

PUUILO OYJ

12.09.2025 06.24 EEST



Olli Vilppo
358405152811
olli.vilppo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kasvupotentiaali vahvistuu

Puuilon Q2-tulos oli jälleen erinomainen ja yhtiö antoi uudet vuoteen 2030 ulottuvat kunnianhimoiset tavoitteet. Näemme pitkän ajan kasvu- ja arvonluontiedellytykset entistään vahvempina, mutta korkea arvostus pitää meitä tarkkailuasemissa. Nostamme tavoitehinnan 14,5 euroon (aik. 13,5 €), ja toistamme vähennä-suosituksen.

Voimakkaan kasvun kvartaalit saivat jatkoa

Puuilon liikevaihto kasvoi Q2:lla 13 % 136 MEUR:oon etenkin uusien myymälöiden vetämänä. Myös asiakasmäärät kasvoivat niin uusissa kuin vanhoissa myymälöissä, mikä viestii konseptin kilpailukyvystä. Omien tuotemerkkien myynti kasvoi voimakkaasti (+22 %), mikä paransi myyntikatetta ja kiinteät kulut kehittyivät suunnilleen liikevaihdon kasvun tahdissa. Tätä kautta myös Q2:n oikaistu EBITA-tulos nousi vahvasti 28,2 MEUR:oon (Q2'24: 24,8 MEUR). Luvut olivat linjassa konsensusodotusten kanssa, vaikka jäivätkin piirun verran omista ennusteistamme. Yhtiö toisti 2025 ohjeistuksensa, joka viestii liikevaihdon asettuvan 425–455 MEUR:n ja oik. EBITA:n 70–80 MEUR:n välille. Laskimme raportin yhteydessä kuluvan tilikauden ennusteitamme marginaalisesti, jonka myötä odotamme myynnin kasvavan nyt 15 % 443 MEUR:oon ja EBITA:n asettuvan 78 MEUR:oon.

Strategiapäivitys ja uudet kunnianhimoiset tavoitteet

Yhtiö päivitti strategiaansa vuosien 2026-30 osalta ja tässä merkittävimpinä uusina asioina olivat myymäläpotentiaalin nousu Suomessa sekä konseptin pilotointi Ruotsissa. Nostimme pidemmän ajan ennusteitamme, sillä yhtiö kertoi hyvin perustellen, miksi Suomen markkinaaan voidaan avata 90 erittäin kannattavaa Puuiloa, kun aiempi tavoite oli 70 myymälää. Katso tarkemmat perustelut toimitusjohtajan haastattelustamme [täältä](#).

Ruotsin markkinan pilotointiin suhtaudumme tässä vaiheessa positiivisena optiona. Kyseessä on erittäin vähäriskinen

lähestymistapa, kun konseptia mennään seuraavan 5 vuoden aikana pilotoimaan noin 10 myymälän voimin. Emme kuitenkaan vielä tehneet tarkkoja ennusteita Ruotsin osalta, sillä yhtiö ei kertonut tarkempia ajankohtia, milloin ensimmäiset myymäläavaukset länsinaapuriin tulevat.

Pidemmän aikavälin ennusteemme lähellä uusia tavoitteita

Näemme yhtiön jatkavan voimakkaassa kasvussa vuosien 2025-30 aikana. Odotamme nyt, että yhtiön liikevaihto nousee vuonna 2030 770 MEUR:oon (aik. 720 MEUR) ja yhtiö saavuttaa tavoittelemansa noin 90 myymälän rajapyykin Suomessa. Näemme yhtiön yltävän kotimaassaan myös 18 %:n EBITA-marginaaliin. Ennusteemme ovat lähellä yhtiön julkaisemia 2030 tavoitteita, jotka ovat 800 MEUR:n liikevaihto ja 17 %:n EBITA-marginaali. Ruotsin laajentumisen onnistuminen on tässä vaiheessa iso kysymysmerkki, mutta onnistuessaan tuloskasvupotentiaali nousee pitkällä aikavälillä vielä selvästi nykyisestä. Katsomme kehitystä tässä vaiheessa maltilla, sillä uskomme Ruotsin tulokontribuution nousevan hyvässä skenaariossa merkittäväksi vasta 2030-luvulla.

Kallista muttei missään nimessä kuplivaa

Vuoden 2025 ennusteillamme osaketta hinnoitellaan 22x P/E- ja 18x IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimin. Nämä tasot sijaitsevat mukavuusalueemme yläpuolella, tarkoittaen sitä, että ennustamamme noin 17 %:n tulokasvu menee pitkälti kertoimien sulatteluun. Tällöin lähivuosien tuotto-odotusta tukevaksi tekijäksi jää osinkotuotto (~5 %/v). Myöskään Ruotsiin laajentumisen tarjoama positiivinen optio ei saa meitä vielä lisäilemään osaketta. Näemme Puuilon sektorinsa selvästi laadukkaimpana yhtiönä, liiketoiminnan luovan voimakkaasti arvoa ja samalla konsepti on myös osoittanut defensiivisyytensä eri taloustilanteissa. Tätä taustaa vasten arvostus ei ole kuplaantunut, vaan luonnehdimme sitä neutraaliksi.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

14,50 EUR

(aik. 13,50 EUR)

Osakekurssi:

14,72 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	383,4	442,7	504,0	566,9
kasvu-%	13 %	15 %	14 %	12 %
EBIT oik.	65,2	76,2	89,5	102,0
EBIT-% oik.	17,0 %	17,2 %	17,8 %	18,0 %
Nettotulos	48,1	56,4	66,6	78,2
EPS (oik.)	0,57	0,66	0,79	0,92

P/E (oik.)	18,0	22,1	18,7	16,0
P/B	8,5	12,6	10,4	8,6
Osinkotuotto-%	6,8 %	3,6 %	4,3 %	5,0 %
EV/EBIT (oik.)	15,1	17,9	15,3	13,4
EV/EBITDA	11,7	14,0	11,6	10,3
EV/Liikevaihto	2,6	3,1	2,7	2,4

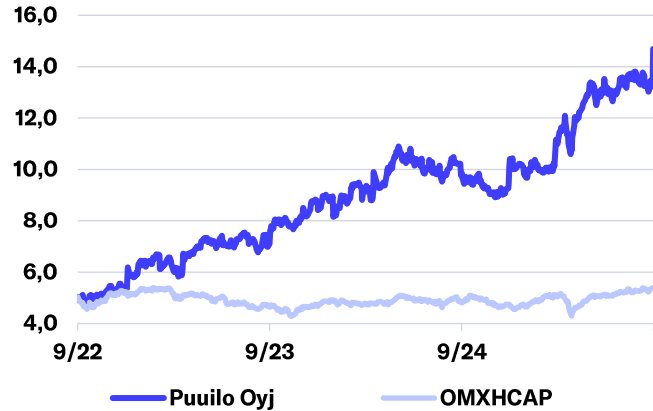
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

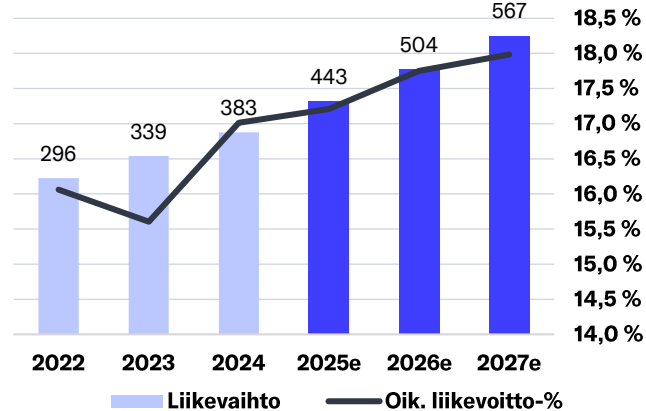
Puuilo ennustaa tilikauden 2025 liikevaihdon olevan 425-455 MEUR:n välillä (2024: 383 MEUR) ja oikaistun EBITA:n osuvan 70-80 MEUR:n haarukkaan (2024: 67 MEUR).

Osakekurssi



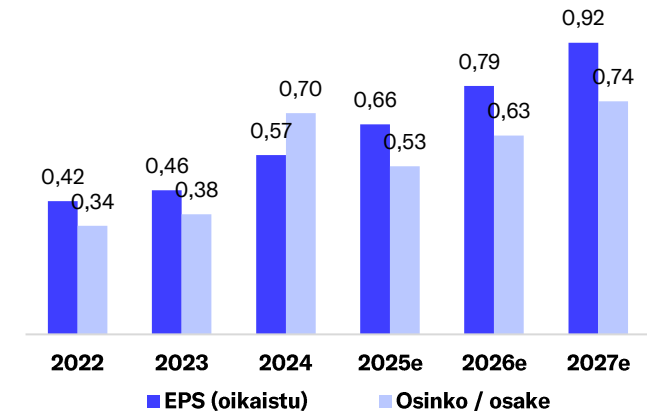
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



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
- Rakentamisen ammattimaistuminen ja kaupungistuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,7	14,7	14,7
Osakemäärä, milj. kpl	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo	1248	1248	1248
Yritysarvo (EV)	1367	1367	1366
P/E (oik.)	22,1	18,7	16,0
P/E	22,1	18,7	16,0
P/B	12,6	10,4	8,6
P/S	2,8	2,5	2,2
EV/Liikevaihto	3,1	2,7	2,4
EV/EBITDA	14,0	11,6	10,3
EV/EBIT (oik.)	17,9	15,3	13,4
Osinko/tulos (%)	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	4,3 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Kesä meni hyvin ja tavoitteissa on rohkeaa etunojaa

Vahvaa myynnin kehitystä myös kesällä

Puuilon Q2-liikevaihto kasvoi 13 % 136 MEUR:oon. Tämä jäi lievästi korkeista odotuksistamme (138 MEUR). Liikevaihdon kasvua ajoivat odotetusti uudet myymälät (+8 kpl v/v), mutta myymälöiden vertailukelpoinen kasvu jäi hieman odotuksistamme (+1,3 %) ja samoin verkkokaupan kasvu (+2,4%). Arvioimme yhtiön jatkaneen markkinaosuuksien voittamista asiakasmäärien jatkettua 16 %:n kasvussa.

Q2:n oikaistu EBITA-tulos nousi selvästi vertailukaudesta 28,2 MEUR:oon (20,8 % liikevaihdosta) jääden lievästi korkeaksi hilatuista odotuksistamme, jotka olivat 29,6 MEUR:ssa. Tulosparannuksen taustalla vaikutti odotetusti noin 0,6 %-yksiköllä parantunut myyntikate (38,2%), jota tuki jälleen omien tuotemerkkien voimakas kasvu. Kiinteiden kulujen suhde ei kuitenkaan parantunut aivan odotustemme mukaisesti, mitä selitti etenkin odotuksistamme jäänyt myynti. Yhtiö toisti ohjeistushaarukkinsa (liikevaihto 425–455 MEUR:n ja oik.

EBITA 70–80 MEUR:n välillä), kun ennakoimme tuloshaarukan tarkennusta ohjeistuksen ylälaitaan. Tässä emme näe suurta dramatiikkaa, sillä nykyinen ohjeistus 15 %:n kasvu sekä 17 %:n kannattavuus ovat jo erittäin vahvat ja odotuksemme olivat nousseet jo hieman turhankin korkeiksi vahvan Q1:n myötä. Alimmilla riveillä (rahoituskulut ja verot) ei ollut yllätyksiä ja osakekohtainen tulos oli 0,25 euroa.

Pitkän aikavälin tavoitteet asetettiin korkealle

Tulevalla strategiakaudella Puuilo kertoi jatkavansa kasvuaan Suomessa, mutta uutena asiana myös kansainvälisesti. Puuilon tavoitteena on yli 10 % keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu ja yli 800 MEUR:n liikevaihto strategiakauden 2026-2030 loppuun mennessä. Liikevaihtotavoitteen kunnianhimosta kertoo paljon se, että yhtiö pyrkii vielä tällä vuosikymmenellä lähes tuplaamaan liikevaihtotasonsa nykyisestä (viim. 12kk: 413 MEUR). Strategiapäivityksen yhteydessä Puuilon johto nosti

myymäläpotentiaaliarviotaan Suomessa yhteensä yli 90 myymälään (aik. yli 70 myymälää). Yhtiö aloittaa myös orgaanisen kansainvälisen laajentumisen lähivuosina avaamalla pilottimyymälöitä Ruotsissa. Kokonaisuutena yhtiö suunnittelee nyt avaavansa 7–10 uutta myymälää vuodessa ja tavoittelevansa yli 100 myymälän verkostoa tilikauden 2030 loppuun mennessä. Vuodelle 2030 tavoitteena on yli 136 MEUR:n EBITA-tulos (17 % marginaali).

Tavoitteet ovat korkealla mutta mahdolliset

Etenkin Suomessa kannattavan kasvun polku vaikuttaa uskottavalta, sillä yhtiön konsepti haali markkinaosuutta kvartaali toisensa perään. Tämä siitäkin huolimatta, että myös kilpailijat pyrkivät laajenemaan. Ruotsissa vastassa ovat pääosin samat kilpailijat, mutta Puuilon brändi ei ole markkinalla tunnettu. Parhaimmassakin tapauksessa Ruotsin valloitus vie aikaa, mutta pidämme hyvänä asiana, että tätä lähdetään rohkeasti ja samalla vähäriskisesti kokeilemaan.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus	Erutus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	120	136	138	136			-2 %
EBITA (oik.)	24,8	28,2	29,6	28,0			-5 %
Liikevoitto	24,4	27,3	29,2	27,6			-6 %
EPS (raportoitu)	0,22	0,25	0,26	0,25			-4 %
Liikevaihdon kasvu-%	14,9 %	13,2 %	15,1 %	13,2 %			-1,9 %-yks.
EBITA-% (oik.)	20,7 %	20,8 %	21,4 %	~20,6 %			-0,7 %-yks.

Lähde: Inderes & Bloomberg
(konsensus, 5 ennustetta)

Puuilo Q2'25: Lisää kasvua pöytään



Nostimme pitkän aikavälin ennusteitamme

Ennustemuutokset

- Laskimme kuluvan vuoden ennusteitamme marginaalisesti Q2:n jäätyä hieman odotuksistamme.
- Sen sijaan nostimme pidemmän aikavälin kasvu- ja tulosenusteitamme ja odotamme nyt, että liikevaihto nousee vuonna 2030 770 MEUR:oon (aik. 720 MEUR) ja EBITA 138 MEUR:oon (aik. 130 MEUR).
- Nostimme myymäläennusteitamme vuosien 2026-30 osalta 7 myymälään, jolloin yhtiön myymälämäärä Suomessa on tilikauden 2030 lopussa 91
- Tämä tuki ennusteitamme etenkin periodin loppupuolta kohden, sillä aiemmissa ennusteissamme kaavailimme yhtiön myymälämäärän kasvun saturoituvan jo vuonna 2029 74 myymälään.

Operatiiviset tulosajurit

- Myymälämäärän kasvattaminen Suomessa 90:een (nyt 56 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
- Ruotsin laajentumisen onnistuminen tulee määrittämään 2030-luvun tuloskehitystä

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	445	443	-1 %	501	504	1 %	556	567	2 %
Käyttökate	99,7	97,7	-2 %	119	118	-1 %	131	132	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	78,1	76,2	-2 %	90,1	89,5	-1 %	101	102	1 %
Liikevoitto	78,1	76,2	-2 %	90,1	89,5	-1 %	101	102	1 %
Tulos ennen veroja	72,4	70,5	-3 %	84,0	83,3	-1 %	94,2	95,4	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,68	0,66	-3 %	0,79	0,79	-1 %	0,91	0,92	1 %
Osakekohtainen osinko	0,55	0,53	-3 %	0,63	0,63	-1 %	0,73	0,74	1 %

Lähde: Inderes

Puulo, Webcast, Q2'25



Kallista muttei kuplivaa

Absoluuttinen arvostus on mielestämme koholla

Puuilon viimeisten 12 kk:n toteutuneella tuloksella mitattu P/E-kerroin (24x) on haarukoimamme hyväksytyn arvostustason yläpuolella ja näemme siinä laskuvaraa. Siten ennustamamme 17 %:n tuloskasvu menee kertoimien sulatteluun, ja P/E-kerroin laskee vasta vuonna 2027 houkuttelevalle tasolle. Terveen taseen huomioivat EV-pohjaiset tulokertoimet (2025-26e IFRS 16 oik. EV/EBIT 18-15x) ovat neutraaleita, emmekä näe niissä nousuvaraa.

Preemio on perusteltu

Suhteellista arvostusta haarukoidessamme annamme pääpainon P/E-kertoimelle. EV-pohjaisten kertoimien vertailtavuutta verrokkiryhmän sisällä heikentää nettovelkaan vaikuttavien IFRS-16 vuokrasopimusten pituuksien eroavaisuudet yhtiöiden välillä.

Yhtiötä hinnoitellaan P/E-kertoimella tarkasteltuna lievällä preemiolla kaupan alan verrokkiryhmään nähden. Miellämme Puuilon preemion perusteltuna sen vahvan tuloskasvunäkymän ja verrokkeita paremman pääoman tuoton tähden. Emme kuitenkaan näe edellytyksiä preemion venymiselle, sillä verrokkiryhmän mediaaniarvostustaso vaikuttaa korkealta.

Kassavirtamalli kertoo korkealle ladatuista odotuksista

Kassavirtamallimme (DCF) indikoi osakkeen käyvän arvon sijaitsevan 15 eurossa. Tämä sijaitsee osakekurssin tuntumassa tarjoten hyvin rajallisen nousuvaran, mikä viestii oikein hinnoitellusta osakkeesta. Kassavirtamallin mukainen osakkeen arvo ja sen taustalla olevat ennusteparametrit (91 myymälää vuonna 2030 sekä liikevaihdon kasvu 12 %/v ja liikevoittomarginaali 18 % keskimäärin vuosina 2025-30e)

kuvaavatkin nykyiseen kurssiin ladattuja korkeita odotuksia. Nämä ovat mielestämme kassavirtamallin pohjalta tarkasteltuna lähes täyspotentialissa ja siten malli tukee näkemystämme osakkeen neutraalista hinnoittelusta.

Pidämme kassavirtamallia luotettavana arvostuskeinona Puuilon vahvan ja melko ennakoitavan kassavirtaprofiilin myötä. Toki Ruotsin laajentumisessa onnistuminen tarjoilee tähän päälle vielä positiivisen option. Kuitenkin ne kotimaiset kaupan alan yhtiöt, jotka ovat Ruotsin laajentumisessa viime aikoina onnistuneet ovat harvassa. Toki Puuilon konsepti on ollut Suomessa poikkeuksellinen menestys, mikä nostaa onnistumisen todennäköisyyksiä.

Aika on laadukkaan yhtiön omistajan ystävä

Toteutuneilla tulospohjaisilla kertoimilla mitattuna yhtiötä hinnoitellaan mukavuusalueemme yläpuolella. Siten ennustamamme tuloskasvu menee pitkälti kertoimien sulatteluun. Tässä tapauksessa osakkeen lyhyen tähtäimen kokonaistuotto-odotus jää lähes pelkästään osingon varaan. Korkea arvostus rajaakin osakkeen tuottopotentialia eteenkin 12 kuukauden horisontilla, johon myös suosituksemme perustuu.

Vaikka Puuilon arvostuskertoimet ovat mielestämme lähivuosille korkeat, huomautamme, että odotamme yhtiön tuloskasvun ja hyvän kassavirran painavan kertoimia alemmas vuosien kuluessa. Nykyinen kassavirtataso ja vahva tuloskasvu tarjoavatkin tuottovaateemme (~9 %) tasoisen tuotto-odotuksen pitkäjänteiselle sijoittajalle (5v sijoitusperiodi).

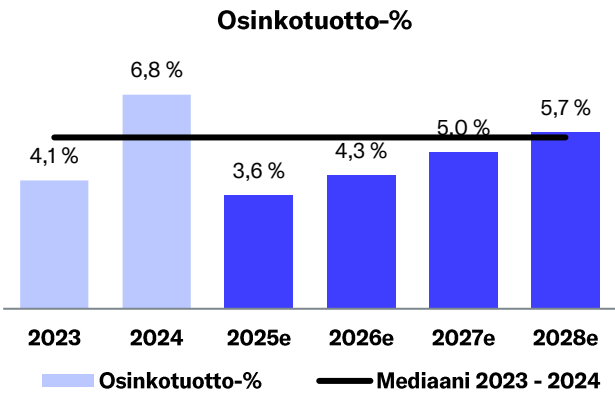
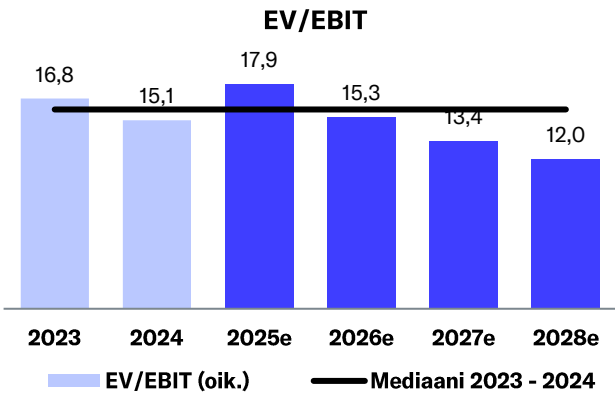
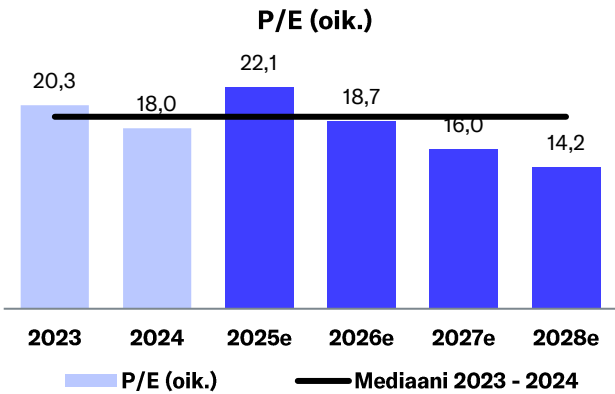
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,7	14,7	14,7
Osakemäärä, milj. kpl	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo	1248	1248	1248
Yritysarvo (EV)	1367	1367	1366
P/E (oik.)	22,1	18,7	16,0
P/E	22,1	18,7	16,0
P/B	12,6	10,4	8,6
P/S	2,8	2,5	2,2
EV/Liikevaihto	3,1	2,7	2,4
EV/EBITDA	14,0	11,6	10,3
EV/EBIT (oik.)	17,9	15,3	13,4
Osinko/tulos (%)	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	4,3 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi				9,26	10,2	14,7	14,7	14,7	14,7
Osakemäärä, milj. kpl				84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo				785	867	1248	1248	1248	1248
Yritysarvo (EV)				886	982	1367	1367	1366	1364
P/E (oik.)				20,3	18,0	22,1	18,7	16,0	14,2
P/E				20,3	18,0	22,1	18,7	16,0	14,2
P/B				9,2	8,5	12,6	10,4	8,6	7,3
P/S				2,3	2,3	2,8	2,5	2,2	2,0
EV/Liikevaihto				2,6	2,6	3,1	2,7	2,4	2,2
EV/EBITDA				13,1	11,7	14,0	11,6	10,3	9,2
EV/EBIT (oik.)				16,8	15,1	17,9	15,3	13,4	12,0
Osinko/tulos (%)				83,3 %	123,3 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%				4,1 %	6,8 %	3,6 %	4,3 %	5,0 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Europris ASA	1455	1913	16,4	13,8	9,5	8,4	1,5	1,4	19,2	15,4	3,5	4,0	3,9
Bygghmax Group AB	316	514	20,8	17,3	6,0	5,9	0,9	0,8	22,4	17,4	2,2	2,9	1,4
Clas Ohlson AB	2240	2303	21,8	18,1	13,0	11,7	2,2	2,0	27,4	22,6	2,1	2,2	9,3
Axfood AB	6049	7456	21,6	19,0	10,3	9,5	0,9	0,9	26,5	22,2	3,0	3,1	9,4
Dollar General Corp	19983	23787	14,6	13,9	9,7	9,2	0,7	0,7	18,6	17,3	2,2	2,2	3,1
Kesko Oyj	7631	11089	16,7	15,2	8,8	8,2	0,9	0,9	17,3	15,4	4,9	5,3	2,8
Musti Group Oyj	681	873	16,2	14,1	9,2	8,4	1,8	1,7	17,2	15,2	3,9	4,4	3,3
Verkkokauppa.com Oyj	174	201	16,0	15,4	10,5	10,1	0,4	0,4	19,4	19,4	2,3	2,8	4,7
Tokmanni Oyj	560	1476	16,5	13,6	6,7	6,0	0,9	0,8	13,3	9,7	5,8	7,4	2,1
Rusta	1040	1549	19,3	15,2	9,2	7,8	1,4	1,3	22,2	15,7	1,9	2,5	5,0
Tractor Supply	26413	27673	21,4	19,8	16,1	14,9	2,1	2,0	27,8	25,1	1,6	1,7	12,1
Puuilo Oyj (Inderes)	1248	1367	17,9	15,3	14,0	11,6	3,1	2,7	22,1	18,7	3,6	4,3	12,6
Keskiarvo			18,3	15,9	9,9	9,1	1,2	1,2	21,0	17,8	3,0	3,5	5,2
Mediaani			16,7	15,2	9,5	8,4	0,9	0,9	19,4	17,3	2,3	2,9	3,9
Erotus-% vrt. mediaani			8 %	0 %	47 %	38 %	239 %	208 %	14 %	8 %	58 %	49 %	225 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	339	75,4	120	102	85,8	383	89,3	136	115	103	443	504	567	632
Käyttökate	67,8	12,4	29,0	23,9	18,7	84,0	15,8	32,8	26,8	22,3	97,7	118	132	148
Poistot ja arvonalennukset	-15,0	-4,8	-4,5	-4,6	-4,8	-18,7	-5,4	-5,3	-5,2	-5,7	-21,5	-28,5	-30,5	-34,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	52,8	7,6	24,4	19,3	13,9	65,2	10,4	27,5	21,6	16,6	76,2	89,5	102	114
Liikevoitto	52,8	7,6	24,4	19,3	13,9	65,2	10,4	27,5	21,6	16,6	76,2	89,5	102	114
Nettorahoituskulut	-4,5	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-5,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,7	-6,2	-6,6	-6,7
Tulos ennen veroja	48,4	6,3	23,1	18,1	12,6	60,1	9,0	26,0	20,2	15,2	70,5	83,3	95,4	107
Verot	-9,7	-1,3	-4,6	-3,6	-2,5	-12,0	-1,8	-5,2	-4,0	-3,0	-14,1	-16,7	-17,2	-19,3
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	38,7	5,0	18,5	14,5	10,1	48,1	7,2	20,8	16,2	12,1	56,4	66,6	78,2	88,1
EPS (oikaistu)	0,46	0,06	0,22	0,17	0,12	0,57	0,09	0,25	0,19	0,14	0,66	0,79	0,92	1,04
EPS (raportoitu)	0,46	0,06	0,22	0,17	0,12	0,57	0,09	0,25	0,19	0,14	0,66	0,79	0,92	1,04

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	14,2 %	16,1 %	14,9 %	10,7 %	11,8 %	13,3 %	18,4 %	13,2 %	12,2 %	19,9 %	15,5 %	13,8 %	12,5 %	11,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	11,0 %	8,1 %	18,8 %	28,8 %	35,8 %	23,5 %	37,6 %	12,5 %	12,1 %	19,5 %	16,8 %	17,4 %	14,0 %	12,0 %
Käyttökate-%	20,0 %	16,4 %	24,2 %	23,4 %	21,8 %	21,9 %	17,7 %	24,1 %	23,4 %	21,7 %	22,1 %	23,4 %	23,4 %	23,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,6 %	10,0 %	20,4 %	18,9 %	16,2 %	17,0 %	11,7 %	20,2 %	18,9 %	16,2 %	17,2 %	17,8 %	18,0 %	18,1 %
Nettotulos-%	11,4 %	6,7 %	15,4 %	14,2 %	11,8 %	12,6 %	8,1 %	15,3 %	14,1 %	11,8 %	12,7 %	13,2 %	13,8 %	13,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	127	139	151	163	177
Liikearvo	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
Aineettomat hyödykkeet	16,4	16,0	16,3	16,6	16,9
Käyttöomaisuus	75,9	88,0	101	113	127
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	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	122	142	166	195	225
Vaihto-omaisuus	93,1	116	111	126	142
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,2	8,2	8,9	11,0	12,4
Likvidit varat	21,5	18,3	46,3	58,0	70,5
Taseen loppusumma	249	281	317	358	402

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	85,0	102	98,8	120	145
Osakepääoma	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Kertyneet voittovarot	55,9	72,7	69,7	91,3	116
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
Pitkäaikaiset velat	112	122	165	177	189
Laskennalliset verovelat	2,7	2,5	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,9	1,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	108	118	165	177	189
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	51,7	57,4	53,1	60,5	68,0
Korolliset velat	14,6	15,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	37,1	42,4	53,1	60,5	68,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	249	281	317	358	402

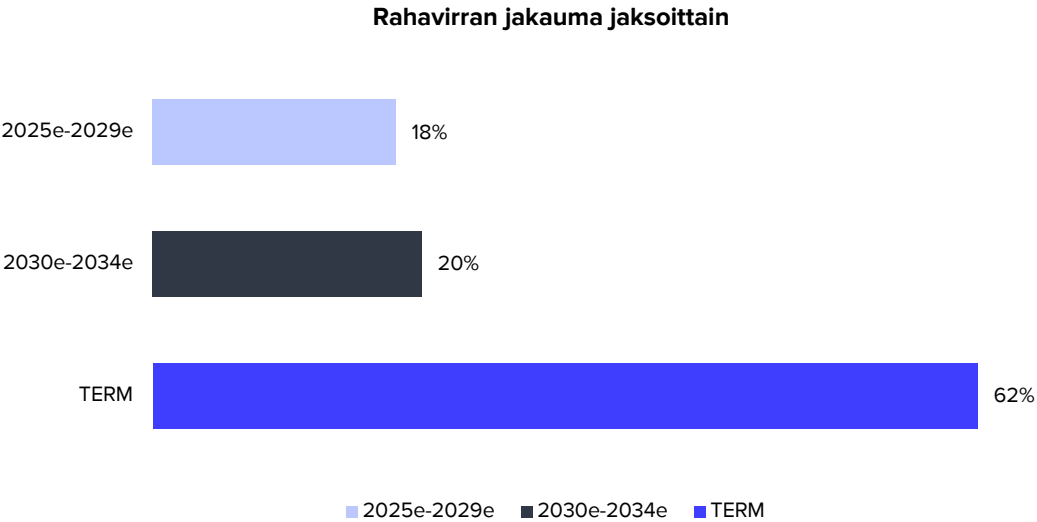
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,3 %	15,5 %	13,8 %	12,5 %	11,6 %	10,7 %	9,8 %	6,0 %	6,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	17,0 %	17,2 %	17,8 %	18,0 %	18,1 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	17,0 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %
Liikevoitto	65,2	76,2	89,5	102	114	126	138	147	147	147	150	
+ Kokonaispoistot	18,7	21,5	28,5	30,5	34,2	34,5	37,9	40,7	43,1	45,2	47,0	
- Maksetut verot	-12,5	-15,3	-16,7	-17,2	-19,3	-21,2	-23,3	-24,7	-24,6	-24,5	-26,2	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	
- Käyttöpääoman muutos	-18,2	14,9	-10,1	-9,6	-10,0	-10,3	-10,4	-7,0	-7,4	-3,9	-2,7	
Operatiivinen kassavirta	52,3	96,2	90,0	105	118	128	141	154	156	162	167	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-30,5	-35,1	-40,1	-45,1	-48,1	-49,6	-50,6	-51,6	-52,6	-53,6	-54,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	21,9	60,0	49,8	59,4	69,7	78,0	90,3	102	103	108	112	
+/- 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	21,9	60,0	49,8	59,4	69,7	78,0	90,3	102	103	108	112	1851
Diskontattu vapaa kassavirta		58,6	45,0	49,5	53,8	55,6	59,5	62,4	58,3	56,2	54,0	891
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1444	1385	1340	1291	1237	1181	1122	1060	1001	945	891
Velaton arvo DCF		1444										
- Korolliset velat		-133,1										
+ Rahavarat		18,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-59,3										
Oman pääoman arvo DCF		1270										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,0										

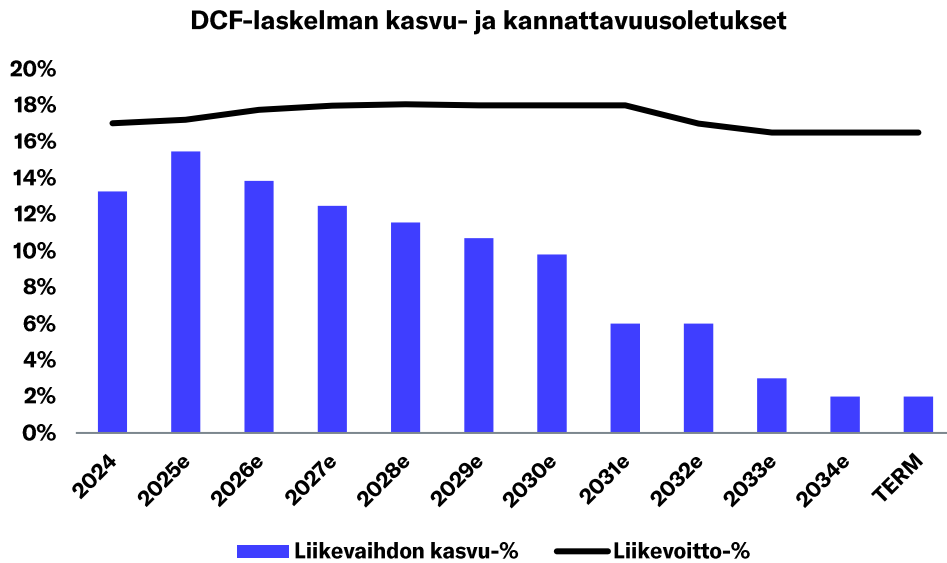
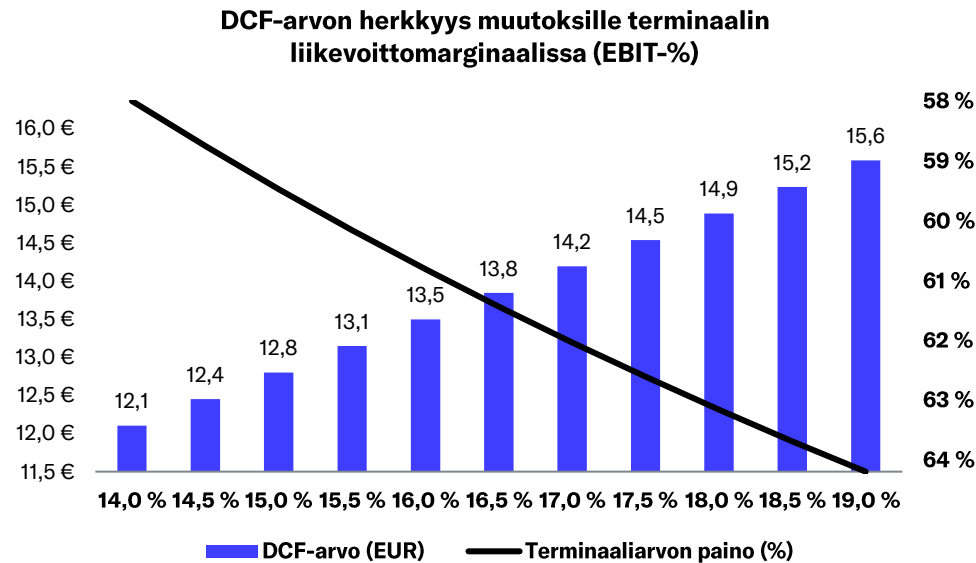
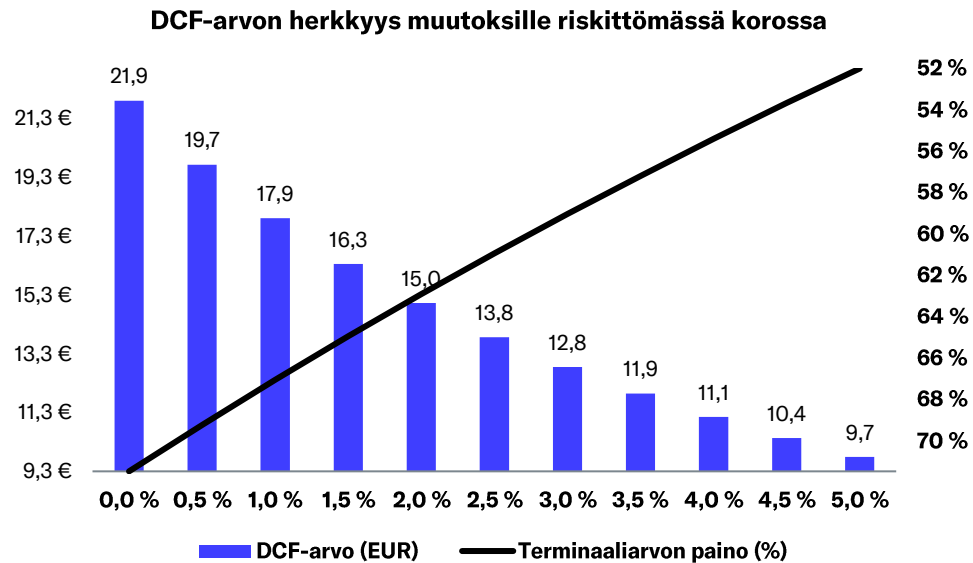
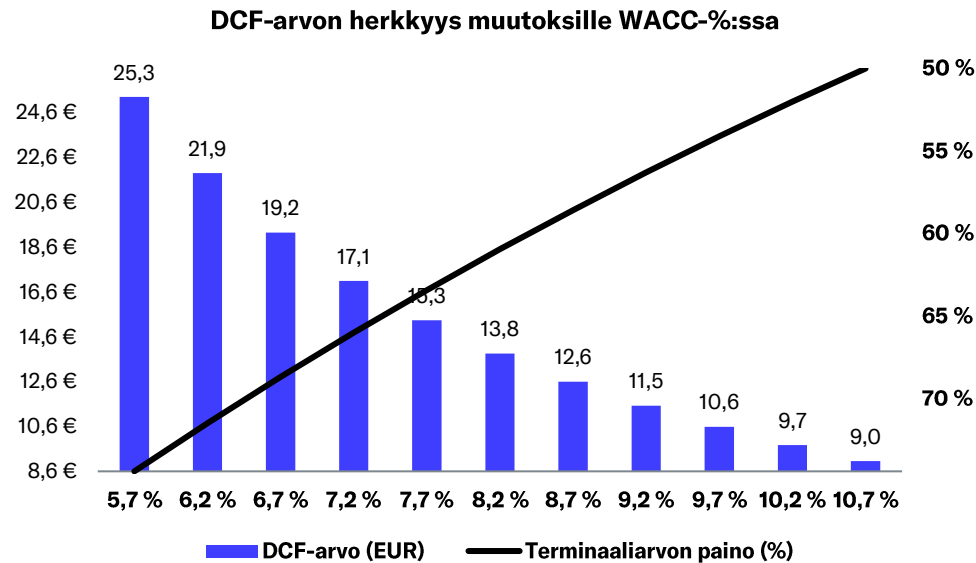
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
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 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	338,5	383,4	442,7	504,0
Käyttökate	67,8	84,0	97,7	118,0
Liikevoitto	52,8	65,2	76,2	89,5
Voitto ennen veroja	48,4	60,1	70,5	83,3
Nettovoitto	38,7	48,1	56,4	66,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	248,5	280,8	316,9	357,7
Oma pääoma	85,0	101,8	98,8	120,4
Liikearvo	33,5	33,5	33,5	33,5
Nettovelat	101,3	114,8	118,7	118,9

Kassavirta	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	67,8	84,0	97,7	118,0
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	-18,2	14,9	-10,1
Operatiivinen kassavirta	60,0	52,3	96,2	90,0
Investoinnit	-34,2	-30,5	-35,1	-40,1
Vapaa kassavirta	26,7	21,9	60,0	49,8

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	2,6	2,6	3,1	2,7
EV/EBITDA	13,1	11,7	14,0	11,6
EV/EBIT (oik.)	16,8	15,1	17,9	15,3
P/E (oik.)	20,3	18,0	22,1	18,7
P/B	9,2	8,5	12,6	10,4
Osinkotuotto-%	4,1 %	6,8 %	3,6 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,46	0,57	0,66	0,79
EPS (oikaistu)	0,46	0,57	0,66	0,79
Operat. Kassavirta / osake	0,71	0,62	1,13	1,06
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,31	0,26	0,71	0,59
Omapääoma / osake	1,00	1,20	1,17	1,42
Osinko / osake	0,38	0,70	0,53	0,63

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	14 %	13 %	15 %	14 %
Käyttökatteen kasvu-%	12 %	24 %	16 %	21 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	11 %	24 %	17 %	17 %
EPS oik. kasvu-%	8 %	24 %	17 %	18 %
Käyttökate-%	20,0 %	21,9 %	22,1 %	23,4 %
Oik. Liikevoitto-%	15,6 %	17,0 %	17,2 %	17,8 %
Liikevoitto-%	15,6 %	17,0 %	17,2 %	17,8 %
ROE-%	48,0 %	51,5 %	56,2 %	60,8 %
ROI-%	25,9 %	29,5 %	30,6 %	31,9 %
Omavaraisuusaste	34,2 %	36,3 %	31,2 %	33,7 %
Nettovelkaantumisaste	119,2 %	112,8 %	120,1 %	98,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät 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 omistussuosuksia 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 laatiineen 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 €
10/03/2025	Lisää	12,00 €	11,16 €
28/03/2025	Vähennä	12,00 €	12,09 €
11/06/2025	Vähennä	13,50 €	13,52 €
12/09/2025	Vähennä	14,50 €	14,72 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**