

# Purmo Group

Seurannan aloitus

5.1.2022 07:00



Olli Koponen  
+358 44 274 9560  
olli.koponen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Lämpöä maailmalle

Aloitamme Purmo Groupin seurannan 16,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Purmo valmistaa ja myy radiaattoreita sekä muita kestäviä sisäilmaratkaisuja asiakkailleen globaalisti. Strategiallaan yhtiö tavoittelee johtavan toimijan asemaa kestävässä sisäilmaratkaisuissa. Lähihistoriassa kasvu ja kannattavuus ovat olleet hyvin vahvalla tasolla, mutta näemme vauhdin nyt tasaantuvan lähivuosien aikana. Arvostus on kuitenkin mielestämme nykyiseen tulostasoon, verrokkeihin ja potentiaaliin nähden jäänyt vielä maltilliseksi. Arvostuksen nousuvaran ja osinkotuoton nojalla tuotto-odotus nousee osakkeessa mielestämme houkuttelevaksi.

## Suomalainen sisäilmaratkaisujen tarjoaja

Purmo Group on yksi johtavista lämmitys- ja jäähdytysjärjestelmiin erikoistuneista sisäilmaratkaisujen toimittajista. Liiketoiminta jakautuu radiaattoreihin (59 % liikevaihdosta vuonna 2020) ja sisäilmaratkaisuihin (ICS, Indoor Climate System) (41 % liikevaihdosta vuonna 2020). Yhtiön tarjoamaan kuuluvat vesikiertoiset radiaattorit, ppyhekuivaimet, lattialämmitysratkaisut, konvektorit, venttiilit, säätölaitteet, ilmalämpöpumput ja ilmanvaihtotuotteet. Yhtiöllä on yli 20 tuotantolaitosta, missä se valmistaa tuotteensa. Yhtiön asiakkaina toimivat etenkin tukkukauppiaat, joka myyvät tuotteita eteenpäin asentajille ja loppukäyttäjille. Purmon liikevaihto oli vuonna 2020 noin 671 MEUR ja vuoden 2021 aikana yhtiö on kasvanut voimakkaasti (Q1-Q3'21: +28 % v/v). Kannattavuus on myös ollut nousujohteista ja käyttökatemarginaali on ollut noin 10,5 % viimeisen kolmen vuoden aikana, mikä on alaan nähden hyvällä tasolla.

## Visiona olla johtava toimija kestävässä sisäilmaratkaisuissa

Purmon strategian painopisteinä on kasvattaa myyntiä kasvumarkkinoilla (Kiina, Venäjä) sekä lisätä kokonaisratkaisujen myyntiä avainmarkkinoillaan. Purmon tavoitteena on kasvaa orgaanisesti markkinoita nopeammin (markkinakasvu 2020-2025: +2,5 %) ja täydentää kasvua merkittävillä yritysostoilla. Samalla yhtiö tavoittelee keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä EBITDA-%:n nostoa yli 15 %:iin. Liikevaihtotavoite vaikuttaa strategian painopisteet huomioiden realistiselta, mutta kannattavuustavoite vaikuttaa mielestämme optimistiselta nykyinen suoritustaso ja markkinoiden riskitekijät huomioiden. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin noin 8 % vuosien 21-23 aikana päätyen 854 MEUR:oon vuonna 2023. Vuosi 2021 on ollut yhtiölle kasvun aikaa markkinan vanavedessä ja odotammekin kasvun hidastuvan selkeästi seuraaville vuosille. Tuloksen odotamme laskevan hieman vuonna 2022 kasvupanostusten, raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen laskiessa marginaaleja. Strategiset tehostustoimet ja liikevaihdon kasvu nostavat ennusteissamme kannattavuuden kuitenkin jälleen korkeammalle vuosina 2023-2024. Ennusteissamme selkeimpinä riskeinä on markkinan selkeä heikentyminen, raaka-aineiden hintojen nousu sekä hintakilpailun lisääntyminen.

## Arvostus tarjoaa nousuvaraa

Purmon arvostus on mielestämme maltillinen ennustamaamme tulostasoon nähden (2022e: EV/EBIT: 12x, P/E: 14x). Hyväksyttävän arvostushaarukkamme (EV/EBIT: 12-14x, P/E: 14-16x) keskitasolla osake tarjoaisi noin 10 %:n nousuvaran. Verrokkeihin nähden yhtiö on hinnoiteltu selkeästi alle mediaanitason (40 %) ja tarjoaa myös merkittävää nousuvaraa. Nousuvaran lisäksi osakkeen vuotuinen 2-3 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta. Lisäksi DCF-laskelmamme (17 euroa) ja tavoiteskenaariomme arvot (27 euroa) ovat molemmat nykyistä kurssia korkeammalla.

## Suositus

### Lisää

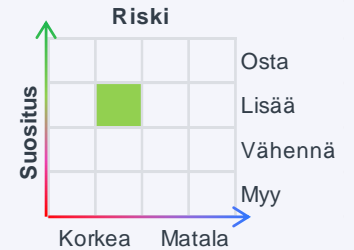
(aik.-)

### 16,00 EUR

(aik. - EUR)

### Osakekurssi:

14,80



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	671,2	827,0	851,0	854,0
<b>kasvu-%</b>	-4 %	23 %	3 %	0 %
<b>EBITDA oik.</b>	85,1	99,5	97,0	102,5
<b>EBITDA-% oik.</b>	12,7 %	12,0 %	11,4 %	12,0 %
<b>Nettotulos</b>	24,9	31,1	44,1	49,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,94	1,05	1,08	1,22
<b>P/E (oik.)</b>	-	14,1	13,7	12,2
<b>P/B</b>	-	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	-	0,0	0,0	0,0
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	-	12,3	12,1	10,5
<b>EV/EBITDA</b>	-	8,2	8,1	7,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	-	1,0	0,9	0,9

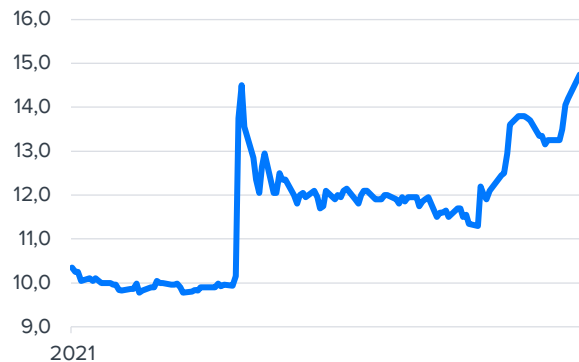
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

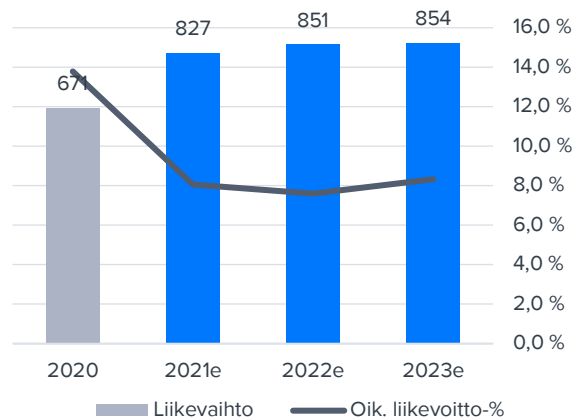
Oikaistu käyttökate on yli 97 MEUR.

## Osakekurssi



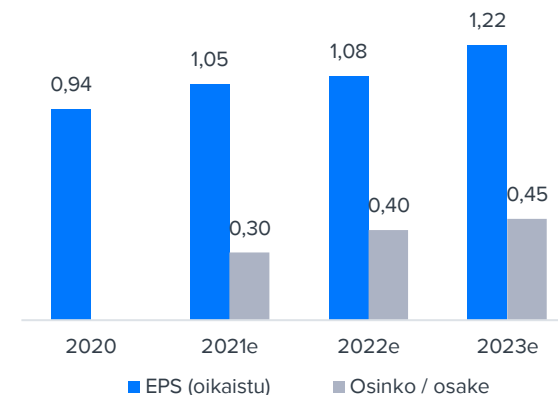
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vahva markkinoita nopeampi orgaaninen kasvu
- Kannattavuuden kestävä parannus kohti korkeampia tasoja
- Hyvä pääoman tuottopotentiaali
- Kasvatavat markkinat vahvoilla megatrendeillä
- Markkinoiden laajempia tuotetarjoamia
- Vahvat maailmanlaajuiset brändit
- Avainmarkkinoiden johtava toimija
- Kestävä kehitys, korjausvelka, digitalisaatio tukevat markkinan kasvunäkymiä
- Yritysosotot tukemaan orgaanista kasvua



### Riskitekijät

- Toimiala on riippuvainen rakentamisen suhdanteista etenkin asuntorakentamisessa
- Jakelun riippuvuus isoista tukkukauppa-asiakkaista
- Kapasiteetin hallinta ja kasvuinvestointien onnistuminen
- Globaalien toimitusketjujen kohtaamat haasteet ja pullonkaulat
- Markkinoiden hintakilpailu ja myyntihintojen korotuksien mahdollinen vaikeutuminen
- Raaka-aineiden ja materiaalien kustannuspaineet

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	40,7	40,7	40,7
Markkina-arvo	602	602	602
Yritysarvo (EV)	819	784	747
P/E (oik.)	14,1	13,7	12,2
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,2	8,1	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,3	12,1	10,5
Osinko/tulos (%)	39,2 %	36,9 %	37,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,7 %	3,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>12-13</b>
Markkina ja kilpailu	<b>14-16</b>
Strategia	<b>17-19</b>
Taloudellinen tilanne	<b>20-22</b>
Ennusteet	<b>23-27</b>
Arvonmääritys	<b>28-35</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>36</b>

# Purmo Group lyhyesti

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

## 1970

Juuret saavat alkunsa, kun Rettig osti Purmo Tuote Oy:n

## 2018

Purmo Group konserni muodostuu

## 621 MEUR (+28 % vs. 2020 Q1-Q3)

Liikevaihto 2021 Q1-Q3

## 81,3 MEUR (13,1 % lv:sta)

Oikaistu käyttökate (EBITDA) 2021 Q1-Q3

## 55 % 2021 Q3 LTM

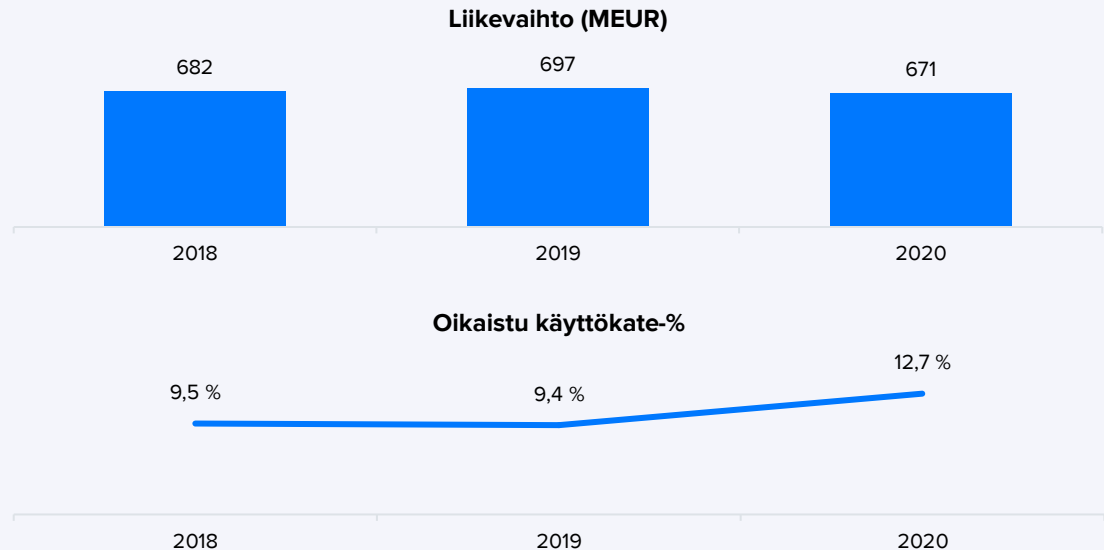
Kassakonversio: Oikaistu operatiivinen kassavirta / Oikaistu EBITDA

## Noin 3500

Työntekijää globaalisti

## 1 / 4

Markkina-asema Euroopassa: Radiaattorit / Säteilylämmitys ja jäähdytys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### Johtava radiaattoritoimittaja

Purmo Group (myöhemmin Purmo) on maailmanlaajuisesti yksi suurimmista sisäilmaratkaisujen tarjoajista. Yhtiö tarjoama jakaantuu karkeasti radiaattoreihin (pattereihin) ja sisäilmaratkaisuihin (Indoor Climate System, ICS). Keskiössä on etenkin sisäilman lämmitys- ja jäähdytysratkaisut, joissa yhtiöllä on vahva markkina-asema. Euroopassa Purmo Group on radiaattoreissa yhtiön tiedon mukaan markkinajohtaja ja yksi johtavista toimijoista sisäilmaratkaisuissa.

Yhtiön kokonaisvaltainen tuotevalikoima sisältää vesikiertoiset radiaattorit, pyyhekuivaimet, lattialämmitysratkaisut, konvektorit (upotetut radiaattorit), venttiilit, säätölaitteet, ilmalämpöpumput ja ilmanvaihdotuotteet.

Yhtiöllä useita eri brändejä tuoteportfolionsa alla. Purmo on brändeistä vahvimmassa asemassa ja se toimii useassa Euroopan maassa ja myös Kiinassa. Myson on Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa toimiva brändi. Emmetti taas toimii vahvassa asemassa Italiassa ja Brasiliassa. Yhtiöllä on näin ollen vahva jalansija maailmanlaajuisesti tutujen kotimarkkinabrändien avulla.

Purmon liikevaihto on pysynyt tasaisena viimeisen kolmen vuoden aikana ja oli vuonna 2020 noin 671 MEUR. Korona aiheutti liikevaihtoon pienen notkahduksen, mutta sen tuomat säästöt nostivat käyttökatetta 15 %:lla vuodesta 2019 noin 85

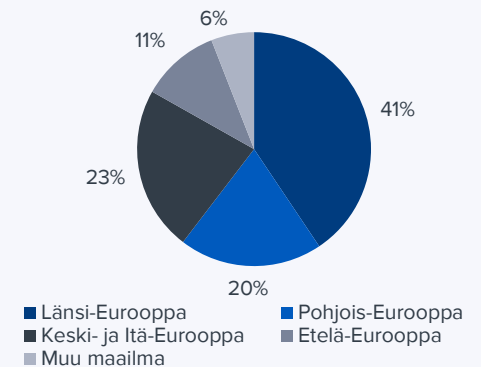
MEUR:oon. Oikaistu EBITDA-marginaali nousi 12,7 %:iin vuosien 2018-2019 keskimääräisestä 9,4 %:sta. Vuonna 2021 liikevaihto on Q3:een mennessä noussut jo 28 % vahvan palautuvan markkinakysynnän johdosta. Korkeampi volyyymi ja säästötoimenpiteet ovat nostaneet myös kannattavuutta korkeammalle tasolle. Oikaistu EBITDA-marginaali oli Q3:n lopussa 13,1% (Q3'20: 12,6 %). Yhtiö ohjeistaa vuodelle 2021 yli 97 MEUR:n oikaistua käyttökatetta, kun Q3:n lopussa sitä oli kertynyt jo 81,3 MEUR (Pro forma: 81,1 MEUR). Yhtiö nostikin ohjeistustaan Q3:n yhteydessä vahvasti edenneen vuoden vuoksi.

Yhtiössä työskentelee maailmanlaajuisesti noin 3500 henkilöä. Purmolla on 46 tehdas-, jakelu- ja varastotilaa 21 eri maassa. Radiaattorit tuovat yhtiön liikevaihdosta noin 60 % (2020) ja ICS-divisioona noin 40 %. Maantieteellisesti myynti jakautuu viiteen isoon alueeseen. Länsi-Eurooppa toi yhtiön liikevaihdosta isoimman osan noin 41 %::n osuudellaan. Keski- ja Itä-Euroopan maat toivat noin 23 % liikevaihdosta, Pohjois-Eurooppa noin 20 %, Etelä-Eurooppa noin 11 % ja muu maailma noin 6 %. Eurooppa on yhtiöllä näin selvästi keskiössä, mutta liiketoiminta on hajautunut laajalti maanosan eri alueille.

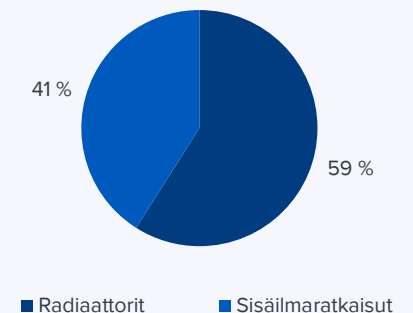
VAC:n kanssa tehdyn sulautumisen ja listautumisen tarkoitus tukea Purmon strategiaa kasvaa organisaation ja yritysohjelmien avulla sekä avittaa yhtiön visiota tulla kestävien sisäilmaratkaisujen johtavaksi toimijaksi maailmanlaajuisesti.

**PURMO**  
GROUP

Liikevaihdon jakautuminen maantieteellisesti (2020)



Liikevaihdon jakautuminen divisioonittain (2020)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

## Liiketoimintamalli

Purmon tarjoama kattaa kokolailla talon lämmitys- ja jäähdytystarpeet: erilaiset ulkoiset ja upotetut radiaattorit, lattialämmityslaitteet sekä tuotteiden säätö- ja jakelujärjestelmät. Purmo toimii tuotteidensa valmistajana ja myy tuotteitansa tukkukauppojen kautta rakentamisen ammattilaisille sekä loppukäyttäjille.

Pääosa Purmon kaupankäynnistä muodostuu, kun yhtiö myy tuotteitansa tukkukauppiaille. Tämä myynti on yhtiön mukaan noin 80 % kokonaisymyynnistä. Tukkukauppiat myyvät niitä eteenpäin loppukäyttäjille, vähittäiskaupalla ja rakentajille. Esimerkkeinä toimivat mm. Onninen, Ahlsell, Wolseley ja GC Gruppe. Loput myynnistä myydään suoraan ns. asentajille, kuten rakennusyhtiöt tai talotekniikkayhtiöt. Yhtiö myy myös oman Emmetin tukkukaupan kautta ja osittain myy tuotteita myös kilpailijoille käyttöön.

Yhtiön liiketoiminta on täten riippuvainen niin uudis- kuin korjausrakentamisesta. Tästä johtuen yhtiön liiketoiminta omaa syklisyyden piirteitä. Yhtiön tuotteita käytetään hyvin paljon rakennusvaiheiden loppupuolella, jonka vuoksi yhtiön liiketoiminnassa on etenkin jälkisyklisyyden tunnusmerkkejä. Yhtiön tuotteet ovat pitkälti ammattimaiseen rakentamiseen liittyviä. Niiden asentamiseen tarvitsee käyttää usein ammattilaisia ja usein asennuksia tehdään uudisrakentamisen ja ison korjauksen yhteydessä. Näin ollen yhtiö ei arviomme mukaan ole ollut suurin hyötyjä kotoilu- tai remonttitrendistä rakennustuotteiden markkinalla.

Tuotteiden valmistamiseen Purmon tarvitsemia

komponentteja ja raaka-aineita ovat elektroniikka- ja sähkökomponentit (ohjauskeskukset ja säätölaitteet), erilaiset putkistot, muovi, lämpövastukset, teräs, alumiini ja muut metallimateriaalit. Yhtiöllä on monia vaihtoehtoisia toimittajia ja hankintoja tehdään keskitetysti. Yhtiö on kärsinyt viimeaikaisesta raaka-aineiden hintojen noususta, mutta on saanut niitä siirrettyä myös eteenpäin hintoihin kertoen yhtiön hinnoitteluvoimasta ja -asemasta. Näemme aseman olevan kohtuullisen hyvä vahvan markkina-aseman myötä.

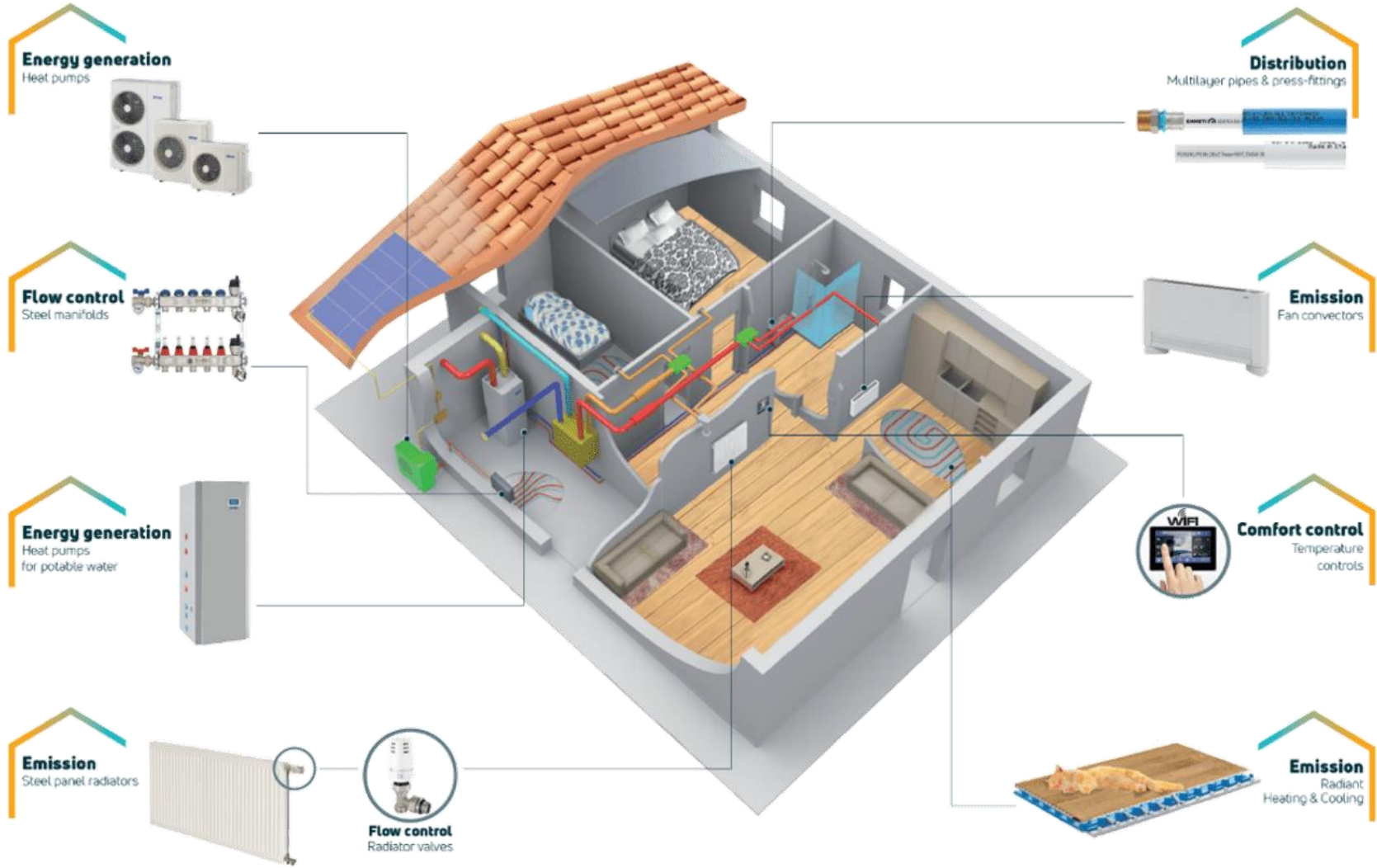
### Yhtiöllä on kaksi divisioonaa

Yhtiön isoin divisioona on **Radiaattorit**, joka kattoi vuoden 2020 lopussa noin 60 % yhtiön liikevaihdosta. Divisioona kehittää ja valmistaa vesikiertoisia ja sähköisiä radiaattoreita, pyyhelämmittämiä sekä näihin liittyviä tarvikkeita. Divisioonan liikevaihto laski vuonna 2020 koronan johdosta, mutta on ollut hyvässä nousussa vuoden 2021 aikana. Ensimmäisellä vuosipuoliskolla liikevaihto oli noin kolmanneksen nousussa 232 MEUR:ssa ja Q3:n lopussa liikevaihtoa oli kertynyt 363 MEUR (Q1-Q3'20: 284 MEUR). Kannattavuus parantui merkittävästi divisioonassa vuoden 2020 aikana, kun koronan vuoksi tehtiin säästötoimenpiteitä. Volyymit eivät kärsineet odotuksien mukaan ja muualta tulleet helpotukset sekä säästöt nostivat oikaistun EBITDA-%:n 15,8 %:iin vuonna 2020 (2019: 11,8 %). Vuoden 2021 aikana hyvä kannattavuus on säilynyt ja sitä on avittanut nousseet volyymit. H1:n lopussa oikaistu käyttökatemarginaali oli 14,7 % (H1'20: 14,6 %). Kallistuneet raaka-aineet ovat alkaneet näkymään kuitenkin nyt yhtiön tuloksessa H2:n aikana ja kannattavuus jäi tammi-syyskuussa selvästi

vertailukaudesta ollen 14,0 %:ssa (Q1-Q3'20: 16,3 %). Divisioonassa yhtiö on kuitenkin saanut ison osan esimerkiksi teräksen hinnannoususta vieritettyä asiakkaille, mikä ylläpitää hyvää kannattavuustasoa. H2:sta ei kuitenkaan odota niin hyvää kuin H1:stä kohonneiden materiaalihintojen vuoksi.

Yhtiön **Sisäilmaratkaisut** -divisioona (ICS) vastasi noin 40 % liikevaihdosta vuonna 2020. Divisioona tarjoaa laajan valikoiman sisäilman lämmitys- ja viilennysratkaisuja, venttiileitä, kontrolliyksiköitä, lämpöpumppuja sekä ilmastointituotteita. Toimialan liikevaihto laski vuonna 2020 koronan johdosta, mutta on myös ollut hyvässä nousussa vuoden 2021 aikana. Ensimmäisellä vuosipuoliskolla liikevaihto oli noin 32 %:n nousussa 172 MEUR:ssa ja Q3:n lopussa liikevaihtoa oli kertynyt 258 MEUR (Q1-Q3'20: 201 MEUR). Kannattavuus parantui myös vuoden 2020 aikana, vaikka parantuminen ei ollut yhtä vahvaa kuin toisessa divisioonassa. Oikaistu käyttökatemarginaali nousi 9,8 %:iin vuonna 2020 (2019: 7,7 %). Vuoden 2021 aikana kannattavuutta on saatu vielä nostettua. H1:n lopussa oikaistu käyttökatemarginaali oli 12,3 % (H1'20: 7,0 %). Merkittävä parantuminen johtuu volyymien kasvusta, yhtiön säästöohjelmasta ja parantuneesta myyntimixistä. Tuloksen parantuminen on jatkunut H2:n aikana yhtiön onnistuneiden hinnankorotusten vuoksi. Kannattavuus nousi tammi-syyskuussa vertailukaudesta ollen 13,3 %:ssa (Q3'20: 9,1 %). Loppuvuoden kehityksen voi kuitenkin odottaa olevan maltillisempi mm. kohonneiden materiaalikustannusten ja tasaantuvan markkinakysynnän vuoksi.

# Purmon tuotteet ja palvelut



Lähde: Purmo



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

## **Tehokas tuotantomalli ja tunnettu brändi takaavat hyvän hinnoitteluvoiman**

Purmon brändeillä on vahva markkina-asema ja tunnettavuus omilla alueillaan ja erityisesti radiaattoreiden parissa. Yhtiön tehokas tuotekehitys- ja tuotantoprosessi mahdollistavat Purmon tuotteiden kilpailukykyiset hinnat etenkin volyymituotteissa, minkä lisäksi laaja tuotevalikoima tekee yhtiöstä houkuttelevan kumppanin sidosryhmille.

Yhtiöllä on omat tehtaat useassa maassa, mikä takaa tehokkaan tuotannon. Yhtiöllä on yhteensä 22 valmistuspaikkaa 13 eri maassa. Yhtiöllä on tehtaita mm. Itä-Euroopassa, missä tuotannon kustannukset eivät yllä esimerkiksi Länsi-Euroopan tasolle, mutta tuotteiden saatavuus ei kärsi hyvän logistiikan vuoksi. Sen lisäksi yhtiöllä on esimerkiksi Venäjän markkinoille nyt hiljattaisen investoinnin (Evrerad-yritysosto) myötä oma tehdas ja Kiinassa toimii myös oma tehdas Aasian markkinoille. Tällä hetkellä yhtiöiden tehtaiden kapasiteetista on käytössä yhtiön mukaan noin 75-85 %, mikä antaa kasvunvaraa tilaisuuden tullessa vastaan. Kiinassa yhtiön kapasiteetista käytössä on vasta vain 50 %, mutta tehdas ja markkina ovat yhtiölle vielä kohtuu tuoreet.

## **Vahva operatiivinen kassavirta ja kohtuullinen investointitarve**

Purmon operatiivinen kassavirta on tyypillisesti hyvin vahvaa. Yhtiön käyttökatemarginaali on historiallisesti pysynyt hyvällä tasolla ja tuotannon

rakenteesta johtuen vuotuinen investointitarve on verrattain kohtuullinen. Vuonna 2020 yhtiön bruttoinvestoinnit olivat 11 MEUR, joka on noin 2 % sen vuoden liikevaihdon tasoon nähden. Vuosittain investointien määrä voi kuitenkin vaihdella korjausinvestointien tai uuden kapasiteetin lisäyksen myötä. Normaali taso lienee kasvuvaiheessa 2-4 %:n välillä. Yhtiöllä on modernit tuotantolaitokset ja tehtailla on mahdollista vielä lisätä kapasiteettia ilman merkittäviä lisäinvestointeja, mikä osaltaan madaltaa investointitarvetta.

Hyvästä kassavirrasta kertoo myös yhtiön raportoimat kassakonversiolut. Luku yleisesti kertoo kuinka paljon yhtiön operatiivisesta katteesta oikeasti konvertoituu kassavirraksi yhtiön kassaan. Mitä korkeampi luku, sitä parempi se on. Vuonna 2020 kassakonversio-% nousi 111 %:iin, kun se vuonna 2019 oli 84 %. 100 %:n luvut ovat erinomaisia ja yli 70 %:n luvut mielestämme yhtiön liiketoiminnan profiili huomioiden hyviä. Selkeästi yli 100 %:n lukemat eivät mielestämme ole kuitenkaan kestäviä, sillä liiketoimintaan pidemmällä aikavälillä sitoutuu käyttöpääomaan ja investointeihin enemmän rahaa.

## **Liiketoiminnassa kausivaihtelua**

Purmon liiketoiminnan kausivaihtelut seuraavat osin rakentamisen kausivaihteluita, missä yleisesti Q4 on paras kvartaali ja H2 parempi vuosipuolisko. Tilaukset tosin tehdään valmistajille jo aikaisemmin, kun varsinainen rakentaminen tapahtuu, joten tämä tasoittaa vaihteluita vuoden aikana. Purmon tapauksessa syys-marraskuu eli

Q3-Q4 ovat parhaimpia kvartaaleita lämmitysesongin huipun vuoksi ja Q2 yleensä heikoin kvartaali. Lomakaudet etenkin heinä-elokuussa ja joulukuussa tasoittavat kuitenkin kvartaalien kysyntävaihteluita.

## **Kustannukset pääosin muuttuvia**

Purmon liiketoiminnan kulut ovat pääosin muuttuvia. Suurin osa kuluista muodostuu valmistettavista tuotteista, jolloin näiden kysynnän kasvaessa, myös kulut kasvavat lähes samaa tahtia. Pieniä suuruuden tuomia skaalaetuja tuotannossa voi olla, mutta isommilta osin kustannukset liikkuvat liikevaihdon mukana. Merkittävää skaalautumispotentiaalia kustannuksissa ei siis mielestämme ole, vaikka kapasiteetin (tehtaiden) käyttöasteiden optimointi kannattavuutta tiettyyn pisteeseen asti parantaakin.

## **Liiketoimintamallin riskiprofiilia nostaa syklisyys, mutta laskee vahvat brändit ja markkina-asema**

Purmon liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena maltillinen yleiseen rakentamisen alaan nähden. Liiketoimintamallin riskitasoa laskee laaja-alaisesti hajautuneet jakelusuhteet, laajalle hajautunut liikevaihto, laaja asiakaskunta, tunnettu brändi ja vahva operatiivinen kassavirta sekä maltillinen pääomaintensiivisyys. Liiketoimintamallin riskitasoa nostaa liiketoiminnan syklisyys, riippuvuus tukkukaupoista ja valuuttakurssien heilunta.

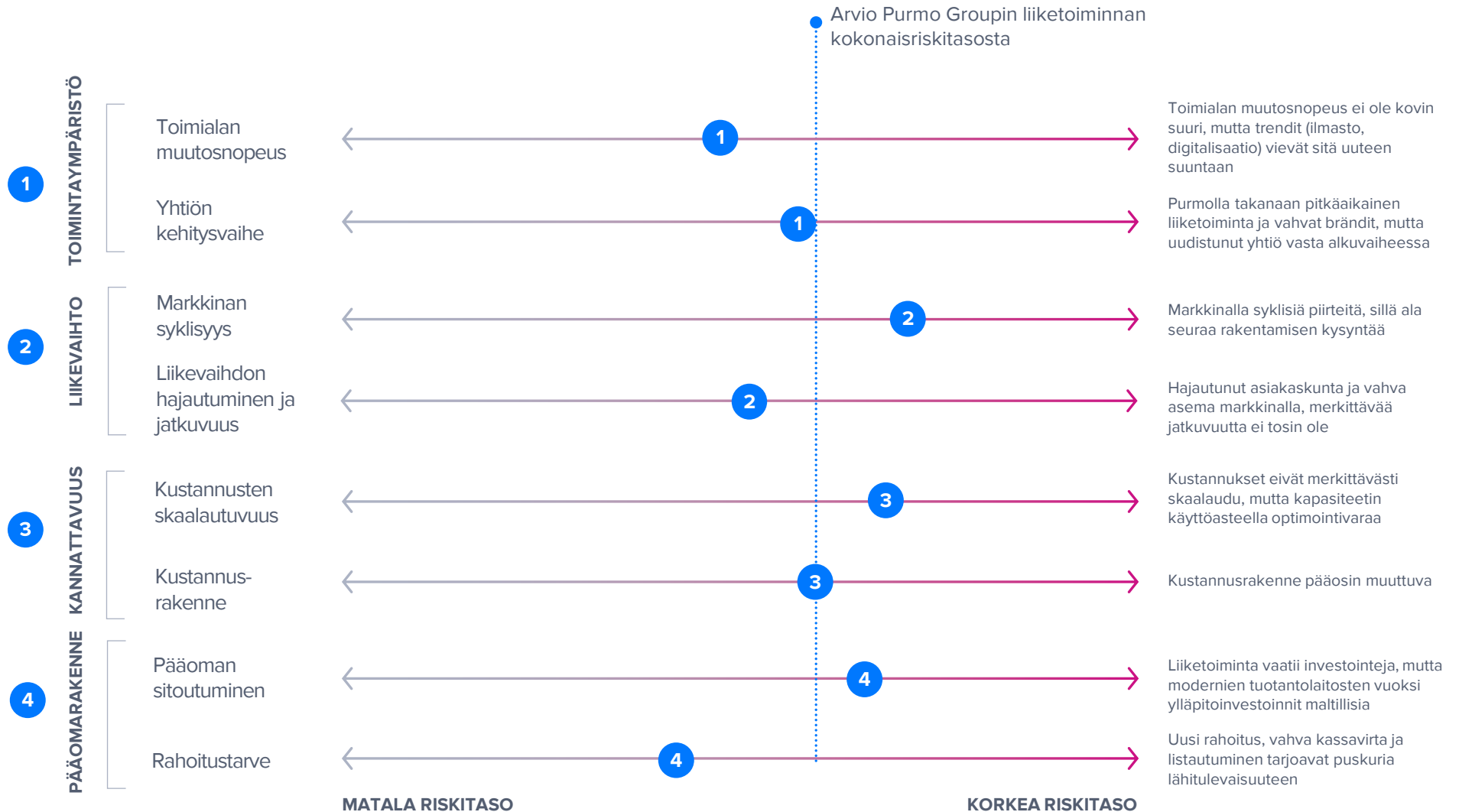
# Purmon asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanava	Jakelukanavan luonne	%-osuus liikevaihdosta	Esimerkkiasiakkaita
Tukkukaupat	<ul style="list-style-type: none"> <li>Yhtiön myynnistä suurin osan (noin 80 %) tapahtuu tukkukauppioiden kautta</li> <li>Tukkukauppiat ovat rakennusalan tukkukauppiaita</li> <li>Myös yhtiön oma brändi Emmetti toimii osin tukkukauppiaina</li> <li>Private label tuotteita myydään myös suoraan kilpailijoille</li> </ul>	~80 %	
Asentajat ja muu myynti	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pohjoismaissa yhtiön tuotteita myydään rakennusliikkeille ja asennusliikkeille, jotka asentavat yhtiön tuotteita</li> <li>Liikkeet hankkivat usein suoraan isompia eriä eri tyypisiin kohteisiin ja useat toimivat puitesopimuksen piirissä</li> </ul>	~20 %	

## Purmo Groupin brändit maailmanlaajuisesti



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

## Sijoitusprofiili

### Kasvuyhtiö vahvoilla brändeillä

Purmo voidaan sijoitusprofiililtaan mieltää kasvuyhtiöksi. Nyt tehty sulautuminen ja listautuminen tukevat Purmon strategiaa kasvaa sekä orgaanisesti että yritysostojen avulla. Kun visiona yhtiöllä on tulla kestävien sisäilmaratkaisujen markkinajohtajaksi maailmanlaajuisesti, vaatii tämä selkeää kasvua tulevaisuudessa.

Tällä kasvumatkalla korostuu myös kestävä kehityksen painopisteet, joista Purmo voi hyötyä. Yhtiön mukaan 40 % EU:n CO2-päästöistä syntyvä rakennuksista ja 75 % rakennuksista vaatii korjausta, jotta EU:n ilmastotavoitteisiin päästään. Lämmitys ja sisäilmaratkaisut ovat merkittävässä asemassa tavoitteiden saavuttamisen kannalta, mikä tukee yhtiön kasvua.

Tavoitteiden ja vision toteuttamista avittaa myös jo hyvin tunnetut ja laadukkaat brändit sekä laaja valikoima eri tuotteita. Brändien asema voidaan nähdä myös pienenä kilpailuetuna, mikä on myös johtanut pitkäaikaisiin kumppanuuksiin eri tukkukauppioiden ja asentajien keskuudessa.

Purmon vastaikään uudistunut johto omaa myös kansainvälistä kokemusta eri yrityksien johtotehtävistä ja hallituksen kokoonpano vaikuttaa olevan myös hyvin meritoitunutta. Näemmekin, että hallitus ja johto tukevat hyvin yhtiön kasvustrategiaa.

### Vahvuudet ja potentiaali

**Hyvät tuloskasvunäkymät.** Purmon vahvistunut kasvu sekä kannattavuus antavat hyvät edellytykset jatkaa tuloskasvua jatkossa.

**Kasvava markkina.** Purmon avainmarkkinat kasvavat kohtuullisesti ja markkinoilla on paljon epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia.

**Laaja tarjoama tuotteita ja palveluita.** Purmolla on kattavat tuotteet ja palvelut kotien sekä rakennusten sisäilmaratkaisuihin.

**Vakaa ja vahva asema markkinallaan** antaa yhtiölle hyvät resurssit laajentaa Purmon ydinosaamista edelleen ja nousta kohti markkinajohtajuutta globaalisti.

**Vahvat tuotemerkit ja brändit** parantavat liiketoiminnan pysyvyyttä sekä voivat antaa yhtiölle pientä kilpailuetua.

**Markkinakasvua tukevat selkeät megatrendit.** Asumisen ja kaupallisen rakennusten sisäilmaratkaisuiden kehittäminen on yksi tärkeä askel kestävä kehityksen kannalta. Älykkäät kaupungit ja kodit lisääntyvät digitalisaation myötä, jossa myös sisäilmaratkaisuilla on iso osa.

**Vahva tase ja hyvä kassavirta** antavat liikkumavaraa kasvuinvestointeihin sekä yritysostoihin.

**Maltillinen investointitarve ja pääomien sitovuus** vähentää riskejä ja vapauttaa pääomia osinkoihin tai kasvuinvestointeihin.

### Riskit

**Toimialan kysynnän muutokset.** Purmon liiketoiminta on riippuvainen rakentamisen kysynnästä, joka on hyvin altis muutoksille talouden suunnassa. Tätä tasapainottaa korjausrakentamisen tuoma tasapaino.

**Kapasiteetin hallinta ja kasvuhaasteet.** Yhtiön liiketoiminta on talouden ja patoutuneen kysynnän palautumisen myötä kasvanut koronan jälkeen voimakkaasti. Voimakkaat vaihtelut altistavat yhtiön ylikapasiteetin ja alikapasiteetin ongelmille voimakkaan kasvuvaiheen jälkeen.

**Kannattavuusmarginaaleihin kohdistuva laskupaine.** Purmon kannattavuus on viime vuosina noussut koronan tuomien säästöjen ja talouden avautumisen myötä selvästi. Säästöjen osittainen poistuma, kustannuspaineet (raaka-aine, palkat) ja kysynnän tasaantuminen voivat nopeasti laskea marginaaleja alemmalle tasolle.

**Riippuvuus tukkukaupoista.** Yhtiön liiketoiminnan myynnistä 80 % tulee tukkukauppojen kautta ja yhtiö on hyvin riippuvainen suhteistaan näihin toimijoihin.

**Yritysostojen integraation epäonnistuminen.** Yritysostoissa on aina iso riski, että integraatio epäonnistuu. Laajentuminen globaalisti lisää mm. kulttuurillisia sekä markkinaan liittyviä riskejä.

**Avainhenkilöstön sitovuus.** Henkilöstön kannusteiden toimivuus, kasvun mahdollisesti luomat haasteet ja kulttuurinmuutokset voivat aiheuttaa riskejä avainresurssien menetyksestä.

# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva kasvuhakuisuus orgaanisesti ja yritysostoin**

2.

**Vahva markkina-asema ja tunnetut brändit**

3.

**Liiketoiminta tukee kestävän kehityksen edistämistä**

4.

**Kova kasvu, kustannusten mahdollinen nousu ja kapasiteetin hallinnan vaikeudet lisäävät riskejä**

5.

**Vahva kassavirta ja hyvä pääoman tuottopotentiali**

## Potentiaali



- Vahva ja kannattava kasvu ydinliiketoiminnassa
- Laaja tuotetarjoama sekä tunnetut ja vahvat brändit
- Kestävän kehityksen ja digitalisaation megatrendit isossa osassa liiketoimintaa
- Talouden palautuminen vahvistanut alan kasvunäkymiä
- Vahva kassavirta investointeihin ja osinkoihin
- Hyvä kannattavuus ja optimoitu taserakenne mahdollistavat hyvän pääoman tuottopotentialin

## Riskit



- Toimiala on riippuvainen rakentamisen kasvusta ja omaa syklisiä piirteitä
- Kovan kasvuvaiheen jälkeen markkinoilla voi olla edessä hiljaisempi jakso, joka lisää mm. kapasiteetin hallintaan liittyviä haasteita
- Pidemmällä aikavälillä korkean kannattavuuden ylläpito voi olla haastavaa liiketoiminnan syklisyyden vuoksi
- Yritysostojen tai laajentumisen tuomat riskit
- Riippuvuus henkilöstöstä ja niiden riittävistä kannusteista

# Markkina 1/2

## Pitkän aikavälin trendit tukevat

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

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

Vanhat rakennukset ovat energiatehokkuudeltaan ja lämmitysratkaisuiltaan usein uusia heikompia. Niiden tulee uusiutua kiristyvään sääntelyyn, mutta myös muuttuneeseen ympäristöön nähden. Esimerkiksi Suomessa rakennuskannasta iso osa on tulossa korjausikään lähivuosien aikana, jolloin myös lämmitysratkaisuja tulee muuttaa uudempaan ja energiatehokkaampaan muotoon. Tämä on myös trendi Euroopassa ja tukee lämmitysratkaisujen kysyntää tasaisesti uudisrakentamisen sykleistä riippumatta.

Digitalisaatio avittaa energiatehokkuuden parantamisen ja hiilidioksidipäästöjen vähentämisen tavoitteiden saavuttamista.

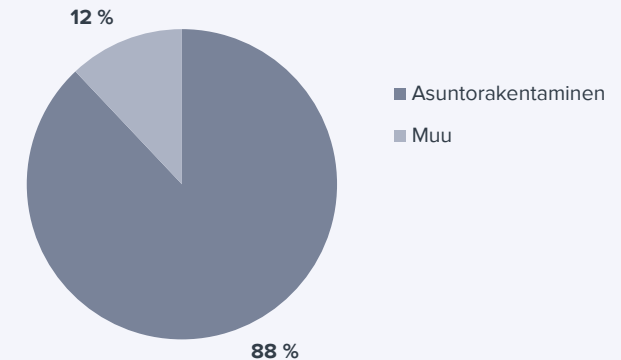
Digitaalisten ja integroitujen ratkaisujen merkityksen odotetaan kasvavan tulevaisuudessa ja nämä hyödyttävät Purmoa laaja-alaisena sisäilmaratkaisujen tarjoajana. Digitalisaatiolla ja automaatiolla voidaan mahdollistaa mm. parempi sisäilma ja lisääntynyt energiatehokkuus, Älykäs Koti -integraatio (Smart Home) ja parempi järjestelmänhallinta. Näin mm. hukkaenergiaa voidaan vähentää ja optimoida lämmityksen sekä viilennyksen tarpeet.

## Markkina riippuvainen rakentamisesta

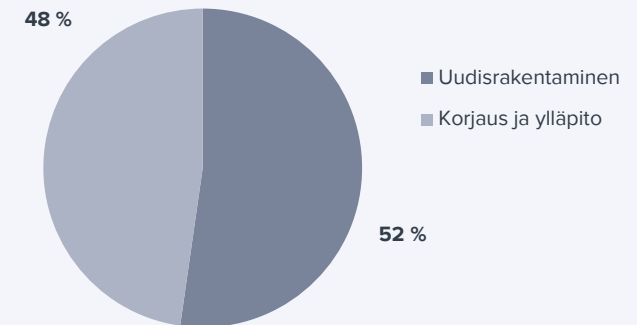
Purmo ja sen toimiala on riippuvainen rakentamisesta ja sen suhdanteesta. Sekä uudisrakentaminen että korjausrakentaminen ovat yhtiöllä tärkeässä osassa molemmissa divisioonassa, mutta sisäilmaratkaisuissa isoin osa tulee uudisrakentamisen puolelta. Tämä selittyy osin teknologian kehityksellä, missä radiaattoreita on jo paljon korjauskohteissa, kun taas sisäilmajärjestelmiä (lattialämmitys tms.) on vanhoissa kohteissa vähemmän. Rakentamisen sisällä selvästi tärkein segmentti on asuntorakentaminen, joka tuo noin 85-90 % yhtiön liikevaihdosta. Tässä mielessä hyvä suhdannevaihe asuntorakentamisessa on osin myös varmasti auttanut Purmoa kasvamaan.

Purmo toimii pääasiallisesti Euroopan vesikiertoisten lämmitys- ja putkijärjestelmien markkinoilla, jotka ovat osa isompaa 30,5 miljardin euron LVISA-markkinaa. Purmon potentiaalisen kohdemarkkinan yhtiö arvioi olevan noin 10,9 miljardia euroa, joten nykyisellä tasolla kasvuvaraa riittäisi yhtiöllä merkittävästi.

Purmon liikevaihto painottuu asuntorakentamiseen\*



Korjaus- ja uudisrakentaminen Purmolla tasapainossa\*



# Markkina 2/2

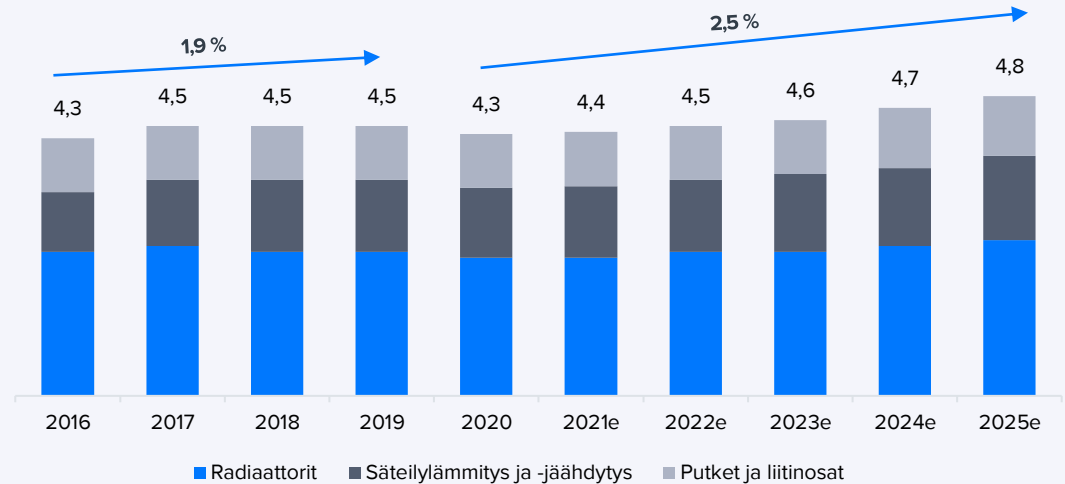
Purmon nykyisten avainmarkkinoiden kasvunäkymät ovat kohtuullisen hyvät. Historiallisesti vuodesta 2016 vuoteen 2020 asti markkinat ovat pysyneet vakaana nousten ennen koronaa ja laskien koronan johdosta. Vuoteen 2019 asti markkinat kasvoivat kuitenkin noin 2 %:n vuosivauhtia.

Purmon teettämien arvioiden perusteella markkinan ennustetaan kasvavan vuoden 2020 koronapohjista noin 2,5 %:n vuosivauhtia. Radiaattorimarkkinan osalta kasvun odotetaan olevan noin 2,3 %, säteilylämmitys- ja jäähdytysmarkkinan osalta 3,6 % ja putkien sekä liittimien osalta 1,9 % vuodessa. Näin ollen ICS-divisioonan kasvunäkymät ovat hieman paremmat kuin perinteisten radiaattoreiden.

Radiaattorimarkkinan näkymiä tukee kuitenkin korjausvelka ja kestävyystrendi. ICS-markkinaa tukee uudisrakentamisen kasvu, upotettujen järjestelmien kysynnän kasvu ja teknologian kehitys. Kestävien ja energiatehokkaiden ratkaisujen suosio tukee kaikkia tuotealueita.

Huomioon otettavaa kuitenkin on, että iso osa Purmon liiketoiminnasta liittyy hyvinkin sykliseen uudisasuntorakentamiseen, jossa markkinatilanne on etenkin viime vuosina ollut paikoin hyvinkin kuuma. Väistämättä myös laskukausia tulee eikä ne välttämättä jää yhteen vuoteen. Tätä syklisyyttä tasapainottaa tosin jatkuva korjaustarve vanhoissa rakennuksissa. Kasvuennuste vaikuttaa siinä mielessä suhteellisen maltilliselta ottaen huomioon kaupungistumisen ja asuntojen merkittävän korjaustarpeen tulevaisuudessa.

Purmon avainmarkkinoiden kehitys ja kasvuennuste



	Keskimääräinen vuosittainen kasvu CAGR-%			
	16-19	19-20	20-25e	21e-25e
<b>Putket ja liittinosat</b>	3,2 %	-4,1 %	1,9 %	1,8 %
<b>Säteilylämmitys ja -jäähdytys</b>	4,3 %	-2,2 %	3,6 %	3,7 %
<b>Radiaattorit</b>	0,3 %	-3,9 %	2,3 %	2,4 %

# Kilpailu

## Globalit markkinat

Markkinalla toimii paljon erityyppisiä toimijoita, mutta Purmon kilpailijoiksi erottuu eritoten keskikokoiset/isot toimijat, joilla on laaja tarjoama sisäilma-, lämmitys- ja jäähdytysmarkkinassa. Markkinoilla on kuitenkin useita toimijoita, jotka ovat erikoistuneet johonkin tiettyyn osaan alasta. Euroopassa Purmo on sanojensa mukaan radiaattoreissa markkinajohtaja ja sisäilmaratkaisuissa neljänneksi isoin toimija.

Näyttäisi, että Purmo pystyy keskimäärin parempaan kannattavuuteen kuin kilpailijat, vaikka kasvu onkin jäänyt verrokeista jälkeen. Pääoman tuotolla mitattuna Purmo jää jälkeen, mutta siinä yhtiö omaa selkeää parannuspotentiaalia.

## Kasvuvauhti ollut kilpailijoita heikompaa

Tarkastelimme yhtiön pohjoismaisia ja eurooppalaisia verrokkiyhtiöitä. Huomioitavaa on, että kaikki toimijat eivät toimi pelkästään Pohjoismaiden tai Euroopan markkinoilla, joka osin heikentää verrokkiyhtiöiden vertailtavuutta.

Purmon kilpailijat\* ovat keskimäärin kasvaneet noin 3 %:n vauhtia viimeisen 3 vuoden aikana (2018-2020). Purmon liikevaihto puolestaan on vuodesta 2018 lähtien vuosittain laskenut noin 0,8 %:lla vuoteen 2020 asti (CAGR-%). Vuonna 2021 kasvu näyttäisi tosin vahvistuvan merkittävästi (2021 Q1-Q3 kasvu: 28 %), mutta näin se on myös usealla verrokilla koronan patouman aiheuttaman kysyntäpiikin vuoksi. Purmolla kuitenkin viime vuosina keskiössä ei ole ollut arviomme mukaan kasvu, mikä on heijastunut hyviin

\*Vertailtaessa liikevaihdon kasvua, kannattavuutta sekä pääoman tuottoa on käytetty Purmon Pohjoismaissa ja Euroopassa toimivien kilpailijoiden lukuja. Vertailussa mukana: Nibe Industrier AB, Centrotec SE, Zehnder Group AG, Systemair AB, Lindab International AB, Arbonia AG, Volution Group PLC, Aalberts NV, Ecoclimate Group AB.

kannattavuuslukuihin. Kilpailijoiden kasvu on ollut arviomme mukaan hieman markkinoita nopeampaa, joten isoimmat toimijat ovat kasvattaneet markkinaosuuksiaan.

## Kannattavuus kilpailijoita hieman parempi

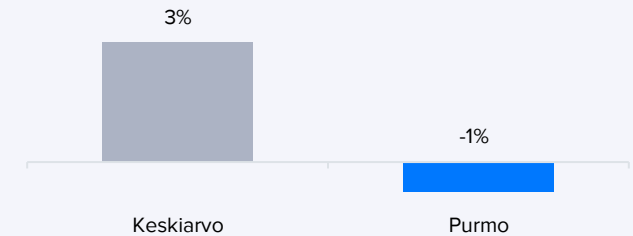
Purmon toimialalla on yleisesti kohtuullisen hyvää kannattavuus. Alan kannattavimmat toimijat kykenevät tekemään yli 10 %:n liikevoittomarginaaleja. Laskelmiemme mukaan Purmon oikaistu EBIT-marginaali oli vuosina 2018 ja 2019 noin 6 %, mutta nousi vuonna 2020 noin 9 %:iin. Keskimäärin viimeisen kolmen vuoden aikana marginaali on ollut laskelmiemme mukaan 6,8 %, kun se alan kilpailijoilla on ollut noin 6,4 %. Arviomme mukaan vuoden 2020 kannattavuustaso on ollut erityisen hyvä ja keskimäärin 8-9 % EBIT-marginaali on yhtiölle jo kohtuullisen hyvä kannattavuustaso.

## Toimialan pääoman tuotto kohtuullisella tasolla

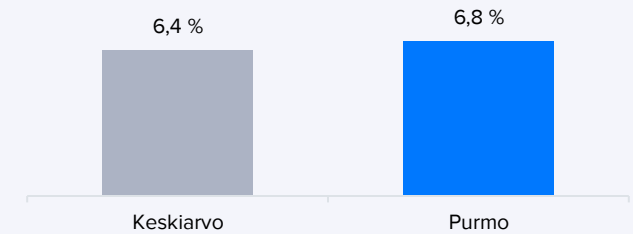
Alan kilpailijoiden oman pääoman tuotot ovat olleet keskimäärin noin 9 % viimeisen kahden vuoden ajalta. Purmolla oman pääoman tuotto on ollut kilpailijoita selvästi heikompi ja oli keskimäärin 4 % vuosien 2019-2020 aikana. Purmo Group muodostettiin vuoden 2018 aikana, jolta ei ole tuotto-% saatavilla. Toimialan ROE-% on lähellä koko Helsingin pörssin keskiarvoa ja näemme, että Purmollakin on sinne mahdollisuudet. Alhainen pääoman tuotto-% Purmolla johtuu nähdäksemme lähinnä taseoptimoinnin puutteesta ja isoista kertaeristä raportoiduissa luvuissa.

## Purmon suoritus vs. kilpailijat\*

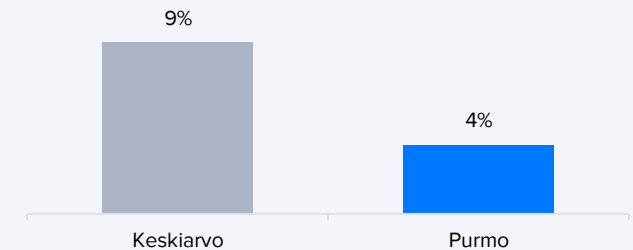
### Liikevaihdon kasvu (2018-2020 CAGR-%)



### Liikevoitto-% 3v ka.



### ROE-% 2v ka.





# Strategia 1/2

## Johtava kestävien sisäilmaratkaisujen toimittaja

Tehty sulautuminen ja listautuminen tukevat Purmo Groupin strategiaa kasvaa sekä organisesti että yritysostojen avulla. Yhtiön missiona on olla johtava kestävien sisäilmaratkaisujen toimittaja maailmanlaajuisesti.

Yhtiön strategian kulmakiviä ovat 1) ratkaisumyynnin skaalaus markkinaosuuden kasvattamiseksi aliedustetuilla alueilla, 2) uusien älykkäiden tuotteiden lanseeraaminen, 3) kasvumarkkinoille panostaminen, 4) kannattavuuden parantaminen operatiivisen tehokkuuden kautta sekä 5) tarkkaan määritelty yritysostokasvustrategia. Listautuminen lisäsi merkittävästi Purmon joustavuutta rahoittaa tulevia yritysostoja omalla pääomalla ja/tai velalla sekä ylläpitää optimaalista pääomarakennetta.

**Ratkaisumyynnin skaalaaminen** tarkoittaa kokonaisratkaisujen ja -järjestelmien myyntiä yksittäisten tuotteiden sijaan. Kuten aikaisemmin näytimme, Purmon tarjoama pystyy kattamaan pitkälti talon koko energia-, lämmitys- ja jäähdytystarpeet. Kokonaisratkaisujen avulla voidaan saavuttaa alhaisemmat toimintakulut ja matalampi energiankulutus, joka yhdessä tekee ratkaisusta kestävämmän sekä voi parantaa käyttäjän sisäilman laatua. Myyntiä olisi tarkoitus lisätä etenkin Italiassa, Itävallassa, Isossa-Britanniassa, Puolassa ja Romaniassa, missä ratkaisut ovat aliedustettuna osana. Purmon arvion mukaan onnistuminen ratkaisumyynnin lisäämisessä voisi kasvattaa asiakaskysyntää, kun asiakkaiden tarpeisiin voitaisiin luoda selkeät

ratkaisut. Keskeistä strategian onnistumisen kannalta on, että LVI-suunnittelijat ottavat Purmon ratkaisut omikseen, sillä he yleensä tekevät päätöksiä loppukäyttäjien puolesta tai antavat suosituksia ratkaisuista. Tärkeää on myös, että Purmolla on omaa suunnitteluosaamista sekä vahvat tuotevalikoimat, joilla ylläpitää suhteita suunnittelijoihin.

**Älytuotteiden lanseeraaminen** tuo esiin kestävyys- sekä digitalisaationäkökulman. Purmo näkee, että älytuotteet ovat ennen kaikkea älykkäitä pystyessään toimimaan optimaalisesti itsenäisesti sekä järjestelmän osana. Ne ovat myös esteettisesti sopivia ympäristöönsä ja elinkaareltaan kestäviä tuotteita. Tarkoituksena Purmolla on lanseerata uusia parempaa asiakasarvoa tuottavia tuotteita sekä päivittää myös olemassa olevia mahdollisuuksien mukaan kestävimiksi, älykkäämmiksi ja esteettisimmiksi. Tavoitteena on tarjota paras mahdollinen sisäilma ympäristöystävällisellä tavalla. Digitalisaatio ja kestävä kehitys ovat yhä tärkeämmässä osassa tuotteita valittaessa ja arviomme mukaan älykkäät tuotteet palvelevat myös ratkaisumyynnin skaalausta tuotteiden yhteentoimivuuden ja kommunikoinnin myötä.

**Kasvumarkkinoille panostaminen** on avainasemassa Purmon strategiassa. Avainmarkkinoiden ulkopuolella on nopeasti kasvavia markkinoita, joiden potentiaalista Purmo tavoittelee saavansa osansa. Toimenpiteitä ovat mm. kasvun lisääminen ydintuoteportfolion (radiaattorit) osalta markkinoilla, joilla on

heikompa teräspaneeliradiaattoritarjontaa, paikallisten jakeluketjujen perustaminen hintojen kilpailukyvyyn varmistamiseksi sekä yhtiön vahvan markkina-aseman hyödyntäminen avainmarkkinoilla. Purmo aikoo myös lisätä kasvua markkinoilla, joilla se näkee hyviä kasvumahdollisuuksia. Esiin nousee tässä vaiheessa Kiina ja Venäjä, jossa Purmolla on jo omaa valmistuskapasiteettia. Kasvumahdollisuuksia ajatellen Purmolla on Kiinassa uusi moderni tehdas ja se on omien sanojensa mukaan ainoa länsimainen toimija markkinalla omalla valmistuskapasiteetilla. Venäjältä Purmo hankki enemmistöosuuden radiaattoritehtaasta, jonka kautta sillä on nyt paikallista tuotantoa markkinalla.

Orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö tavoittelee epäorgaanista kasvua yritysostoin. Purmon toimiala on varsin pirstaleinen ja yhtiö onkin tunnistanut merkittäviä mahdollisuuksia konsolidaatiossa ja laajentumisessa molemmissa divisioonissa. Purmolla on yritysostoputkessa monta mahdollista pienempää ehdokasta ja se tarkkailee myös isompaa laajentumista tarjoavia vaihtoehtoja. Tavoitteena on löytää kohteita, jotka parantavat tuotesijoittelua, tuovat mukanaan toisia täydentäviä tuotteita tai teknologioita tai laajentaa yhtiön maantieteellistä asemaa. Purmo näkee, että yritysostoissa se pystyisi tuomaan esiin synergioita kustannustehokkuutensa, mittakaavaetujen ja vahvojen asiakassuhteiden kautta.

# Strategian tukipilarit ja fokusalueet

## Strategia

Olla johtava toimija kestävässä sisäilmaratkaisuissa



Ratkaisumyynnin  
skaalaus



Uusien älykkäiden  
tuotteiden lanseeraus



Keskittyminen  
kasvumarkkinoille



Kasvun  
mahdollistavat  
yritysostot  
Laajentuminen ja alan  
konsolidoituminen  
molemmissa  
liiketoiminnoissa



Operatiivinen tehokkuus liiketoiminnallisesti, kaupallisesti ja tukitoiminnoissa



Ihmiset ja kulttuuri lisäämään sitoutuvuutta, kannusteita ja osaamista

## Megatrendit tukevat strategiaa ja liiketoimintaa



### Kestävä kehitys

- Kestävät energialähteet
- Muutos vesikiertoiseen lämmitykseen
- Matalan lämpötilan järjestelmät



### Digitalisaatio

- Hallinnointijärjestelmät luovat tehokkuutta
- Järjestelmien liittäminen verkkoon ja toisiinsa
- Vaihtoehtoisten myyntikanavien nousu



### Kaupungistuminen

- Kaupungistuminen tukee uutta rakentamista
- Tilanpuute tukee upotettujen järjestelmien kysyntää (esim. lattialämmitys)
- Optimoinnin ja teknologian tarve kasvaa

# Strategia 2/2

## Taloudelliset tavoitteet kunnianhimoisia

Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat kunnianhimoisia, mutta saavutettavissa. Purmo tavoittelee kasvua, mutta näyttäisi ennen kaikkea siltä, että kannattavuuteen tavoitellaan kestävästi korkeampaa tasoa.

Purmo tavoittelee kasvavansa markkinoita nopeammin orgaanisesti, jonka lisäksi yhtiö tavoittelee merkittävää kasvua yritysostojen avulla. Purmon markkinoiden voi yhtiön teettämien markkinatutkimuksien mukaan kasvavan lähivuosina noin 2-4 % divisioonasta riippuen. Näemme, että kasvumarkkinoilla (esim. Venäjä, Kiina) kasvu on tätä nopeampaa, kun taas kehittyneimmillä markkinoilla kasvu voi jäädä alhaiseksi tai jopa taantua. Yhtiön panostus kasvumarkkinoille ja kokonaisratkaisujen myynti muilla markkinoilla antaa mielestämme eväitä markkinoita nopeampaan kasvuun. Tämä näkyy myös vuonna 2021, kun kolmen kvartaalin aikana kasvu on ollut lähes 30 %. Historiassaan (2018-2020) tosin Purmon kasvu ei ole ollut kilpailijoiden tasolla, mutta myös fokus on ollut arviomme mukaan enemmän kannattavuudessa. Strategian avulla panostusta kasvuun on tehty, mutta vuoden 2021 kasvulukuihin nähden odotamme lähivuosille merkittävää kysynnän normalisoitumista.

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee yli 15 %:n oikaistua käyttökatetta keskipitkällä (3-5 v) ja pitkällä aikavälillä. Yhtiön EBITDA-% oli poikkeuksellisen hyvän vuoden 2020 päätteeksi 12,7 %, jota tuolloin avitti mm. koronan myötä tulleet säästöt. Ennen tätä yhtiön marginaalit olivat

keskimäärin 9,5 % (2018-2019). Tähän nähden yhtiön tavoitteet vaikuttavat mielestämme hyvinkin optimistisilta. Luottoa tavoitteisiin kuitenkin luo vuoden 2021 kolmen kvartaalin yli 13 %:n EBITDA-marginaali, joka on saavutettiin yhtiön tehostamisohjelman (PGUp) kautta, jossa koronan tuomista säästöistä pyrittiin tekemään kestäviä. Yhtiö tavoitteli ohjelmallaan noin 20 MEUR:n vuotuisia kustannusvaikutusta. Kun ottaa huomioon, että vuoden 2021 kolmen ensimmäisen kvartaalin oikaistu käyttökate on parantunut jo noin 20 MEUR:lla, voi ohjelman ainakin todeta menneen oikeaan suuntaan. Yhtiö aikoo strategiassaan jatkaa liiketoiminnan tehostamista operatiivisissa ja kaupallisissa toiminnoissa sekä liiketoiminnan tuessa. Näemme, että tehostamista edelleen yhtiössä on ja edellisen ohjelman onnistunut läpimeno parantavat luottamusta tavoitteisiin. Kuitenkin on huomioitava, että kuten raportin Kilpailijat-osiossa näytämme, on tavoitteiden taso alaankin nähden verrattain korkealla. Tämän vuoksi ennusteissamme olemme vielä selkeästi alle tavoitteiden.

Velkaantuneisuuden yhtiö tavoittelee olevan alle 3x-tasolla (nettovelka/oik. EBITDA), mikä on mielestämme yhtiön kasvuhakuisuus ja liiketoimintamalli huomioiden hyvä taso. Osinkoa yhtiö tavoittelee jakavansa puolivuositain ja yli 40 % nettotuloksestaan, mikä on mielestämme mahdollista hyvän kassavirran johdosta. Purmo ottaa osingonjaossaan kuitenkin ensin huomioon yhtiön tuloskehityksen, taloudellisen aseman ja kasvumahdollisuudet.

## Taloudelliset tavoitteet

<b>Kasvu</b>	Tavoitteena on markkinakasvun ylittävä liikevaihdon orgaaninen kasvu. Lisäksi yhtiö pyrkii huomattavaan epäorgaaniseen kasvuun yritysostoin.
<b>Kannattavuus</b>	Tavoitteena on yli 15 %:n oikaistu käyttökate keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.
<b>Velkaantuneisuus</b>	Nettovelka/ oikaistu käyttökate alle 3,0 (12kk). Väliaikaisesti taso voidaan ylittää yritysostojen tai uudelleenjärjestelyn yhteydessä.
<b>Osinko</b>	Tavoitteena on jakaa vähintään 40 % vuotuisesta nettotuloksesta osinkoina tai pääomanpalautuksena.

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Taloudellinen asema on hyvä

Purmon taloudellinen asema on ollut vahva ennen listautumista ja osin jopa ylikapitalisoitunut. Listautumisen myötä taserakenne muuttuu velkamäärän kasvaessa.

Yhtiön liiketoimintamalli tuottaa hyvin kassavirtaa ja vahva kassavirtapotentialiaali näkyy yhtiön kassakonversion tunnusluvuista. Viimeisen kahden vuoden aikana kassakonversio on ollut Purmolla noin 98 % ja oikaistu operatiivinen kassavirta nousi vuoden 2019 noin 55 MEUR:sta noin 94 MEUR:oon vuonna 2020. Vuosi 2020 oli tosin poikkeuksellisen hyvä vuosi ja vuoden 2021 kolmen ensimmäisen kvartaalin jälkeen kassakonversio oli 55 % jääden vertailukauden 100 %:sta. Myös absoluuttinen taso on jäänyt vertailukaudesta, kun pääomia on sitoutunut kasvuun vertailukautta enemmän.

Yhtiön taseen tunnusluvut ovat liiketoimintamalliin nähden mielestämme olleet hyvällä tasolla. Oikaistu käyttökate/nettovelka tunnusluku oli vuonna 2020 alle 1x-tason (tavoite alle 3x) ja omavaraisuusaste oli jopa 62 %.

Listautumisen yhteydessä Purmo solmi mittavan rahoituspaketin, joka tulee vaikuttamaan tunnuslukuihin. Ennen listautumista Purmolla oli lähinnä vuokrasopimusvelkoja sekä 98 MEUR:n osakaslaina, joka maksetaan takaisin listautumisen yhteydessä. Lainan maksu hoidetaan VAC:n sulkutileillä olevilla varoilla ja lopulta lainoja nostetaan noin 280 MEUR:lla. Rahoituspaketissa on vielä 80 MEUR:n limiitti ja 125 MEUR:n velkarahoitus, joita ei vielä nosteta.

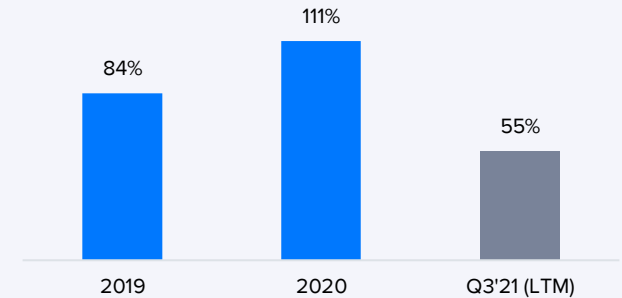
Kokonaisuudessaan nettovelkaa yhtiöllä pro forma -luvuilla oli Q3:n lopussa 271 MEUR.

Velkaantumista tarkasteltaessa voidaan ottaa huomioon yhtiön ohjeistama yli 97 MEUR:n käyttökate. Tällöin nettovelka/käyttökate-tunnusluku asettuu tasan 97 MEUR:n käyttökatteella noin 2,8x-tasoon. Tämä on mielestämme yhtiön kasvuvaihe ja hyvän kassavirran tuoton omaavalla yhtiölle kohtuullisen järkevä taso. Taso on myös alle yhtiön tavoitteen (alle 3x). Velan määrän lisääntymisen myötä odotamme omavaraisuusasteen heikentyvän. Pro forma -luvuilla omavaraisuusaste laski Q3:n lopussa 39 %:iin. Taso on kuitenkin varsin hyvä liiketoimintamallia ajatellen.

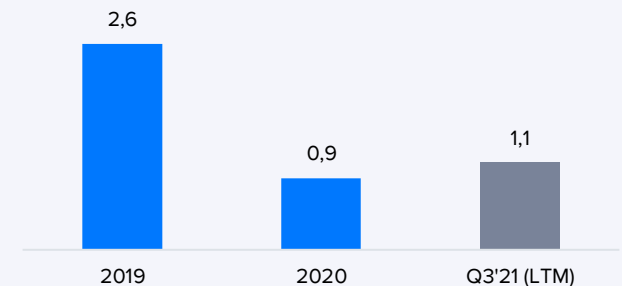
Liiketoimintamallinsa ansiosta ylläpitoinvestointeja yhtiö joutuu tekemään vain vähän, kuten aikaisemmin Liiketoimintamalli-kappaleessa esitimme. Ylläpitoinvestointien ollessa alhaiset (alle 2 % liikevaihdosta) jää liiketoiminnan rahavirtaa enemmän käytettäväksi kasvuun, velkojen maksuun ja osinkoihin. Odotamme kasvuvaiheen kuitenkin lisäävän investointeja lähitulevaisuudessa tästä tasosta.

Hyvä kannattavuus ja optimoitu taserakenne parantavat myös pääoman tuottopotentialiaa. Ennen listautumista yhtiön ROE-% on ollut alhainen (3-5 % 2019-2020), mutta myös tase on ollut ylikapitalisoitunut. Yhtiön ilmoittama operatiivisen sijoitetun pääoman tuotto olikin vuoden 2021 Q3 lopussa 19 %, vaikka ROE-% oli vain 7 %. Näemme, että pääoman tuottoluvuissa on parannusvaraa taserakenteen optimoinnin yhteydessä.

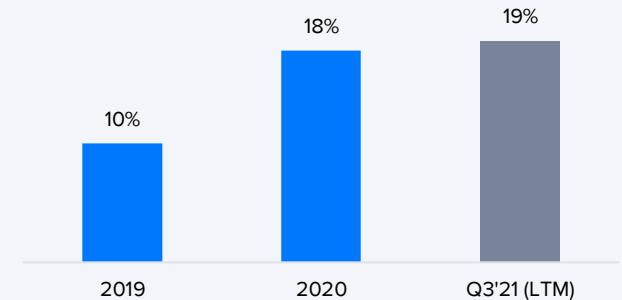
## Kassakonversio-%



## Nettovelka/käyttökate (oik.)



## Operatiivinen SIPO-%



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Taseessa liikearvoa ja kiinteää omaisuutta

Tarkastelemme vuoden 2021 kolmannen kvartaalin lopun tasetilannetta, mutta korostamme, että taseasema muuttuu listautumisen myötä eikä nykytila anna välttämättä parasta kuvaa. Oleelliset erät velkoja ja omaa pääomaa lukuunottamatta se kuitenkin avaa.

Taseen loppusumma oli 2021 Q3 lopussa noin 948 MEUR. Varojen puolella korostui liikearvo, jota oli Q3 lopussa 369 MEUR. Se vastasi noin 39 % taseen loppusummasta. Liikearvoa kertyy taseeseen yritysostoista eikä sitä IFRS-standardin mukaisesti poisteta. Arviomme mukaan yhtiön liikearvossa ei ole nykytilanteen oloissa (listautumisen jälkeen) alaskirjauspaineita. Muita aineettomia hyödykkeitä oli noin 36 MEUR:lla ja näitä poistetaan tasaisesti.

Toiseksi isoin erä varojen puolella oli vuoden Q3:n lopussa aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet eli kiinteä omaisuus. Tämä erä oli kooltaan noin 127 MEUR, jonka lisäksi yhtiöllä tähän liittyen oli vielä käyttöoikeusomaisuuseriä (IFRS 16) noin 31 MEUR:n arvosta. Kiinteään omaisuuteen kuuluu yhtiön tuotantolaitokset ja niiden koneet sekä laitteet, jotka muodostavat potista isoimman osan. Kiinteä omaisuus vastasi noin 13 %:sta taseen loppusummaa (ilman IFRS 16 -vastuita). Näin ollen huomataan, että yhtiön liiketoiminnassa osin pääomia sitoutuu kiinteään omaisuuteen, mutta osuus on kuitenkin maltillinen.

Kolmanneksi esiin taseen varojen puolelta nousee vaihto-omaisuus 144 MEUR:n osuudellaan (15 %).

Varasto on kasvanut ja käyttöpääomaa on sitoutunut, kun yhtiö on kasvanut kolmen kvartaalin aikana 28 %:n vauhtia. Varasto on kasvanut liikevaihdon kanssa samaa tahtia ja myös saamiset ovat nousseet 143 MEUR:oon vertailukauden 96 MEUR:sta. Tämä on nostanut nettokäyttöpääoman 96 MEUR:oon vertailukauden 61 MEUR:sta Q3:n lopussa.

## Sulautuminen muuttaa tasetilannetta

Kassatilanne Q3:n lopussa oli hyvä, mutta tulee muuttumaan listautumisen yhteydessä merkittävästi. Pro forma -luvuissa Q3:n rahavaroihin vaikuttaa uusi rahoitus, ylimääräinen varojen jako entisille omistajille, vanhan osakaslainan takaisinmaksu ja VAC:n sulkutileillä olevien rahojen käyttö. Yhdessä näiden tulisi nostaa rahavaroja sulautumisessa noin 17 MEUR:lla. Pro forma -kassa Q3 lopussa olisi muutoksilla noin 54 MEUR, kun se Purmolla oli Q3:n lopussa 32 MEUR.

Vastattavaa puolella omaa pääomaa yhtiöllä oli ennen sulautumista Q3 lopussa 540 MEUR, joten yhtiö oli hyvin vahvasti omaan pääomaan kallellaan. Sulautumisessa oma pääoma laskee pro forma -luvuilla noin 378 MEUR:oon. Lasku johtuu pääasiassa ylimääräisestä varojenjaosta ennen yhdistymistä.

Oman pääoman pienentyessä nousee velka isompaan osaan. Pitkäaikaiset velat nousevat noin 79 MEUR:sta 357 MEUR:oon. Muutos johtuu rahoituspaketin velkarahoituksesta (278 MEUR), jolla mm. rahoitettiin ylimääräinen varojenjak.

Lyhytaikaiset velat sen sijaan laskevat 330 MEUR:sta noin 230 MEUR:oon osakaslainan (98 MEUR) takaisinmaksun myötä. Näin velkojen maturiteettijakauma paranee.

Velkojen puolella korollista velkaa oli laskelmiemme mukaan pro forma -luvuilla Q3:n lopussa noin 324 MEUR. Korollisista veloista 37 MEUR oli vuokrasopimusvelkoja (IFRS 16) ja loput lainoja rahoituslaitoksilta. Uuden velkapaketin keskikorko on laskelmiemme mukaan noin 2 %:n tasolle, joten yhtiö on saanut lainaa hyvillä ehdoilla.

Kaiken kaikkiaan tase muuttuu sulautumisen yhteydessä mielestämme optimaalisemmaksi osakkeenomistajien ja yhtiön arvonluonnin kannalta. Tase oli ylikapitalisoitunut oman pääoman osalta ennen listoille tuloa ja taserakenteen optimoinnilla voidaan saavuttaa parempia tuottolukuja jatkossa.

# Taloudellinen tilanne

## Purmo Groupin tasetilanne 30.9.2021 ennen ja jälkeen sulautumisen

### Vastaavaa

	Purmo Group	Pro forma	Erotus
Liikearvo	369	369	0
Muut aineettomat hyödykkeet	36	36	0
Aineelliset hyödykkeet	127	127	0
Käyttöoikeusomaisuuserät	32	32	0
Muut saamiset	28	27	0
Vaihto-omaisuus	144	144	0
Myyntisaamiset	143	143	0
Kauppahintasaaminen lähipiiriltä	31	27	-4
Muut saamiset	7	7	0
Rahavarat	32	54	21
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>948</b>	<b>965</b>	<b>17</b>

### Vastattavaa

	Purmo Group	Pro forma	Erotus
Oma pääoma	540	378	-161
Pitkäaikainen korollinen velka	8	285	278
Pitkäaikainen vuokrasopimusvelka	35	35	0
Pitkäaikaiset muut velat	30	30	1
Varaukset	7	7	0
Lyhytaikainen korollinen velka	100	2	-98
Lyhytaikainen vuokrasopimusvelka	2	2	0
Ostovelat ja muut velat	213	211	-2
Lyhytaikaiset muut velat	8	8	0
Varaukset	6	6	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>948</b>	<b>965</b>	<b>17</b>

# Ennusteet 1/3

## Ennusteiden lähtökohdat

Ennustamme Purmon liikevaihdon kehitystä lähivuosille yhtiön tavoitteiden, markkinan kehityksen sekä mahdollisten yritysostojen perusteella. Pidemmällä aikavälillä nojaamme markkinan odotuksien mukaiseen kehitykseen. Kannattavuudessa nojaamme yhtiön historialliseen suoritukseen sekä myös yhtiön tavoittelemaan kannattavuustasoon. Mahdollisia yritysostoja ei ole ennusteissamme mukana.

Lisäksi luvuissamme on huomioitava, että vuoden 2021 luvut ovat pro forma -lukuja, jossa on otettu huomioon, että VAC ja Purmo olisivat olleet jo yhdistyneitä. Historialluvut vuosilta 2019-2020 ovat Purmo Groupin lukuja, joten vertailtavuus näiden vuosien välillä ei ole täydellinen. Käytämme vuonna 2021 pro forma -lukuja, jotta vuoden 2022 vertailtavuus olisi parempi.

## Lähivuosien näkymissä tasaantumista

Näkymät ovat yhtiölle mielestämme kohtuullisen hyvät lähivuosille, vaikka tietyt riskitekijät aiheuttavat epävarmuutta. Markkinan odotetaan kasvavan keskimäärin noin 2,5 %:n vuosivauhtia lähivuodet, mutta syklisyyden omaisesti arvioimme jonain vuosina kasvun olevan vahvempaa ja jonain vuonna heikompaa. Vuosi 2021 on ollut kovan kasvun aikaa (Q1-Q3'21: +28 %), mutta tilauskannat alkavat normalisoitua Purmonkin kommenttien mukaisesti. Tämän vuoksi odotammekin kasvuvauhdin tasaantuvan merkittävästi lähivuosille lähemmäs markkinan odotettua kasvua.

Yhtiö odottaa oikaistun käyttökateen olevan

vuonna 2021 yli 97 MEUR (2020: 85,1 MEUR). Yhtiö nosti ohjeistustaan Q3-raportin yhteydessä, mutta myös kommentoi näkymien heikentyvän vuoden viimeiselle neljännekselle. Vuoden 2020 vertailukausi oli vahva ja yhtiö odottaakin ohjeistuksellaan, että tulostaso laskee tästä. Syynä tähän on se, että vuonna 2020 Q4 ja myös osin vuoden 2021 Q1 kvartaaleilla raaka-aineiden hinnat olivat matalampana verrattuna tällä hetkellä vallitseviin korkeisiin hintoihin. Yhtiö on kyennyt toistaiseksi vastaamaan toimitusketjujen ja kustannusten nousun haasteisiin ja pystynyt viemään kohonneita kustannuksia omiin myyntihintoihin etenkin ICS-divisioonassa. Radiaattoreissa hinnankorotuksissa on ollut viivettä, mutta viiveen vaikutukset ovat olleet vähäisiä. Tuotteiden kysynnän normalisoituessa ja tarjonnan kasvaessa myyntihintojen nostaminen ei ole enää niin helppoa, vaikka paine raaka-aineiden hintojen noususta yhtiölle tulisikin. Tämän vuoksi ennustammekin lähivuosille, että marginaalit pysyvät maltillisina.

Lisäksi koronapandemia aiheuttaa vielä omat epävarmuustekijänsä, vaikka tähän asti yhtiö on selvinnyt pandemiasta kohtuullisen hyvin. Rakennusalan suhdannekuva on myös kriittisessä osassa yhtiölle etenkin asuntorakentamisen osalta. Asuntorakentaminen on vetänyt hyvin vahvasti koronan kuopista lähtien ja myös kasvattanut kysyntää yhtiön tuotteille. Asuntomarkkinan tuleva jäähtyminen tai isompi laskusuhdanne vaikuttaisi negatiivisesti yhtiön tuotteiden kysyntään. Arvioimme mukaan vuonna 2022 asuntomarkkinan vedon tulisi olla vielä hyvällä tasolla aloitettujen kohteiden vuoksi, mutta

vuodelle 2023 näkymät ovat epävarmemmat.

## Vuosi 2021 tulee olemaan hyvin vahva

Edellä mainitut näkymät huomioiden vuodesta 2021 on tulossa hyvin vahva. Q3:een mennessä liikevaihto on noussut 28 % 621 MEUR:oon ja oikaistu käyttökate oli 81,1 MEUR (oik. EBITDA-%: 13,1 %). Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon nousevan kokonaisuudessaan 23 %:lla noin 827 MEUR:oon vahvan alkuvuoden ansiosta. Oikaistun käyttökateen odotamme nousevan 99,5 MEUR:oon (oik. EBITDA-%: 12,0 %). Q4:n liikevaihdon odotamme näin olevan 206 MEUR ja oikaistun käyttökateen 18,4 MEUR (oik. EBITDA-%: 8,9 %). Vuoden viimeisen neljänneksen lukuihin epävarmuutta luo vahva vertailukausi ja tasaantuva kysyntä tuotteille sekä korkeat raaka-aineiden hinnat.

Raportoidun käyttökateen odotamme olevan 88 MEUR (2020: 71,9 MEUR) ja liikevoiton odotamme nousevan koko vuonna noin 55 MEUR:oon (2020: 42 MEUR). Raportoituja lukuja painaa oikaisut liittyen listautumisantiin ja uudelleenjärjestelyihin. Rahoituskulujen odotamme olevan hieman koholla vuonna 2021 listautumisjärjestelyyn liittyen. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan 0,77 euroon vertailukauden 0,61 eurosta. Käytämme osakemääränä ulkona olevia osakkeita (40,7 miljoonaa). EPS kasvaisi ennusteillamme vahvat 26 % vuonna 2021 hyvän alkuvuoden ansiosta. Osinkoa odotamme yhtiön jakavan 0,30 euroa osakkeelta, mikä on noin 40 % nettotuloksesta.



# Ennusteet 2/3

## Vuonna 2022 odotamme kasvuvauhdin tasaantumista

Vuodelle 2022 odotamme selkeää markkinan kasvun tasaantumista korkeilta tasoilta. On vielä yhtiön lyhyen historian ja näkymien perusteella vaikea arvioida, minkä tasoisesta kysynnän tasaantumisesta on lopulta kysymys. Purmo ei julkista tilauskantaansa, joten suuntaviivoja tulee hakea vain markkinoiden odotettavasta kehityksestä sekä näkymien sanavalinnoista.

Näemme kasvun kuitenkin jatkuvan hyvän vuoden 2021 jälkeen, mutta kuten totesimme sen tasoon liittyy vielä selkeitä epävarmuustekijöitä. Alkuvuosi tulee arviomme mukaan kärsimään hieman vahvasta vertailukaudesta, mutta loppuvuonna tämän pitäisi tasoittua. Ensimmäisellä vuosipuoliskolla ja etenkin ensimmäisellä kvartaalilla vuonna 2021 myytävien tuotteiden hinnat olivat normaalilla tasolla, mutta kustannukset vielä nykyistä alemmalla tasolla. Samalla kysyntä/tarjontakuva arviomme mukaan tasapainottuu loppumarkkinoidenkin jäähtyessä korkeilta tasoiltaan. Tämä voi johtaa hintojen korotuksien vaikeutumiseen tai jopa hintojen laskuun, millä olisi vaikutusta liikevaihtoon sekä kannattavuuteen.

Ennustamme vuonna 2022 liikevaihdon kasvavan edellä mainitut tekijät huomioiden noin 3 %:lla 851 MEUR:oon. Vaikka markkinatilanne vähän rauhoittuu, näemme yhtiön kasvupanostuksien ratkaisumyyntiin ja kasvumaihin (Kiina ja Venäjä) tuottavan tulosta. Tulostason odotamme olevan lähes edellisvuoden tasolla 97,0 MEUR:ssa (2021e: 99,5 MEUR). Marginaalien odotamme kuitenkin laskevan vuonna 2022 yhtiön

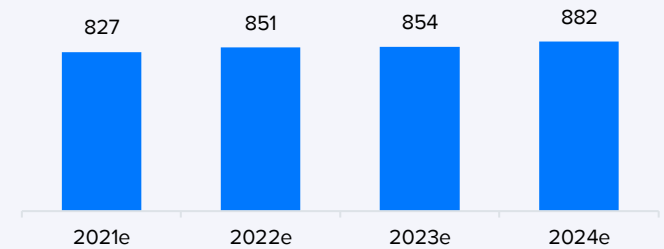
kasvupanostusten, raaka-aineiden hinnannousun ja kysyntä/tarjontakuvan tasapainottumisen kautta noin 11,4 %:iin (2021e: 12,0 %).

## Vuoden 2023 jälkeen markkina jälleen piristyy

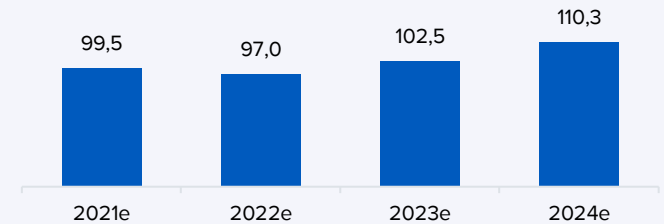
Vuonna 2023 odotamme yhtiön kasvun hidastuvan edelleen ja liikevaihdon olevan vuoden 2022 tasolla. Näemme markkinatilanteen rauhoittuvan kahden tai kolmen hyvän vuoden jälkeen, mikä myös rajaa Purmon kasvua. Asuntomarkkinat, johon Purmon tuotteita pääosin käytetään, ovat olleet viimeiset vuodet todella hyvässä vedossa ja myös vuosi 2022 näyttää tällä hetkellä kohtuullisen hyvältä. Vuodelle 2023 odotamme kuitenkin markkinan jäähtyvän selvemmin, mikä iskee myös Purmon markkinaan. Näemme kuitenkin Purmon pystyvän panostuksillaan pitämään liikevaihtotasonsa ennallaan ja liikevaihdon olevan noin 854 MEUR vuonna 2023. Vuonna 2024 näemme markkinatilanteen jälleen piristyvän ja liikevaihdon lähtevän noin 3 %:n kasvuun ja liikevaihdon olevan 882 MEUR.

Kannattavuusmarginaalien odotamme lähtevän parantumaan jälleen vuonna 2023 ja edelleen vuonna 2024. Näemme, että kasvupanostuksien etupainotteiset kustannukset eivät enää vaikuta kannattavuuteen, strategian mukainen tehokkuusohjelma etenee ja myös markkinoiden hintapaine kevenee, joka avittaa Purmoa parantamaan marginaalejaan. Ennustamme oikaistun käyttökatemarginaalin nousevan vuonna 2023 noin 12,0 %:iin ja vuonna 2024 edelleen volyymien nousun avulla noin 12,5 %:iin.

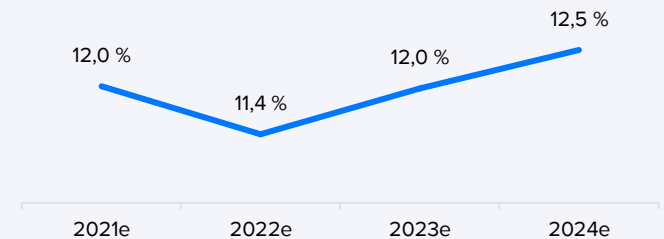
## Liikevaihto (MEUR)



## Oikaistu käyttökate (MEUR)



## Oikaistu käyttökate-%





# Ennusteet 3/3

## Vielä kaukana tavoitetasoista

Purmo tavoittelee markkinoiden ylittävää orgaanista kasvua strategiakaudellaan. Markkinoiden odotetaan lähivuosien ajan kasvavan noin 2,5 %:n vauhtia, kun me odotamme Purmon kasvavan vuosien 2022-2025 aikana lähes 3 %:n vauhtia vuosittain. Tähän nähden arvioimme, että yhtiö pystyy saavuttamaan tavoitteensa liikevaihdon kasvun suhteen. Tämän lisäksi on tietenkin yritysostot, joita emme ennusta, mutta pidämme todennäköisenä, että niitä lähivuosien aikana tulee.

Kannattavuuden tavoitteiden suhteen olemme maltillisempia. Yhtiö tavoittelee yli 15 % oikaistua käyttökatemarginaalia keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Keskipitkä aikaväli tarkoittanee noin 3-5 vuoden aikajanaa, jolloin yhtiö arvioi saavuttavansa sen viimeistään vuonna 2026. Olemme vielä selvästi alle yhtiön tavoitteen lähivuosina sekä myös pidemmällä aikavälillä. Vuoden 2020 12,7 %:n marginaali oli erittäin hyvä suoritus, kun ennen sitä yhtiö oli keskimäärin yltänyt noin 9,5 %:n käyttökatemarginaaleihin. Kilpailijat ovat pärjänneet Purmoa heikommin, joten tukea verrokkien paremmasta kannattavuudesta tavoitteille on myös vaikea hakea.

Näemme, että toimillaan yhtiö pystyy pikku hiljaa nostamaan EBITDA-marginaalinsa vuonna 2024 12,5 %:n tasolle, mutta seuraavan askeleen ottaminen vaatii mielestämme yhtiöltä lisää näyttöjä. Jos yhtiö näyttää toimillaan pystyvänsä ylittämään odotuksemme, on ennusteissamme nousuvaraa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Tällä

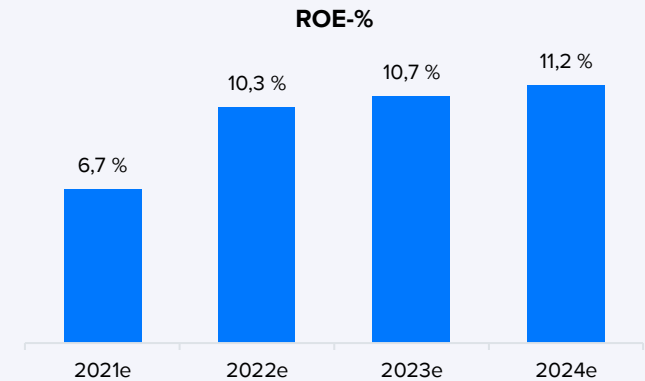
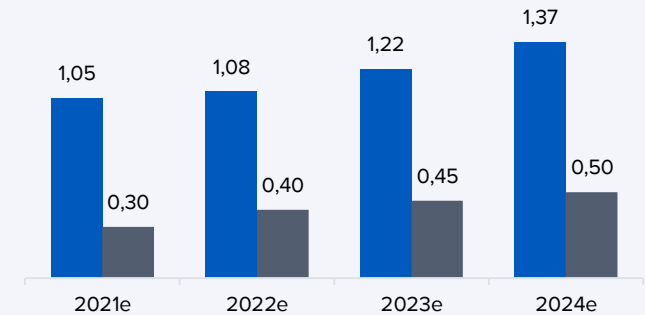
hetkellä pidämme odotuksemme kuitenkin konservatiivisena tavoitteisiin nähden, joskin historiaan nähden hyvinkin optimistisella tasolla.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2024 jälkeen näemme yhtiön kasvun hidastuvan hiljalleen pidemmälle aikavälille, mutta olevan vielä hyvällä tasolla. Vuosien 2025-2029 aikana yhtiön orgaaninen kasvu on ennusteillamme noin 3 %:n tasoa ja hidastuu pitkällä aikavälillä noin 2 %:iin. Näemme yhtiön markkinakavun olevan hyvällä tasolla myös pitkällä aikavälillä suotuisten megatrendien myötä.

Purmon kannattavuuden odotamme pysyvän tasaisena hyvällä tasolla ja siinä voi olla myös pitkällä aikavälillä mahdollisesti nousupotentiaalia tavoitetasojen osoittautuessa realistisiksi. Pitkällä aikavälillä pidämme kannattavuusodotukset kuitenkin vielä maltillisina. Käyttökatemarginaali-ennusteemme terminaalissa on 11 % ja EBIT-marginaalin 8 %. Taso on historiaan nähden korkea, mutta tavoitteisiin nähden alhainen. Jäämme odottamaan vielä yhtiöltä kestävämpiä näyttöjä kannattavuuden tasosta.

## Osakekohtainen tulos (oik.) ja osinko/osake



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1-Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	697	671	621	206	827	851	854	882
Käyttökate	54,2	71,9	69,6	18,4	88,0	97,0	102,5	110,3
Käyttökate (oik.)	65,4	85,1	81,1	18,4	99,5	97,0	102,5	110,3
Poistot ja arvonalennukset	-26,3	-29,9	-23,4	-9,4	-32,8	-32,3	-31,4	-31,5
Liikevoitto	27,9	42,0	46,2	9,0	55,2	64,7	71,1	78,8
Nettorahoituskulut	-12,0	-10,1	-9,0	-2,0	-11,0	-9,6	-9,2	-9,0
Tulos ennen veroja	15,9	31,9	37,2	7,0	44,2	55,1	61,9	69,8
Verot	-2,0	-6,6	-11,7	-1,4	-13,1	-11,0	-12,4	-14,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	13,7	24,9	25,5	5,6	31,1	44,1	49,5	55,8
EPS (oikaistu)	0,61	0,94	0,91	0,14	1,05	1,08	1,22	1,37
EPS (raportoitu)	0,34	0,61	0,63	0,14	0,77	1,08	1,22	1,37

Tunnusluvut	2019	2020	Q1-Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	-3,7 %	-	-	23,2 %	2,9 %	0,4 %	3,3 %
Oik. käyttökateen kasvu-%	0,6 %	30,2 %	-	-	16,9 %	-2,5 %	5,6 %	7,6 %
Käyttökate-%	7,8 %	10,7 %	11,2 %	8,9 %	10,6 %	11,4 %	12,0 %	12,5 %
Oikaistu käyttökate-%	9,4 %	12,7 %	13,1 %	8,9 %	12,0 %	11,4 %	12,0 %	12,5 %
Nettotulos-%	2,0 %	3,7 %	4,1 %	2,7 %	3,8 %	5,2 %	5,8 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Vuosi 2021 Pro forma, vuodet 2019-2020 Purmo Group

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>612</b>	<b>596</b>	<b>579</b>	<b>576</b>	<b>573</b>
Liikearvo	365	365	369	369	369
Aineettomat hyödykkeet	39,6	38,0	36,1	34,1	32,3
Käyttöomaisuus	184	164	146	147	148
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	3,2	3,1	7,0	6,0	5,0
Laskennalliset verosaamiset	19,5	25,5	20,0	20,0	18,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>277</b>	<b>240</b>	<b>417</b>	<b>449</b>	<b>477</b>
Vaihto-omaisuus	114	105	139	140	139
Muut lyhytaikaiset varat	82,8	26,7	32,0	30,0	28,0
Myyntisaamiset	67,3	53,1	138	136	135
Likvidit varat	12,6	55,0	108	143	175
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>889</b>	<b>836</b>	<b>995</b>	<b>1026</b>	<b>1050</b>

Lähde: Inderes

Vuosi 2021 Pro forma, vuodet 2019-2020 Purmo Group

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>518</b>	<b>517</b>	<b>412</b>	<b>444</b>	<b>478</b>
Osakepääoma	0,0	0,0	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	3,4	25,1	56,2	88,1	121
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	513	490	353	353	353
Vähemmistöosuus	1,3	1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>99,8</b>	<b>70,7</b>	<b>357</b>	<b>357</b>	<b>317</b>
Laskennalliset verovelat	4,0	3,9	6,0	6,0	6,0
Varaukset	4,6	7,3	7,0	7,0	7,0
Lainat rahoituslaitoksilta	63,7	29,7	320	320	280
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	27,5	29,8	24,0	24,0	24,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>271</b>	<b>248</b>	<b>226</b>	<b>224</b>	<b>256</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	116	100	5,0	5,0	40,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	148	142	206	204	201
Muut lyhytaikaiset velat	6,6	6,1	15,0	15,0	15,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>889</b>	<b>836</b>	<b>995</b>	<b>1026</b>	<b>1050</b>

# Arvonmääritys 1/4

## Arvostuksen perusteet

Hinnoittellemme Purmoa ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta. Suosimme etenkin EV/EBIT-kerrointa ja P/E-kerrointa. Volyymipohjainen (EV/S) arvostus antaa mielestämme myös hyvää tukea tulosneutraalina arvostustasona. Vertailemme arvostusta myös kansainväliseen ja laajaan verrokkiryhmään. Lisäksi olemme laatineet DCF-laskelman sekä pyrkinyt arvioimaan yhtiön arvoa eri skenaarioissa.

## Syklisyys näkyy alan arvostuksissa

Purmo toimii rakennustuotealalla ja sille löytyy Suomen pörssistä hyvin varteenotettava verrokki Uponor. Uponorin liiketoiminta liittyy etenkin putkistoihin ja rakentamisen alalta painoa on enemmän infrassa kuin Purmolla. Uponor kuitenkin toimii globaalisti Purmon tavoin ja se hinnoitellaan Purmon tavoin Suomen pörssissä. Lisäksi Uponor on yksi iso kilpailija Purmolle ICS-divisioonassa. Tästä syystä näemme, että Uponorin arvostuksesta voi hakea pohjaa myös Purmon hyväksyttävälle tasolle. Myöskin liiketoimintaprofiilit kannattavuudeltaan sekä kasvultaan ovat viime vuosilta lähes samantasoisia.

Purmo tuottaa hyvin kassavirtaa, yhtiöllä on hyvät kasvunäkymät, pystyy saavuttamaan hyvän pääoman tuoton sekä kannattaa alaan nähden jo hyvin sekä omaa selkeää parannuspotentiaalia tuloksessa tavoitteisiinsa nähden, minkä tulisi nostaa yhtiölle hyväksyttävää arvostusta. Uponor on markkina-arvoltaan ja liikevaihdoltaan hieman Purmoa isompi toimija sekä omaa jo selkeästi

todistettuja historiallisia näyttöjä suorituskyvystään ollen vakiintuneempi toimija pörssissä. Purmon kehitysvaiheen ja pienemmän koon vuoksi näemmekin, että hyväksytyjen kertoimien ei tulisi nousta ainakaan vielä merkittävästi yli Uponorin.

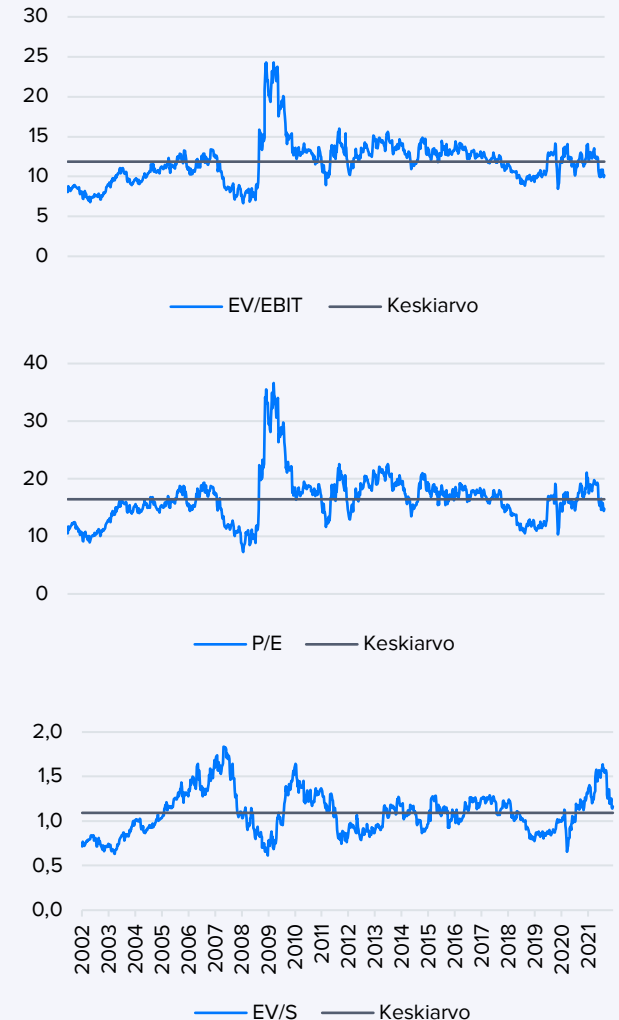
Olemme oikealle koostaneet Uponorin pitkän aikavälin arvostuksen kuviot, joita käytämme hyväksyttävän arvostustason määrittämisen pohjana. Kuten kuvioistakin nähdään, kertoimissa on suhdanteiden mukaisesti ollut isoja vaihteluita, mikä korostaa syklisyyttä rakennustuoteyritysten arvostuksessa.

Vuodesta 2002 lähtien eteenpäin katsova (Forward) EV/EBIT-kerroin on ollut noin 12x ja P/E-kerroin noin 16x. EV/S-kerroin on ollut noin 1,1x. Vuodesta 2010 kertoimet ovat pysyneet kohtuullisen lähellä pitkän aikavälin keskiarvoa, mikä tukee keskiarvoon nojaamista.

Mielestämme Purmolle tulisi hyväksyä vähintään Uponorin tasoiset kertoimet kovan kasvuhakuisuuden ja selvän tuloskasvupotentiaalin vuoksi. Peilaten tätä hyväksyttävä arvostushaarukamme Purmolle on: EV/EBIT: 12-14x ja P/E 14-16x. 1,0x on taso, jossa tulosneutraali EV/S mielestämme antaa yhtiölle tukea kaiken sujuessa odotetusti.

Kertoimissa on nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu jatkamaan kasvuaan ja parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoitteita. Kertoimet tosin myös voivat nopeasti laskea tulostason jäädessä odotuksista.

Uponorin historiallinen arvostus (Forward) antaa hyvän pohjan Purmon kertoimille



# Arvonmääritys 2/4

## Absoluuttiset kertoimet

Seuraamme Purmossa jo tarkemmin vuoden 2022 arvostustasoa, vaikka myös vuoden 2021 tulostaso antaa mielestämme kohtuullisen hyvän vertailukohtan. Vuoden 2021 tulostaso on kuitenkin jo kohtuullisen hyvin tiedossa ja markkinat seuraavat lähivuusia.

Vuonna 2021 arvostus on jo maltillinen (2021e: oik. EV/EBIT 12x, oik. P/E: 14) ja tarjoaisi nousuvaraa hyväksyttäviin tasoihimme. Vuonna 2022 arvostus laskee hieman (2022e: oik. EV/EBIT 12x, oik. P/E: 14) houkuttelevammalle tasolle. Vuoden 2022 ennusteisiin ja hyväksymämme arvostushaarukan keskitasoon (EV/EBIT: 13x, P/E: 15x) nojaten, osakkeessa olisi noin 10 %:n nousuvara. Nojaamme nyt hyväksyttävien tasojemme keskitasolle, mutta yhtiön kehitysvaihe, lyhyt näkyvyys ja kustannuspaineisiin sekä kysynnän tasaantumiseen liittyvä epävarmuus voivat vääriin suuntaa kehittyessään myös laskea hyväksyttävää arvostusta. Tulokasvunäkymien parantuessa ja markkinan epävarmuuden hälventyessä, voimme nojata myös haarukan ylälaitaan.

Volyympihjoinen EV/Liikevaihto on noin 1,0x-tasolla vuonna 2021 ja laskee vuonna 2022 noin 0,9x-tasoon. Tässäkin tunnusluvussa on nousuvaraa ensi vuodelle katsottaessa. Käytämme EV/Liikevaihto-kerrointa lähinnä kuitenkin tukena muulle arvonmääritykselle.

Ennustamme yhtiöltä kasvavaa osinkoa lähivuosien aikana. Osinko ei ole mielestämme vielä merkittävä ajuri osakkeelle, mutta se tarjoaa

pientä tukea tuotto-odotukselle. Lähivuosien ajan osinkotuotto on maltillinen ollen noin 2-3 %:n tasolla. Ennustamme osingonjakosuhteen olevan noin 40 % lähivuosien ajan.

## Verrokkiryhmä

Purmolle on saatavilla kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä toimialan eurooppalaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkiryhmään kuuluu radiaattorimarkkinoiden toimijoita sekä myös ICS-markkinan toimijoita. Iso osa verrokeista on isompia globaaleja toimijoita ja parhaimmilla verrokeilla myös historiallinen kasvu sekä kannattavuus on ollut Purmoa parempi.

Verrokkiryhmän vuoden 2022e mediaani EV/EBIT-kerroin on noin 17x, kun vastaava P/E-kerroin on noin 24x. Tämä on noin 40 % yli Purmon vuoden 2022 arvostustason. Verrokkien arvostustaso vuoteen 2022 katsoessa on näin hyvin korkealla verrattuna Purmoon. Erot tosin isompien ja pienempien toimijoiden välillä ovat merkittäviä. Isoimmilla pääomamarkkinoilla toimijoita on arvostettu selkeästi korkeammalle kuin esimerkiksi Suomessa. Toisaalta näillä on myös selkeitä näyttöjä historiallisesta arvonluonnista.

Purmon onnistuessa strategiassaan ja tavoitteissaan, on kertoimissa mielestämme nousuvaraa lähemmäs kansainvälisiä verrokkeja. Yhtiön kehitysvaiheen ja pienemmän koon vuoksi sovellamme vielä noin 20 %:n alennusta verrokkiryhmän mediaaniin. 20%:n alennuksellakin tosin verrokkiarvostuksen nousuvara on selkeä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	40,7	40,7	40,7
Markkina-arvo	602	602	602
Yritysarvo (EV)	819	784	747
P/E (oik.)	14,1	13,7	12,2
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,2	8,1	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,3	12,1	10,5
Osinko/tulos (%)	39,2 %	36,9 %	37,0 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,7 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkien arvostus 2022e	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Nibe Industrier AB	53,5	41,2	72,6
Aalberts NV	14,0	10,3	20,9
Lindab International AB	17,3	13,3	24,1
Systemair AB	24,7	17,2	33,6
Genuit Group PLC	16,1	12,7	17,9
Uponor Oyj	10,3	7,7	14,9
Arbonia AG	18,4	9,0	26,7
Volution Group PLC	18,7	14,6	24,6
Zehnder Group AG	13,3		21,3
<b>Mediaani</b>	<b>17,3</b>	<b>13,0</b>	<b>24,1</b>
<b>Purmo (Inderes)</b>	<b>12,1</b>	<b>8,1</b>	<b>13,7</b>
<b>Alennus/preemio</b>	<b>-30,1 %</b>	<b>-37,8 %</b>	<b>-43,2 %</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>-37,0 %</b>		

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/4

## DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Rahavirtamalli on kuitenkin herkkä terminaalijakson muuttujiin nähden, jonka vuoksi sen painoarvo on vielä matala. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 17,2 euroa yhtiön tavoitteisiin nähden maltillisilla odotuksilla.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 8 %:iin liikevaihdesta. Tämä vastaa noin 11 %:n käyttökatemarginaalia ennusteillamme. Kannattavuuden taso on vielä selvästi alle yhtiön yli 15 %:n EBITDA-marginaalin tavoitetason, mutta odotamme vielä enemmän näyttöjä kestävästä kannattavuudesta.

Skenaarionomaisesti ajateltuna yhtiön tavoitetasolla olevan kannattavuuden kanssa DCF-mallimme arvo nousisi noin 23 euroon. Historiallisella noin 9 %:n käyttökate-%:n tasolla DCF-mallimme arvo olisi noin 14 euroa. Nykyisellä osakekurssilla skenaarioidemme odotusarvo on siis selvästi positiivinen.

Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,0 % ja oman pääoman kustannus on 12,6 %. Mielestämme tuottovaatimustasossa ei ole merkittävästi laskuvaraa lyhyellä aikavälillä. Näkisimme, että DCF-arvon nousun olisi tultava ennemmin yhtiön kassavirtojen parantumisen kautta.

## Tavoitteiden mukainen skenaario

Olemme haarukoineet yhtiön arvoa skenaariossa, jossa Purmo pääsee kannattavuustavoitteisiinsa. Skenaariossa yhtiö ylittäisi vuonna 2025 tavoittelemansa 15 %:n käyttökatemarginaaliin.

Skenaariossamme yhtiö tekisi vuonna 2025 ennusteidemme mukaisesti 917 MEUR liikevaihtoa ja 138 MEUR:n käyttökateen. Tämä vastaa 15 %:n EBITDA-marginaalia. Liikevoitto skenaariossamme olisi noin 110 MEUR, joka vastaa noin 12 %:n EBIT-marginaalia. Hyväksyttävänä arvostuksena olemme käyttäneet haarukkamme (13x) keskitasoa, josta yritysarvoksi vuonna 2025 muodostuisi noin 1431 MEUR. Arvioimme tosin, että arvostustasossa olisi nousuvaraa jopa haarukkamme yläpuolelle lähemmäs aikaisemmin esiteltyjä verrokkien tasoja, jos yhtiö tavoitteisiinsa ylittäisi.

Nettovelan osalta olemme arvioineet, että se olisi 2,5x-tasolla käyttökateeseen nähden ollen näin yhtiön tavoitetason (nettovelka/EBITDA<3x) alapuolella. Tästä saamme markkina-arvoksi vuonna 2025 noin 1087 MEUR. Osakkeen arvo olisi tällöin nykyisillä osakemäärillä vuoden 2025 lopussa noin 27 euroa.

Nykykurssilla osakkeen nousuvara skenaarion arvoon nähden on noin 80 %. Vuotuiseksi tuotoksi vuoteen 2025 asti muodostuisi näin 16 %. Tämän lisäksi mukaan on laskettava vielä vuotuiset noin 2-3 %:n osingot. Tämä on selvästi yli tuottovaateemme. Tavoiteskenaariion toteutuessa Purmon osakkeen nousuvara olisi näin merkittävä.

## Tavoitteiden toteutuessa osakkeessa selkeää nousuvaraa

### Tulostaso 2025e (MEUR)

Liikevaihto	917
EBITDA	138
EBIT	110

### Hyväksytyt arvostustaso

EV/EBIT	13
---------	----

### Osakekannan arvo (MEUR)

Yritysarvo 2025e	1431
Nettovelka 2025e (2,5 x EBITDA)	344
Markkina-arvo 2025e	1087

Osakkeen arvo 2025e (euroa)	26,7
-----------------------------	------

Vuotuinen tuotto-odotus	16 %
-------------------------	------

# Arvonmääritys 4/4

## Tavoitehinta ja suositus

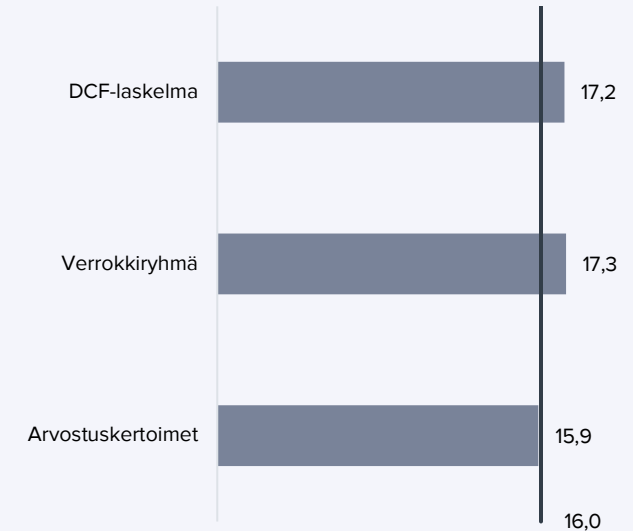
Aloitamme Purmon seurannan lisää-suosituksella ja 16,0 euron tavoitehinnalla. Käytämme arvonmäärityksessä hyväksi pääosin hyväksytyjä arvostuskertoimia, verrokkiryhmää sekä pienemmällä painolla DCF-laskelmaa.

Purmon arvostus on ennusteillamme selkeästi alle verrokkien tason, vaikka suorituskyky on ollut lyhyen historian aikana verrokkeihin nähden hyvällä tasolla. Absoluuttisesti arvostus ei mielestämme myöskään ole täysin huomioon otettu yhtiön tulostasoa. Arvostuksen nousuvaran lisäksi tuotto-odotusta tukee 2-3 %:n osinkotuotto, joka nostaa vuotuisen tuotto-odotuksen noin 10-15 % tasolle.

Riskeinä on markkinan selkeämpi jäähtyminen tai jopa laskuvaihe, joka altistaisi myös Purmon kasvunäkymät alttiiksi muutoksille. Kannattavuuden osalta epävarmuuksia aiheuttaa kustannuspaineet ja tehostamistoimien jatkuvuuden ylläpito. Olemme kuitenkin pyrkineet huomioimaan riskitekijöitä mukaan jo ennusteisiin ja hyväksyttävään arvostukseemme. Syklisesti aralla liiketoiminta-alueella riskejä ei tosin voi liikaa mielestämme korostaa.

Yhtiön pystyessä ylittämään ennusteemme ja markkinatilanteen samanaikaisesti jatkaessa nykyisen oletuksien mukaisena, voi arvostuksessa olla nousuvaraa kohti haarukkamme ylälaitaa. Tämä vaatii mielestämme kuitenkin selkeämpää näkyvyyttä tuloskasvunäkymiin ja todisteita hyvän kannattavuuden ylläpidosta.

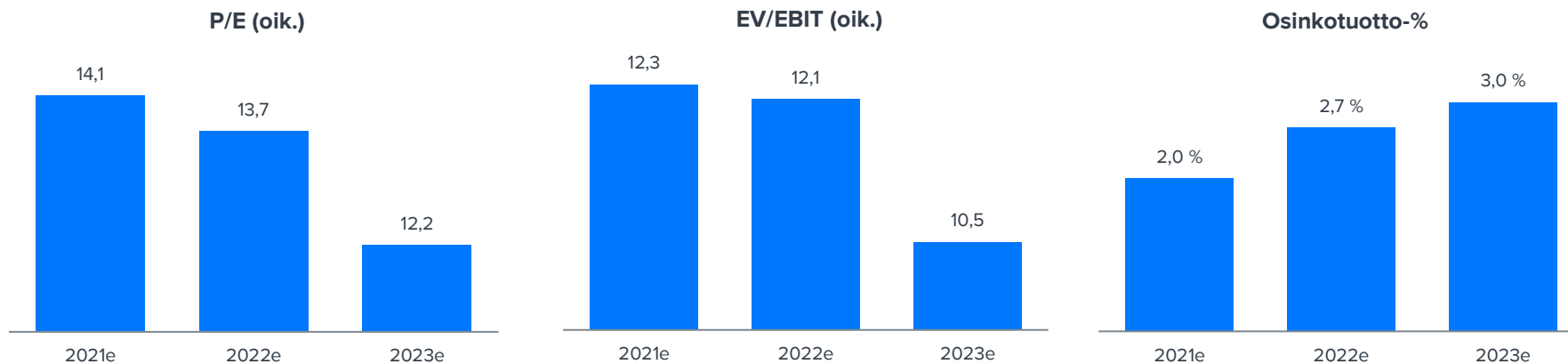
## Tavoitehinnan muodostuminen



# Arvostus

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	40,7	40,7	40,7	40,7
Markkina-arvo	602	602	602	602
Yritysarvo (EV)	819	784	747	706
P/E (oik.)	14,1	13,7	12,2	10,8
P/B	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	8,2	8,1	7,3	6,4
EV/EBIT (oik.)	12,3	12,1	10,5	9,0
Osinko/tulos (%)	39,2 %	36,9 %	37,0 %	36,4 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,7 %	3,0 %	3,4 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Nibe Industrier AB	131,50	22966	23379	58,8	53,5	45,5	41,2	8,7	7,8	77,7	72,6	0,4	0,4	12,9
Aalberts NV	56,96	6340	6990	15,6	14,0	11,4	10,3	2,2	2,1	24,6	20,9	1,5	1,7	3,2
Lindab International AB	317,60	2453	2603	19,0	17,3	15,6	13,3	2,5	2,3	32,4	24,1	1,1	2,0	4,3
Systemair AB	103,50	2109	2259	35,1	24,7	22,5	17,2	2,7	2,2	53,3	33,6	0,8	0,9	6,0
Genuit Group PLC	586,00	1742	1963	17,2	16,1	13,1	12,7	2,6	2,6	21,0	17,9	1,9	2,2	
Uponor Oyj	20,82	1534	1565	10,4	10,3	7,9	7,7	1,3	1,2	15,8	14,9	3,7	4,0	3,7
Arbonia AG	20,45	1379	1533	16,1	18,4	10,0	9,0	1,2	1,1	25,0	26,7	1,5	1,7	1,4
Volution Group PLC	553,00	1312	1412	20,7	18,7	15,8	14,6	3,8	3,5	26,8	24,6	1,1	1,2	
Zehnder Group AG	91,90	870	772		13,3					19,7	21,3	1,9	2,2	3,1
<b>Purmo (Inderes)</b>	<b>14,80</b>	<b>602</b>	<b>819</b>	<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>14,1</b>	<b>13,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>24,1</b>	<b>20,7</b>	<b>17,7</b>	<b>15,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>32,9</b>	<b>28,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>5,0</b>
<b>Mediaani</b>				<b>18,1</b>	<b>17,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>25,0</b>	<b>24,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>3,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-32 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>-61 %</b>	<b>-60 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>38 %</b>	<b>61 %</b>	<b>-61 %</b>

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

# DCF-laskelma

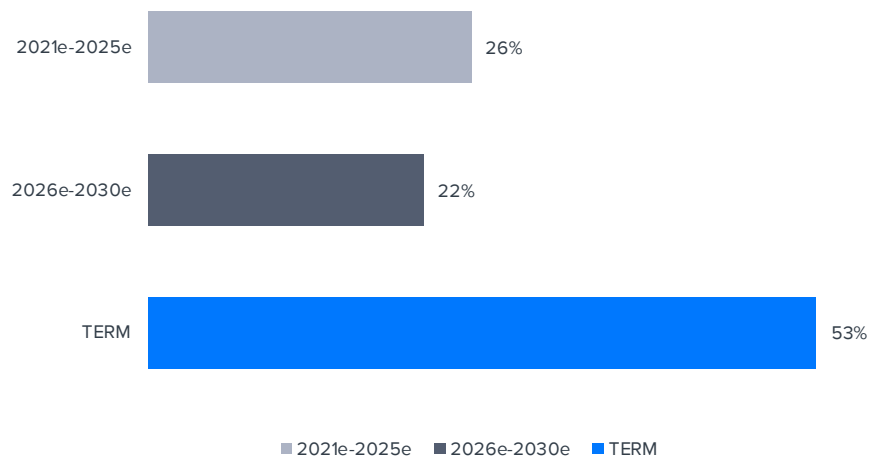
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>42,0</b>	<b>55,2</b>	<b>64,7</b>	<b>71,1</b>	<b>78,8</b>	<b>78,0</b>	<b>76,0</b>	<b>78,2</b>	<b>80,2</b>	<b>81,8</b>	<b>83,4</b>	
+ Kokonaispoistot	29,9	32,8	32,3	31,4	31,5	31,6	31,6	31,7	31,7	31,7	31,7	
- Maksetut verot	0,0	-5,5	-11,0	-10,4	-12,0	-13,9	-13,5	-14,1	-14,5	-14,8	-15,1	
- verot rahoituskuluista	-2,1	-3,2	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	72,5	-50,9	0,8	0,9	0,5	-1,6	-2,9	-2,6	-2,2	-1,8	-1,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>142</b>	<b>28,5</b>	<b>84,9</b>	<b>91,1</b>	<b>97,0</b>	<b>92,4</b>	<b>89,5</b>	<b>91,7</b>	<b>93,6</b>	<b>95,3</b>	<b>96,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	5,0	-6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,4	-20,7	-30,0	-30,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0	-31,0	-35,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>139</b>	<b>1,7</b>	<b>54,9</b>	<b>61,1</b>	<b>66,0</b>	<b>61,4</b>	<b>58,5</b>	<b>60,7</b>	<b>62,6</b>	<b>64,3</b>	<b>61,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	139	1,7	54,9	61,1	66,0	61,4	58,5	60,7	62,6	64,3	61,4	890
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>1,7</b>	<b>50,4</b>	<b>51,5</b>	<b>51,0</b>	<b>43,5</b>	<b>38,0</b>	<b>36,2</b>	<b>34,2</b>	<b>32,2</b>	<b>28,2</b>	<b>409</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		776	774	724	673	622	578	540	504	470	437	409
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>776</b>										
- Korolliset velat		-130,2										
+ Rahavarat		55,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>701</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>17,2</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2021e	2022e
Liikevaihto	827,0	851,0	EPS (raportoitu)	0,77	1,08
Käyttökate	88,0	97,0	EPS (oikaistu)	1,05	1,08
Liikevoitto	55,2	64,7	Operat. kassavirta / osake	0,70	2,09
Voitto ennen veroja	44,2	55,1	Vapaa kassavirta / osake	0,04	1,35
Nettovoitto	31,1	44,1	Omapääoma / osake	10,14	10,92
Kertaluontoiset erät	-11,4	0,0	Osinko / osake	0,30	0,40

Tase	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2021e	2022e
Taseen loppusumma	995,3	1025,5	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	3 %
Oma pääoma	412,4	444,3	Käyttökateen kasvu-%	22 %	10 %
Liikearvo	369,2	369,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-28 %	-3 %
Nettovelat	217,2	182,2	EPS oik. kasvu-%	-43 %	3 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	10,6 %	11,4 %
Käyttökate	88,0	97,0	Oik. Liikevoitto-%	8,1 %	7,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-50,9	0,8	Liikevoitto-%	6,7 %	7,6 %
Operatiivinen kassavirta	28,5	84,9	ROE-%	6,7 %	10,3 %
Investoinnit	-20,7	-30,0	ROI-%	8,0 %	8,6 %
Vapaa kassavirta	1,7	54,9	Omavaraisuusaste	41,4 %	43,3 %
			Nettovelkaantumisaste	52,7 %	41,0 %

Arvostuskertoimet	2021e	2022e
EV/Liikevaihto	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	8,2	8,1
EV/EBIT (oik.)	12,3	12,1
P/E (oik.)	14,1	13,7
P/B	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,7 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiössä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.1.2022	Lisää	16,00 €	14,80 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Gröngqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**