

# PUUILO OYJ

30.12.2024 07.50 EET



Arttu Heikura  
358400828098  
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

# LAAJA RAPORTTI



# Halpakaupan valioyksilö

*Puuilo on jatkanut historiassa tasaisella tahdilla toteutunutta markkinaosuuksien kahmimista haastavasta markkinan nykytilanteesta huolimatta. Näemme yhtiön omaavan pitkällä tähtäimellä edellytykset liikevaihtonsa tuplaamiseksi, jonka tulosta nostava vaikutus toimisi osakkeen selvänä arvoajurina. Tuloskasvun ja osinkotuoton tukema tuotto-odotus näyttäytyy silmiimme houkuttelevana. Toistamme lisää-suosituksemme ja 11,5 euron tavoitehintamme.*

## Halpakaupan valioyksilö

Puuilo on Suomessa toimiva halpatavaraan keskittyvä vähittäiskauppayhtiö. Sen konsepti painottuu ”tee-se-itse” – tarpeisiin, joskin yhtiö myy myös muita, usein melko defensiivisiä tuotekategorioita. Yhtiö on kasvanut historiansa aikana voimakkaasti (2010-23 21 % CAGR) ja tehnyt sen kannattavasti. Tehokas toiminta niin myymälöissä kuin hallinnossa on taannut yhtiölle sen kilpailijoita selvästi korkeamman kannattavuuden. Nopea kasvu on näkynyt myös markkinaosuuksissa, sillä viimeisten viiden vuoden aikana yhtiö on tuplannut osuutensa Suomen halpakauppamarkkinasta (2023 10 %). Vaikka kasvua on historiassa piisannut, näyttää tulevaisuus yhtiön kannalta edelleen kasvuntäyteiseltä myymäläverkoston ollessa vielä nuori ja Suomessa olevan vielä tilaa useille Puuilo-myymälöille.

## Kunnianhimoinen kasvustrategia

Puuilon strategia tähtää markkinaosuuden selvään kasvattamiseen varttuvan ja laajenevan myymäläverkoston avuin. Kasvun ohella yhtiö pyrkii samanaikaisesti parantamaan erinomaisella tasolla olevaa kannattavuuttaan. Laskelmiemme mukaan Puuilo omaa vielä jopa 700 MEUR:n ylimääräisen liikevaihtopotentialin, kun vertaamme tämän päivän yhtiötä sen potentiaaliseen kypsään versioon. Suhtaudumme siis strategiaan tavoitteisiin melko luottavaisesti, joskin tunnistamme markkinassa yhtiön kehitystä hidastavia tekijöitä. Näihin lukeutuu Pohjoismaiden kiristynyt kilpailutilanne useiden

toimijoiden laajentaessa myymäläverkostojaan. Toisaalta yhtiö on onnistunut navigoimaan nykyisessä haastavassa ja kireästi kilpaillussa markkinassa kilpailijoitaan paremmin, joka nostaa luottamustamme yhtiön arvонуontipotentiaaliin myös jatkossa. Yhtiön strategiakauden jälkeinen profiili on vielä epäselvä, joskin siitä tulee joko muotoutumaan korkeaa kassavirtaa ja voitonjakoa tuottava vakaa yhtiö tai kasvava kansainvälinen halpakauppayhtiö. Riskiprofiililtaan ensimmäinen olisi sijoittajan kannalta suotuisa, mutta toisaalta jälkimmäinen nostaisi tuottopotentialin täysin uudelle tasolle. Ennustamaamme 18 %:n tuloskasvua ajaa ensisijassa lähitulevaisuuden myymäläavaukset, piristynyt vertailukelpoinen kasvu, paraneva myyntikate-% sekä tiukalla pysyvä kulurakenne. Oleellinen riski tuloskasvun realisoitumattomuudelle on kiristynyt kilpailutilanne tai heikkona jatkuva markkinatilanne.

## Laatuyhtiö houkuttelevalla tuotto-odotuksella

Toteutuneilla tulospohjaisilla kertoimilla (P/E 19x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 16x) mitattuna yhtiötä hinnoitellaan hieman mukavuusalueemme yläpuolella. Tämä on kuitenkin perusteltavissa, sillä odotamme yhtiön kykenevän voimakkaaseen tuloskasvuun tulevien vuosien aikana, jolloin kertoimet putoavat kasvuyhtiölle houkuttelevalle tasolle (25-26e P/E 16 ja 14x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 12 ja 11x). Ottaen huomioon ennustamamme tuloskasvun, hieman koholla olevat toteutuneella tuloksella mitatut kertoimet sekä 5 %:n osinkotuoton asettuu osakkeen kokonaistuotto-odotus noin 15 %:n tienoille. Pidämme tätä tasoa houkuttelevana ja se ylittää asettamamme tuottovaateen tarkoittaen osakkeen riski/tuotto-suhteen olevan suotuisa. Kassavirtamallimme indikoima yli 12 euron osakekohtainen arvo viestii niin ikään nousuvarasta ja perustelee positiivista näkemystä osakkeen suhteen. Näemme Puuilon yhtenä sektorin laadukkaimmista yhtiöistä, jonka konsepti on osoittanut kilpailukykynsä sekä suotuisassa että haastavassa markkinassa.

## Suositus

**Lisää**

(aik. Lisää)

**11,50 EUR**

(aik. 11,50 EUR)

**Osakekurssi:**

10,14

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|             | 2023   | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 338,5  | 381,8  | 438,0  | 491,1  |
| kasvu-%     | 14 %   | 13 %   | 15 %   | 12 %   |
| EBIT oik.   | 52,8   | 62,5   | 72,4   | 83,8   |
| EBIT-% oik. | 15,6 % | 16,4 % | 16,5 % | 17,1 % |
| Nettotulos  | 38,7   | 45,9   | 54,2   | 62,8   |
| EPS (oik.)  | 0,46   | 0,54   | 0,64   | 0,74   |

|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.)     | 20,3  | 18,7  | 15,9  | 13,7  |
| P/B            | 9,2   | 8,7   | 7,4   | 6,3   |
| Osinkotuotto-% | 4,1 % | 4,3 % | 5,0 % | 5,8 % |
| EV/EBIT (oik.) | 16,8  | 15,3  | 13,1  | 11,3  |
| EV/EBITDA      | 13,1  | 11,8  | 10,0  | 8,7   |
| EV/Liikevaihto | 2,6   | 2,5   | 2,2   | 1,9   |

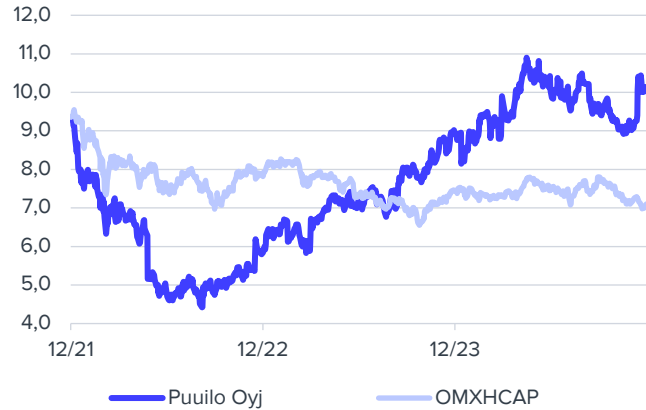
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

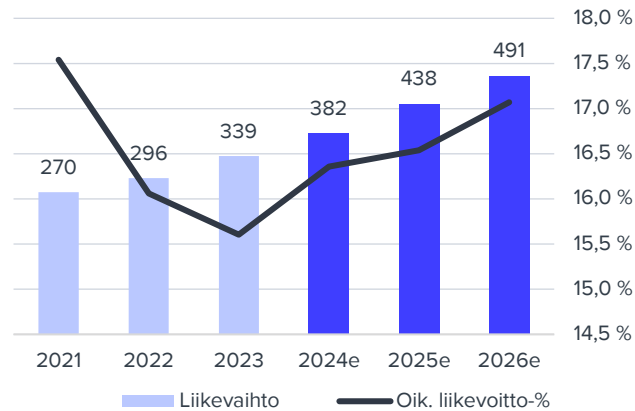
Puuilo ennustaa tilikauden 2024 liikevaihdon olevan 380-400 MEUR:n välillä (2023: 339 MEUR) ja oikaistun EBITA:n osuvan 60-66 MEUR:n haarukkaan (2023: 54,1 MEUR).

## Osakekurssi



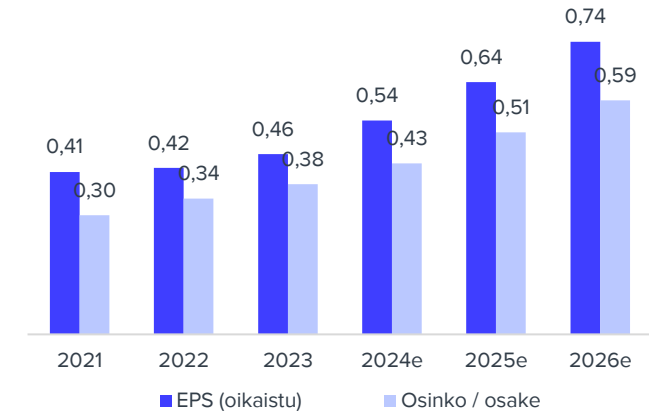
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Myymälämäärän kasvattaminen yli 70:een
- Nykyisten myymälöiden ylösajossa merkittävää kasvupotentiaalia jäljellä
- Omien tuotemerkkien kasvu
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Liiketoiminnan kulutason edelleen tehostaminen

## Riskitekijät

- Kilpailutilanteen kiristyminen keskeisten kilpailijoiden laajentaessa myös kivijalkaverkostoaan
- Globaalit häiriöt tuotteiden saatavuudessa ja protektionismin nousu
- Kategoriahallinnassa onnistuminen
- Kuluttajien heikentynyt ostovoima kustannusinflatorisessa ympäristössä

| Arvostustaso                 | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 10,1   | 10,1   | 10,1   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 84,8   | 84,8   | 84,8   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 860    | 860    | 860    |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 957    | 949    | 947    |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 18,7   | 15,9   | 13,7   |
| <b>P/E</b>                   | 18,7   | 15,9   | 13,7   |
| <b>P/B</b>                   | 8,7    | 7,4    | 6,3    |
| <b>P/S</b>                   | 2,3    | 2,0    | 1,8    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 2,5    | 2,2    | 1,9    |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 11,8   | 10,0   | 8,7    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 15,3   | 13,1   | 11,3   |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 80,0 % | 80,0 % | 80,0 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 4,3 %  | 5,0 %  | 5,8 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|                                          |       |
|------------------------------------------|-------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli        | 5-9   |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet    | 10-14 |
| Toimiala ja markkinakatsaus              | 15-19 |
| Kilpailukenttä                           | 20    |
| Historiallinen kehitys                   | 21-22 |
| Taloudellinen asema                      | 23-24 |
| Sijoitusprofiili                         | 25    |
| Ennusteet                                | 26-30 |
| Arvonmäärittäminen                       | 31-38 |
| Yhteenvetotaulukko                       | 39    |
| Vastuunvapauslauseke ja suositushistoria | 40    |

# Puulo lyhyesti

Puulo on yksi johtavista toimijoista Suomen kasvavalla halpakauppojen markkinalla. Yhtiö on laajentunut Suomessa vahvaa tahtia ja saavuttanut uusien myymälöiden avulla merkittävää markkinaosuutta.

## 1982

Perustamisvuosi

## 2021

Listautuminen

**374 MEUR (+13,4 %)**

Liikevaihto viim. 12 kk

**63 MEUR (16,9 % liikevaihdosta)**

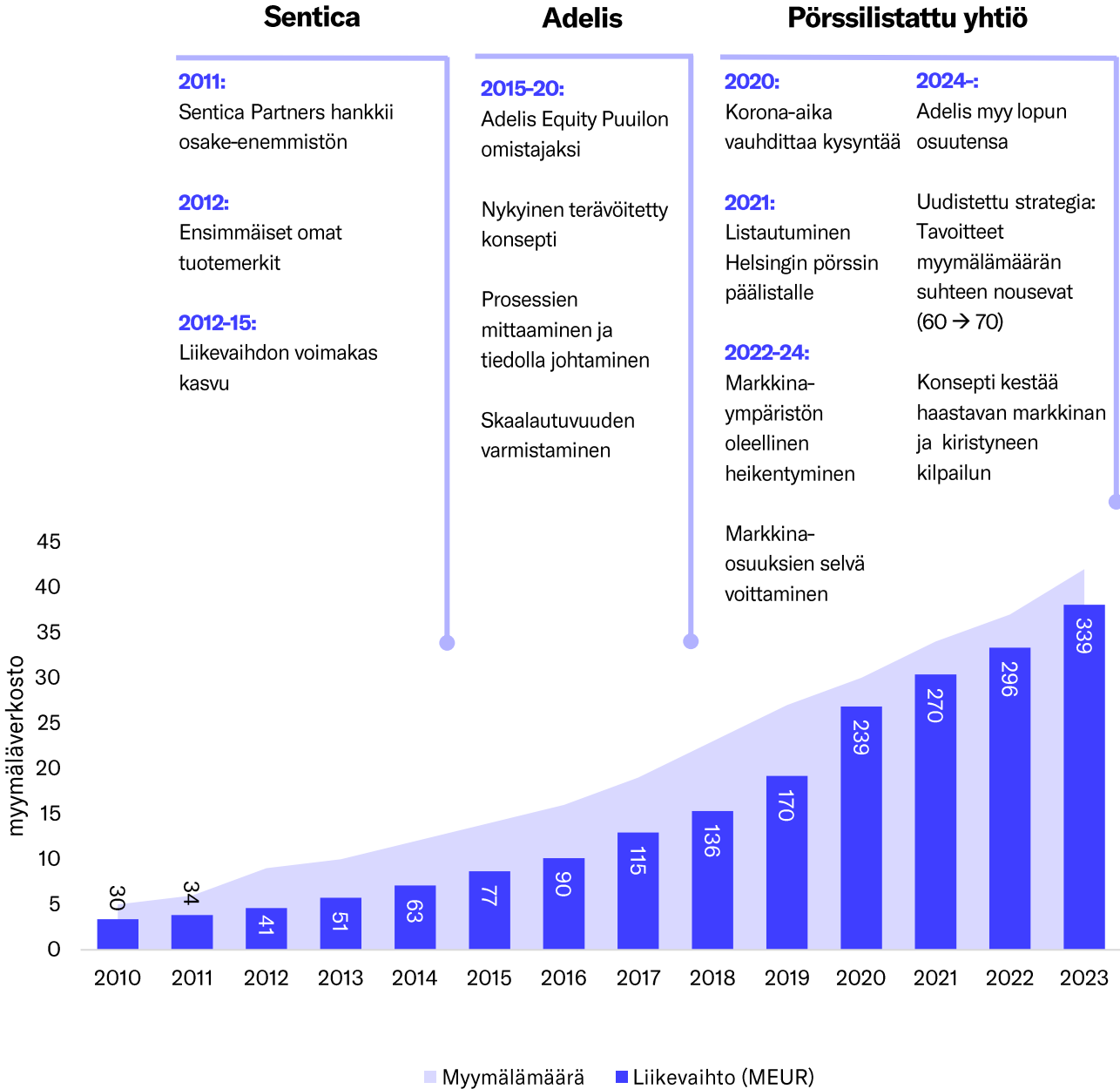
Oik. EBITA-tulos viim. 12 kk

## 10 %

Markkinaosuus Suomen halpakaupan sisällä

## 48

Myymälämäärä 12/2024



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/3)

## Kannattava kasvuyhtiö pitkällä historialla

Puuilo on vuonna 1982 kauppa-autoista liikkeelle lähtenyt ja myöhemmin laajan myymäläverkoston kasvattanut suomalainen halpatavaraan keskittyvä vähittäiskauppayhtiö. Yhtiötä on kehitetty vuodesta 2011 alkaen ensin pääomasijoittaja Sentica Partnersin ja vuodesta 2015 Adelis Equity Partnersin alaisuudessa, joka irtaantui lopuista osakkeistaan vuoden 2024 alussa. Puuilo listautui Helsingin pörssin päälistalle kesällä 2021 6,6 euron osakekohtaisella hinnalla. Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja tilikausilla 2010-2023 keskimääräinen myynnin kasvu on ollut 20,5 % (CAGR).

Puuilo on tehnyt sektorin tasoon nähden erinomaista suhteellista kannattavuutta. Tämä on arviomme mukaan seurausta sekä hyvästä myyntikatemarginaalista että tiukasta kulukontrollista. Parhaimmillaan Puuilo saavutti 18 %:n EBITA-%:n vuonna 2020, jonka jälkeen marginaali on vakiintunut reilu 16 %:iin.

## Asiakaslupaus toiminnan keskiössä

Puuilo on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan konseptin kiireisten ”tee-se-itse” asiakkaiden parissa. Konsepti nojaa edullisiin hintoihin, helppoon asiointiin sekä verrattain laajaan valikoimaan. Hinnoittelun osalta yhtiö ei pyri olemaan aina halvin vaihtoehto, mutta peruseriaatteena on, että asiakas ei saa pettyä hintatasoon. Hinnoittelupäätöksiä ohjaavat sekä tuotteiden sisäänostohinnat että kilpailijoiden hinnoittelu. Yhtiön kulurakenne on kyetty pitämään kilpailijoita selvästi matalampana, mikä mahdollistaa yhtiölle erinomaisen kannattavuuden.

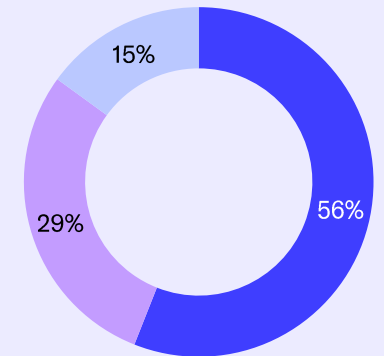
## Asiakaskunta on vuosien saatossa laajentunut

Puuilon selvästi suurin asiakasryhmä ovat kuluttajat ja se palvelee erityisesti ”tee-se-itse” -asiakkaita. Yhtiön asiakaskunta on laaja ja edustaa kaikkia sosioekonomisia taustoja ja sukupuolia ympäri Suomen. Tyypillinen Puuilo-asiakas on 55-74-vuotias mies, joka asuu omakoti- tai paritalossa Etelä-Suomessa. Näin ollen tavanomainen Puuilo-asiakas on myös ostovoimaltaan ”parhaassa iässä”. Yhtiön yritysasiakasmäärät ovat myös viime vuosina kasvaneet vahvasti ja FIRMA-tilituotteella yritysasiakkaaksi tunnistautuvien asiakkaiden osuus myynnistä on arviomme mukaan jonkin verran alle 10 %. Summeerattuna yhtiön asiakaskunta arvostaa helppoa asiointia sekä laajaa ja edullista valikoimaa.

## Valikoima koostuu useammasta pääkategoriasta

Puuilon jokaisen myymälän tuotevalikoima noudattelee samaa linjaa ja sitä hallitaan keskitetysti, mikä mahdollistaa tehokkaamman hankinnan. Valikoima koostuu yhdeksästä tuoteryhmästä, joita ovat rakennustarvikkeet, LVI- ja sähkötarvikkeet, autotarvikkeet, taloustavaratarvikkeet, puutarhatarvikkeet, eläinruoka ja -tarvikkeet, työkalut, vapaa-ajan välineet sekä elintarvikkeet. Kategorioiden alta löytyy noin 30 000 nimikkeen tuotevalikoima. Suuri osa valikoimasta muodostuu defensiivisistä tarpeeseen ja tiheään/toistuvaan kulutukseen perustuvista matalahintaisista tarvikkeista, jolloin syklisempien käyttötavaroiden osuus on suhteellisen pieni.

Myynnin jakauma 2023



- Tee-se-itse
- Koti, piha ja puutarha
- Eläintarvikkeet sekä vapaa-aika



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/3)

Pääkategorioiden valikoima sisältää hinnaltaan ja ominaisuuksiltaan eroavia tuotevaihtoehtoja, esimerkiksi kolmea eri tuotetta, kolmessa eri hintaryhmässä (A-, B- ja omabrändi). Tällä pyritään vastaamaan eri asiakastyypien mieltymyksiin ja samalla se luo syvyyttä valikoimaan muihin halpatavaraa myyviin toimijoihin verrattuna. Puuilon myynnistä osa koostuu sesonkiluonteisista tuotteista, mutta kysynnän sesonkiriippuvaisuus on kaupan alaan verrattuna vähäistä. Esimerkiksi joulukauppa tai Black Friday eivät ole sille merkittäviä sesonkeja. Puuilon vahvimmat myyntikuukaudet ajoittuvat touko-elokuulle, mikä on tyypillistä rautakaupoille.

## Omat tuotemerkit oleellinen osa liiketoimintaa

Tilikauden 2023 myynnistä jo 21 % tuli omien tuotemerkkien myynnistä ja määrä on kasvanut systemaattisesti strategian mukaisesti. Omia tuotteita myydään usean eri brändin alla mm. Tamforce, Kramfors ja Pitstone. Ne on hinnoiteltu selkeästi vastaavia brändituotteita alemmaksi, mutta niiden myyntikatteet ovat parempia, sillä myös ostohinnat ovat matalampia. Matalammat ostohinnat mahdollistaa yhtäältä suurempi volyymi, mutta tosiasiallinen syy omien tuotemerkkien korkeammalle katteelle piilee hankintaketjun matalammissa kustannuksissa, sillä portaikossa hypätään tukkureiden ja maahantuojien yli. Toisaalta omien tuotemerkkien myynnissä onnistuminen edellyttää näkemysmme mukaan myös brändituotteiden rinnalla oloa, jotta hintatasojen ero konkretisoituu asiakkaalle, mikä saattaa toimia myös ostopäätöksen laukaisijana.

## Myymäläverkosto ja varastot

Yhtiön myymäläverkosto on suhteellisen tasaisesti laajentunut valtakunnalliseksi koostuen nyt 48 myymälästä ja se on kasvanut noin neljä uutta myymälää per vuosi vauhtia. Uudistetun strategian mukaisesti kasvutahdi tulee kuitenkin vauhdittumaan, ja esimerkiksi tilikausilla 2024-25 yhtiö aikoo avata seitsemän uutta myymälää per vuosi.

Tavarantoimittajat toimittavat tavarat tyypillisesti suoraan myymälöiden varastoihin. Lisäksi Puuilo tekee varastointiyhteistyötä omien tuotemerkkien osalta Schenkerin kanssa, jonka varasto sijaitsee Nurmijärvellä ja sen sitomat pääomat näkyvät myös Puuilon taseessa. Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat keskeisiä menestystekijöitä. Yhtiö on mielestämme löytänyt hyvän kompromissin saatavuuden, pääoman sitoutumisen ja kannattavuuden välillä.

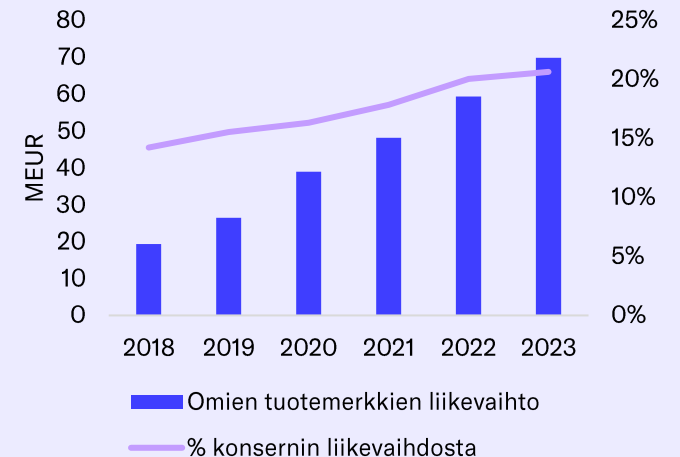
## Hankintaketju on monipuolinen

Yhtiö ostaa valmiita tuotteita noin 700 eri tavarantoimittajalta. Listautumisesiteen perusteella tilikauden 2020 ostoista 84 % tuli suomalaisilta tavarantoimittajilta, 13 % Aasiasta sekä 3 % Euroopasta. Suomesta hankituista tavaroista merkittävä osa on kuitenkin valmistettu Suomen ulkopuolella. Valtaosan omien merkkien alla myytävistä tuotteista yhtiö hankkii Aasiasta suoraan tehtailta. Hankinnoissa toimittajien vastuullisuus on tärkeä valintakriteeri. Omien tuotteiden osalta yhtiö kantaa niihin liittyvät merirahti- ja muut logistiikkakulut itse.

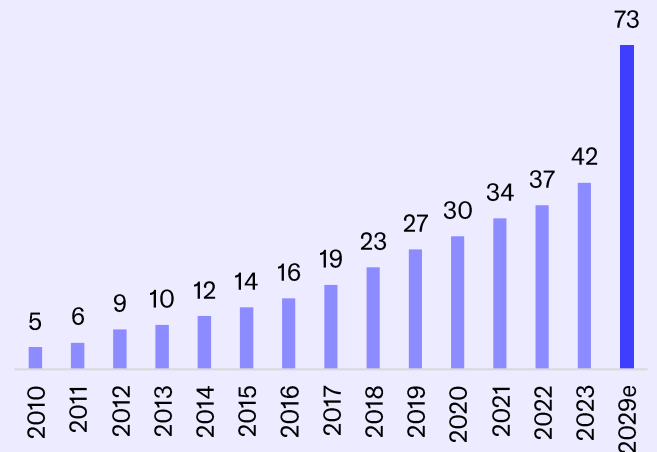
## Monikanavaisuuden rooli myös tärkeä

Puuilon myynnistä pääosa tapahtuu kivijalassa, mutta samalla vuosina 2019-2020 uudistettu verkkokauppa-alusta on tärkeä osa liiketoimintamallia. Hyvin toimiva verkkokauppa tukee Puuilon brändiä ja esittelee valikoimaa. Se tukee myös mielikuvaa hyvästä hinta-laatusuhteesta ja auttaa yhtiötä keräämään asiakasdataa kohdennettua markkinointia varten. Puuilon verkkomyynti on kasvanut voimakkaasti, vaikka osuus liikevaihdosta on edelleen verraten pieni 2,6 % (tilikausi 2023). Verkossa tehdyistä ostoksista noin 30 % on noutotilauksia. Edellisen johdon aikakaudella yhtiö laajeni Ruotsin markkinoille omalla verkkokaupallaan, josta sittemmin ollaan käsityksemme mukaan luovuttu.

## Omien tuotemerkkien myynti



## Myymälämäärä



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/3)

## Pääomatehokas liiketoimintamalli

Puuilon liiketoimintamalli on hyvin pääomakevyt, mikä pitkälti johtuu myymäläverkoston matalista investointitarpeista. Yhtiön pelkistetyt myymälät toimivat vuokratiloissa, mikä mahdollistaa uusien myymälöiden nopean takaisinmaksuajan ja tarjoaa yhtiölle varsin korkeat pääoman tuotot. Siten näemme yhtiön keskeisen strategisen osa-alueen eli myymäläverkoston laajentamisen liiketoiminnallisesti järkevänä.

Yhtiön liiketoimintaan sitoutuneen pääoman tuotto (ROIC-%) on pysytellyt erinomaisena hyvän tuloksen ja tehokkaan taseen yhdistelmänä. Lievä laskutrendi kuvaajassa johtuu etupäässä varastojen tietoisesta kasvatukselta saatavuuden varmistamiseksi vuonna 2021 ja vuoteen 2022 lähdeäessä, mutta sen jälkeen varastoja on saatu purettua. Olemme käsitelleet tarkemmin yhtiön pääomatarpeita sivulla 24.

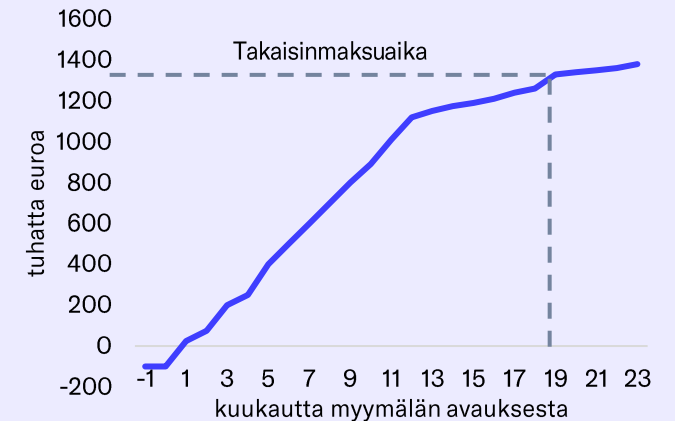
## Brändimielikuva paranee myymäläverkoston laajentuessa

Myös bränditunnettuuden osalta yhtiöllä on edelleen potentiaalia parantaa, mikä tukee vertailukelpoisen myynnin kasvua. Puuilon vuoden 2023 teettämän kyselytutkimuksen mukaan 20 % kuluttajista nimesi Puuilon, kun heitä pyydettiin luettelemaan halpakauppoja/sekatavarakauppoja. Kehitys on ollut hyvää, sillä vuonna 2020 sama lukema oli 12 %. Yhtiön spontaani bränditunnettuus on käsityksemme mukaan silti edelleen selvästi kilpailijoita huonompi pääkaupunkiseudulla. Kasvavan koon myötä lisääntyvä (ja osin skaalautuva) markkinointibudjetti ja aiempaa parempi kohdentaminen tukevat bränditunnettuuden parantumista myymälän fyysisen läsnäolon lisäksi.

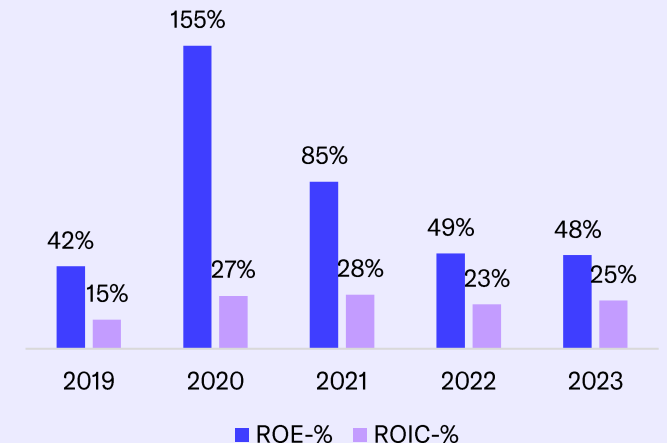
## Riskiprofiili maltillinen

Mielestämme Puuilon riskiprofiili on keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä matalammalla tasolla. Riskiprofiilia laskee yleisesti varsin toimivaksi todistettu konsepti ja sen defensiivinen kasvukyky. Liiketoiminta tuottaa varsin vuolasta kassavirtaa, ja pääoman sitoutuminen on vähäistä, mitkä yhdessä mahdollistaa erinomaisen pääoman tuoton. Yhtiön velkataso on maltillisella tasolla (IFRS-16 oik. nettovelka 23,5 MEUR / 0,4x käyttökatteesta) ja taseen liikearvoon kirjatut erät (33,5 MEUR) liittyvät emoyhtiön Puuilo-liiketoiminnan oston. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna näemme liikearvon alaskirjausten riskin varsin pienenä. Näemme kiristyneen kilpailutilanteen yhtenä riskitasoa nostavana tekijänä, mutta miellämme konseptin melko hyvin asemoituneena muihin kilpailijoihin nähden. Kilpailun lisääntyminen toisaalta saattaa lisätä hintakilpailua, jolla voi olla katteita painava vaikutus.

## Uuden myymälän käyttökatteen kehitys

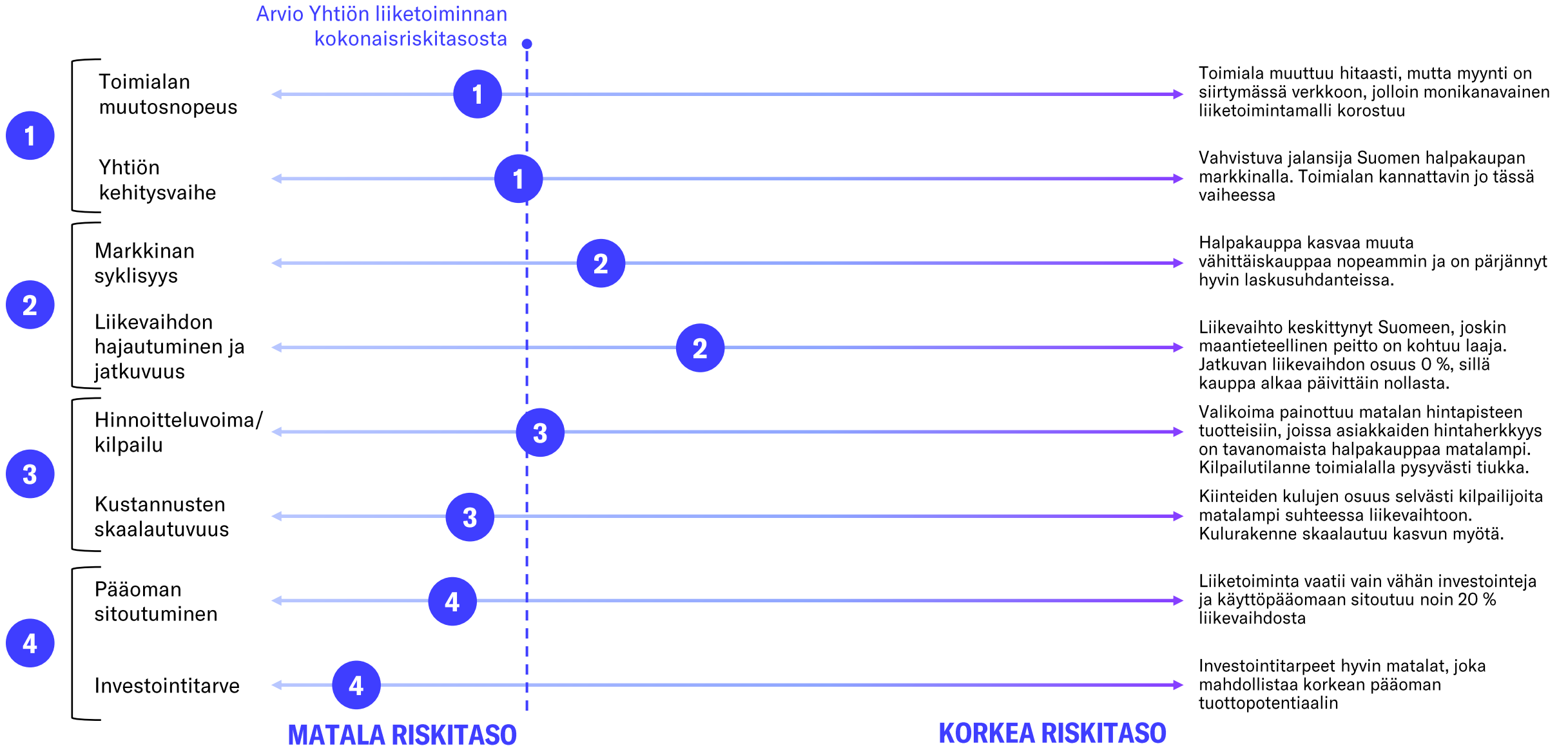


## Pääoman tuotto-%





# Liiketoiminnan riskiprofiili



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/5)

## Päivitetty strategia pähkinäkuoressa

Puuilo päivitti strategiaansa keväällä 2024, sillä edellinen strategia edistyi yhtiön tavoittelemaa tahtia nopeammin. Mielestämme Puuilon päivitetyn kasvustrategian keskiössä on

- Myymäläverkoston laajentaminen yli 70 kappaleeseen
- Jo perustettujen myymälöiden ylösajon myötä syntyvä vertailukelpoinen kasvu
- Kannattavuuden parantaminen nuorten myymälöiden skaalautumisen, kannattavampien omien tuotemerkkien osuuden kasvun ja operaatioiden tehostamisen avulla

## Edellinen strategiakausi sujui mallikkaasti

Edellisen strategiakauden mukaiset tavoitteet tullaan saavuttamaan ennen strategiaperiodin päättymistä (2025), kun yhtiön liikevaihto tulee ylittämään 400 MEUR:n tavoitteen arviomme mukaan H1'25 aikana. Yhtiö saavutti asettamansa 17-19 %:n EBITA-marginaalitavoitteensa koronan kirittämien vuosien 2020-21 aikana, kun taas haastavampi markkinaympäristö on pitänyt yhtiön 2022-24 kannattavuuden noin 16 %:n tasolla, joka sekin on erinomainen taso vähittäiskaupalle. Kokonaisuudessaan näemme yhtiön strategiakauden sujuneen varsin mallikkaasti saavutettujen markkinaosuuksien myötä.

## Myymäläverkoston potentiaalissa vielä lunastettavaa

Puuilon asiakaskunnan rakenteesta johtuen myyntikanavana kivijalka näyttelee strategiassa keskeistä roolia, sillä tyypillinen ”tee-se-itse” -asiakas tarvitsee tuotteen käyttöön heti sekä henkilökohtaista palvelua tuotteen valinnassa. Kauppapaikka-analyysin perusteella yhtiö on tunnistanut entistä suuremman määrän potentiaalisia myymäläpaikkoja (yli 70 kpl vs. 60 kpl) nykyiselle myymäläkonseptille ja niistä suurin osa sijaitsee elinvoimaisilla alueilla Etelä- ja Länsi-Suomessa.

Vuoteen 2028 mennessä yli 70 myymälän verkoston

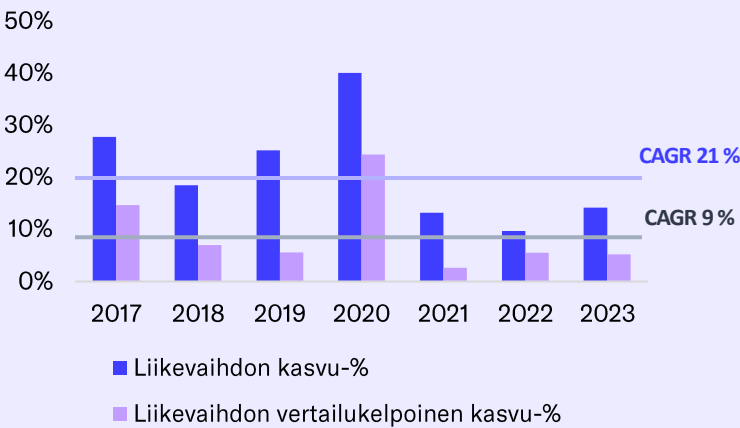
saavuttamiseksi yhtiö tulee jatkossa avaamaan noin 5–6 uutta myymälää vuosittain. Mielestämme verkoston kasvatus on yhtiölle järkevä tapa kasvaa, sillä pääomakevyyden investoinnin takaisinmaksuaika on lyhyt (kts. s. 8) ja pääoman tuotto siten korkea. Toisaalta myymälämäärän kohotessa kohti tavoitetta parhaimmat kauppapaikat on todennäköisesti jo saavutettu, jolloin viimeisimpien myymälöiden pystyttäminen ei välttämättä paranna enää yhtiön jo erinomaisella tasolla olevaa pääoman tuottoa. Uskomme tämän kuitenkin säilyvän selvästi pääoman kustannuksen yläpuolella, jolloin uuden myymälän avaaminen luo keskimäärin arvoa.

Uusien myymälöiden ohella myös olemassa oleva verkosto tarjoaa kasvupotentiaalia. Nykyinen nuori myymäläverkosto sekä tänä vuonna avattavat myymälät tarjoavat laskelmiemme mukaan jopa lähes 700 MEUR:n liikevaihtopotentialin pitkällä aikavälillä, jos myyntiä vertaa vanhoihin yli 10 vuotta toimineisiin myymälöihin. Vanhojen myymälöiden kasvu on näkemyksemme mukaan kasvutavoista arvokkainta sen skaalautuvuuden ansiosta.

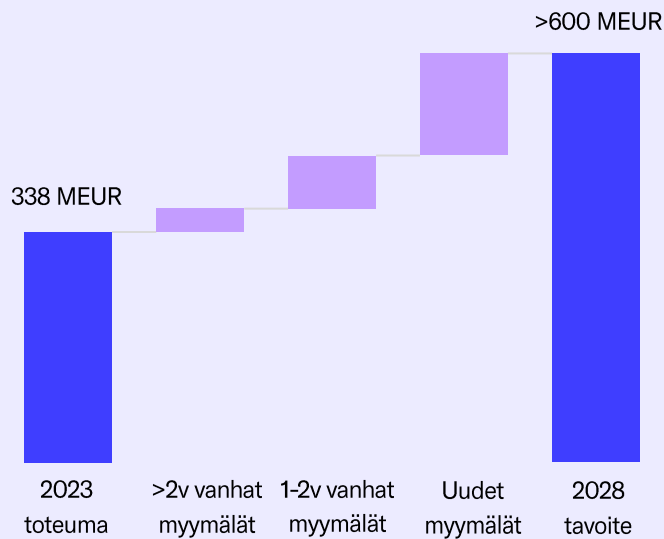
## Verkkokauppa osana monikanavaista mallia

Myös verkkomyyntissä tavoitellaan kasvua, mutta osana monikanavaista liiketoimintamallia. Yhtiö panostaa liiketoimintansa monikanavaisuuden kehittämiseen myös jatkossa, minkä näemme järkevänä, sillä kasvava määrä kaupasta tehdään verkossa. Kehityslistalla ovat ominaisuudet, jotka auttavat asiakasta entistä paremmin tutustumaan tuotteisiin tai tekemään ostopäätökset jo verkossa. Toimiva verkkokauppa on myös oleellinen tekijä parantamaan asiakkaan ostokokemusta, joka on Puuilo-konseptin yksi avaintekijöistä.

Liikevaihdon kasvu-%



Liikevaihdon kasvuajurit



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/5)

## Omien tuotteiden myynnin osuuden nousu

Yhtiö kehittää jatkuvasti myös omien tuotemerkkien alla myytävää valikoimaa, jonka myyntikatteet ovat muuta myyntiä paremmat. Tavoitteena on nostaa omien tuotemerkkien osuus 30 %:iin myynnistä (2023: 20,6 %). Tavoite on pidemmällä aikavälillä saavutettavissa ja yhtiö on joka vuosi onnistunut hieman nostamaan tätä osuutta. Kaupan alan isoille toimijoille 30 % on realistinen tavoitetaso ja mm. Tokmanni yltää jo tähän.

Tavoitteeseen pääsemistä tukee se, että yhtiön saavuttama vahva kasvu samalla mahdollistaa myös entistä useampien tuotteiden hankinnan kannattavasti suoraan tehtaalta, kun tuotteen valmistuksen ja kuljetuksen volyymit ylittävät kriittisen massan. Omien tuotemerkkien tunnettavuuden kasvu ja laadun parantuminen helpottaa myös näiden brändien alla julkaistavien tuotteiden menekkiä.

Oleellinen kysymys tai huolenaihe omien tuotemerkkien kannattavuusvaikutuksen suhteen on se että, sulaako katevaikutus lisääntyneen hintakilpailun myötä matalampiin asiakashintoihin, jolloin sen yhtiön myyntikatetta nostava vaikutus jäisi ohkaiseksi. Toisaalta entistä halvempien hintojen tarjoaminen saattaisi nostaa volyymiä, joka siten kiihdyttäisi absoluuttista tulosta.

## Tehokkuudella kannattavuusparannukseen

Entistä suuremman myymäläverkoston varttuessa (myynnin kasvaessa) tulee yhtiö arviomme mukaan saavuttamaan tehokkuushyötyjä, sillä myymäläkohtaiset kulut (vuokra, ylläpito, henkilöstö) lisääntyvät myynnin kasvua hitaammin. Lisäksi yhtiö on kertonut panostaneensa työvuorosuunnitteluunsa, jolla se pyrkii tehostamaan

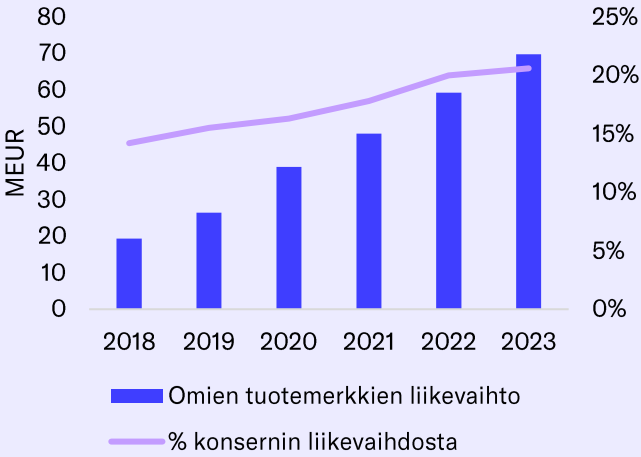
myymälähenkilöstön tehokkuutta. Hankinnan volyymien kasvaessa tulee yhtiö arviomme mukaan saamaan parempia ostoehtoja tavarantoimittajiltaan, mikä mahdollistaa yhtiölle joko korkeammat tuotekatteet tai mahdollisuuden tarjota matalampia tuotehintoja olemassa olevilla katteilla. Näemme myös markkinointikuluissa skaalautumispotentiaalia, sillä Puuilo tekee markkinointia tällä hetkellä maanlaajuisesti, jolloin markkinointia ei tarvitse lisätä myymäläverkoston/liikevaihdon kasvun tahtiin. Siten pidämme yhtiön tavoittelemaa yli 17 %:n EBITA-marginaalia realistisena, jonka uskomme yhtiön saavuttavan vuonna 2025. Toisaalta suuri uhka EBITA-%:n nousulle on hintakilpailun kiristyminen tai mikäli yhtiö ei kykene kasvattamaan liikevaihtonsa tavoittelemaansa tahtiin.

## Yritysosot mahdollisia, mutta epätodennäköisiä

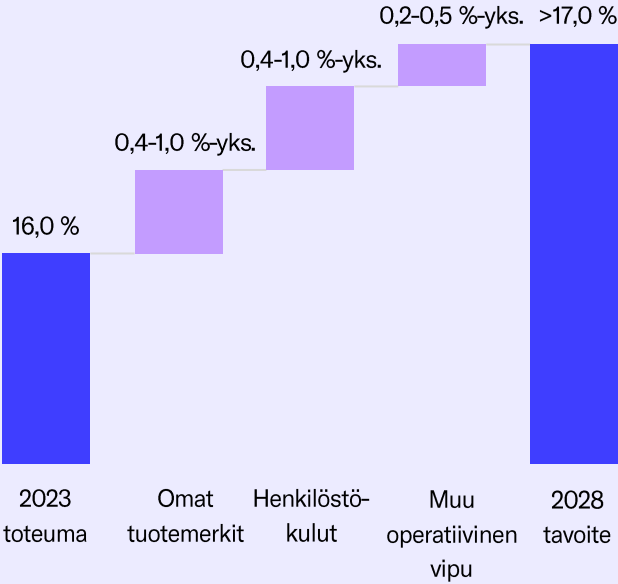
Yritysosot eivät ole yhtiön kasvustrategian pelikirjassa sivulla yksi, vaan yhtiö pyrkii ensisijaisesti laajenemaan orgaanisesti tuntemansa Puuilo-konseptin turvin. Toisaalta yhtiö toteutti 2024 alussa Hurrikaani-liiketoimintakaupan, jolla se osti kolme halpamyymälää sille uusilta paikkakunnilta. Näin yhtiö vauhditti kasvuaan ja laittoi pursunutta kassansa töihin.

Peilaten nimenomaan yhtiön vuolasta kassavirtaprofiilia ja sen seurauksena syntyviä pääoman allokointipäätöksiä, voi yritysosot nousta pöydälle tulevaisuudessakin. Näkemyksemme mukaan Puuilolle sopivat ostokohteet (tarpeeksi suuri paikkakunta, ei liian lähellä Puuilon olemassa olevia myymälöitä, sopiva myymälätila) Suomessa ovat kuitenkin melko harvassa.

Omien tuotemerkkien liikevaihto



EBITA-% parannus



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/5)

Tosin tulevaisuudessa, kun halpakauppa keskittyy entisestään ja pienempien toimijoiden osalta pudotuspelit kiristyvät, voi markkinalla olla tarjolla houkuttelevia kauppapaikkoja ja valmista asiakaskuntaa melko edulliseenkin hintaan. Siten emme myöskään poissulje mahdollisia yritysostoja, joskin emme odota näitä vesi kielellä.

## Kansainvälistyminen odottaa seuraavaa strategiakerrosta...

Nykystrategian mukaisesti Puuilo tulee säilymään puhtaasti kotimaisena halpakauppayhtiönä. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että yhtiö tutkii kansainvälistymisen mahdollisuutta naapurimaihin (Baltia ja Ruotsi), sillä yhtiön kasvuhalu lienee Suomen markkina-alueen jälkeenkin korkeat. Mikäli laajentuminen osoittautuu yhtiön tahtotilaksi, uskomme tämän tapahtuvan orgaanisesti kotimaassa hyvin toimineen konseptin tai sen variaation avulla. Takuita Suomessa toimineen konseptin onnistuneesta lanseerauksesta ulkomailla ei ole, ja useissa tapauksissa konseptin tulee muovautua markkinaan ja kuluttajakuntaan sopivaksi. Tie siten saattaa olla pitkä ja kivinen, mutta toisaalta onnistuessaan se nostaisi osakkeen arvonluontipotentiaalin täysin uudelle tasolle.

Vaihtoehtoinen kansainvälistymisen tapa olisi ostaa jo markkinalla toimiva halpakauppakonsepti (kuten Tokmanni ja Europris tekivät). Näemme tämän vaihtoehdon hieman riskisempänä, sillä yhtiön yritysostotausta on varsin ohkainen. Yrityskauppoihin sisältyy aina riski ostettavan yhtiön todellisesta laadusta. Yhtiön laskelmoiva kulttuuri puoltaisi siten hallittua orgaanista laajentumista, mutta toisaalta kansainvälisten osakkeenomistajien voimakas nousu saattaa aiheuttaa painetta johdolle aiempaa nopeammasta laajentumistahdistista.

## ...vai sittenkin hitaammin kasvava kassavirtakone

Mikäli kansainvälistymistä ei tapahdu, tulee yhtiöstä näkemyksemme mukaan muovautumaan vuolasta osinkoa jakava (tai omien osakkeiden ostoja toteuttava) hitaasti kasvava yhtiö. Lopputulema ei ole sijoittajan kannalta niinkään huono vaihtoehto, sillä potentiaalinen osinkotuotto voisi tällöin arviomme mukaan ylittää 10 %, mikä on nähdäksemme varsin hyvä tuotto kasvun taantumisen myötä myös vähentyneelle riskille.

## Inderesin näkemys strategiakauden jälkeisistä skenaarioista

| Skenaario                         | Toden-<br>näköisyys | Tuotto-<br>-potentiaali | Riski |
|-----------------------------------|---------------------|-------------------------|-------|
| Kansainvälistyminen yritysostolla | 20 %                | \$\$\$                  | !!!   |
| Kansainvälistyminen orgaanisesti  | 40 %                | \$\$\$                  | !!    |
| Hitaammin kasvava kassavirtakone  | 40 %                | \$                      | !     |

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/5)



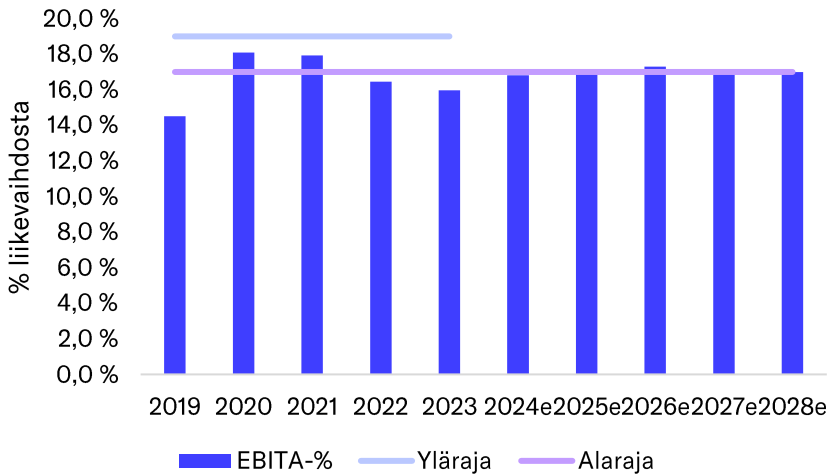
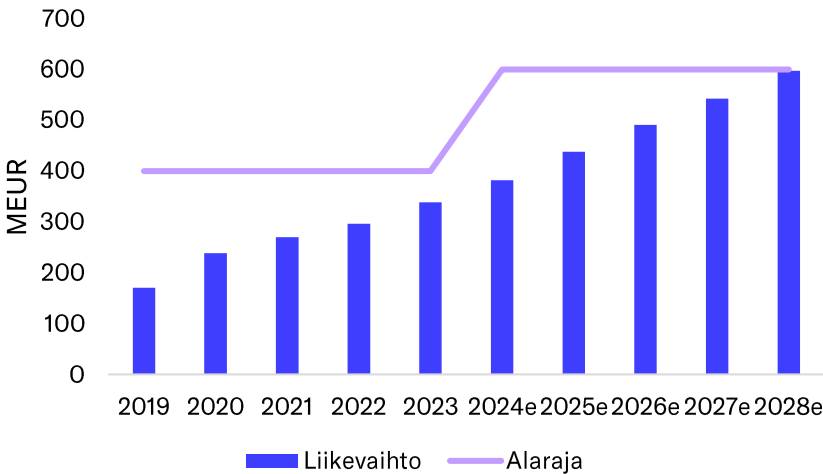
## Taloudelliset tavoitteet (annettu keväällä 2024)

### Yli 600 MEUR liikevaihto

- Puuilo on kasvanut keskimäärin 20 % vuodessa (2010-2023 CAGR) uusien ja vanhojen myymälöiden tukemana.
- Tavoitteen saavuttaminen edellyttää 12 %:n vuosikasvua. Osa kasvusta tulee syntymään vanhoista myymälöistä, sillä verkoston ikä on vasta nuori (Q2'24 46 vs. tavoite >70). Suurinta osaa (3/4) kasvusta kuitenkin selittää myymäläverkoston laajentaminen (5-6 kpl per vuosi).
- Edellytykset tavoitteen saavuttamiselle on mielestämme kohtuullisen hyvät. Yhtiö on onnistunut saamaan uutta kannattavaa kasvua myös haastavassa kilpailuympäristössä, mikä viestii konseptin houkuttelevuudesta.

### Yli 17 %:n oikaistu EBITA-marginaali (>105 MEUR EBITA) vuoden 2028 mennessä

- Puuilo saavutti yli 17 %:n kannattavuustason korona-aikaan vuosina 2020-21. Tämä arviomme mukaan oli kuitenkin vahvan kysyntäympäristön tukemaa, ja viimeisten kahden vuoden aikana yhtiön kannattavuus on pyörinyt 16 %:n tasolla.
- Kannattavuustavoitteen saavuttamista mielestämme tukee yhtiön vanhentuva myymäläverkosto (myymäläkohtainen käyttökate-% nousee myymälän myynnin noustessa), myyntikate-%:n parantuminen (omat tuotemerkit, tehokkaampi logistiikka) ja kiinteiden kulujen tehokkuuspanostukset (työvuorosunnittelu, skaalautuva markkinointi).
- Oleellinen uhka kannattavuusparannukselle on kiristynvä kilpailutilanne ja sen myötä syntyvä hintakilpailu.



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (5/5)



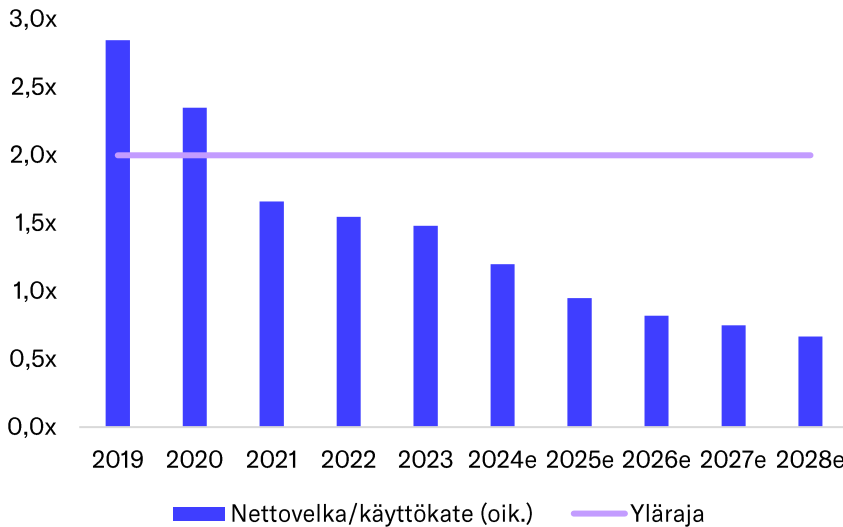
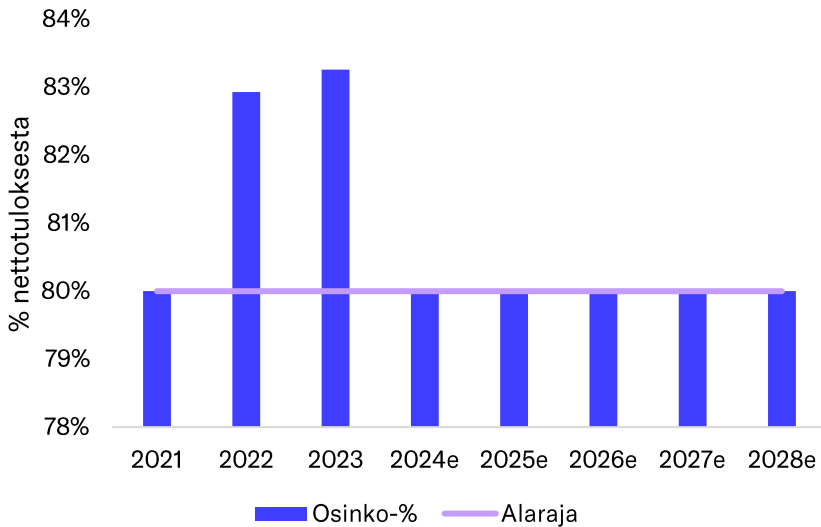
## Taloudelliset tavoitteet (annettu keväällä 2024)

### Yli 80 %:n voitonjako

- Vahvan kassavirtaprofiilin ja alhaisten investointitarpeiden myötä yhtiön kassa taipuu paisumaan nopealla tahdilla. Tästä syystä yhtiö on maksanut suurimman osan tuloksestaan omistajilleen osinkoina.
- Tulevaisuudessa yhtiö pyrkii palauttamaan yli 80 % nettotuloksestaan omistajilleen. Voitonjakokeinoina yhtiö voi käyttää osingon lisäksi mm. omien osakkeiden ostamista.
- Näemme omien osakkeiden osto-option lisäämisen positiivisena seikkana, sillä se (+ ostettujen osakkeiden mitätöinti) on osakkeenomistajien kannalta vero-optimaalisempi vaihtoehto. Tämä kuitenkin edellyttää, ettei omia osakkeita osteta räikeästi yli osakkeen käyvän arvon.

### Alle 2x nettovelka/käyttökate -suhde

- Yhtiön vahvan tuloskehityksen myötä velkaisuus mitattuna nettovelan ja käyttökatteen suhteena on vajonnut nollan tuntumaan listautumisen 2x tasolta. Lisäksi yhtiö on maksanut velkaansa 28 MEUR:n edestä takaisin. Q3'24 päätteeksi tunnusluku oli 1,3x (0,4x IFRS-16 oikaistuna).
- Emme usko velan nousevan lähelle yhtiön asettamaa ylärajaa tämän strategiakauden aikana, sillä se vaatisi yhtiöltä merkittäviä velalla rahoitettavia investointeja. Tällä hetkellä yhtiö kykenee rahoittamaan orgaanisen laajentumisen omilla kassavaroillaan. Toisaalta näemme velan hyödyntämisen mahdollisena esim. potentiaalisen yritysoston toteuttamisessa, mutta Suomen potentiaaliset ostokohteet ovat kooltaan melko pieniä.





# Toimiala ja markkinakatsaus (1/5)

## Halpakaupan suosio on noussut

Puuilon kohdemarkkinan määrittelemineen on jokseenkin haastavaa, sillä se kilpailee perinteisiä erikois-, tavaratalo- ja halpakauppoja vastaan. Myymälässä saattaa myös asioida asiakkaita, jotka usein ostavat suoraan tukkuportaalta. Olemme tarkastelleet yhtiön kohdemarkkinoita kahdesta eri näkökulmasta: 1) halpakauppa ja 2) DIY-/rautakauppa.

Puuiilo profiloituu sisimmissään halpatoimijaksi, jonka kohdemarkkina kasvaa perinteistä vähittäiskaupan markkinaa nopeammin. Tämä johtuu osin siitä, että kuluttajien hintatietoisuus on viime vuosien aikana noussut. Yleisesti kuluttaja hakee tällä hetkellä eurolleen vastinetta. Isossa kuvassa halpakauppojen suosion takana on kuitenkin halpatuotteiden laadun oleellinen parantuminen, sillä pari vuosikymmentä sitten osa kuluttajista näkivät halpatuotteet laadultaan heikkona. Suosion kasvuun on osaltaan vaikuttanut myös halpatoimijoiden voimakas myymäläverkoston kasvattaminen, mikä on nostanut ketjujen tunnettuutta ja tuonut ne kuluttajien lähistölle.

Suomen halpatoimijoista (kts. s. 18) koostamamme markkinan koko oli vuonna 2023 3,5 mrd. euroa. Historian saatossa markkina on kasvanut 5-7 %:n vauhtia (vs. vähittäiskauppa 2-3 %), mikä viittaa siihen, että halpatoimijat ovat syöneet tavaratalojen ja erikoiskauppojen markkinaosuuksia. Samaan aikaan markkina on keskittynyt entistä suuremmille toimijoille. Tästä todisteena viiden suurimman toimijan trendinomaisesti laajentunut markkinaosuus (2019: 74 % vs. 2023: 78 %). Tämä on arviomme mukaan pitkälti resurssikysymys, joka on mahdollistanut suurten toimijoiden myymäläverkoston laajentamisen, mutta uskomuksemme mukaan näillä toimijoilla on myös muista erottautuvat, kuluttajia puhuttelevat konseptit.

## Tee-se-itse –markkina kasvaa lujaa

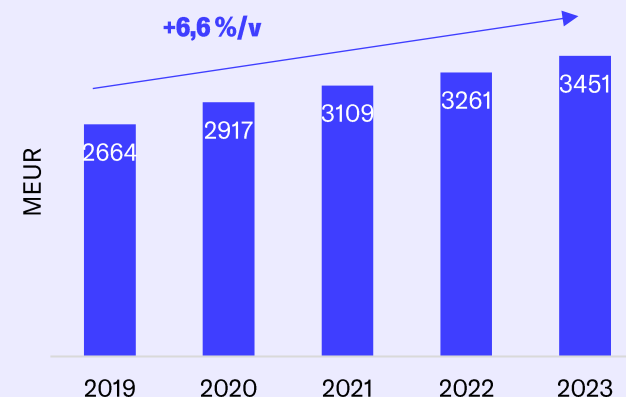
Yli puolet Puuilon tuotevalikoimasta/liikevaihdosta koostuu tee-se-itse –tuoteryhmistä (DIY). Kyseiset tuoteryhmät ovat joiltakin osin verrattavissa rautakaupoissa myytäviin tuotteisiin. Olemme muodostaneet DIY-tavaroihin keskittyvistä toimijoista ryhmän, jonka oli 2023 päätteeksi reilu miljardin euron kokoinen. Puolestaan Suomen rautakaupan markkina oli kooltaan reilu 2 mrd. euroa.

Markkinoiden kasvuprofiileissa on olennaisia eroja. DIY-markkina on kasvanut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 7 %, kun taas syklisempien rautakauppojen kasvu on ollut vain 1 %:n luokkaa. Katsantajakso on kuitenkin täynnä markkinalaskuja ja -nousuja. Rautakauppa on kasvanut 2010-23 aikana noin BKT:n vauhtia, mikä on melko linjassa edellisten vuosien kehitykseen nähden.

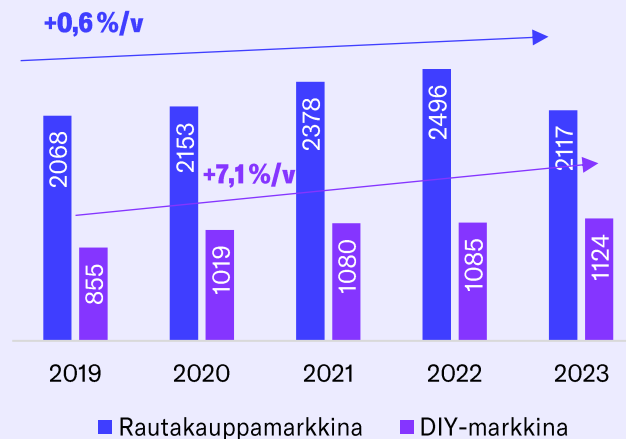
## Markkinaosuuksista käydään kiivaista taistelua

Puuilon markkinaosuus Suomen halpakaupasta on noussut vuoden 2019 6 %:sta vuoden 2023 10 %:iin. Yhtiön kasvu on ollut pois pieniltä ja keskisuurilta pelureilta, joiden osuudet ovat laskeneet ryhmätasolla jopa 5 %-yksikköä. Muutoin hiljattain markkinaa voittaneisiin toimijoihin voidaan laskea esimerkiksi Rusta ja Normal, jotka ovat yhtä lailla kasvattaneet myymäläverkostojaan melko aggressiivisesti. Kypsempien ja historiassa voimakkaasti kasvaneiden pelureiden, kuten Tokmannin ja Motonetin markkinaosuudet ovat säilyneet melko ennallaan.

## Halpakauppamarkkinan koko Suomessa



## Markkinakoko



# Toimiala ja markkinakatsaus (2/5)

## Halpa- ja DIY-kauppa käy myös kannattavasti

Kasvun lisäksi Puuilon tapaisten halpa- ja DIY-kauppojen kannattavuuskehitys on ollut positiivista. Tämä nojaa arviomme mukaan kahteen eri komponenttiin: 1) kohtuullisen terveet tuotekatteet sekä 2) tiukan kulukurin myötä saavutettu matala kustannusrakenne.

### Myyntikatteita tukevat omat tuotemerkit sekä suuret ostovolyymit

Vaikka halpakaupan tuotteet mielletään usein halvoiksi, ovat kotimaiset sekä pohjoismaalaiset halpatoimijat saavuttaneet pääsääntöisesti yli 30 %:n myyntikatemarginaaleja. Tähän vaikuttavat sekä suuret ostovolyymit (halpa ostohinta) sekä kannattavampien omien tuotemerkkien perinteistä kauppaa korkeammat osuudet. Koostamamme pohjoismaalaisten pörssinoteerattujen yhtiöiden omien tuotemerkkien osuudet myynnistä lähentelee 40 %, kun taas esimerkiksi S- ja K-ryhmän päivittäistavaramyynnin osuudet ovat noin 20 %. DIY-kauppojen suhteellisia myyntikatteita tukee niin ikään suuret ostovolyymit, mutta myös katerakenteeltaan suotuisammat tuotevalikoimat. Tämän nurjana puolena on puolestaan hitaampi varaston kierto, mutta näemme kokonaisuuden tuloksen kannalta positiivisena seikkana.

### Tiukka kulukuri mahdollistaa halpojen hintojen ja hyvän kannattavuuden yhdistelmän:

Halpakaupoille perinteistä on niin ikään tiukka kulukuri, jonka seurauksena halpatoimijoiden kulurakenteet ovat pääsääntöisesti (esim. erikoiskauppoihin nähden) melko matalat. Kulusäästöt usein syntyvät pelkistetyistä myymälöistä, myymälöiden matalammista vuokratasoista sekä hallinto- ja logistiikkatoimintojen tehokkuudesta. Myös suuresta myymälä- tai neliökohtaisesta myynnistä voidaan saavuttaa

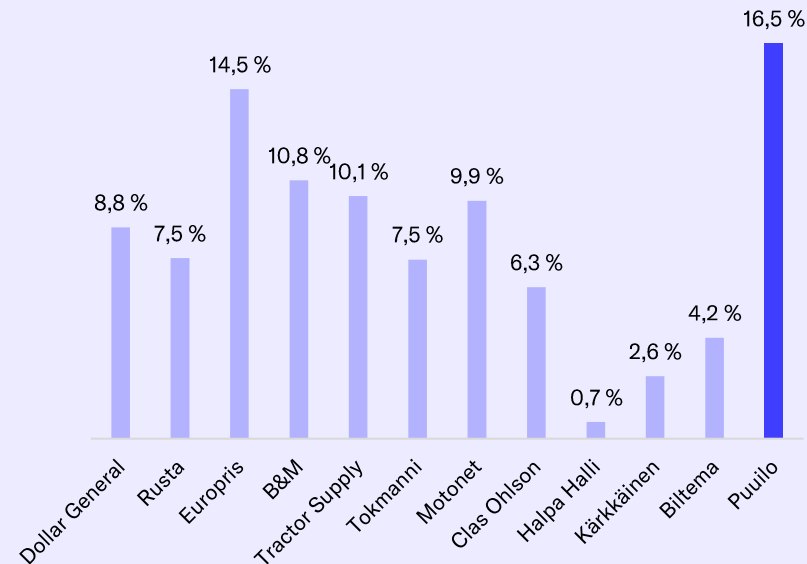
tehokkuushyötyjä, sillä lisämyynti skaalautuu melko tehokkaasti. Tämä tosin pätee toimialasta riippumatta.

Kotimaisten yhtiöiden kulusuhteiden vertailtavuutta heikentää yhtiöiden kirjanpitokäytäntöjen eroavaisuudet (IFRS vs. FAS), mutta voimme yleisellä tasolla todeta, että näiden kulusuhteet ovat varsin tehokkaalla tasolla. Siten tunnettujen Pohjoismaissa toimivien halpakauppojen keskimääräinen liikevoitto-% oli 7,5 % vuosina 2019-23.

### Suuremmat kauppaketjut laajentavat verkostonsa peittoa

Myymäläverkoston laajentaminen on keskeinen osa monen halpa-/käyttötavarakauppaan keskittyvän yhtiön strategiaa Suomessa. Tokmannin tavoite on laajentaa verkostoaan Suomessa arviomme mukaan 5-10 myymälällä (nyt 201). Puuilon tavoitteena on laajentaa verkostoaan keskipitkällä aikavälillä yli 70 myymälään (nyt 48 myymälää). Rusta, joka osti yrityssaneeraukseen ajautuneen Hong Kongin vuonna 2018, aikoo laajentaa Suomessa 50 myymälään (nyt 42) vuoteen 2025 mennessä. Ruotsista vuonna 2020 Suomeen saapunut Julalla (9) on aikomus saavuttaa noin 20 myymälän verkosto, ja Biltema (19) ja K-Citymarket (82) ilmoittivat aikovansa laajentaa myymäläverkostojaan useammilla uusilla myymälöillä tulevien vuosien aikana. Prisman (79) ja Motonetin (41) tavoitteena on käsityksemme mukaan lisätä Suomessa enää yksittäisiä myymälöitä.

Verrokkien liikevoitto-%  
(2019-2023 mediaani)

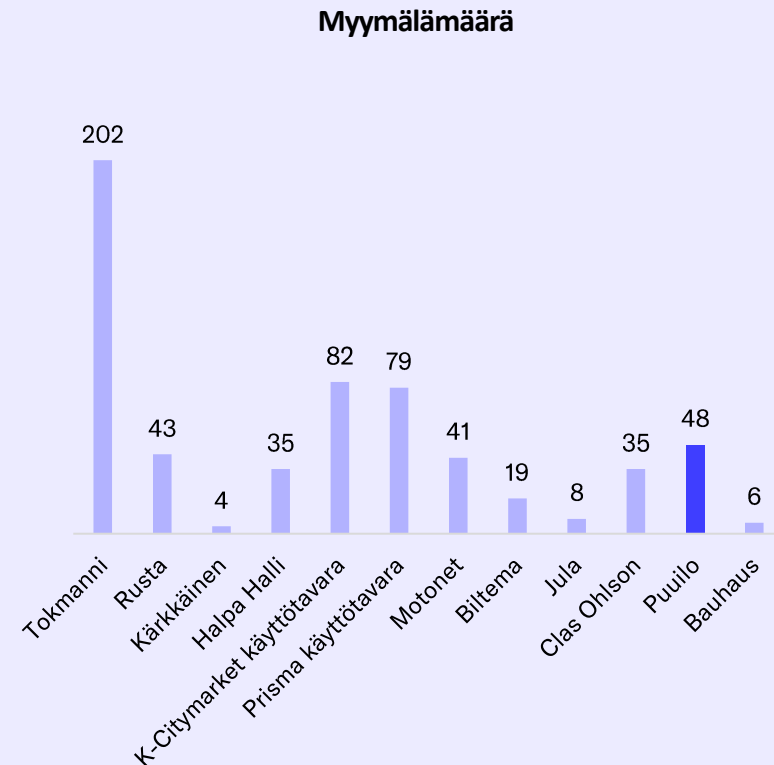


# Toimiala ja markkinakatsaus (3/5)

Motonet (omalla konseptilla) ja Tokmanni (yrityssostolla) ovat suomalaisista halpakaupan toimijoista ainoat, jotka ovat lähteneet myös Ruotsin markkinalle kilpailemaan. Uskomme tämän osittain viestivän siitä, että Ruotsin markkina nähdään yleisesti vaikeaksi johtuen olemassa olevien ketjujen vahvoista konsepteista ja brändeistä. Toisaalta pitkälti samat ulkomaiset toimijat operoivat myös Suomessa, jolloin Puuilon markkinaosuusien selvä voittaminen (myös ulkomaisilta toimijoilta) mielestämme viestii konseptin kilpailukyvystä. Tästä syystä näemme Puuilon konseptilla olevan kansainvälistymisen potentiaalia.

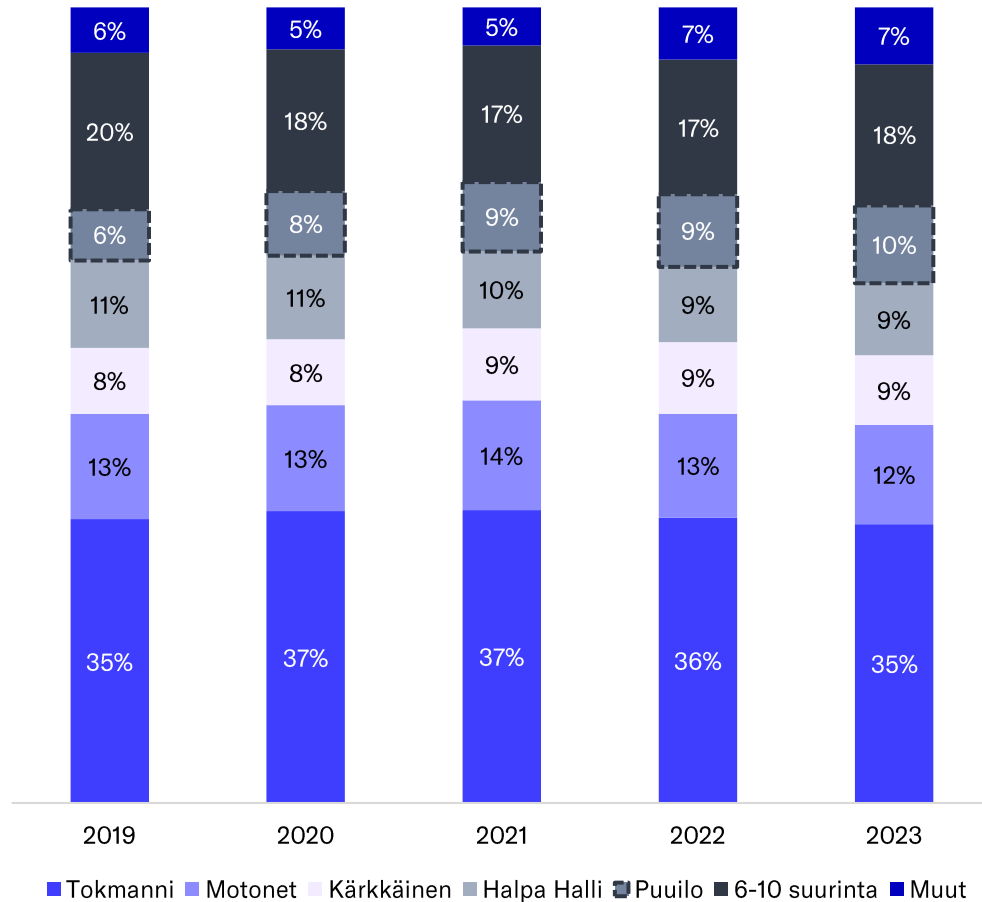
## Edessä voi olla myös pudotuspeli

Suomen markkinalla on myös keskisuuria ketjuja, joiden kannattavuus on yllättävänkin matala (kts. s. 16). Edessä voikin olla vielä pudotuspeli, jos markkina jatkaa pidemmän aikaa nollakasvussa samalla kun inflaatio nostaa toimijoiden kuluja. Samaan aikaan kun kasvuhakuiset toimijat laajentavat myymäläverkostojaan, lisääntyy toimijoiden välinen kilpailupaine. Tällöin heikommassa asemassa ovat ne toimijat, jotka tekivät matalaa kannattavuutta jo hyvässäkin markkinassa ja joiden tase-asema ei kestä pitkään tappioita. Markkinoilta aiempina vuosina poistuneista toimijoista tunnetuimpia ovat olleet yrityssaneeraukseen ajautunut Hong Kong, jonka Rusta osti (2018) sekä Anttila (2016). Vuoden 2024 aikana maalaustarvikekauppa RTV ilmoitti hakeutuneensa yrityssaneeraukseen ja myöhemmin puutarhamyymälä Plantagen asetettiin konkurssiin, joista kumpaakin leimasi laskenut liikevaihto sekä heikko kannattavuus ja taseasema.

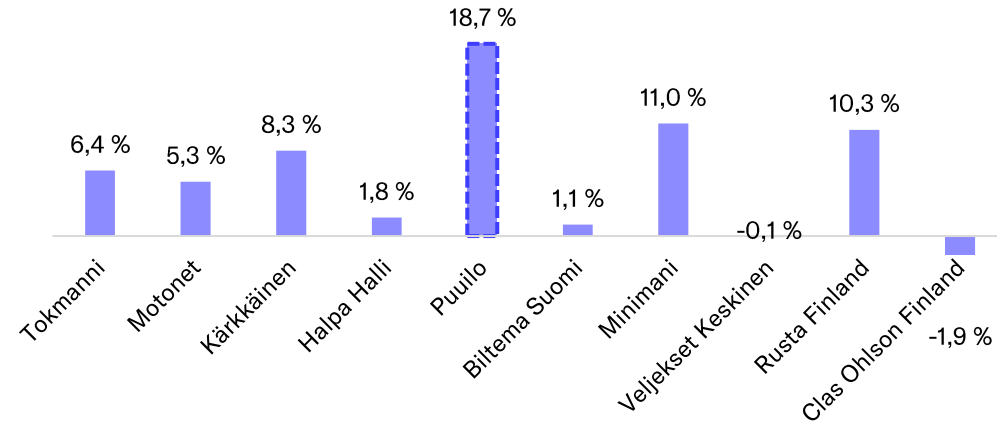


# Toimiala ja markkinakatsaus - halpakauppa-markkinan tilastoja (4/5)

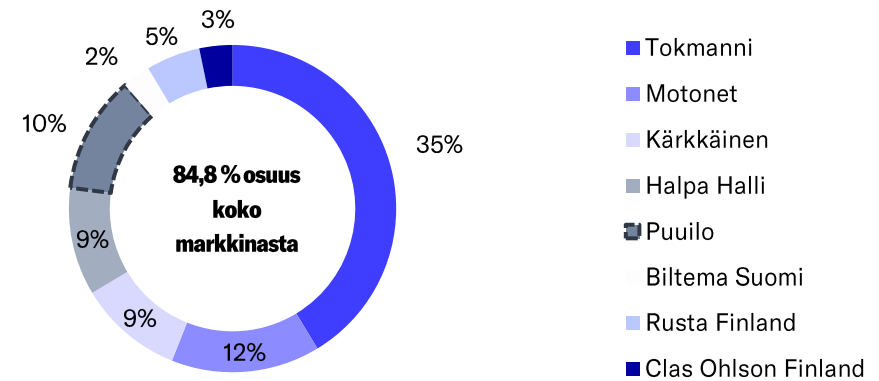
Markkinaosuudet



Suurimpien halpatoimijoiden keskimääräinen kasvu-  
% (2019-23)



Markkinaosuudet 2023 (lähimmät  
halpakauppakilpailijat)

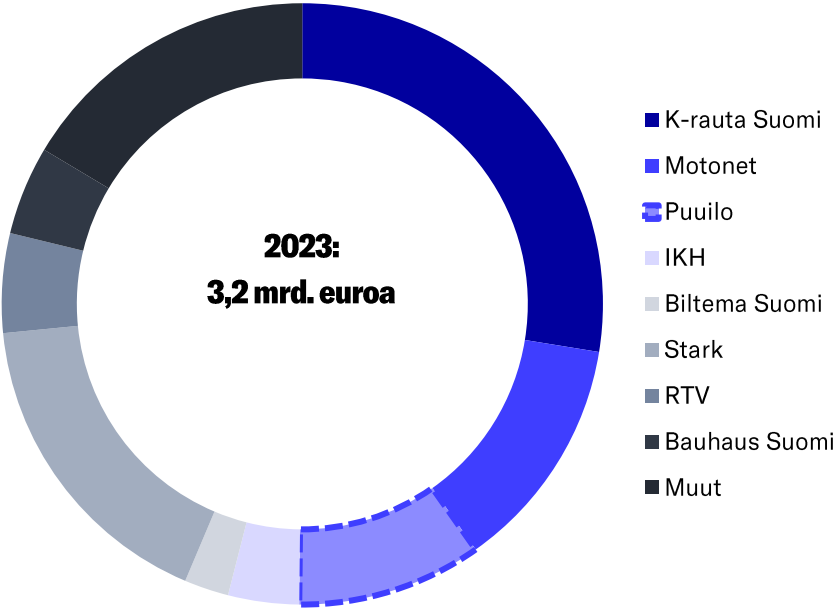


Lähde: Asiakastieto, Puuilo, Tokmanni, Inderes

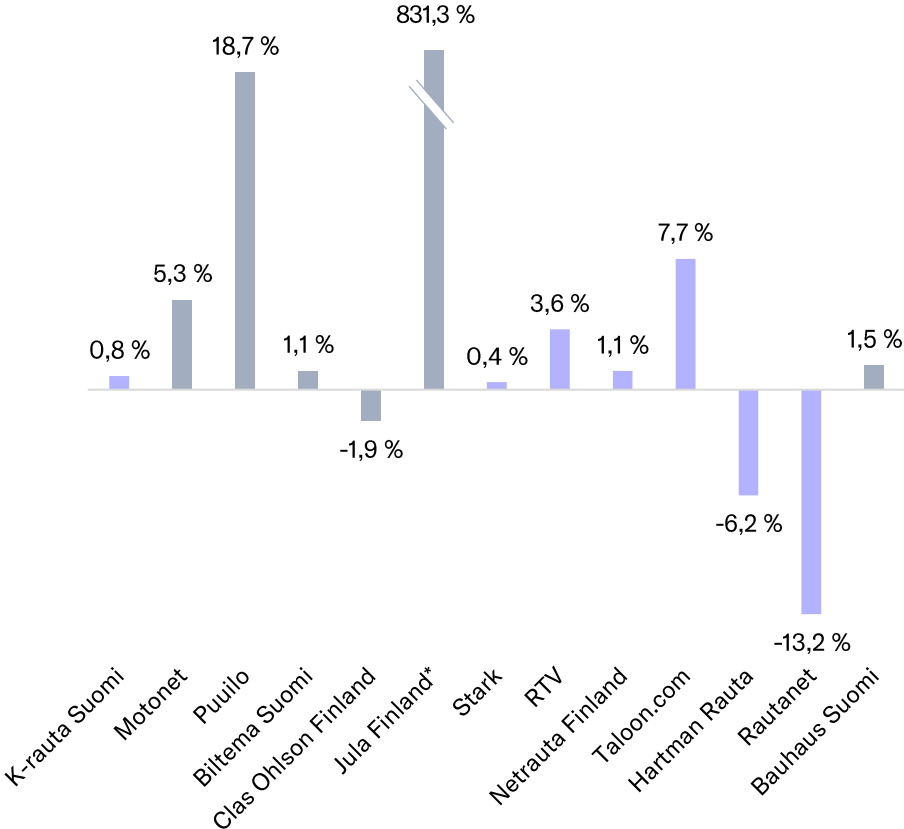
**Halpakaupat:** Motonet, Kärkkäinen, Halpa Halli, Puuilo, IKH, Biltema Suomi, Minimani, Veljekset Keskinen, Rusta Finland, Clas Ohlson Finland, Normal Finland, Vaalimaan Kauppakartano Oy, Löytötex Oy, Tampereen Säästötex Oy, Säästökuoppa Group Oy, Porvoon mikrokulma Oy, Tuontitukku Fi Oy, Tavaratalo Hurrikaani Oy, Sopuraha/Tukkusein Oy, Saiturinpörssi/Kar-Agent Oy, Halpakauppa Oy, Julia Finland

# Toimiala ja markkinakatsaus - rautakauppa- ja DIY-markkinatilastoja (5/5)

Rauta- ja DIY-kauppamarkkinan osuudet  
2023



Rauta- ja DIY-kauppa kilpailijoiden  
keskimääräinen kasvu (2019-23)



Lähde: Asiakastieto, Puuilo, Kesko, Inderes

\*2022-23 kasvu

**Rautakaupat:** K-rauta Suomi, IKH, Stark, RTV, Netrauta Finland, Taloon.com, Hartman Rauta, Rautanet, Hammer Suomi, Väritukku.

**DIY-kaupat:** Motonet, Puuilo, Biltema Suomi, Clas Ohlson Finland, Jula Finland, Bauhaus Suomi.

# Kilpailukenttä (1/1)

## Valikoiman laajuus ja hintamielikuva kilpailuetuina

Perinteisesti laaja tuotenimikkeiden määrä ja tehokkaan kustannusrakenteen ylläpito ovat ristiriidassa. Tämä johtuu siitä, että toimitusketjusta tulee monimutkaisempia ja ostovolyymit hajautuvat useamman tuotteen välille. Puuilo on kyennyt löytämään tästä välimaastosta erottuvan konseptin, joka tarjoaa sen ydinasiakkaille relevanttia valikoimaa edullisin hinnoin. Selvä enemmistö Puuilon myymälöissä myytävistä tuotteista maksaa alle 20 euroa asiakkaan noin viidestä tuotteesta koostuvan keskiostoksen ollessa noin 28 euroa.

Matala hintapiste ei kuitenkaan tarkoita matalaa katetta, sillä yhtiön myymät matalien hintapisteiden tuotteet ovat suhteelliselta katepotentiaaaliltaan korkeahintaisia tuotteita suotuisampia. Tämä arviomme mukaan johtuu asiakkaiden pienemmästä matalahintaisten tuotteiden hintatietoisuudesta, jolloin myyjällä löytyy vapaus hinnoitella tuote huokeammin kattein, sekä omien

tuotemerkkien korkeasta osuudesta. Tämä on näkynyt vuosien 2023-24 aikana, jolloin kulutus on kohdistunut matalahintaisiin tuotteisiin ja yhtiön myyntikate parantunut suotuisamman myynnin jakauman kautta.

Yhtiön markkinoinnissa vahvistetaan taktisen markkinoinnin ohella myös brändin edullista hintamielikuvaa ja tietoisuutta tuotevalikoimasta. Onnistunut kampanjointi näkyy arviomme mukaan osaltaan myös alla olevassa kuvaajassa esitetyissä tuloksissa.

## Vastassa erikoiskaupat ja generalistit

Erikoiskaupat tarjoavat Puuiloa selvästi laajemman valikoiman tyypillisesti yhdessä tai muutamissa valikoiduissa kategorioissa. Ne ovat kuitenkin hintatasoltaan kalliimpia johtuen pääosin niiden raskaammasta kulurakenteesta. Puuilon kanssa kilpailevia erikoiskauppoja ovat mm. K-Rauta, Starkki, IKH, Bauhaus, Rautanet ja Musti.

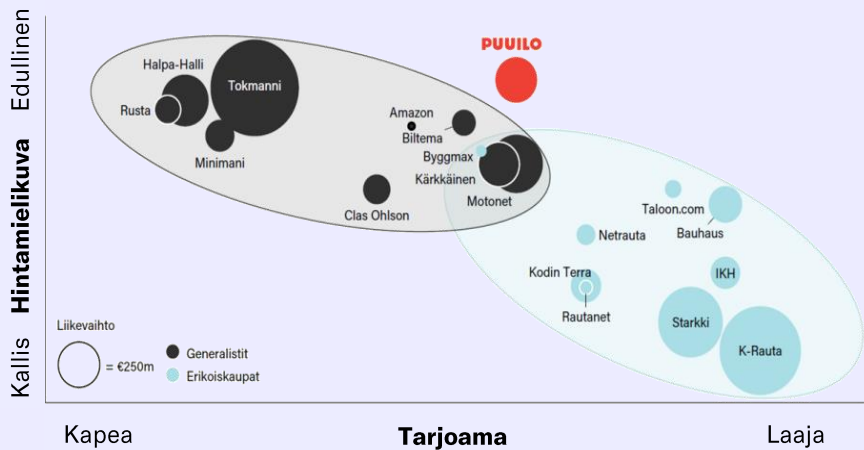
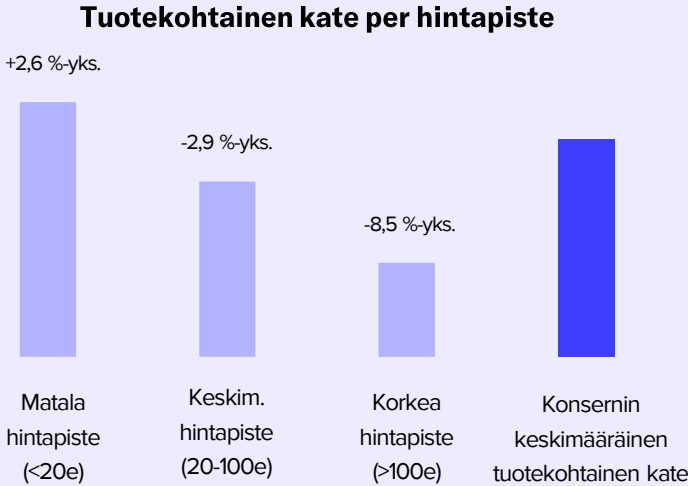
Suomen halpakaupassa generalisteiksi voidaan laskea mm. Halpa-Halli, Rusta, Tokmanni, Minimani ja Kärkkäinen. Muita halpakaupan ulkopuolella jääviä merkittäviä generalisteja ovat Prisma ja Citymarketin käyttötavarapuoli.

Generalisteihin verratessa Puuilolla koetaan sen teettämien kyselytutkimusten perusteella olevan syvempi valikoima ”tee-se itse” -tuotteissa ja työkaluissa. Osa generalisteista on myös supistanut valikoimaansa Puuilon tuotekategorioissa, sillä kilpailutilanne on ohjannut niitä keskittymään kategorioihin, joissa omalla konseptilla tarjottu asiakasarvo on vahvempi.

Lisääntyvä kiinalaisten verkkokauppojen kilpailu on noussut oleelliseksi huolenaiheeksi kotimaisen kaupan kannalta. Näemme kuitenkin Puuilon olevan jokseenkin suojassa tältä, sillä asiakas usein hakee nopeaa tarveperusteista ratkaisua Puuilon myymälästä.



Lähde: Puuilo



# Historiallinen kehitys (1/2)

## Yhtiö on vahvassa kasvuvauhdissa

Puuilon liikevaihdon kasvu on ollut viime vuodet vahvaa, vaikka markkinatilanne on vaihdellut voimakkaasti (2017-2023 CAGR 20 %). Samalla yhtiön kokoluokka on moninkertaistunut nopeasti. Kasvu on tullut sekä uusista myymäläavauksista (3-4 uutta myymälää per tilikausi), mutta myös myymälöiden vertailukelpoinen myynti on kasvanut viime vuosina selvästi (kts. kuva). Puuilon määritelmän mukaan myymälää pidetään uutena avaamisvuonna ja sitä seuraavana tilikautena ja tätä vanhemmat lasketaan mukaan vertailukelpoiseen myyntiin.

Vertailukelpoinen kasvu perustuu pitkälti myymälän kävijämäärän kasvuun, kun sen asiakaskunta alueella kasvaa ajan kuluessa. Yhtiön kertoman perusteella myymälän myynti per neliömetri on ollut keskimäärin 1,4 TEUR 1-2 vuotta vanhoilla myymälöillä, 3,2 TEUR 3-5 vuotta vanhoilla ja 3,7 TEUR 6-10 vuotta vanhoilla myymälöillä. Tätä vanhempien myymälöiden keskimyynti per neliömetri yltää 4,3 TEUR:oon, mikä myymälätasolla tarkoittaa reilu 10 MEUR:n myyntiä. Puuilolla on tällä hetkellä 48 myymälää ja nykyinen myymäläverkosto on vielä nuori, sillä noin puolet siitä on iältään alle 5 vuotiaita. Tästä pääteltynä, vaikka yhtiö jonain päivänä saavuttaa myymälämääränsä maksimin, tulee myynti todennäköisesti jatkumaan useamman vuoden ajan vertailukelpoisen kasvun turvin.

Asiakkaan keskiostos oli tilikaudella 2018 24,8 euroa. Koronan vauhdittamana keskiostoksessa nähtiin voimakas nousu, jonka jälkeen keskiostos on vakiintunut trendikasvun mukaiselle 28,4 euron (+3 %/v) tasolle. Arviomme mukaan keskiostoksen pitkän aikavälin kasvu on seurausta yhtiön tunnettuuden noususta sekä monipuolisesta ja edullisesta valikoimasta.

## Kannattavaa kasvua läpi historian

Yhtiön oikaistu EBITA (liikevoitto ennen tavaramerkkien poistoja) on kasvanut vuoden 2018 19 MEUR:sta tilikauden 2023 54 MEUR:oon. Suhteellisesti kannattavuus on parantunut samaisena periodina 14,1 %:sta 16 %:iin. Tämä on arviomme mukaan ollut kasvun lisäksi seurausta kohonneesta myyntikatteesta (nousseet ostovolyymit sekä omien tuotemerkkien osuuden kasvu) sekä todella tehokkaasta kulurakenteesta.

Yhtiö ylsi tavoittelemansa 17 %:n EBITA-%:n yläpuolelle koronan kiihdyttämänä vuosina 2020-21. Tällöin kysyntä oli niin lujaa, ettei kulukehitys pysynyt kasvun tahdissa. Hinnottelu ympäristö oli myös tuolloin tätä päivää suotuisampi, mikä heijastui ennätyskorkeana suhteellisenä myyntikatteena (2021: 36,8 %).

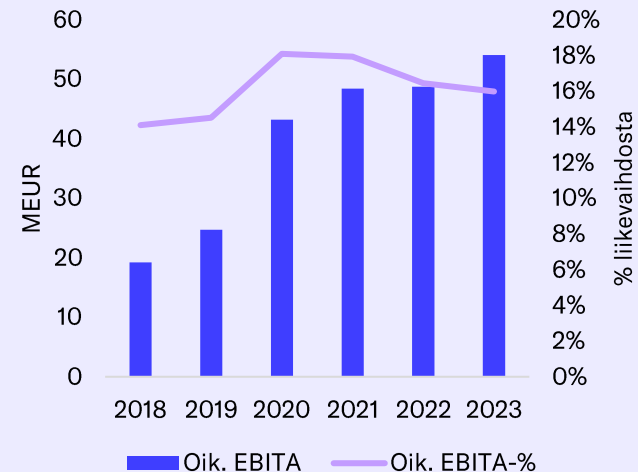
## Myyntikatteen kehitys ollut positiivista

Yhtiön myyntikatemarginaali nousi viime vuodesta 36,6 %:iin (2022: 36,2 %) mm. omien tuotemerkkien kasvun ja helpottaneen kulupaineen myötä. Pidemmän ajan trendi myyntikatteessa on ollut niin ikään positiivinen, sillä 2018 myyntikatemarginaali oli vielä 34,6 %. Tärkeimpänä yhtiön myyntikatetta tukevana ajurina on omien tuotteiden osuuden nousu. Niiden osuus oli 2023 tilikaudella noussut 20 %:iin (vrt. 2018 14 %).

## Liikevaihdon kehitys



## Kannattavuus





# Historiallinen kehitys (2/2)

## Kulurakenne on jo erittäin kilpailukykyinen

Puuilon vuokratustannukset huomioivat kiinteät kulut (2023: 20,8 % liikevaihdosta; 2018-23: 20,3 %) ovat kilpailijoita matalammat johtuen etenkin matalammista vuokratasoista. Kulukuria noudatetaan laajalti myös muiden kuluerien osalta (myymälähenkilöstön tehokkuus ja kapea hallintorakenne). Esimerkiksi Tokmannin ja Rustan kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta oli 30 % ja 27 % 2023 tilikaudella. Puuilon kulurakenne on historiassa skaalautunut hyvin myynnin kasvun myötä, mikä näkyy etenkin vuosien 2020-21 kohdalla. Tosin kyseisten vuosien vertailukelpoisuutta heikentää silloinen kuuma kysyntäympäristö ja arviomme mukaan siihen nähden matala kulurakenne.

Kokonaisuutena henkilöstökulujen kehitys on ollut melko tasaista (2018: 10,6 % vs. 2023: 10,5 %). Henkilöstökulujen skaalautuminen vaikutti voimakkaalta ennen vuotta 2023, jolloin TES-korotukset (+3,9 %) sekä aiempia vuosia voimakkaampi myymäläaavaustahti nostivat suhteellisen kulusuhteen 2018 tasolle.

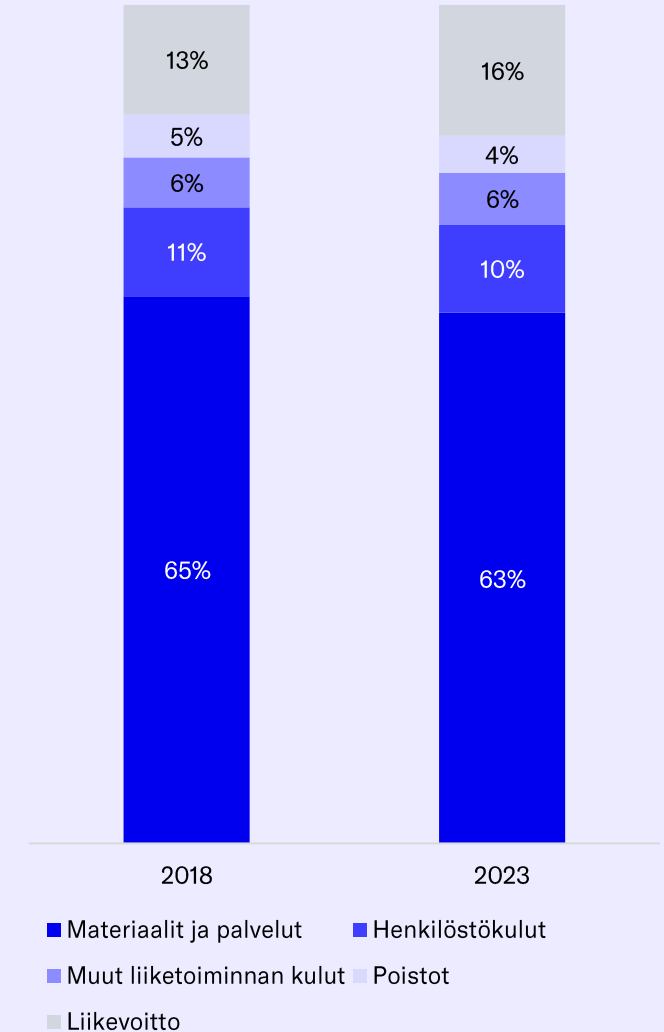
Puuilon selvästi suurin kuluerä on materiaalikustannukset, joiden osuus liikevaihdosta on laskenut jopa 2 %-yksiköllä vuoden 2023 63,4 %:iin. Tämä on mielestämme hyvä suoritus, sillä yhtiö kohtasi merkittävää kustannusinflaatiota vuosien 2022-23 aikana (ts. hinnankorotukset ovat onnistuneet). Materiaalikustannusten tehostuminen on arviomme mukaan seurausta yhtiön kasvaneesta kokoluokasta ja sen myötä saavutettavista ostoeduista. Samaan aikaan yhtiön on onnistunut kasvattamaan kannattavamman katerakenteen omaavia omia tuotemerkkejä, joilla on suhteellisia materiaalikustannuksia laskeva vaikutus.

Liiketoiminnan muiden kulujen osuus on pysynyt melko tasaisena noin 6 %:ssa. Näihin kuluihin lukeutuu hallintokulut, kiinteistöjen ylläpitokulut, markkinointi- ja IT-kulut sekä myyntirahdit ja luottokorttiprovisiot. Puuilo on investoinut voimakkaasti IT-järjestelmiinsä, joiden lisäys on arviomme mukaan pitänyt kulusuhteen tasaisena samaan aikaan kun hallinnon ja markkinoinnin kustannukset ovat skaalautuneet.

Poistojen osuus on niin ikään laskenut. Vuonna 2018 poistot olivat 5,1 % liikevaihdosta, kun taas edellisen tilikauden toteuma oli 4,4 %. Poistojen suhteellisen osuuden pientymisen on arviomme mukaan mahdollistanut IFRS16-poistoihin kirjattavien vuokratustannusten skaalautuminen liikevaihdon kasvun myötä.

\* Henkilöstökulut, muut liiketoiminnan kulut ja vuokratulot

## Kustannusrakenne



# Taloudellinen asema (1/2)

## Liiketoiminta sitoo hyvin vähän pitkäaikaisia omaisuuseriä

Pitkäaikaista aineellista omaisuutta yhtiön taseessa on noin 80 MEUR, josta merkittävä osa on vuokrakiinteistöihin liittyviä käyttöomaisuuseriä (75 MEUR). Muut pitkäaikaiset aineelliset hyödykkeet koostuvat lähinnä myymälöiden kalusteista ja koneista (5 MEUR).

Pitkäaikaisissa varoissa on myös runsaasti aineettomia hyödykkeitä (50 MEUR), josta suurinta osaa esittää liikearvo (33,5 MEUR). Näiden lisäksi aineettomiin hyödykkeisiin sisältyy Puuilon tavaramerkki sekä ERP- ja IT-järjestelmien osalta taseeseen aktivoituja kuluja.

Liikearvo ja tavaramerkeille kohdistettu arvo muodostuivat, kun yhtiö vaihtoi omistajaa pääomasijoittajien välisessä kaupassa vuonna 2015. Puuilon tavaramerkille kohdistettua arvoa poistetaan taseesta 20 vuoden tasapoistoina (1,1 MEUR/v), mikä selittää eroa yhtiön raportoiman EBITA:n ja liikevoiton (EBIT) välillä.

## Vaihto-omaisuus taseen suurin erä

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli H1'24 lopussa 101 MEUR tai 28 % liikevaihdosta. Varastotasot suhteessa liikevaihtoon ovat viime vuosina laskeneet vuoden 2021 lopun tilanteesta (34 % liikevaihdosta). Tämä johtui siitä, että yhtiö halusi aikanaan varmistaa etenkin omien tuotteiden saatavuuden Aasian tehtailta. Sen jälkeen kuluttajatuotteiden yleinen kysyntä on inflaatioympäristössä selvästi heikentynyt ja samalla ylikysyntätilanne Aasian tehtailta on purkautunut. Ylivaraston purkaminen ja varaston kierron tehostaminen ovat lopulta laskeneet varastotilanteen mielestämme kohtuulliselle tasolle.

Yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset ovat suhteelliset

pienet, yhteensä noin 10 MEUR. Niitä kertyy vähän, sillä Puuilon kuluttaja-asiakkaat maksavat tuotteet heti kassalla. Yritysasiakkaille tarjolla on 14-30 päivän maksuaikoja.

Yhtiön kassatilanne oli vuoden H1'24 lopussa vahva, sillä taseessa oli käteistä 32 MEUR vahvan operatiivisen tuloksen sekä varastotasojen laskun myötä. Kassapuskurin ylläpitäminen on sinällään tärkeää, sillä maksamalla nopeasti laskunsa yhtiö saa tavarantoimittajiltaan nk. kassa-alennusta ostohintoihinsa.

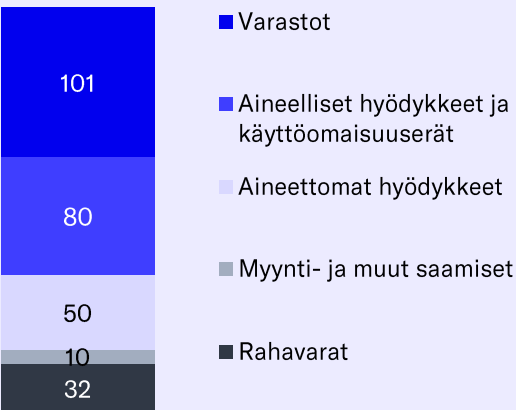
## Vastattavaa puolella ei myöskään yllätyksiä

Vastattavien puolella yhtiön oma pääoma oli H1'24 lopussa 76 MEUR. IFRS16-eristä oikaistuna tämä vastaa noin 40 %:n omavaraisuusastetta, joka on terveellä tasolla. Korollista velkaa yhtiöllä oli vuokravastuisiin liittyvät vuokrasopimusvelat 76 MEUR sekä noin 50 MEUR:n pankkilainat. IFRS16-eristä oikaistuna yhtiön nettovelka vastasi 0,3x käyttökatteesta, mikä viestii velkaisuuden olevan hyvin hallinnassa.

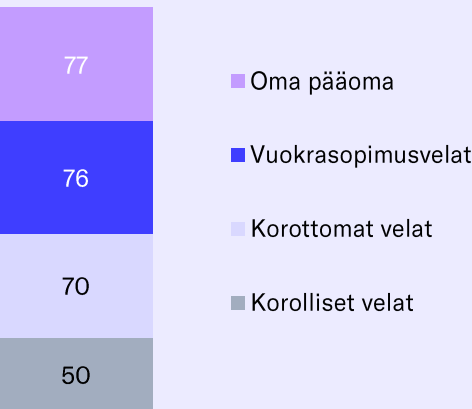
Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli 67 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja ja saatuja ennakkoja oli noin 30 MEUR ja loput olivat verovelkoja (pääosin ALV-velkoja).

Kokonaisuutena Puuilon taseen loppusumma oli 273 MEUR.

## Vastaavaa (2023)



## Vastattavaa (2023)



# Taloudellinen asema (2/2)

## Investoinnit ja nettokäyttöpääoma

Kokonaisuudessaan Puuilon liiketoiminta on hyvin pääomakevyttä. Investoinnit koostuvat myymäläavauksiin ja niiden ylläpitoon liittyvistä panostuksista sekä kasvuinvestoinneista. Vuodesta 2018 alkaen yhtiö alkoi uudistaa useita IT-järjestelmiään (verkkokauppa-, ERP-, kassa- ja HR-järjestelmät sekä ostolaskujen prosessointiautomaatiikka) varmistaakseen järjestelmien skaalautumisen isommalle volyymille sekä parantaakseen tehokkuuttaan. Myös niiden integraatioihin panostettiin resursseja ja uudistukset (ml. ERP) saatiin läpivietyä menestyksekkäästi alkuvuoteen 2022 mennessä. Tämä nosti hieman viime vuosien investointitasoja, mutta silti investoinnit ovat pysyneet matalalla noin 2-4 MEUR:n/v tasoilla.

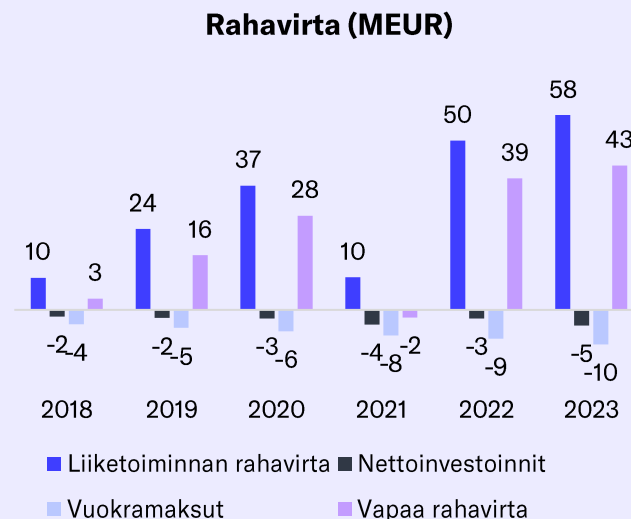
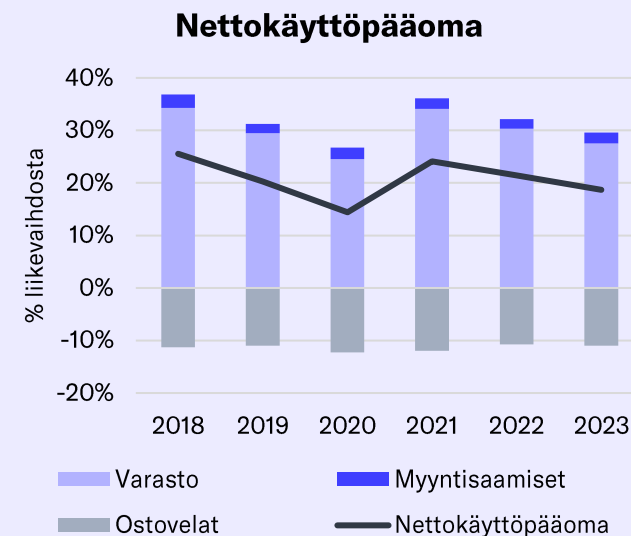
Vuonna 2023 liiketoiminnan nettokäyttöpääoma oli 19 % liikevaihdosta, joten kasvu sitoo jonkin verran pääomaa. Historiaan nähden kehitys on ollut laskusuuntaista, mikä viestii yhtiön kasvamisesta tulleen entistä tehokkaampaa. Parantumisen on tapahtunut etenkin varastotasojen suhteellisen laskun kautta, kun taas myyntisaamisten ja ostovelkojen suhteelliset tasot ovat säilyneet ennallaan.

## Rahavirtaa allokoidaan osinkoon

Yhtiön liiketoiminta tuottaa vahvaa rahavirtaa, joka on kehittynyt positiivisesti etenkin myynnin ja kannattavuuden suosiollisen kehityksen seurauksena. Myös investointitasot ovat pienet, eikä yritysostoja tavoitella yhtiön strategiassa. Vuoden 2023 vapaa rahavirta oli 43 MEUR, ja se on vuosittain kasvanut noin 67 %:n tahtia (2018-23).

Yhtiön tavoitteena on jakaa vähintään 80 % nettotuloksesta osakkeenomistajille (osinko tai omien osakkeiden ostot), mikä

vähäisten investointitarpeiden ja hallitun kasvun kannalta on mielestämme perusteltu taso. Pörssitaipaleen aikana yhtiön osingonmaksu on myös noudatellut tätä suhdetta.



Lähde: Puuilo, Inderes

\*Ostovelkoihin laskettu mukaan ostovelat, saadut ennakot, tuloverovelat sekä muut lyhytaikaiset velat. Myyntisaamisiin sisällytetty myynti- ja muut saamiset

# Sijoitusprofiili

1

Kuluttajia puhutteleva konsepti, joka koostuu isolta osin defensiivisistä tuotekategorioista

2

Myymäläverkoston laajentaminen ja vanhojen myymälöiden kasvu

3

Kilpailijoita tehokkaammat operaatiot

4

Erinomainen kannattavuus ja pääoman tuotto sektoriin nähden

5

Vahva kassavirta, jota kanavoidaan korkealla suhteella voitonjakoon

## Potentiaali

- Myymälämäärän kasvattaminen 70:een (nyt 48 kpl) ja vanhojen myymälöiden neliömyynnin lisääntyminen
- Kannattavampien omien tuotemerkkien kasvu
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kiinteiden kulujen (hallinto, markkinointi jne.) skaalautuminen
- Liiketoiminnan kulutason tehostaminen edelleen
- Täydentävät yritysostot Suomessa

## Riskit

- Kilpailutilanteen kiristyminen keskeisten kilpailijoiden laajentaessa myös kivijalkaverkostoaan
- Globaalit häiriöt tuotteiden saatavuudessa ja protektionismin nousu
- Kuluttajien heikentynyt ostovoima
- Remontoinnin ammattimaistumisen ja lisääntyvän kerrostaloasumisen trendi

# Ennusteet (1/3)

## Ennustemalli

Keskeinen ajuri yhtiön kasvun ja kannattavuuden kehityksen kannalta on myymäläverkoston laajentaminen. Tästä syystä mallinamme liikevaihdon kehitystä myymälämäärän, myymälöiden pinta-alan (m<sup>2</sup>) sekä keskimääräisen neliömyynnin avuin. Yhtiön kertomat myymäläavaukset tekevät ennustamisesta melko luotettavaa, jolloin hankalin arvioitava komponentti on vertailukelpoisen kasvun suuruus. Tämä mielestämme linkittyy myymäläverkoston keski-ikään (myymälän myynti kasvaa ja kannattavuus paranee iän varttuessa) sekä markkinakehitykseen.

Kustannusrivejä ja siten EBITA-kannattavuutta ennustamme konsernitasolla, pääennusteriveinä toimivien myyntikate-%:n sekä kiinteiden kulujen avulla.

## Ennusteet yhteenveto

Uskomme yhtiön avaavan 5-6 uutta myymälää vuosittain ja myymäläverkoston yltävän 73 kappaleeseen vuoden 2029 päätteeksi. Siten ennustamme liikevaihdon kasvun jatkuvan uusien myymälöiden sekä vielä kohtuu nuoren olemassa olevan myymäläverkoston varttumisen turvin. Odotamme yhtiön liikevaihdon lisääntyvän 13 %:n keskimääräistä vuositahtia (2023-26 CAGR-%).

Kannattavuusajureittain odotamme myyntikate-%:n kohenevan suurempien ostovolyyymien ja omien tuotemerkkien osuuden kasvun kautta vuoden 2023 36,6 %:sta 2026 37,5 %:iin. Jo melko kireälle viritettyyn kulurakenteeseen emme odota merkittäviä muutoksia, jolloin vuoden 2026 ennustamaamme

85 MEUR:n EBITA-kannattavuutta pääasiassa ajaa volyymikasvu sekä myyntikatteen parantuminen. Kokonaisuudessaan ennustamme Puuilon osakekohtaisen tuloksen kasvavan 18 %/v (2023-2026 CAGR-%).

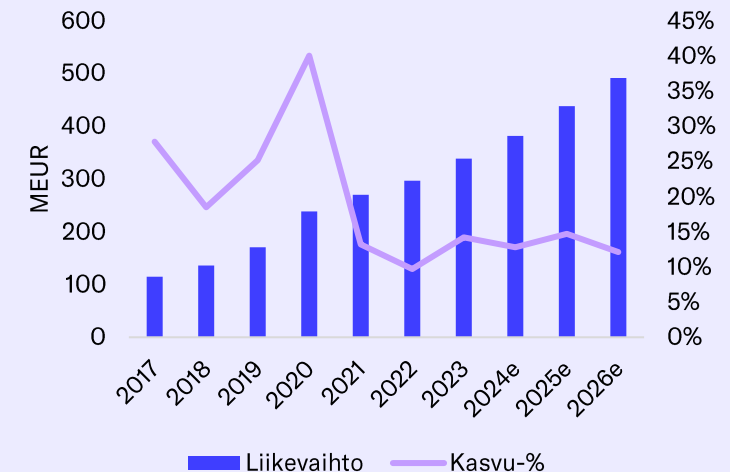
## 2024 ohjeistus

Puuilo odottaa tilikauden 2024 liikevaihdon olevan 380-400 MEUR:n välillä (2023: 339 MEUR) ja oikaistun EBITA:n osuvan 60-66 MEUR:n haarukkaan (2023: 54,1 MEUR). Ohjeistuksen keskikohta indikoi noin 15 %:n vuosikasvua ja 16 %:n EBITA-marginaalia. Uskomme ohjeistuksen pitävän vuoden loppuun saakka, mutta ennustamamme noin 0 %:n vertailukelpoisen kasvun oleellinen pirstyminen saattaisi nostaa EBITA:n ohjeistushaarukan ylälaidalle tai sen yläpuolelle.

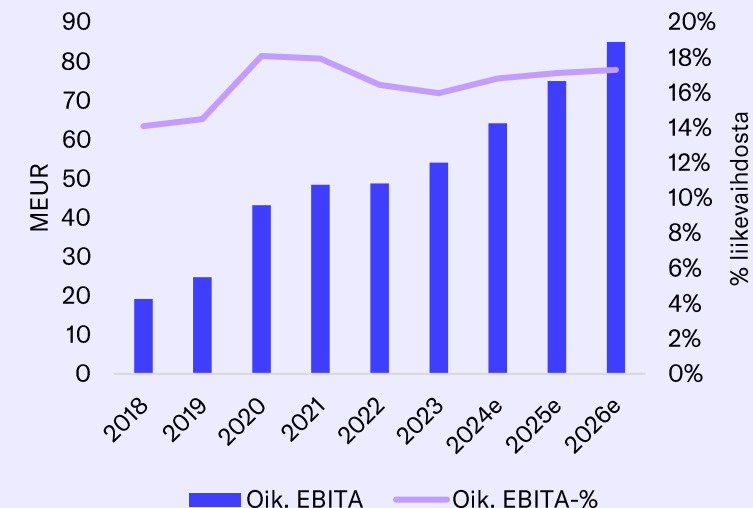
## 2024: Loppuvuosi tulee olemaan markkinamielessä vaikea

Vuosi 2024 on ollut koko vähittäiskaupalle haastava. Puuilo on tästä huolimatta voittanut markkinaosuuksia ja sen Q1-Q3:n liikevaihto on kasvanut 15 %. Vertailukelpoisten myymälöiden myynnin kasvu on hidastunut edellisvuosista, joka on pääosin ollut seurausta hintavetoisen kulutuksen myötä muuttuneesta myynninjakaumasta (ts. keskiostos on laskenut). Asiakasmäärät ovat puolestaan jatkaneet hyvää kasvuaan joka mielestämme viestii Puuilon asiakkaita puhuttelevasta konseptista. Alkuvuosi on ollut yhtiölle kannattava. EBITA-% on hieman laskenut vuosien 2020-21 tasoilta, joka on kuitenkin ymmärrettävää kustannusinflaation (2022-23) ja haastavan markkinaympäristön tähden. Alkuvuoden (Q1-Q3'24) toteutunut 53 MEUR:n oik. EBITA vastasi 17,7 % liikevaihdosta.

## Liikevaihdon kehitys



## EBITA-tuloksen kehitys



## Ennusteet (2/3)

Odotamme 2024 liikevaihdon asettuvan 382 MEUR:oon, joka on ohjeistushaarukan alalaidan tuntumassa. Q4:sta on todennäköisesti tulossa Q3:n tapainen, eli vertailukelpoinen kasvu on todennäköisesti kiven alla. Tähän vaikuttaa keskiostoksen pientymisen lisäksi haastava markkinatilanne. Asioiden edetessä suunnitelmien mukaiseksi tulee Puuilolla olemaan 49 myymälää tilikauden päättyessä.

Ennustamme suhteellisen myyntikatteen parantuvan selvästi vertailukaudesta 37,5 %:iin ja kulusuhteen pysyvän suurin piirtein vertailukauden tasolla alkuvuoden kustannuspaineiden seurauksena. Siten 2024 EBITA-ennusteemme asettuu 64 MEUR:oon, joka vastaa 16,8 %:n marginaalia. Odotamme rahoituskustannusten lisääntyvän vertailukaudesta kasvaneen IFRS16-korkokomponentin myötä. Laskeneen velkataakan myötä odotamme rahoitusvelkakustannusten laskeneen. Noin 20 %:n veroasteella 0,54 euron oik. EPS ennusteemme kasvaa vertailukaudesta 19 %.

### 2025-26: Näyttää paremmalta

Useamman indikaattorin perusteella vähittäiskaupan tilan tulisi kohentua tulevien vuosien aikana. Siten uskomme Puuilon vertailukelpoisen kasvun kohentuvan vuosille 2025-26. Olettaen myymäläverkoston varttuvan (vuonna 2025 56 ja 2026 60 kokoinen verkosto), tulee yhtiön liikevaihto kasvamaan kyseisenä jaksena keskimäärin 13 %/v, joka markkinan historialliseen ~6 %:n kasvuun viittaa markkinaosuuksien valtaamisen jatkuvan. DIY-tuotekategorioiden kehitystä näkemyksemme mukaan tukee asuinrakentamisen piristyminen, mutta kasvun pääajurina

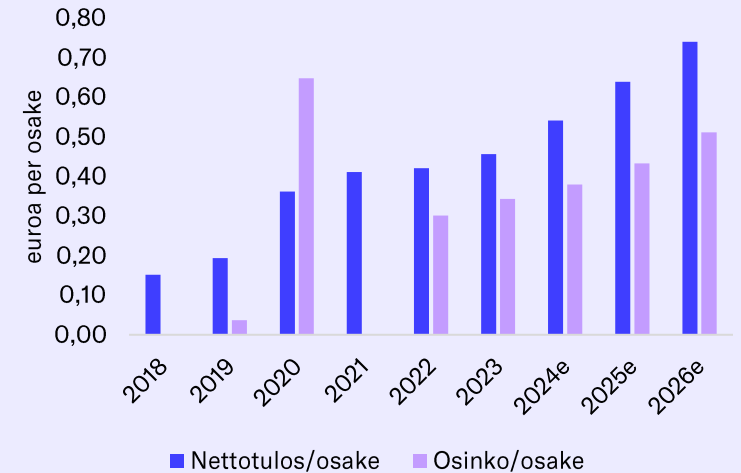
mielestämme toimii konseptin vetovoima.

Kannattavuuskehityksen suhteen odotuksemme ovat nousujohteiset. Positiivista EBITA:n kehitystä mielestämme ajaa volyymietujen ja omien tuotemerkkien osuuden kasvun myötä parantuva myyntikatemarginaali (2023 36,6 % vs. 2026e 37,6 %). Näemme volyymikasvun tuovan skaalaetuja mm. markkinointiin ja tukitoimintoihin, joskin näiden vaikutus konsernitasolla jäänee pieneksi. Lisäksi uskomme varttuvan myymäläverkoston tukevan konsernin kehitystä, sillä kypsässä vaiheessa keskimääräinen Puuilo-myymäla tekee yli 20 %:n käyttökatemarginaalia. Painetta kannattavuuskehitykselle toisaalta luo palkkainflaatio. Ennustamme vuosien 2025 ja 26 EBITA-marginaalien kohoavan 17,1 ja 17,3 %:iin. Korkotason lasku madaltaa hieman yhtiön rahoituskustannuksia, mutta laajentuva myymäläverkosto pitää rahoituskustannusten korkokomponentin nousussa. Kokonaisuudessaan ennustamme oik. EPS:n kasvavan periodilla keskimäärin 17 %/v.

### Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme yhtiön saavuttavan tavoittelemansa yli 70 myymäläverkoston vuonna 2029. Tästä eteenpäin odotamme yhtiön kasvun hidastuvan keskimäärin 5 %:n tasolle, jota tukee varttuvien myymälöiden tuoma kasvu. Terminaalijaksolle ennustamme 2 %:n kasvua, joka on linjassa vähittäiskaupan pitkän aikavälin kehityksen kanssa. Odotamme EBITA-%:n vakiintuvan yhtiön tavoitteleman 17 %:n tuntumaan, sillä näkemyksemme mukaan vähittäiskaupan kireä kilpailutilanne asettaa huomattavia pitkän tähtäimen epävarmuustekijöitä marginaalin parantumiselle.

### Tulos ja osinko



# Ennusteet (3/3)

## Rahavirtakone vahvistaa tasetta entisestään

Puuilon tase on vahvistunut listallaoloaikansa edetessä vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta. Listautumisen 2x tasolta IFRS-16 oik. nettovelka/käyttökate -suhde on laskenut lähes nollassa. Tänä aikana yhtiö on maksanut velkaansa 20 MEUR:n edestä pois ja käyttökate on parantunut yhteensä noin ~30 MEUR:lla. Siten velkaisuuden korjaantumisen taustalla on kaikki komponentit, eli laskeva nettovelka sekä nouseva tulos.

Ennustamme yhtiön tekevän keskimäärin 70-80 MEUR:n operatiivista rahavirtaa vuosina 2024-26. Tästä investoinnit ja vuokratustannukset vähennettynä asettuu yhtiön vapaan rahavirran taso 40-50 MEUR:n tasolle.

## Osinkoja, pääoman palautuksia tai omien osakkeiden ostoja

Puuilon tavoitteena on jakaa vähintään 80 % tilikauden

nettotuloksensa omistajilleen. Mallinamme tämän mukaista voitonjakoa ja sen tapahtuvan osinkojen muodossa. Tilaisuuden tullen yhtiö voi myös hyödyntää omien osakkeiden ostoja. Pitkällä tähtäimellä emme voi myöskään poissulkea lisäosinkoja tai pääomanpalautuksia, sillä tätä vauhtia yhtiön kassa tulee paisumaan turhan liian suureksi liiketoiminnan investointitarpeisiin nähden.

## Ennusteriskit

Olenaiset ennusteriskit liittyvät yhtiön myymäläverkoston kasvutahtiin. Mikäli yhtiön myymäläavaustahti jää ennakoimastamme 5-6 vuosittaisesta vauhdista, tulee tällöin tulokertymä painottumaan pitemmälle tulevaisuuteen. Lisäksi näemme olennaista riskiä kilpailutilanteen kehittymisen suhteen. Useat halpa-/DIY-toimijat tulevat kasvattamaan myymäläverkostojaan ja useat vähittäiskaupan toimijat ovat laajentaneet valikoimaansa Puuilon DIY-tuotekategoriaan. Siten

toimialalla saattaa syntyä pudotuspelit jollain aikavälillä, jolloin heikoimmat toimijat joko taantuvat tai ne ostetaan pois.

## Ennustemuutokset

Emme tehneet raportin yhteydessä muutoksia ennusteisiimme, joita tarkistimme Puuilon [Q3'24-tuloksen](#) yhteydessä.

| Ennustemuutokset            | 2024e | 2024 | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------------|-------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 382   | 382  | 0 %    | 438   | 438   | 0 %    | 491   | 491   | 0 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 62,5  | 62,5 | 0 %    | 72,4  | 72,4  | 0 %    | 83,8  | 83,8  | 0 %    |
| Liikevoitto                 | 62,5  | 62,5 | 0 %    | 72,4  | 72,4  | 0 %    | 83,8  | 83,8  | 0 %    |
| Tulos ennen veroja          | 57,4  | 57,4 | 0 %    | 67,3  | 67,3  | 0 %    | 78,5  | 78,5  | 0 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,54  | 0,54 | 0 %    | 0,64  | 0,64  | 0 %    | 0,74  | 0,74  | 0 %    |

Lähde:  
Inderes



# 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                 | 296   | 65,0  | 104   | 92,3  | 76,8  | 339   | 75,4  | 120   | 102   | 84,3   | 382   | 438   | 491   | 543   |
| Käyttökate                  | 60,5  | 10,6  | 24,3  | 18,7  | 14,3  | 67,8  | 12,4  | 29,0  | 23,9  | 15,7   | 81,0  | 94,8  | 109   | 118   |
| Poistot ja arvonalennukset  | -13,5 | -3,6  | -3,7  | -3,7  | -4,0  | -15,0 | -4,8  | -4,5  | -4,6  | -4,6   | -18,5 | -22,4 | -25,0 | -26,1 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 47,6  | 7,0   | 20,6  | 15,0  | 10,3  | 52,8  | 7,6   | 24,4  | 19,3  | 11,1   | 62,5  | 72,4  | 83,8  | 92,0  |
| Liikevoitto                 | 47,0  | 7,0   | 20,6  | 15,0  | 10,3  | 52,8  | 7,6   | 24,4  | 19,3  | 11,1   | 62,5  | 72,4  | 83,8  | 92,0  |
| Nettorahoituskulut          | -3,1  | -1,0  | -1,3  | -1,0  | -1,2  | -4,5  | -1,3  | -1,3  | -1,2  | -1,3   | -5,1  | -5,1  | -5,3  | -5,6  |
| Tulos ennen veroja          | 43,9  | 6,0   | 19,3  | 14,0  | 9,1   | 48,4  | 6,3   | 23,1  | 18,1  | 9,8    | 57,4  | 67,3  | 78,5  | 86,4  |
| Verot                       | -8,8  | -1,2  | -3,9  | -2,8  | -1,8  | -9,7  | -1,3  | -4,6  | -3,6  | -2,0   | -11,5 | -13,1 | -15,7 | -17,3 |
| 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                  | 35,1  | 4,8   | 15,4  | 11,2  | 7,3   | 38,7  | 5,0   | 18,5  | 14,5  | 7,9    | 45,9  | 54,2  | 62,8  | 69,1  |
| EPS (oikaistu)              | 0,42  | 0,06  | 0,18  | 0,13  | 0,09  | 0,46  | 0,06  | 0,22  | 0,17  | 0,09   | 0,54  | 0,64  | 0,74  | 0,82  |
| EPS (raportoitu)            | 0,41  | 0,06  | 0,18  | 0,13  | 0,09  | 0,46  | 0,06  | 0,22  | 0,17  | 0,09   | 0,54  | 0,64  | 0,74  | 0,82  |

| 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-%          | 9,7 %  | 10,4 % | 17,1 % | 15,4 % | 12,4 % | 14,2 % | 16,1 % | 14,9 % | 10,7 % | 9,7 %  | 12,8 % | 14,7 % | 12,1 % | 10,5 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 0,4 %  | 19,6 % | 16,0 % | 2,5 %  | 9,3 %  | 11,0 % | 8,1 %  | 18,8 % | 28,8 % | 8,7 %  | 18,2 % | 16,0 % | 15,7 % | 9,8 %  |
| Käyttökate-%                  | 20,4 % | 16,3 % | 23,2 % | 20,2 % | 18,6 % | 20,0 % | 16,4 % | 24,2 % | 23,4 % | 18,7 % | 21,2 % | 21,6 % | 22,2 % | 21,8 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 16,1 % | 10,8 % | 19,7 % | 16,2 % | 13,3 % | 15,6 % | 10,0 % | 20,4 % | 18,9 % | 13,2 % | 16,4 % | 16,5 % | 17,1 % | 17,0 % |
| Nettotulos-%                  | 11,8 % | 7,4 %  | 14,8 % | 12,1 % | 9,5 %  | 11,4 % | 6,7 %  | 15,4 % | 14,2 % | 9,3 %  | 12,0 % | 12,4 % | 12,8 % | 12,7 % |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2022       | 2023       | 2024e      | 2025e      | 2026e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>107</b> | <b>127</b> | <b>133</b> | <b>140</b> | <b>148</b> |
| Liikearvo                      | 33,5       | 33,5       | 33,5       | 33,5       | 33,5       |
| Aineettomat hyödykkeet         | 17,4       | 16,4       | 16,6       | 17,2       | 17,8       |
| Käyttöomaisuus                 | 55,6       | 75,9       | 82,6       | 89,1       | 97,0       |
| 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       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,7        | 1,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>124</b> | <b>122</b> | <b>146</b> | <b>175</b> | <b>199</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 89,9       | 93,1       | 101        | 109        | 123        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Myyntisaamiset                 | 5,4        | 7,2        | 7,6        | 8,8        | 10,8       |
| Likvidit varat                 | 28,8       | 21,5       | 37,2       | 56,9       | 65,8       |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>231</b> | <b>249</b> | <b>279</b> | <b>315</b> | <b>348</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2022        | 2023        | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>76,2</b> | <b>85,0</b> | <b>98,7</b> | <b>116</b>  | <b>136</b>  |
| Osakepääoma                    | 29,1        | 29,1        | 29,1        | 29,1        | 29,1        |
| Kertyneet voittovarot          | 47,1        | 55,9        | 69,6        | 87,0        | 106         |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>113</b>  | <b>112</b>  | <b>134</b>  | <b>146</b>  | <b>153</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 2,7         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,9         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Korolliset velat               | 113         | 108         | 134         | 146         | 153         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>41,7</b> | <b>51,7</b> | <b>45,8</b> | <b>52,6</b> | <b>58,9</b> |
| Korolliset velat               | 9,9         | 14,6        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 31,8        | 37,1        | 45,8        | 52,6        | 58,9        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>231</b>  | <b>249</b>  | <b>279</b>  | <b>315</b>  | <b>348</b>  |

# Arvonmääritys (1/3)

## Arvonmäärityksen ja tuotto-odotuksen yhteenveto

Puuilo on profiililtaan kasvava ja hyvää tulosta tekevä laatuyhtiö. Itse liiketoiminta on melko yksinkertaista vähittäiskauppatoimintaa ja tase on hyvin siistissä kunnossa. Tämä mahdollistaa useiden eri arvonmääritysmenetelmien luotettavan hyödyntämisen. Käytämme Puuilon arvonmääritysmallissamme absoluuttisten tulostekijöiden lisäksi suhteellisia tulostekijöitä sekä kassavirtamallia. Tuotto-odotusta haarukoidessamme huomioimme yhtiön tuloskasvunäkymät, osingot sekä arvostustekijöiden mahdolliset muutokset.

Toistamme lisää-suosituksen sekä 11,5 euron tavoitehintamme. Näkemyksemme mukaan osake tarjoaa sijoittajalle houkuttelevan tuotto-odotuksen (~15 %) tuloskasvun ja osinkotuoton tukemana. Tuotto-odotusta toisaalta rajoittaa arvostustekijät, jotka ovat viimeisen 12 kk:n toteutuneella tuloksella mitattuna koholla.

## Useita arvostusta tukevia tekijöitä

Näkemyksemme mukaan Puuilon arvostukselle löytyy useita sitä tukevia tekijöitä. Yhtiö on osoittanut konseptinsa defensiivisen luonteen, mikä on taannut tälle kasvua haastavammassakin markkinatilanteessa. Toisin sanoen, yhtiö on voittanut viimeisen kahden vuoden aikana selvästi markkinaosuutta. Tämän yhtiö on tehnyt erittäin kannattavasti, johon harva toimialan verrokki on kyennyt. Pääomakevyyden liiketoimintamallin sekä paksun kannattavuuden ansiosta yhtiön pääomantuotto-kyky on sektorin kärkeä, joka mielestämme perustelee yhtiön kohonnutta arvostustasoa verrattuna esimerkiksi Helsingin pörssin arvostustasoon (seur. 12kk P/E ~13x). Toisaalta tekijät, kuten vähittäiskaupan kiristynyt kilpailutilanne, talouden yleinen alavire sekä Helsingin pörssin

yleisesti matala arvostustaso asettavat rajoitteen yhtiön arvostustekijöille.

## Arvostus melko linjassa historiaan nähden

Lyhyen pörssihistoriansa (2021-24) aikana Puuiloa ollaan hinnoiteltu keskimäärin 16x eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella (Bloomberg konsensus), joka on melko linjassa tämän hetkiseen arvostustasoon nähden. Listautumisen aikaan kerroin (22-24x) oli selvästi keskimääräisen tason yläpuolella, jota näkemyksemme mukaan selitti silloinen matala korkoympäristö. 2022 aikana trendi kääntyi kuitenkin selvästi muuttuneen talous- ja korkoympäristön ajamana ja P/E-kerroin kävi jopa 12x tasolla, joka on mielestämme varsin vaatimaton taso reilu 10 % vuodessa kasvavalle laatuyhtiölle. Olemmekin hyväksyneet Puuिलolle 16-18x mukaisen P/E-kertoimen, joka mielestämme huomioi yhtiön tuloskasvupotentiaalin, korkean pääoman tuottoprofiilin sekä matalamman korkoympäristön.

## Kertoimet perustellusti koholla

Edellisen 12 kk:n perusteella lasketut kertoimet (viim. 12kk P/E 19x ja IFRS 16 oik. EV/EBIT 16x) sijaitsevat mukavuusalueemme yläpuolella edellyttäen voimakkaan tuloskasvun jatkumista. Siten merkittäville tulospettymyksille ei ole varaa, sillä tämä heijastuisi yhtiön arvostustasoon arviomme mukaan vivulla laskevien kertoimien ja ennusteiden kautta. Tosin yhtiön vankat näytöt tuloskasvusta haastavankin markkinan aikaan puoltavat kohonneiden kertoimien hyväksymistä lyhyellä jännteellä. Ennustamamme tuloskasvu (~18 %) korjaakin arvostuksen varsin maltilliselle tasolle (25-26e P/E 16 ja 14x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 12 ja 11x), kun huomioidaan yhtiön tuloskasvupotentiaali sekä korkea pääomantuotto.

| Arvostustaso          | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 10,1   | 10,1   | 10,1   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 84,8   | 84,8   | 84,8   |
| Markkina-arvo         | 860    | 860    | 860    |
| Yritysarvo (EV)       | 957    | 949    | 947    |
| P/E (oik.)            | 18,7   | 15,9   | 13,7   |
| P/E                   | 18,7   | 15,9   | 13,7   |
| P/B                   | 8,7    | 7,4    | 6,3    |
| P/S                   | 2,3    | 2,0    | 1,8    |
| EV/Liikevaihto        | 2,5    | 2,2    | 1,9    |
| EV/EBITDA             | 11,8   | 10,0   | 8,7    |
| EV/EBIT (oik.)        | 15,3   | 13,1   | 11,3   |
| Osinko/tulos (%)      | 80,0 % | 80,0 % | 80,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,3 %  | 5,0 %  | 5,8 %  |

Lähde: Inderes

## Puuilon arvostuksen ajurit



### Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Defensiivistä kasvua luova konsepti
- Erinomaiset näytöt kannattavasta kasvusta heikonkin markkinatilanteen aikaan
- Pääomantuotto sektorin parhaimmistoa



### Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Vähittäiskaupan kiristynyt kilpailutilanne
- Epävarman taloustilanteen painama Helsingin pörssin arvostustaso

# Arvonmääritys (2/3)

## Preemiohinnoittelu verrokkeihin nähden perusteltu

Puuloa hinnoitellaan suurin piirtein linjassa laadukkaista Pohjoismaalaisista yhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Käytämme verrokkiryhmän mittatikkuna P/E-kerrointa, sillä EV-kertoimien vertailukelpoisuutta verrokkiryhmän sisällä heikentää yhtiökohtaiset eroavaisuuden vuokrasopimusten pituuksissa (vaikuttavat IFRS16 velan määrään).

Olisimme valmiita hinnoittelemaan Puulon osaketta preemiolla vertaisiinsa nähden, sillä yhtiö omaa verrokeita vahvemman kasvunäkymän sekä korkeamman pääoman tuoton. P/E-kertoimella mitattuna 2024-25e ero verrokkeihin on -4 ja +5 %:n luokkaa. Kokonaisuudessaan näemme verrokkien hinnoittelun olevan melko neutraalilla tasolla (2025e mediaani P/E 15x) ja pidämme verrokkien Helsingin pörssin yläpuolella olevaa arvostusta perusteltuna ryhmän koostuessa laadukkaista arvoa luovista vähittäiskauppayhtiöistä.

## Osinkotuotto oikein hyvällä tasolla

Kuten todettua, Puulo jakaa suuren osuuden tuloksestaan osakkeenomistajilleen osinkoina. Tämän myötä osakkeen tarjoama osinkotuotto kohoaa jo melko kelvollisille tasoille (2024-26e ~5 %), toimien siten tuotto-odotuksen ajurina. Näillä pääoman tuottotasoilla tuloksen investointi liiketoimintaan olisi mielestämme järkevä, mutta toisaalta tiedostamme, että tätäkin voimakkaammat kasvuinvestoinnit (myymäläverkoston laajentaminen) asettaisivat painetta yhtiön suhteelliselle kannattavuudelle sekä saattaisivat asettaa asiakaskokemuksen riskinalaiseksi.

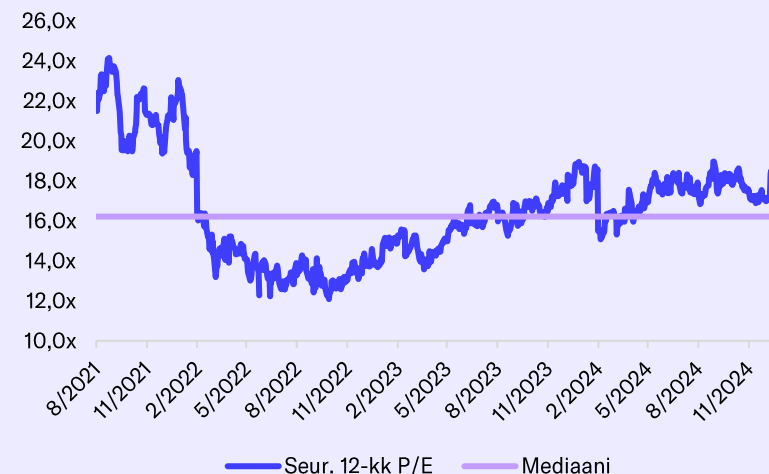
## Kassavirtamalli

DCF-mallimme mukainen Puulon osakekannan arvo on 1043 MEUR, mikä vastaa 12,3 euron osakekohtaista arvoa. Tämä on reilu 20 % nykykurssin yläpuolella, mikä puoltaa positiivista näkemystä osakkeen suhteen. Yhtiön liiketoiminta tuottaa vuolasta ja melko ennustettavaa kassavirtaa ja tase on hyvin kevyt (pl. IFRS 16-erät). Kasvu on tosin sitonut jonkin verran käyttöpääomaa, mutta pääoman tuottolukuja se ei ole merkittävästi heikentänyt. Mallin pääoman kustannus on asetettu 8 %:iin (vs. seuraamiemme yhtiöiden keskiarvo 9 %). Taso on mielestämme perusteltu yhtiön todistettua defensiivisen ja kannattavan kasvun profiilinsa. Lisäksi yhtiön myymäläverkoston laajentumiseen nojaava kasvu on melko helposti ennustettavissa ilmoitettujen myymäläavausaikeiden perusteella, mikä samalla tekee kassavirtojen ennustamisesta melko luotettavaa. Arviomme mukaan suurin riski liittyen ennustamaamme 10 %:n vuotuiseseen tuloskasvuun ja 17 %:n EBITA-kannattavuuteen (2024-33e) on kilpailutilanteen ja kulutustottumusten (DIY → B2B) mahdolliset muutokset.

## Kokonaistuotto-odotus säilyy houkuttelevana

Toteutuneilla tulospohjaisilla kertoimilla mitattuna yhtiötä hinnoitellaan hieman mukavuusalueemme yläpuolella. Tämä on kuitenkin perusteltavissa, sillä odotamme yhtiön kykenevän voimakkaaseen tuloskasvuun tulevien vuosien aikana. Ennustamme Puulon tuloksen kasvavan seuraavien kolmen vuoden aikana noin 18 %:n vuositahtia. Ottaen huomioon 5 %:n osinkotuoton sekä hieman koholla olevan arvostustason asettuu osakkeen tuotto-odotus 15 %:n tienoille. Pidämme tätä tasoa houkuttelevana ja se ylittää asettamamme tuottovaateen tarkoittaen osakkeen riski/tuotto-suhteen olevan suotuisa.

## Seur. 12-kk P/E



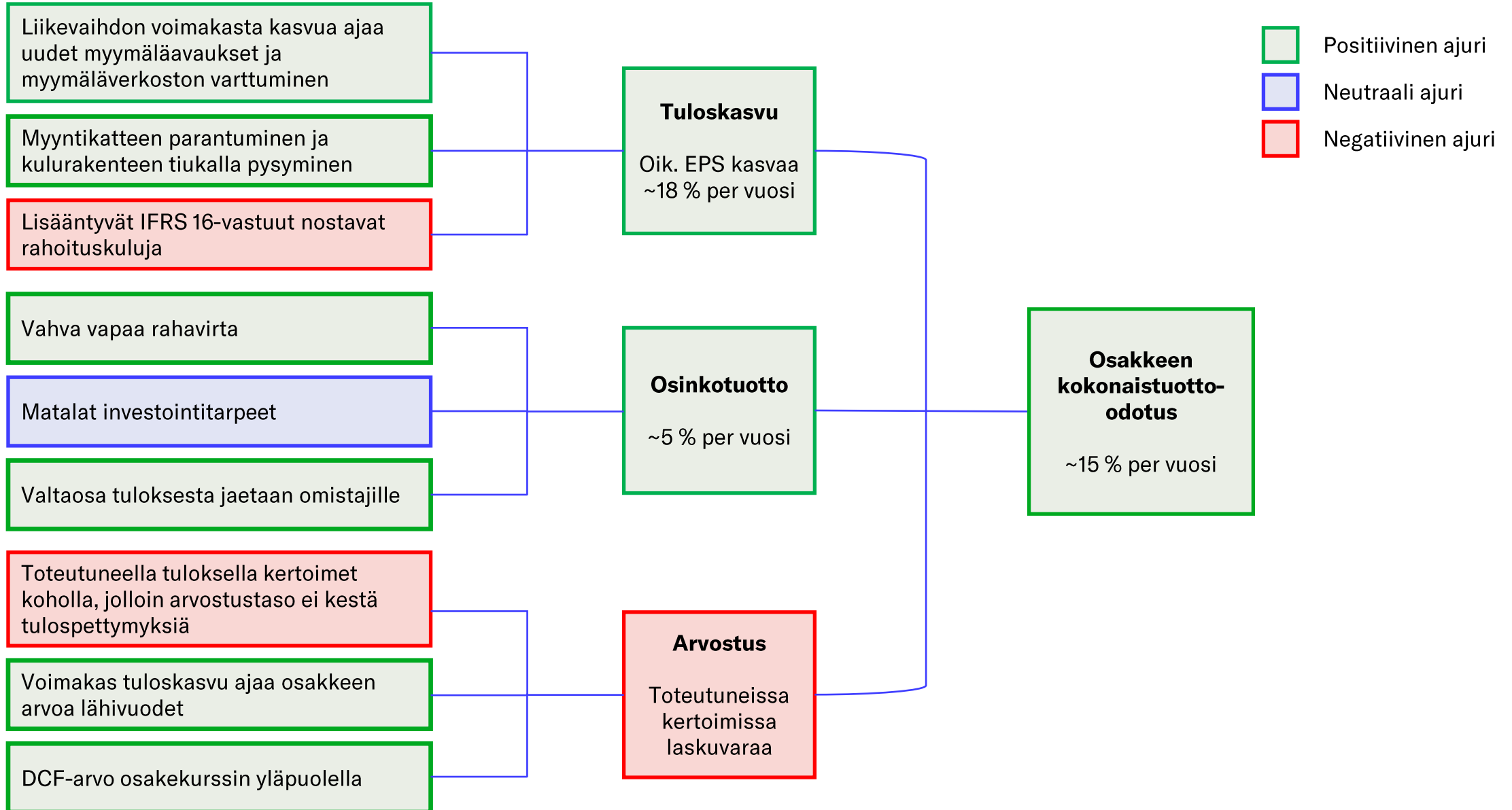
# Arvonmääritys (3/3)

## Osakkeen käypä arvo

Määritämme Puuilon osakkeen käyvän arvon haarukaksi 10-13 euroa. Tämän painotettu keskikohta on ~11,5 euroa, joka indikoi osakkeesta löytyvän reilu 15 %:n nousuvara. Käypä arvo perustuu absoluuttisen ja suhteellisten tulokertoimien sekä DCF-mallin tuottamiin arvoihin. Kerroinpohjaisesti johdetut arvot perustuvat vuoden 2025 ennusteisiimme.

| Käypä arvo                                                              |      |      |       |
|-------------------------------------------------------------------------|------|------|-------|
|                                                                         | Ala  | Ylä  | Paino |
| IFRS16 oik. EV/EBITA                                                    | 10,9 | 12,6 | 30 %  |
| P/E                                                                     | 10,2 | 12,1 | 30 %  |
| Verrokit P/E                                                            | 8,9  | 10,2 | 10 %  |
| DCF                                                                     | 10,3 | 15,0 | 30 %  |
| Painotettu keskiarvo                                                    | 10,3 | 12,9 | 100 % |
| EV/EBITA 14-16x<br>P/E 16-18x<br>Verrokit P/E 14-16x<br>DCF: WACC 7-9 % |      |      |       |

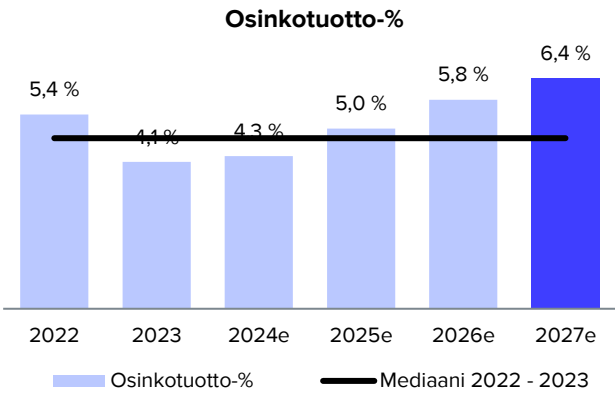
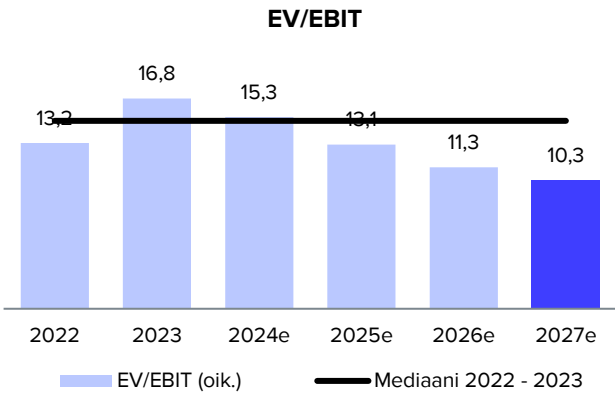
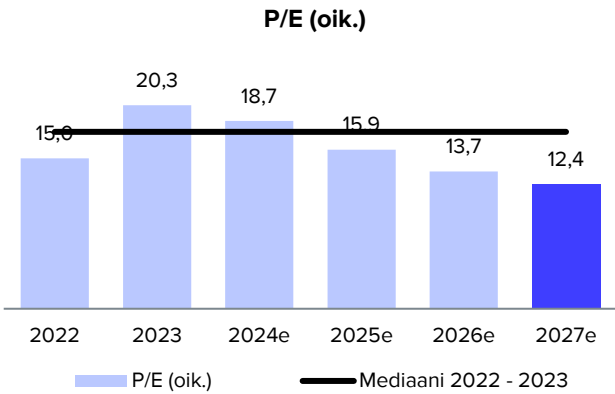
# Osaketuoton ajurit 2023-26e



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2019 | 2020 | 2021 | 2022   | 2023   | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-----------------------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           |      |      |      | 6,32   | 9,26   | 10,1   | 10,1   | 10,1   | 10,1   |
| Osakemäärä, milj. kpl |      |      |      | 84,8   | 84,8   | 84,8   | 84,8   | 84,8   | 84,8   |
| Markkina-arvo         |      |      |      | 536    | 785    | 860    | 860    | 860    | 860    |
| Yritysarvo (EV)       |      |      |      | 630    | 886    | 957    | 949    | 947    | 947    |
| P/E (oik.)            |      |      |      | 15,0   | 20,3   | 18,7   | 15,9   | 13,7   | 12,4   |
| P/E                   |      |      |      | 15,3   | 20,3   | 18,7   | 15,9   | 13,7   | 12,4   |
| P/B                   |      |      |      | 7,0    | 9,2    | 8,7    | 7,4    | 6,3    | 5,6    |
| P/S                   |      |      |      | 1,8    | 2,3    | 2,3    | 2,0    | 1,8    | 1,6    |
| EV/Liikevaihto        |      |      |      | 2,1    | 2,6    | 2,5    | 2,2    | 1,9    | 1,7    |
| EV/EBITDA             |      |      |      | 10,4   | 13,1   | 11,8   | 10,0   | 8,7    | 8,0    |
| EV/EBIT (oik.)        |      |      |      | 13,2   | 16,8   | 15,3   | 13,1   | 11,3   | 10,3   |
| Osinko/tulos (%)      |      |      |      | 82,9 % | 83,3 % | 80,0 % | 80,0 % | 80,0 % | 80,0 % |
| Osinkotuotto-%        |      |      |      | 5,4 %  | 4,1 %  | 4,3 %  | 5,0 %  | 5,8 %  | 6,4 %  |

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |              | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
|                                  |                       |                    | 2024e        | 2025e       | 2024e       | 2025e       | 2024e          | 2025e        | 2024e       | 2025e       | 2024e          | 2025e       | 2024e        |
| Europris ASA                     | 1024                  | 1459               | 14,2         | 12,9        | 8,2         | 7,3         | 1,4            | 1,3          | 14,6        | 13,2        | 4,3            | 4,7         | 3,1          |
| Byggmax Group AB                 | 233                   | 435                | 27,8         | 15,8        | 5,9         | 5,2         | 0,8            | 0,8          | 39,7        | 13,6        | 1,2            | 3,2         | 1,1          |
| Clas Ohlson AB                   | 1201                  | 1326               | 20,3         | 13,9        | 9,2         | 8,2         | 1,5            | 1,3          | 25,1        | 16,5        | 2,4            | 3,0         | 7,2          |
| Axfood AB                        | 4430                  | 5369               | 18,1         | 16,3        | 9,2         | 8,2         | 0,7            | 0,7          | 21,5        | 19,2        | 3,5            | 3,7         | 6,9          |
| Dollar General Corp              | 16014                 | 21488              | 9,2          | 11,7        | 6,9         | 7,8         | 0,6            | 0,6          | 10,2        | 13,2        | 3,1            | 3,1         | 2,5          |
| Kesko Oyj                        | 7287                  | 10155              | 15,8         | 14,5        | 8,3         | 7,9         | 0,9            | 0,8          | 16,7        | 15,2        | 5,3            | 5,4         | 2,7          |
| Musti Group Oyj                  | 671                   | 822                | 19,1         | 15,2        | 9,9         | 8,7         | 1,8            | 1,7          | 22,7        | 17,0        | 3,5            | 4,0         | 3,4          |
| Verkkokauppa.com Oyj             | 59                    | 75                 |              | 11,6        | 12,5        | 5,5         | 0,2            | 0,2          |             | 13,3        |                | 4,0         | 2,3          |
| Tokmanni Oyj                     | 723                   | 1266               | 12,4         | 10,5        | 5,5         | 5,0         | 0,8            | 0,7          | 13,8        | 10,4        | 5,3            | 6,5         | 2,7          |
| Rusta                            | 971                   | 1455               | 21,4         | 17,7        | 9,1         | 8,7         | 1,4            | 1,4          | 17,4        | 19,9        | 2,6            | 2,2         | 5,5          |
| Tractor Supply                   | 27965                 | 29574              | 20,9         | 19,7        | 16,0        | 15,1        | 2,1            | 2,0          | 26,5        | 24,7        | 1,6            | 1,7         | 12,6         |
| <b>Puulo Oyj (Inderes)</b>       | <b>860</b>            | <b>957</b>         | <b>15,3</b>  | <b>13,1</b> | <b>11,8</b> | <b>10,0</b> | <b>2,5</b>     | <b>2,2</b>   | <b>18,7</b> | <b>15,9</b> | <b>4,3</b>     | <b>5,0</b>  | <b>8,7</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>17,9</b>  | <b>14,5</b> | <b>9,1</b>  | <b>8,0</b>  | <b>1,1</b>     | <b>1,0</b>   | <b>20,8</b> | <b>16,0</b> | <b>3,3</b>     | <b>3,8</b>  | <b>4,5</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>18,6</b>  | <b>14,5</b> | <b>9,1</b>  | <b>7,9</b>  | <b>0,9</b>     | <b>0,8</b>   | <b>19,4</b> | <b>15,2</b> | <b>3,3</b>     | <b>3,7</b>  | <b>3,1</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>-18 %</b> | <b>-9 %</b> | <b>30 %</b> | <b>27 %</b> | <b>195 %</b>   | <b>164 %</b> | <b>-4 %</b> | <b>5 %</b>  | <b>30 %</b>    | <b>38 %</b> | <b>178 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

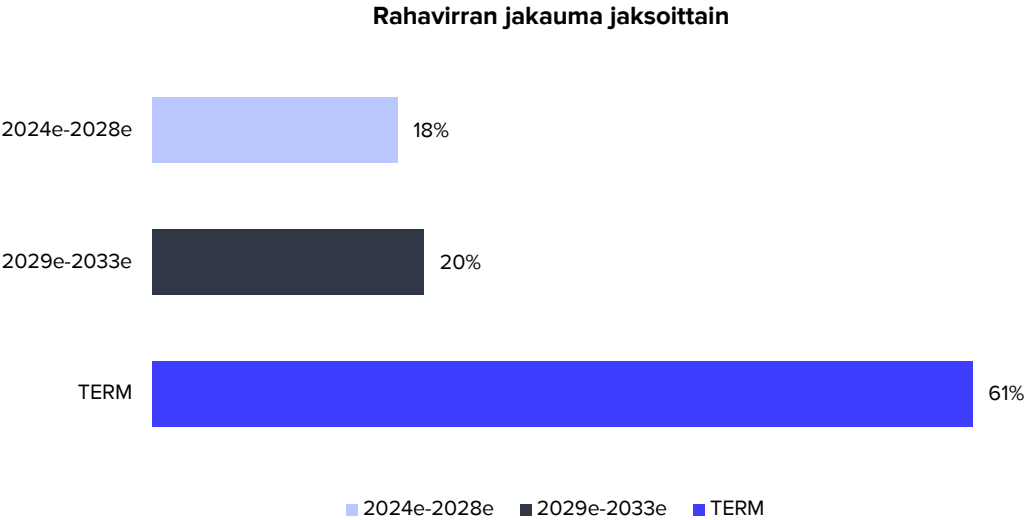
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2023        | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 14,2 %      | 12,8 %      | 14,7 %      | 12,1 %      | 10,5 %      | 10,1 %      | 7,9 %       | 7,0 %       | 5,0 %       | 3,0 %       | 1,8 %       | 1,8 %      |
| Liikevoitto-%                           | 15,6 %      | 16,4 %      | 16,5 %      | 17,1 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 17,0 %      | 16,5 %      | 16,5 %      | 16,5 %     |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>52,8</b> | <b>62,5</b> | <b>72,4</b> | <b>83,8</b> | <b>92,0</b> | <b>102</b>  | <b>110</b>  | <b>117</b>  | <b>123</b>  | <b>123</b>  | <b>125</b>  |            |
| + Kokonaispoistot                       | 15,0        | 18,5        | 22,4        | 25,0        | 26,1        | 28,9        | 31,5        | 33,7        | 35,7        | 37,3        | 38,9        |            |
| - Maksetut verot                        | -7,3        | -13,2       | -13,1       | -15,7       | -17,3       | -19,2       | -20,8       | -22,2       | -23,3       | -23,3       | -24,7       |            |
| - verot rahoituskuluista                | -0,9        | -1,0        | -1,0        | -1,1        | -1,1        | -1,1        | -1,1        | -1,2        | -1,3        | -1,4        | -1,4        |            |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 1,1         |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 0,4         | 0,1         | -2,7        | -8,9        | -7,9        | -8,3        | -7,1        | -6,9        | -5,2        | -3,3        | -2,0        |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>60,0</b> | <b>67,0</b> | <b>78,0</b> | <b>83,1</b> | <b>91,9</b> | <b>102</b>  | <b>112</b>  | <b>121</b>  | <b>129</b>  | <b>132</b>  | <b>137</b>  |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,9         | -0,9        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -34,2       | -25,5       | -29,5       | -33,5       | -37,5       | -39,5       | -41,0       | -42,0       | -43,0       | -44,0       | -44,8       |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>26,7</b> | <b>40,6</b> | <b>48,5</b> | <b>49,6</b> | <b>54,4</b> | <b>62,4</b> | <b>71,0</b> | <b>78,7</b> | <b>85,9</b> | <b>88,5</b> | <b>92,3</b> |            |
| +/- Muut                                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| Vapaa kassavirta                        | 26,7        | 40,6        | 48,5        | 49,6        | 54,4        | 62,4        | 71,0        | 78,7        | 85,9        | 88,5        | 92,3        | 1465       |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>40,5</b> | <b>44,8</b> | <b>42,4</b> | <b>43,0</b> | <b>45,6</b> | <b>48,0</b> | <b>49,1</b> | <b>49,6</b> | <b>47,2</b> | <b>45,5</b> | <b>723</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 1179        | 1138        | 1093        | 1051        | 1008        | 962         | 914         | 865         | 816         | 768         | 723        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>1179</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| - Korolliset velat                      |             | -122,8      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Rahavarat                             |             | 21,5        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -32,2       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>1045</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>12,3</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |

### Pääoman kustannus (WACC)

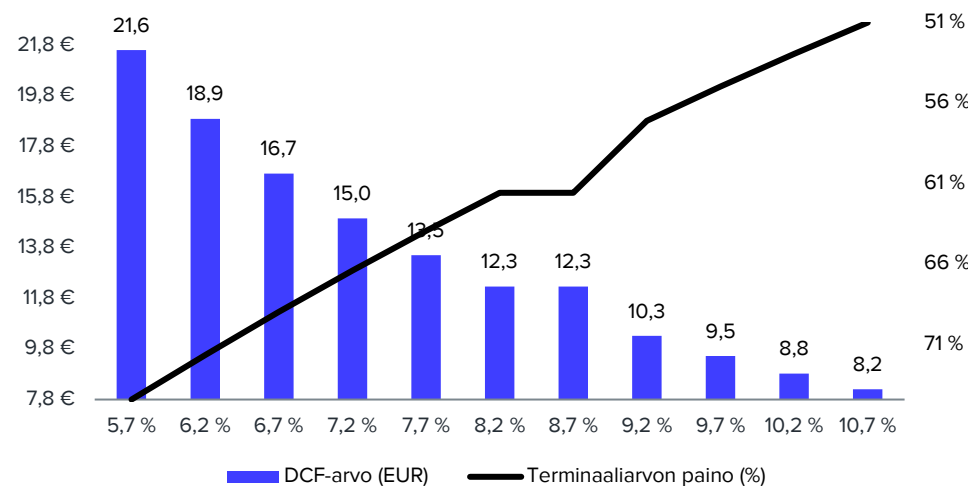
|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 20,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %        |
| Yrityksen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

Lähde: Inderes

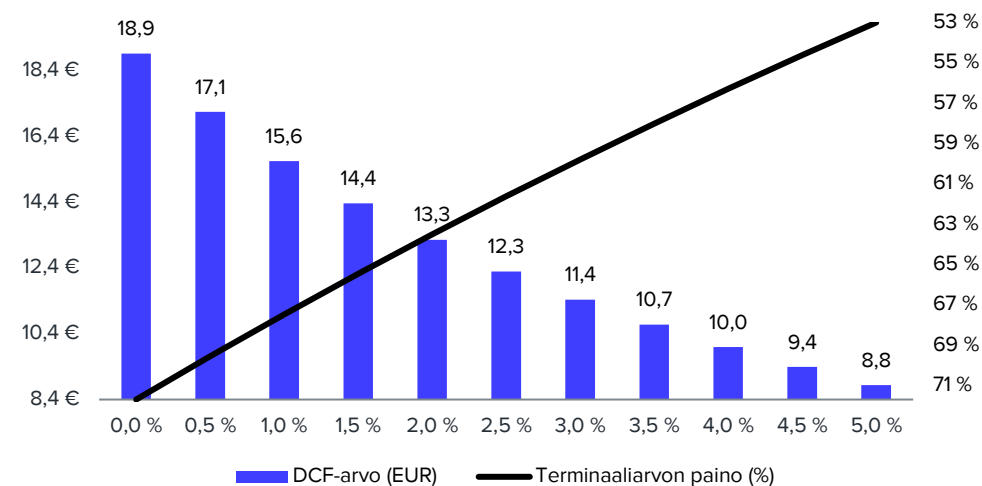


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

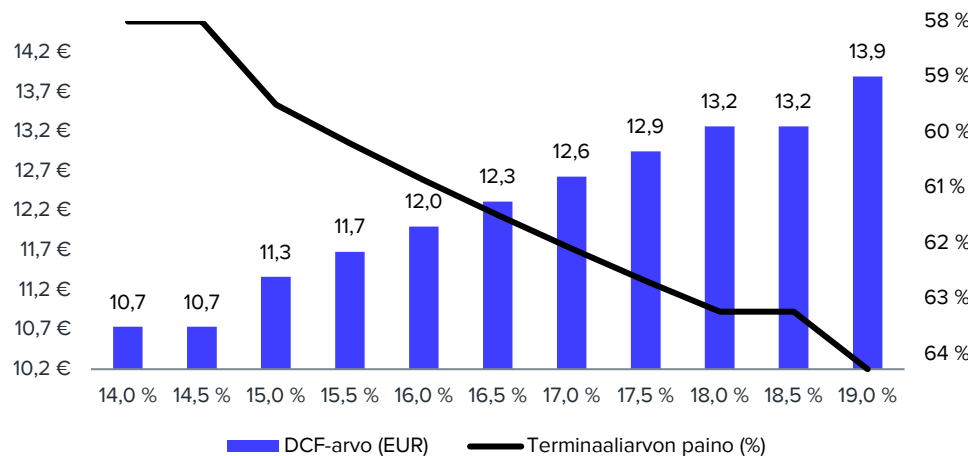
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



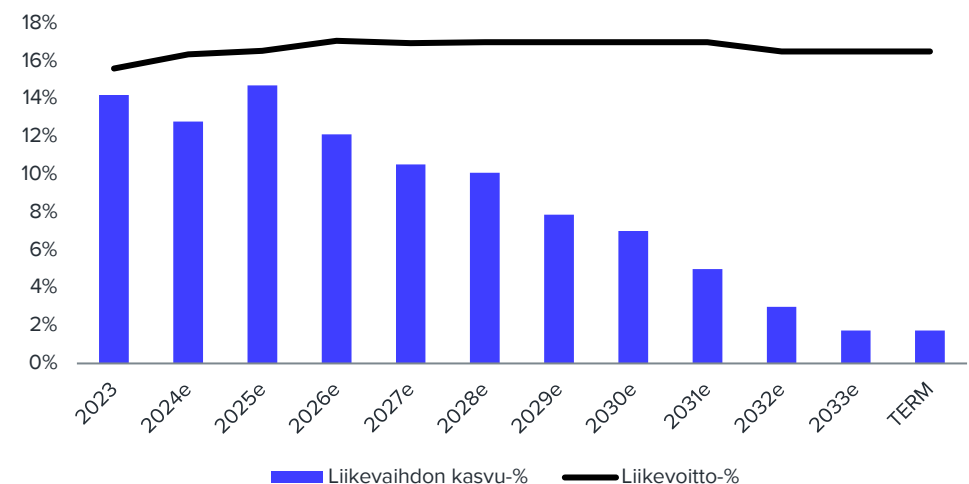
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 296,4 | 338,5 | 381,8 | 438,0 |
| Käyttökate           | 60,5  | 67,8  | 81,0  | 94,8  |
| Liikevoitto          | 47,0  | 52,8  | 62,5  | 72,4  |
| Voitto ennen veroja  | 43,9  | 48,4  | 57,4  | 67,3  |
| Nettovoitto          | 35,1  | 38,7  | 45,9  | 54,2  |
| Kertaluontoiset erät | -0,6  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 231,3 | 248,5 | 278,8 | 315,0 |
| Oma pääoma        | 76,2  | 85,0  | 98,7  | 116,1 |
| Liikearvo         | 33,5  | 33,5  | 33,5  | 33,5  |
| Nettovelat        | 94,5  | 101,3 | 97,0  | 89,4  |

| Kassavirta                | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Käyttökate                | 60,5  | 67,8  | 81,0  | 94,8  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 1,7   | 0,4   | 0,1   | -2,7  |
| Operatiivinen kassavirta  | 52,1  | 60,0  | 67,0  | 78,0  |
| Investoinnit              | -20,4 | -34,2 | -25,5 | -29,5 |
| Vapaa kassavirta          | 31,7  | 26,7  | 40,6  | 48,5  |

| Arvostuskertoimet | 2022  | 2023  | 2024e | 2025e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 2,1   | 2,6   | 2,5   | 2,2   |
| EV/EBITDA         | 10,4  | 13,1  | 11,8  | 10,0  |
| EV/EBIT (oik.)    | 13,2  | 16,8  | 15,3  | 13,1  |
| P/E (oik.)        | 15,0  | 20,3  | 18,7  | 15,9  |
| P/B               | 7,0   | 9,2   | 8,7   | 7,4   |
| Osinkotuotto-%    | 5,4 % | 4,1 % | 4,3 % | 5,0 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut       | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e |
|----------------------------|------|------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)           | 0,41 | 0,46 | 0,54  | 0,64  |
| EPS (oikaistu)             | 0,42 | 0,46 | 0,54  | 0,64  |
| Operat. kassavirta / osake | 0,61 | 0,71 | 0,79  | 0,92  |
| Vapaa kassavirta / osake   | 0,37 | 0,31 | 0,48  | 0,57  |
| Omapääoma / osake          | 0,90 | 1,00 | 1,16  | 1,37  |
| Osinko / osake             | 0,34 | 0,38 | 0,43  | 0,51  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2022    | 2023    | 2024e  | 2025e  |
|--------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | 10 %    | 14 %    | 13 %   | 15 %   |
| Käyttökatteen kasvu-%    | 8 %     | 12 %    | 19 %   | 17 %   |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | 0 %     | 11 %    | 18 %   | 16 %   |
| EPS oik. kasvu-%         | 2 %     | 8 %     | 19 %   | 18 %   |
| Käyttökate-%             | 20,4 %  | 20,0 %  | 21,2 % | 21,6 % |
| Oik. Liikevoitto-%       | 16,1 %  | 15,6 %  | 16,4 % | 16,5 % |
| Liikevoitto-%            | 15,9 %  | 15,6 %  | 16,4 % | 16,5 % |
| ROE-%                    | 48,8 %  | 48,0 %  | 50,0 % | 50,4 % |
| ROI-%                    | 24,6 %  | 25,9 %  | 28,3 % | 29,2 % |
| Omavaraisuusaste         | 32,9 %  | 34,2 %  | 35,4 % | 36,9 % |
| Nettovelkaantumisaste    | 124,0 % | 119,2 % | 98,4 % | 77,0 % |

# 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 sijoitusuusituksia 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 laatiin 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 |
|------------|----------|---------|-------------|
| 12/10/2021 | Lisää    | 8,50 €  | 7,77 €      |
| 17/12/2021 | Lisää    | 10,00 € | 8,88 €      |
| 01/04/2022 | Osta     | 8,50 €  | 6,72 €      |
| 27/05/2022 | Osta     | 6,00 €  | 5,16 €      |
| 15/06/2022 | Osta     | 6,00 €  | 4,79 €      |
| 08/09/2022 | Osta     | 6,00 €  | 4,94 €      |
| 16/09/2022 | Osta     | 6,00 €  | 4,92 €      |
| 16/12/2022 | Osta     | 6,70 €  | 5,92 €      |
| 31/03/2023 | Osta     | 7,00 €  | 6,11 €      |
| 16/05/2023 | Lisää    | 8,00 €  | 7,34 €      |
| 15/06/2023 | Lisää    | 8,00 €  | 7,18 €      |

| Analyytikko vaihtuu |         |         |         |
|---------------------|---------|---------|---------|
| 13/09/2023          | Lisää   | 8,50 €  | 7,63 €  |
| 25/09/2023          | Lisää   | 9,00 €  | 7,93 €  |
| 14/12/2023          | Lisää   | 9,00 €  | 8,41 €  |
| 21/03/2024          | Vähennä | 9,00 €  | 9,26 €  |
| 28/03/2024          | Lisää   | 10,00 € | 9,18 €  |
| 24/04/2024          | Lisää   | 11,00 € | 9,99 €  |
| 13/06/2024          | Lisää   | 11,50 € | 10,31 € |
| 13/09/2024          | Lisää   | 11,00 € | 9,84 €  |
| 12/12/2024          | Lisää   | 11,50 € | 10,07 € |
| 30/12/2024          | Lisää   | 11,50 € | 10,14 € |





# 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 sijoittajatieta. 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**

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inde  
res.**