

Tulikivi

Laaja raportti

4.8.2023 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Katse Keski-Euroopassa

Tarkistamme tavoitehintamme 0,55 euroon (aik. 0,6) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Pitkän korpivaelluksen jälkeen Tulikivi on saanut taseensa tervehdytettyä ja tuloskuntonsa todella vahvalle tasolle. Yhtiön tilauskanta on tuhti ja se hyötyy energiakriisin aiheuttamasta tulisijojen kysyntäboonista. Yhtiö toimii mielestämme oikein laajentaessaan jakeluverkostoaan ja panostaessaan tuotteidensa kilpailukykyyn, mutta pitämällä samalla kiinni trimmatusta kulurakenteestaan. Tässä vaiheessa on hankala arvioida kuinka hyvin yhtiö kykenee pitämään kiinni kohonneesta tuloskunnostaan tulisijojen vahvan kysyntäsyklin hellittäessä, mutta nykyennusteillamme osakkeen tuotto-odotus ylittää arviomme mukaan lievästi tuottovaateen.

Johtava varaavien tulisijojen valmistaja

Tulisijat ovat Tulikiven syömähampas ja tuovat arviomme mukaan yli 85 % konsernin liikevaihdosta, kun taas Sauna- ja Sisustus-tuoteryhmät tuovat arviomme mukaan kummatkin alle 8 %. Yhtiön tuotteita myydään Tulikivi-brändin alla ja tuotteet valmistetaan yhtiön omissa tuotantolaitoksissa, jotka sijaitsevat Juuassa, Heinävedellä, Suomussalmella ja Espoossa. Tulisijat muodostavat Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa yhteensä noin 3 miljardin euron markkinan. Kotimaassa Tulikivi on markkinajohtaja, mutta yli 50 % konsernin liikevaihdosta tulee viennistä. Pientalojen saneeraaminen ja rakentaminen tukevat Tulikiven kysyntää jokaisessa tuoteryhmässä, minkä lisäksi korkeat kuluttajaenergian hinnat ja pyrkimys kohti puhtaampaa palamista ja palamisen korkeampaa hyötysuhdetta tukevat tulisijojen kysyntää.

Vienti on ajanut viime vuosien kasvua

Tulikivi ohjeistaa kuluvalle vuodelle kasvavaa liikevaihtoa ja paranevaa kannattavuutta. Yhtiön tilauskanta oli Q1:n lopussa tuhdilla 16,1 MEUR:n tasolla, mikä lupaa hyvää kuluvaan vuoteen ajatellen. Yhtiö on viime vuosina kasvanut vahvasti etenkin vientimarkkinoilla, jossa se omaa kotimarkkinaa vahvemman hinnoitteluvoiman. Korkea kuluttajaenergian hinta ja sen saatavuuteen liittyvä epävarmuus yhdessä Saksan tulisijakantaa uudistavan Bim SchV-asetuksen kanssa ovat tukeneet yhtiön kasvua. Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan vuosina 2024 ja 2025 tulisijaboomin asteittain hellittäessä ja yhtiön liikevaihto normalisoituu ennusteissamme kohti 38 MEUR:n tasoa. Odotamme viime vuosina kasvaneella liikevaihdolla olevan joitain pysyviä elementtejä energiakriisin tukiessa tulisijamarkkinan kysyntää myös pidempiaikaisesti, yhtiön kasvatettua vientiverkostoaan ja Uuniseppiä konkurssin myötä Suomen vähentyneen tulisijakapasiteetin vuoksi. Ennusteissamme yhtiön liikevoitto painuu kysynnän hellittäessä noin 3,5 MEUR:oon vuonna 2025 (2023e: 5,7 MEUR).

Tuotto-odotus aavistuksen verran tuottovaadetta suurempi

Tulikiven tulos pohjainen arvostus vaikuttaa lähivuosien ennusteilla matalalta (EV/EBIT 6-7x), mutta poikkeuksellisen vahvan kysynnän vuoksi sitä on mielestämme katsottava nykyisen kysyntäsyklin yli. Mielestämme Tulikivelle neutraali EV/EBIT-kerroin on noin 8-11x. Mikäli vuoden 2026 tulokselle hyväksyy EV/EBIT-kertoimen 9,5x olisi osakkeen osingon huomioiva vuotuinen tuotto-odotus ennusteillamme noin 12 %, mikä ylittää lievästi osakkeen tuottovaateen. Ennusteissamme Tulikivi kerryttää tuntuvaan nettokassaan, joten yhtiöllä olisi edellytykset maksaa ennusteitamme vuolaampaa osinkoa. DCF-mallin ja Nordic Talcin NPV-laskelman huomioiva osien summa -laskelmamme antaa osakekohtaiseksi arvoksi 0,62 euroa, mikä indikoi myös nousuvaraa nykytasolta.

Suositus

Lisää

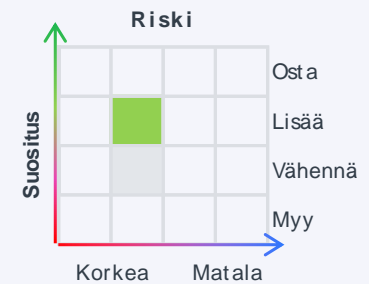
(aik. Vähennä)

0,55 EUR

(aik. ,60 EUR)

Osakekurssi:

0,48



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	44,3	48,6	42,1	36,9
kasvu-%	32 %	10 %	-13 %	-12 %
EBIT oik.	4,7	5,7	4,3	3,5
EBIT-% oik.	10,7 %	11,7 %	10,3 %	9,5 %
Nettotulos	4,9	3,9	3,0	2,5
EPS (oik.)	0,08	0,07	0,05	0,04

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

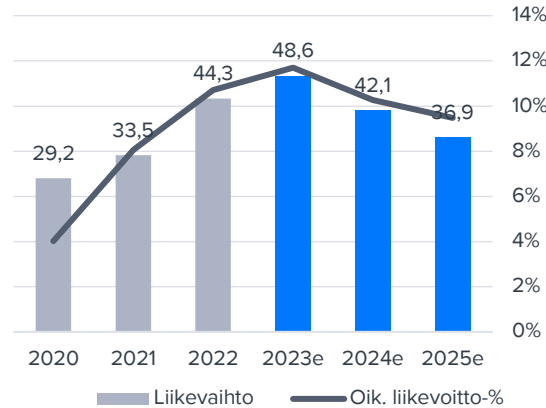
Tulikivi arvioi vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan ja vertailukelpoisen liiketuloksen paranevan vertailukauteen nähden.

Osakekurssi



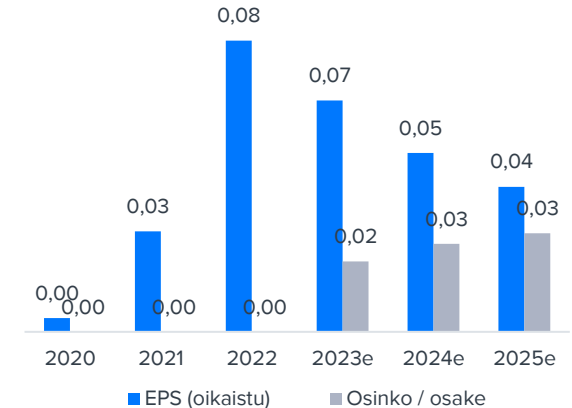
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Tunnettu brändi ja kilpailukykyiset tuotteet
- Kiristynyt lainsäädäntö nostaa alalletulokynnystä ja tukee suuria toimijoita
- Epävarmuus kuluttajaenergian hinnoista tukee tulisijojen kysyntää
- Sauna-tuoteryhmässä kasvupotentiaalia globaalien terveys- ja saunaboomin myötä
- Nordic Talcin piilevä arvo taseessa



Riskitekijät

- Toimialan vaisu pidemmän aikavälin kasvunäkymä
- Kotimarkkinan erittäin kireä kilpailutilanne
- Kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja pientalorakentamisen väheneminen
- Energiakriisin tuoman kysynnän äkillinen hellittäminen
- Paikallinen puunpolttola lannistava regulaatio
- Epävarmuus talkkihankkeeseen liittyen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,48	0,48	0,48
Osakemäärä, milj. kpl	59,7	59,7	59,7
Markkina-arvo	29	29	29
Yritysarvo (EV)	34	31	28
P/E (oik.)	7,3	9,4	11,6
P/E	7,3	9,4	11,6
P/Kassavirta	5,3	5,4	6,9
P/B	1,6	1,4	1,4
P/S	0,6	0,7	0,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,8
EV/EBITDA (oik.)	4,2	4,5	4,8
EV/EBIT (oik.)	6,0	7,1	8,0
Osinko/tulos (%)	30,4 %	49,2 %	67,9 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,2 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
Sijoitusprofiili	s. 12-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 14-15
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 16-22
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	s. 22-26
Ennusteet	s. 27-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-39
Vastuuvapauslauseke	s. 40

Tulikivi lyhyesti

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

1979

Reijo Vauhkonen osti Suomen Vuolukivi Oy:n

1994

Listautuminen

44,3 MEUR (+32 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

4,7 MEUR (10,7 % lv:sta)

Liikevoitto 2022

208

Henkilöstö 2022 keskimäärin

62% / 38%

Vienti / kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta 2022

4

Tuotantolaitosta

2005-2006

Hurjastelu vahvassa markkinassa

Kermansavi yritysosto pääosin velkarahalla

Verkkokaupan lanseeraus

2007-2016

Kysyntä heikkenee finanssikriisin ja eurokriisin seurauksena

Taloudellinen tilanne heikkenee selvästi ja investointeja leikataan

Merkittäviä sopeuttamistoimia

Tasetta vahvistetaan osakeannilla

Laajentuminen Sauna-tuoteryhmään

2017-2019

Karelia- ja Pielinen-mallit markkinoille

Nordic Talc perustetaan Suomussalmen talkkiesiintymän hyödyntämiseksi

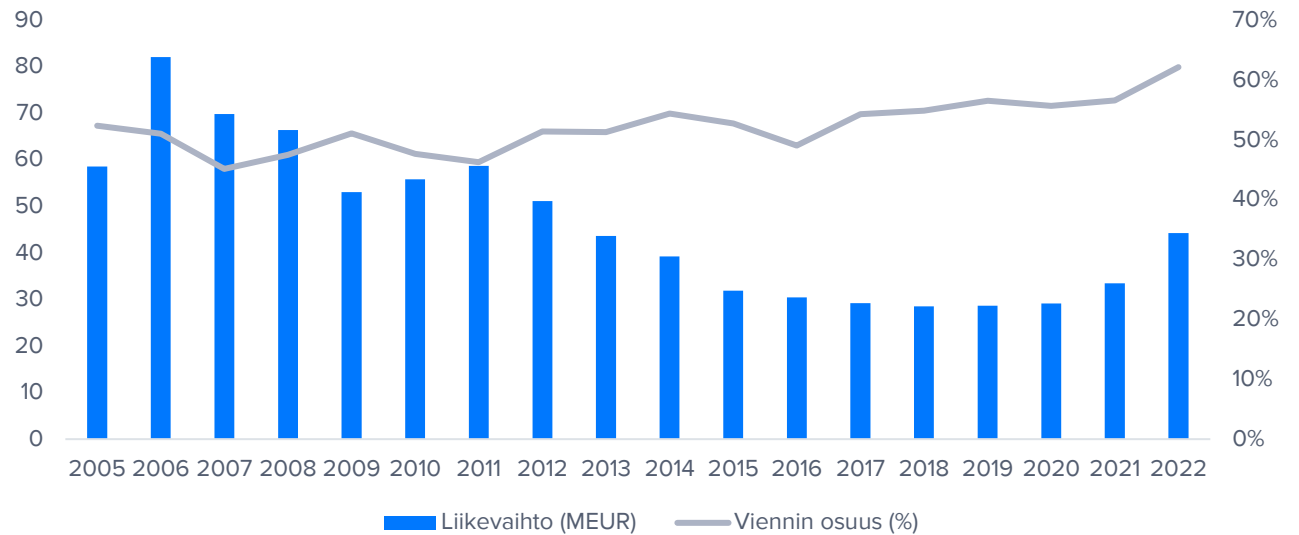
2020-2023

Markkinan kysyntä kohenee kotoilutrendin myötä

Vuonna 2014 asetetut tulisijojen sallitut päästötasot astuvat voimaan Euroopan laajuisesti

Yhtiö asettaa uudet taloudelliset tavoitteet

Euroopan energiakriisi puskee tulisijojen kysynnän hurjaan nousuun



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Johtava varaavien tulisijojen valmistaja

Tulikivi on maailman suurin varaavien tulisijojen valmistaja. Yhtiön liiketoiminta on rakennettu suurten vuolukivi- ja mineraalivarantojen ympärille, jotka mahdollistavat raaka-ainehankinnan oman louhinnan avulla. Tulisijojen lisäksi Tulikiven tuotetarjooma kattaa myös Sauna- ja Sisustus-tuoteryhmät, jotka ovat luonnollisia jatkeita vuolukiven hyödyntämiseen raaka-aineena. Yhtiöllä on yhteensä 4 tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Juuassa, Heinävedellä, Suomussalmella ja Espoossa. Noin 93-94 % konsernin liikevaihdosta tulee tuotemyynnistä ja loput tuotteisiin liittyvistä palveluista. Kyseisiä palveluita ovat esim. itsenäisten ammatinharjoittajien tarjoamat tulisijojen purku- ja asennuspalvelut.

Tulisijat ovat yhtiön syömähampas

Tulisijat ovat Tulikiven tärkein tuoteryhmä, joka tuo arviomme mukaan yli 85 % konsernin liikevaihdosta. Puhdas palaminen on tuotekehityksen keskiössä ja siksi suurin osa Tulikiven tulisijoista alittavat maailman tiukimmatkin päästönormit. Tuoteportfolion ja tuotekehityksen näkökulmasta näemme Tulikiven kilpailukykyisenä yhtiönä, minkä seurauksena kiristyvät vaatimukset pienhiukkaspäästöjen suhteen luovat arviomme mukaan yhtiölle mahdollisuuksia.

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

Yhtiön Tulisija-tuotekategoria koostuu viidestä

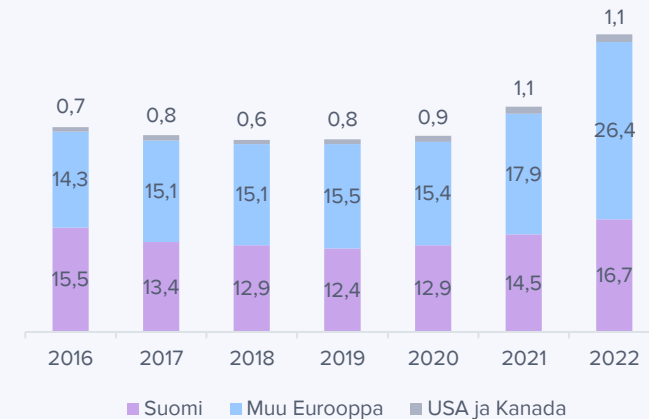
mallistosta, jotka ovat: Karelia-, Pielinen-, Kermansavi-, Klassinen ja uusi edullisempi Jeromallisto. Tulisijoja myydään pääasiassa uudisrakentajille ja remontoijille, jotka arvostavat bioenergiaa lämmitysmuotona. Tulisijan hankinnan taustalla voi loppuasiakkaan näkökulmasta olla esimerkiksi asunnon sisustaminen, varatoimenpide sähkökatkosten varalta tai lämmityskustannuksissa säästäminen. Arviomme mukaan tuotteiden myyntikatteet ovat hyvällä tasolla, mutta korkeat yksikkökustannukset rajaavat asiakaskuntaa etenkin uudemmissa malleissa.

Sauna-tuoteryhmässä on kasvupotentiaalia

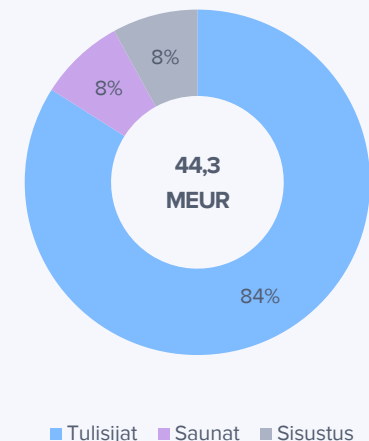
Mahdollisuus hyödyntää vuolukiveä ja myynnilliset synergiat tulisijojen kanssa ovat alun perin ajaneet Tulikiven laajentamaan Sauna-tuoteryhmään. Yhtiön tarjoomaan kuuluvat sekä sähkö- että puukiukaat, joiden verhoilussa käytetään vuolukiven ja muiden luonnonkivien ohella keraamisia laattoja, valukiviä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

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

Liikevaihdon jakauma (MEUR)



Myynnin jakauma¹



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Sisustuskiveä myydään lähinnä kotimaassa

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

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

Jakelu vaihtelee markkina-alueittain

Tulikivellä on Suomessa 23 Tulikivi-studiota, joiden kautta Tulisija- ja Sauna-tuoteryhmien tuotteita myydään. Tulikivi operoi niistä itse kolmea studiota, kun taas yrittäjät vastaavat muista. Tulikivi-studiot jakelevat myös Jötulin kamiinoita ja takkasydämiä tuotevalikoimansa laajentamiseksi. Jötulin tuotteiden jakelu on kuitenkin melko pientä ja tuo arviomme mukaan noin 3-4 % konsernin liikevaihdosta. Tulikivi-studioiden ohella rautakaupat täydentävät jakeluverkostoa kotimaassa. Yhtiöllä on oma verkkokauppa, joka laajennettiin palvelemaan myös ulkomaalaisia asiakkaita vuonna 2015. Yhtiö ei myy tulisijoja

verkkokaupassaan vaan verkkokaupan tarkoitus on mahdollistaa varaosien sekä tarvikkeiden sujuva hankinta ja se tuo käsityksemme mukaan muutaman prosentin liikevaihdosta. Vientimarkkinoilla Tulikivi nojaa markkinasta riippuen yksi- tai kaksi-portaiseen jakeluun, tosin viime vuosina trendi on ollut kohti yksiportaista jakelua arvoketjun välikäsien vähentämiseksi. Venäjä on Tulikivelle poikkeuksellinen vientimaa, koska yhtiö on ottanut jakelun omiin käsiinsä Moskovan Tulikivi-studion kautta. Markkina-alue toi noin 10 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2021, mutta Venäjän hyökkäyssodan myötä odotamme liiketoiminnan hallittua alasajoa.

Yli puolet myynnistä tulee viennistä

Suomi on Tulikiven suurin yksittäinen markkina-alue ja se toi 38 % konsernin liikevaihdosta viime vuonna. Muun Euroopan osuus oli 60 %, kun taas USA ja Kanada toivat 3 %. Muun Euroopan merkittävimpiä vientimaita ovat tyypillisesti olleet Saksa, Venäjä ja Ranska.

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

Tulikiven myynnissä on kausiluonteisuutta. Q1 on kausiluonteisesti heikoin ja tyypillisesti tappiollinen, Q4 vahvin ja muut neljännekset ovat melko tasavahvoja. Myös sääolosuhteet vaikuttavat etenkin tulisijojen kysyntään ja poikkeuksellisen lämmin talvi voi rajoittaa tulisijojen myyntiä.

Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Liikevoitto kvartaaleittain (MEUR)



Tulikiven tuotekategoriat

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



Tulikiven tehtaat ja louhokset

 4 Tuotantolaitosta

 7 Voimassaolevaa kaivospiiriä

Juuka

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

Suomussalmi

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

Espoo

- Pieni sisustuskiveen keskittyvä verstaas

Heinävesi

- Kermansavituotteisiin ja saunatuotteisiin keskittyvä tehdas

Paltamo

- Kaivospiiri

Kuhmo

- Kaivospiiri
- Päätyi konserniin Kivia Oy -yrityskaupan myötä

Tulikivi kartalla



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kivivarat ja varannot ovat strategian keskiössä

Tulikiven strategisena tavoitteena on mahdollistaa riittävät vuolukivivarannot vuosikymmeniksi ja yhtiö on systemaattisesti tutkinut vuolukivivarantoja yli 40 vuoden ajan. Tulikivellä on 7 voimassa olevaa kaivospiiriä, jotka sijaitsevat Kuhmossa, Paltamossa, Suomussalmella ja Juuassa (4 kpl). Kaivospiirien yhteispinta-ala on noin 340 hehtaaria ja ne kattavat noin 11,5 miljoonan kuutiometrin vuolukivivarannot. Kaivospiireistä louhitaan yhteensä noin 70 000 kuutiometriä vuolukiveä vuosittain, josta noin 12 000 - 20 000 kuutiometriä päätyy yhtiön tehtaalle.

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

Nordic Talc edistää konsernin talkkihanketta

Tulikivi perusti vuonna 2020 Nordic Talc -tytäryhtiön viemään Suomussalmen talkkihanketta eteenpäin ja vuonna 2022 Erkki Kuronen siirtyi Sotkamo Silveriltä Nordic Talcille johtamaan hanketta. Alueen mineraalivarannot koostuvat neljästä erillisestä Saarikylän muodostumaan kuuluvasta esiintymästä (Haaposen, Kivikangas, Sivusuvanto ja Kivisuvanto). Haaposesta tehdyn JORC-standardin mukaisen mineraalivarantoarvion perusteella esiintymän todennäköiset mineraalivarannot ovat 22,3 miljoonaa tonnia. Tästä talkin keskimääräisen osuuden arvioidaan olevan hyvällä 44,4 %:n tasolla, mikä tekee esiintymästä merkittävän

Euroopan mittakaavassa. Haaposen esiintymän ohella Geologian Tutkimuskeskus on todennut samassa kaivospiirissä sijaitsevien Kivikankaan, Sivusuvannon ja Kivisuvannon omaavan yli 10 miljoonan tonnin mineraalivarantopotentiaalin.

Vaahdotuskokeiden perusteella talkilla on hyvät ominaisuudet ja se soveltuu yleisimpiin kaupallisiin tuotteisiin. Todellisesta määrästä riippuen esiintymä on riittävä 30-50 vuoden tuotantoon.

Tulikivi aloitti Suomussalmen esiintymän hyödyntämismahdollisuuksien tutkimisen vuonna 2017 ja on investoinut hankkeeseen yhteensä noin 1,5 MEUR. Yhtiöllä ei kuitenkaan yksinään ole taloudellisia resursseja rakentaa liiketoimintaa talkkiesiintymän ympärille. Tästä johtuen näemme Nordic Talcin myymisen kokonaan tai yhteistyökumppanin ottamisen mukaan hankkeeseen todennäköisenä lopputulemana.

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

Ilman toista tahoja Tulikivi ei arviomme mukaan kykene toteuttamaan talkkituotannon vaatimia investointeja, mutta voi edelleen vähentää siihen liittyvää epävarmuutta suorittamalla lisäkairauksia, kasvattaakseen todennettujen malmivarojen määrää. Vuonna 2023 yhtiö sai hankkeeseen 1,6

MEUR:n T&K-lainan Business Finlandilta ”Hiilineutraali talkkikaivos ja -prosessi” -hankkeen rahoitukseen.

On kuitenkin selvää, että Suomussalmen talkkituotantoon ja sen potentiaaliseen aloitusajankohtaan liittyy merkittävää epävarmuutta. Tulikivi palkkasi vuonna 2018 Initia Oy:n taloudelliseksi neuvonantajaksi esiintymän myynnissä, joten omaisuuserä on jo ollut vuosia myynnissä. Tällä hetkellä projektilla ei ole taloudellista neuvonantajaa.

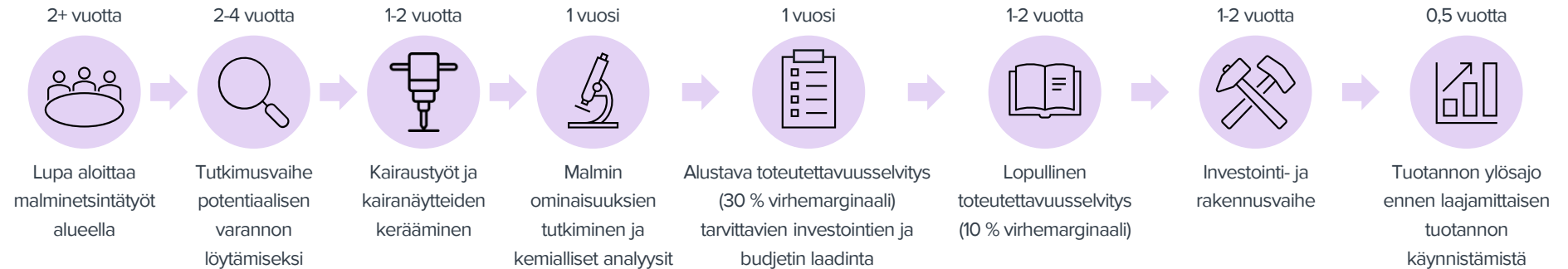
Näemme kolme potentiaalista ostajaryhmää

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

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

Nordic Talc

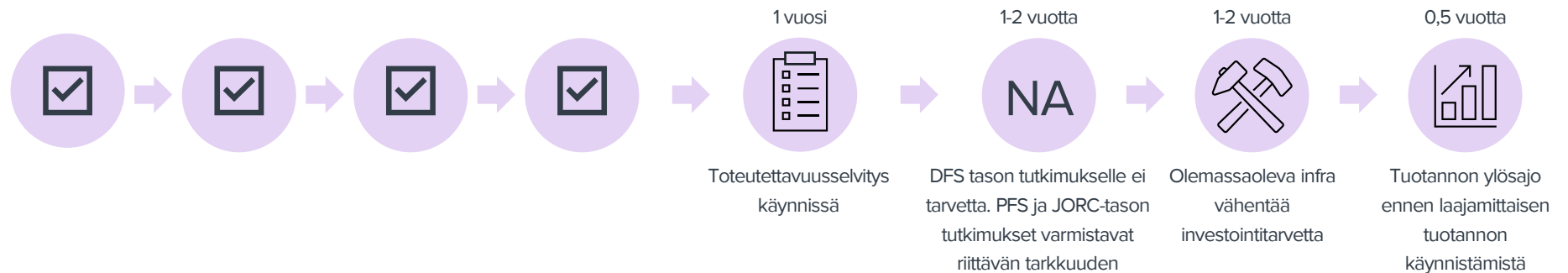
Tyypillinen greenfield-kaivoshanke: Hankkeen valmistelutyöt kestävät 10-15 vuotta ennen kassavirran käynnistämistä



Tutkimusluvan saaminen voi kestää useita vuosia ennen kairausten käynnistymistä

Ympäristölupahakemus jätetään toteutettavuus selvitykseen (PFS) jälkeen

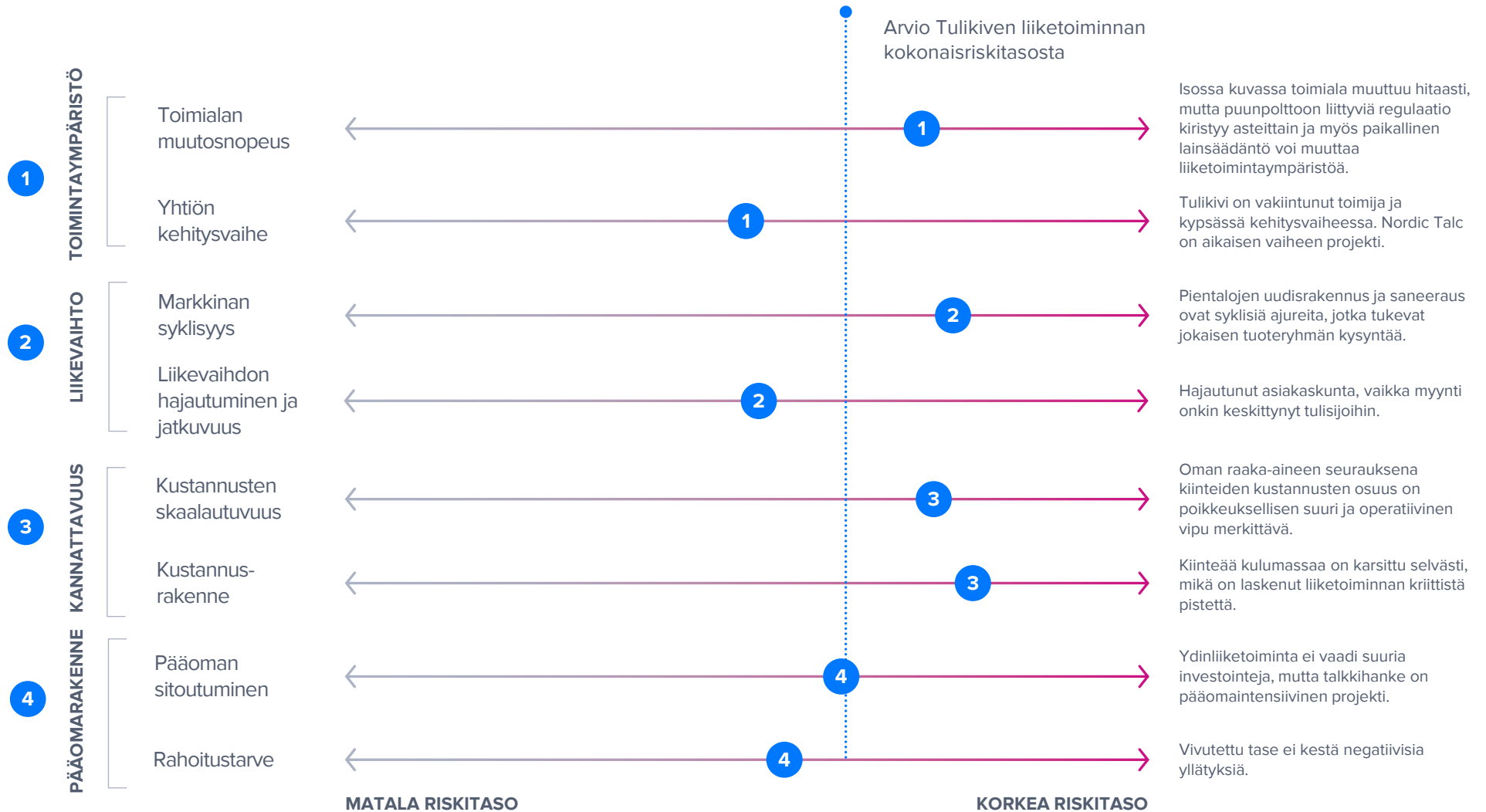
Nordic Talc: Kalliit ja aikaa vievät tutkimukset on jo pääosin tehty ja kaivostoiminta alkaa ~ 3 vuoden kuluttua



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

Ympäristölupahakemuksen voi jättää toteutettavuus selvityksen jälkeen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Tunnettu brändi ja kilpailukykyiset tuotteet

2.

Tuotanto nojaa omiin kivivarantoihin

3.

Vahva kassakonversio

4.

Tuntuva kiinteä kulurakenne luo operatiivista vipua

5.

Perhetausta ja keskittynyt omistusrakenne

Potentiaali



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

Riskit



- Kysynnän syklinen luonne ja toimialan kitukasvuinen pidemmän aikavälin näkymä
- Kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja pientalorakentamisen väheneminen
- Kotimarkkinan erittäin kireä kilpailu
- Paikallinen puun polttoa rajoittava regulaatio
- Epävarmuus talkkihankkeeseen liittyen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Missio ja visio

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

Vahva kysyntä on kohentanut tuloskuntoa

Tulikivi kamppaili pitkään kutistuvan markkinan ja velkaisen taseen kanssa. Yhtiö on joutunut tehostamaan toimintojaan ja saneeraamaan kulurakennettaan merkittävästi, mikä mahdollistaa kannattavan tuloksen saavuttamisen pienemmällä myyntivolyymillä. Viime vuosina koronan tuoma kotoilutrendi sekä kasvanut kiinnostus pientaloja ja lomakoteja kohtaan ja sittemmin Euroopan energiakriisi ovat tukeneet Tulikivelle relevanttia kohdemarkkinaa, mikä on kohentanut tuloskuntoa. Odotamme yhtiön panostavan lyhyellä aikavälillä kilpailukykyisen malliston ylläpitämiseen ja jakelukanavien laajentamiseen, merkittävien laajennusinvestointien sijaan.

Kasvutavoitteet painottuvat vientiin

Tulikiven kasvutavoitteet painottuvat vientiin, uusiin mallistoihin ja uudistuviin tuoteryhmiin. Arviomme mukaan nykyiset kohdemarkkinat tarjoavat enemmän kuin riittävästi kasvumahdollisuuksia, joten emme odota merkittäviä avauksia uusille markkinoille lähitulevaisuudessa. Etenkin Keski-Euroopan markkinoilla näemme Tulikivellä järkevät kasvumahdollisuudet. Pohjois-Amerikka on suuri potentiaalinen markkina, mutta merkittävä kasvu

vaatisi arviomme mukaan turhan suuria panostuksia jakeluverkoston laajentamiseen ja tuntuvat toimituskulut rajoittavat markkina-alueen kannattavuutta. Emme näe Tulikivellä vahvan markkina-aseman vuoksi edellytyksiä kasvaa oleellisesti markkinaa nopeammin Suomessa, joten yhtiön tuleva kasvu painottuu silmissämme vientimarkkinoille.

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

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

Sisustuskivi-tuoteryhmä tarjoaa synergioita Tulikiven liiketoimintamallia ajatellen, mutta käsittääksemme yhtiön kasvutavoitteet eivät juurikaan nojaa sisustuskiveen. Mielestämme Tulikiven nykyiset tuoteryhmät ovat hyvin suunniteltu vuolukiven ominaisuuksien ympärille ja tarjoavat tarpeeksi mahdollisuuksia kasvuun. Nykyisten tuoteryhmien sisällä nähdään varmasti

jatkossakin uusia tuotelanseerauksia tarjoaman täydentämiseksi ja nykyisen asiakaskunnan laajentamiseksi. Emme näe Tulikivellä intressiä tai tarvetta laajentaa tuotetarjoamaansa.

Kulurakennetta trimmattiin selviytymistäisteluun

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

Viime vuosien kasvusta huolimatta yhtiö ei käsityksemme mukaan ole merkittävästi kasvattanut kiinteää kulumassansa, mikä tuo tiettyä turvaa, jos toimialan myyntivolyymit laskisivat tuntuvasti. Mielestämme sijoitetun pääoman tuoton säilyttäminen 10 %:n yläpuolella on mahdollista energiakriisin tuoman kysynnän hellittäessä, mutta se vaatii pysyvää kasvua vientimarkkinoilta ja yhtiöltä malttia ylläpitää trimmattua kulurakennettaan. Kilpailutilanteen kehitykseen etenkin Suomessa liittyy tuntuvaa epävarmuutta kysynnän hellittäessä markkinan ylikapasiteetin vuoksi, mutta arviomme mukaan Uuniseppien poistuminen markkinalta ja vientivetoisten yritysten myynnin painottuminen aiempaa enemmän ulkomaille, voi tervehdyttää hinnoitteluympäristöä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Tulikiven asettamat pitkän aikavälin tavoitteet

Inderesin kommentti

Kasvu



Keskimäärin 5 %:n liikevaihdon kasvu 2025 loppuun
(2019-2022: 11,6 %)

Viime vuosina yhtiön liikevaihto on saanut poikkeuksellista tukea kotoiluboomilta ja sittemmin energiakriisiltä, mikä on nähdäksemme nostanut liikevaihdon kestävämmän korkealle tasolle. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii lähivuosina puolustamaan korkeaa liikevaihtoaan kasvattamalla jakelua kutistuvassa markkinassa.

Kannattavuus



Yli 12 %:n liikevoittomarginaali
(2018-2022: 4,6 %)

Kannattavuustavoite on arviomme mukaan liikevaihtovolyymistä riippuvainen. Mielestämme sen saavuttaminen normalisoidusti vaikuttaa haastavalta, kun huomioi liiketoiminnan kausiluonteisuuden ja että vuoden 2022 liikevoittomarginaali asetui 10,7 %:iin todella vahvan kysynnän tukemana. Tavoite vaatii nähdäksemme nykyistä vientivetoisempaa myyntimixiä.

Omavaraisuus



Vähintään 30 %:n omavaraisuusaste 2025 loppuun
(2022: 39,0 %)

Omavaraisuusaste on tavoitetason yläpuolella, eikä sen ylläpitämisen pitäisi arviomme mukaan aiheuttaa haasteita. Arviomme mukaan taso on jätetty alhaiseksi, jotta tilaa jää myös osingonjaolle ja yritysjärjestelyille.

Toimiala ja kilpailu 1/7

Globaalisti markkinakoko ei aiheuta kasvulle rajoitteita

Tulikiven relevantti markkina on suuri, eikä kokonsa puolesta aiheuta rajoitteita kasvulle. NIBE on arvioinut Euroopan ja Pohjois-Amerikan tulisijojen ja oheistuotteiden markkinakooksi noin 3 miljardia euroa. Tulikiven arvion mukaan yhtiön päävientimarkkinoiden vientivolyymi on noin 1,6 miljoonaa tulisijaa. Varaavat tulisijat ovat suosittuja Suomessa, mutta Tulikiven päävientimarkkinoilla niiden markkinaosuus on yhtiön mukaan kappalemääräisesti vain noin 2-3 %, jossa näemme nousuvaraa kuluttajien kiinnittäessä energiakriisin myötä entistä enemmän huomioita tulisijojen mahdollistamiin säästöihin lämmitysenergian kustannuksissa. Suomi Rakentaa on arvioinut, että varaavan takan tuoma säästömahdollisuus on helposti jopa 500-1000 euroa vuositasolla, riippuen asunnon koosta ja tulisijan käytöstä. Kilpailevia tuotteita varaaville tulisijoille ovat mm. kamiinat, takkasydämet, hellat, liedet, kaasutakat ja lämpöpumput.

Tulisijamarkkina on kutistunut finanssikriisiä edeltävästä ajasta, mikä on lisännyt kilpailua ja painanut toimijoiden kannattavuuksia. Suhdannekestävämmän ja paremman kannattavuusprofiilin omaavan saneeraus- ja korvauskysynnän (eli korvauskysynnän) osuus tulisijamarkkinasta on noin puolet ja käsityksemme mukaan Tulikiven liikevaihto painottuu kyseiseen kategoriaan.

Arviomme mukaan globaali sauna- ja spa-markkina on kooltaan noin 3 miljardia euroa, josta 61 % on korvauskysyntää. Tulikivelle relevantimpi mittari on mielestämme kiuas- ja komponenttimarkkina, jonka suuruus on globaalisti 500 MEUR:n luokkaa.

Sauna- ja spa-markkina on historiallisesti (2008-2019) kasvanut noin 4-5 %:n vuosivauhtia.

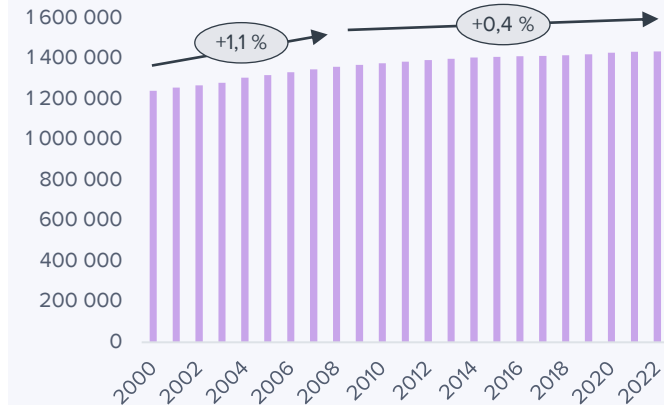
Tulisijamarkkina on fragmentoitunut

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

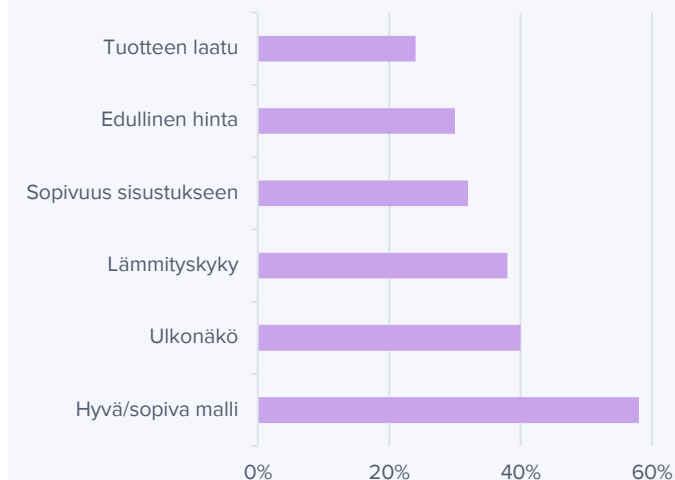
Korkeat kuluttajaenergian hinnat tukevat tyypillisesti kiinnostusta tulisijojä kohtaan niiden aiheuttamien säästömahdollisuuksien vuoksi. Joillain markkina-alueilla tulisijan hankintaa voi myös ajaa varmuus lämmitysmahdollisuuksista sähkökatkojen varalta.

Tulisijat ovat hintapisteeltään korkean hintaluokan hankintoja (5 000-20 000 EUR), mikä laskee kynnystä lykätä niiden hankintaa heikossa taloussuhdanteessa ja aiheuttaa kysynnän sykliisyyttä. Arviomme mukaan kysynnän sykliisyys korostuu etenkin kodin lämmityskäyttöön hankittavissa matalamman hintapisteen varaavissa tulisijoissa. Tuotteiden edullinen hinta vaikuttaa Suomi Rakentaa -palvelun teettämän kyselyn perusteella tulisijan hankintaan noin 30 %:lla kuluttajista, ja visuaaliset sekä lämmityskyky vaikuttaisivat olevan keskeisemmässä roolissa Suomalaisten kuluttajien silmissä.

Omakoti- pari- ja rivitalojen määrä ja CAGR kasvu Suomessa



Tulisijan valintaan vaikuttavat tekijät¹



Toimiala ja kilpailu 2/7

Regulaatio tukee korvauskysyntää

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

Tanskassa on voimassa asetus, joka velvoittaa asunnon ostajan vaihtamaan ennen vuotta 2003 valmistetut tulisijat kiinteistön vaihtaessa omistajaa. Tämän seurauksena tulisijojen todellinen käyttöikä on monessa tapauksessa todellista funktionaalista käyttöikää lyhyempi. Nähdäksemme vaatimukset kohti puhtaampaa palamista kasvattavat tulisijavalmistajien tuotekehitykseen liittyviä kustannuksia. Odotamme vaatimusten tukevan toimialan suurempia toimijoita, jotka kykenevät investoimaan tuotekehitykseen muita enemmän ja joiden tuotekehitysinvestoinnit skaalautuvat suuremman myyntivolyymin myötä. Kepin lisäksi lainsäätäjät hyödyntävät myös porkkanaa ja joillain markkinoilla vanhan tulisijan uusimiseen tarjotaan rahallista tukea.

Suomessa noin 2,2 miljoonaa tulisijaa pientaloissa

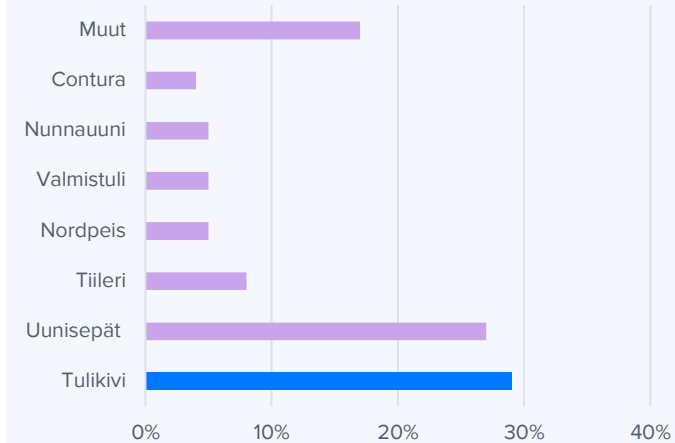
Suomirakentaa.fi:n arvion mukaan Suomessa on noin 2,2 miljoonaa tulisijaa pientaloissa lämmityskäytössä. Tulisijat säilyvät toimivina pitkään, minkä seurauksena niiden kanta uusiutuu luonnostaan melko hitaasti.

Suomirakentaa.fi:n tilastojen mukaan omakotitalojen remonttien yhteydessä Suomessa hankitaan omakotiremonttien yhteydessä vuosittain noin 10 500 uutta takkaa. Lainsäädäntö vaikuttaa tulisijakannan uusiutumiseen Suomessakin ja vuonna 2022 Euroopan laajuiset Ecodesign-säädökset astuivat voimaan. Säädöksen myötä uusien tehdasvalmisteisten tulisijojen on täytettävä samat päästö- ja tehokkuusvaatimukset kuin Keski-Euroopassa ja ne on CE-merkittävä. Tulikiven vientivetoiset mallitot täyttävät vaatimukset jo ennestään. Nähdäksemme säädös nostattaa tulisijavalmistajien tuotekehityskuluja ja se vaikuttaa eniten kotimarkkinavetoisiin toimijoihin, joiden tuotteet eivät ennestään täyttäneet vaatimuksia. Arviomme mukaan uusi säädös voi nopeuttaa toimialan konsolidoitumista suurempien toimijoiden saavuttaessa mittakaavaetuja

Suomen tulisijamarkkina on keskittynyt

Suomen tulisijamarkkina on keskittynyt ja sen suurimmat toimijat ovat historiallisesti olleet Tulikivi ja Uunisevät. Suomirakentaa.fi:n datan perusteella Tulikivellä oli vuonna 2019 noin 29 %:n markkinaosuus myytyjen tulisijojen määrässä mitattuna, kun taas Uunisevillä se oli 27 %. Seuraavaksi suurimmat toimijat olivat Tiileri (8 %), Nordpeis (5 %), Nunnauuni (5 %), Valmistuli (5 %), Contura (4 %) ja muut brändit (17 %).

Tulisijabrändien markkinaosuudet Suomessa 2019



Tehdasvalmisteisten tulisijojen myynti markkina-alueittain (Lähde: Tulikivi)

Markkina-alue	Myydyt tulisijat kpl
Suomi	21 000
Baltia	15 000
Norja, Ruotsi, Tanska	115 000
Saksa	400 000
Ranska	514 000
Italia	215 000
Itävalta, Sveitsi	60 000
Benelux	65 000
USA	263 000

Toimiala ja kilpailu 3/7

Tilasto perustuu omakotirakentajien haastatteluista kerättyyn dataan, joten se ei ole aukoton, mutta toimii arviomme mukaan suuntaa antavana.

Kilpailukentän yhtiöistä suurin osa ovat kotimarkkinariippuvaisia, mutta Contura on tulisijojen markkinajohtaja Ruotsissa ja Jotul on vastaavassa asemassa Norjassa. Contura-brändi on osa globaalia markkinajohtaja NIBE groupia. NIBEn tulisijojen valmistava Stoves-segmentti oli vuonna 2022 kooltaan noin 382 MEUR ja aktiivinen Euroopassa, Pohjois-Amerikassa sekä Australiassa. NIBEn 13 brändin salkku kuvastaa mielestämme hyvin tulisijojen monimuotoisuutta. Kuluttajien mieltymykset vaihtelevat markkina-alueittain, minkä seurauksena yhtiöllä on hyvin erityyppisiä takkoja tarjolla markkina-alueesta riippuen.

Suomen kutistunut markkina ja erittäin kireä kilpailu kuritti pitkään toimijoiden kannattavuuksia, mutta viime vuosien markkinakasvu on vaikuttanut myönteisesti toimialan kannattavuustasoihin. Markkinan vahva kasvu ei kuitenkaan tervehdyttänyt kaikkien kannattavuustasoja ja kireän kilpailutilanteen myötä Valmistuli hakeutui vuonna 2022 yrityssaneeraukseen ja Uunisevät konkurssiin. Kyseisten toimijoiden myynti painottui arviomme mukaan talotehtaisiin, jossa katteet ovat yleisesti kuluttajamyyntiä ohuimmat ja kysynnän luonne sykklisempää.

Arviomme mukaan katteet kotimaassa ovat alhaisia ja myynti on kannattavampaa Euroopan muissa maissa lievemmästä kilpailun aiheuttamasta hintapaineesta johtuen.

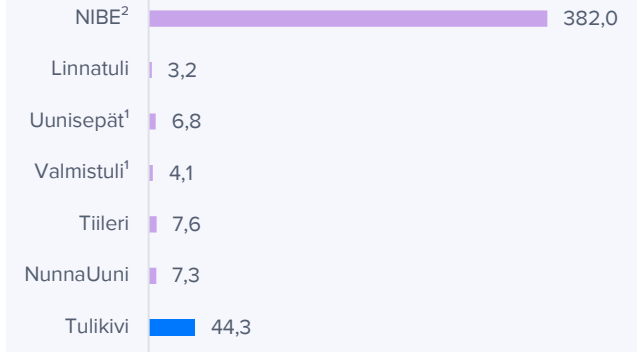
Kasvun ja kannattavuuden osalta Tulikivi ja kotimarkkinavetoinen Tiileri ovat suoriutuneet vuosina 2017-2022 kaikista parhaiten.

Kannattavuushaasteiden kanssa paininut NunnaUuni on viime vuosina parantanut suorittamistaan merkittävästi (2021-2022 liikevaihdon CAGR: 33 %, EBIT: 12 %). NunnaUunin liikevaihdosta 80 % tulee tänä päivänä vientimarkkinoilta, mikä selittää nähdäksemme yhtiön viime vuosien korkeaa suhteellista kannattavuutta. Noin puolet Suomessa toimivista yhtiöistä on kutistunut vuosina 2018-2022 ja tehnyt samalla negatiivista liikevoittoa. NIBE, Tulikivi ja Tiileri loistavat edukseen kasvullaan ja kannattavuudellaan, joskin Tulikiven ja Tiilerin kannattavuus painottuu viime vuosiin.

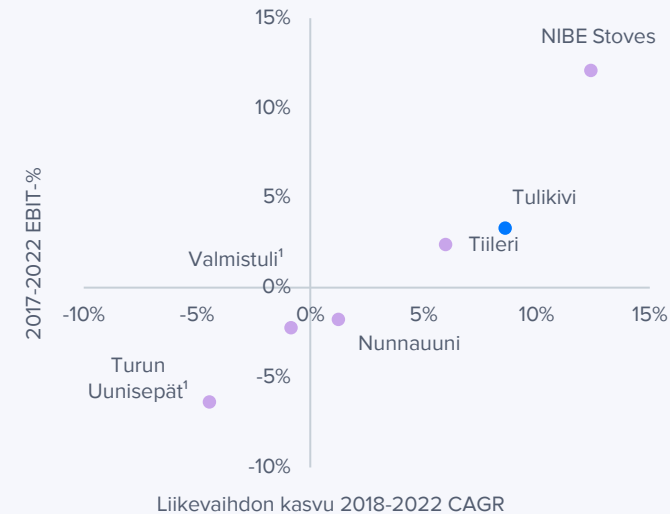
Arviomme mukaan uusi ekosuunnitteludirektiivi voi Suomessa tervehdyttää kilpailukenttää, jossa pääoman tuotot ovat jo jonkin aikaa olleet pääoman kustannuksia heikommat. Osa tulisijavalmistajien vientimarkkinoista (mm. Saksa) oli jo aiemmin implementoinut uuden direktiivin, minkä seurauksena vientivetoisten yhtiöiden mallistot ovat arviomme mukaan pääosin vastanneet uuden direktiivin vaatimuksia jo ennen sen voimaantuloa Suomessa. Näin ollen näemme uusien vaatimusten aiheuttavan hallaa etenkin kotimarkkinavetoisille yhtiöille, joiden on panostettava aiempaa enemmän tuotekehitykseen vaatimusten täyttämiseksi.

Nähdäksemme yritysjärjestelyt ja Uuniseppiin poistuminen markkinalta voi tervehdyttää toimialan kireää kilpailutilannetta Suomessa. Toimijoiden heikot taseasemat ja poikkeuksellinen kysyntäsykli huomioiden emme kuitenkaan odota merkittäviä yritysjärjestelyjä lähivuosina. Mielestämme NIBEn vahva yritysostovetoinen kehitys osoittaa, että toimialalla on mahdollista luoda arvoa yritysjärjestelyillä.

2022 globaali liikevaihto (MEUR)



Tulisijatoimijoiden kehitys 2017-2022



1) Ei sisällä 2022 lukuja 2) Liikevaihto muutettu euroiksi.

Toimiala ja kilpailu 4/7

Kiukaat ja saunakomponentit on globaalisti ~500 MEUR:n markkina

Tulikiven Sauna-liiketoiminnan koko on arviomme mukaan vajaa 4 MEUR, joten Tulikivi on vasta marginaalinen toimija noin 500 MEUR:n saunakiuas- ja komponentit markkinalla. Koko sauna- ja spa-markkina on huomattavasti tuota suurempi, mutta kapean tuotevalikoiman vuoksi se ei ole mielestämme kokonaisuudessaan relevantti Tulikivelle. Tulikiven päämarkkina-alueet kyseisessä tuoteryhmässä ovat historiallisesti olleet Suomi, Venäjä ja Keski-Eurooppa, mutta Tulisijojen kattava myyntiverkosto avaa arviomme mukaan mahdollisuuksia kasvaa myös muilla markkinoilla. Kotimaisen Harvian ohella suurimpia kiuas- ja saunakomponenttivalmistajia ovat Sauna360, TMF,

Sawo ja Narvi. Odotamme skaalaeduista nauttivien yhtiöiden voittavan markkinaosuuksia myös jatkossakin.

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

Sisustuskivi on Suomessa pieni keskittynyt toimiala

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

Erityyppiset yhtiöt ja niiden markkinaosuudet sauna- ja spa-markkinalla	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Esimerkkejä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (15 %)	4 kpl	Yli 50 MEUR	Klafs, Harvia, SaunaKing, Sauna360	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajiaToimintoja useissa maissaKattava sauna- ja saunatarvikevalikoima
Paikalliset yhtiöt (5 %)	Noin 25 kpl	5-15 MEUR	Narvi, SaWo, Huuma, TMF, Physiotherm, Effegibi	<ul style="list-style-type: none">Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia tai osittain saunamarkkinoille keskittyviä yhtiöitäTyypillisesti suppeampi valikoima
Pienet yhtiöt (80 %)	Yli 2000 kpl	Alle 5 MEUR	Tulikivi, Sunrans, Iki-Kiuas, Misa, Stoveman	<ul style="list-style-type: none">Tuotevalikoima on tyypillisesti suppea, kattaen edullisia tai keskihintaisia tuotteitaMukana myös muutamia kalliisiin tuotteisiin erikoistuneita

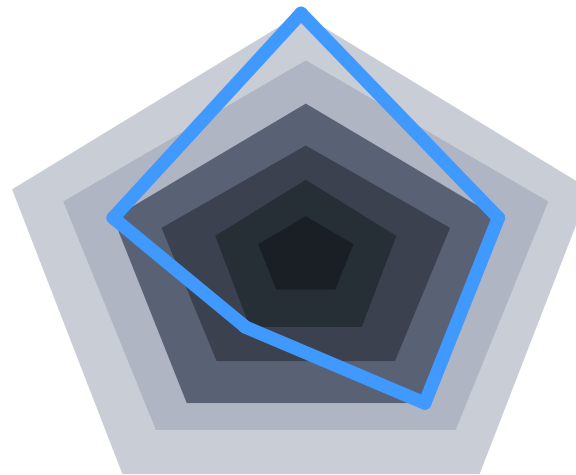
Toimiala ja kilpailukenttä 5/7

Nykyinen kilpailutilanne (korkea*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (kohtuullinen*)

- Tuotetasolla toimiala on kypsä, mutta tuotteet kehittyvät jatkuvasti (mm. päästöt ja energiatehokkuus)
- Tulisijan sijaan kuluttaja voi päätyä esim. lämpöpumppuun tai eristysratkaisuihin
- Markkinakohtainen regulaatio voi kannustaa kuluttajia pois puun ja pelletin poltosta vahingollisten pienhiukkaspäästöjen vähentämiseksi
- Tulikiven tuotteisiin voi asentaa sähkövastukset, mutta erottautuminen sähkötakkoissa on huomattavasti vaikeampaa



Uusien kilpailijoiden uhka (vähäinen*)

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

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Tavarantoimittajia on alalla useita ja avaintoimittajille löytyy varantoimittajat. Komponenttien valmistajat muodostavat lyhyellä aikavälillä hinnoitteluvoimaa omaavan pullonkaulan toimialalla
- Alihankkijoiden differoimiskyky on vaatimaton, eikä yksittäisen toimijan vaihtamisesta koituvat kustannukset kohoa erityisen suuriksi
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

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

Toimiala ja kilpailu 6/7

Talkkia hyödynnetään monipuolisesti

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

Talkilla ei ole julkista markkinahintaa

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

käyttötarkoituksia, joihin sitä voi hyödyntää. Mineraalin hinta on yli kolminkertaistunut Yhdysvalloissa viimeisen 15 vuoden aikana ja USGS:n mukaan se oli 321 USD/tonni vuonna 2021.

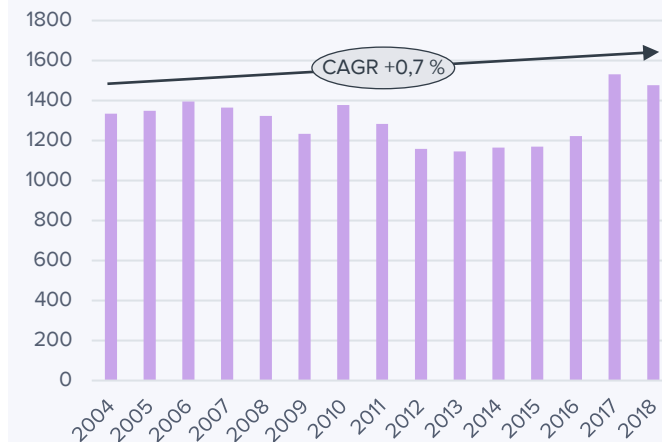
Suomi on yksi Euroopan suurimmista talkin louhijoista

Talkkivarantoja esiintyy globaalisti ja mineraalia louhitaan laaja-alaisesti eri maanosissa. Maailman suurimmat talkkireservit sijaitsevat USGS:n mukaan Yhdysvalloissa (140 Mt), Intiassa (110 Mt), Japanissa (100 Mt, Koreassa (81 Mt) ja Kiinassa (56 Mt). Euroopan talkkireservien koosta ei ole saatavilla tarkkoja lukuja, mutta Euroopan suurimmat talkintuottajat ovat Ranska (350 000 tonnia/v) Suomi (300 000 tonnia/v) ja Italia (165 000 tonnia/v).

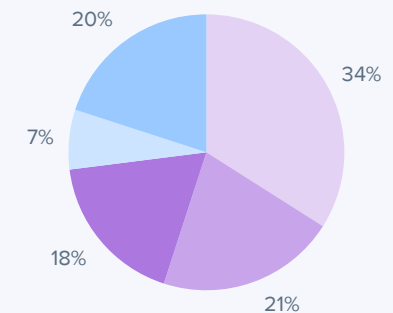
Vuosina 2012-2016 EU-alue kulutti keskimäärin 1 187 Mt talkkia per vuosi. Alhaisen hinta/painosuhteen vuoksi talkkia ei kannata kuljettaa erityisen pitkälle, mutta etenkin autoteollisuuden korkealaatuista talkkia viedään Euroopasta muihin maanosiin. Euroopan suuresta talkkituotannosta huolimatta alue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

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

Talkin tuotanto Euroopassa (tuhatta tonnia)³



Talkin käyttö Euroopassa



Autojen muoviosat
Maalit ja pinnoitteet
Rakennusmateriaalit
Paperi
Muut

Toimiala ja kilpailu 7/7

Talkin kysyntänäköymä vaikuttaa hyvältä

Talkin hinta on ollut nousussa lähes yhtäjaksoisesti vuodesta 2006 lähtien kulutuksen painottuessa aikaisempaa korkeamman hintapisteen käyttötarkoituksiin. Globaalisti talkin tuotanto on melko hajautunut ja viisi suurinta yhtiötä hallitsee noin 30 % markkinasta. Research and Marketsin arvion mukaan globaali talkkimarkkina oli vuonna 2020 noin 2,3 mrd. USD. Markkinakoon odotetaan kasvavan keskimäärin noin 4 % vuodessa 2026 asti. Etenkin muovi- ja kumiteollisuuden odotetaan ajavan kasvavaa kysyntää. Maantieteellisesti kysynnän kasvun odotetaan painottuvan Kaakkois-Aasiaan.

Kolme suurta talkinvalmistajaa Euroopassa

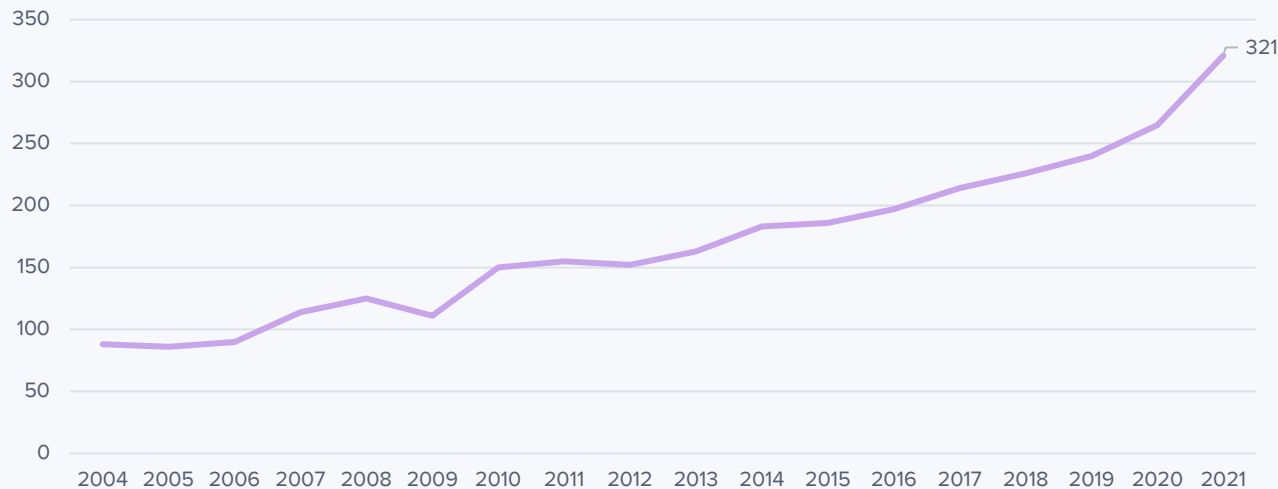
Talkin laaja-alaisesta käytöstä huolimatta Euroopassa on alle 20 aktiivista talkkikaivosta. Ranskalainen

Imerys on maailman suurin talkinvalmistaja ja yhtiöllä on yhteensä 3,1 Mt toteennäytetyt mineraalivarannot ja 12,9 Mt todennäköiset varat. Noin 80 % yhtiön talkkivarannoista sijaitsevat Euroopassa ja loput Kaakkois-Aasiassa. Yhtiöllä oli aiemmin talkkiliiketoimintoja myös Yhdysvalloissa, mutta ne ajettiin alas asbestiskandaalin seurauksena.

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

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

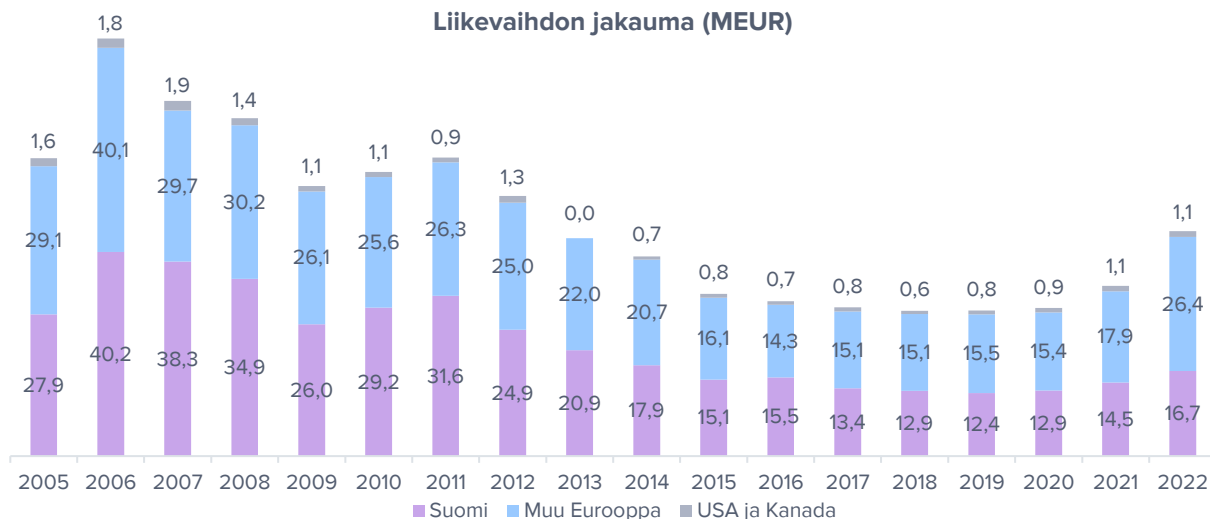
Talkin hinta (USD/tonni, jauhatettu)¹



¹) Yhdysvalloissa, perustuu USGS:n tietoihin

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/4

Pitkän korpivaelluksen jälkeen liikevaihto on kääntynyt kaikilla markkina-alueilla kasvuun

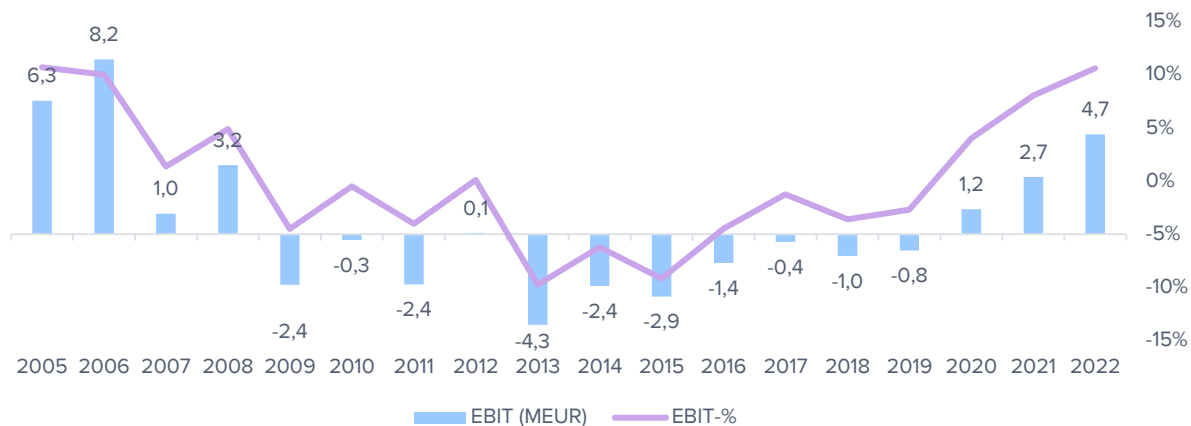


Vuosina 2006-2016 Tulikiven liikevaihto laski yhteensä 65 %. Arviomme mukaan laskenutta liikevaihtoa kotimarkkinalla ajoi kotimaisen tulisijamarkkinan kutistuminen. Ulkomailla Tulikivi menetti nähdäksemme markkinaosuuksia vanhentuneen vientimalliston vuoksi.

Tulikiven liikevaihto on kasvanut keskimäärin 12 % vuodessa 2018 lähtien sekä kotimarkkinan että viennin vetämänä.

Nähdäksemme viime vuosien kasvua on tukenut markkinan hyvä veto, mutta myös yhtiön uudistetut kilpailukykyiset mallistot ja työ jakelukanavien laajentamiseksi.

Myös kannattavuus on kehittynyt myönteisesti vuodesta 2018 lähtien



Tulikivi kamppaili pitkän liian raskaan kulurakenteen kanssa kutistuvassa markkinassa, mikä heijastuu heikossa historiallisessa kannattavuudessa. Yhtiön tulos pohjasi vuonna 2013 ja tasetta vahvistettiin osakeannilla.

Yhtiön kannattavuus on kehittynyt nousujohteisesti vuodesta 2019 lähtien.

Todellisuudessa yhtiön rahavirta on viime vuosina ollut parempi kuin tuloslaskelma antaa ymmärtää, koska kutistuneen kokoluokan myötä yhtiön investointitarve on ollut poistoja pienempi.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/4

Liikevaihto on kääntynyt takaisin kasvu-uralle

Viime vuosina Tulikiven liikevaihto on ollut nousussa kotimaan vahvan saneerausmyynnin, kasvaneen saunatuoteryhmän myynnin ja uusien tulisijamallien hyvän vientimenestyksen myötä. Sittemmin Euroopan energiakriisi ajoi vuonna 2022 tulisijojen kysynnän erittäin vahvaan kasvuun. Yhtiön tuloskunto on parantunut selvästi takavuosisista liikevaihdon kasvuun ja parantuneen kulurakenteen myötä, mutta samalla on vaikea arvioida mille tasolle kannattavuus asettuu tulisijojen kysyntäboomin hellittäessä. Vuonna 2022 Euroopan energiakriisi sysäsi koko tulisijamarkkinan vahvaan kasvuun ja Tulikiven liikevaihto kasvoi 32 % etenkin viennin (+45 %) vetämänä (vrt. NunnaUuni +45 %, Linnatuli +33 %, NIBEn Stoves-segmentti +32 %). Arviomme mukaan Tulikivi olisi voinut kasvaa jopa toteutunutta ripeämmin, jos se olisi ajanut tuotantoaan kolmessa vuorossa, mutta päätös kasvaa hallitummin tilauskantaa kumuloimalla, vaikuttaa mielestämme järkevältä.

Alhaiset materiaalikulut, mutta korkeat henkilöstökulut

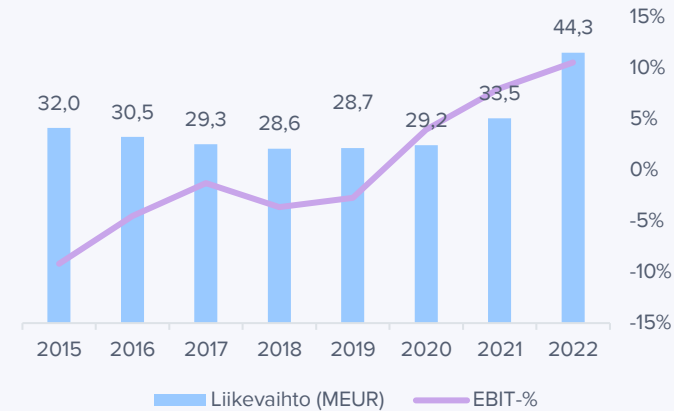
Tulikiven oma raaka-aine tekee sen kulurakenteesta hieman poikkeavan perinteisestä valmistavan teollisuuden yhtiöstä. Aineet ja tarvikkeet -kuluera on vuodesta riippuen ollut vain noin 23-28 %¹ liikevaihdosta, mikä on erittäin alhainen taso. Taso selittää yhtiön hyödyntämät vuolukivivarannot, joiden ansiosta yhtiö ei maksa pääraaka-aineestaan muille tahoille hankintakustannuksia, mutta siihen liittyvät kulut näkyvät tuloslaskelmassa henkilöstökulujen ja

poistojen muodossa. Oma raaka-aine rajaa Tulikiven altistumista materiaalien hinnannousuille, mutta tekee samalla kulurakenteesta verrattain jäykän muihin valmistavan teollisuuden yhtiöihin nähden. Aineet ja tarvikkeet -kuluera pitää sisällään mm. tulipesien, luukkujen, tulisijapaneelien ja ohjauskeskusten komponenttien ostoon liittyvät kulut. Ulkopuoliset palvelut ovat historiallisesti olleet noin 12-15 % liikevaihdosta. Kuluera pitää sisällään mm. rahteihin, myyntiprovisioihin ja asennuksiin liittyviä kuluja ja on aineiden ja tarvikkeiden tapaan täysin muuttuva luonteeltaan.

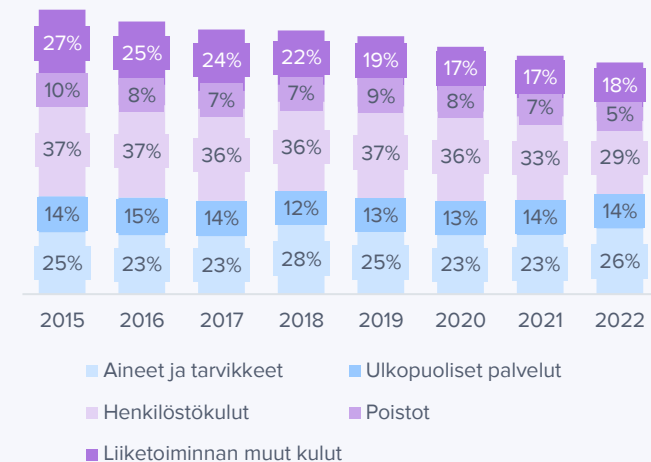
Tulikiven poistot ja arvonalenemiset suhteessa liikevaihtoon on trendinomaisesti laskenut yhtiön investointitarpeiden ollessa poistoja alhaisemmat. Arviomme mukaan tämä johtuu siitä, että Tulikiven tuotantolaitokset olisivat ennen energiakriisiä kenneet kannattelemaan melko selvästi suurempaa myyntivolyyymiä. Yhtiön poistot ja arvonalenemiset kytkeytyvät mm. laitekantaan, rakennuksiin, taseeseen aktivoituihin tuotekehityskustannuksiin ja muihin aineettomiin hyödykkeisiin.

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

Liikevaihto ja kannattavuus



Tulikiven kulurakenne (% liikevaihdosta)



1) Oikaistu varastonmuutoksesta

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/4

Taseen kierto on kehittynyt oikeaan suuntaan

Viime vuosina Tulikiven aineelliset hyödykkeet suhteessa liikevaihtoon -tunnusluku on laskenut selvästi, mikä tukee teesiämme siitä, että nykyinen tase olisi riittävä suuremmille toimitusvolyyeille. Suhteessa liikevaihtoon aineelliset hyödykkeet ovat laskeneet selvästi noin 15 %:n tasolle osittain keventyneen taseen, mutta etenkin kasvaneen liikevaihdon ajamana. Viime vuosina yhtiö on kasvattanut investointejaan tuotekehitykseen, jonka saavutuksista yksi esimerkki on kuluvana vuonna lanseerattu uusi Jero-mallisto. Suurempaa investointisykliä yhtiöllä ei käsityksemme mukaan kuitenkaan ole tiedossa taseen supistuneesta aineellisesta omaisuudesta huolimatta.

Käyttöpääomaa yhtiöllä on nykyään maltillisesti suhteessa liikevaihtoon sekä historiallisiin tasoihin että alan yleiseen tasoon peilattuna. Taso on laskenut selvästi viime vuosien aikana, minkä taustalla on laskenut vaihto-omaisuuden määrä sekä kasvaneet ostovelat ja saadut ennakat. Arviomme mukaan supistunut tuotenimikkeiden määrä sekä uudet modulaarisemmat mallistot ovat mahdollistaneet varastoon sidotun pääoman supistamisen. Myös kasvanut liikevaihto ajanut kyseisen tunnusluvun kehitystä.

Kassavirta heiluu tulosta vähemmän

Tulikiven investointitarve on poistoihin nähden ollut matala, minkä seurauksena vapaa rahavirta oli pitkään liikevoittoa suurempi. Tästä johtuen velanhoitokyky oli todellisuudessa parempi, kuin mitä yhtiön tuloslaskelma antoi ymmärtää. Yhtiö onkin käyttänyt viime vuodet ylimääräiset liiketoiminnasta kertyvät rahavirrat velkojen lyhentämiseen osinkojen tai merkittävien

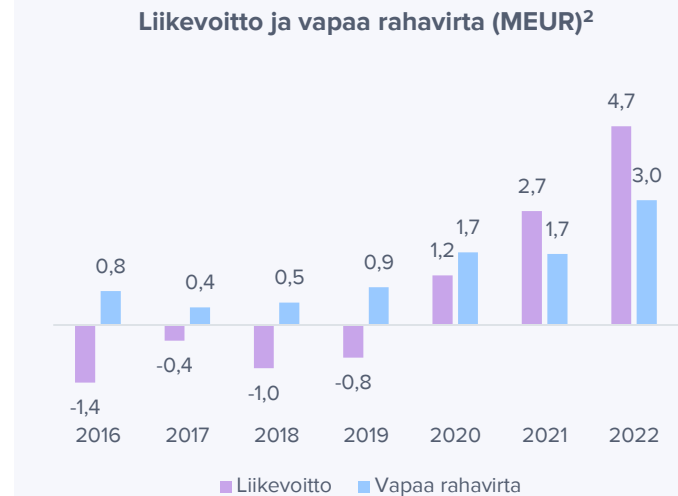
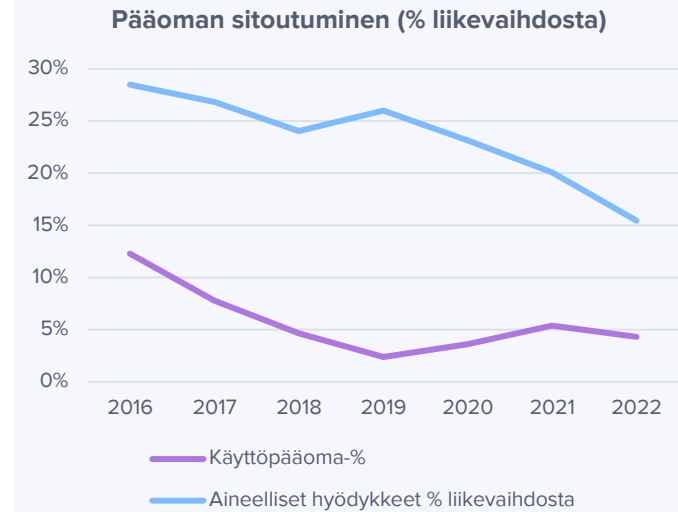
kasvuinvestointien sijaan. Vuosina 2021 ja 2022 yhtiön liikevoitto on ollut vapaata rahavirtaa vahvempi, mikä johtuu pääosin louhosalueiden ja kaivospiirien kuluja aktivoinneista (ts. niiden kehittäminen aiheuttaa heti kuluja, mutta kulut kirjataan tuloslaskelmalle ajan myötä yhtiön poistaessa niihin liittyvää aineetonta omaisuutta).

Velkataakkaa on kevennetty finanssikriisistä lähtien

Q1'23 lopussa Tulikiven nettovelkaantumisaste oli 78 % (vrt. 2019: 200 %) ja omavaraisuusaste 42 %. Tase on edelleen vivutettu, mutta yhtiö on viime vuosina onnistunut vahvistamaan taseasemaansa merkittävästi ja korollista nettovelkaa oli Q1'23 lopussa enää 11,9 MEUR. Tulikiven selättämä erittäin kireä tasetilanne juonsi juurensa vuoteen 2006, jolloin Tulikivi teki historiansa suurimman yritysjärjestelyn ostaessaan Kermansavi Oy:n. 13,1 MEUR:n kauppahinnasta noin 11 MEUR maksettiin käteisellä ja loput Tulikiven osakkeilla.

Yritysjärjestely rahoitettiin pääosin velkarahalla, minkä seurauksena taseen vakavaraisuus heikkeni selvästi. Yritysjärjestelyn ajoitus oli epäonninen, sillä finanssikriisin myötä tulisijojen kysyntä heikkeni selvästi ja tämä muutos kohdattiin todella velkaisella taseella.

Tulikiven vahvistuneen taseen myötä näemme yritysjärjestelyt mahdollisina, joskin lähitulevaisuudessa epätodennäköisinä. Yritysjärjestelyillä yhtiö voisi taklata tuotantokapasiteetin aiheuttamia pullonkauloja, mutta vahvan kysyntäsyklin keskellä laadukkaita ostokohteita tuskin saa erityisen houkuttelevaan hintaan ostettua.



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

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/4

Viime vuosien vahva tulostaso on tervehdyttänyt taseen

Tulikivellä oli Q1'23 lopussa 11,9 MEUR:n edestä nettovelkaa. 2022 vuosikertomuksen perusteella yhtiön taseessa on noin ~2,4 MEUR IFRS 16 -vuokrasopimusvelkaa. Korollisten velkojen kokonaismäärä on edelleen melko korkea ja odotamme yhtiön lähivuosinakin käyttävän osan kassavirrastaan taseen vahvistamiseen, joskin näemme sillä edellytykset palata osingonmaksajaksi. Taseen rahavarat olivat viime kvartaalin lopussa 2 MEUR, mikä on mielestämme riittävä taso liiketoiminnan pyörittämiseen.

Oma raaka-aine kasvattaa taseen aineellista omaisuutta

Tulikivellä on yhteensä 12,5 MEUR aineetonta omaisuutta taseessaan, josta lähes puolet liittyvät yhtiön louhosalueiden avaamiseen ja kaivospiirin vaatimiin investointeihin. Etenkin mineraalivarantoihin liittyvät aktivoidut kulut ovat arviomme mukaan melko kurantteja, sillä kyseisten hankkeiden edistämiseen liittyviä eräiä ei muuten merkitä taseeseen ja mikäli investoinnit ovat järkeviä ne lisäävät kuitenkin louhoksen arvoa. Yhtiö aktivoi vuolukivivarantojen etsintään ja arviointiin liittyviä kuluja ja niissä sovelletaan 5-10 vuoden poistoaikataulua.

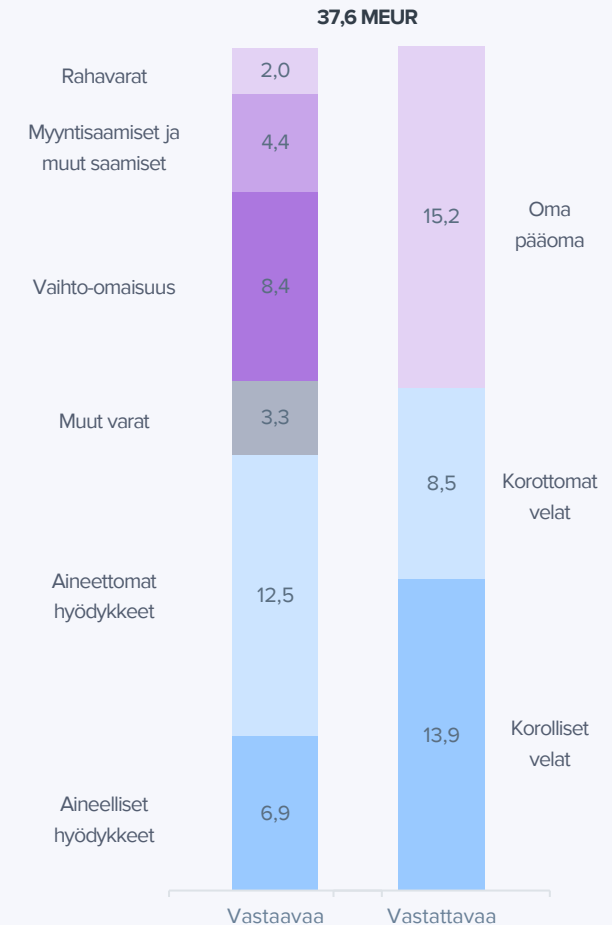
Noin viidennes yhtiön aineettomasta omaisuudesta on liikearvoa ja vastaava osuus patenteihin tavaramerkkeihin ja kehittämismenoihin liittyviä aktivointeja. Yhtiön kehitysmenojen aktivoinnit ovat viime vuosina

säilyneet melko vakaina.

Korkeaa aineetonta omaisuutta lukuun ottamatta Tulikiven vastaavaa puoli on melko perinteinen valmistavalle teollisuudelle ja omaisuuserät ovat arviomme mukaan kurantteja. Yhtiöllä on 8,4 MEUR:n edestä vaihto-omaisuutta, 4,4 MEUR myyntisaamisia ja muita saamisia, 6,9 MEUR aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä, jotka koostuvat pääosin rakennuksista, maa-alueista, ja koneista. Yhtiön aineellinen omaisuus on mahdollisesti arvotettu taseessa alakanttiin ja yhtiön ulkopuolisen asiantuntijan arvioinnin mukaan Suomussalmen tehtaan, koneiden, ja kaluston todennäköisen luovutushinnan erotus on 1,3 MEUR. Yhtiön muut varat (3,3 MEUR) koostuu lähes täysin laskennallisista verosaamisista yhtiön aiempien vuosien tappioihin liittyen. Käsityksemme mukaan tappiot kohdistuvat Suomeen ja pidämme todennäköisenä että yhtiö kykenee hyödyntämään ne, mikä laskee ennusteissamme lähivuosien verokuluja. Yhtiö kirjasi ylös kyseistä tase-erää viime vuonna, jonka myötä sillä ei enää ole vahvistettuja tappioita taseen ulkopuolella.

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

Taserakenne Q1'23 (MEUR)¹



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Energiakriisi ja Bim SchV tukee lähivuosien kysyntää

Kuluvalle vuodelle Tulikivi ohjeistaa sekä liikevaihdon että liikevoiton paranevan edellisvuodesta. Vuosi 2022 oli yhtiölle todella vahva ja vuoden lopussa yhtiön tilauskanta oli tuhdilla 17,2 MEUR:n tasolla (2021: 6,3 MEUR), mikä lupaa hyvää kuluvaan vuoteen. Ennusteemme ovat linjassa ohjeistuksen kanssa ja odotamme liikevaihdon kasvavan 10 % vahvan tilauskannan ja Euroopan laajuisen kohonneen pientaloasumiseen kohdistuvan kiinnostuksen vetämänä. Kuluvaan vuoden ennusteissamme kasvu painottuu vahvaan ensimmäiseen vuosineljännekseen, jolloin liikevaihto kasvoi 55 %. Q1:n lopussa yhtiön tilauskanta oli edelleen tuhdilla 16,1 MEUR:n tasolla, mikä tukee myyntiä vielä lähikvartaalin ajan, kunnes liikevaihto kääntyy ennusteissamme Q4:llä laskuun sekä kotimarkkinan että viennin heikentyneen liikevaihdon ajamana. Käsityksemme mukaan kiinnostus tulisijoja kohtaan on hellittänyt edellisvuoden erittäin korkealta tasolta laskeneen kuluttajaenergian hinnan ja kuluttajien heikentyneen ostovoiman kanssa, mitä tukee

myös laskenut määrä aiheeseen liittyviä Google-hakuja. Vuositasolla liikevaihto kääntyy ennusteissamme kotimarkkinan osalta jo kuluvaan vuoteen laskuun, mikä jättää kasvun vientimarkkinoiden varaan.

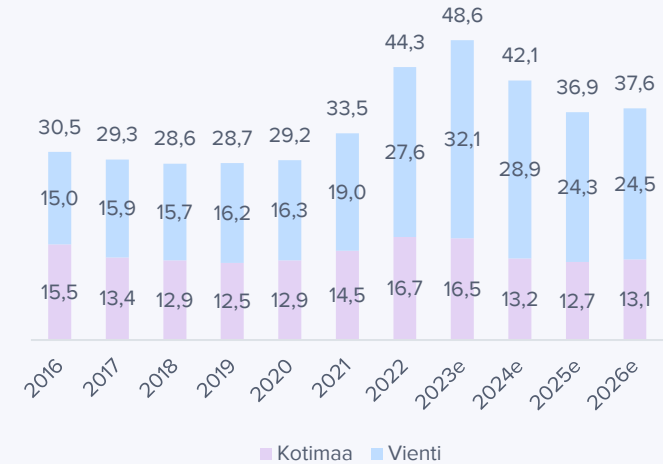
Kuluvaan vuoden liikevoittoennusteemme asettuu 5,7 MEUR:oon, mikä on 12 % liikevaihdosta ja linjassa yhtiön pidemmän aikavälin tavoitteen kanssa. Kannattavuutta tukee etenkin poikkeuksellisen vahva vuoden ensimmäinen vuosineljännes, mutta myös laajemmin tavallista suuremmat myyntivolyymit ja myynnin painottuminen aiempaa enemmän yhtiön kannalta erityisen kannattaville vientimarkkinoille.

Tässä vaiheessa näkyvyys kysynnän kehitykseen etenkin vientimarkkinoilla on kuitenkin heikko Keski-Euroopan ajaessa alas riippuvuuttaan Venäläisestä maakaasusta ja Saksan Bim SchV-asetuksen vuoksi.

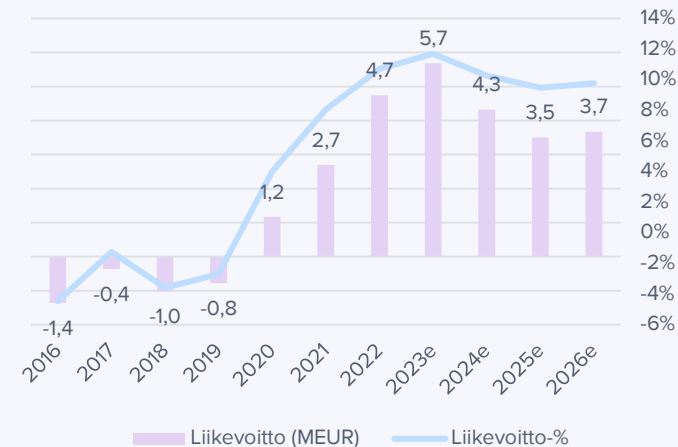
Lähivuosien ennusteet odottavat kysynnän normalisoituvan asteittain

Odotamme Tulisijojen kysyntäboomin notkahtavan selvemmin kotimarkkinalla vuonna 2024 rakennussektorin heikon vireen ja heikentyneen kuluttajien ostovoiman myötä. Ennusteissamme kotimarkkinan liikevaihto laskee 20 %, kun taas laajentuneesta jakelusta ja Saksan Bim SchV -asetuksesta hyötyvä vientimyynti laskee loivemmin 10 %. Painotamme, että tässä vaiheessa on hankala arvioida, kuinka nopeasti ja missä määrin kiinnostus tulisijojen kaltaisia vaihtoehtoisia kodin lämmitysmuotoja kohtaan heikkenee. Heikentyneen liikevaihdon ajamana vuonna 2024 liiketulos laskee ennusteissamme 4,3 MEUR:oon (10 % liikevaihdosta).

Tulikiven liikevaihtoennusteet (MEUR)



Tulikiven kannattavuusennusteet



Ennusteet 2/3

Vuonna 2025 odotamme liikevaihdon laskevan 4 % kotimaassa ja 16 % vientimarkkinoilla Saksan Bim SchV-asetuksen aiheuttaman kysyntäpiikin poistuessa. Odotamme kuitenkin, että energiakriisillä on pidempiaikainen myönteinen vaikutus tulisijojen kysyntään vientimarkkinoilla. Energiakriisin keskellä on mielestämme mahdollista, etteivät Saksalaiset viranomaiset valvo uutta säädöstä kuluttajaenergian hintaan liittyvän epävarmuuden vuoksi, mikä voi aiheuttaa pidempiaikaisen ja tasaisemman vaikutuksen tulisijojen korvauskysyntään. Vuonna 2025 ennusteissamme yhtiö tekee 0,05 euron osakekohtaisen tuloksen, josta se maksaa 59 % osinkoina.

Mielestämme keskeinen ajuri Tulikiven sijoitustarinassa on yhtiölle erityisen kannattava vientimyynti. Yhtiön tuleva liikevaihtotaso on aivan keskeisessä roolissa yhtiön pidemmän aikavälin normalisoitua tulokuntoa ja kannattavuuden syklistä ajatellen.

Pidemmän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä odotamme Tulikiven kasvun olevan noin 2-2,5 %, lievästi kasvavien viennin myyntivolyymien ja kohenevien keskihintojen vetämänä. Ennusteissamme yhtiö jää omista taloudellisista tavoitteistaan. Etenkin kotimarkkinan erittäin kireän kilpailutilanteen ja kysynnän syklisestä luonteesta johtuen on mielestämme aiheellista odottaa yhtiöltä lisää näyttöjä tavoitteiden saavutettavuudesta. Odotamme pidemmän päälle pientalorakentamisen kehittyvän verkkaisesti Euroopassa, mikä asettaa tietyt rajoitteet kasvuvauhdille. Yhtiön liikevoittomarginaali painuu ennusteissamme

vuonna 2026 saavutetun 9,8 %:n tasolta kohti 8,5 %:n ikuisuusoletusta. Pidemmällä aikavälillä Tulikiven kannattavuuden kannalta on kriittistä, mille tasolle yhtiön toimitusvolyymit asettuvat ja kuinka hyvin yhtiö onnistuu kasvamaan houkuttelevilla Keski-Euroopan markkinoilla.

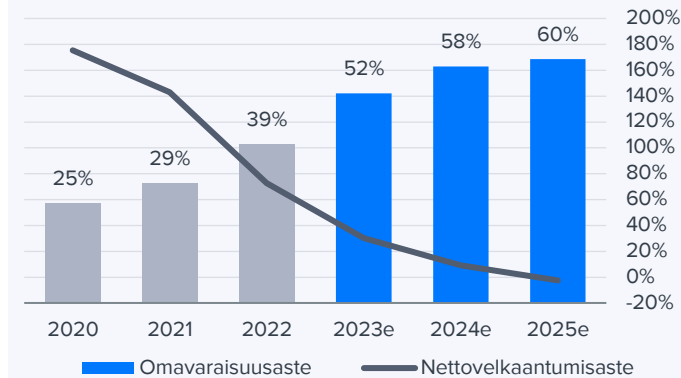
Tase-ennusteet

Tulikiven tase vahvistui vuonna 2022 vahvan tulokunnan myötä ja omavaraisuusaste nousi 39 %:iin ja nettovelkaantumisaste oli 72,7 %. Odotamme nykyisillä tulos- ja osinkoennusteillamme taseen vahvistuvan nopeasti positiivisen tuloksen lisätessä omaa pääomaa yhtiön taseessa. Ennusteissamme vuoden 2025 lopussa Tulikiven omavaraisuusaste nousee jo 60 %:iin ja nettovelkaantumisaste painuu -2,5 %:iin. Mikäli yhtiön kannattavuus pitää odotuksiemme mukaisesti pintansa tulee tuo vahvistuva tase nopeasti yhtiölle lisää taloudellista liikkumavaraa.

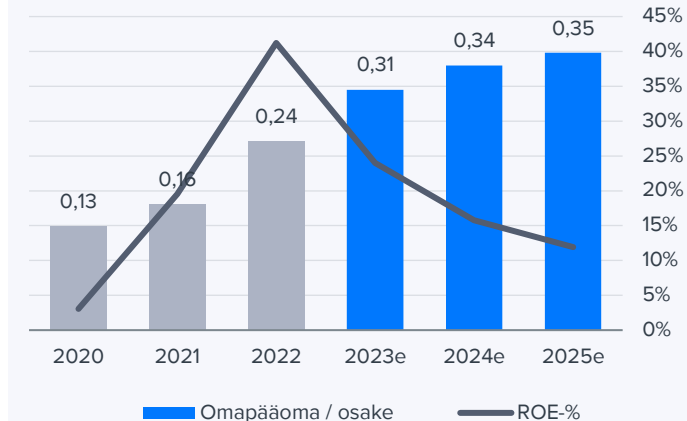
Oman pääoman ja ROE-%:n ennusteet

Vuoden 2022 lopussa Tulikivellä oli 14,4 MEUR omaa pääomaa taseessa, mikä on noin 0,24 euroa osaketta kohden. Vuosina 2021-2022 Tulikiven omanpääoman tuotto on poikkeuksellisen korkealla tasolla (20-41 %), josta odotamme sen laskevan maltillisemmalle tasolle. Liiketoiminnan korkeasta operatiivisesta vivusta ja velkavipua hyödyntävästä taseesta johtuen muutokset ennusteparametreissa heiluttavat Tulikiven kannattavuuteen erittäin herkästi. Normalisoituvan kannattavuuden ohella myös matalalta tasolta kumuloituvaa omaa pääomaa painaa oman pääoman tuottoa ennusteissamme.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 3/3

Nordic Talc -projektin ennusteet

Mallinamme Nordic Talcin arvoa NPV-laskelman kautta. Suomussalmen talkkiesiintymän JORC-standardin mukainen todennettu mineraalivarantoarvio on 22,3 miljoonaa tonnia, josta arviolta 44,4 % on talkkia. Kyseinen luku sisältää ainoastaan Haaposen esiintymän, eikä huomioi Kivikankaan, Sivusuvannon ja Kivisuvannon esiintymiä, jotka omaavat Geologian Tutkimuskeskuksen mukaan yli 10 miljoonan tonnin mineraalivarantopotentiaalin.

GTK:n arvion mukaan lisäkairauksilla todennettu määrää voisi kasvaa jopa yli 30 miljoonaan tonniin, mikä voi luoda optionaalisuutta jatkaa projektia nykyisiä oletuksia pidempään. Pohjustamme ennusteemme tässä vaiheessa todennettuihin varoihin ja Afryn laatimaan YVA-ohjelmaan.

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

Arvioimme projektin rakennusvaiheen kestävän 2 vuotta. Tuotannon ylösajossa menee ennusteissamme puoli vuotta, kunnes vuotuinen 450 000 tonnin mineraalilouhinta saavutetaan, josta lopputuotteen osuuden arvioidaan olevan 135 000 tonnia vuositasolla. Talkkirikaste on tarkoitus myydä jatkojalostettavaksi joko Suomeen tai muualle Eurooppaan.

Projektin kesto on ennusteissamme yhteensä 21 vuotta ja malmia louhitaan yhteensä 8,23 miljoonaa tonnia. Arvioimme valmistetun talkkirikasteen myyntihinnan olevan 250 euroa per tonni ja hinnan nousevan 2,5 % vuodessa. Hyödyntämämme arvio talkin myyntihinnasta on jonkin verran USGS:n arvioiman Yhdysvaltain talkkihinnan alapuolella (310 USD/tonni), mutta pieni turvamarginaali on mielestämme perusteltu talkin raju hinnannousu, olettamamme hintakehitys ja poikkeava markkina-alue huomioiden.

Projekti saavuttaa ennusteissamme täydellä kapasiteetilla 20 %:n käyttökattotason ja sen vuotuiset ylläpitoinvestoinnit ovat laskelmassamme 1,0 MEUR ja käyttöpääomaa se vaatii arviomme mukaan projektin toisena vuonna 1 MEUR, joka vapautuu projektin elinkaaren lopussa. Projektin neljäntenä vuonna se saavuttaa täyden tuotantokapasiteetin, jolloin vuotuinen liikevaihto on noin 37 MEUR ja vapaa rahavirta 6 MEUR.

Laskimme etenkin kuluvan vuoden ennusteitamme

Ennustemuutokset 2023e-2025e

- Laskimme aavistuksen kuluvan vuoden ennusteitamme etenkin kotimaan liikevaihdon osalta ennakoiden hieman nopeampaa kysynnän pehmenemistä ja väliaikaisesti kiristynyttä kilpailua Uuniseppien konkurssimyynnin vuoksi.
- Liikevoittoennusteemme laskivat aavistuksen verran liikevaihtoa enemmän liiketoiminnan operatiivisen vivun vuoksia ja koska odotamme kilpailun kiristyvän väliaikaisesti kotimaisella tulisijamarkkinalla.
- Nähdäksemme lyhyellä aikavälillä suurin epävarmuus ennusteisiin liittyen kytkeytyy Keski-Euroopan kysynnän kehitykseen energiakriisiin ja Saksan Bim SchV-asetuksen vuoksi. Odotamme edellisvuodesta laskeneen kuluttajaenergian hinnan laskevan tulisijojen kysyntää, mutta nähdäksemme energiakriisillä tulee olemaan pidempiaikaisia positiivisia vaikutuksia kysyntään.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	49,3	48,6	-1 %	42,7	42,1	-1 %	37,5	36,9	-2 %
Käyttökate	8,7	8,1	-6 %	6,8	6,8	-1 %	5,9	5,8	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,2	5,7	-9 %	4,4	4,3	-2 %	3,6	3,5	-3 %
Liikevoitto	6,2	5,7	-9 %	4,4	4,3	-2 %	3,6	3,5	-3 %
Tulos ennen veroja	5,6	5,0	-10 %	3,9	3,8	-2 %	3,2	3,1	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,07	0,07	-10 %	0,05	0,05	-2 %	0,04	0,04	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,02	0,02	0 %	0,03	0,03	0 %	0,03	0,03	-7 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	33,5	8,4	12,2	9,9	13,8	44,3	13,0	13,3	10,8	11,5	48,6	42,1	36,9	37,6
Kotimaa	14,5	3,2	4,2	4,1	5,2	16,7	4,4	4,3	3,9	3,9	16,5	13,2	12,7	13,1
Vienti	19,0	5,2	8,0	5,8	8,6	27,6	8,6	9,0	6,9	7,6	32,1	28,9	24,3	24,5
Käyttökate	5,1	0,8	2,3	1,8	2,3	7,2	1,9	2,3	2,0	1,9	8,1	6,8	5,8	6,0
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-2,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	0,3	1,7	1,2	1,5	4,7	1,3	1,8	1,4	1,3	5,7	4,3	3,5	3,7
Liikevoitto	2,7	0,3	1,7	1,2	1,5	4,7	1,3	1,8	1,4	1,3	5,7	4,3	3,5	3,7
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,5	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	2,1	0,2	1,4	1,1	1,5	4,1	1,1	1,6	1,2	1,1	5,0	3,8	3,1	3,5
Verot	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,8	0,8	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	-0,8	-0,6	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,7	0,1	1,5	1,1	2,3	4,9	0,8	1,3	1,0	0,9	3,9	3,0	2,5	2,8
EPS (oikaistu)	0,03	0,00	0,02	0,02	0,04	0,08	0,01	0,02	0,02	0,02	0,07	0,05	0,04	0,05
EPS (raportoitu)	0,03	0,00	0,02	0,02	0,04	0,08	0,01	0,02	0,02	0,02	0,07	0,05	0,04	0,05

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	14,9 %	29,8 %	30,7 %	19,9 %	45,9 %	32,1 %	55,3 %	9,2 %	8,9 %	-16,9 %	9,8 %	-13,4 %	-12,2 %	1,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	130,2 %		59,6 %	19,4 %	141,3 %	75,7 %	334,8 %	1,1 %	14,2 %	-15,1 %	19,9 %	-24,0 %	-19,0 %	5,0 %
Käyttökate-%	15,3 %	9,8 %	19,0 %	18,3 %	16,3 %	16,3 %	14,6 %	17,5 %	18,3 %	16,5 %	16,7 %	16,1 %	15,8 %	15,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,1 %	3,5 %	14,3 %	12,0 %	11,0 %	10,7 %	9,8 %	13,2 %	12,6 %	11,3 %	11,7 %	10,3 %	9,5 %	9,8 %
Nettotulos-%	5,1 %	1,1 %	12,2 %	11,0 %	16,5 %	11,2 %	6,0 %	9,6 %	8,9 %	7,9 %	8,1 %	7,2 %	6,7 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	21,7	23,2	21,8	20,8	20,0
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	9,4	9,9	9,8	9,7	9,7
Käyttöomaisuus	6,7	6,8	6,6	6,5	6,4
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	2,6	3,5	2,5	1,7	1,0
Vaihtuvat vastaavat	12,0	16,1	16,0	14,5	13,3
Vaihto-omaisuus	8,0	8,7	10,2	9,3	8,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,0	3,7	4,1	3,8	3,5
Likvidit varat	1,1	3,7	1,7	1,5	1,3
Taseen loppusumma	33,7	39,3	37,8	35,3	33,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	9,6	14,4	18,3	20,2	21,1
Osakepääoma	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Kertyneet voittovarot	-11,1	-6,3	-2,4	-0,5	0,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	13,4	12,6	7,2	5,5	3,2
Laskennalliset verovelat	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Varaukset	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Lainat rahoituslaitoksilta	12,5	10,0	4,6	2,9	0,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Lyhytaikaiset velat	10,8	12,3	12,3	9,7	9,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	4,2	2,6	0,4	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,5	8,1	9,7	9,3	8,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	33,7	39,3	37,8	35,3	33,3

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Tulos ja tase luovat kehikon hinnoittelulle

Tulikiven ydinliiketoiminnan arvostusta voi lähestyä tulos- ja tasepohjaisesti, minkä lisäksi verrokkianalyysejä ja DCF-mallia voi käyttää apuvälineinä käyvän arvon haarukointiin. Nordic Talc ei ole osa yhtiön ydinliiketoimintaan, minkä seurauksena projektin arvo tulee mielestämme huomioida erikseen osien summa -laskelmalla. Tulos pohjaista arvonmääritystä hankaloittaa kuitenkin suotuisan liiketoimintaympäristön tuella merkittävästi parantunut tuloskuunto, jonka odotamme heikentyvän kysyntäajurien hellittäessä. Lisäksi yllämainitut arvonmääritysmenetelmät sivuttavat Nordic Talciin liittyvän potentiaalisen arvon. Koemme seuraavat tekijät keskeisiksi Tulikiven arvonmäärityksessä:

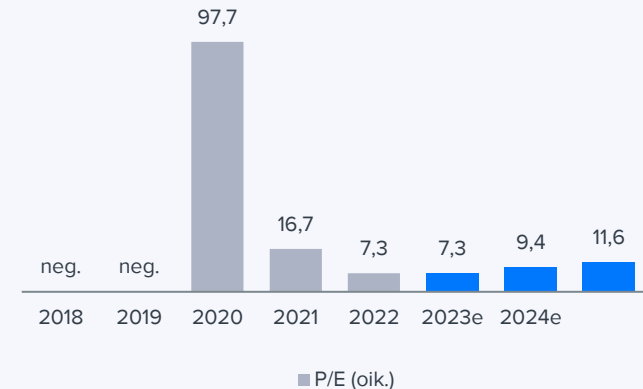
- **Heikko historiallinen kasvu ja kitukasvuinen markkina** aiheuttavat epäilyjä yhtiön kasvunäkymää kohtaan. Regulatorinen paine uudistaa takkoja, kohonneet energiahinnat ja tiukentuvat päästövaatimukset tukevat kuitenkin kysyntää ja luovat mahdollisuuksia.
- **Kotimaan kireä kilpailutilanne** rajoittaa kannattavuuspotentiaalia. Uuniseppien konkurssin myötä kapasiteettia voi kuitenkin poistua markkinalta, mikä voi tervehdyttää kilpailutilannetta.
- **Nordic Talciin liittyvä potentiaali** voi purkautua nopeasti, mikä vahvistaisi Tulikiven tasetta ja yksinkertaistaisi yhtiön sijoitusprofiilia. Tähän liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta, sillä yhtiö ei kykene yksin realisoimaan hankkeen arvoa.

Ennätystuloksella tulos pohjainen arvostus vaikuttaa todella halvalta

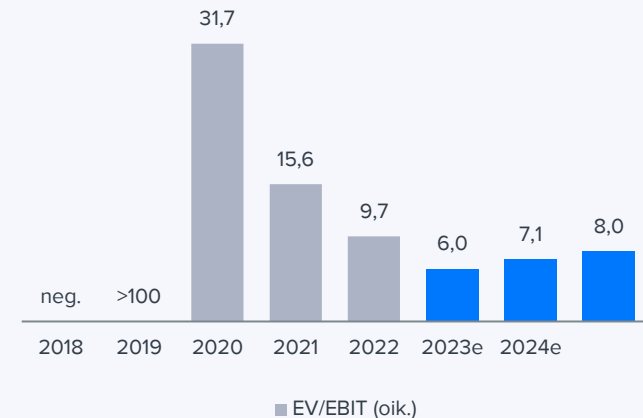
Ennen koronapandemiaa Tulikiven kasvu- ja kannattavuusprofiili oli heikko. Viime vuosina koko toimiala on kuitenkin kokenut poikkeuksellisen vahvaa myötätuulta mm. koronan ja sittemmin energiakriisi vuoksi, mikä on tukenut myös Tulikiven tuloskuntoa. Tämän seurauksena on haastava arvioida mille tasolle yhtiön kannattavuus asettuu. Tulikiven kasvu-, kannattavuus ja riskiprofiili huomioiden mielestämme yhtiön käypä P/E-kerroin on normalisoidulla tuloksella 9-12x ja käypä EV/EBIT-kerroin 8-11x (aik. 10-13x ja 9-12x). Olemme aavistuksen verran laskeneet yhtiölle hyväksyttävää arvostushaarukkaa nousseen korkotason, verrokkiyhtiöiden laskeneiden arvostustasojen ja Tulikiven kasvaneen ennusteriskin vuoksi.

Tulikivelle hyväksymämme arvostuskertoimet ovat Helsingin pörssin yleisen arvostuksen alapuolella, mikä on mielestämme perusteltua yhtiön historialliset kannattavuushaasteet ja vaisu kasvunäkymä huomioiden. Haluamme kuitenkin painottaa, että arvostushaarukka perustuu nykyisiin oletuksiin yhtiön tuloskunnosta. Mikäli vahva suorittaminen jatkuu odotuksiamme pidempään tai yhtiö saa meidät vakuutettua pidemmän aikavälin kasvupotentiaalistaan, on määrittelyssä kerroinhaarukassa nousuvaraa. Kerroinhaarukka ei myöskään huomioi Nordic Talcin arvoa, jonka arvioimme erikseen osien summa -laskelmissamme.

P/E (oik.)



EV/EBIT



Arvonmääritys ja suositus 2/4

Tasepohjainen arvostus vaatii pysyvää kannattavuusparannusta taakseen

Tulikiven taseessa on paljon aineetonta omaisuutta, minkä seurauksena P/B-luku ei ole optimaalisin työkalu Tulikiven arvonmääritykseen, mutta nykyisen arvostustason edellyttäviä oletuksia voi tarkastella senkin kautta. Tulikiven P/B-kerroin on 1,6x, mikä arviomme mukaan edellyttäisi noin 12-15 %:n normalisoitua oman pääoman tuottoa. Viime vuosina yhtiö on ylittänyt tason helposti ja yhtiö on tehnyt mielestämme oikeita asioita vahvan tulokunnan ylläpitämiseksi (mm. laajentanut jakeluverkostoaan, lanseerannut uuden tulisijamalliston, vahvistanut tasettaan ja kasvattanut kiinteää kulurakennettaan vaan maltillisesti). Yhtiön tekemistä toimista huomioiden odotamme tulokunnan kuitenkin heikkenevän viime vuosien ulkoisten myötätuulien kääntyessä arviomme mukaan vastatuuliksi laskeneen kuluttajaenergian hinnan, rakennussektorin heikon vireen ja Eurooppalaisten kuluttajien heikentyneen ostovoiman seurauksena. Nopeaa tulokunnan romahdusta emme kuitenkaan odota vielä tässä vaiheessa koska odotamme energiakriisin tukevan lähivuosien kysyntää ja Saksan Bim SchV-asetuksen toimivan kysyntäajurina vielä vuoden 2024 loppuun saakka.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

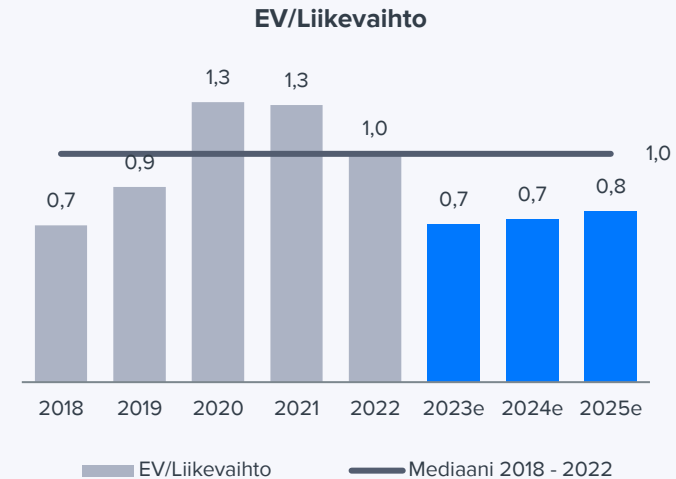
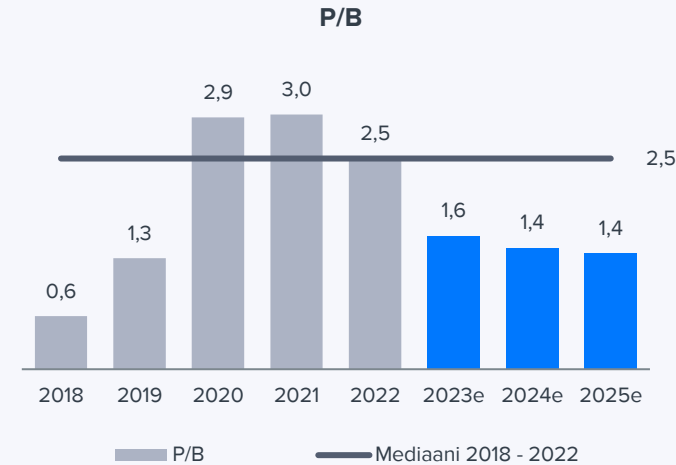
Tulikivelle on haastava määrittää profiililtaan samantyyppistä verrokkiryhmää, koska pääosin tulisijoihin keskittyviä pörssilistattuja yhtiöitä ei ole. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä Pohjoismaisia pörssi-yhtiöitä, joiden liiketoiminnalla on joitain yhteisiä piirteitä Tulikiven kanssa. Yhteisiä piirteitä voi löytyä samasta esim. maantieteellisesti liiketoiminta-alueesta, tuotteiden

kysynnän vertailukelpoisista ajureista, tai samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta. Suomalaisiksi verrokkiyhtiöiksi ovat päätyneet Fiskars, Harvia, Orthex ja Rapala. Ruotsalaisiksi verrokkiyhtiöiksi ovat päätyneet mm. ovi- ja ikkunaratkaisuja tarjoava Inwido ja lämpöpumppuja sekä tulisijoja valmistava NIBE. Tanskasta olemme poimineet verrokiksi kivivillatuotteisiin erikoistuneen Rockwool Internationalin ja Italiasta lämmitysratkaisuihin ja energiatehokkuuteen keskittyvän Ariston Holdingsin. Verrokkiryhmän vuoden 2023 mediaani P/E-luku on 15x ja EV/EBIT-kerroin 14x. Tulospohjaisesti Tulikivi on 2023 ennusteillamme 52-56 % verrokkeja edullisempi, kun taas liikevaihtopohjaisesti alennus verrokkeihin on noin 50 %. Heikkenevästä 2024-2025 tulosennusteesta johtuen alennus verrokkeihin nähden kutistuu lähivuosien ennusteillamme ja tulospohjaisesti alennus verrokkeihin on ensi vuoden ennusteillamme 25-41 %.

Tulikiven 2023 P/B-luku on ennusteillamme 1,5x, kun taas verrokkiryhmän mediaani on 1,9x. Yleisesti verrokkeja heikommasta kasvu- ja kannattavuusprofiilista sekä liikevaihdon suuremmasta syklistyydestä johtuen Tulikiveä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella verrokkiryhmään nähden.

DCF-malli on lähinnä tukea antava työkalu

DCF-mallin virhemarginaali on tuntuva Tulikiven kaltaisessa yhtiössä, jossa toimialan pitkän aikavälin kannattavuustasoa on vaikea arvioida verisestä kilpailusta ja muuttuvasta lainsäädännöstä johtuen. Malliin liittyen on myös hyvä huomioida, ettei se huomioi Nordic Talciin liittyvää potentiaalia.



Arvonmääritys ja suositus 3/4

DCF-laskelmassamme ikuisuuskasvuoletuksemme on 1,5 %, jota ajaa kasvavat tuotekehityksen mahdollistamat kasvavat keskihinnat. Ennustamme liikevoittomarginaalin asettuvan terminaalijaksossa 8,5 %:iin, mikä on korkea taso viime vuosikymmenen tasoihin nähden. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 9,7 %, mutta velkavivun seurauksena WACC-% painuu 8,8 %:iin.

DCF:n mukainen markkina-arvo on laskelmassamme 32,8 MEUR, mikä tarkoittaa 0,55 euron osakekohtaista arvoa. DCF:n lopputulema katsoessa on hyvä huomioida, että se huomioi ainoastaan ydinliiketoiminnan kassavirtapotentiaalin.

Lähestymme Nord Talcin arvonmääritystä NPV-laskelman kautta

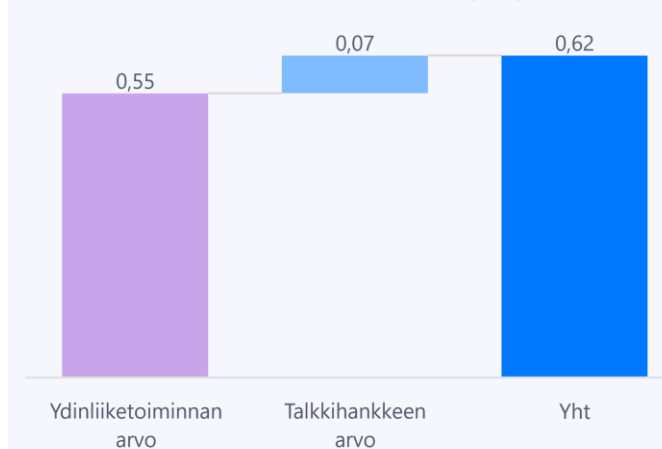
Nordic Talc on projektina irrallinen Tulikiven ydinliiketoiminnasta, minkä seurauksena lähestymme sen arvonmääritystä erikseen NPV ja In-situ arvon kautta. Tulikivellä ei ole yksinään resursseja toteuttaa projektia, eikä projektilla ole vielä ympäristölupia, minkä seurauksena on sanomattakin selvää,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

14 %:n tuottovaateella saamme projektin NPV:ksi 6,4 MEUR, kun sen IRR on 15,3 %. Koska projektin investointivaihe ei käynnisty ennen kuin sille löytyy ostaja, ei sen arvo ole Tulikiven osakkeen omistajalle sama kuin NPV-laskelmamme lopputulema. Tästä johtuen diskonttaamme projektin kokonaisarvon kolmella vuodella projektin diskonttokorkoa hyödyntäen sen käynnistymisen

alkamiseen liittyvää epävarmuutta peilaten. Aloitussajankohdan diskonttaaminen johtaa 4,4 MEUR:n arvoon, joka on noin 0,07 euroa per osake. Sijoittajan on hyvä huomioida, että projektin alkamisajankohdan arvioiminen on tässä vaiheessa käytännössä mahdotonta, koska näkyvyyttä projektiin liittyviin neuvotteluihin ei ole. Arviomme mukaan kohonnut korkotaso voi kuitenkin hankaloittaa rahoittajan löytämistä hankkeelle ja samalla kun se kasvattaa sijoittajien tuottovaateita.

Laskelmamme sisältävät paljon epävarmoja oletuksia ja pienetkin muutokset voivat heiluttaa lopputulemaa tuntuvasti. Projektin todellinen arvo on myös ostajasta riippuvainen. Esimerkiksi Elementiksen tai Imerysin kaltainen talkinvalmistaja, jolla on jo valmis tuotepaletteja, talkin valmistukseen liittyvä osaaminen ja olemassa olevat asiakassuhteet voi arviomme mukaan saada muita ostajia korkeamman arvon ulosmitattua projektista. Vertauskuvana Elementiksen ostama Mondo Minerals teki noin 25 %:n käyttökattetta, mikä on melko selvästi ennustamaamme 20 %:n marginaalia korkeampi taso. Talkkia valmistava toimija voisi myös estää uuden toimijan tulon markkinalle ja lisäämään kilpailua ostamalla Nordic Talcin. NPV-laskelman lopputulema muuttuu myös, jos projektia jatketaan nykyisiä oletuksiamme pidempään tai jos muut oletukset muuttuvat.

Tulikiven osien summa (eur)



Arvonmääritys ja suositus 4/4

Tavoitehintaa ja suositus

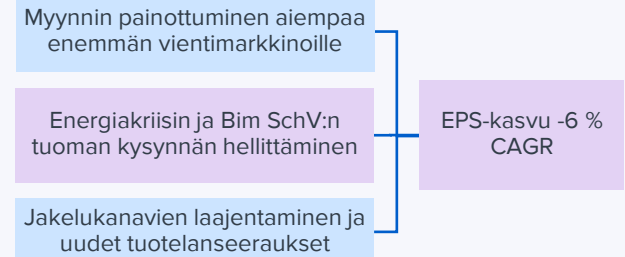
Laskemme Tulikiven tavoitehintamme 0,55 euroon (aik. 0,6 eur) ennustemuutostemme seurauksena, mutta päivitämme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Yhtiön tuloskunto on kohentunut viime vuosina merkittävästi, mutta tulisijojen vahvan kysyntäsyklin hellittäessä tulotaso on paineessa. Ennusteillamme osakkeen annualisoitu tuotto-odotus on noin 10-14 %, mikä ylittää lievästi osakkeelle arvioimamme 9,7 %:n oman pääoman tuottovaateen.

Myymällä Nordic Talc -tytäryhtiön Tulikivi voi vapauttaa arvoa taseestaan nopeasti, mutta projektiin liittyvästä merkittävästä epävarmuudesta johtuen Tulikiven sijoitustarinassa on mielestämme haastava nojautua projektin potentiaaliin. DCF- ja NPV-laskelmaa soveltava osien summa -mallimme antaa osakekannan arvoksi 37,2 MEUR, mikä tarkoittaa 0,62 osakekohtaista arvoa.

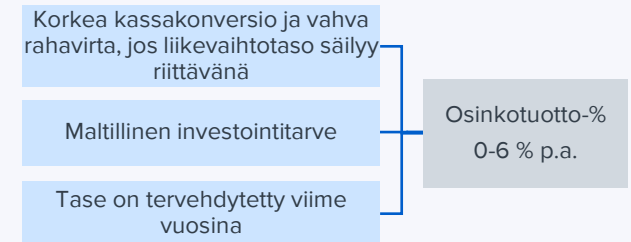
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

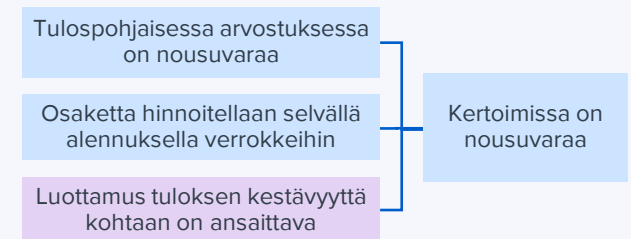
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

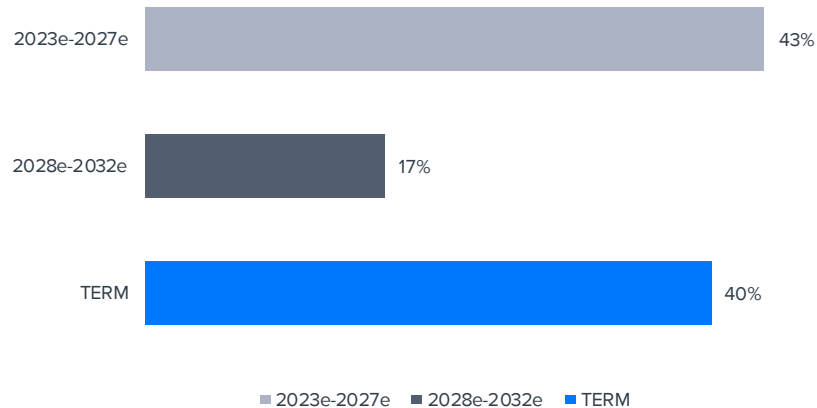


Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. 10-14 % p.a.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	32,1 %	9,8 %	-13,4 %	-12,2 %	1,7 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	10,7 %	11,7 %	10,3 %	9,5 %	9,8 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	4,7	5,7	4,3	3,5	3,7	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,6	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	
- Maksetut verot	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,9	-0,4	0,8	0,6	0,6	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,3	7,5	7,5	6,4	6,6	5,5	5,0	5,1	5,0	5,1	5,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,0	5,4	5,3	4,2	4,3	3,2	2,7	2,8	2,6	2,7	2,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,0	5,4	5,3	4,2	4,3	3,2	2,7	2,8	2,6	2,7	2,7	38,0
Diskontattu vapaa kassavirta		5,2	4,7	3,4	3,3	2,2	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	17,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		43,3	38,0	33,3	29,9	26,7	24,5	22,8	21,1	19,7	18,4	17,2
Velaton arvo DCF		43,3										
- Korolliset velat		-14,2										
+ Rahavarat		3,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		32,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,55										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

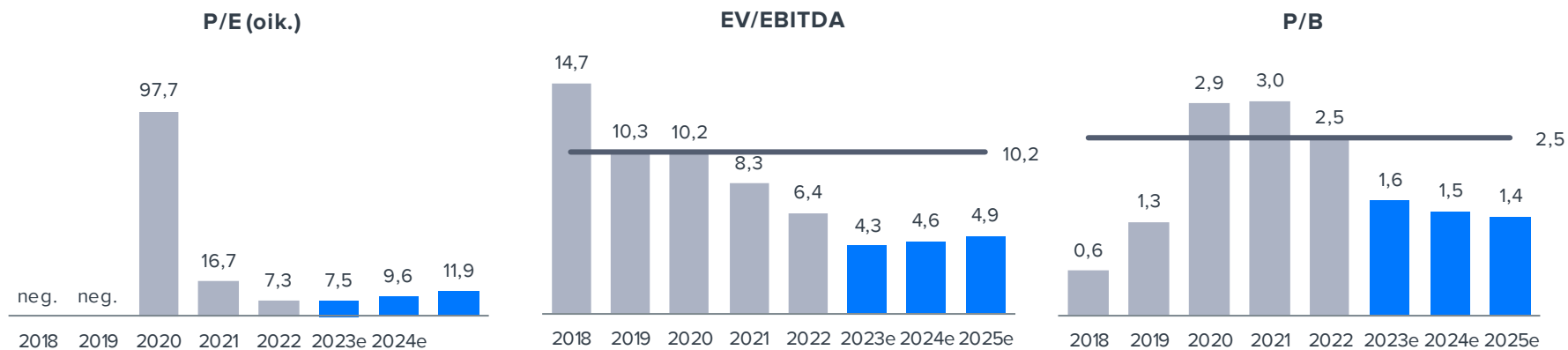
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Harvia Oyj	439	486	14,3	12,7	12,1	10,9	3,1	2,9	18,6	16,2	2,9	3,1	4,2
Nibe Industrier AB	16012	16667	25,6	22,8	20,9	18,5	4,0	3,6	33,5	29,4	0,9	0,9	5,9
Rapala VMC Oyj	128	241	48,1	13,8	15,0	8,9	1,0	0,9		16,9	0,9	1,8	1,0
Orthex Oyj	84	105	14,3	9,6	7,7	7,0	1,2	1,2	14,5	11,9	3,7	4,7	2,5
Fiskars Oyj Abp	1296	1642	13,0	12,1	8,9	8,2	1,5	1,4	14,7	11,9	5,2	5,4	1,5
Inwido AB (publ)	575	663	8,8	8,9	6,4	6,4	0,9	0,8	11,1	11,5	5,5	5,3	1,2
Dometic Group AB (publ)	2087	3406	13,6	11,9	9,4	8,5	1,4	1,4	15,8	12,6	2,1	2,9	0,9
Rockwool A/S	5319	5343	12,7	12,0	8,0	7,7	1,5	1,5	16,6	15,7	2,0	2,1	1,9
Ariston Holdings	2965	2841	9,3	8,3	6,7	6,0	0,9	0,8	14,2	12,6	2,2	2,5	2,3
Tulikivi (Inderes)	29	35	6,1	7,2	4,3	4,6	0,7	0,7	7,5	9,6	4,1	5,1	1,6
Keskiarvo			17,8	12,4	10,6	9,1	1,7	1,6	17,4	15,4	2,8	3,2	2,4
Mediaani			13,6	12,0	8,9	8,2	1,4	1,4	15,2	12,6	2,2	2,9	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-55 %	-40 %	-52 %	-44 %	-49 %	-46 %	-51 %	-24 %	89 %	79 %	-16 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,10	0,17	0,39	0,48	0,60	0,49	0,49	0,49	0,49
Osakemäärä, milj. kpl	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
Markkina-arvo	5,8	10,0	23,3	28,6	35,5	29	29	29	29
Yritysarvo (EV)	20	25	37	42	46	35	31	29	26
P/E (oik.)	neg.	neg.	97,7	16,7	7,3	7,5	9,6	11,9	10,1
P/E	neg.	neg.	97,7	16,7	7,3	7,5	9,6	11,9	10,1
P/Kassavirta	4,4	neg.	10,0	42,0	8,8	5,4	5,5	7,0	6,8
P/B	0,6	1,3	2,9	3,0	2,5	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	0,2	0,3	0,8	0,9	0,8	0,6	0,7	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,9	1,3	1,3	1,0	0,7	0,7	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	14,7	10,3	10,2	8,3	6,4	4,3	4,6	4,9	4,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	31,7	15,6	9,7	6,1	7,2	8,2	7,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	30,4 %	49,2 %	67,9 %	65,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,1 %	5,1 %	5,7 %	6,5 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	29,2	33,5	44,3	48,6	42,1	EPS (raportoitu)	0,00	0,03	0,08	0,07	0,05
Käyttökate	3,6	5,1	7,2	8,1	6,8	EPS (oikaistu)	0,00	0,03	0,08	0,07	0,05
Liikevoitto	1,2	2,7	4,7	5,7	4,3	Operat. kassavirta / osake	0,06	0,06	0,09	0,13	0,13
Voitto ennen veroja	0,4	2,1	4,1	5,0	3,8	Vapaa kassavirta / osake	0,04	0,01	0,07	0,09	0,09
Nettovoitto	0,2	1,7	4,9	3,9	3,0	Omapääoma / osake	0,13	0,16	0,24	0,31	0,34
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	32,6	33,7	39,3	37,8	35,3	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	15 %	32 %	10 %	-13 %
Oma pääoma	7,9	9,6	14,4	18,3	20,2	Käyttökateen kasvu-%	46 %	41 %	41 %	13 %	-17 %
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	3453 %	130 %	76 %	20 %	-24 %
Nettovelat	13,9	13,7	10,5	5,5	1,8	EPS oik. kasvu-%		617 %	189 %	-21 %	-23 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	12,4 %	15,3 %	16,3 %	16,7 %	16,1 %
Käyttökate	3,6	5,1	7,2	8,1	6,8	Oik. Liikevoitto-%	4,0 %	8,1 %	10,7 %	11,7 %	10,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	-1,3	-1,9	-0,4	0,8	Liikevoitto-%	4,0 %	8,1 %	10,7 %	11,7 %	10,3 %
Operatiivinen kassavirta	3,7	3,6	5,3	7,5	7,5	ROE-%	3,1 %	19,6 %	41,2 %	24,0 %	15,8 %
Investoinnit	-1,3	-2,4	-3,0	-2,1	-2,2	ROI-%	4,9 %	11,4 %	17,9 %	21,0 %	17,6 %
Vapaa kassavirta	2,3	0,7	4,0	5,4	5,3	Omavaraisuusaste	24,6 %	29,4 %	39,0 %	51,6 %	61,2 %
						Nettovelkaantumisaste	175,3 %	142,9 %	72,7 %	30,2 %	9,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,0	0,7	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	10,2	8,3	6,4	4,3	4,6						
EV/EBIT (oik.)	31,7	15,6	9,7	6,1	7,2						
P/E (oik.)	97,7	16,7	7,3	7,5	9,6						
P/B	2,9	3,0	2,5	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,1 %	5,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksien historia (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät yksinkertaisesti vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämättä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/04/2022	Vähennä	0,45 €	0,50 €
09/05/2022	Lisää	0,50 €	0,45 €
17/08/2022	Myy	0,70 €	0,90 €
22/08/2022	Vähennä	0,72 €	0,78 €
04/10/2022	Vähennä	0,72 €	0,69 €
22/02/2023	Vähennä	0,60 €	0,57 €
06/03/2023	Lisää	0,63 €	0,57 €
08/05/2023	Vähennä	0,60 €	0,57 €
04/08/2023	Lisää	0,55 €	0,48 €

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 pörssiyrityksien 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.**