purmon liikevaihdosta on vielä selkeä vähemmistö (noin 20 %), mutta marginaali korkeampi.

## Arvonluontia sekä tehostamalla että kasvulla – uskomme yhtiön marginaalin jäävän tavoitteesta

Purmon lähivuosien arvonluonnin on tarkoitus tapahtua kahta kautta. Ensinnäkin se pyrkii tehostamisohjelmansa avulla parantamaan käyttökateen 40 MEUR, jonka täysi vaikutus näkyy vuonna 2025. Tehostaminen koskee lähinnä CPS-divisioonaa ja etenkin radiaattoreita, jossa merkittävä volyymilasku viime vuonna heikensi kannattavuutta. Toiseksi, se pyrkii kasvamaan Solutions-divisioonassa, jonka kannattavuus oli jo viime vuonna selvästi CPS:ää parempi ja siten kasvu tukee koko yhtiön marginaalia. Uskomme, että yhtiö pystyy parantamaan tulostaan molemmilla tavoilla lähivuosina, joskaan emme usko tehostamisohjelman hyötyjen näkyvän läheskään täysimääräisesti tuloksessa. Kasvua tukee mm. rakennusten energiaremonttien tarve. Purmon taloudellinen tavoite on yli 15 %:n käyttökatemarginaali. Ennusteemme jäävät kauaksi tästä, noin 12 %:iin, sillä emme usko radiaattori liiketoiminnan yltävän 15 %:n kannattavuuteen ja yhtiö on parhaimmillaankin tehnyt 12-13 % marginaalia. Tälle vuodelle yhtiö on ohjeistanut viime vuoden tasoista oikaistua käyttökateen (+/- 5 %). Ennusteemme on ohjeistushaarukan alalaidassa. Lisäsimme hybridilainan ennusteisiimme, joka laskee osakekohtaista tulosta 2023-25 yli 10 %. Laskimme myös osinkoennusteitamme, mutta operatiiviset ennusteet pidimme käytännössä ennallaan.

## Arvostuskertoimet neutraalit, tuloskasvu 2024 alkaen ja osinkotuotto ajavat tuotto-odotusta

Näemme vuoden 2023 tuloskertoimen (P/E 13x, EV/EBIT 11x) olevan neutraalin haarukan ylälaidassa. Yhtiön hyväksyttävää arvostusta rajoittaa radiaattorien vaisu kasvupotentiaali sekä noin 10 %:n tasoon jäävä pääoman tuottotaso. Vuoden 2024 odotettu selvä tuloskasvu kuitenkin painaa kertoimet edullisen puolelle (P/E 10x ja EV/EBIT 9x). Odotamme 2022-25 keskimäärin pientä (4 %) tuloskasvua, vaikka tänä vuonna ennustammekin käyttökateen laskevan ja hybridin korkojen rasittavan osakekohtaista tulosta. Tuloskasvu yhdessä noin 4-5 %:n osinkotuoton kanssa nostaa osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksen 8-10 %:n tasolle, joka on hienoisesti tuottovaatimustamme korkeampi. DCF ja osien summa –arvomme indikoivat selvästi nykykurssia korkeampaa tasoa. Tämä vaatii kuitenkin kannattavuuden kestävää parantumista ja/tai parempaa kasvuprofiilia.

## Suositus

### Lisää

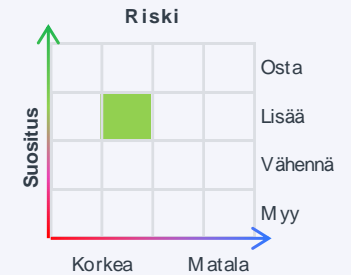
(aik. Lisää)

**9,50 EUR**

(aik. 9,50 EUR)

### Osakekurssi:

8,32



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	904,1	862,4	887,4	923,7
<b>kasvu-%</b>	7 %	-5 %	3 %	4 %
<b>EBITDA oik.</b>	92,9	87,7	99,7	106,8
<b>EBITDA-% oik.</b>	10,3 %	10,2 %	11,2 %	11,6 %
<b>Nettotulos</b>	13,2	-1,3	32,4	47,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,85	0,66	0,86	0,97
<b>P/E (oik.)</b>	9,7	12,7	9,7	8,6
<b>P/B</b>	0,9	0,8	0,8	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,3	11,0	8,8	7,7
<b>EV/EBITDA</b>	6,8	7,0	6,0	5,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,7	0,7	0,6

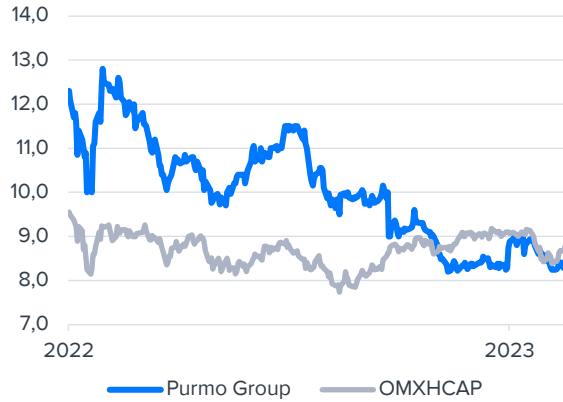
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

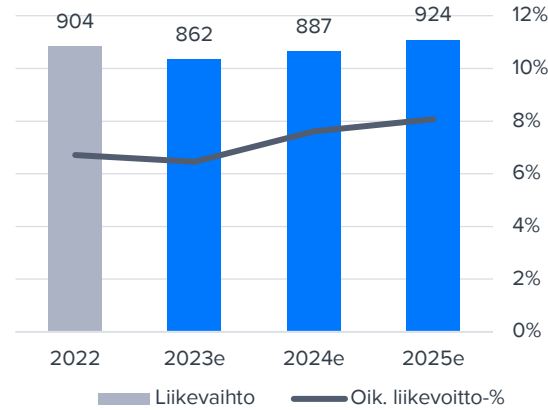
Purmo Group odottaa vuoden oikaistun käyttökateen asettuvan samalle tasolle vuoteen 2022 nähden (92,9 miljoonaa euroa). Samalla tasolla tarkoittaen muutosta +/- 5 prosenttia välillä edelliseen vuoteen verrattuna.

## Osakekurssi



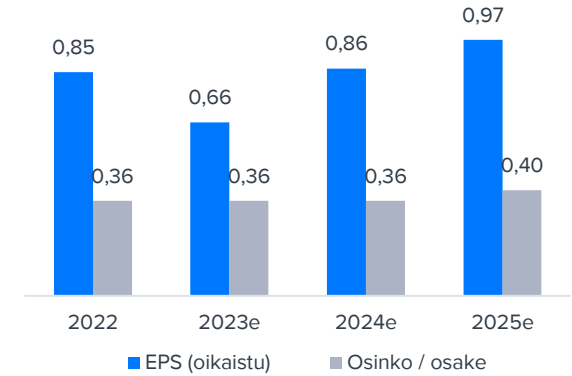
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,32	8,32	8,32
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	355	355	355
Yritysarvo (EV)	675	656	631
P/E (oik.)	12,7	9,7	8,6
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	11,0	8,8	7,7
Osinko/tulos (%)	neg.	55,8 %	40,1 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,2 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-14</b>
Sijoitus ja riskiprofiili	<b>15-16</b>
Markkina ja kilpailu	<b>17-18</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>19-22</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>23-24</b>
Ennusteet	<b>25-28</b>
Arvonmääritys	<b>29-31</b>
Taulukot	<b>32-37</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>38</b>

# Purmo Group lyhyesti

Purmo Group on yksi johtavista lämmitys- ja jäähdytysjärjestelmiin erikoistuneista sisäilmaratkaisujen toimittajista.

## 1970

Yhtiön kehitys alkaa, kun Rettig osti Purmo Tuote Oy:n

## 2022

Purmo listautui pörssiin

## 904 MEUR (+7 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

## 93 MEUR (10,3 % lv:sta)

Oikaistu käyttökate (EBITDA) 2022

## ~3400

Työntekijää globaalisti

## #1 / #4

Markkina-asema Euroopassa: Radiaattorit / Säteilylämmitys ja jäähdytys

**1970–2006:**  
Radiaattori-  
markkinan  
konsolidointi

- Purmo Tuote Oy ostetaan Rettigin toimesta
- Lukuisia yrityskauppoja radiaattorimarkkinalla ml. Delta, Baxi ja Vogel & Noot

**2007–2011:**  
Liiketoimintojen  
integrointi

- Radiaattorimarkkinan lasku 2008-2009
- Tuotannon tehostaminen
- Brändiportfolion sulauttaminen vahvemmin Purmo-brändin alle

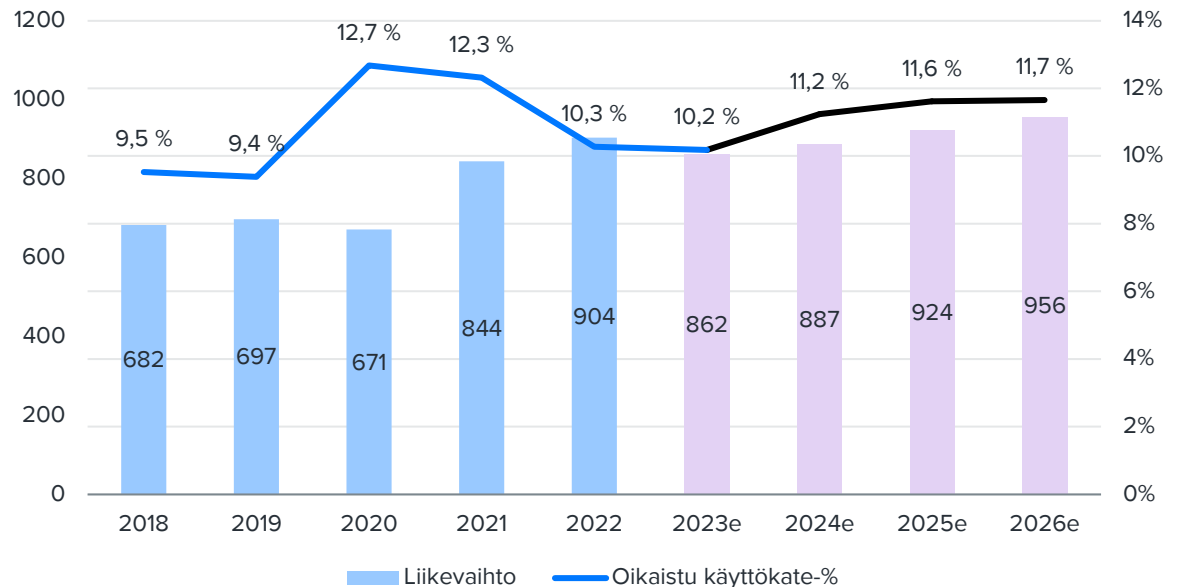
**2012–2016:**  
Laajentuminen  
sisäilmaratkaisuihin

- Hewing yritysostolla laajentuminen lattialämmitykseen
- Emmeti yritysostolla laajentuminen enemmän sisäilmaratkaisuihin

**2017–2021:**  
Organisaation  
tehostaminen,  
listautuminen

- Tehostamisohjelma ja vahvempi fokus sisäilmaratkaisuissa kasvuun
- Purmo listautui 2022 alussa ja Rettig vähensi omistustaan

Liikevaihto (MEUR) ja oikaistu käyttökate-%\*



Lähde: Purmo Group / Inderes \*Vuosien 2018-19 luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia myöhempien lukujen kanssa

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

## Radiaattori- ja sisäilmaratkaisuyritys

Purmo on yksi Euroopan johtavista sisäilmaratkaisujen tarjoajista. Purmo on historiallisesti ollut radiaattoriyhtiö (lämpöpatteri), joka on konsolidoinut markkinaa ja alkoi noin 10 vuotta sitten laajentua myös muihin sisäilmatuotteisiin ja -ratkaisuihin. Tämä onkin ollut tarpeen kasvun luomiseksi, sillä radiaattorimarkkina on ollut rakenteellisessa laskussa.

Yhtiö oli vuoden 2022 loppuun asti jakautunut kahteen divisioonaan: radiaattoreihin ja sisäilmaratkaisuihin (Indoor Climate System, ICS), jotka kumpikin edustivat karkeasti puolta liikevaihdosta ja vertailukelpoisesta käyttökatteesta vuonna 2022. Tämän vuoden alusta alkaen yhtiö muutti divisioonarakennettaan ja jakautuu nykyisin Climate Products & Systems ja Climate Solutions divisiooniin. Tämä jako korostaa yhtiön fokusta sisäilman kokonaisratkaisuihin, joskin niiden osuus Purmon liikevaihdosta on vielä selkeä vähemmistö. Käytämme raportissa molempia jakoja, mutta ennusteemme on tehty nykyisellä divisioonamallilla. Euroopassa Purmo on radiaattoreissa yhtiön mukaan markkinajohtaja yli 20 %:n markkinaosuudella ja yksi johtavista toimijoista sisäilmaratkaisuissa.

Yhtiössä työskentelee maailmanlaajuisesti noin 3400 henkilöä. Maantieteellisesti myynti jakautuu viiteen isoon alueeseen. Länsi-Eurooppa toi yhtiön 2022 liikevaihdosta isoimman osan noin 37 %:n osuudellaan. Keski- ja Itä-Euroopan maat toivat

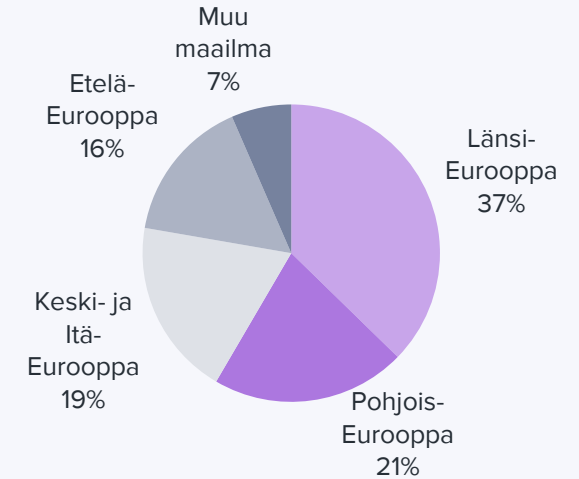
reilut 20 % liikevaihdosta, Pohjois-Eurooppa myös noin 20 %, Etelä-Eurooppa noin 16 % ja muu maailma noin 7 %. Eurooppa tuo siis yli 90 % yhtiön liikevaihdosta, mutta maanosan sisällä Purmon läsnäolo on laaja.

Purmon liikevaihto on historiallisesti ollut varsin tasainen, jos yritysostojen vaikutus puhdistetaan. Vuosina 2021-22 liikevaihto kasvoi kuitenkin vauhdilla, ensin koronan aikaisen ja osin jälkeisen kysyntäbuumin ansiosta sekä vuonna 2022 etenkin hinnankorotusten ajamina, vaikka volyymit etenkin pattereissa jo laskivat. Yhtiön oikaistu käyttökatemarginaali oli ennen koronavuosia vajaan 10 %:n tasolla, mutta nousi säästötoimien ja hyvän kysynnän myötä 12-13 %:iin 2020-21. Viime vuonna volyymien lasku ja kustannusinflaatio painoi marginaalin takaisin 10 %:n pintaan, jossa uskomme sen olevan myös tänä vuonna.

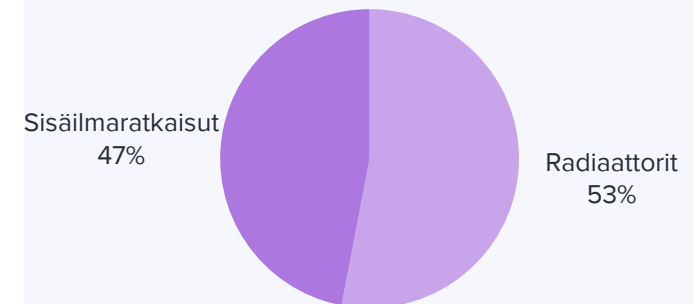
## Purmo pääbrändinä

Yhtiöllä useita eri brändejä tuoteportfolionsa alla. Purmo on brändeistä suurin ja se toimii useassa Euroopan maassa ja myös Kiinassa. Noin 40 % yhtiön liikevaihdosta syntyy Purmo-brändillä. Euroopan ulkopuolella Myson on Yhdysvalloissa toimiva brändi. Emmeti taas toimii Brasiliassa vahvan kotimarkkinan Italian lisäksi. Yhtiöllä on näin ollen jonkinlaista jalansijaa myös Euroopan ulkopuolella.

## Liikevaihdon jakautuminen, 2022



## Liikevaihdon jakautuminen, 2022



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

## Purmo tavoittelee laajaa tuotevalikoimaa

Purmon tarjoama pyrkii kattamaan talon lämmitys- ja jäähdytystarpeet: erilaiset ulkoiset ja upotetut radiaattorit, lattialämmityslaitteet sekä tuotteiden säätö- ja jakelujärjestelmät. Yhtiön kokonaisvaltainen tuotevalikoima sisältää vesikiertoiset radiaattorit, pyyhekuivaimet, lattialämmitysratkaisut, konvektorit, venttiilit, säätimet, ilmalämpöpumput ja ilmanvaihtotuotteet. Purmo valmistaa pääosan tuotteistaan itse ja myy niitä tukkukauppojen kautta rakentamisen ammattilaisille (asentajille) sekä muille loppukäyttäjille. Tämän lisäksi Purmo myy muiden valmistajien tuotteita osana kokonaisratkaisuja (muiden valmistamat tuotteet vastaavat kuitenkin alle 10 % Purmon liikevaihdosta) ja yhtiö myy myös omia tuotteitaan muille valmistajille.

## Enemmistö jakelusta tukkukaupan kautta

Pääosa Purmon liikevaihdosta muodostuu, kun yhtiö myy tuotteitansa tukkukauppiaille. Tämä myynti on yhtiön mukaan noin 70 % kokonaisymyynnistä. Tukkukauppiat myyvät niitä eteenpäin loppukäyttäjille, vähittäiskaupalla ja rakentajille. Tukkukauppiat ovat esim. Onninen, Ahlsell, Wolseley ja GC Gruppe. Loput myynnistä menee 1) suoraan ns. asentajille, kuten rakennusyhtiöt tai talotekniikkayhtiöt 2) oman Emmetin tukkukaupan kautta 3) tukkukauppojen private label –tuotteiksi ja 4) osina muiden valmistajien tuotteisiin (OEM valmistus). Arvioimme kahden ensimmäisen näistä vastaavan noin 20 % liikevaihdosta ja kahden jälkimmäisen noin 10 %.

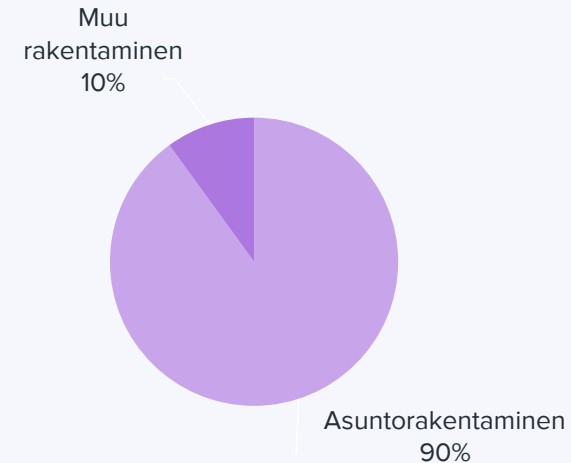
## Loppumarkkina lähinnä asuinrakentamista

Purmon tuotteiden markkinoista noin 90 % on asuntorakentamista ja 10 % muuta rakentamista. Uudisrakentamisen osuus yhtiön loppumarkkinoista on noin 55 % ja korjausrakentamisen siten noin 45 %. Tästä johtuen yhtiön liiketoiminta on syklistä. Yhtiön tuotteita käytetään paljon rakennusvaiheiden loppupuolella, jonka vuoksi yhtiön liiketoiminnassa on etenkin jälkisyklisyyden tunnusmerkkejä. Yhtiön tuotteet ovat pitkälti ammattimaiseen rakentamiseen liittyviä. Niiden asentamiseen tarvitaan usein ammattilaisia ja tyypillisesti asennuksia tehdään uudisrakentamisen tai ison korjauksen yhteydessä.

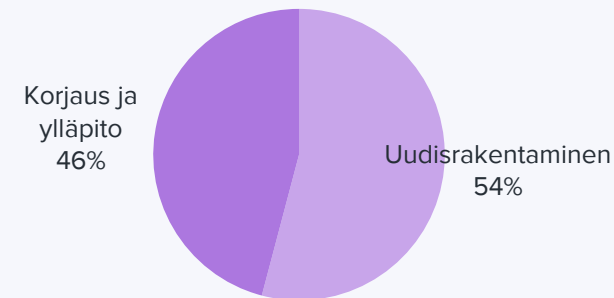
## Tuotantoa lähinnä Euroopassa

Yhtiöllä on omat tehtaat useassa maassa, mikä mahdollistaa asiakasta lähellä olevan tuotannon ja siten nopeat toimitusajat etenkin radiaattoreissa. Kääntöpuolena tässä on, että pääosa Purmon tehtaista on Keski-Euroopassa ja mm. Turkista tulee Eurooppaan halvemmilla tuotantokuluilla tehtyjä kilpailijoiden tuotteita, joka kiristää hintakilpailua. Purmolla on yhteensä 21 valmistuspaikkaa 11 eri maassa, Suurin tehdas on Puolassa toimiva radiaattoritehdas. Muita merkittäviä tuotantomaita ovat Saksa, Iso-Britannia ja Italia. Kiinassa on paikallista markkinaa palveleva tehdas. Yhtiön tehtaiden kapasiteetista oli 2021 lopulla käytössä yhtiön mukaan noin 75-85 %, mutta radiaattorivolyymien selvän tiputuksen myötä (22 % vuonna 2022) käyttöasteet lienevät tällä hetkellä ainakin radiaattorivalmistuksessa 60-70 %, joka on varsin matala taso.

## Liikevaihdon jakautuminen



## Liikevaihdon jakautuminen



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8 - Asiakkaat, jakelukanavat ja brändit

Jakelukanava	Jakelukanavan luonne	%-osuus liikevaihdosta	Esimerkkiasiakkaita
<b>Tukkukauppa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhtiön myynnistä suurin osan tapahtuu tukkukauppioiden kautta</li> <li>Tukkukauppiat ovat rakennusalan tukkukauppiaita</li> <li>Myös yhtiön oma brändi Emmeti toimii osin tukkukauppiaina</li> </ul>	~70 %	
<b>Suoramyynti, private label ja sopimusvalmistus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pohjoismaissa yhtiön tuotteita myydään suoraan rakennusliikkeille ja asennusliikkeille, jotka asentavat yhtiön tuotteita</li> <li>Suora ratkaisumyynti suunnittelijoille/asentajille (ICS/Solutions - divisioonassa)</li> <li>Private label -tuotteita tukkuasiakkaille</li> <li>Sopimusvalmistusta kilpailijoille (komponentteja)</li> </ul>	~30 %	

## Eurooppa



## Muu maailma



## Tuotelinjabrändit



## Muut





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

## Divisioonarakenne vaihtui vuoden alussa

Purmo oli vielä vuoden 2022 loppuun asti jaettu divisioonittain **Radiaattoreihin** ja **Sisäilmaratkaisuihin (ICS)**. Tämä rakenne on loogisesti syntynyt yhtiön historiasta, jossa se oli alun perin radiaattoriyhtiö ja alkoi noin 10 vuotta sitten yritysostojen avulla laajentumaan myös muihin sisäilmaratkaisuihin, joista muodostui sen toinen divisioona. Vuoden 2023 alusta yhtiö muutti divisioonarakennettaan ja jakautuu nykyisin **Climate Products & Systems** ja **Climate Solutions** divisiooniin. Tämä jako korostaa yhtiön fokusta sisäilman kokonaisratkaisuihin.

## Radiaattoriliiketoiminta on ollut tasaista

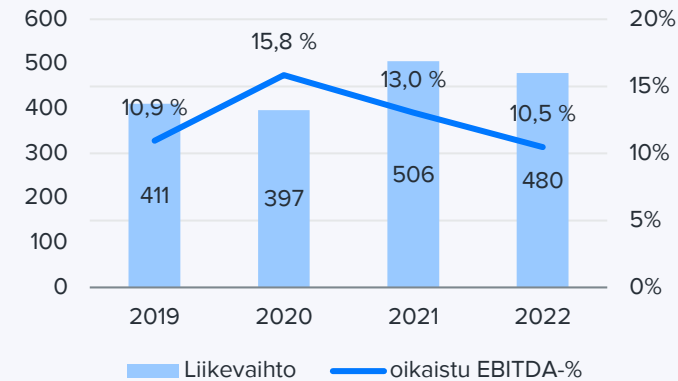
Radiaattori-divisioona kehittää ja valmistaa vesikiertoisia ja sähköisiä radiaattoreita, pyyhekuivaimia sekä näihin liittyviä tarvikkeita. Purmo valmistaa käytännössä kaikki divisioonan tuotteet itse. Sen liikevaihdosta yli 80 % tulee perinteisistä vesikiertoisista seinälle kiinnitettävistä lämpöpattereista. Radiaattorien selvästi merkittävin raaka-aine on teräs (noin puolet koko tuotantokustannuksesta), jonka hinnankorotus tyypillisesti vaikuttaa viiveellä myös radiaattorien hintoihin, muut kustannuskomponentit huomoiden. Divisioonalla on 13 tuotantolaitosta 11 maassa ja siten kattava tuotantoverkosto Euroopassa. Radiaattoreissa yhtiö on toiminut takavuosina markkinan konsolidoijana ja on nykyisin Euroopan markkinajohtaja yli 20 %:n markkinaosuudellaan.

Purmon mukaan radiaattorimarkkinasta noin 40 % suuntautuu uudisrakentamiseen ja 60 % korjausrakentamiseen, joskin pidämme uudisrakentamiselle arvioitua osuutta varsin isona.

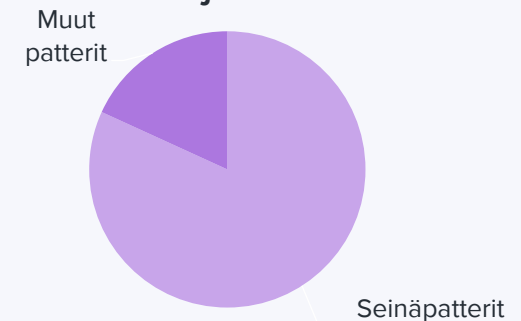
Esimerkiksi Purmon pääkilpailija Stelrad arvioi uudisrakentamisen olevan vain 25 % Länsi-Euroopan radiaattorimarkkinasta ja Purmokin on aiemmin puhunut pikemminkin 20 %:sta. Radiaattorien suosio uudisrakentamisessa on vähentynyt viimeisen 10-15 vuoden aikana, kun lattialämmitys ja lämpöpumppujen kysyntä on lisääntynyt. Tämä onkin näkynyt radiaattorimarkkinan rakenteellisena laskuna, eikä Purmokaan ole onnistunut radiaattoreissa kasvattamaan liikevaihtoa. Koko Purmon liikevaihto on esim. 2002-2015 välillä pysynyt ennallaan, vaikka yhtiö teki tuona aikana myös yritysostoja. Tämä kertoo radiaattorien liikevaihdon laskeneen organisaationa tänä aikana.

Radiaattori-divisioona kasvoi voimakkaasti vuonna 2021, kun kysyntä oli hyvällä tasolla. Viime vuonna liikevaihto laski hieman, kun volyymit laskivat yli 20 %, mutta merkittävän kustannusinflaation takia tehdyt hinnankorotukset lähes kompensoivat matalammat volyymit. Purmon oikaistu käyttökate-% oli vuosina 2012-2015 radiaattorivetoisena yrityksenä noin 11 % ja vuonna 2019 noin 12 %. Vuonna 2020 kannattavuus nousi tilapäisten säästöjen ja koronatukien siivittämänä yli 15 %:n, mutta laski 10,5 %:iin vuonna 2022 volyymilaskun ja kuluinflaation myötä. Historian perusteella 11-12 % näyttääkin suhteellisen normaalilta kannattavuudelta radiaattoreille. Kasvun puutteen ja tuotteiden samankaltaisuuden takia uskomme alan hintakilpailun olevan ja säilyvän suhteellisen kovana, eikä liiketoiminta mielestämme siten tarjoa mahdollisuuksia korkeisiin marginaaleihin tai pääoman tuottoon.

## Radiaattori-divisioonan kehitys



## Radiaattori-divisioonan tuotejakauma



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

## Sisäilmaratkaisut

Yhtiön **Sisäilmaratkaisut**-divisioona (ICS) tarjoaa laajan valikoiman sisäilman lämmitys- ja viilennysratkaisuja (esim. lattialämmitys), venttiileitä, kontrolliyksiköitä, lämpöpumppuja sekä ilmastointituotteita. Näistä tuotteista tosin mm. vahvassa kasvussa olevat lämpöpumput eivät ole Purmon omaa tuotantoa ja muodostavat tällä hetkellä varsin pienen osan divisioonan liikevaihdosta. Myös ilmastointilaitteet ja aurinkopaneelit ovat kolmansilta osapuolilta hankittavia tuotteita, joita Purmo myy osana kokonaisratkaisujaan. Purmon omat tuotantolaitokset (8 kpl) ICS-divisioonan osalta sijaitsevat Länsi-Euroopassa. Purmon valmistamien tuotteiden osalta tärkeimmät raaka-aineet ovat muovin valmistuksessa käytetty polyetyleni sekä messinki ja alumiini.

Sisäilmaratkaisujen markkina on radiaattorien tavoin vahvasti asuinrakennuksiin painottunut (90 %), mutta tällä markkinalla uudisrakentaminen on pääosassa noin 70 %:n osuudella ja siten se on lähtökohtaisesti syklisempi kuin radiaattorit. Investoinnit energiansäästöön tosin voivat mielestämme tulevana vuosina kasvattaa myös korjausrakentamisen markkinaa ja siten tasoittaa syklisyyttä.

Sisäilmaratkaisut-divisioona on kasvanut yritystoin, mutta myös orgaanisesti. Orgaaninen kasvu on saanut tukea mm. anteliaista energiaremontin tuista etenkin Emmeti-yhtiön päämarkkinalla Italiassa sekä hinnankorotuksista inflaation seurauksena. Näiden hiipuminen voi hidastaa kehitystä lähivuosina, mutta pidemmällä aikavälillä ratkaisuliiketoiminta on mielestämme

Purmon kasvun pääajuri. Kasvussa onnistuminen vaatii etenkin onnistunutta ratkaisuliiketoiminnan laajentamista uusien maihin.

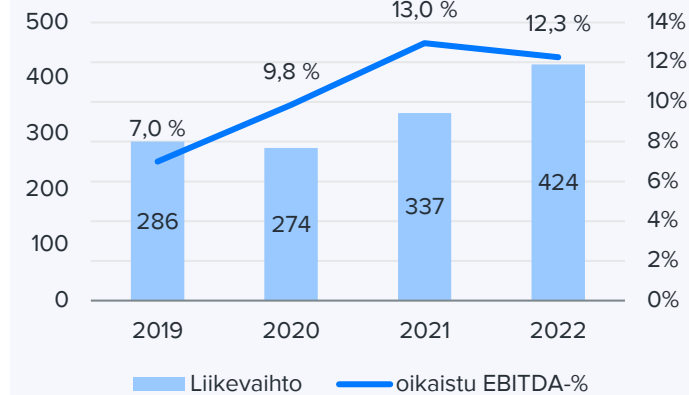
Divisioonan oikaistu käyttökate-% oli vuonna 2021 13 % ja 2022 reilut 12 %. Uskomme, että marginaalia heikentää ulkopuolisten valmistajien tuotteiden myynti, josta Purmo saa vain jakelumarginaalin. Toisaalta ratkaisumyynti (joissa ulkopuolisia tuotteita käytetään) lienee keskimäärin yksittäisten tuotteiden myyntiä kannattavampaa.

## Nykyiset divisioonat Climate Products & Systems (CPS) ja Climate Solutions

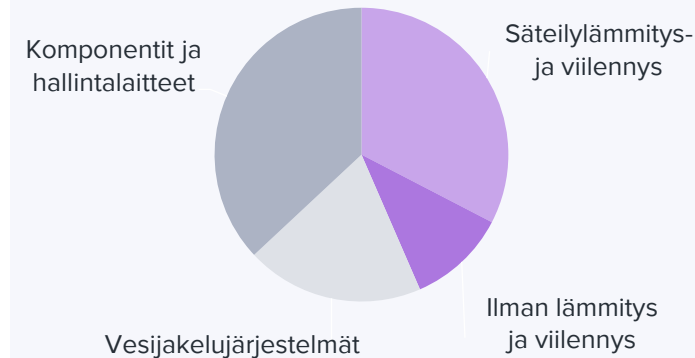
Tämän vuoden alusta käytössä olleissa divisioonissa Products & Systems sisältää käytännössä koko aiemman Radiaattorit-divisioonan sekä ICS-divisioonan ”tuotemyynnin” (mm. lattialämmitys, ilmanlämmitys ja –jäähdytys, vesikiertojärjestelmät) eli reilu puolet vanhasta ICS:stä. Näin tämä divisioona vastasi vuonna 2022 noin 80 %:sta Purmon liikevaihtoa. CPS divisioona on jakelumalliltaan lähes yksinomaan 3-vaiheista eli tukkukaupan kautta menevää jakelua.

Toinen divisioona sisältää nimensä mukaisesti Purmon toimittamat kokonaisratkaisut eli osia vanhasta ICS-divisioonasta. Tähän kuuluvat yritysostojen kautta Purmoon tulleet Emmeti, Thermotech ja Merriot –yritysten/brändien liiketoiminnot. Näistä Emmeti on selvästi suurin ja arvioimme sen liikevaihdon olleen 2022 noin 150 MEUR eli yli 80 % koko divisioonasta. Emmetin myynnistä taas valtaosa on Italiassa, joten Solutions-divisioona on vahvasti Emmeti/Italia-vetoista.

## ICS-divisioonan kehitys



## ICS-divisioonan tuotejakauma



Lähde: Inderes, Purmo

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Tämä divisioona noudattaa 2-vaiheista jakelumallia eli myy yleensä suoraan asentajille, eikä tukkukaupalle.

CPS-divisioonan oikaistu käyttökatemarginaali oli vuonna 2022 noin 10 %, kun Solutions-divisioonalla se oli yli 16 %. Vaikka Solutions on lähtökohtaisesti paremmin kannattavaa, viime vuonna nähty ero on käsityksemme mukaan normaalia suurempia radiaattorien heikon kannattavuuden painaessa CPS:ää. Solutions-liiketoiminta sitoo myös enemmän pääomia, jonka takia sen kannattavuuden pitääkin olla parempi riittävän pääoman tuoton saavuttamiseksi. Seuraavalla sivulla esitely tehostamisohjelma painottuukin juuri CPS:n toiminnan tehostamiseen, kun taas Solutionsin marginaalin pitäisi parantua lähinnä kasvun tuoman skaalautuvuuden myötä. Näin molempien divisioonien parantuva kannattavuus veisi yhtiötä kohti sen 15 %:n käyttökatemarginaalitavoitetta.

## Liiketoiminnassa kausivaihtelua

Purmon liiketoiminnan kausivaihtelut seuraavat osin rakentamisen kausivaihteluita, missä yleisesti Q4 on paras kvartaali ja H2 parempi vuosipuolisko. Tilaukset tosin tehdään valmistajille jo aikaisemmin, kun varsinainen rakentaminen tapahtuu, joten tämä tasoittaa vaihteluita vuoden aikana. Purmon tapauksessa syys-marraskuu eli Q3-Q4 ovat parhaimpia kvartaaleita lämmityssesongin huipun vuoksi ja Q2 yleensä heikoin kvartaali. Lomakaudet etenkin heinä- elokuussa ja joulukuussa tasoittavat kuitenkin kvartaalien kysyntävaihteluita. Viime vuosina äkilliset muutokset kysynnässä ja hinnoittelussa

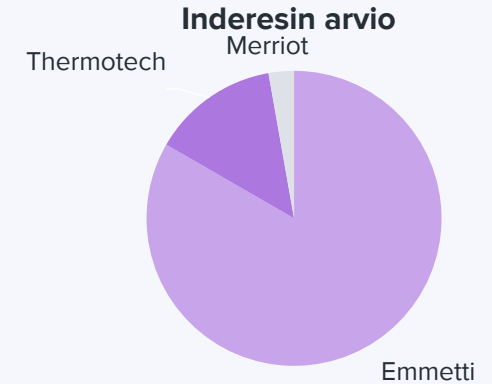
mm. koronan ja viime vuoden lopulla hidastuneen talouskehityksen takia ovat tosin sotkeneet normaalia kausiluonteisuutta. Tänä vuonna uskomme kuitenkin normaalin kausiluonteisuuden palaavan ainakin siltä osin, että H2 olisi alkuvuotta parempi.

## Kustannukset pääosin muuttuvia

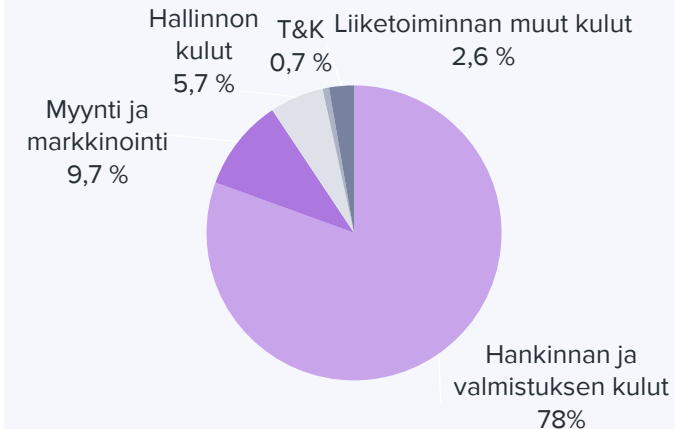
Purmon liiketoiminta on suhteellisen matalakatteista, sen bruttokatteen ollessa reilut 20 % (2022: 22,4 %). Sen tuotantokulut ovat pääasiassa raaka-aineita ja työvoimaa, sillä yhtiön tuotanto ei ole kovin pääomaintensiivistä. Koska yhtiö kuitenkin tuottaa valtaosan tuotteistaan itse, tuotanto/myyntivolyyymeillä on vaikutusta kannattavuuteen. Etenkin nopeissa laskuissa, yhtiö ei pystyne sopeuttamaan kustannuksia volyymejä vastaavasti, jolloin kannattavuus kärsii. Luonnollisesti erittäin korkealla käyttöasteella toimivat tehtaat taas parantavat kannattavuutta. Vaikka vaikutukset voivat absoluuttisesti olla suhteellisen pieniä, Purmon matalakatteisessa liiketoiminnassa se voi tuloksen suhteen olla merkittävä. Kustannuksissa on siis tietty skaalautuva elementti, vaikka pääosa onkin muuttuvia työvoima ja raaka-ainekuluja.

Tärkeimmät raaka-aineet mainittiin jo divisioonakohtaisesti, mutta yhtiön tasolla ne ovat teräs, muovi, messinki ja alumiini. Lisäksi yhtiö ostaa mm. erilaisia elektroniikka- ja sähkökomponentteja (ohjaus- ja säätölaitteet) ja putkistoja. Yhtiöllä on monia vaihtoehtoisia toimittajia ja hankintoja tehdään keskitetysti. Kokonaan kolmansien osapuolien tuottamia tuotteita Purmo myy alle 10 % liikevaihdostaan.

## Climate Solutions liikevaihtojakauma,



## Kulurakenne, % liikevaihdosta 2022



Lähde: Inderes, Purmo

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

## Tehostamisohjelmalla 40 MEUR säästöjä

Purmo käynnisti vuoden 2022 lopulla "Accelerate PG" –nimellä kulkevan tehostamisohjelman. Ohjelmalla tavoitellaan 20 MEUR säästöjä vuoden 2023 lopussa (run-rate) ja 40 MEUR 2024 loppuun mennessä eli ohjelman täysi vaikutus näkyy vuonna 2025. Ohjelmassa on useita kohtia, joista osa on suoria kulusäästöjä ja osa epäsuorempia keinoja kuten hankinnan tehostamista, hinnoittelua ja kasvua. Kulusäästöt vastaavat osaltaan vuonna 2022 merkittävästi laskeneeseen volyymitasoon radiaattoreissa. Ohjelmasta syntyy yli 40 MEUR:n kertakulut, joista 33 MEUR odotetaan syntyvän tänä vuonna ja ne ovat pääosin kassavirtavaikutteisia. Ohjelman pitäisi tukea Purmon kannattavuutta 2023-25.

## Vahva operatiivinen kassavirta, mutta käyttöpääoman kasvu painanut 2021-21

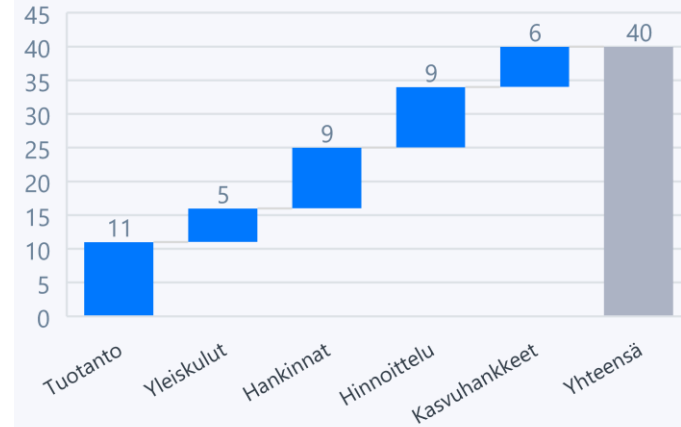
Purmon operatiivinen kassavirta on tyypillisesti suhteellisen tasaista. Liiketoiminnan kassavirta ennen käyttöpääoman muutoksia on 2021 ja 2022 ollut samalla tasolla, reilut 90 MEUR. Tämä on vuodelta 2022 samaa tasoa kuin oikaistu EBITDA ja vuodelta 2021 hieman heikompi. Kassavirta on kuitenkin parempi kun raportoitu tulos. Yleisesti ottaen katsomme lähinnä oikaistua tulosta, joka antaa paremman kuvan liiketoiminnan kehityksestä. Tänä vuonna tehostamisohjelman kertakulut tulevat kuitenkin painamaan myös kassavirtaa. Käyttöpääoma on sekä 2021 että 2022 kasvanut selkeästi, osin raaka-aineinflaation ja osin heikentyneen kysynnän myötä, joka on

painanut liiketoiminnan kassavirtaa. Tämän ja yritysostojen myötä yhtiön vapaa kassavirta oli noin nolla 2022 ja reilut 15 MEUR positiivinen vuonna 2022.

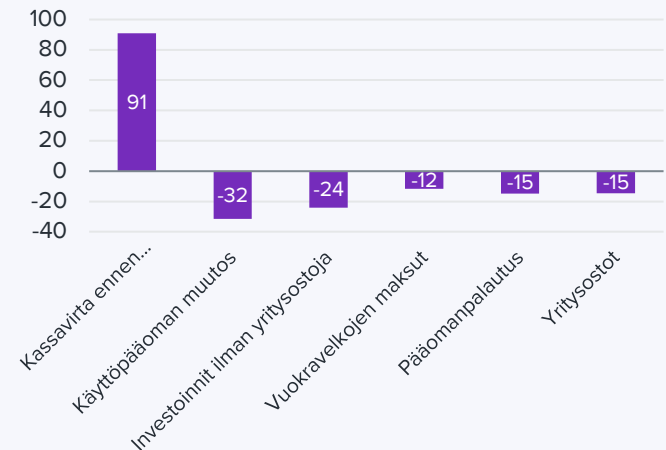
## Maltilliset investointitarpeet

Yhtiön tuotanto ei ole kovin pääomaintensiivistä, joka rajoittaa investointitarpeita. Radiaattorimarkkinan kehityksen ollessa vaisua ei myöskään kasvun takia kapasiteettiin tarvitse investoida mielestämme merkittävästi. Näin ollen vuotuinen investointitarve on maltillinen. Vuonna 2022 yhtiön bruttoinvestoinnit olivat 24 MEUR, joka on reilu 2,5 % sen vuoden liikevaihdon tasoon nähden, kun taas 2021 taso oli vain 15 MEUR. Uskomme normaalien ylläpitoinvestointien tason olevan 15-20 MEUR. Tämä on hieman alle yhtiön aineettomien ja aineellisten omaisuuden poistojen, jotka olivat 2021-22 reilut 20 MEUR. Näiden lisäksi käyttöoikeusomaisuuserien poistot olivat 9 MEUR vuonna 2022.

## Accelerate PG -tehostamisohjelman tavoitteet (MEUR)



## Kassavirtakomponentit 2022 (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

## Rettigillä edelleen yli 60 % omistus Purmosta

Purmo tuli vuoden 2022 alussa pörssiin, kun se yhdistyi Virala Acquisition Companyn (VAC) kanssa, joka oli yritysostaja varten perustettu yhtiö. Käytännössä Purmo listautui VAC:in avulla pörssiin. Purmon omisti tätä ennen kokonaan Rettigien suvun sijoitusyhtiö Rettig Group. Listautumisen yhteydessä Rettigin omistusosuus laski noin 65 %:iin. Lisäksi Rettig myi syyskuussa 2022 3,7 %:n osuuden Purmossa ja omistaa tällä hetkellä noin 62 % Purmosta. Toinen merkittävä omistaja on VAC:in pääomistaja, Alexander ja Albert Ehrnroothin sijoitusyhtiö Virala, jolla on noin 15 % omistus Purmosta. Näiden kahden pääomistajan jälkeen omistajalistalla on suomalaisia ja ruotsalaisia instituutiosijoittajia.

Vaikka selkeä pääomistaja on lähtökohtaisesti mielestämme positiivista, pidämme Rettigin suurta omistusta Purmossa myös jossain määrin ongelmallisena, sillä se hallitsee enemmistöä osakkeista ja voi näin tehdä yksipuolisia päätöksiä yhtiössä. Lisäksi Rettigillä on meidän käsityksen mukaan pidemmällä aikavälillä tavoite vähentää omistustaan Purmossa, joka tuo tiettyä myyntipainetta osakkeeseen, vaikka emme uskokaan, että Rettig myisi osakkeita hinnasta riippumatta. Ulkomaisten omistus Purmossa on vähäinen, alle 10 %, johtuen luonnollisesti siitä että kaksi pääomistajaa hallitsee lähes 80 % osakkeista. Purmon hallituksessa Rettigillä on kaksi edustajaa, mukaan lukien puheenjohtajana toimiva Tomas Von Rettig ja varapuheenjohtaja Matts Rosenberg, kun taas Viralalla yksi edustaja (Alexander Ehrnrooth). Näiden lisäksi hallituksessa on neljä jäsentä, joista kaksi ulkomaisia.

## Johtoryhmässä huomattavia omistuksia

Purmon toimitusjohtajana on 2020 asti toiminut John Peter Leesi, jolla on taustaa usealta toimialalta, mutta ei suoraan Purmon liiketoiminnoista. Talousjohtajaksi on nimitetty Rapalasta siirtyvä Jan-Elof Cavander, joka aloittaa kesäkuussa. Aiempi talousjohtaja Erik Hedin taas siirtyi operatiiviseksi johtajaksi vuoden 2023 alussa. Heidän lisäksi johtoryhmässä on divisioonajohtajat Mike Conlon (Climate Solutions) ja Barry Lynch (Climate Products & Systems) sekä henkilöstöjohtaja Linda Currie. Purmon johto on huomattavan ja jossain määrin yllättävänkin kansainvälistä. Näemme tämän positiivisena asiana, sillä liiketoimintakin on laajasti levittänyt Euroopassa ja osin sen ulkopuolellakin.

Johdolla on merkittäviä osakeomistuksia Purmossa, jota pidämme hyvänä asiana. Toimitusjohtaja Leesi on yhdeksänneksi suurin omistaja yli 415 tuhannen osakkeen eli 3,4 MEUR:n omistuksella. Erik Hedinillä on noin 250 tuhatta osaketta (2,1 MEUR) ja myös muilla johtoryhmän jäsenillä 10-30 tuhatta osaketta.

Yhtiöllä on vuosien 2022-27 ajalle ulottuva osakepohjainen kannustinjärjestelmä noin 50 henkilölle. Ansaintakriteerinä on ainoastaan osakkeen kokonaistuotto (TSR). Pidämme tätä varsin yksipuolisena järjestelmänä ja näkisimme mieluummin operatiivisia mittareita johdon kannustimien pohjana. Lyhytaikaisemmat kannustinjärjestelmät ovat perustuneet käyttökattteen ja vapaan kassavirran kehitykseen, jotka ovat mielestämme parempia mittareita sekä mm. ESG-mittareihin.

## 10 suurinta omistajaa

28.2.2023

<b>Rettig Group</b>	61,8 %
<b>Virala Oy</b>	15,2 %
<b>Ahlstrom Invest</b>	2,8 %
<b>Varma</b>	2,3 %
<b>Jussi Capital</b>	1,4 %
<b>Fennia</b>	1,2 %
<b>Svenska Litteratursällskapet</b>	1,2 %
<b>Oy Julius Tallberg</b>	1,0 %
<b>John Peter Leesi</b>	1,0 %
<b>Alcur Fonder</b>	0,8 %

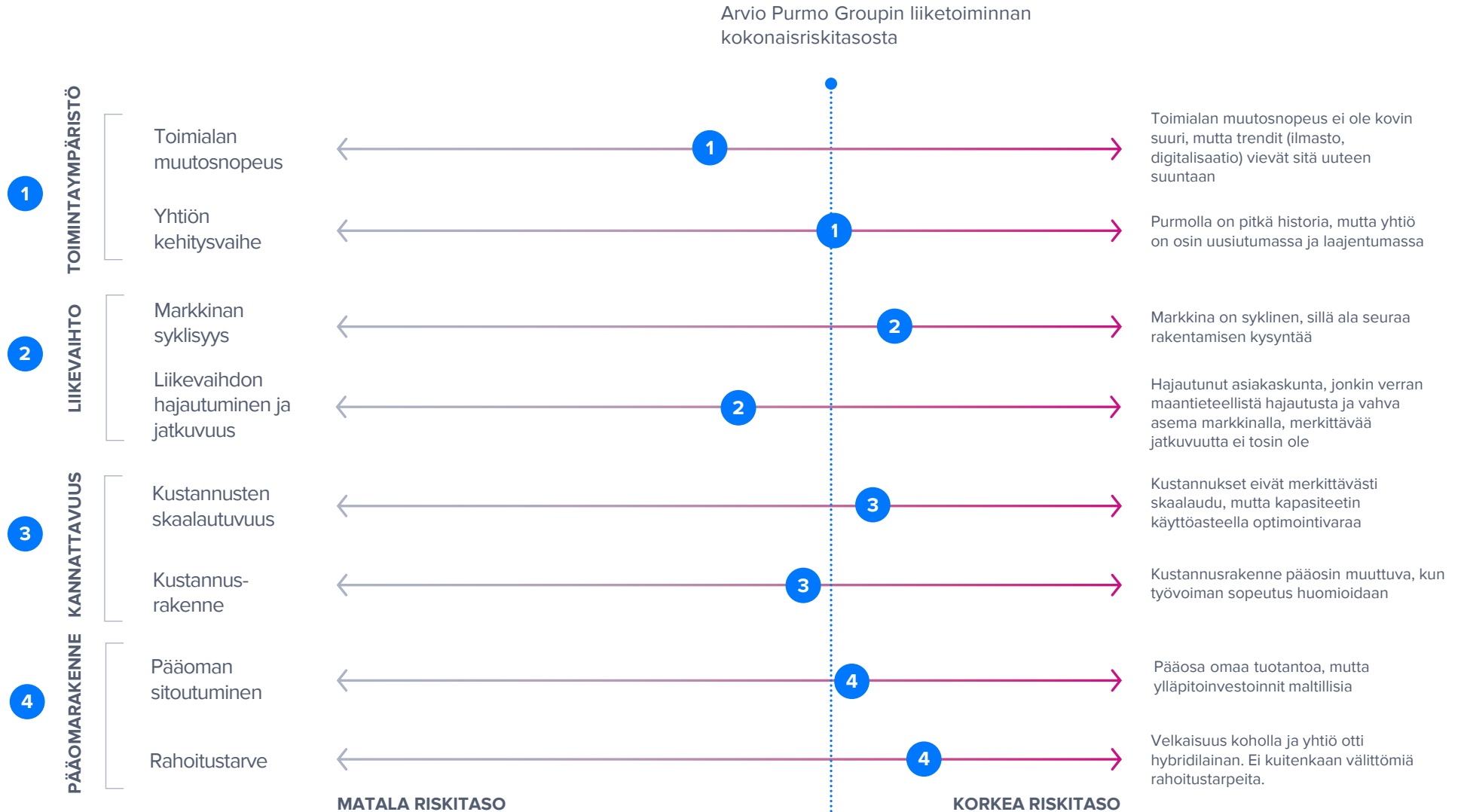
Lähde: Inderes

# Purmon toteuttamat merkittävät yritysostot



	2012	2015	2018	2022
<b>Liikevaihto</b>	~50 MEUR (2011)	109 MEUR (2014/2015)	~11 MEUR (2017)	23,8 MEUR (2021)
<b>Kannattavuus</b>	Tappiollinen (2011)	Ei tiedossa	Ei tiedossa	Käyttökate 3,6 MEUR (2021)
<b>Kauppahinta</b>	11,9 MEUR	Alkuperäinen kauppahinta ei tiedossa, 9 % osuus ostettu 2019 3,4 MEUR:lla	~6 MEUR	18,4 MEUR, EV 25 MEUR (EV/EBITDA 7x) + enintään 5,7 MEUR lisäkauppahinta
<b>Omistusosuus</b>	100 %	91 % (lopun 9 % ostettiin 2019)	100 %	100 %
<b>Henkilöstömäärä</b>	Noin 230	Noin 320	Noin 80	Noin 80
<b>Päämarkkinat</b>	Keski-Eurooppa	Italia	Ruotsi, Keski-Eurooppa	Suomi, Ruotsi
<b>Tuotemerkit</b>				
<b>Tuotetarjooma</b>	PEXc-muoviputkia lattialämmitys- ja putkijärjestelmäyhtiöille	Lämpöpumput, ilmastointilaitteet. Integroidut sisäilmaratkaisut	Pattereiden kannattimet ja jouset	Lattialämmitysjärjestelmät

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva markkina-asema ja tunnetut brändit, etenkin radiaattoreissa**

2.

**Energiatehokkuusinvestoinnit tukevat markkinan kasvua**

3.

**Liiketoiminta tukee kestävän kehityksen edistämistä**

4.

**Suurin tuotekategoria radiaattorit ei tue kasvua**

5.

**Heikohko tase rajoittaa yritystomahdollisuuksia**

## Potentiaali



- Laaja tuotetarjoama sekä tunnetut ja vahvat brändit
- Kestävän kehityksen ja digitalisaation megatrendit isossa osassa liiketoimintaa
- Yritystoilla mahdollisuus muovautua vahvemmin kasvuyhtiöksi

---

## Riskit



- Toimiala on syklinen ja riippuvainen rakentamisen kasvusta
- Yritystojen tai laajentumisinvestointien tuomat riskit
- Radiaattorimarkkinan rakenteellinen kasvun puute ja kireähkö kilpailu



# Markkina ja kilpailijat 1/2

## Pitkän aikavälin trendit tukevat markkinaa

Purmon markkinakasvun takana on monta pitkän aikavälin trendiä, jotka tukevat yhtiötä. Näistä selkeämpiä ovat kestävä kehitys ja ilmastonmuutos, korjausvelka ja digitalisaatio.

Kestävän kehityksen trendi tukee Purmon markkinan kasvua sekä Euroopassa että maailmanlaajuisesti, sillä rakennukset tuottavat EU:n komission raportin mukaisesti noin 40 % EU:n hiilidioksidipäästöistä (raportti vuodelta 2018). Kestävien tuotteiden ja ratkaisujen kysyntää tukee myös lisääntyvä sääntely, jossa panostetaan energiatehokkuuteen, mm. lämpöpumppuihin. Lisäksi EU:n Vihreä Diili -ohjelman vuosittaisen 250 miljardin euron lisärahoituspaketin voi odottaa elvyttävän sekä tukevan markkinakysyntää etenkin kestävien ratkaisujen parissa.

Vanhat rakennukset ovat energiatehokkuudeltaan ja lämmitysratkaisuiltaan usein uusia heikompia. Niiden tulee uusiutua kiristyvään sääntelyyn, mutta myös muuttuneeseen ympäristöön. Energian hinnan nousu ja Eurooppa uhannut energiakriisi ovat osaltaan vauhdittamassa markkinan muutosta energiatehokkaampiin ratkaisuihin sekä energiaomavaraisuuden kasvua. Tämä tukee lämmitysratkaisujen kysyntää uudisrakentamisen sykleistä riippumatta.

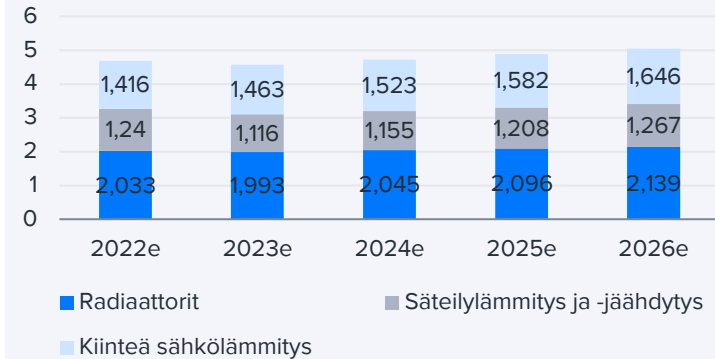
## Markkina riippuvainen rakentamisesta

Purmo ja sen toimiala on riippuvainen rakentamisesta ja sen suhdanteesta. Sekä uudisrakentaminen että korjausrakentaminen ovat

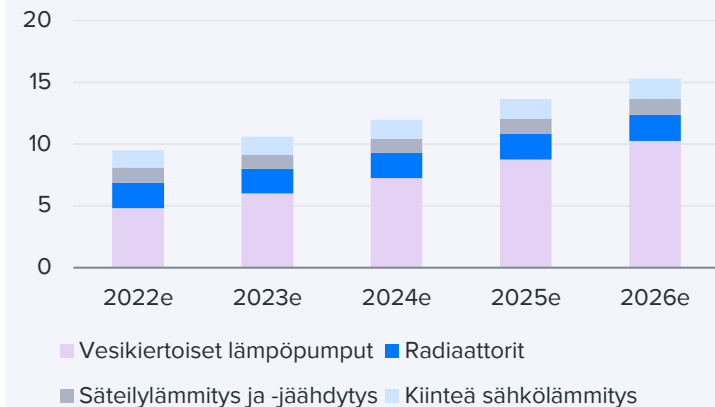
yhtiöllä tärkeässä osassa molemmissa divisioonassa, mutta sisäilmaratkaisuissa isoin osa liikevaihdosta tulee uudisrakentamisen puolelta. Tämä selittyy osin teknologian kehityksellä, missä radiaattoreita on jo paljon korjauskohteissa, kun taas sisäilmajärjestelmiä (lattialämmitys, lämpöpumput tms.) on vanhoissa kohteissa vähemmän. Rakentamisen sisällä selvästi tärkein segmentti on asuntorakentaminen, joka tuo noin 90 % yhtiön liikevaihdosta.

Purmo toimii pääasiallisesti Euroopan vesikiertoisten lämmitys- ja putkijärjestelmien markkinoilla, jotka ovat osa isompaa noin 30 miljardin euron LVISA-markkinaa. Purmo näkee oman kohdemarkkinansa noin 11 miljardin kokoisena (2022), mutta tästä yli puolet koostuu ilma-vesi lämpöpumpuista, joita Purmolla ei omassa tuotevalikoimassa ainakaan toistaiseksi ole. Omien tuotteiden markkinat ovat viime vuosina olleet varsin tasaisia ja odotukset lähivuosille ovat samantyyppisiä (ks kuva). Purmon merkittävin yksittäinen markkina eli radiaattorit kasvaa ennusteiden mukaan vain reilun prosentin vuodessa 2022-26 välisenä aikana. Muiden Purmon tuoteryhmien kasvu on 0-4 % vuodessa, kun taas lämpöpumpuilla kasvun odotetaan olevan yli 20 % vuodessa. Vuodelle 2023 odotetaan laskua lämpöpumppuja lukuun ottamatta ja syklejä tulee varmasti jatkossakin tälle markkinalle.

Purmon omien tuotteiden avainmarkkinoiden kehitys Euroopassa (mrd. EUR)



Purmon avainmarkkinoiden kehitys (sis. lämpöpumput) Euroopassa (mrd. EUR)



# Markkina ja kilpailijat 2/2

## Kilpailijakenttä vaihtelee tuoteryhmittäin

Markkinalla toimii paljon erityyppisiä toimijoita, mutta Purmon kilpailijoiksi erottuu eritoten keskikokoiset/isot toimijat, joilla on laaja tarjoama sisäilma-, lämmitys- ja jäähdytysmarkkinassa. Radiaattoreissa löytyy selkeästi muutama pääkilpailija, kun taas muiden tuotteiden osalta kilpailijakenttä on hajanaisempi. Euroopassa Purmo on sanojensa mukaan radiaattoreissa markkinajohtaja ja sisäilmaratkaisuissa neljänneksi isoin toimija.

## Stelrad radiaattoreissa pääkilpailija

Euroopan radiaattorimarkkinalla Purmon pääkilpailija on Iso-Britannialainen Stelrad, jolla vuonna 2021 oman arvionsa mukaan oli 18 % markkinaosuus Euroopan tavallisista lämpöpattereista (steel panel radiator), kun Purmolla oli noin 20 %:n markkinaosuus (tämä poikkeaa hieman Purmon luvusta, oletettavasti johtuen markkinan määrittelyeroista). Viime vuonna tehdyn yritysoston myötä Stelrad on omien tietojensa mukaan jo lähellä Purmon tasoa. Stelrad on puhtaasti lämpöpattereihin keskittynyt yritys ja listattu Lontoon pörssiin. Seuraavaksi suurimpia toimijoita Euroopan markkinalla ovat turkkilainen listaamaton Elginkan (10 % markkinaosuus) sekä sveitsiläinen Arbonia (7 % markkinaosuus). Arbonia on myös listattu yritys, joskin patterit ovat vain osa sen liiketoiminnasta. Listatuista yhtiöistä myös sveitsiläisellä Zehnderillä on merkittävä lämpöpatteriliiketoimintaa.

Arbonian raportoinnissa patterit sisältyvät sen LVI-segmentin lukuihin. Tämä segmentti teki viime

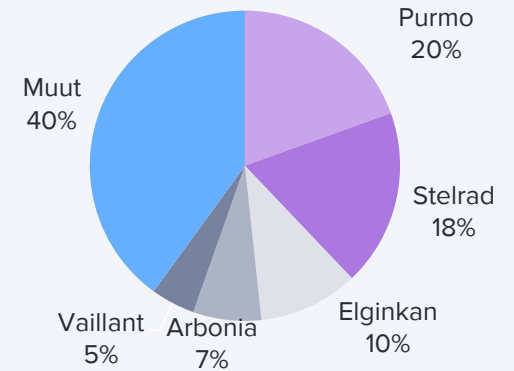
vuonna noin 9 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin ja yhtiön tavoite 2026 mennessä on 12,5 %. Zehnderin radiaattorisegmentti teki noin 5 %:n liikevoittomarginaalin viime vuonna. Purmolla radiaattorien liikevoittomarginaali oli reilut 6 %. Stelradin käyttökatemarginaali oli yli 13 % ja oikaistu liikevoittomarginaali yli 10 %. Näin ollen Purmon kannattavuus radiaattoreissa oli viime vuonna pääkilpailijaa heikompi, mutta pienempiä kilpailijoita parempi. Stelradin kannattavuutta tukee Purmoon verrattuna ainakin iso tuotannon osuus Turkissa, jossa kustannukset ovat matalia.

## Muissa tuotteissa hajanaisempi kilpailukenttä

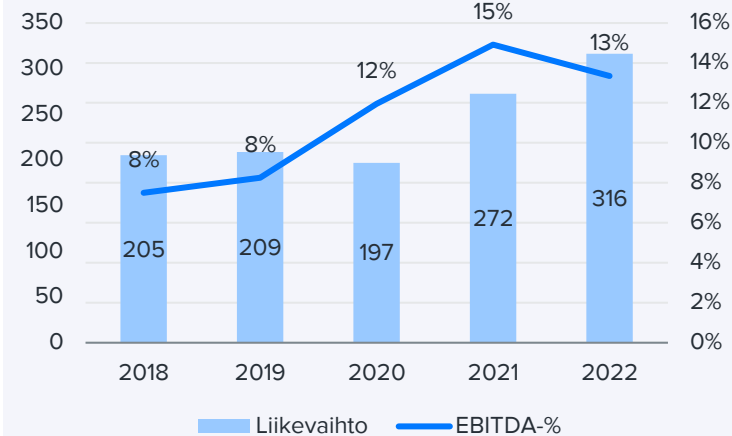
Muiden Purmon tuotteiden osalta kilpailijakenttä on hajanaisempi ja vaihtelee tuotealueittain. Lattialämmityksen osalta kilpailijoita ovat esim. kotimainen Uponor, brittiläinen Rehaus ja saksalainen Roth. Näistä vain Uponor on listayhtiö. Sen Building Solutions Europe –segmentti, joka nähdäksemme on lähin vertailukohta Purmolle, teki viime vuonna noin 10 % liikevoittomarginaalin, joskin kannattavuus on viimeisen viiden vuoden aikana vaihdellut 6-13 % välillä.

Käsityksemme mukaan Euroopan markkinalla ei ole isompaa kokonaisratkaisuihin keskittyntä yritystä, vaan siinä suhteessa kilpailu on enemmän paikallista. Nämä pienet yhtiöt ovat siten myös potentiaalisia ostokohteita Purmolle. Laajemmin ajateltuna LVI-kentän kilpailijoita listatuista yhtiöistä ovat esim. ruotsalaiset Nibe, Systemair ja Lindab, mutta niiden tuotevalikoima poikkeaa merkittävästi Purmosta, emmekä siten näe niiden lukujen vertailua suoraan Purmon hyödyllisenä.

## Euroopan radiaattorimarkkinan markkinaosuudet 2021



## Stelradin kehitys (MGBP)



Lähde: Stelrad

# Strategia 1/2

## Purmon strategiset tavoitteet



### Ratkaisumyynti



- Kokonaisratkaisujen tarjoaminen kasvupotentiaalin hyödyntämiseksi

### Kasvumarkkinat



- Parhaimpien mahdollisuuksien hyödyntäminen nykyisten markkinoiden ulkopuolella

### Älytuotteet



- Älykkäämpien, kestävämpien ja esteettisempien tuotteiden toimittaminen

## Inderesin kommentit Purmon strategisista tavoitteista

- Purmo selvästi suurin divisioona on Climate Products & Systems, jonka jakelukanavana toimivat lähinnä rakennus/LVI-alan tukkukaupat.
- Ratkaisumyynti koskeekin mielestämme lähinnä pienempää Climate Solutions –divisioonaa. Tämän divisioonan myynnin kasvu onkin Purmon tärkeimpiä kasvuhankkeita
- Energiakulutuksen laskuun liittyville ratkaisulle on varmasti kysyntää, mutta toisaalta myös tarjontaa on nykyisin runsaasti.
- Uskomme Purmon pystyvän kasvamaan tällä alueella, mutta emme ole vakuuttuneita, että sillä on sellaisia kilpailuetuja, joilla se pystyisi valtaamaan markkinaosuuksia.
- Keskeistä strategian onnistumisen kannalta on, että LVI-suunnittelijat ottavat Purmon ratkaisut omikseen, sillä he tekevät yleensä päätöksiä loppukäyttäjien puolesta tai antavat suosituksia ratkaisuista. Ratkaisumyynnin kasvu vaatii siis Purmolle nykyisin pienehkön myyntikanavan kehittämistä.

- Purmon alkuperäinen (vuonna 2021 lopussa) julkaistu kasvustrategia korosti etenkin Kiinan ja Venäjän markkinoita. Näistä Venäjä on luonnollisesti pois kuvasta
- Kiinassa Purmo on vielä pieni, emmekä näe Purmolla olevan sellaista kilpailuetua, jolla se voisi nousta merkittäväksi toimijaksi Kiinassa. Oman paikallisen tehtaan tukemana jonkinlaista kasvua on mahdollista saada, joka tukee koko yhtiön kasvua. Kiina on kuitenkin vain reilu 1 % yhtiön liikevaihdosta
- Tavoitteena on myös kasvattaa radiaattorimyyntiä nykyisten markkinoiden ulkopuolella. Tämä on mielestämme haastavaa, sillä jo nykymarkkinoilla Purmo kohtaa kovaa hintakilpailua halvempien tuotantomaiden radiaattoreista ja uusien alueiden valtaaminen on nähdäksemme haastavaa
- Purmo tavoittelee myös yritysostoja, jotka ovatkin mielestämme tarpeen yhtiön rakenteen muuttamisessa enemmän kasvualueille ja pienentämään radiaattorin painoa

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

# Strategia 2/2

## Visio sisäilmaratkaisujen toimittajana

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

## Strategia rakentuu kolmesta pilarista

- Ratkaisumyynti
- Älytuotteet
- Kasvumarkkinat

Näitä käsitelimme jo edellisellä sivulla, mielestämme selkeästi tärkein näistä on ratkaisumyynnin kasvu, joka käytännössä tulee määrittämään uskoaksemme koko yhtiön kasvuprofilia tulevina vuosina

Lisäksi yhtiö sanoo strategiaansa tukevan:

- Liiketoiminnan tehostaminen (operational excellence)
- Ihmiset ja kulttuuri

Liiketoiminnan tehostaminen on luonnollinen osa minkä tahansa yhtiön toimintaa. Purmo viittaa tällä etenkin operatiivisen, kaupallisen sekä liiketoiminnan tuen tehokkuuden parantamiseen. Tähän tähtää erityisesti viime vuonna käynnistetty tehostamisohjelma, jonka kuvailimme jo aiemmin.

Ihmiset ja kulttuuri on vähintään yhtä luonnollinen osa mitä tahansa yhtiötä, ja itse asiassa edellytys yhtiön olemassaololle. Näistä strategiaa tukevista toiminnoista ei siis sinällään muodostu nähdäksemme erityistä kilpailuetua yhtiölle, vaan kyse on miten niitä toteutetaan käytännössä. Yhtiössä vietiin nykyisen johdon aikana jo aiempi tehostamisohjelma menestyksekkäästi läpi vuosina 2020-21, joten osaamista yhtiössä on. Toisaalta, kun edellisesti tehostamisesta on varsin lyhyt aika, uuden ja mittaluokaltaan kaksinkertaisten säästöjen toteutus on nähdäksemme astetta haastavampaa.

## Yritysstot kasvun mahdollistajana

Aiempien strategisten pointtien lisäksi Purmo näkee yritysstot kasvun mahdollistajana ja se pyrkiikin olemaan aktiivinen yritysstoissa. Tosin tämän hetkinen tasetilanne ei mahdollista yhtiölle kovin merkittävää velkarahalla tehtyä yritysstoa, emmekä toisaalta usko, että yhtiö nykyisellä kurssitasolla on erityisen halukas käyttämään myöskään omaa osakettaan kaupan rahoitukseen. Näin ollen uskomme, että 2023-24 yhtiö keskittyy enemmän oman toiminnan tehostamiseen ja parantamiseen mm. toteuttamalla tehostamisohjelman. Yhtiön johto on myös kommentoinut, että he ovat tällä hetkellä kurinalaisia ja varovaisia yritysstojen suhteen.

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

kauppojen laatua on mahdotonta kattavasti enää jälkikäteen arvioida, mutta radiaattorien laskenut kysyntä huomioiden, siihen markkinaan keskittyminen ei ainakaan pidemmällä tähtäimellä ole ollut arvoa luovaa. Olemme sivulla 14 maininneet muutamia tuoreempia yritysostoja. Näidenkin osalta onnistumisen arvioiminen on tietojen vähyyden vuoksi haastavaa, mutta yleisesti arvioituna uskomme Emmeti ja Thermotech –kauppojen olleen järkeviä, sillä ne ovat vieneet yhtiötä enemmän kasvualueille. Tosin Emmetin liikevaihto oli 2021 arviomme mukaan noin 100 MEUR, joka oli hieman matalampi kuin hankintahetkellä vuonna 2015. 2022 Emmeti kasvoi voimakkaasti Italian avokätisten energiaremonttitukien siivittämänä, mutta selvää kasvutrendiä aiemmilta vuosilta ei Emmetissä ole näkyvissä (tosin emme tiedä 2016-20 lukuja tai niiden taustoja). Hewing on enemmän komponenttituotantoa ja Sigarth varsin pieni yritys täydentävässä tuotekategoriassa, joten niitä emme näe strategisesti tärkeinä, eikä meillä ole riittäviä tietoja arvioida niiden taloudellista onnistumista.

# Taloudelliset tavoitteet 1/2



## Taloudelliset tavoitteet (julkaistu marraskuussa 2021)

### Markkinoiden kasvun ylittävä liikevaihdon orgaaninen kasvu

- Purmo arvioi tyypillisen markkinakasvun olevan 2-4 %
- Historiallisesti Purmon liikevaihto on orgaanisesti kehittynyt heikosti, lähinnä radiaattorivolyymien laskun myötä. Uskomme radiaattorien kehityksen painavan kasvua myös jatkossa ja muiden osa-alueiden kasvavan nopeammin
- Nykyrakenteella yleistä markkinan kasvua kovempi kasvu on mielestämme haastavaa
- Purmolla on myös selkeä tavoite epäorgaaniseen kasvuun

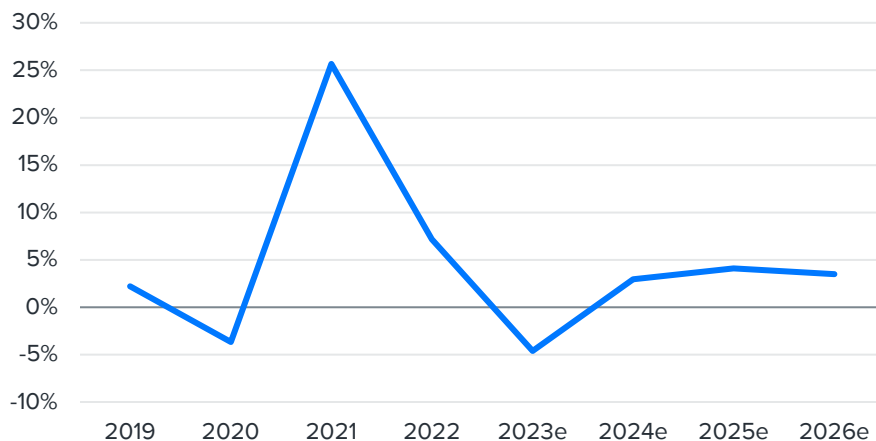
### Yli 15 %:n oikaistu käyttökatemarginaali keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä

- Yhtiön kannattavuustavoite viittaa 3-5 vuoden horisonttiin
- Kannattavuustavoite näyttää mielestämme haastavalta, sillä yhtiö on parhaimmillaan pystynyt vajaan 13 %:n marginaaliin 2020 ja historiallisesti marginaali on ollut 10 % tasoa
- Uskommekin, että tämänkin tavoitteen saavuttaminen nykyrakenteella on vaikeaa
- Yhtiöllä on menossa merkittävä tehostamisohjelma, jonka pitäisi tukea kannattavuutta 2023-24 40 MEUR ja siten viedä marginaalia kohti tavoitetasoa

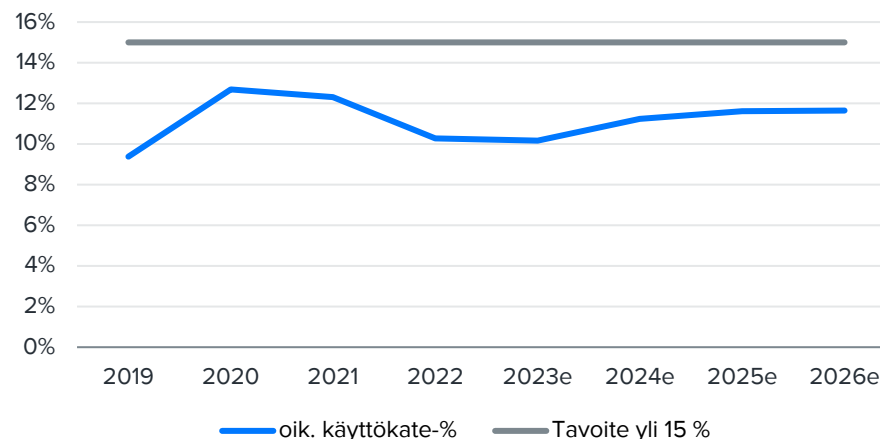
### Nettovelka / käyttökate alle 3x

- Alle 3x nettovelka/käyttökate tavoite on mielestämme varsin tyypillinen ja sen pitäisi antaa mahdollisuuksia myös yritysostoihin
- Yhtiön sykliisyys tuo vaihtelua nettovelka / käyttökate -lukuun
- Vuoden 2022 lopussa velkaisuus oli tavoitteen ylälaidassa ja yhtiö teki alkuvuonna hybridibondin (jota ei lasketa yhtiön luvuissa velaksi) vahvistaakseen tasetta
- Uskomme velkaisuuden laskevan 1,5-2x haarukkaan 2024-26

### Liikevaihdon kasvu



### Oikaistu käyttökatemarginaali



# Taloudelliset tavoitteet 2/2

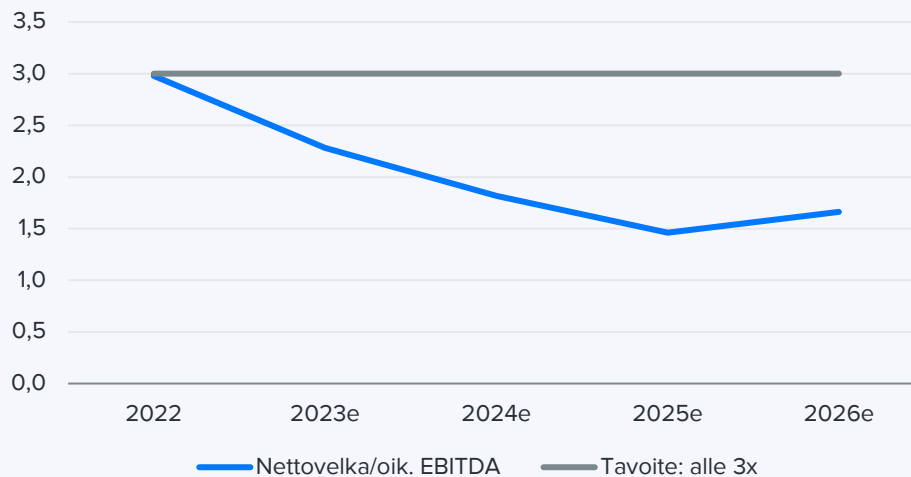
## Tavoitteena yli 40 % osingonjakosuhde

Purmon tavoitteisiin kuuluu myös jakaa vähintään 40 % tuloksesta osinkoina tai pääomanpalautuksina. 2022 oli Purmon ensimmäinen vuosi listayhtiönä, mutta yhtiö oli vuodelta 2021 jakanut 0,36 euron osingon. Heikentyneestä tuloksesta huolimatta yhtiö säilytti tämän osinkotason, joka oli juuri yli 40 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta. Uskomme saman osinkotason pitävän myös 2023-24. Vuodesta 2025 eteenpäin näemme osingon nousevan tuloksen mukana, kun osingonjakosuhde pysyy noin 40 % tasolla.

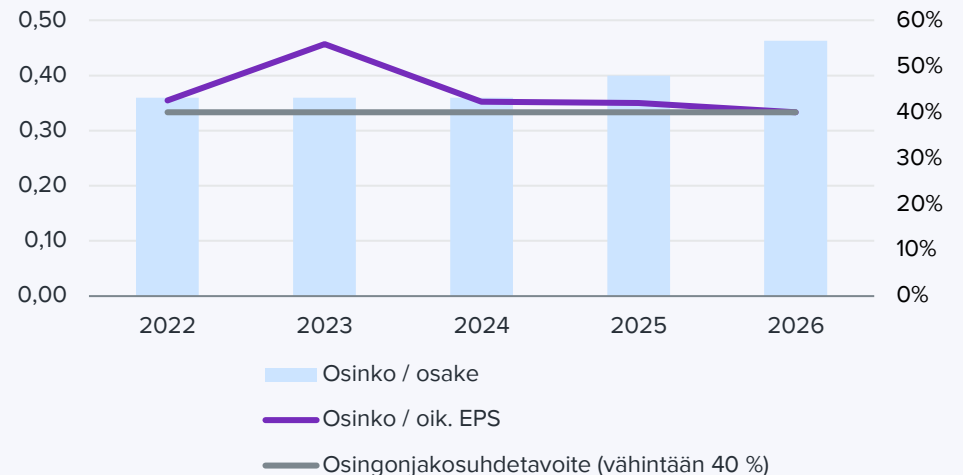
## Hybridilaina parantaa taseleluja, mutta maksettaneen takaisin kolmen vuoden päästä

Purmo laski helmikuussa 2023 liikkeelle 60 MEUR:n hybridilainan 9,5 %:n korolla. Hybridilaina käsitellään IFRS-kirjanpidossa omana pääomana, joten se ei näy raportoiduissa velkaluvuissa. Käytännössä se on kuitenkin laina, jolla on ensimmäinen lunastuspäivä kolme vuotta liikkeellelaskusta eli alkuvuonna 2026. Jos laskisimme hybridin mukaan nettovelkaan, olisi nettovelka/oik. EBITDA tämän vuoden lopussa yhtiön tavoitetason ylälaidassa eli 3,0x, mutta laskisi kuitenkin 2,0-2,5x haarukkaan 2024-25.

### Nettovelka / oik. käyttökate



### Osingonjakosuhde



# Historiallinen kehitys

## Kasvu on ollut haasteena historiassa

Koska Purmo listautui pörssiin vasta viime vuoden alussa, sillä ei ole kovin montaa vuotta raportoitua historiaa itsenäisenä yhtiönä. Purmo on kuitenkin ollut pitkään osa Rettig Groupia, joka on raportoinut Purmon (aiemmin Rettig ICC) liikevaihdon ja jonkinlaisen tulosluvun jo vuosituhannen vaihteesta asti.

Näitä lukuja katsomalla huomaa nopeasti, että Purmon historiallisena haasteena on ollut kasvun puute. Kuten aiemmin olemme tuoneet ilmi, Purmo oli pitkään radiaattoreihin keskittynyt yhtiö ja niiden markkina on ollut ainakin 10-15 vuotta laskutrendillä. Purmon liikevaihto onkin saanut karkeasti 500-600 MEUR välillä 2002-2015, jolloin Emmetin osto nosti liikevaihtoa reilut 100 MEUR ja vei Purmon vahvemmin myös sisäilmaratkaisujen pariin. Purmo teki myös muita, pienempi yritysostoja tällä aikavälillä, joten orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan negatiivista. Tämän jälkeen liikevaihto oli jälleen suhteellisen tasainen 650-700 MEUR haarukassa vuosina 2016-2020, kunnes vahva kysyntä ja voimakasinflaation vuosina 2021-22 nosti liikevaihdon viime vuoden 900 MEUR-tasolle.

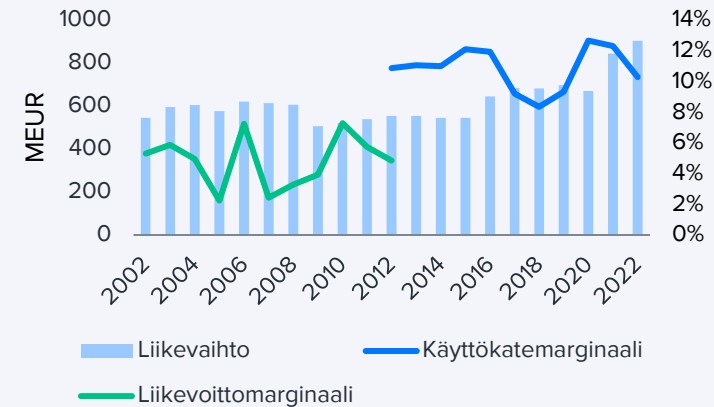
Kannattavuuden osalta raportoidut luvut eivät ole olleet samalla metodologialla tehtyjä ja myös erilaiset kirjanpitoikäntännöt voivat heikentää niiden vertailukelpoisuutta nykyisiin tuloslukuihin. Historiallisten lukujen pohjalta kuitenkin nähdään, että vuosina 2002-12 keskimääräinen oikaistu liikevoittomarginaali oli noin 5 % eli suhteellisen matalalla tasolla. Tämä taso kuvaa siis radiaattoriliiketoimintaa, jota Purmo tuolloin lähes

yksinomaan oli. Tämän jälkeen Purmo on raportoinut käyttökatekategoriaa, joka on voinut sisältää myös kertaeriä. Näiden lukujen hyöty on siten rajallinen, mutta ennen IFRS 16 muutosta vuosina 2012-18 keskimääräinen käyttökatemarginaali oli noin 11 %. IFRS 16-muutos tuki Purmon 2022 marginaalia noin 1 %-yksikön.

## Viime vuosien kehitys hyvin aaltoilevaa

Purmon tulos nousi merkittävästi historiallisia tasoja paremmaksi vuonna 2020, kun se teki voimakkaita kulusäästöjä koronapandemian alussa, teräksen hinta laski, se sai jonkin verran koronatukia ja lopulta kysynnän/liikevaihdon lasku jäi varsin maltilliseksi. Oikaistu käyttökate nousi 85 MEUR:oon, kun se oli edeltävät vuodet ollut noin 60 MEUR:n tasossa. Tätä seurasi erittäin vahva kysyntä vuonna 2021, jolloin liikevaihto kasvoi voimakkaasti ja lisäksi yhtiö tehosti toimintaansa selvästi, joka vei tuloksen jälleen uudelle ennätystasolle, yli 100 MEUR oikaistussa käyttökateissa. Vuonna 2022 inflaatio nosti rajusti raaka-aineiden hintoja ja Purmo teki isoja hinnankorotuksia. Samalla radiaattorivolyymit laskivat selvästi joka heikensi kannattavuutta ja oikaistu käyttökate putosi reiluun 90 MEUR:oon. Viime vuosien poikkeuksellisuuden, yhtiössä tapahtuneiden muutosten ja historiallisten lukujen vajavaisuuden takia on haastavaa löytää selkeä ”normaali” tulos- tai marginaalitaso yhtiölle.

Purmon historiallinen kehitys



# Taloudellinen tilanne

## Taseessa merkittävästi liikearvoa

Purmon taseen loppusumma oli 2022 lopussa reilut 980 MEUR. Koska Purmo on ollut historiassaan aktiivinen yritysostoissa, sen taseessa on merkittävä määrä liikearvo, noin 370 MEUR tai vajaat 40 % sen taseen loppusummasta. Mikäli yhtiön kannattavuus kehittyy heikosti, tämä altistaa yhtiön merkittävälle alaskirjausriskille. Yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 400 MEUR omaa pääomaa, joten alaskirjaus voisi olla selkeä riski myös taseen tunnuslukujen suhteen.

Muutoin yhtiön varat on mielestämme varsin tyypillisiä omaa tuotantoa omistavalle yritykselle eli jonkin verran aineellisia hyödykkeitä ja kohtuullisen iso osa taseesta varastossa ja saamisissa (yhteensä 27 %). Velkojen puolella ostovelkoja on 20 %, joten nettokäyttöpääoma on noin 7 % liikevaihdosta. Kuten aiemmin mainitsimme, käyttöpääomaa on sitoutunut 2021-22 aikana ja uskomme, että tänä vuonna yhtiö pystyy vapauttamaan jonkin verran käyttöpääomaa.

Velkojen ja oman pääoman puoli on varsin selkeä. Omaa pääomaa oli 2022 lopussa reilu 40 % eli omavaraisuus on hyvällä tasolla, korollisia velkoja noin kolmannes. Vuoden alussa yhtiö tosin lasku liikkeelle hybridilaina, joka kirjanpidossa lasketaan omaan pääomaan ja siten vahvistaa sitä laskennallisesti.

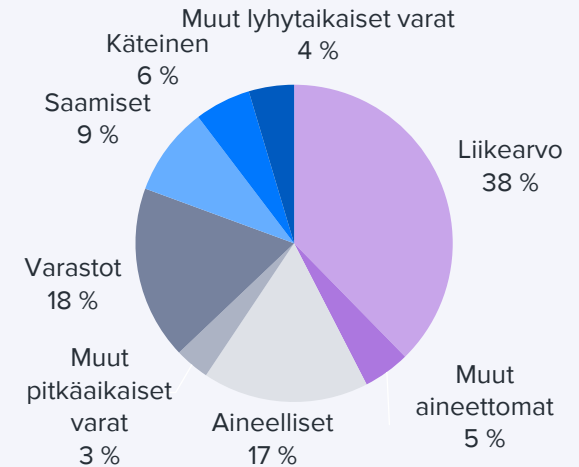
## Hybridilaina tukee raportoitua velkaisuutta

Purmo laski helmikuussa 2023 liikkeelle 60 MEUR:n hybridilainan 9,5 %:n korolla. Hybridilaina on asemaltaan muita lainoja heikompi (esim.

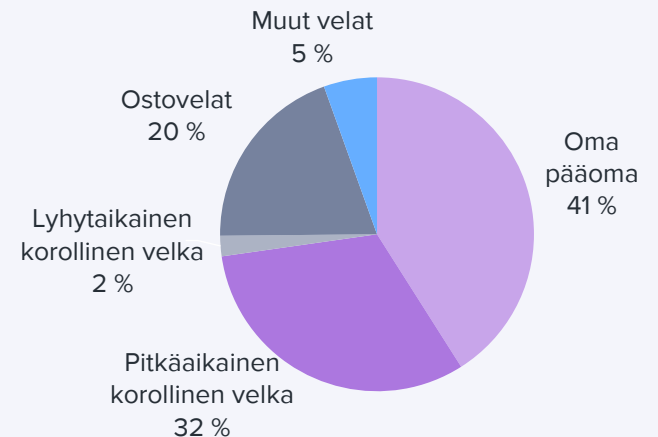
perimisjärjestyksessä ja korkojen maksun suhteen) ja se käsitellään IFRS-kirjanpidossa omana pääomana, joten se ei näy raportoiduissa velkaluvuissa. Sen korkokulut rasittavat kassavirtaa ja osakekohtaista tulosta. Käytännössä hybridi on kuitenkin laina, jolla on ensimmäinen lunastuspäivä kolme vuotta liikkeellelaskusta eli alkuvuonna 2026. Mikäli yhtiö ei lunasta lainaa tuolloin, nousee sen korko noin 5 %-yksikköä. Käytännössä laina siis mitä todennäköisimmin lunastetaan tuolloin ja pyritään uudelleenrahoittamaan tavallisella velkarahalla. Jos yhtiön tilanne ei ole kehittynyt toivotusti, on mielestämme mahdollista myös laskea vajaan kolmen vuoden päästä liikkeelle uusi hybridi.

Ilman hybridilainaa yhtiö olisi todennäköisesti ylittänyt 3x nettovelka/oik. käyttökate – tavoitteensa kuluvan vuoden alkupuolella. Hybridilainan avulla näin ei tule käymään, joka on etenkin yhtiön muille velkojille hyvä asia ja todennäköisesti pitää myös Purmon korkokulut vanhojen lainojen osalta edullisemmalla tasolla. Hybridilainan tukiessa tilapäisesti tasetta, uskomme Purmon pyrkivän vahvistamaan sitä, joka mielestämme rajaa esim. osingon nousuvaraa ja yritysostomahdollisuuksia lähivuosina. Jos laskisimme hybridin mukaan nettovelkaan, olisi nettovelka/oik. EBITDA tämän vuoden lopussa yhtiön tavoitetason ylälaidassa eli 3,0x, mutta laskisi kuitenkin 2,0-2,5x haarukkaan 2024-25. Hybridilainan avulla uskomme raportoidun nettovelka/oik. käyttökate tason pysyvän 1,5x-2,5x tasoilla lähivuosina.

## Taseen varat



## Taseen velat





# Ennusteet 1/4

## Ennusteet lähtevät segmenteistä

Mallinamme Purmoa sen kahden divisioonan kautta. Ennustamme orgaanista kasvua ja sitä kautta liikevaihdon kasvua sekä oikaistua käyttökateetta. Huomioimme luonnollisesti myös kertaerät, jos ne ovat etukäteen tiedossa. Lisäksi ennustamme yhtiötasolla myyntikatetta ja kiinteitä kuluja.

## Yhtiö ohjeistaa 2023 käyttökateen olevan viime vuoden tasoa

Purmon ohjeistus vuodelle 2023 on, että se odottaa oikaistun käyttökateen asettuvan samalle tasolle vuoteen 2022 nähden (92,9 MEUR). Samalla tasolla tarkoittaa +/- 5 % muutosta edelliseen vuoteen. Ennustehaarukka on siis noin 88-98 MEUR.

## Odotamme lievää liikevaihdon ja oikaistun käyttökateen laskua vuonna 2023

Meidän liikevaihtoennusteemme on 862 MEUR eli 5 % lasku viime vuoteen verrattuna. Odotamme liikevaihdon laskevan lievästi Climate Products & Systems –divisioonassa sekä lämpöpattereiden että muiden tuotteiden laskun takia. Solutions-divisioonan liikevaihdon uskomme säilyvän edellisvuoden hyvällä tasolla huolimatta rakentamisaktiviteetin laskusta. Uskomme alkuvuoden liikevaihdon ja tuloksen laskevan vielä selvästi vertailukauteen verrattuna, lähinnä hyvien vertailulukujen takia. H2'22:een verrattuna H1'23:n kehitys on ennusteillamme melko tasaista.

Tuloskehityksen suhteen odotamme CPS-divisioonan oikaistun käyttökateen heikentyvän vain hieman (70 MEUR vs. 2022: 72 MEUR), kun tehostamistoimet tukevat kannattavuutta, vaikka

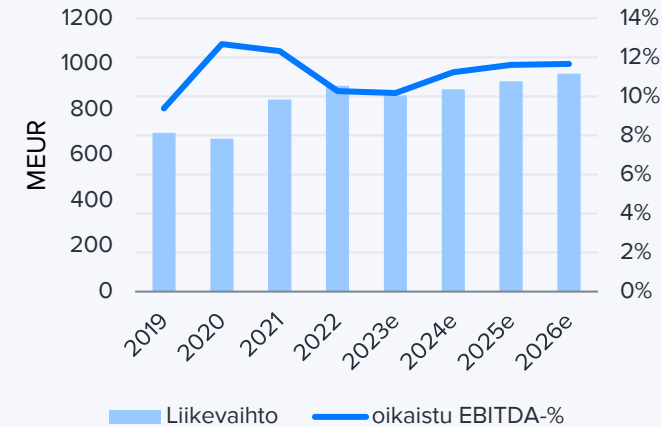
liikevaihto laskee. Solutions-divisioonan kannattavuuden odotamme sen sijaan laskevan vuoden 2022 vahvalta tasolta ja oikaistun käyttökateen heikentyvän reilut 3 MEUR. Koko yhtiölle oikaistu käyttökate-ennusteemme on 88 MEUR ja siten ohjeistushaarukan alalaidassa.

Sekä Purmo, että sen verrokkiyhtiöt ovat sanoneet odottavansa toisen vuosipuoliskon olevan ensimmäistä puoliskoa parempia ja siten noudattavan tyypillistä kausiluonteisuutta. Ennusteissamme H223-luvuissa onkin sekä liikevaihdon että tuloksen kasvua vertailukaudesta. Käsityksemme mukaan loppuvuonna 2022 etenkin patterimarkkinaa heikentäneet jakelijoiden varastojen pienennykset ovat tasoittuneet alkuvuoden 2023 aikana. Yleinen rakentamisaktiviteetin hiipuminen kuitenkin painaa markkinanäkymät negatiivisiksi tänä vuonna.

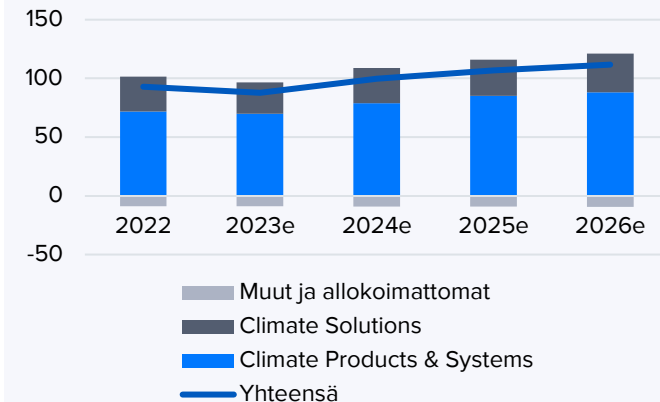
Konsernitasolla tuloskehitystä tukee ennusteissamme lievä bruttomarginaalin paraneminen (23,0 % vs. 22,5 % 2022). Uskomme yhtiön yleisen kustannushallinnan sekä tehostamisohjelman parantavan bruttokatetta. Odotamme kiinteiden kulujen pysyvän absoluuttisesti viime vuoden tasolla, mutta negatiivisen liikevaihtokehityksen myötä kiinteät kulut suhteessa myyntiin kuitenkin kasvavat ennusteissamme, ja oikaistu käyttökate-% jää suunnilleen edellisvuoden tasoon (10,2 % vs. 2022: 10,3 %). Yhtiön poistotasossa emme odota suuria muutoksia lähivuosina.

Tehostamisohjelmaan liittyvät yli 30 MEUR:n kertakulut painavat Purmon tämän vuoden raportoitua tulosta, jonka arvioimme painuvan nettotulostasolla negatiiviseksi.

## Konsernin kehitys



## Oikaistun käyttökateen kehitys, MEUR



# Ennusteet 2/4

## Osakekohtainen tulos ja osinko vuonna 2023

Heikentyvä operatiivinen tulos sekä lisääntyneet rahoituskulut, mukaan lukien hybridilaina, painavat myös oikaistun osakekohtaisen tuloksen selvään laskuun tänä vuonna. Ennustamme sen päätyvän 0,66 euroon (2022: 0,85). Uskomme Purmon osakekohtaisen osingon pysyvän ennallaan matalammasta tuloksesta huolimatta, sillä osinkosuhte oikaistusta tuloksesta on kuitenkin kohtuullisella, reilun 50 %:n tasolla. Heikkoho tase huomioiden, näemme kuitenkin riskin että osinkoa joudutaan leikkaamaan mikäli tämän vuoden tulos ja/tai ensi vuoden näkymät osoittautuvat ennakoitua huonommiksi.

## Liikevaihdon kasvuennusteet 2024-26

Purmon taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu markkinakasvua nopeampi liikevaihdon kasvu, jonka voi keskimäärin tulkita tarkoittavan 3-5 % vuodessa. Uskomme heikkojen 2022-23 jälkeen liikevaihdon kasvun kääntyvän kasvuun, lähinnä markkinan toipumisen myötä. Ennustamme CPS-divisioonalle 2-4 %:n kasvua 2024-26 ja Solutions-divisioonalle 6 %:n kasvua. Näin yhtiö pääsee kokonaisuudessaan 3-4 %:n vuosittaiseen kasvuun.

## Kannattavuusennusteemme ovat nousevia, mutta selvästi alle yhtiön tavoitteiden

Purmo tavoittelee 15 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia 3-5 vuoden horisontilla. Tavoitteet julkaistiin alun perin 2021 lopussa, joten alkuperäinen tavoiteaika oli siten 2025-26. Näemme tavoitteen hyvin kunnianhimoisena, koska yhtiö ei ole koskaan saavuttanut niin hyvää kannattavuustasoa, parhaan suorituksen ollessa

2020-21 vuosien 12-13 %:n taso. Pidämme niitä vuosia monessa suhteessa poikkeuksellisina ja ennustamme yhtiön pääsevän 11,5-12 %:n tasoille 2025-26. Solutions-divisioonan uskomme pystyvän yli 15 %:n käyttökatemarginaaliin 2024 alkaen ja sen divisioonan kasvu tukeekin konsernin kannattavuuden parantumista. CPS-divisioonassa näemme tehostamisohjelman ajavan marginaaliparannusta, mutta tason jäävän hieman alle 12 %:n 2025-26. Konsernikulut painavat koko yhtiön kannattavuutta hieman alemmaksi, mitä kahden divisioonan luvuista voisi päätellä.

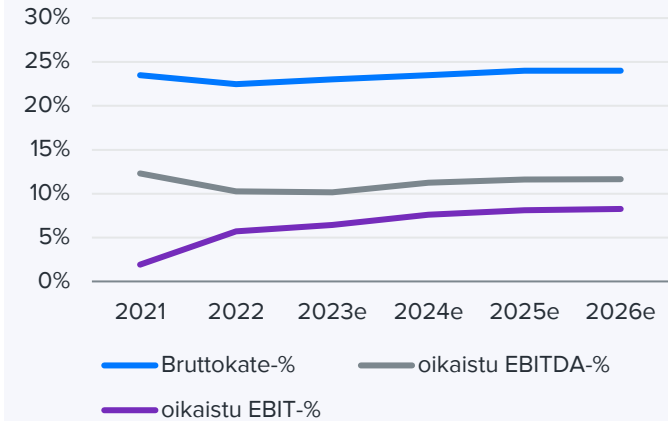
Näemme yhtiön toimet kannattavuuden kehittämiseksi järkevinä, mutta radiaattorien historiallisesti vaisu kannattavuustaso, heikko kasvu ja kireä kilpailu painavat mielestämme yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiilia edelleen tulevana vuosina, tehostamistoimista huolimatta.

Konsernitasolla odotamme bruttomarginaalin paranevan edelleen tämän vuoden 23 %:sta 2025-26 24 %:iin, kun tehostamisohjelma parantaa mm. hinnoittelua ja tuotannon tehokkuutta. Absoluuttisen oikaistun käyttökateen odotamme nousevan kuitenkin vuonna 2025 uuteen ennätystasoon, kun se ylittää 2021 vuoden huipputason 104 MEUR.

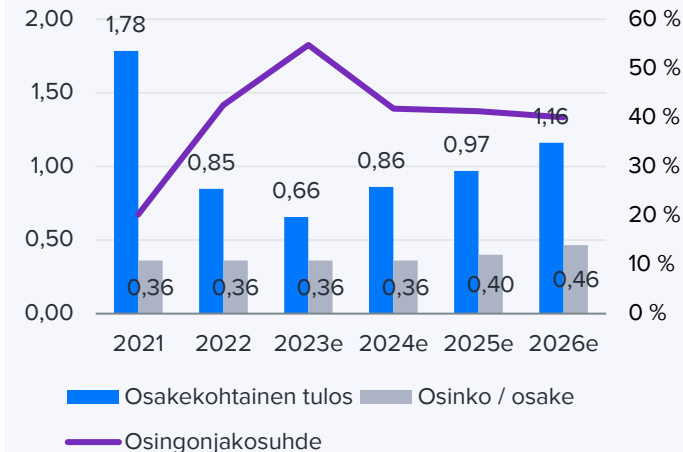
## Osakekohtainen tulos ja osinko vuonna 2024-26

Ennustamme käyttökateen/liikevoiton kasvun ja asteittain laskevien rahoituskulujen myötä osakekohtaisen tuloksen nousevan reilusti, noin 30 %, vuonna 2024 ja jatkuvan vahvana 12 % 2025 ja 20 % 2026 (olettaen että hybridi maksetaan takaisin). Ennustamme osingon kääntyvän nousuun vuonna 2025 tuloksen mukana, osingonjakosuhteen ollessa noin 40 %.

## Marginaalirakenteen kehitys



## EPS- ja osinkoennusteet (EUR)



# Ennusteet 3/4

## Rahavirta ja investoinnit

Arvioimme 2021-22 aikana kasvaneen käyttöpääoman vapautuvan pääosin 2023 ja osittain vielä 2024 aikana, ja tukevan noin 30 MEUR:n vapaata kassavirtaa tänä vuonna. Ennustamme tälle vuodelle reilun 30 MEUR:n käyttöpääoman vapautumista, joka on suunnilleen sama määrä, joka kuluu tehostamisohjelman kertakuluihin. Tämän takia lähivuosien kassavirtatasot ovat suunnilleen samanlaisia, vaikka ne muodostuvat eri komponenteista, tuloskasvun tukiessa tulevia vuosia.

Kuten aiemmin mainitsimme, Purmon tuotanto ei ole kovin pääomaintensiivistä, emmekä näe oleellista, poistotasoa ylittävää, investointitarvetta (~30 MEUR vuodessa). Tämä voisi muuttua, jos Purmo päättäisi investoida itse jonkin tuotteen valmistukseen, jota se ei tällä hetkellä valmista. Arvioimme Purmon kestäväen vapaan kassavirran tason olevan noin 40-45 MEUR.

## Tase vahvistuu ennusteissamme

Purmolla on tällä hetkellä suhteellisen heikko taseasema, jota se paikkasi alkuvuodesta liikkeeseen lasketulla hybridilainalla. Positiivisen kassavirran ja tuloksen parantumisen kautta ennusteemme lähtee siitä, että Purmo pystyy maksamaan hybridilainan takaisin vuonna 2026. Nettovelka/oik. käyttökate pysyy ennusteissamme 1,5x-2,0x haarukassa 2024-26, joka on hyvä taso ja selkeästi yhtiön tavoitellun enintään 3x mukainen. Ennusteemme eivät sisällä yritysostoja, joihin liiketoiminnan tuomaa rahavirtaa voisi kanavoida kasvun vauhdittamiseksi. Pidämmekin

tätä todennäköisen 3-5 vuoden tähtäimellä, mutta juuri nyt tase ei mahdollista merkittäviä yrityskauppoja ja yhtiön mukaan kiinnostavia kauppoja ei myöskään ole ollut tarjolla, vaikka se on aktiivisesti viimeisen vuoden kohteita katsonut. Purmo pyrkii selkeästi olemaan myös hyvä osingonmaksaja, joten pidemmällä aikavälillä osinkosuhdetta voisi nostaa, jos yritysostoja ei löydy, mutta tämä tulee eteen mielestämme aikaisintaan hybridilainan takaisinmaksun jälkeen 2026.

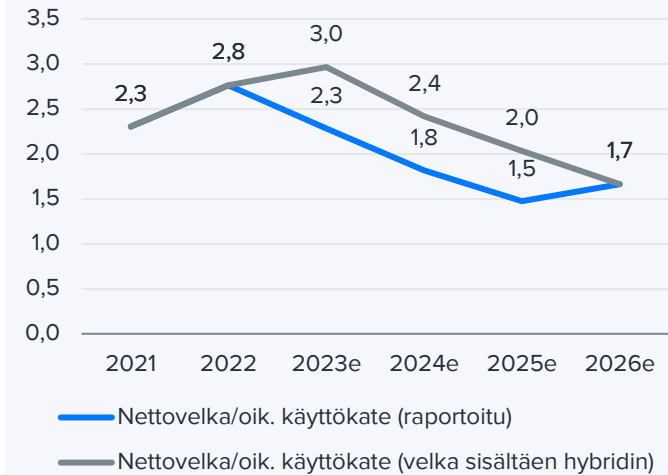
## Pääoman tuotto keskinkertaista

Purmon sijoitetun pääoman tuotto pyörii ennusteillamme 9 %:n molemmin puolin lähivuosina (kertaerät rasittavat 2022-23 lukuja). Velkavivun ansiosta oman pääoman tuotto prosentit ovat hieman parempia eli 10 %:n luokkaa. Nämä jäävät lähelle oman pääoman tuottovaatimustamme (~10 %) ja WACC:ia (8,6 %) Pääoman tuottoja painaa yhtiön historia yritysostoilla kasvamisesta, joka on tuonut merkittävästi liikearvoa taseeseen.

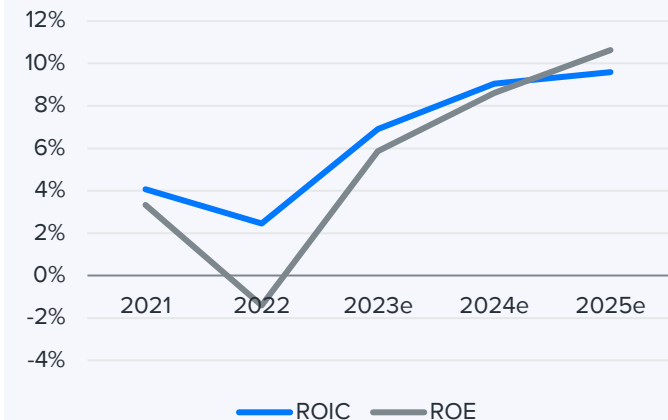
## Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2027 eteenpäin ennustamme Purmon liikevaihdon kasvun jäävän maltilliselle 2,5 %:n tasolle. Tämä johtuu siitä, että uskomme radiaattorien jarruttavan kasvua myös pidemmällä aikavälillä niiden väisun markkinakehityksen takia. Hiipuva kasvuvauhti ja luonnollinen kilpailu markkinoilla johtaa ennusteissamme myös kannattavuuden hiipumiseen vuoden 2026 tasosta (reilu 8 %:n liikevoittomarginaali) asteittain kohti 2030 eteenpäin arviomaamme 7 %:n tasoa.

## Velkaantuneisuuden kehitys



## Pääoman tuotot



# Ennusteet 4/4 - ennusteisiin laskua hybridilainan myötä

## Operatiiviset ennusteet ennallaan

Olemme säilyttäneet varsinaiset operatiiviset ennusteet käytännössä ennallaan, vuoden 2025 tulosennusteiden kosmeettisia muutoksia lukuun ottamatta. Osakekohtaiseen tulosennusteisiin olemme sisällyttäneet hybridilainan korot (vajaa 6 MEUR vuodessa), joka on laskenut niitä merkittävästi. Osittain tämän seurauksena ja ylipäänsä heikohkon taseaseman takia leikkasimme myös osinkoennusteita ja odotamme nyt nykytason osinkoa myös 2023 ja 2024.

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>697</b>	<b>671</b>	<b>844</b>	<b>904</b>	<b>862</b>	<b>887</b>	<b>924</b>	<b>956</b>
Kasvu-%	2 %	-4 %	26 %	7 %	-5 %	3 %	4 %	4 %
Bruttokate			198	203	198	209	222	229
Bruttokate-%			23,5 %	22,5 %	23,0 %	23,5 %	24,0 %	24,0 %
<b>Oikaistu EBITDA</b>	<b>65,4</b>	<b>85,1</b>	<b>103,9</b>	<b>92,9</b>	<b>87,7</b>	<b>99,7</b>	<b>107,3</b>	<b>111,4</b>
<b>Oikaistu EBITDA-%</b>	<b>9,4 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>11,7 %</b>

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e			2024e			2025e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
<b>Liikevaihto</b>	862	862	0 %	888	887	0 %	924	924	0 %
<b>Käyttökate ilman kertaeriä</b>	87,7	87,7	0 %	100	100	0 %	107	107	-1 %
<b>Liikevoitto</b>	21,7	21,7	0 %	57,6	57,6	0 %	75,1	74,6	-1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	1,7	1,7	1 %	41,6	41,6	0 %	60,1	59,6	-1 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,77	0,66	-14 %	0,99	0,86	-13 %	1,08	0,97	-11 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,36	0,36	0 %	0,38	0,36	-5 %	0,44	0,40	-9 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 1/3

## Yhteenveto - suositus ja tavoitehinta

Toistamme Purmon lisää-suosituksen ja säilytämme 9,5 euron tavoitehintamme ennallaan. Positiivista näkemystämme puoltavat ennustamamme noin 4 %:n vuotuinen tuloskasvu ja 4-5 %:n osinkotuotto, jotka tarjoavat yhdessä 8-10 %:n tuotto-odotusta lähivuosille. Tämä ylittää hienoisesti osakkeelle asettamamme tuottovaateen.

## Purmoon soveltuvat monet arvostusmenetelmät

Käytämme Purmon hinnoitteluun sekä tulosperusteisia kertoimia että osien summa laskelmaa, jonka apuna käytämme verrokkien arvostusta. Lisäksi arvioimme Purmoa pääoman tuoton ja tasearvostuksen kautta. Mielestämme myös DCF-malli antaa hyvää tukea Purmon arvostamiseen.

## Tulosperusteinen arvostus on kohdallaan

Purmo on historialliselta profiililtaan varsin heikosti kasvava ja keskinkertaista kannattavuutta tehnyt yhtiö. Yhtiön arvostustasoon vaikuttaa mielestämme negatiivisesti ainakin se, että lähes puolet sen myynnistä tulee radiaattoreista, jossa markkina on ollut pitkään rakenteellisessa laskussa ja lähivuosille ennustetaan tasaista kehitystä. Lisäksi yhtiön pääoman tuotto on keskinkertainen, joka kertoo historiallisesti heikosta pääoman allokoinnista (iso määrä liikearvoa taseessa). Yhtiö pyrkii nyt keskittymään kasvaviin segmentteihin lämmitys- ja viilennysratkaisuihin, mutta emme usko yhtiön pystyvän merkittävään (yli 5 %:n) kestäväan liikevaihdon kasvuun nykyrakenteella. Yrityskaupat luovat mahdollisuuden kiihdyttää kasvua, mutta nämä eivät ole lähiaikoina todennäköisiä ainakaan merkittävässä mittakaavassa.

Purmon osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/E:llä mitattuna 10-12x ja EV/EBIT-kertoimella 9-11x. Tähän sisältyy oletus positiivisesta tulosrendistä vuodesta 2024 alkaen. Mikäli vakuuttuisimme yhtiön saavuttavan marginaalitavoitteensa keskipitkällä aikavälillä, voisi arvostus olla korkeampikin, sillä nopeampi tulevien vuosien tuloskasvu kompensoisi sitä.

Yhtiön arvostus tälle vuodelle on P/E noin 13x ja EV/EBIT noin 11x tälle vuodelle, kun huomioidaan hybridi velkana ja sen korot osakekohtaisessa tuloksessa. Arvostus on siis hyväksyttävien kertoimien yläpuolella. Odotettu tuloskasvu painaa kertoimet kuitenkin hyväksyttävän haarukan alalaitaan vuonna 2024. Lisäksi on hyvä huomioida, että meidän ennusteilla yhtiö pystyy maksamaan hybridilainan takaisin 2026, jolloin yhtiön korkokulut laskevat.

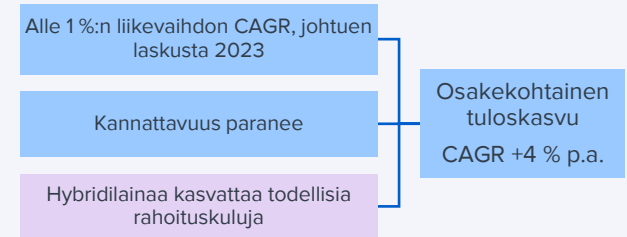
## DCF-arvonmääritys

Purmon historiallisten taloudellisten tietojen vähäisyys ja liiketoiminnan fokuksen muutokset vaikeuttavat DCF-arvonmääritystä. Maltillisen kasvuprofiilin ja suhteellisen tasaisen kannattavuuden johdosta DCF-malli sopii kuitenkin sinällään mielestämme Purmolle hyvin. Ennusteet myös pidemmällä aikavälillä käytiin läpi jo edellä ennusteosiossa. Terminaalijakson painoarvo on mallissamme noin 50 %.

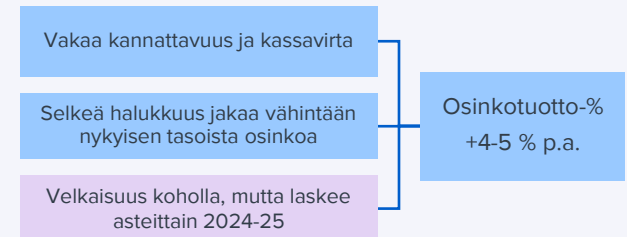
## Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

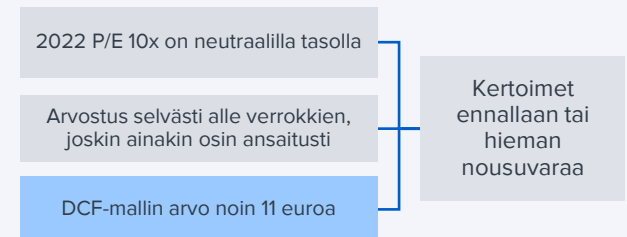
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus 8-10 % p.a.

# Arvonmääritys 2/3

Pääoman tuottovaatimuksemme (WACC) Purmolle on noin 8,5 % ja oman pääoman kustannus noin 10 %. Matalahkoa pääoman tuottovaatimusta tukee suhteellisen tasainen liiketoiminta ja velkavivun käyttö, kun taas korkeampaa oman pääoman tuottovaatimusta tukee mm. liiketoiminnan syklisyys.

DCF-mallimme indikoi Purmon velattoman arvon olevan noin 750 MEUR ja osakekannan arvon noin 470 MEUR eli noin 11 euroa osakkeelta. DCF-malli olettaa kannattavuuden paranevan nykytasolta ja hyvän kassavirran parantavan velkatilannetta tulevina vuosina, jolloin esim. hybridilaina saadaan maksettua pois. Annamme enemmän painoa lähivuosien kertoimille tavoitehinnan määrittelyssä, mutta DCF-malli osoittaa yhtiön potentiaalia pidemmällä aikavälillä.

## Tasepohjainen arvostus on hyväksyttävällä tasolla

Ennusteillamme Purmon pääoman tuotot jäävät keskipitkälläkin aikavälillä keskinkertaisiksi, koko pääoman tuoton ollessa alle 10 % ja oman pääoman tuoton 10 %:n molemmin puolin. Näin ollen 1,0x tason P/B-luku, tai hieman allekin, näyttää yhtiölle perustellulta. Luvuista pitää kuitenkin puhdistaa hybridilaina, joka on kirjattu omaksi pääomaksi, vaikka se on käytännössä mielestämme velkaa. Tämä huomioden, nykyinen P/B arvostus noin 0,9x. Purmon kirja-arvo tälle vuodelle on (ilman hybridilainaa) noin 9 euroa, joka siten muodostuisi käyväksi arvoksi P/B 1,0x-tasolla. Pääoman tuottoa painaa suuri liikearvon määrä, jota yhtiö on kerryttänyt yritysostoista.

## Arvostus on verrokkiryhmän alapuolella

Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä listattuja Eurooppalaisia rakennustuotesektorin yhtiöitä, jotka toimivat jossain määrin samoissa liiketoiminnoissa kuin Purmo. Aivan suoraa verrokkia Purmolle ei mielestämme löydy.

Selkein yksittäinen verrokki on radiaattoreihin keskittynyt Brittiläinen Stelrad. Niinikään radiaattoreita myyvät sveitsiläiset Arbonia ja Zehnder, joilla on kuitenkin myös muuta LVI-liiketoimintaa sekä Arbonialla merkittävästi muita tuotteita.

Lattialämmitystuotteissa paras verrokki on suomalainen Uponor, joskin se on vähemmistö Uponorin liiketoiminnasta, eikä siten konsernin tunnusluvuilla suora verrokki. Lisäksi vertailuryhmässämme on ruotsalaiset Nibe, Lindab ja Systemair jotka myyvät erilaisia LVI-tuotteita mm. lämpöpumppuja ja ilmastointituotteita. Ruotsalainen pieni ratkaisutoimittaja Ecoclime ja Brittiläinen ilmastointipuolelle keskittynyt Volution kuuluvat myös verrokkiryhmäämme.

Verrokkiryhmän 2023 ja 2024 EV/EBIT-kertoimien mediaanit ovat 17x ja 13x. Meidän ennusteillamme Purmon vastaavat kertoimet ovat 11x ja 9x, mitkä ovat yli 30 % verrokkiryhmän alapuolella. Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 18x ja 14x. Purmon vastaavat kertoimet ovat 13x ja 10x, mikä tarkoittaa noin 30 %:n alennusta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,32	8,32	8,32
Osakemäärä, milj. kpl	42,7	42,7	42,7
Markkina-arvo	355	355	355
Yritysarvo (EV)	675	656	631
P/E (oik.)	12,7	9,7	8,6
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,0	5,3
EV/EBIT (oik.)	11,0	8,8	7,7
Osinko/tulos (%)	neg.	55,8 %	40,1 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,2 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/3

Purmon tulospohjainen arvostus on verrokkiryhmää selvästi edullisempi vuodesta ja mittarista riippumatta. Osaa verrokeista mm. lämpöpumppujen tai muiden energiatehokkuusratkaisujen kysyntä tukee selvästi voimakkaammin kuin Purmoa, minkä vuoksi näemme Purmon matalamman arvostuksen perusteltuna. Myös matalan kasvun omaavien radiaattorien suuri osuus painaa arvostusta verrokkeihin nähden. Alennus on siis ansaittu, joskin sen suurusluokka on jo melko suuri.

## Osien summa –arvo nykykurssia korkeampi

Purmon raportointi jakaantui vielä 2022 luvuissa radiaattorit ja ICS-segmentteihin. Tämä selkeä jako eri profiiliin toimintoihin tarjoaa mielestämme hyvän mahdollisuuden osien summa –arvostukselle. Radiaattorit-segmentin pääkilpailija ja siten lähin verrokki on mielestämme Stelrad, jonka 2023 EV/EBITDA-kerrointa (noin 6x) käytämme suoraan segmentin arvon määrittämiseen. ICS-segmentille käytämme laajempaa verrokkiryhmää eli käytännössä koko yhtiön verrokkiryhmämme, josta on poistettu enemmän radiaattoripuolen toimijat Stelrad ja Arbonia. Nämä verrokkit antavat ICS:n EV/EBITDA-kertoimeksi noin 12x. Käyttämällä Purmon (entisille) divisioonille 2022-24e EBITDA-keskiarvoa päädyimme noin 13,5 euron käypään arvoon Purmon osakkeelle. Mielestämme ICS:n verrokkien kerroin on varsin korkea, eikä verrokkeja maltillisemmat kasvunäkymät omaava ICS-segmentti ansaitse samoja kertoimia. Vaikka laskisimme ICS:n arvostuskerrointa tasolle EV/EBITDA 10x, osien summa indikoisi silti lähes 11 euron osakekohtaista käypää arvoa, kun nykykurssin tasoon pääsemme noin 8x kertoimella ICS:lle.

Etenkin radiaattorien suuri osuus ja sen aiheuttama

verrokkeja heikompi kasvuprofiili painaa siis koko Purmon arvostusta. Emme usko Purmon ryhtyvän divestoiimaan osia yhtiöstä, joten siinä mielessä osien summa arvon realisoituminen on epätodennäköistä. Se tarjoaa kuitenkin mielestämme hyödyllisen kulman arvostukseen.

## Osinkotuotto säilynee tasaisena

Purmolla on mielestämme selvä halu olla kohtuullisen hyvä osingonmaksaja, mutta mielestämme tase rajoittaa sen mahdollisuuksia nostaa absoluuttista osinkoa lähivuosina. Odotammekin absoluuttisen osingon pysyvän nykytasolla lähivuodet, joka tarkoittaa osingonjakosuhteen nousua noin 55 %:iin tänä vuonna. Tämä kuitenkin laskee noin 40 % tasolle 2024 ja tuloskasvu mahdollistaa mielestämme osingonnousun vuoden 2025 tuloksesta. Tämä tarkoittaa 4-5 %:n osinkotuottoa lähivuosille.

## Osake voi tuplata, jos yhtiö pääsee tavoitteisiinsa

Yhtiöllä on kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet, 3-5 vuoden tähtäimellä. Jos oletamme, että Purmo pääsisi vuonna 2026 sen 15 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin tavoitteeseen (olettaen nykyinen liikevaihtoennusteemme), se tekisi reilut 140 MEUR käyttökate ja noin 1,75 euroa osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin 11x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi 19 euroa vuonna 2026 eli yli tuplasti nykyhintaan nähden. Kuten olemme edellä maininneet, ennusteemme jäävät kuitenkin selvästi tavoitetasosta.

Osien summa	Arvo, MEUR	Arvostusmetodi
<b>Radiaattorit</b>	322	Stelrad EV/EBITDA 2023 Verrokkiryhmä EV/EBITDA 2023
<b>ICS</b>	596	
<b>Muut</b>	-80	EV/EBITDA 10x
<b>EV yhteensä</b>	837	
<b>Nettovelka 2023 lopussa</b>	260	Sisältää hybridin
<b>Osakepääoma</b>	577	
<b>per osake</b>	13,5	

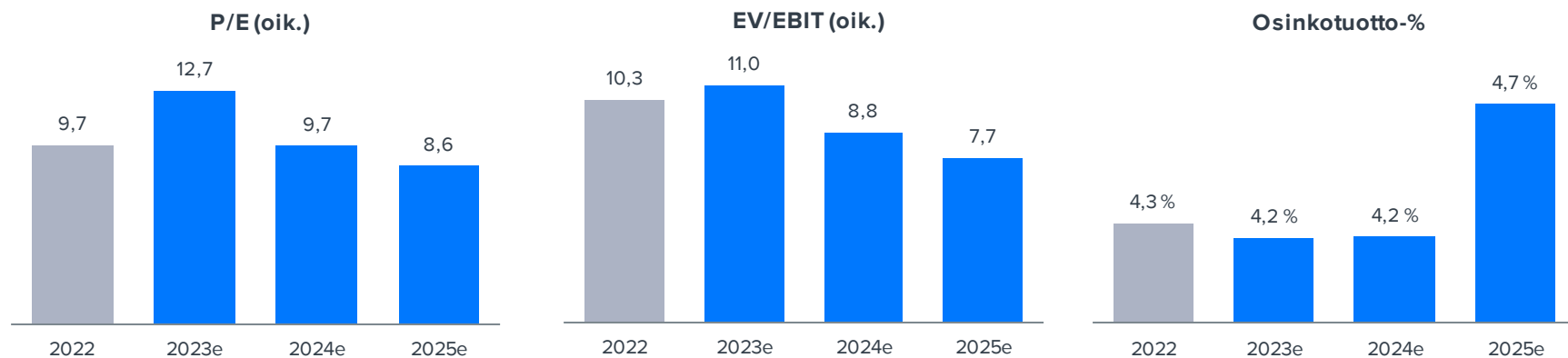
Lähde: Inderes



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi					8,22	8,32	8,32	8,32	8,32
Osakemäärä, milj. kpl					41,2	42,7	42,7	42,7	42,6
Markkina-arvo					351	355	355	355	355
Yritysarvo (EV)					627	675	656	631	539
P/E (oik.)					9,7	12,7	9,7	8,6	7,2
P/B					0,9	0,8	0,8	0,7	0,8
P/S					0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto					0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)					6,8	7,0	6,0	5,3	4,8
EV/EBIT (oik.)					10,3	11,0	8,8	7,7	6,8
Osinko/tulos (%)					112,9 %	neg.	55,8 %	40,1 %	40,0 %
Osinkotuotto-%					4,3 %	4,2 %	4,2 %	4,7 %	5,6 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Nibe Industrier AB	20398	20976	34,2	31,0	27,3	24,7	5,1	4,7	44,7	40,1	0,7	0,7	7,4
Lindab International AB	1080	1356	13,9	12,1	9,5	8,7	1,2	1,2	14,9	13,0	2,8	3,2	1,7
Systemair AB	1591	1818	18,0	16,6	12,9	12,4	1,7	1,6	23,6	21,2	1,4	1,5	3,8
Uponor Oyj	1240	1363	10,8	9,5	7,6	7,0	1,0	1,0	15,0	13,8	4,2	4,3	2,5
Arbonia AG	758	943	16,7	13,3	7,3	6,5	0,7	0,7	20,7	15,7	3,1	3,5	0,8
Volution Group PLC	962	1062	16,1	15,5	12,2	11,9	2,9	2,8	17,6	16,9	1,8	1,8	
Zehnder Group AG	1469	1442	19,0	16,8	14,3	12,9	1,7	1,7	14,8	13,0	2,6	2,8	2,4
Stelrad Group PLC	178	272	8,4	7,4	6,0	5,4	0,7	0,7	9,3	7,5	4,3	5,4	
Ecoclime Group AB	20	17	40,3	7,3	15,2	5,1	0,6	0,5	89,3	10,3			0,9
<b>Purmo Group (Inderes)</b>	<b>355</b>	<b>615</b>	<b>11,0</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>12,7</b>	<b>9,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>19,7</b>	<b>14,4</b>	<b>12,5</b>	<b>10,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>27,8</b>	<b>16,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>
<b>Mediaani</b>			<b>16,7</b>	<b>13,3</b>	<b>12,2</b>	<b>8,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>17,6</b>	<b>13,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-34 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>56 %</b>	<b>40 %</b>	<b>-67 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>236</b>	<b>245</b>	<b>216</b>	<b>207</b>	<b>904</b>	<b>210</b>	<b>218</b>	<b>217</b>	<b>217</b>	<b>862</b>	<b>887</b>	<b>924</b>	<b>956</b>
Climate Products & Systems	195	192	171	163	721	165	170	172	172	679	693	718	738
Climate Solutions	42	53	45	44	184	45	48	45	45	183	194	206	218
<b>Käyttökate</b>	<b>29,3</b>	<b>24,3</b>	<b>18,5</b>	<b>6,3</b>	<b>78,4</b>	<b>9,3</b>	<b>12,8</b>	<b>15,3</b>	<b>16,3</b>	<b>53,7</b>	<b>89,7</b>	<b>106,8</b>	<b>111,7</b>
<b>Käyttökate (oik.)</b>	<b>29,2</b>	<b>27,8</b>	<b>19,6</b>	<b>16,3</b>	<b>92,9</b>	<b>18,9</b>	<b>21,5</b>	<b>24,0</b>	<b>23,4</b>	<b>87,7</b>	<b>99,7</b>	<b>106,8</b>	<b>111,7</b>
Poistot ja arvonalennukset	-15,2	-8,4	-8,0	-7,9	-39,4	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-32,0	-32,2	-32,3	-32,4
<b>Liikevoitto ilman kertaerää</b>	<b>21,6</b>	<b>19,5</b>	<b>11,5</b>	<b>8,1</b>	<b>60,7</b>	<b>11,3</b>	<b>12,8</b>	<b>15,3</b>	<b>16,3</b>	<b>55,7</b>	<b>67,6</b>	<b>74,6</b>	<b>79,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>14,1</b>	<b>15,9</b>	<b>10,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>39,0</b>	<b>1,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>21,7</b>	<b>57,6</b>	<b>74,6</b>	<b>79,3</b>
Climate Products & Systems (oik. EBITDA)	22,9	21,2	15,3	12,3	71,7	15,0	16,0	19,0	20,0	70,0	79,0	85,0	88,0
Climate Solutions (oik. EBITDA)	8,5	8,7	6,4	6,3	29,9	6,5	7,0	6,5	6,5	26,5	29,7	31,0	33,0
Muut	-2,1	-2,1	-2,1	-2,4	-8,7	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-8,8	-9,0	-9,2	-9,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,8	-3,0	-4,3	-7,3	-17,4	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-20,0	-16,0	-15,0	-13,8
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>11,3</b>	<b>12,9</b>	<b>6,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>21,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>41,6</b>	<b>59,6</b>	<b>65,5</b>
Verot	-4,8	-4,5	-0,9	1,8	-8,4	-0,5	-0,5	-1,0	-1,0	-3,0	-9,1	-12,5	-15,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>6,5</b>	<b>8,4</b>	<b>5,3</b>	<b>-7,0</b>	<b>13,2</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>26,7</b>	<b>41,4</b>	<b>49,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,34</b>	<b>0,29</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>0,85</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,66</b>	<b>0,86</b>	<b>0,97</b>	<b>1,16</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>	<b>0,13</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,32</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,63</b>	<b>0,97</b>	<b>1,16</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23e</b>	<b>Q2'23e</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	24,0 %	15,5 %	-1,0 %	-7,1 %	7,2 %	-11,0 %	-10,9 %	0,4 %	5,0 %	-4,6 %	2,9 %	4,1 %	3,5 %
<b>Oik. käyttökateen kasvu-%</b>	0,3 %	3,8 %	-22,8 %	-27,9 %	-10,6 %	-35,4 %	-22,9 %	22,2 %	43,8 %	-5,6 %	13,7 %	7,1 %	4,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	12,4 %	9,9 %	8,6 %	3,1 %	8,7 %	4,4 %	5,9 %	7,0 %	7,5 %	6,2 %	10,1 %	11,6 %	11,7 %
<b>Oikaistu käyttökate-%</b>	12,4 %	11,4 %	9,1 %	3,9 %	10,3 %	9,0 %	9,8 %	11,0 %	10,8 %	10,2 %	11,2 %	11,6 %	11,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,8 %	3,4 %	2,5 %	-3,4 %	1,5 %	-2,0 %	-0,3 %	0,6 %	1,1 %	-0,2 %	3,7 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>602</b>	<b>619</b>	<b>615</b>	<b>615</b>	<b>614</b>
Liikearvo	369	371	371	371	371
Aineettomat hyödykkeet	36,3	47,0	45,0	43,2	41,5
Käyttöomaisuus	163	167	169	170	172
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	7,2	5,6	5,6	5,6	5,6
Laskennalliset verosaamiset	26,5	29,2	25,0	25,0	25,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>444</b>	<b>365</b>	<b>381</b>	<b>379</b>	<b>414</b>
Vaihto-omaisuus	157	174	155	151	157
Muut lyhytaikaiset varat	31,7	45,4	30,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	77,1	89,1	86,2	88,7	92,4
Likvidit varat	178	56,3	110	109	134
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1046</b>	<b>984</b>	<b>996</b>	<b>993</b>	<b>1028</b>

Lähde: Inderes

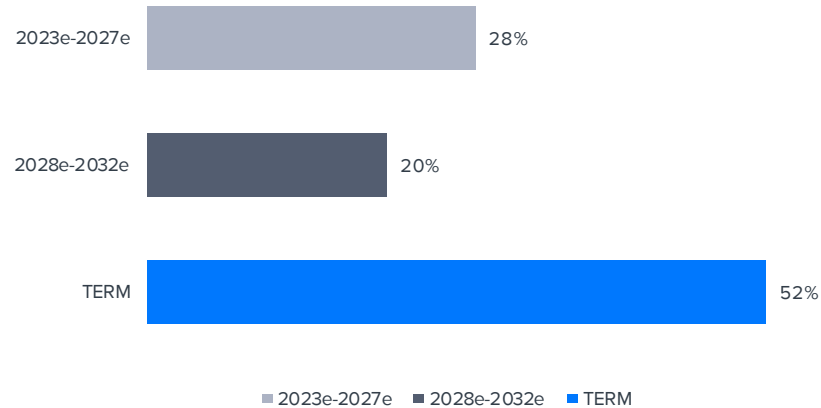
Vuosi 2021 Pro forma

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>391</b>	<b>403</b>	<b>442</b>	<b>454</b>	<b>481</b>
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	6,6	24,4	3,5	15,3	41,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	60,0	60,0	60,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	381	376	376	376	376
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>351</b>	<b>346</b>	<b>313</b>	<b>293</b>	<b>283</b>
Laskennalliset verovelat	2,6	5,4	5,4	5,4	5,4
Varaukset	7,6	7,8	7,8	7,8	7,8
Lainat rahoituslaitoksilta	316	312	280	260	250
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	24,7	20,1	20,1	20,1	20,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>304</b>	<b>235</b>	<b>240</b>	<b>246</b>	<b>264</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	101	20,7	30,0	30,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	192	193	190	195	203
Muut lyhytaikaiset velat	11,7	20,7	20,7	20,7	20,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1046</b>	<b>984</b>	<b>996</b>	<b>993</b>	<b>1028</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	-4,6 %	2,9 %	4,1 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,3 %	2,5 %	6,5 %	8,1 %	8,3 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>39,0</b>	<b>21,7</b>	<b>57,6</b>	<b>74,6</b>	<b>79,3</b>	<b>73,5</b>	<b>75,3</b>	<b>77,2</b>	<b>73,9</b>	<b>75,7</b>	<b>77,2</b>	
+ Kokonaispoistot	39,4	32,0	32,2	32,3	32,4	32,4	32,5	32,5	32,5	32,5	32,9	
- Maksetut verot	-8,3	1,2	-9,1	-12,5	-15,1	-13,9	-14,3	-14,8	-14,0	-14,4	-14,8	
- verot rahoituskuluista	-5,0	-4,6	-3,5	-3,2	-3,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	
+ 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	-32,0	33,5	7,4	-1,8	-1,6	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>33,1</b>	<b>83,8</b>	<b>84,4</b>	<b>89,4</b>	<b>91,8</b>	<b>87,8</b>	<b>89,3</b>	<b>90,7</b>	<b>88,1</b>	<b>89,5</b>	<b>91,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-53,3	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0	-34,2	-35,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-24,6</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>57,4</b>	<b>59,8</b>	<b>55,8</b>	<b>57,3</b>	<b>58,7</b>	<b>56,1</b>	<b>55,3</b>	<b>55,3</b>	
+/- Muut	0,0	-4,7	-5,7	-5,7	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-24,6	47,1	46,7	51,7	58,8	55,8	57,3	58,7	56,1	55,3	55,3	866
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>44,3</b>	<b>40,5</b>	<b>41,3</b>	<b>43,3</b>	<b>37,9</b>	<b>35,8</b>	<b>33,8</b>	<b>29,8</b>	<b>27,1</b>	<b>24,9</b>	<b>390</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		749	705	664	623	580	542	506	472	442	415	390
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>749</b>										
- Korolliset velat		-333										
+ Rahavarat		56										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>472</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,1</b>										

## Rahavirranjakauma jaksottain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	23,0 %
Tavoiteltu velkaantumistaso D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	904,1	862,4	887,4	EPS (raportoitu)	0,32	-0,14	0,63
Käyttökate	78,4	53,7	89,7	EPS (oikaistu)	0,85	0,66	0,86
Liikevoitto	39,0	21,7	57,6	Operat. kassavirta / osake	0,80	1,96	1,98
Voitto ennen veroja	21,6	1,7	41,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,60	1,10	1,10
Nettovoitto	13,2	-6,0	26,7	Omapääoma / osake	9,79	10,37	10,65
Kertaluontoiset erät	-21,7	-34,0	-10,0	Osinko / osake	0,36	0,36	0,36
<b>Tase</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	983,9	996,1	993,5	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-5 %	3 %
Oma pääoma	403,3	442,4	454,2	Käyttökatteen kasvu-%	133 %	-32 %	67 %
Liikearvo	370,6	370,6	370,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-8 %	21 %
Nettovelat	276,8	200,1	180,8	EPS oik. kasvu-%	-53 %	-22 %	31 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	8,7 %	6,2 %	10,1 %
Käyttökate	78,4	53,7	89,7	Oik. Liikevoitto-%	6,7 %	6,5 %	7,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-32,0	33,5	7,4	Liikevoitto-%	4,3 %	2,5 %	6,5 %
Operatiivinen kassavirta	33,1	83,8	84,4	ROE-%	3,3 %	-1,4 %	6,0 %
Investoinnit	-53,3	-32,0	-32,0	ROI-%	5,1 %	2,9 %	7,7 %
Vapaa kassavirta	-24,6	47,1	46,7	Omavaraisuusaste	41,0 %	44,4 %	45,7 %
				Nettovelkaantumisaste	68,6 %	45,2 %	39,8 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>				
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7				
EV/EBITDA (oik.)	6,8	7,0	6,0				
EV/EBIT (oik.)	10,3	11,0	8,8				
P/E (oik.)	9,7	12,7	9,7				
P/B	0,9	0,8	0,8				
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,2 %	4,2 %				

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.1.2022	Lisää	16,00 €	14,80 €
4.3.2022	Lisää	12,50 €	10,90 €
13.4.2022	Lisää	13,00 €	12,00 €
13.5.2022	Osta	13,00 €	10,35 €
12.8.2022	Osta	13,00 €	11,00 €
9.11.2022	Osta	12,00 €	10,00 €
11.11.2022	Osta	12,00 €	9,00 €
9.12.2022	Lisää	10,00 €	9,20 €
10.2.2023	Lisää	9,50 €	8,38 €
5.4.2023	Lisää	9,50 €	8,32 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**