

TULIKIVI

05.03.2025 8.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Läpi harmaan kiven

Toistamme vähennä suosituksemme, mutta tarkistamme Tulikiven tavoitehintamme 0,42 euroon (aik. 0,40 eur). Tulikivi sai viime vuosien vahvan kysyntäsyklin tukemana taseensa tervehdytettyä ja jalansijaansa vahvistettua vientimarkkinoillaan. Heikentyneiden kysyntäajureiden ja normalisoituneen tilauskannan myötä Tulikiven lyhyen aikavälin näkymät ovat kuitenkin edellisvuosia heikommat ja kuluva vuoden ennusteillamme osakkeen arvostuskuva (EV/EBIT: 13x) kääntyy hintavan puolelle.

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 kohdemarkkinan. Kotimaassa Tulikivi on markkinajohtaja, mutta yli 60 % 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. Kyseisten ajureiden vaisun kehityksen vuoksi myös Tulikiven lyhyen aikavälin kasvunäkymä vaikuttaa nähdäksemme haastavalta.

Vienti on ajanut viime vuosien kasvua

Tulikivi ohjeistaa vuodelle 2024 33-37 MEUR:n liikevaihtoa ja 2-3 MEUR:n vertailukelpoista liiketulosta, josta kumpikin on selvästi erittäin vahvan 2023 vuoden alapuolella. Vuosien 2022-2023 erittäin vahvan kysyntäsyklin keskellä Tulikivi ei tehnyt merkittäviä investointeja tai kasvattanut kulurakennettaan oleellisesti, mikä asemoi yhtiön hyvin nykyiseen pehmenevään

kysyntäympäristöön. Yhtiön tilauskanta oli Q3'24:n lopussa supistunut 3,1 MEUR:oon (Q3'23: 7,9 MEUR), mikä heikentää lähtökohtia kuluvaan vuoteen edellisvuosiin nähden. Näkemyksemme mukaan viime vuosina kasvanut jakeluverkosto ja uudet tuotelanseeraukset auttavat kuitenkin liikevaihtotason puolustamisessa. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto säilyy kuluva vuonna 2024 tasolla vientiliikevaihdon paikatessa kotimarkkinan heikentyvää myyntiä. Odotamme yhtiön kykenevän kasvattamaan tulostasoaan myynnin painottuessa edellisvuotta vahvemmin korkeamman kateprofiilin omaaviin vientimarkkinoihin. Ennustamiseen liittyvä keskeisin epävarmuus liittyy nähdäksemme Saksan Bim SchV -säädökseen, joka uusii maan tulisijakantaa. Toinen keskeinen kysymysmerkki liittyy kotimarkkinan hinnoitteluympäristön kehitykseen hintahäiriikkönä toimineen Uuniseppien poistumisen myötä. Vuonna 2026 odotamme yhtiöltä lievää liikevaihdon kasvua, mutta ennusteemme jäävät melko selvästi yhtiön tavoittelemasta 50 MEUR:n liikevaihdosta ja yli 12 %:n oikaistusta liiketulosmarginaalista.

Tuotto-odotus jää tuottovaateesta

Tulikiven tulospohjainen arvostus on lähivuosien ennusteillamme koholla (EV/EBIT 10-13x) mieltämäämme yhtiölle neutraaliin kerroinhaarukkaan nähden (8-11x). Osinkotuotto ei nähdäksemme riitä kompensoimaan arvostuskertoimien laskuvaraa, minkä myötä osakkeen tuotto-odotus jää tuottovaateesta. DCF-mallin ja Nordic Talcin NPV-laskelman huomioiva osien summa -laskelmamme antaa osakekohtaiseksi arvoksi 0,48 euroa, mikä on karkeasti linjassa nykyisen kurssitason kanssa. Nähdäksemme osien summa laskelmaan tulisi kuitenkin soveltaa lievää turvamarginaalia, sillä Nordic Talc -hankkeeseen liittyvän potentiaalin purkaminen ei ole yksin Tulikiven käsissä nostattaen siihen liittyvää epävarmuutta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

0,42 EUR

(aik. ,40 EUR)

Osakekurssi:

0,47

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	45,4	34,3	34,4	35,2
kasvu-%	2 %	-24 %	0 %	2 %
EBIT oik.	5,5	2,3	2,5	3,1
EBIT-% oik.	12,0 %	6,6 %	7,3 %	8,9 %
Nettotulos	3,8	1,2	1,6	2,2
EPS (oik.)	0,06	0,02	0,03	0,04
P/E (oik.)	7,4	23,3	17,0	12,4
P/B	1,6	1,5	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	2,1 %	3,0 %	3,4 %	4,7 %
EV/EBIT (oik.)	7,1	14,9	12,8	9,7
EV/EBITDA	4,5	7,0	6,3	5,4
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9	0,9

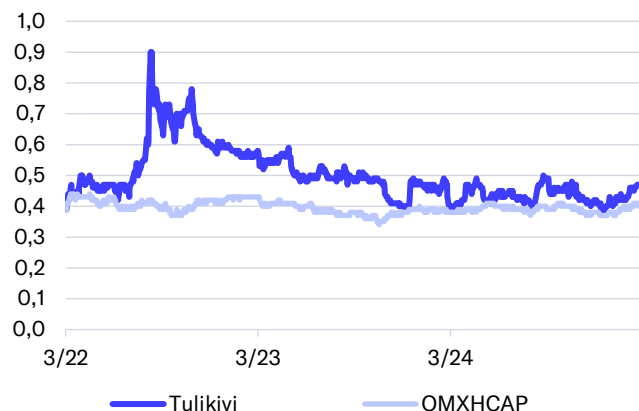
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

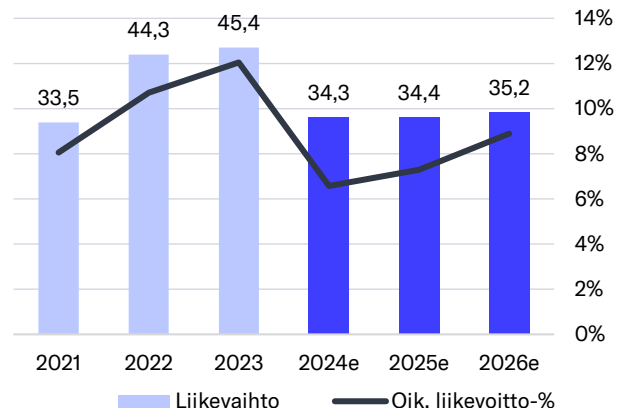
Tulikivi arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan 33-37 MEUR ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan noin 2-3 MEUR.

Osakekurssi



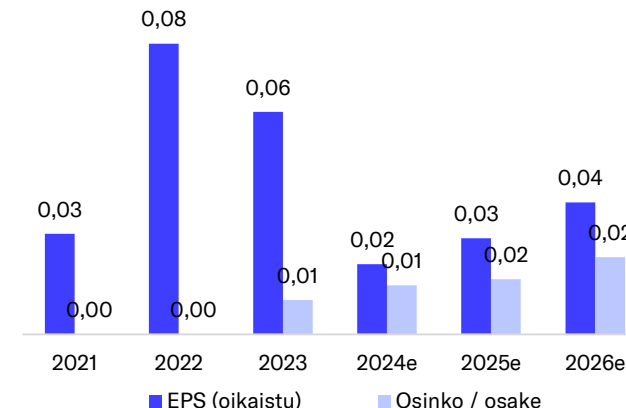
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Toimialan vaisu pidemmän aikavälin kasvunäkymä
- Kotimarkkinan erittäin kireä kilpailutilanne
- Kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja pientalorakentamisen väheneminen
- Paikallinen puunpolttoa lannistava regulaatio
- Epävarmuus talkkihankkeeseen liittyen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,47	0,47	0,47
Osakemäärä, milj. kpl	59,7	59,7	59,7
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	34	32	30
P/E (oik.)	23,3	17,0	12,4
P/E	23,3	17,0	12,4
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	7,0	6,3	5,4
EV/EBIT (oik.)	14,9	12,8	9,7
Osinko/tulos (%)	70,0 %	57,4 %	58,5 %
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,4 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Sijoitusprofiili	12-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-15
Toimiala ja kilpailukenttä	16-22
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	23-26
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys ja suositus	32-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

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

34,3 MEUR (-24 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024e

2,3 MEUR (EBIT-%: 6,6 % %)

Liikevoitto 2024e

64 % / 36 %

Vienti / kotimaan myynnin osuus liikevaihdosta 2024e

2005-2006

Hurjastelu vahvassa markkinassa
Kermansavi yritysosto pääosin velkarakalla
Verkkokaupan lanseeraus

2007-2016

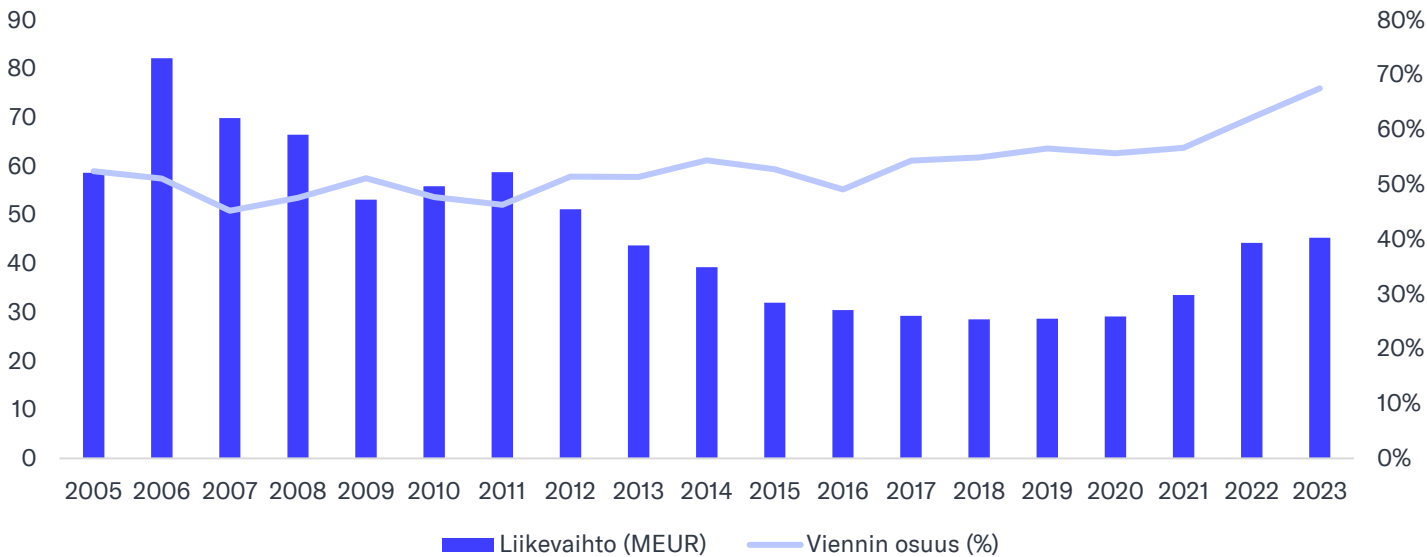
Kysyntä heikkenee finanssikriisin ja eurokriisin seurauksena
Taloudellinen tilanne heikkenee ja investointeja leikataan
Merkittäviä sopeuttamistoimia
Tasetta vahvistetaan osakeannilla
Laajentuminen Sauna-tuoteryhmään

2017-2021

Karelia- ja Pielinen-mallit markkinoille
Nordic Talc perustetaan Suomussalmen talkkiesiintymän hyödyntämiseksi
Markkinan kysyntä kohenee kotoilutrendin myötä

2022-

Vuonna 2014 asetetut tulisijojen sallitut päästötasot astuvat voimaan Euroopan laajuisesti
Euroopan energiakriisi ajaa tulisijojen kysynnän hurjaan nousuun, mutta kysyntä taantuu myöhemmin talouden heikentyessä
Yhtiö asettaa uudet taloudelliset tavoitteet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Johtava varaavien tulisijojen valmistaja

Tulikivi on maailman suurin varaavien tulisijojen valmistaja. Yhtiön liiketoiminta on rakennettu suurten vuolukivi- ja mineraalivarantojen ympärille, jotka mahdollistavat raaka-ainehankinnan oman louhinnan avulla. Tulisijojen lisäksi 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. yhtiön välittämät itsenäisten ammatinharjoittajien tulisijojen purku- ja asennuspalvelut.

Tulisijat ovat yhtiön syömähampmas

Tulisijat ovat Tulikiven tärkein tuoteryhmä, joka tuo arviomme mukaan noin 80 % 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 sille mahdollisuuksia.

Varaavat tulisijat ovat Tulikiven vahvuus. Ne varaavat raskaan kivirakenteensa ansiosta itseensä paljon lämpöä ja luovuttavat sitä lämmitettyään pitkään ja tasaisesti. Vuolukivi varaa ja johtaa hyvin lämpöä, mikä tekee siitä soveltuvan materiaalin tulisijoihin.

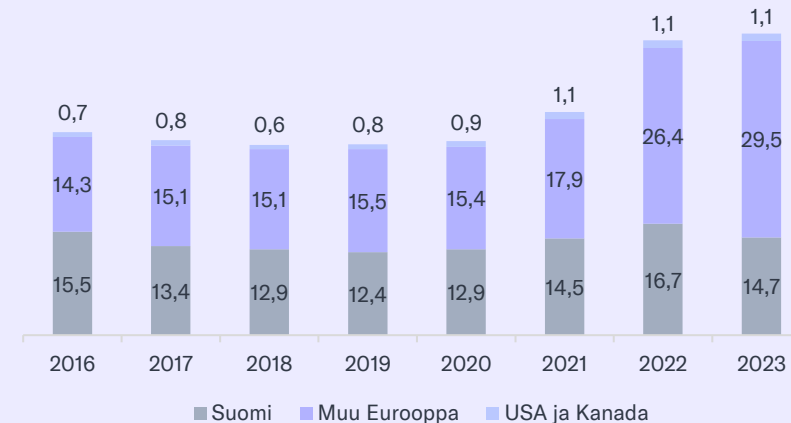
Yhtiön Tulisija-tuotekategoria koostuu viidestä mallistosta, jotka ovat: Karelia-, Pielinen-, Kermansavi-, Klassinen ja uusi edullisempi Jero-mallisto. Tulisijoja myydään pääasiassa uudisrakentajille ja remontoijille, jotka arvostavat bioenergiaa lämmitysmuotona. Tulisijan hankinnan taustalla voi loppuasiakkaan näkökulmasta olla esimerkiksi asunnon sisustaminen, varatoimenpide sähkökatkosten varalta tai lämmityskustannuksissa säästäminen. Tulisijojen yksikkökustannukset ovat korkeat, mikä tekee kategoriasta ostajan näkökulmasta tarkkaan harkitun investoinnin, jonka rahoittamiseen saatetaan hyödyntää ulkopuolista rahoitusta.

Sauna-tuoteryhmässä on kasvupotentiaalia

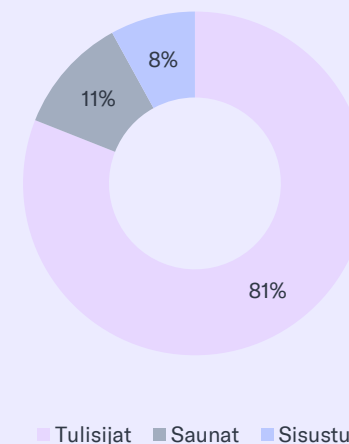
Mahdollisuus hyödyntää vuolukiveä ja myynnilliset synergiat tulisijojen kanssa ovat alun perin ajaneet Tulikiven laajentamaan Sauna-tuoteryhmään. Sauna-kategorian tarjoomaan kuuluvat sekä sähkö- että puukiukaat, joiden verhoilussa käytetään vuolukiven ja muiden luonnonkivien ohella keraamisia laattoja,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

Tulikivi laajensi tuotetarjoomaansa Sauna-tuoteryhmään vuonna 2011. Se tuo tänä päivänä arviomme mukaan hieman yli 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



¹) Liikevaihdon jakaumaa ei ole julkistettu, kyseessä on Inderesin arvio.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Sisustuskiveä myydään pääosin kotimaassa

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

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

Jakelu vaihtelee markkina-alueittain

Tulikivellä on Suomessa 23 Tulikivi-studiota, joiden kautta Tulisija- ja Sauna-tuoteryhmien tuotteita myydään. Tulikivi operoi niistä itse kolmea, kun taas yrittäjät vastaavat muista. Tulikivi-studiot jakelevat myös Jøtulin kamiinoita ja takkasydämiä tuotevalikoimansa laajentamiseksi. Jøtuln 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.

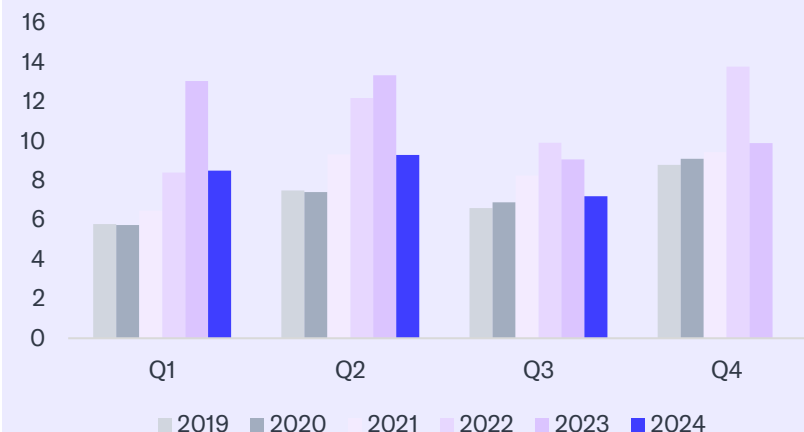
Yli puolet myynnistä tulee viennistä

Suomi on Tulikiven suurin yksittäinen markkina-alue ja se tuo 35-40 % konsernin liikevaihdosta. Kansainvälisen kasvun myötä kotimarkkinan painoarvo on kutistunut. Tulikiven muun Euroopan merkittävimpiä vientimaita ovat tyypillisesti olleet Saksa, Venäjä ja Ranska.

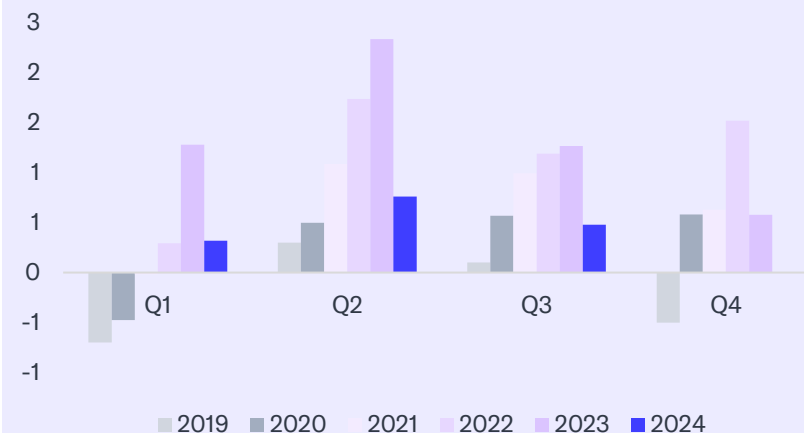
Tulikiven kysyntä on projektiluontoista ja pientalojen uudisrakentaminen sekä saneerausrakentaminen tukee kysyntää jokaisessa tuoteryhmässä. Arviomme mukaan myynti saneerauskohteisiin on uudiskohteita kannattavampaa, koska volyymit ovat pienempiä ja neuvottelun toisena osapuolena ei ole ammattiohjaja. Uudiskohteiden tilausmäärät ovat kuitenkin tyypillisesti suurempia.

Tulikiven myynnissä on vuodenaikojen aiheuttamaa kausiluonteisuutta. Q1 on kausiluonteisesti heikoin ja tyypillisesti tappiollinen. Q4 puolestaan vahvin ja muut neljänneket ovat melko tasavahvoja. Sääolosuhteet vaikuttavat Tulikiven kategorioista etenkin tulisijojen kysyntään ja esimerkiksi poikkeuksellisen lämmin talvi voi rajoittaa tulisijojen myyntiä.

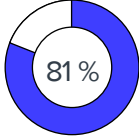
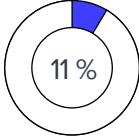
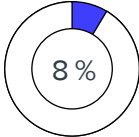
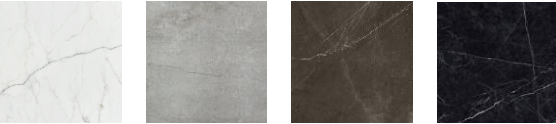
Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Liiketulos kvartaaleittain (MEUR)



Tulikiven tuotekategoriat

Tuotekategoria	Brändi	Osuus liikevaihdosta ⁽¹⁾	Tuotekuvausesimerkkejä
Tulisija			 • Tulisijat • Varaavat tulisijat • Varaavat takat • Leivinuunit • Hellat
Sauna			 • Puu- ja sähkökiukaat • Kiukaat savu- ja yhteisösaunoihin • Ohjauskeskukset • Saunakivet • Kylpyhuoneen laatat
Sisustus			 • Keittiö- ja kylpyhuonetasot • Kylpyhuoneen lattia- ja seinälaatat • Luonnonkivilaatat ja -mosaiikit kodin eri tiloihin

Tulikiven tehtaat ja louhokset

 4 Tuotantolaitosta

 6 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

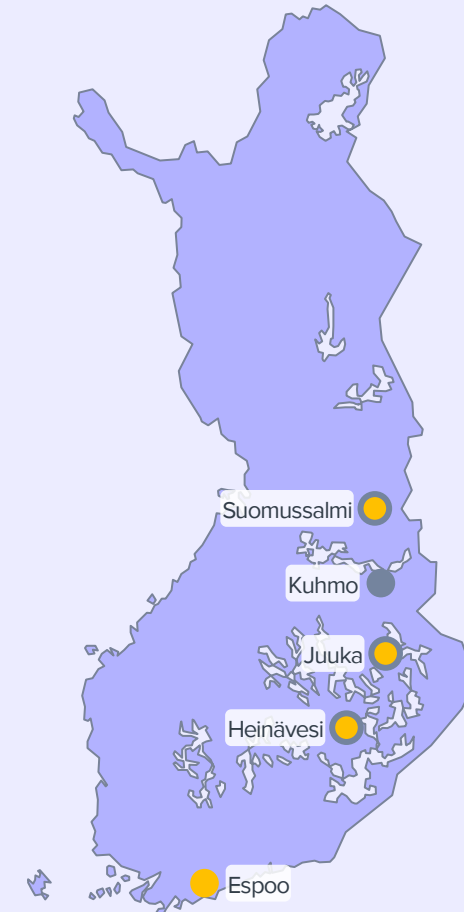
Heinävesi

- Kermansavituotteisiin ja saunatuotteisiin keskittyvä tehdas

Kuhmo

- Kaivospiiri
- Päättyi konserniin Kivia Oy -yrittyskaupan 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 tehtaille.

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, Sivuuvanto ja Kivisuvanto). Haaposesta tehdyn JORC-standardin (Joint Ore Reserve Committee) 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, Sivuuvannon 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 2,7 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 ympäristöluvan. Hankkeen YVA-selvitys valmistui vuoden 2024 lopussa ja nyt Nordic Talc valmistelee saadun palautteen perusteella ympäristölupahakemusta Pohjois-Suomen aluehallintovirastolle (AVI). Ympäristöluvan varmistuessa projektiin liittyvät investoinnit voi aloittaa ja tuotannon voisi käynnistää noin 2-3 vuodessa. Visualisoimme seuraavalla sivulla projektiin liittyviä vaiheita.

Ilman ulkopuolista tahoa Tulikivi ei kykene toteuttamaan talkkituotannon vaatimia merkittäviä investointeja. Tässäkin tilanteessa yhtiö voi edelleen edistää projektia vähentämällä 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.

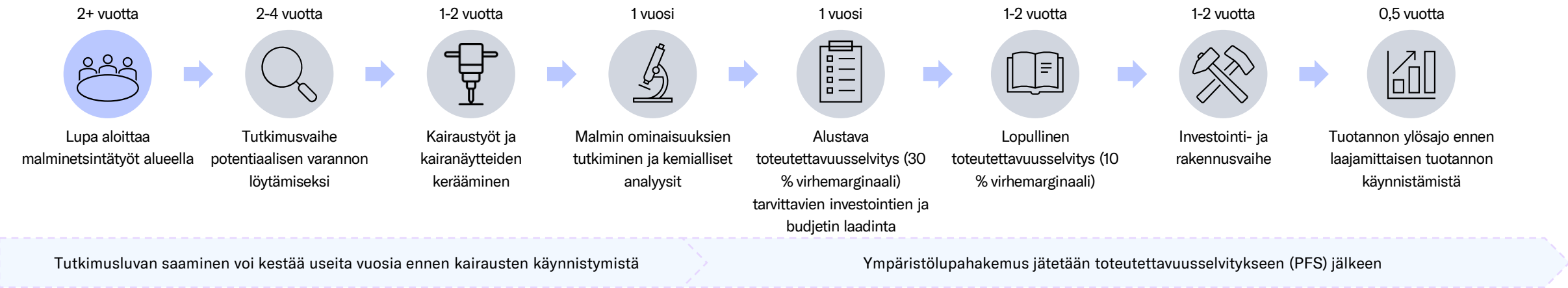
On kuitenkin selvää, että Suomussalmen talkkituotantoon ja sen potentiaaliseen aloitusajankohtaan liittyy merkittävää epävarmuutta. Tulikivi palkkasi vuonna 2018 Initia Oy:n taloudelliseksi neuvonantajaksi esiintymän myynnissä, joten omaisuuserä on arviomme mukaan ollut vuosia myynnissä. Tällä hetkellä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

Näemme kolme potentiaalista ostajaryhmää

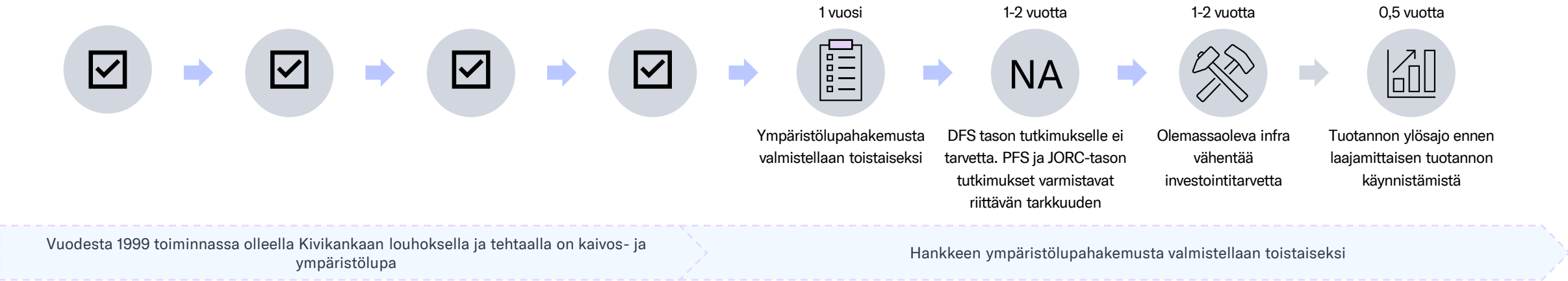
Arviomme mukaan Nordic Talc -hankkeen potentiaaliset ostajat voi jaotella kolmeen ryhmään: talkkia louhivat yhtiöt, kaivosalan yhtiöt, jotka haluavat laajentaa tuotantoaan talkkiin ja pääomasijoittajat, jotka ovat valmiita viemään projektia eteenpäin.

Talkin alhaisen hinta/paino-suhteen vuoksi lyhyt etäisyys loppumarkkinoille tuo merkittävän kilpailuedun kuljetuskustannusten kautta. 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.

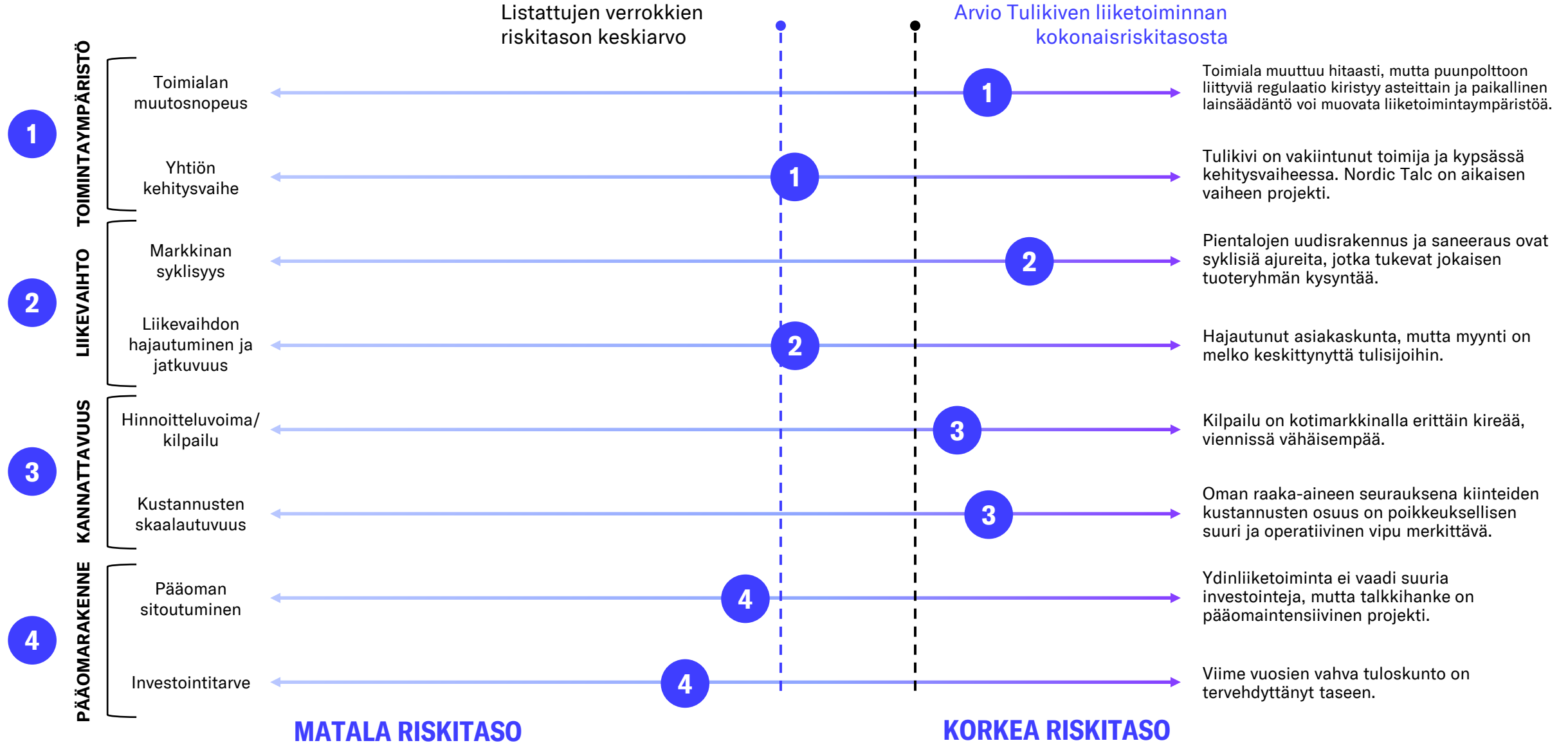
Tyypillinen greenfield-kaivoshanke: Hankkeen valmistelutyöt kestävät 10-15 vuotta ennen kassavirran käynnistämistä



Nordic Talc: Kalliit ja aikaa vievät tutkimukset on jo pääosin tehty ja kaivostoiminta voi alkaa ~ 2 vuoden kuluttua



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Tunnettu brändi ja kilpailukykyiset tuotteet

2

Hyvä kassakonversio

3

Terve taseasema vahvistaa taloudellista liikkumavaraa

4

Tuntuva kiinteä kulurakenne luo operatiivista vipua

5

Perhetausta ja keskittynyt omistusrakenne

Potentiaali

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

Riskit

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

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. Yhtiö keskittyy etenkin markkinaosuuksien kasvattamiseen Keski-Euroopan kaminamarkkinoilla uudella Jero-Mallistollaan. Uusi mallisto on helppo asentaa ja kooltaan varaavia takkoja pienempi - ominaisuuksia, joita Keski-Euroopassa arvostetaan perinteisesti. Nähdäksemme Keski-Eurooppa tarjoaa yksinään Tulikivelle hyvät kasvumahdollisuudet tulisiijoissa. Emme näe Tulikivellä vahvan markkina-aseman vuoksi edellytyksiä kasvaa oleellisesti markkinaa nopeammin Suomessa, joten 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 kiristynvä 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. Näemme Tulikivellä edellytykset tuntuvaan kasvuun kyseisessä tuoteryhmässä sekä yhtiön perinteisillä markkinoilla, että uusilla kasvumarkkinoilla.

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 tarjooman täydentämiseksi ja nykyisen asiakaskunnan laajentamiseksi.

Kulurakennetta trimmattiin selviytymistaistelua varten

Tulikivi keskittyi edellisellä vuosikymmenellä kulurakenteensa trimmaamiseen karsimalla kiinteitä kuluja ja tehostamalla liiketoimintaansa, mikä mahdollisti kannattavuuden saavuttamisen matalalla liikevaihtokuormalla. Tämän myötä tuotetarjoomaa on supistettu, kiinteitä kuluja karsittu, käyttöpääoma keventynyt ja valmistustehokkuus parantunut. 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.

Vuoden 2022 kasvupyrähdyksestä huolimatta yhtiö ei

käsityksemme mukaan merkittävästi kasvattanut kiinteää kulumassansa, mikä tuo tiettyä turvaa kysynnän heikentymistä varten. 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 kotimarkkinalla liittyy kysynnän hellittäessä epävarmuutta markkinan historiallisen ylikapasiteetin vuoksi, mutta arviomme mukaan Uuniseppien poistuminen markkinalta ja vientivetoisten yritysten myynnin painottuminen aiempaa enemmän ulkomaille tervehdyttää toimialan hinnoitteluympäristöä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Tulikiven asettamat pitkän aikavälin tavoitteet

Kasvu



50 MEUR:n liikevaihto 2026 loppuun,
josta uusien mallistojen osuus 30 %
(16-23 %n vuotuinen kasvu 2024 ohjeistuksen tasolta)

Kannattavuus



Yli 12 %:n liikevoittomarginaali
(2018-2023: 5,0 %)

Omavaraisuus



Vähintään 40 %:n omavaraisuusaste
(2023: 49,8 %)

Inderesin kommentti

Euroopan talousympäristö huomioiden emme odota kysyntäympäristön tuovan kasvulle oleellista vetoapua vielä kuluvana vuonna. Tässä valossa kasvutavoite vaikuttaa todella kunnianhimoiselta, joskin se nojaa vahvasti jakeluverkoston laajentamiseen kotimarkkinan ulkopuolella. Käsityksemme mukaan jakeluverkoston laajentaminen on edennyt hyvin, mutta arviomme mukaan tavoitteen saavuttaminen vaatii nykyistä vahvempaa myyntiä myös nykyisistä kanavista.

Kannattavuustavoite on arviomme mukaan liikevaihtovolyymistä riippuvainen. Mielestämme sen saavuttaminen normalisoidusti vaikuttaa haastavalta, kun huomioi liiketoiminnan kausiluonteisuuden ja että poikkeuksellisen vahvan vuoden 2022 liikevoittomarginaali asettui 10,7 %:iin. Tavoite vaatii nähdäksemme nykyistä vientivetoisempaa myynnin jakaumaa, jota kasvutavoite lupailee kylläkin.

Omavaraisuusaste on tavoitetason yläpuolella, eikä sen ylläpitämisen pitäisi arviomme mukaan aiheuttaa haasteita. Mielestämme Tulikiven päätös nostattaa omavaraisuusastetta (aik. +30 %) oli perusteltu, sillä kierästi kilpailulla toimialla vahva tase voi osoittautua erityisen arvokkaaksi. Oleellista kiinnostusta epäorganista kasvua kohtaan yhtiö ei ole toistaiseksi viestinyt.

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 %. Suomi Rakentaa on arvioinut, että varaavan takan tuoma säästömahdollisuus on helposti jopa 500-1000 euroa vuositasolla, riippuen asunnon koosta ja tulisijan käyttöasteesta. Tämän myötä aktiivisesti kotiaan lämmittävälle kuluttajalle kannustin tulisijan hankinnan taustalla voi olla taloudellinen. 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 saneerausksynnän (eli korvausksynnän) osuus tulisijamarkkinasta on noin puolet ja käsityksemme mukaan Tulikiven liikevaihto painottuu kyseiseen kategoriaan.

Harvia arvioi vuonna 2023 globaalin sauna- ja spa-markkina olleen noin 3,5 miljardia euroa, josta noin 60 % on korvausksyntää. Tulikivelle relevantimpi mittari on mielestämme kiuas- ja komponenttimarkkina, jonka suuruus on globaalisti 600 MEUR:n luokkaa. Sauna- ja spa-markkina on historiallisesti (2008-2019) kasvanut noin 4-5 %:n

vuosivauhtia.

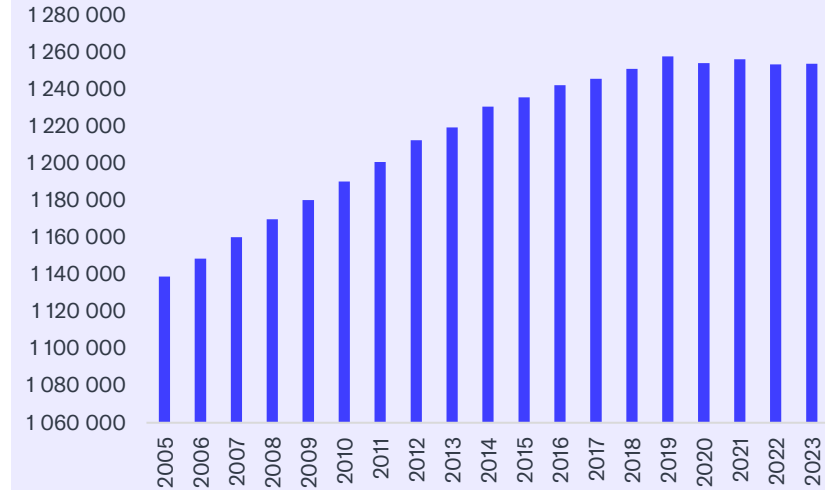
Tulisijamarkkina on fragmentoitunut

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.

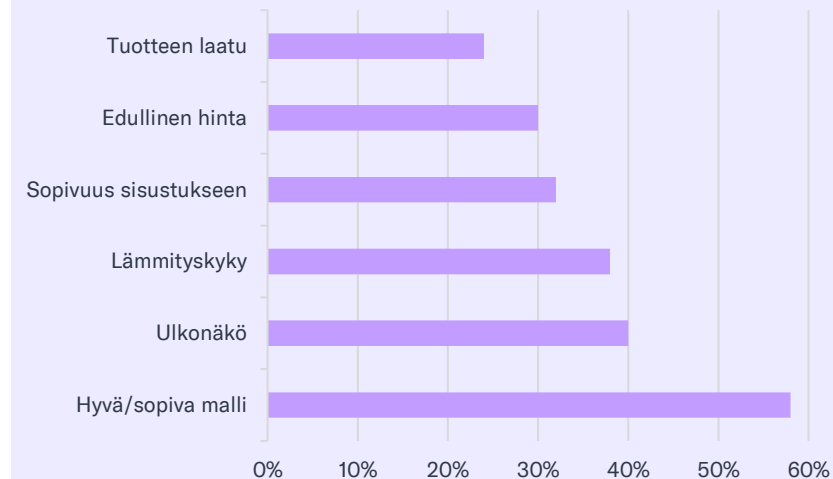
Korkeat kuluttajaenergian hinnat tukevat tyypillisesti kiinnostusta tulisijoja kohtaan niiden aiheuttamien säästömahdollisuuksien vuoksi. Joillain markkina-alueilla tulisijan hankintaa voi myös ajaa tuotteen tuoma varmuus lämmitysmahdollisuuksista sähkökatkojen varalta.

Tulisijat ovat hintapisteeltään korkean hintaluokan hankintoja (5 000-20 000 EUR), mikä laskee kynnystä lykätä niiden hankintaa heikossa taloussuhdanteessa korostaen kysynnän syklisyyttä. Arviomme mukaan kysynnän syklisyys korostuu etenkin 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 lukumäärä 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 voimistunut Bim SchV -asetus, jonka mukaan ennen vuotta 1994 valmistettu tulisijat, jotka eivät täytä Ecodesign-vaatimuksia, ei saa enää käyttää. Asetuksen viimeisin vaihe astui voimaan vuonna 2024 ja se rajoittaa ennen vuotta 2010 valmistettujen tulisijojen käyttöä. Vaikka uusin vaatimus astuikin virallisesti voimaan hiljattain viranomaiset eivät käsityksemme mukaan aktiivisesti ole panneet sitä käytäntöön, mikä voi osittain johtua maan vaisusta talousympäristöstä ja kuluttajaluottamuksesta. Kyseisen asetuksen aktiivinen toimeenpaneminen olisi selvä kysyntäajuri kyseisellä markkina-alueella.

Tanskassa on voimassa asetus, joka velvoittaa asunnon ostajan vaihtamaan ennen vuotta 2003 valmistetut tulisijat kiinteistön vaihtaessa omistajaa. Tämän seurauksena tulisijojen todellinen käyttöikä on usein todellista funktionaalista käyttöikää lyhyempi. 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.

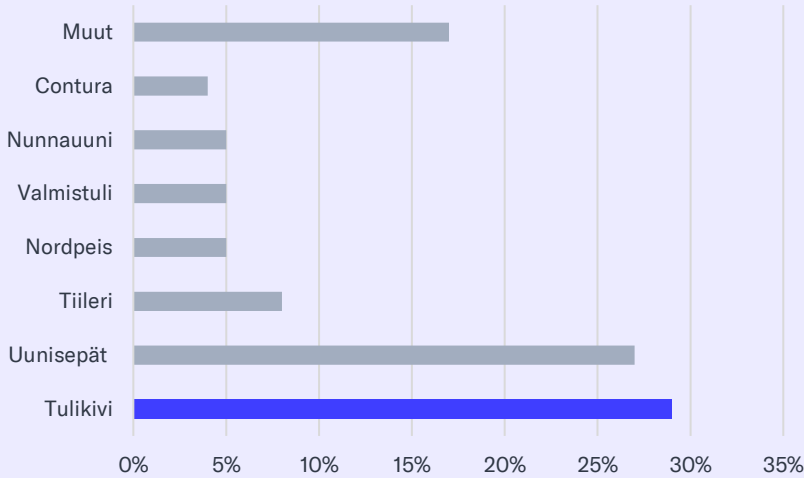
Suomessa noin 2,2 miljoonaa tulisijaa pientaloissa

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 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 mallistot täyttivät valmiiksi vaatimukset tuntuvan viennin takia. Toimialan näkökulmasta säädös nostatti sekä tuotekehityskuluja että alalietulokynnystä. Säädös osui eniten kotimarkkinavetoisiin toimijoihin, joiden tuotteet eivät ennestään täyttäneet vaatimuksia ja lisäsi toimialan konsolidaatiopainetta.

Uuniseppien poistuminen voi tervehdyttää kilpailua kotimarkkinalla

Suomen tulisijamarkkina on ollut melko keskittynyt ja sen suurimmat toimijat ovat historiallisesti olleet Tulikivi ja Uunisepät. Suomirakentaa.fi:n mukaan Tulikivellä oli vuonna 2019 noin 29 %:n markkinaosuus myytyjen tulisijojen määrästä, kun taas Uunisepillä se oli 27 %. Seuraavaksi suurimmat toimijat olivat Tiileri, Nordpeis, Nunnauuni, Valmistuli ja Contura. Tilasto perustuu omakotirakentajien haastatteluista kerättyyn dataan, joten se ei ole aukoton, mutta toimii arviomme mukaan suuntaa antavana. Sittenmin markkinaosuuksia on jaettu uusiksi sillä Uunisepät asetettiin vuonna 2022 konkurssiin.

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

Tulikiven keskeisimmistä kilpailijoista Suomen markkinoilla suurin osa ovat paikallisia, mutta Contura on tulisijojen markkinajohtaja Ruotsissa ja Jotul on vastaavassa asemassa Norjassa. Contura-brändi on osa globaalia markkinajohtaja NIBE Groupia. NIBEn tulisijoja valmistava Stoves-segmentti oli vuonna 2023 kooltaan noin 440 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 kireä kilpailu on rajoittanut tulisijavalmistajien kannattavuuksia

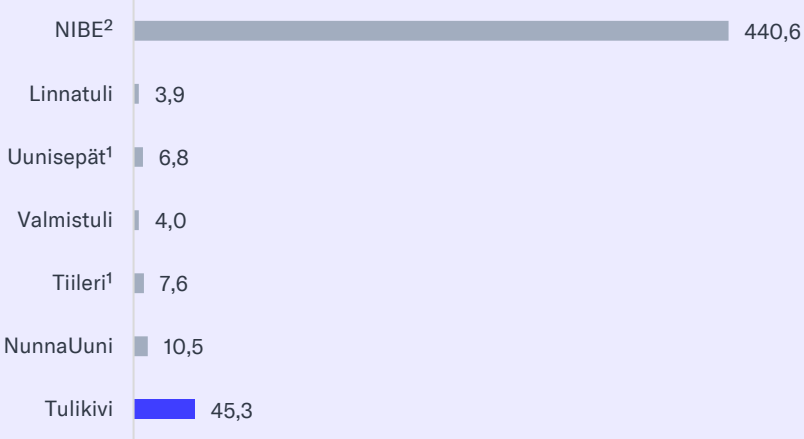
Suomen kutistunut markkina ja erittäin kireä kilpailu kuritti pitkään toimijoiden kannattavuuksia, mutta viime vuosien markkinakasvu on vaikuttanut myönteisesti toimialan kannattavuustasoihin. Markkinan vahva kasvu ei kuitenkaan tervehdyttänyt kaikkien kannattavuustasoja ja kireän kilpailutilanteen myötä Valmistuli hakeutui vuonna 2022 yrityssaneeraukseen ja Uunisevät konkurssiin. Kyseisten toimijoiden myynti painottui arviomme mukaan talotehtaisiin, jossa katteet ovat yleisesti kuluttajamyyntiä ohuimmat ja kysynnän luonne syklistä. Uuniseppien laitteisto myytiin konkurssipesästä Viroon, eikä yhtiö enää ole käsityksemme mukaan erityisen näkyvä Suomessa. Uuniseppien poistuminen voi arviomme mukaan tervehdyttää kotimarkkinan erittäin kireää kilpailuasetelmaa, mutta näkyy täysmääräisesti vasta kysynnän elpessä. Valmistulen velat saatiin järjestettyä uudelleen ja yhtiön liiketoiminta on jatkunut.

Arviomme mukaan katteet kotimaassa ovat alhaisia ja myynti

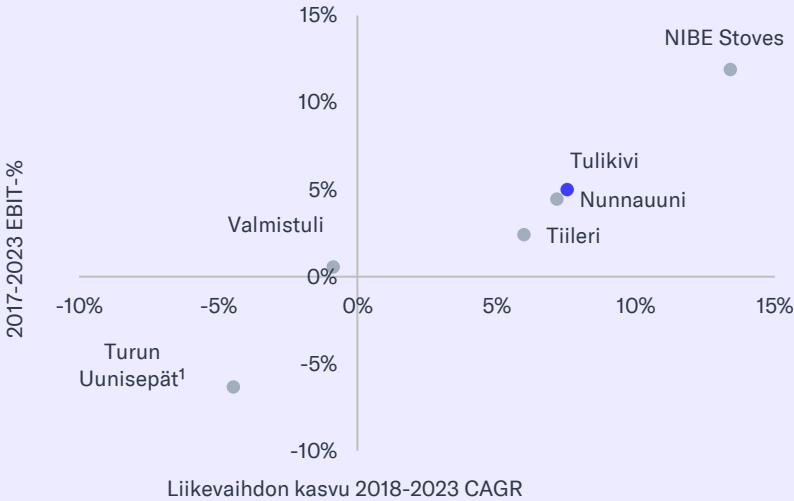
on kannattavampaa Euroopan muissa maissa lievemmästä kilpailun aiheuttamasta hintapaineesta johtuen. Kasvun ja kannattavuuden osalta Tulikivi, NunnaUuni ja kotimarkkinavetoinen Tiileri ovat suoriutuneet vuosina 2017-2023 kaikista parhaiten. NunnaUunin kannattavuus on parantunut roimasti vuosina 2020-23 kasvaneen vientiliikevaihdon ajamana. NunnaUunin liikevaihdesta 80 % tulee tänä päivänä vientimarkkinoilta, mikä selittää viime vuosien korkeaa suhteellista kannattavuutta.

Arviomme mukaan Uuniseppien poistuminen ja uusi ekosuunnitteludirektiivi voi Suomessa tervehdyttää kilpailukenttää, jossa pääoman tuotot olivat jonkin aikaa pääoman kustannuksia heikkomat. Osa tulisijavalmistajien vientimarkkinoista (mm. Saksa) oli jo aiemmin implementoinut uuden direktiivin, minkä seurauksena vientivetoisten yhtiöiden mallistot vastasivat pääosin uuden direktiivin vaatimuksia jo ennen sen voimaantuloa Suomessa. Näemme Suomen markkinalla edelleen konsolidaatiopainetta, mutta ainoastaan NIBE on ollut aktiivinen yritysjärjestelyissä ja hekin ovat suunnanneet kasvupanostuksensa Suomea suuremmille markkinoille. Arviomme mukaan toimijoiden heikot taseet ovat olleet yksi yritysjärjestelyjä estävä tekijä, mutta energiakriisistä seuranneen vahvan kysynnän myötä esimerkiksi Tulikiven ja NunnaUunin taseet voisivat mahdollistaa pienempiä liikkeitä. Kumpikin toimija panostaa kuitenkin kasvuun Keski-Euroopan vientimarkkinoilla, minkä seurauksena katseet siirtyisivät arviomme mukaan strategisten ostokohteiden suhteen ennemmin sinne kuin kotimarkkinalle.

2023 globaali liikevaihto (MEUR)



Tulisijatoimijoiden kehitys 2017-2023



1) Uunisevät 2021 luvut, Tiileri 2022 luvut. Lähde: Harvia, Nibe, Suomalainen, Tilastokeskus, Tulikivi

Toimiala ja kilpailu 4/7

Kiukaat ja saunakomponentit on globaalisti ~600 MEUR:n markkina

Sauna-liiketoiminnan koko on arviomme mukaan noin 4 MEUR, joten Tulikivi on vasta marginaalinen toimija noin 600 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

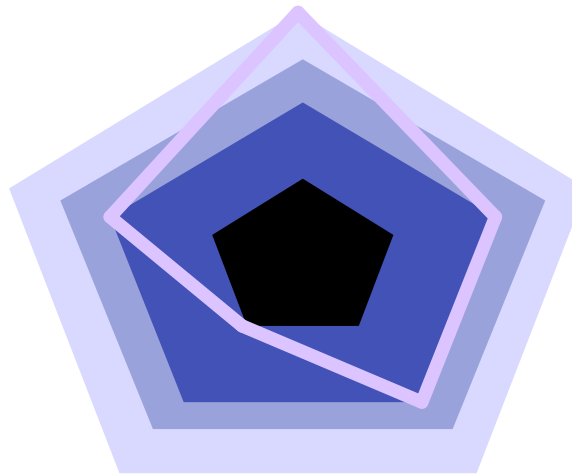
Suomen sisustuskivimarkkinalla on muutama suuri toimija, jotka hallitsevat alaa. Alan koko riippuu paljon määrittelytavasta, mutta arviomme mukaan Tulikivelle relevantin markkinan koko on noin 15-20 MEUR kotimaassa. Pienen kokonsa ja alhaisten katteiden vuoksi emme näe sisustuskiveä erityisen houkuttelevana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

Erityyppiset yhtiöt ja niiden markkinaosuudet sauna- ja spa-markkinalla	Yhtiöiden lukumäärä	Vuotuinen liikevaihto	Esimerkkejä	Kuvaus
Johtavat yhtiöt (15 %)	4 kpl	Yli 50 MEUR	Klafs, Harvia, SaunaKing, Masco (Sauna360)	- Integraattoreita tai suuria saunakomponenttivalmistajia - Toimintoja useissa maissa - Kattava sauna- ja saunatarvikevalikoima
Paikalliset yhtiöt (5 %)	Noin 25 kpl	5-15 MEUR	Narvi, SaWo, Huuma, TMF, Physiotherm, Effegibi	- Integraattoreita, saunakomponenttivalmistajia tai osittain saunamarkkinoille keskittyviä yhtiöitä - Tyypillisesti suppeampi valikoima
Pienet yhtiöt (80 %)	Yli 2000 kpl	Alle 5 MEUR	Tulikivi, Sunrans, Iki-Kiuas, Misa, Stoveman	- Tuotevalikoima on tyypillisesti suppea, kattaen edullisia tai keskihintaisia tuotteita - Mukana myös muutamia kalliisiin tuotteisiin erikoistuneita

Toimiala ja kilpailu 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 kaipaa 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 sähkötakoissa 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 differoitumiskyky on vaatimaton, eikä yksittäisen toimijan vaihtamisesta koituvat kustannukset kohoa erityisen suuriksi
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Brändi ei yksinään anna oleellista 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. Se esiintyy tyypillisesti usein toisen mineraalin kanssa. Muovi-, paperi-, maali-, pinnoite- ja rakennusteollisuus ovat suurimpia talkin hyödyntäjiä. Mineraalin käyttötarkoitukset ovat viimeisen parinkymmenen aikana kehittyneet ja sen hyödyntäminen on USGS:n (U.S. Geological Survey) mukaan laskenut selvästi useilla teollisuuden alueilla Yhdysvalloissa (keramiikka -58 %, kosmetiikka -57 %, päällysteet -47 %, maali -24 %, paperi -21 %). Isossa kuvassa laskun taustalla ovat uudistuneet tuotantomenetelmät, muutokset tuotetarjoomassa 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 julkisesti noteerattua markkinahintaa

Talkilla käydään pääosin kauppaa paikallisesti, eikä mineraalilla käydä julkista kauppaa pörssissä. Tästä johtuen luotettavaa reaaliaikaista markkinahintaa ei ole saatavilla. Yleisesti talkin hintaan vaikuttaa sen puhtaus ja valkeus, jotka rajoittavat käyttötarkoituksia, joihin sitä voi hyödyntää. Talkin keskihinta on yli kaksinkertaistunut Yhdysvalloissa viimeisen 15 vuoden aikana ja USGS:n mukaan se oli 301 USD/tonni vuonna 2023.

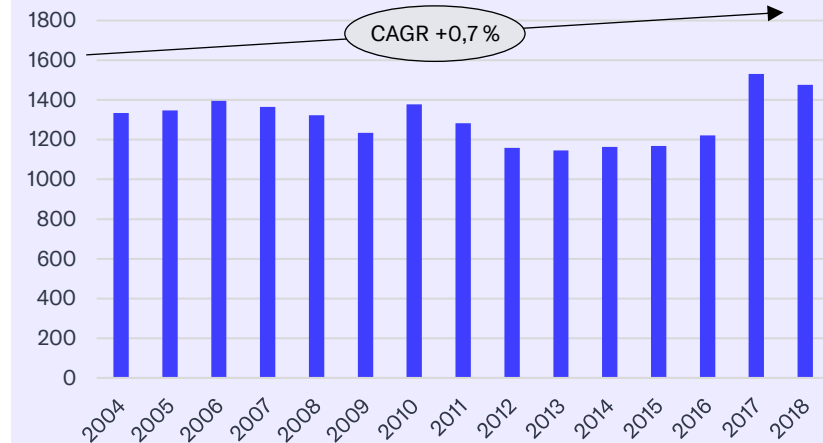
Suomi on yksi Euroopan suurimmista talkin tuottajamaista

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).

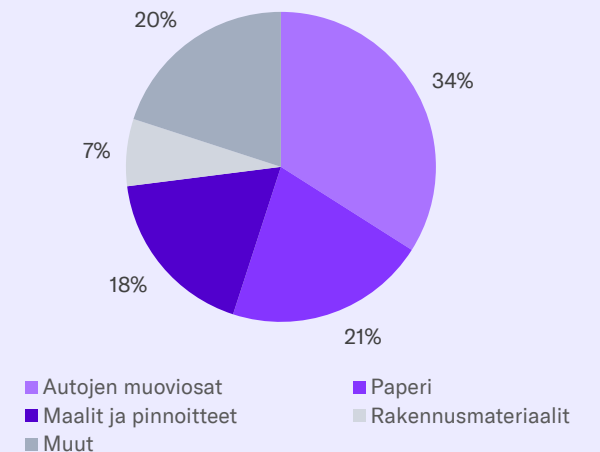
Vuosina 2012-2016 EU-maat kuluttivat yhteensä keskimäärin 1 187 Mt talkkia per vuosi. Korkealaatuisen talkin markkinat ovat periaatteessa globaalit ja korkealaatuista raaka-ainetta sekä valmiita tuotteita voidaan kuljettaa pitkiäkin matkoja. Lyhyt kuljetusmatka parantaa kuitenkin tuotteen hintakilpailukykyä kuljetuskustannusten kautta, mikä korostuu etenkin heikompilaatuisessa talkissa. Alhaisen hinta/paino-suhteen vuoksi talkkia ei kannata kuljettaa erityisen pitkälle, mutta etenkin autoteollisuuden korkealaatuista talkkia viedään Euroopasta muihin maanosiin. Euroopan suuresta talkkituotannosta huolimatta alue on nettotuoju tuonnin ylittäessä viennin noin 13 %:lla ja suhdeluvun kehitys on ollut vakaa. Talkkia tuodaan Eurooppaan etenkin Pakistanista, Kiinasta, Intiasta 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 uudelleenhyödyntämisasteeksi (EoL-RIR) 16 %.

Talkin tuotanto Euroopassa (tuhatta tonnia)³



Talkin käyttö Euroopassa



Toimiala ja kilpailu 7/7

Globaalisti talkin kysynnän odotetaan kasvavan ...

Talkin hinta nousi lähes yhtäjaksoisesti vuodesta 2006 vuoteen 2021 kulutuksen painottuessa enenevästi korkeamman hintapisteen käyttötarkoituksiin. Globaalisti talkin tuotanto on melko hajautunut ja viisi suurinta yhtiötä hallitsee noin 30 % markkinasta. Talkin globaali markkinakoko on noin 2 miljardia euroa ja eri markkinatutkimusta tekevät tahot odottavat sen kasvavan noin 3-4 % vuodessa kuluvan vuosikymmenen loppuun. Etenkin muovi- ja kumiteollisuuden odotetaan ajavan kasvavaa kysyntää. Maantieteellisesti kysynnän kasvun odotetaan painottuvan Kaakkois-Aasiaan.

..., mutta Euroopassa käyttö voi supistua tietyissä tuotekategorioissa

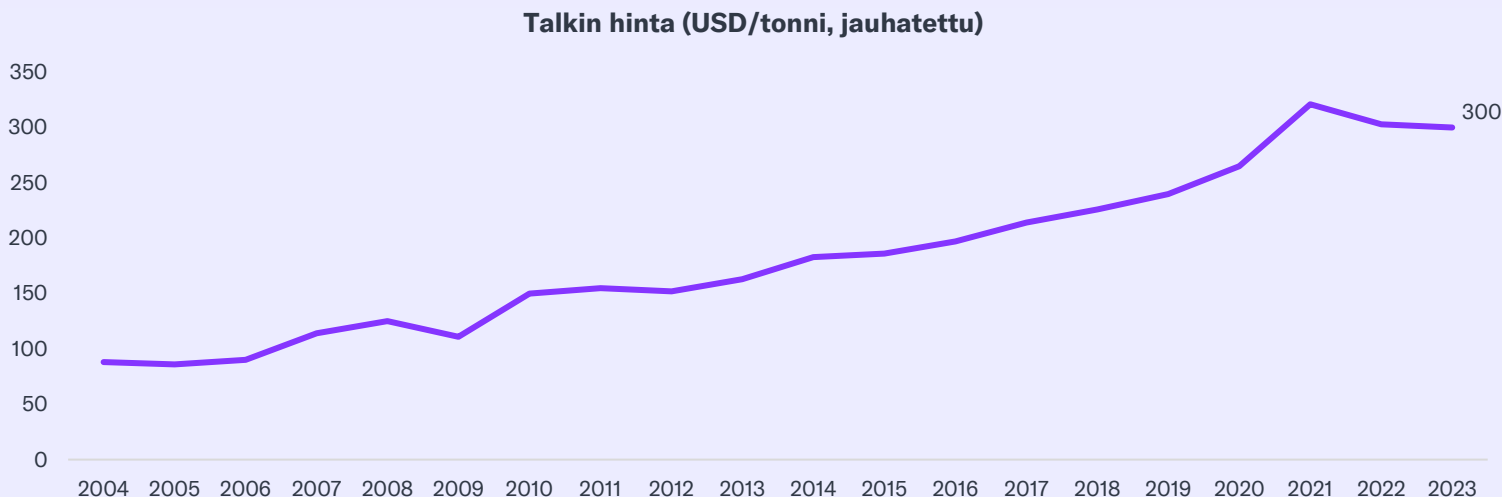
Heinäkuussa 2024 International Agency for Research [päivitti](#) kuvailuaan puhtaasta talkista ja totesi sen luultavasti olevan karsinogeeninen ihmisille. Syyskuussa 2024

Euroopan kemikaaliviraston riskinhallintakomitea suositteli talkin luokittelua 1B kategorian karsinogeeniksi. Euroopan komissio konsultoi asiasta jäsenvaltioita ja päättää sen jälkeen luokituksen mahdollisesta voimaantulosta. Arviomme mukaan uusi luokitus voisi vähentää talkin hyödyntämistä tietyissä käyttötarkoituksissa (etenkin kosmetiikka, lääkeaineet ja kuluttajatuotteet). Kyseiset kategoriat eivät kuulu talkin suurimpiin käyttötarkoituksiin, mutta kysynnän supistuminen niissä heikentäisi talkin kysyntänäkymää. Nordic Talcin talkkia ei kuitenkaan ole käsityksemme mukaan suunniteltu käytettäväksi kosmetiikassa, lääkeaineissa tai elintarvikkeita, mikä rajaa sen alitusta mahdolliseen luokitusmuutokseen.

Kolme suurta talkinvalmistajaa Euroopassa

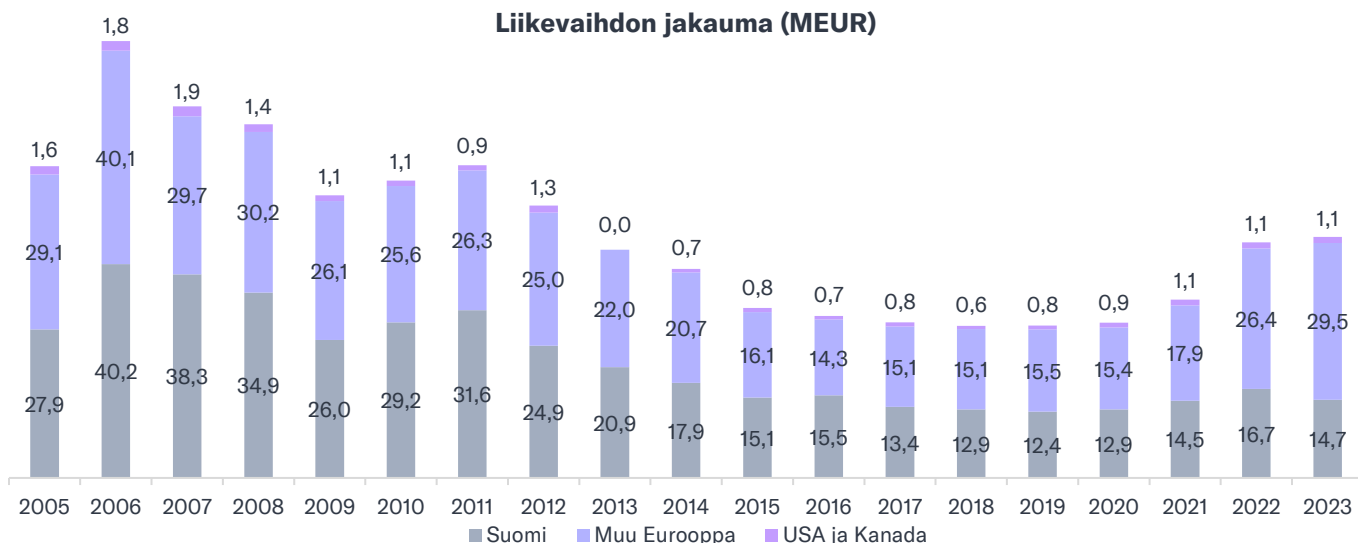
Talkin laaja-alaisesta käytöstä huolimatta Euroopassa on alle 20 aktiivista talkkikaivosta. Ranskalainen **Imerys** on maailman suurin talkinvalmistaja ja yhtiöllä on yhteensä 3,1 Mt toteennäytetyt mineraalivarannot ja 12,9 Mt

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. Lisäksi IMI on ostanut mm. Magnesitan talkkiliiketoiminnan Brasiliassa sekä Mount Seabrookin kaivoksen Australiassa.



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/4

Pitkän korpivaelluksen jälkeen liikevaihto on kääntynyt kaikilla markkina-alueilla kasvuun

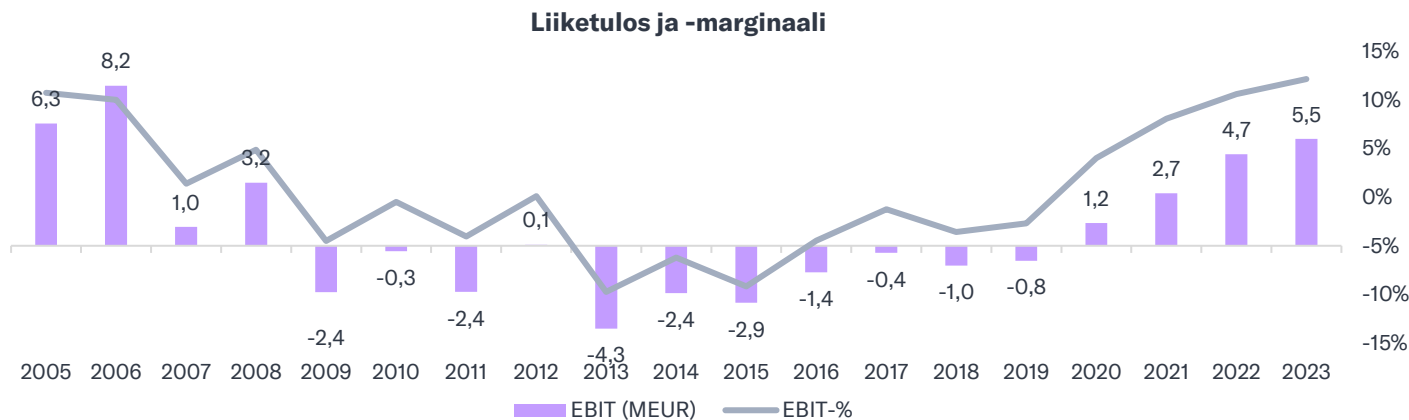


Vuosina 2006-2016 Tulikiven liikevaihto laski yhteensä 65 %. Arviomme mukaan laskenutta liikevaihtoa kotimarkkinalla ajoi kotimaisen tulisijamarkkinan kutistuminen. Ulkomaille Tulikivi menetti nähdäksemme markkinaosuuksia vanhentuneen vientimalliston vuoksi.

Tulikiven liikevaihto on kasvanut keskimäärin 10 % vuodessa 2018-2023 sekä kotimarkkinan että viennin vetämänä.

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

Myös kannattavuus on kehittynyt myönteisesti vuodesta 2018 lähtien



Tulikivi kamppaili pitkään 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

Vahva kysyntäsykli hellitti edellisvuonna

Vuodesta 2020 lähtien Tulikiven liikevaihto on ollut nousussa kotimaan vahvan saneerausmyynnin, kasvaneen saunatuoteryhmän myynnin ja uusien tulisijamallien hyvän vientimenestyksen myötä. 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, oli mielestämme perusteltua. Viime vuonna yhtäjaksoinen kasvu kuitenkin taittui koti- ja vientimarkkinoiden kysynnän hellitettyä erittäin vahvalta tasolta heikon kuluttajaluottamuksen ja rakennussektorin vaisun aktiviteetin myötä.

Tulikiven tulokunto on parantunut huomattavasti takavuosista liikevaihdon kasvun ja parantuneen kulurakenteen ajamana. Historiallisesti ailahtelevan suoritustason takia on kuitenkin haastava arvioida mille tasolle kannattavuus normalisoituu. Vuosina 2013-2019 Tulikivi oli liiketulosostasolla tappiollinen, mutta sittemmin yhtiö on kirjannut 4-12 %:n liiketulosastoja. Merkittävän operatiivisen vivun vuoksi Tulikiven suhteellinen kannattavuus on herkkä muutoksille liikevaihdossa.

Liiketoimintamallin kontekstissa vahvat materiaalikatteet, mutta korkeat henkilöstökulut

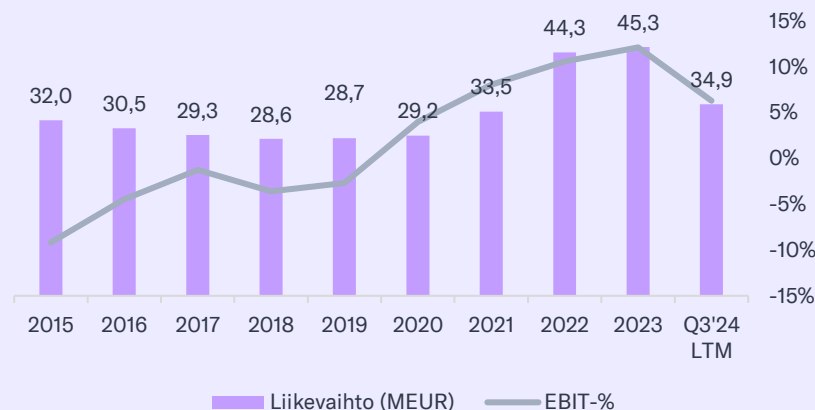
Tulikiven oma raaka-aine tekee sen kulurakenteesta hieman poikkeavan perinteisestä valmistavan teollisuuden yhtiöstä. Aineet ja tarvikkeet -kuluerä on vuodesta riippuen ollut vain noin 23-28 % liikevaihdosta, mikä on erittäin alhainen taso. Tasoa selittää yhtiön hyödyntämät vuolukivivarannot, joiden

ansiosta yhtiö ei maksa pääraaka-aineestaan muille tahoille hankintakustannuksia, mutta siihen liittyvät kulut näkyvät tuloslaskelmassa henkilöstökulujen ja poistojen muodossa. Raaka-aineena toimivan vuolukiven louhiminen rajaa Tulikiven altistumista materiaalien hinnannousuille, mutta tekee samalla kulurakenteesta verrattain jäykän muihin valmistavan teollisuuden yhtiöihin nähden. Aineet ja tarvikkeet -kuluerä pitää sisällään mm. tulipesien, luukkujen, tulisijapaneelien ja ohjauskeskusten komponenttien ostoon liittyvät kulut. Ulkopuoliset palvelut ovat historiallisesti olleet noin 12-15 % liikevaihdosta. Kuluerä pitää sisällään mm. rauteihin, myyntiprovisioihin ja asennuksiin liittyviä kuluja ja on aineiden ja tarvikkeiden tapaan täysin muuttuva luonteeltaan. Kuluerä korreloi erityisen vahvasti kotimarkkinan myynnin kanssa, sillä yhtiö ei välitä asennuspalveluita ulkomailla.

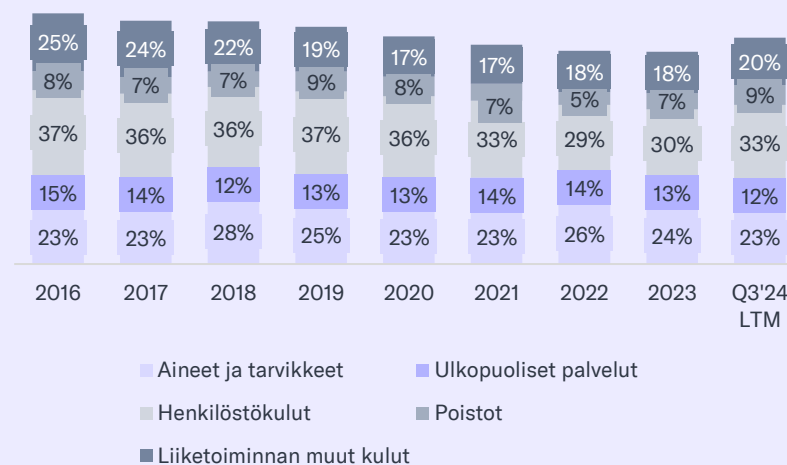
Tulikiven poistot ja arvonalenemiset suhteessa liikevaihtoon ovat trendinomaisesti laskeneet yhtiön investointitarpeiden ollessa poistoja alhaisemmat. Arviomme mukaan tämä johtuu siitä, että Tulikiven tuotantolaitokset olisivat ennen energiakriisiä kysyneet kannattelemaan melko selvästi suurempaa myyntivolyymiä.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

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

Liikevaihto ja kannattavuus



Tulikiven kulurakenne (% liikevaihdosta)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/4

Taseen kierto on kehittynyt oikeaan suuntaan

Tulikiven aineelliset hyödykkeet suhteessa liikevaihtoon - tunnusluku on laskenut selvästi, mikä tukee teesiämme siitä, että tase olisi riittävä suuremmille toimitusvolyymeille. 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.

Tulikiven käyttöpääoman hallinta tehostui pitkään suhteessa liikevaihtoon liikevaihdon kasvun ja aiempaa modulaarisempien mallistojen sekä kutistuneen varastonimikkeiden määrän ajamana. Vuonna 2023 kyseinen trendi kuitenkin katkesi liikevaihdon kasvun hellitettyä. Yksittäisen vuoden perusteella kehityksestä ei tulisi kuitenkaan vetää liikaa johtopäätöksiä.

Kassavirta heiluu tulosta vähemmän

Tulikiven investointitarve on poistoihin nähden ollut matala, minkä seurauksena vapaa rahavirta oli pitkään liikevoittoa suurempi. Tästä johtuen yhtiön velanhoidokyky on todellisuudessa ollut parempi, kuin mitä yhtiön tuloslaskelma antoi ymmärtää. Yhtiö onkin käyttänyt viime vuodet ylimääräiset liiketoiminnasta kertyvät rahavirrat velkojen lyhentämiseen osinkojen tai merkittävien kasvuinvestointien sijaan. Vuosina 2021-23 yhtiön liikevoitto on ollut vapaata rahavirtaa vahvempi, mikä johtuu pääosin louhosalueiden ja

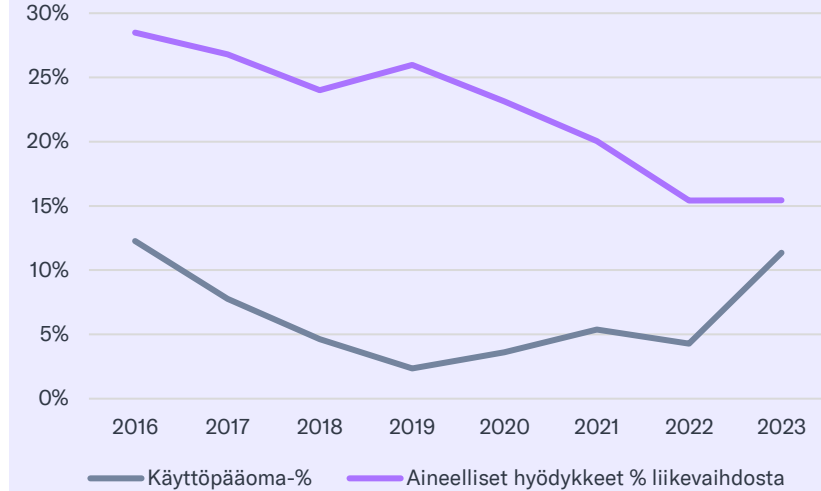
kaivospiirien kulujen aktivoinneista (ts. niiden kehittäminen aiheuttaa heti kuluja, mutta kulut kirjataan tuloslaskelmalle ajan myötä yhtiön poistaessa niihin liittyvää aineetonta omaisuutta).

Velkataakkaa on kevennetty finanssikriisistä lähtien

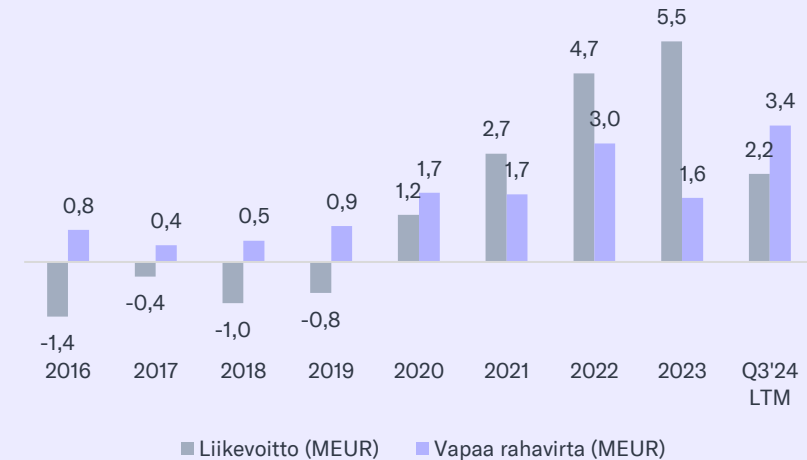
Q3'24 lopussa Tulikiven nettovelkaantumisaste oli 54 % (vrt. 2019: 200 %) ja omavaraisuusaste 51 %. Tulikiven tase on vahvistunut huomattavasti, mikä parantaa yhtiön iskunkestävyyttä heikkenevässä kysyntäympäristössä ja lisää taloudellista liikkumavaraa. Tulikiven selättämä erittäin kireä tasetilanne 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 arviomme mukaan yhtiön huomio kiinnittyisi tässä tapauksessa Keski-Euroopan kasvumarkkinoille.

Pääoman sitoutuminen (% liikevaihdosta)



Liikevoitto ja vapaa rahavirta (MEUR)²



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/4

Velkavipu on hallittu

Tulikivellä oli Q3'24 lopussa 10,1 MEUR:n edestä nettovelkaa. Mielestämme yhtiön velkavipu on hallitulla tasolla viime vuosien tulostasoon suhteutettuna ja mahdollistaa liikkumavaraa pääoman allokoinnin suhteen. Tulikivi palasi vuonna 2023 osingonmaksajaksi ja odotamme yhtiön kasvattavan osingonjakoaan vahvistuneen taseaseman myötä.

Oma raaka-aine kasvattaa taseen aineellista omaisuutta

Tulikivellä on yli 14 MEUR:n edestä aineettomia omaisuuseriä taseessaan, josta lähes puolet liittyvät louhosalueiden avaamiseen ja kaivospiirin vaatimiin investointeihin. Etenkin mineraalivarantoihin liittyvät aktivoidut kulut ovat arviomme mukaan melko kurantteja, sillä kyseisten hankkeiden edistämiseen liittyviä eriä 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.

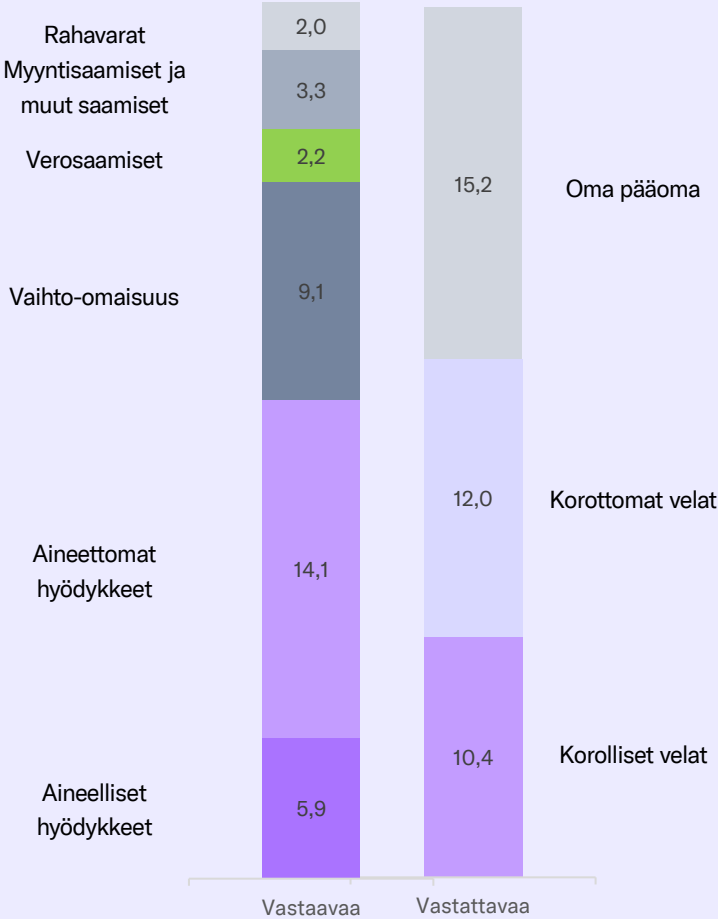
Noin viidennes yhtiön aineettomasta omaisuudesta on liikearvoa ja vastaava osuus patentteihin tavaramerkkeihin ja kehittämismenoihin liittyviä aktivointeja. Yhtiön kehitysmenojen aktivoinnit ovat viime vuosina säilyneet melko vakaina.

Korkeaa aineetonta omaisuutta lukuun ottamatta Tulikiven vastaavaa puoli on melko perinteinen valmistavalle teollisuudelle ja omaisuuserät ovat arviomme mukaan kurantteja. Yhtiöllä on 9,1 MEUR:n edestä vaihto-omaisuutta, 3,3 MEUR myyntisaamisia ja muita saamisia. Tulikiven 2,2

MEUR:n verosaamiset liittyvät edellisvuosien tappioihin. Käsitksemme mukaan tappiot kohdistuvat Suomeen ja pidämme todennäköisenä että yhtiö kykenee hyödyntämään ne, mikä laskee ennusteissamme lähivuosien verokuluja. Yhtiö kirjasi ylös kyseistä tase-erää vuonna 2022, jonka myötä sillä ei enää ole vahvistettuja tappioita taseen ulkopuolella.

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

5,9 MEUR aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet 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. Pidämme myös yhtiön muiden tehdastilojen kohdalla todennäköisenä, että niiden nykyinen markkinahinta on tasearvoa korkeampi. Tulikiven kohdalla kyseisten tilojen myyminen ja takaisinvuokraaminen ei näkemyksemme mukaan olisi järkevää tilojen ollessa keskeisessä roolissa liiketoimintamallin kannalta.



Ennusteet 1/3

Ennustamme kotimarkkinan ja viennin liikevaihtoa

Ennustamme Tulikiven liikevaihdon kehitystä kotimaan ja vientimyyntin kautta. Lyhyellä aikavälillä yhtiön tilauskanta antaa näkyvyyttä liikevaihdon kehitykseen, mutta se pyöri nopeasti ja on tyypillisesti 50-70 % kvartaalin liikevaihdosta. Arviomme mukaan yhtiön kasvumahdollisuudet painottuvat vientiin, korkean paikallisen markkinaosuuden ja Suomen maltillisen uudisrakentamisen vuoksi. Ennustamme yhtiön kannattavuutta konsernitasolla, mikä vastaa raportointitapaa (ts. yhtiö ei raportoi kannattavuutta segmenteittäin).

Kysyntänäkymä on heikentynyt edellisvuosista

Vuodelle 2024 Tulikivi ohjeistaa 33-37 MEUR:n liikevaihtoa ja 2-3 MEUR:n vertailukelpoista liike-tulosta. Kumpikin luku on melko selkeästi erittäin vahvojen 2022-2023 lukujen alapuolella kysynnän heikkenemisestä johtuen.

Noin viidennes yhtiön aineettomasta omaisuudesta on liikearvoa ja vastaava osuus patentteihin tavaramerkkeihin ja kehittämismenoihin liittyviä aktivointeja. Yhtiön kehitysmenojen aktivoinnit ovat viime vuosina säilyneet melko vakaina. Ensimmäisten 3 kvartaalin osalta Tulikiven liikevaihto laski 30 % vuoden 2023 tasolta liikevaihdon laskettua sekä koti- että vientimarkkinoilla. Laskeneen liikevaihdon ajamana Q1-Q3'24 oikaistu liike-tulos laski 1,6 MEUR:oon vertailukauden 2023 4,9 MEUR:sta.

Tulikiven merkittävä liikevaihdon lasku alkoi Q4'23 aikana. Näinollen 2024 viimeisellä kvartaalilla on vastassa pehmeä vertailukausi eikä liikevaihdon lasku vaikuta enää yhtä rajulta. Q4'24 liikevaihto ennustemme asettuu 9,3 MEUR:oon ja liike-tulosennustemme on 0,7 MEUR (7,5 % liikevaihdesta). Yhtiö lähti vuoden viimeiseen neljännekseen selvästi edellisvuotta matalammalla 3,1 MEUR:n tilauskannalla (Q3'23: 6,8 MEUR), joten ennusteiden saavuttaminen edellyttää

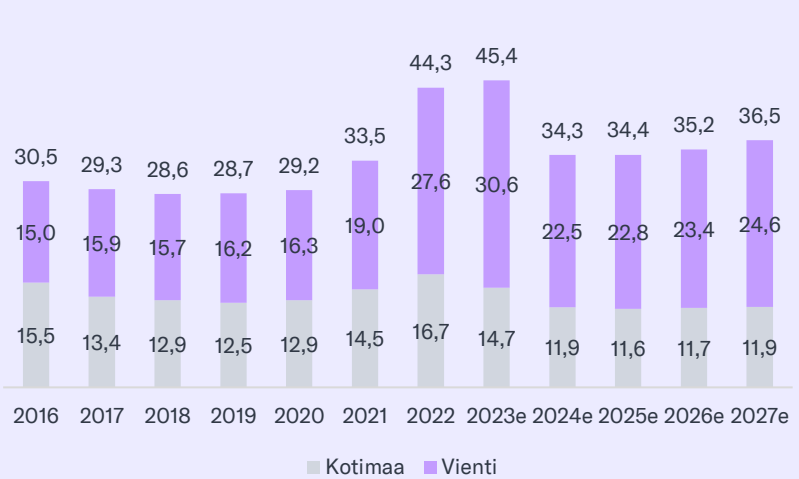
kohtuullisia onnistumisia uusmyyntin saralla. Koko 2024 vuoden liikevaihtoennustemme asettuu 34,3 MEUR:oon ja liike-tulosennustemme 2,3 MEUR:oon, jotka ovat melko lähellä ohjeistuksen alarajaa.

Emme odota vielä oleellista elpymistä kuluvana vuonna

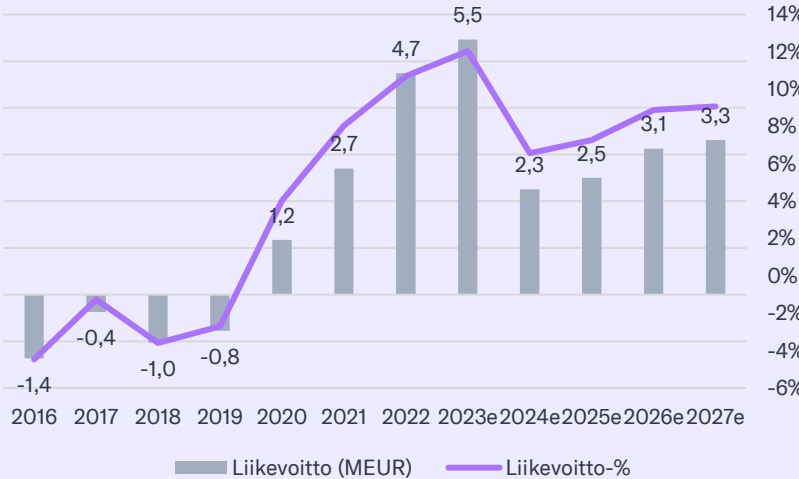
Emme odota tulisijamarkkinalta vielä oleellista elpymistä kuluvan vuoden osalta vaisun talousympäristön ja rakennusaktiviteetin vaimeuden takia. Pidämme todennäköisenä, että kuluvalla vuodelle Tulikivi ohjeistaa noin edellisvuoden tasoista liikevaihtoa. Tämä olisi mielestämme jo myönteinen signaali, sillä yhtiön tilauskanta on kuluvaan vuoteen mentäessä todennäköisesti ollut edellisvuotta matalammalla tasolla. Liikevaihdon vakautumisen myötä odotamme yhtiöltä kuluvana vuonna pientä tulosparannusta viime vuonna toteutettujen kustannusten sopeuttamistoimien ajamana. 2025 liike-tulosennustemme asettuu 2,5 MEUR:oon, joka on reilu 7 % liikevaihdesta. Huomautamme Tulikiven tuloskehityksen olevan riippuvainen liikevaihdesta ja heikkenevän kysynnän pitkittyminen vesittäisi kuluvan vuoden tulosennustemme.

Kuluvan vuoden vientiliikevaihtoa ajatellen keskeisin muuttuja liittyy Saksan Bim SchV-asetukseen, joka edellyttää uusimaan ennen vuotta 2010 valmistettuja tulisijoja. Asetuksen virallinen takaraja astui jo voimaan vuodenvaihteessa, mutta viranomaiset eivät käsityksemme mukaan ole vielä aktiivisesti panneet sitä täytäntöön maan heikon kuluttajaluottamuksen takia. Tulikiven näkökulmasta asetuksen aktiivinen toimeenpano toisi kertaluontoisen piikin tulisijojen korvauskysyntään. Ilman näkyvyyttä säädöksen aiheuttamaan kysynnän ajoitukseen olemme toistaiseksi pyrkineet tasoittamaan sen vaikutuksen ennusteissamme usean vuoden yli.

Tulikiven liikevaihtoennusteet (MEUR)



Tulikiven kannattavuusennusteet



Ennusteet 2/3

2026-2027 odotamme piristävää kasvua

Vuosina 2026-27 odotamme Tulikiven liikevaihdon kiihtyvän 2-4 %:iin. Ennusteissamme kasvustrategian kannalta keskeiset vientimarkkinat ajavat kasvua, kun taas kotimarkkinalla odotamme kasvun jäävän vaimeaksi. Käsityksemme mukaan Tulikivi on strategiansa mukaisesti onnistunut kasvattamaan jakeluverkostoaan vuoden 2024 aikana, mutta jakelijakohtainen myynti jää ennusteissamme vuosien 2022-2023 euforisista tasoista. Sijoitustarinan kannalta vientimyynti on aivan kriittisessä roolissa, sillä Euroopan vientimarkkinoilla Tulikiven hinnoitteluvoima on kotimarkkinaa vahvempi eikä korkea markkinaosuus aseta kotimarkkinan tapaan rajoitteita kasvuille. Euroopan ohella Tulikivi on pitkään vienyt tuotteitaan Pohjois-Amerikkaan ja käsityksemme mukaan hiljattain saanut tuotteitaan tarjolle myös Japaniin. Emme odota yhtiöltä merkittävää kasvua Euroopan ulkopuolelta, sillä tulisijojen tuntuvat rahtikustannukset heikentävät yhtiön hintakilpailukykyä Euroopan ulkopuolella, minkä lisäksi muiden maanosien poikkeavuudet kuluttajatottumuksissa voi vaikeuttaa kaupallista menestystä. Tulisijojen ohella Tulikivi on nähdäksemme asemoitunut hyvin kasvamaan sauna-tuoteryhmässä, mutta liiketoiminnan nykyisessä kokoluokassa sillä on vain rajallinen vaikutus koko konsernin lukuihin. Kasvun ja parantuneen myynnin rakenteen ajamana Tulikiven liiketulostaso nousee 9 %:iin, mikä jää kuitenkin selvästi yli 12 %:n tavoitetasosta.

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 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 lähivuosille ennustetulta 9 %:n tasolta kohti 7,5 %:n ikuisuusoletusta. Pidemmällä aikavälillä Tulikiven kannattavuuden kannalta on kriittistä, mille tasolle yhtiön toimitusvolyymit asettuvat ja kuinka hyvin yhtiö onnistuu kasvamaan houkuttelevilla Keski-Euroopan markkinoilla.

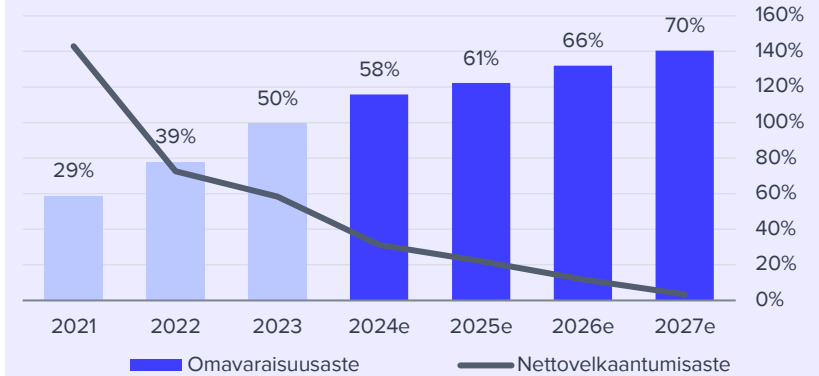
Tase-ennusteet

Tulikiven tase vahvistui vuonna 2022-2023 vahvan tulokunnan myötä ja omavaraisuusaste nousi 50 %:iin nettovelkaantumisasteen painuessa 58 %:iin. Odotamme nykyisillä tulos- ja osinkoennusteillamme taseen vahvistuvan entisestään osinkoa pienemmän osakekohtaisen tuloksen vahvistaessa taseen avainlukuja. Ennusteissamme vuoden 2026 lopussa Tulikiven omavaraisuusaste on jo 61 % nettovelkaantumisaste enää 12 %. Mikäli yhtiön kannattavuus pitää odotuksiemme mukaisesti pintansa vahvistuu yhtiön tase nopeasti, mikä jättää liikkumavaraa ennusteitamme avokätisemmälle osingonjaolle tai yritysjärjestelyille.

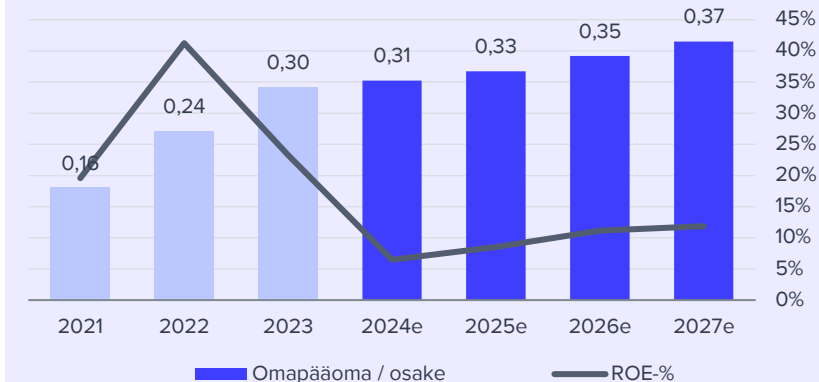
Oman pääoman ja ROE-%:n ennusteet

Vuoden 2023 lopussa Tulikivellä oli 18,1 MEUR omaa pääomaa taseessa, mikä on 0,30 euroa osaketta kohden. Tulikiven oman pääoman tuotto nousi vuosina 2021-23 poikkeuksellisen korkealle tasolle (20-41 %) matalan oman pääoman ja koholla olleen tulokunnan ansiosta. Odotamme kyseisen tunnusluvun normalisoituvan laskevan tulokunnan ja kasvaneen oman pääoman myötä noin 7-9 %:n tasolle. Tulikivellä on Suomessa vahva markkina-asema ja tunnettu brändi, mutta historialliset näytöt huomioiden mielestämme on aiheellista odottaa yhtiöltä lisää näyttöjä sen kyvystä ylläpitää korkeaa oman pääoman tuottoa.

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 ja vaikuttaisi luonnollisesti myönteisesti projektin taloudelliseen houkuttelevuuteen. Pohjustamme ennusteemme tässä vaiheessa todennettuihin varoihin ja Afryn laatimaan YVA-ohjelmaan.

Odotamme projektin alkuinvestointien olevan kooltaan 20-30 MEUR ja käytämme laskelmassamme 25 MEUR:oa. Alkuinvestointi kattaa 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 siitä luopuminen projektin myynnin yhteydessä tai muuttaminen rikastamoksi edellyttäisi olemassa olevan verhoukiviluokituksen siirtämistä muualle ja vaikuttaisi sen myötä Tulikiven perusliiketoimintaan.

Arvioimme projektin rakennusvaiheen kestävän 2 vuotta. Tuotannon ylösajossa menee ennusteissamme puoli vuotta, kunnes vuotuinen 450 000 tonnin mineraalilouhintaa 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 47 vuotta ja malmia louhitaan yhteensä 19,6 miljoonaa tonnia. Arvioimme valmistetun talkkirikasteen myyntihinnan olevan 260 euroa per tonni ja hinnan nousevan 2,5 % vuodessa. Hyödyntämämme arvio talkin myyntihinnasta on jonkin verran USGS:n arvioiman Yhdysvaltain talkkihinnan alapuolella (300 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 käyttökatetason 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 39 MEUR ja vapaa rahavirta 7 MEUR.

Nordic Talc NPV laskelman oletukset

Malmin määrä (Mt)	22,3
Louhittu malmimäärä (Mt)	19,6
Talkkipitoisuus	44 %
Talkin hinta (\$/kg/t)	300
Oletettu myyntihinta (€/t)	260
Hintainflaatio	2,5 %
Normalisoitu EBITDA	20 %
Infran rakennusaika (v)	2
Tuotannon ylösajon kesto (v)	0,5
Vuotuinen louhintamäärä (Mt)	450
Valmistetun talkin määrä (Mt)	135
Lopputuotteen osuus	30 %
Alkuinvestointi (MEUR)	25
Ylläpitocapex (MEUR)	-1,0

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	44,3	13,0	13,3	9,1	9,9	45,4	8,5	9,3	7,2	9,3	34,3	34,4	35,2	36,5
Kotimaa	16,7	4,4	3,8	3,6	2,9	14,7	2,5	3,6	3,0	2,8	11,9	11,6	11,7	11,9
Vienti	27,6	8,6	9,5	5,4	7,0	30,6	6,0	5,7	4,2	6,6	22,5	22,8	23,4	24,6
Käyttökate	7,2	1,9	3,1	2,0	1,5	8,6	0,9	1,3	1,2	1,4	4,8	5,1	5,6	5,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,6	-0,8	-0,7	-1,0	-3,1	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-2,6	-2,6	-2,5	-2,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	1,3	2,3	1,3	0,6	5,5	0,3	0,8	0,5	0,7	2,3	2,5	3,1	3,3
Liikevoitto	4,7	1,3	2,3	1,3	0,6	5,5	0,3	0,8	0,5	0,7	2,3	2,5	3,1	3,3
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1
Tulos ennen veroja	4,1	1,1	2,2	1,1	0,5	4,9	0,1	0,6	0,3	0,6	1,5	2,1	2,8	3,2
Verot	0,8	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	-1,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-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	4,9	0,8	1,7	1,0	0,3	3,8	0,1	0,4	0,3	0,5	1,2	1,6	2,2	2,5
EPS (oikaistu)	0,08	0,01	0,03	0,02	0,01	0,06	0,00	0,01	0,00	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04
EPS (raportoitu)	0,08	0,01	0,03	0,02	0,01	0,06	0,00	0,01	0,00	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	32,1 %	55,3 %	9,5 %	-8,5 %	-28,2 %	2,4 %	-34,8 %	-30,3 %	-20,6 %	-5,7 %	-24,3 %	0,1 %	2,3 %	3,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	75,7 %	334,8 %	34,6 %	6,5 %	-61,9 %	15,2 %	-75,0 %	-67,5 %	-62,3 %	20,8 %	-58,7 %	10,9 %	24,8 %	6,0 %
Käyttökate-%	16,3 %	14,6 %	23,5 %	21,7 %	15,5 %	18,9 %	10,8 %	14,2 %	16,5 %	15,0 %	14,1 %	14,7 %	16,0 %	16,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,7 %	9,8 %	17,5 %	14,0 %	5,9 %	12,0 %	3,8 %	8,2 %	6,6 %	7,5 %	6,6 %	7,3 %	8,9 %	9,1 %
Nettotulos-%	11,2 %	6,0 %	12,6 %	10,9 %	3,3 %	8,3 %	1,1 %	3,9 %	3,9 %	4,9 %	3,5 %	4,7 %	6,4 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	23,2	23,5	23,0	22,4	21,8
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	9,9	11,1	11,0	10,8	10,6
Käyttöomaisuus	6,8	7,0	6,9	7,0	7,1
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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	3,5	2,4	2,1	1,7	1,1
Vaihtuvat vastaavat	16,1	15,2	11,7	11,9	12,1
Vaihto-omaisuus	8,7	9,6	7,6	7,7	7,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,7	3,0	2,9	2,9	3,0
Likvidit varat	3,7	2,7	1,2	1,2	1,2
Taseen loppusumma	39,3	38,7	34,6	34,3	33,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	14,4	18,1	18,7	19,5	20,8
Osakepääoma	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Kertyneet voittovarot	-6,3	-2,5	-1,9	-1,1	0,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
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	12,6	11,2	7,3	6,3	5,1
Laskennalliset verovelat	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Varaukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Korolliset velat	10,0	8,5	4,6	3,6	2,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Lyhytaikaiset velat	12,3	9,4	8,7	8,5	8,0
Korolliset velat	4,2	4,8	2,5	1,9	1,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	4,6	6,2	6,5	6,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	39,3	38,7	34,6	34,3	33,9

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Tulos ja tase luovat kehikon hinnoittelulle

Tulikiven ydinliiketoiminnan arvostusta voi lähestyä tulos- ja tasepohjaisesti, minkä lisäksi verrokkianalyysiä ja DCF-mallia voi käyttää apuvälineinä käyvän arvon haarukointiin. Nordic Talc ei ole osa yhtiön ydinliiketoimintaa, minkä seurauksena projektin arvo tulee mielestämme huomioida erikseen osien summa -laskelmalla. Tulospohjaista arvonmääritystä hankaloittaa kuitenkin viime vuosina merkittävästi heilunut tulostaso, joka vaikeuttaa normalisoidun tulostason arvioimista. Lisäksi kerroinpohjaiset arvonmääritysmenetelmät sivuttavat Nordic Talc -projektiin liittyvän potentiaalisen arvon. Koemme seuraavat tekijät keskeisiksi Tulikiven arvonmäärityksessä:

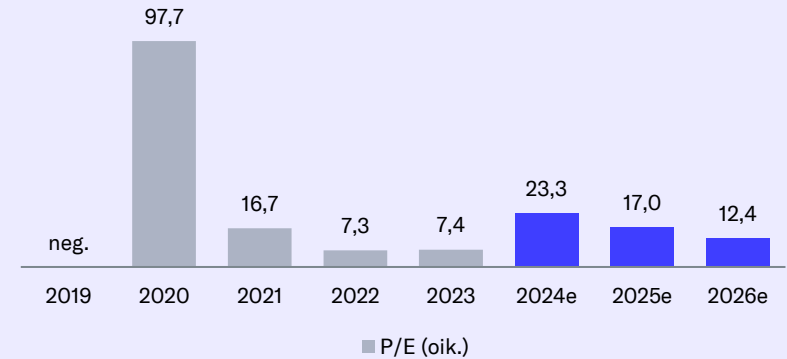
- **Heikko historiallinen kasvu ja kitukasvuinen markkina** aiheuttavat epäilyjä kasvunäkymää kohtaan. Regulatorinen paine uudistaa takkoja, kohonneet energiahinnat ja tiukentuvat päästövaatimukset tukevat kuitenkin kysyntää ja luovat mahdollisuuksia.
- **Kotimaan kireä kilpailutilanne** rajoittaa kannattavuuspotentiaalia. 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.

Tulospohjainen arvostus vaikuttaa korkealta

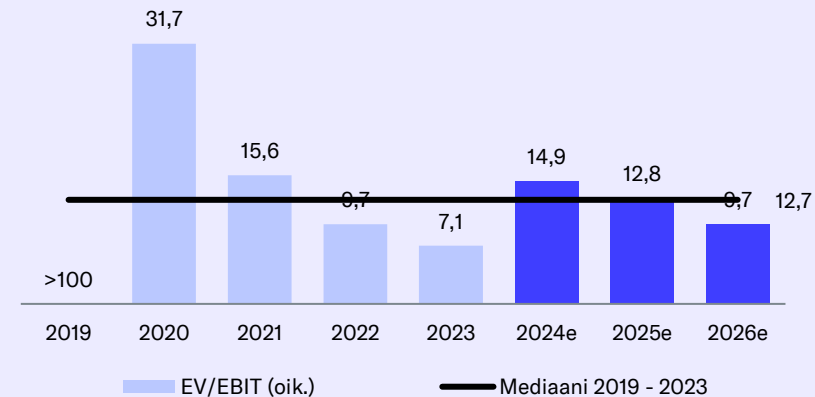
Ennen koronapandemiaa Tulikiven kasvu- ja kannattavuusprofiili olivat vaisuja. Sitten koko toimiala on kuitenkin kokenut poikkeuksellisen vahvaa myötätuulta mm. koronan ja sitten energiakriisin vuoksi, mikä on tukenut myös Tulikiven tulostuntoa. Kyseinen myötätuuli heikkeni kuitenkin vuoden 2024 aikana ja sijoitustarinan kannalta keskeisin kysymysmerkki liittyy nähdäksemme nyt liikevaihdon normalisoituun tasoon. Tulikiven kasvu-, kannattavuus ja riskiprofiili huomioiden mielestämme yhtiön käypä P/E-kerroin on normalisoidulla tuloksella 9-12x ja käypä EV/EBIT-kerroin 8-11x. Määrittämäämme käyvän arvon kertoimiin nähden markkina hinnoittelee Tulikiven osaketta nykyennusteillamme selvällä preemiolla arvostuksen kääntyessä neutraaliksi vasta vuonna 2026.

Tulikivelle hyväksymämme arvostuskertoimet ovat hieman Helsingin pörssin yleisen arvostustason alapuolella, mikä on mielestämme perusteltua yhtiön historialliset kannattavuushaasteet ja rajallinen kasvunäkymä huomioiden. Haluamme kuitenkin painottaa, että arvostushaarukka perustuu nykyisiin oletuksiin yhtiön tulostuntona. Mikäli onnistumiset viennissä mahdollistavat ennusteitamme vahvemman normalisoidun kasvuprofiilin saavuttamisen on määritetyssä kerroinhaarukassa nousuvaraa. Kerroinhaarukka ei myöskään huomioi suoraan Nordic Talcin arvoa, jonka arvioimme erikseen osien summa -laskelmassamme.

P/E (oik.)



EV/EBIT



Arvonmääritys ja suositus 2/4

Tasepohjainen arvostus vaatii pysyvää kannattavuusparannusta taakseen

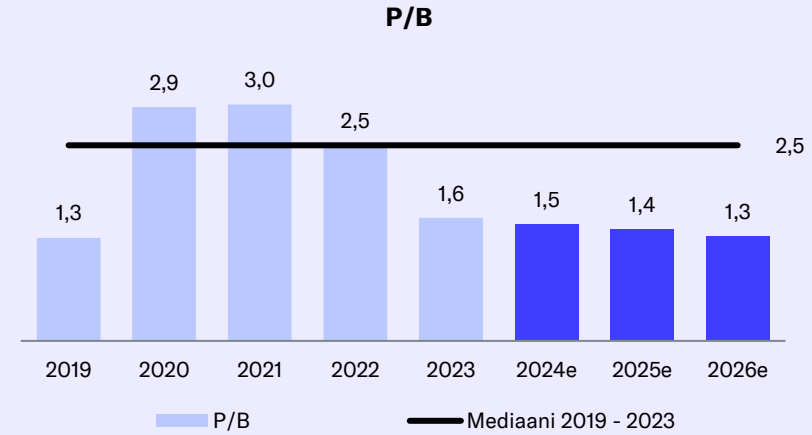
Tulikiven taseessa on melko paljon aineetonta omaisuutta, minkä seurauksena P/B-luku ei ole optimaalisin työkalu Tulikiven arvonnäilytykseen, mutta arvostustason edellyttäviä oletuksia voi tarkastella senkin kautta. Tulikiven P/B-kerroin on 1,5x, mikä arviomme mukaan edellyttäisi noin 12-15 %:n normalisoitua oman pääoman tuottoa. Viime vuosina yhtiö on ylittänyt tason helposti ja tehnyt mielestämme oikeita päätöksiä vahvan tulostunnon ylläpitämiseksi (mm. laajentanut jakeluverkostoaan, lanseerannut uuden tulisijamalliston, vahvistanut tasettaan ja kasvattanut kiinteää kulurakennettaan vain maltillisesti). Kyseisistä toimista huolimatta odotamme tulostunnon jäävän lähivuosina melko selvästi erittäin vahvoista 2022-2023 tasoista haastavamman liiketoimintaympäristön takia. Odotamme laskeneen kuluttajaenergian hinnan, rakennussektorin heikon vireen ja Eurooppalaisten kuluttajien heikentyneen ostovoiman rajoittavan yhtiön tulostuntoa edellisvuosien huippuun nähden. Ennustemme povaavat kuitenkin melko selvää parannusta kestävässä tulostasossa haastavaan 2010-lukuun nähden.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Tulikivelle on haastava määrittää profiililtaan täysin samantyyppistä verrokkiryhmää, koska pääosin tulisijoihin keskittyviä pörssilistattuja yhtiöitä ei ole. Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä Pohjoismaisia pörssiyhtiöitä, 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 verrokkiryhtiöiksi ovat päätyneet Fiskars, Harvia, Orthex ja Rapala. Ruotsalaisiksi verrokkiryhtiöiksi 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 2024 mediaani P/E-luku on 19x ja EV/EBIT-kerroin 16x. Tulospohjaisesti Tulikivi on 2024 yritysarvopohjaisesti verrokkiryhtiötä edullisempi, mutta nettotulospohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan selvällä preemiolla. 2025 ennusteillamme Tulikiven suhteellinen tulospohjainen arvostus nousee yhtiön verrokkeja maltillisemmista tulokasvuennusteista johtuen. 2025 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla Tulikiveä hinnoitellaan noin 5 %:n preemiolla verrokkeihin, mikä ei nähdäksemme ole perusteltua verrokkiryhmän vahvempi kasvuprofiili ja maltillisempi riskiprofiili huomioon.

Tulikiven 2024 P/B-luku on ennusteillamme 1,5x, kun taas verrokkiryhmän mediaani on 2,3x. Yleisesti verrokkeja heikommasta kasvu- ja kannattavuusprofiilista sekä pienemmän kokoluokan aiheuttamasta korkeammasta riskiprofiilista johtuen Tulikiveä kuuluu mielestämme hinnoitella alennuksella verrokkiryhmään nähden.



Arvonmääritys ja suositus 3/4

DCF-malli toimii hyvin Tulikiven tapauksessa

DCF-mallin toimivuus on lähtökohtaisesti hyvä Tulikiven kaltaisessa kypsän kehitysvaiheen yhtiössä. Mallin keskeisin virhemarginaali Tulikiven kaltaisen entisen käännetyhtiön kohdalla liittyy pitkän aikavälin kannattavuustasoon, jonka arvioiminen on haastavaa verisen kilpailun ja muuttuvan lainsäädännön takia. Malliin liittyen on myös hyvä huomioida, ettei se huomioi Nordic Talcin liittyvää potentiaalia.

DCF-laskelmassamme ikuisuuskasvuoletuksemme on 1,5 %, jota ajaa tuotekehityksen mahdollistamat kasvavat keskihinnat. Ennustamme liikevoittomarginaalin asettuvan terminaalijaksossa 7,5 %:iin, mikä on korkea taso viime vuosikymmenen tasoihin nähden ja edellyttää kestävää tulosparannusta. Soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 10,2 %, mutta velkavivun seurauksena WACC-% painuu 9,2 %:iin.

DCF:n mukainen käypä markkina-arvo on laskelmassamme 24,4 MEUR, mikä tarkoittaa 0,41 euron osakekohtaista arvoa. DCF:n lopputulema katsoessa on hyvä huomioida, että se huomioi ainoastaan ydinliiketoiminnan kassavirtapotentiaalin.

Lähestymme Nord Talcin arvonmääritystä NPV-laskelman kautta

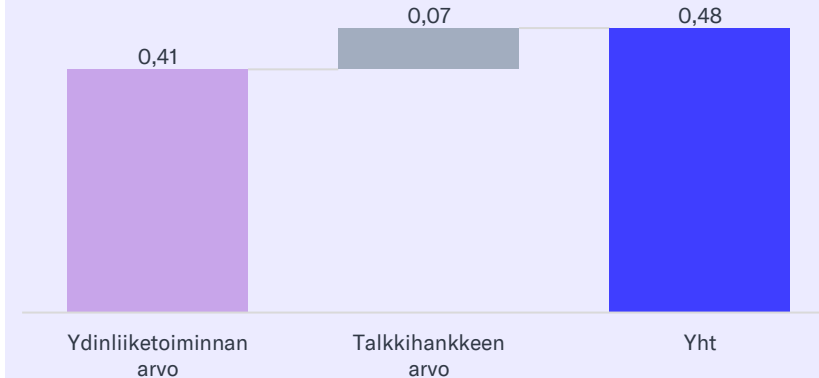
Nordic Talc on projektina irrallinen Tulikiven ydinliiketoiminnasta, minkä seurauksena lähestymme sen arvonmääritystä erikseen NPV-laskelman kautta. Tulikivellä ei ole yksinään resursseja toteuttaa projektia, eikä projektilla ole vielä ympäristölupia, minkä seurauksena on sanomattakin selvää, että siihen liittyy merkittävää epävarmuutta. Olemme olettaneet hankkeelle 14 %:n tuottovaateen, mikä johtaa 6,1

MEUR:n nettonykyarvoon.

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 liittyvän epävarmuuden huomioimiseksi. Aloitusajankohdan diskonttaaminen johtaa 4,1 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 muutokset korkotasossa voivat kuitenkin vaikuttaa rahoittajien kiinnostukseen Nordic Talcin kaltaisia pääomavaltaisia projekteja kohtaan.

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 tuotepaletti, talkin valmistukseen liittyvä osaaminen ja olemassa olevat asiakassuhteet voi arviomme mukaan saada muita ostajia korkeamman arvon ulosmitattua projektista. Esimerkiksi Elementiksen ostama Mondo Minerals teki noin 25 %:n käyttökatetta, mikä on melko selvästi ennustamaamme 20 %:n marginaalia korkeampi taso. Talkkia valmistava toimija voisi myös estää uuden toimijan tulon markkinalle ostamalla Nordic Talcin. NPV-laskelman lopputulema muuttuu myös, jos projektia jatketaan nykyisiä oletuksiamme pidempään tai jos muut oletukset muuttuvat.

Tulikiven osien summa (osakekohtainen arvo, eur)



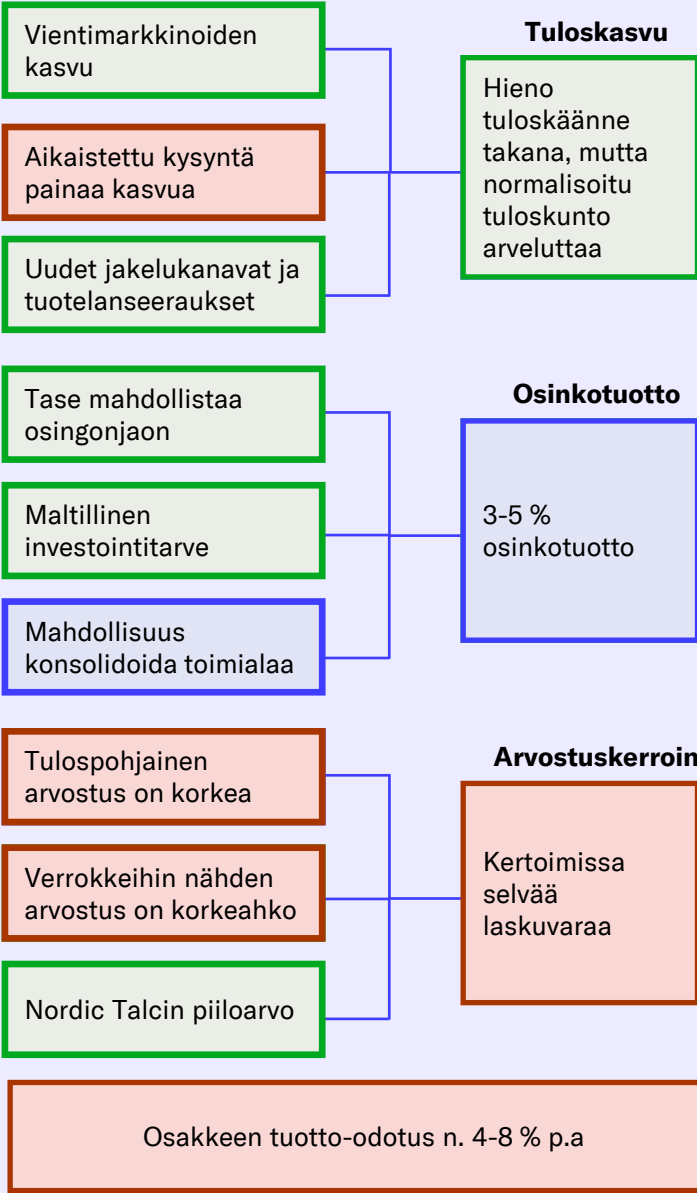
Arvonmääritys ja suositus 4/4

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Tulikiven vähennä-suosituksen, mutta päivitämme tavoitehintamme 0,42 euroon (aik. 0,40 eur). Tulikiven tulokunto on kohentunut merkittävästi koronaa edeltävien vuosien tasolta, mutta heikentyneiden kysyntäajureiden ja tulisijojen viime vuosien aikaistetun kysynnän myötä on hankala arvioida mille tasolle yhtiön kannattavuus normalisoituu. Nykyennusteillamme Tulikiven osakkeen lähivuosien tuotto-odotus asettuu noin 4-8 %:iin, mikä jää 10,2 %:n oman pääoman tuottovaateesta. Kertoimista laskettava tuotto-odotus ei kuitenkaan huomioi Nordic Talc hankkeeseen liittyvää potentiaalia, joka vastaa NPV-laskelmamme perusteella noin 15 %:ia osakkeen nykyisestä markkina-arvosta. Nordic Talc hankkeen arvoon on kuitenkin haastavaa nojautua täysmääräisesti, sillä arvon ulosmittaaminen ei ole yksin Tulikiven käsissä eikä hankkeen toteutumisesta näin ollen ole varmuutta. Tulikiven ydinliiketoiminnan huomioivasta DCF-laskelmastamme ja Nordic Talc -hankkeen NPV-laskemasta koostuva osien-summa laskelmamme antaa osakkeen arvoksi 0,48 euroa. Mielestämme turvamarginaali on arvioon nähden paikalla, jolloin osakkeen käypä arvo voisi nykyoletuksilla olla noin 0,36-0,46 euroa.

Osaketuoton ajurit 2025-2027

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



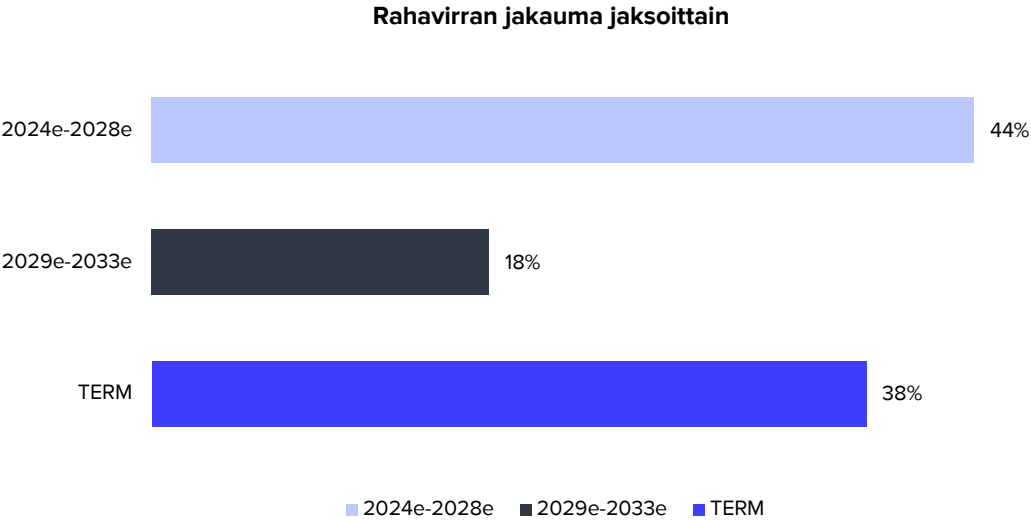
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,4 %	-24,3 %	0,1 %	2,3 %	3,8 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	12,0 %	6,6 %	7,3 %	8,9 %	9,1 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Liikevoitto	5,5	2,3	2,5	3,1	3,3	3,4	3,4	3,3	3,0	3,0	3,1	
+ Kokonaispoistot	3,1	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-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	-3,6	3,6	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,8	8,3	5,1	5,5	5,6	5,5	5,2	5,1	4,8	4,9	5,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,4	5,9	2,7	3,0	3,1	2,9	2,5	2,4	2,1	2,2	2,2	
+/- 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	0,4	5,9	2,7	3,0	3,1	2,9	2,5	2,4	2,1	2,2	2,2	29,4
Diskontattu vapaa kassavirta		5,9	2,5	2,6	2,4	2,1	1,7	1,5	1,2	1,1	1,0	13,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,6	29,6	27,1	24,5	22,0	20,0	18,3	16,8	15,7	14,6	13,6
Velaton arvo DCF		35,6										
- Korolliset velat		-13,3										
+ Rahavarat		2,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,6										
Oman pääoman arvo DCF		24,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,41										

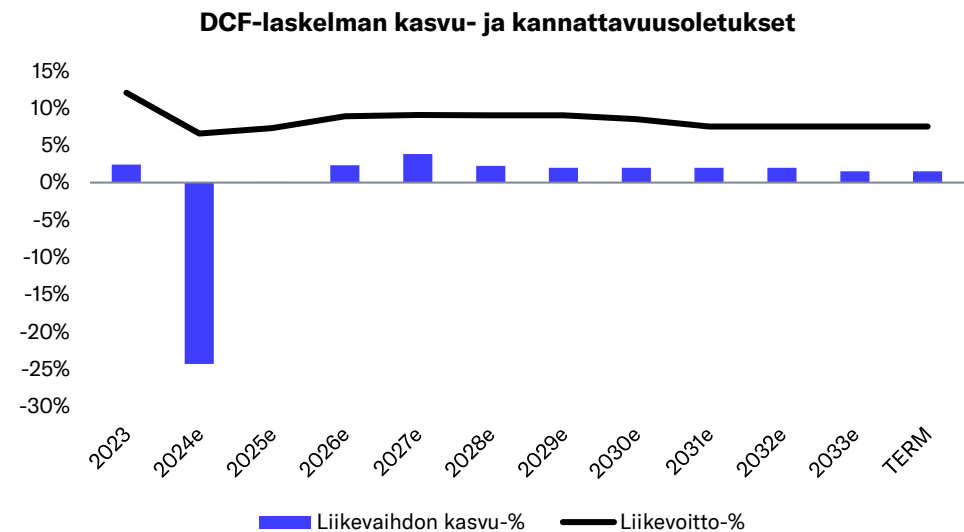
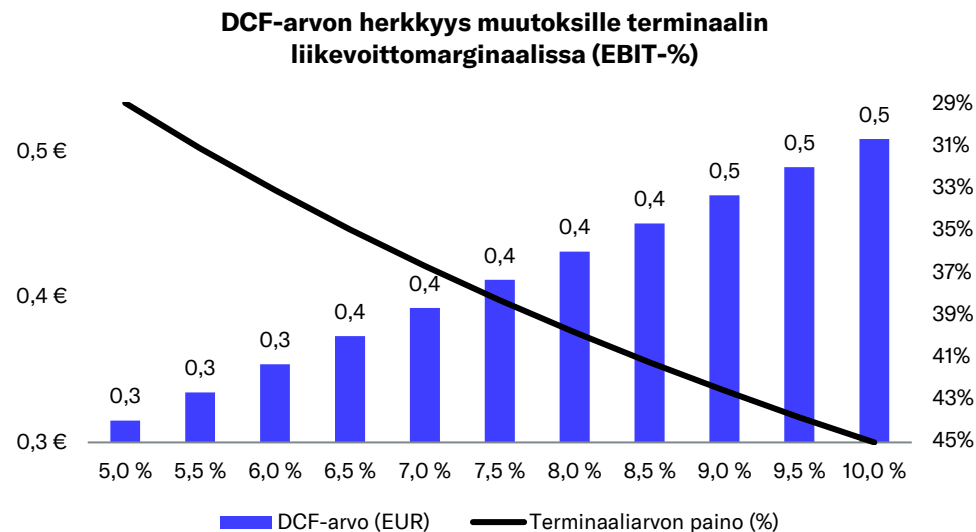
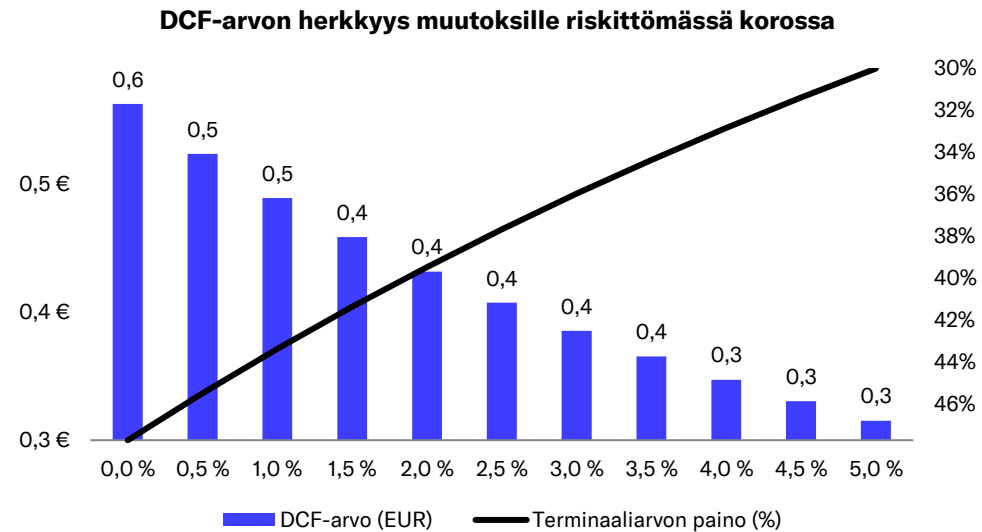
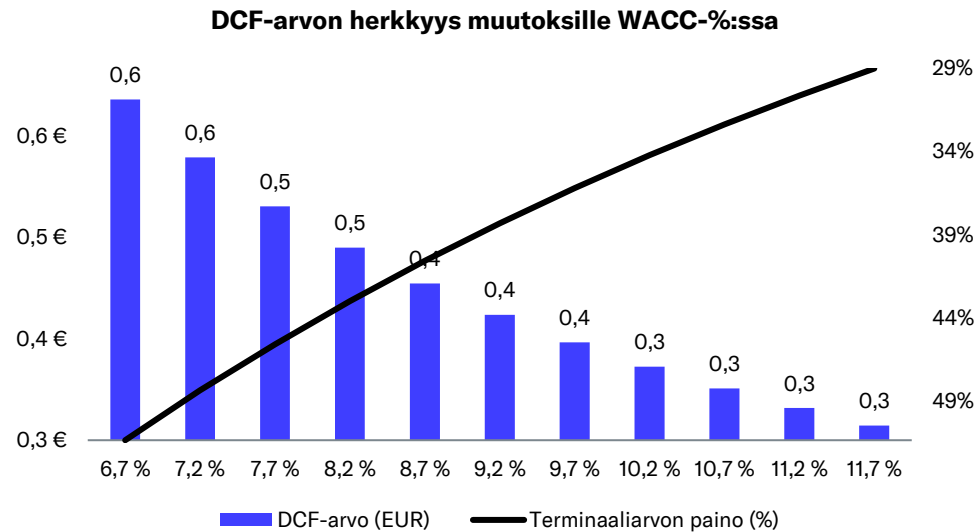
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

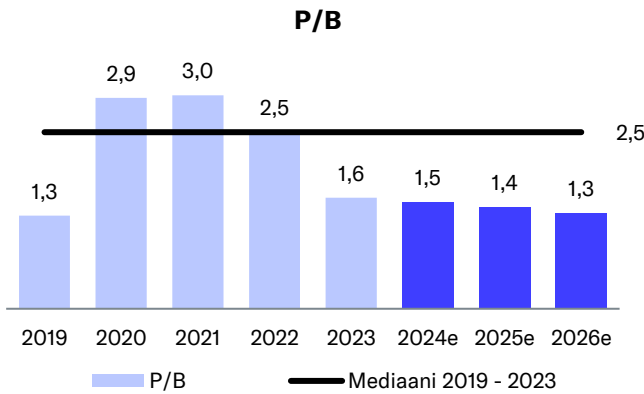
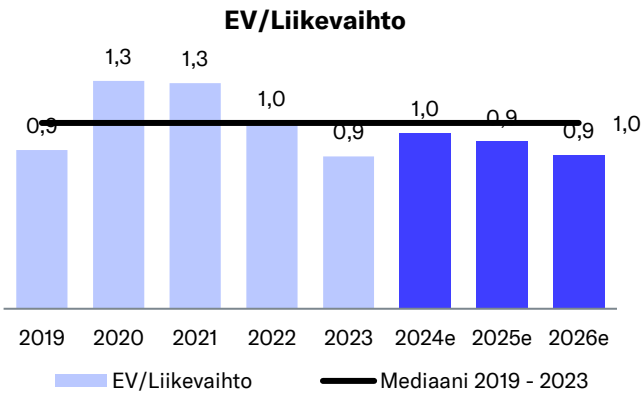
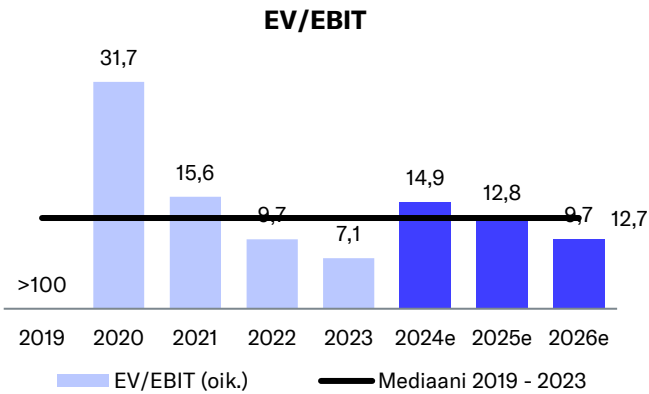


Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,17	0,39	0,48	0,60	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
Osakemäärä, milj. kpl	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
Markkina-arvo	10,0	23,3	28,6	35,5	28,1	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	25	37	42	46	39	34	32	30	29
P/E (oik.)	neg.	97,7	16,7	7,3	7,4	23,3	17,0	12,4	10,9
P/E	neg.	97,7	16,7	7,3	7,4	23,3	17,0	12,4	10,9
P/B	1,3	2,9	3,0	2,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
P/S	0,3	0,8	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,9	1,3	1,3	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,3	10,2	8,3	6,4	4,5	7,0	6,3	5,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	>100	31,7	15,6	9,7	7,1	14,9	12,8	9,7	8,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	15,4 %	70,0 %	57,4 %	58,5 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,1 %	3,0 %	3,4 %	4,7 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2024e
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	
Harvia Oyj	823	882	23,0	18,6	19,4	16,0	5,2	4,2	29,8	24,2	1,7	2,0	6,9
Nibe Industrier AB	7016	8738	43,0	20,3	20,1	14,4	2,4	2,2	124,6	26,1	0,5	1,3	2,6
Rapala VMC Oyj	72	163	12,5	10,2	5,8	5,6	0,7	0,7	41,0	16,8		1,1	0,4
Orthex Oyj	91	106	9,9	9,4	7,2	6,9	1,2	1,1	12,9	13,2	4,8	5,5	2,4
Fiskars Oyj Abp	1246	1744	16,1	13,2	11,6	8,2	1,5	1,5	17,1	13,5	5,4	5,7	1,6
Inwido AB (publ)	1030	1151	14,7	12,2	10,5	9,0	1,5	1,4	20,3	15,7	3,2	3,2	2,1
Dometic Group AB (publ)	1371	2578	17,0	11,1	8,8	7,6	1,2	1,1	13,7	11,0	2,9	3,2	0,6
Rockwool A/S	7814	7534	11,2	11,3	8,1	8,1	2,0	1,9	15,0	15,2	1,9	2,3	2,6
Ariston Holdings	1262	1926	14,0	10,2	7,5	6,2	0,7	0,7	16,3	9,9	2,8	3,1	0,9
Tulikivi (Inderes)	28	34	14,9	12,8	7,0	6,3	1,0	0,9	23,3	17,0	3,0	3,4	1,5
Keskiarvo			18,6	13,4	12,1	9,7	2,0	1,8	32,1	16,7	2,9	3,1	2,5
Mediaani			15,4	11,8	9,7	8,1	1,5	1,4	18,7	15,4	2,8	3,1	2,2
Erotus-% vrt. mediaani			-3 %	9 %	-28 %	-22 %	-34 %	-34 %	24 %	10 %	8 %	8 %	-34 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	33,5	44,3	45,4	34,3	34,4	EPS (raportoitu)	0,03	0,08	0,06	0,02	0,03
Käyttökate	5,1	7,2	8,6	4,8	5,1	EPS (oikaistu)	0,03	0,08	0,06	0,02	0,03
Liikevoitto	2,7	4,7	5,5	2,3	2,5	Operat. kassavirta / osake	0,06	0,09	0,08	0,14	0,09
Voitto ennen veroja	2,1	4,1	4,9	1,5	2,1	Vapaa kassavirta / osake	0,01	0,07	0,01	0,10	0,05
Nettovoitto	1,7	4,9	3,8	1,2	1,6	Omapääoma / osake	0,16	0,24	0,30	0,31	0,33
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	33,7	39,3	38,7	34,6	34,3	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	32 %	2 %	-24 %	0 %
Oma pääoma	9,6	14,4	18,1	18,7	19,5	Käyttökatteen kasvu-%	41 %	41 %	19 %	-44 %	5 %
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	130 %	76 %	15 %	-59 %	11 %
Nettovelat	13,7	10,5	10,6	5,9	4,3	EPS oik. kasvu-%	617 %	189 %	-23 %	-68 %	37 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	15,3 %	16,3 %	18,9 %	14,1 %	14,7 %
Käyttökate	5,1	7,2	8,6	4,8	5,1	Oik. Liikevoitto-%	8,1 %	10,7 %	12,0 %	6,6 %	7,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-1,9	-3,6	3,6	0,2	Liikevoitto-%	8,1 %	10,7 %	12,0 %	6,6 %	7,3 %
Operatiivinen kassavirta	3,6	5,3	4,8	8,3	5,1	ROE-%	19,6 %	41,2 %	23,3 %	6,5 %	8,5 %
Investoinnit	-2,4	-3,0	-4,5	-2,4	-2,4	ROI-%	11,4 %	17,9 %	18,2 %	7,9 %	9,9 %
Vapaa kassavirta	0,7	4,0	0,4	5,9	2,7	Omavaraisuusaste	29,4 %	39,0 %	49,8 %	57,9 %	61,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e	Nettovelkaantumisaste	142,9 %	72,7 %	58,4 %	31,3 %	22,1 %
EV/Liikevaihto	1,3	1,0	0,9	1,0	0,9						
EV/EBITDA	8,3	6,4	4,5	7,0	6,3						
EV/EBIT (oik.)	15,6	9,7	7,1	14,9	12,8						
P/E (oik.)	16,7	7,3	7,4	23,3	17,0						
P/B	3,0	2,5	1,6	1,5	1,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,1 %	3,0 %	3,4 %						

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 tulevista. 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 tehdyn arvion 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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 €
04/05/2023	Lisää	0,55 €	0,49 €
21/08/2023	Vähennä	0,55 €	0,53 €
03/11/2023	Vähennä	0,40 €	0,44 €
04/03/2024	Vähennä	0,40 €	0,43 €
06/05/2024	Vähennä	0,40 €	0,46 €
19/08/2024	Vähennä	0,40 €	0,44 €
30/10/2024	Vähennä	0,40 €	0,45 €
04/10/2024	Vähennä	0,40 €	0,43 €
05/03/2025	Vähennä	0,42 €	0,47 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**