

PUUILO OYJ

18.09.2026 08.01 EEST



Arttu Heikura, Analyttikko
+358 40 082 8098
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Kasvun taonnalle jatkoa Suomen rajojen ulkopuolelta

Tee-se-itse-halpakauppaan fokusoituvan Puuilon tulos on kasvanut historiassa voimakkaasti, ja näkymä nousun jatkumiseen on mielestämme hyvä kotimaan myymäläverkoston laajentumisen ja varttumisen turvin. Kasvupolulle jatkoa yhtiö hakee pilotoimalla konseptiaan Ruotsissa. Lähtökohdat kansainvälistymiseen ovat vähintään kohtuulliset, mutta onnistuminen vaatii alkuvaiheessa panostuksia tunnettuuden nostamiseen. Osake vaikuttaa kalliilta toteutuneella tuloksella, mutta tuloskasvu sekä osinkotuotto kuittaavat kalliit kertoimet, minkä johdosta näemme tuotto-riskisuhteen riittävänä. Toistamme lisää-suosituksen ja 18 euron tavoitehinnan.

Halpakaupan valioyksilö

Puuilo on Suomessa, ja pian Ruotsissa, 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 (2010-25 20 % CAGR) ja tehnyt sen erittäin 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 halpakaupparätkinasta (2023 12 %). Vaikka yhtiö on kasvanut historiallisesti voimakkaasti, näemme yhtiöllä edelleen merkittävää kasvupotentiaalia varttuvan myymäläverkoston ja uusien myymäläavausten tukemana.

Ruotsi avaamassa uuden kasvupolun, mutta onnistumisesta ei ole takeita

Yhtiö pilotoi nykykonseptiaan Ruotsissa noin 10 myymälän verkostolla. Puuilon kasvua alkuvaiheessa ajavat myymäläavaukset, ja myöhemmin nuoren verkoston kypsyminen sekä konseptin nouseva tunnettuus. Onnistuessaan pilotti pidentää kasvupolkua pitkälle tulevaisuuteen ja avaa ovet myös muualle Pohjois-Eurooppaan. Puuilo lähtee kuitenkin altavastaajan asemasta.

Kilpailijoiden määrä ja niiden myymäläverkostot ovat Ruotsissa Suomea suuremmat, joten arvioimme hyvien kauppapaikkojen löytämisen olevan haastavaa ja myyntiä on otettava naapurilta aluksi kampanjoinnilla. Tämä syö marginaaleja, eikä Ruotsista tule mielestämme odottaa suuria voittoja tällä strategiakaudella (2025-2030). Laajentuminen nostaa konsernin kulurakennetta, lisää ennustamisen epävarmuutta ja pahimmillaan heikentää konsernin erinomaisia pääoman tuottoja. Riskiä tosin rajaa kevyt pilotointimalli, jonka muovaaminen markkinaan sopivaksi onnistuu nähdäksemme pieninkin vaivoin. Näkemyksemme mukaan lähtökohdat onnistumiselle ovat kuitenkin vähintään kohtuulliset Suomessa erinomaisesti toimineen konseptin voimalla. Kotimaassa yhtiö on peitonnut kaikki tunnetut ruotsalaiset toimijat markkinaosuuden kasvulla mitattuna. Ruotsin ennusteissamme etenemme kuitenkin toistaiseksi selvällä turvamarginaalilla.

Tuotto-odotus on riittävä

Toteutuneilla tulospohjaisilla kertoimilla (P/E 23x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 19x) mitattuna yhtiötä hinnoitellaan mukavuusalueemme yläpuolella. Tämä on kuitenkin perusteltavissa, sillä odotamme yhtiön kykenevän voimakkaaseen tuloskasvuun tulevien vuosien aikana, jolloin kertoimet putoavat laadukkaalle kasvuyhtiölle houkuttelevalle tasolle (2027-28e P/E 19x ja 17x ja IFRS16 oik. EV/EBIT 15x ja 13x). Kun otetaan huomioon ennustamamme tuloskasvu, hieman koholla olevat toteutuneella tuloksella mitatut kertoimet sekä 5 %:n osinkotuotto, asettuu osakkeen kokonaistuotto-odotus noin 10 %:n tienoille. Pidämme tätä tasoa riittävänä ja se ylittää asettamamme tuottovaateen juuri ja juuri, tarkoittaen, että osakkeen tuotto-riskisuhde on edelleen riittävä. Kassavirtamallimme indikoima reilu 18 euron osakekohtainen arvo viestii niin ikään nousuvarasta ja perustelee positiivista näkemystä osakkeen suhteen. Näemme Puuilon yhtenä sektorin laadukkaimmista yhtiöistä, jonka konsepti on osoittanut kilpailukykyä sekä suotuisassa että haastavassa markkinassa.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

17,24 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	442,3	509,0	585,4	659,3
kasvu-%	15 %	15 %	15 %	13 %
EBIT oik.	75,4	92,9	102,9	114,4
EBIT-% oik.	17,0 %	18,3 %	17,6 %	17,4 %
Nettotulos	56,0	68,9	78,9	87,9
EPS (oik.)	0,66	0,82	0,93	1,04

P/E (oik.)	18,6	21,1	18,5	16,6
P/B	10,6	13,1	11,5	9,6
Osinkotuotto-%	5,4 %	4,4 %	4,4 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	15,6	17,3	15,7	14,2
EV/EBITDA	12,1	13,7	12,4	11,1
EV/Liikevaihto	2,7	3,2	2,8	2,5

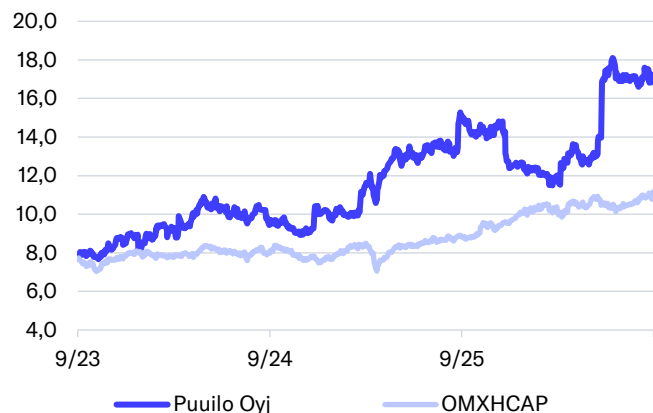
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

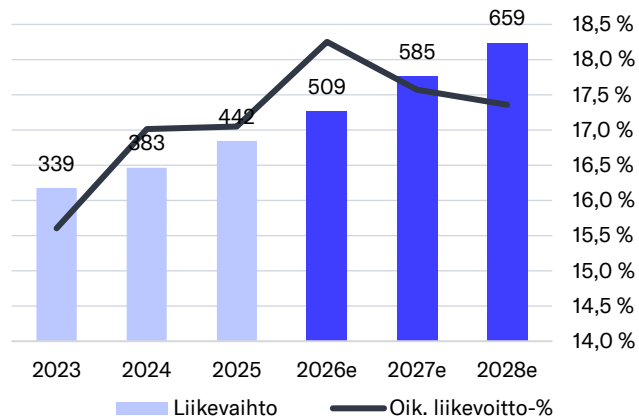
Yhtiö ennustaa tilikauden 2026 liikevaihdon olevan 495–515 MEUR ja oikaistun EBITA:n olevan 87–97 MEUR.

Osakekurssi



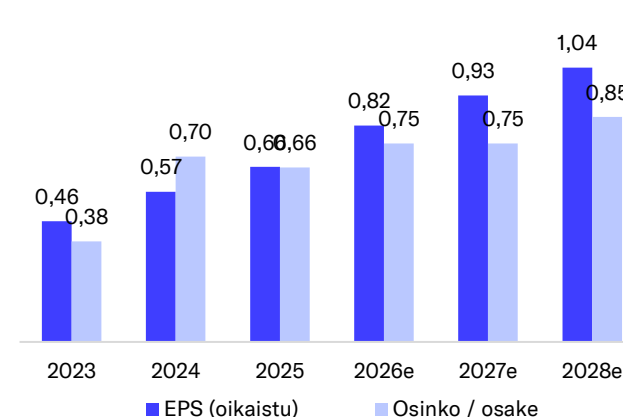
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Myymälämäärän kasvattaminen yli 90:een
- Kansainvälistyminen
- 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	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	17,2	17,2	17,2
Osakemäärä, milj. kpl	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo	1462	1462	1462
Yritysarvo (EV)	1603	1618	1623
P/E (oik.)	21,1	18,5	16,6
P/E	21,2	18,5	16,6
P/B	13,1	11,5	9,6
P/S	2,9	2,5	2,2
EV/Liikevaihto	3,2	2,8	2,5
EV/EBITDA	13,7	12,4	11,1
EV/EBIT (oik.)	17,3	15,7	14,2
Osinko/tulos (%)	92,3 %	80,5 %	82,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	4,4 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Toimiala ja markkinakatsaus	10-16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-22
Historiallinen kehitys	23-24
Taloudellinen asema	25-26
Sijoitusprofiili	27
Ennusteet	28-34
Arvonmääritys	35-43
Yhteenvedotaulukko	44
Vastuunvapauslauseke ja suositushistoria	45

Puuilo lyhyesti

Puuilo 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

457 MEUR (+15 % v/v)

Liikevaihto viim. 12 kk

83 MEUR (18,1 % liikevaihdosta)

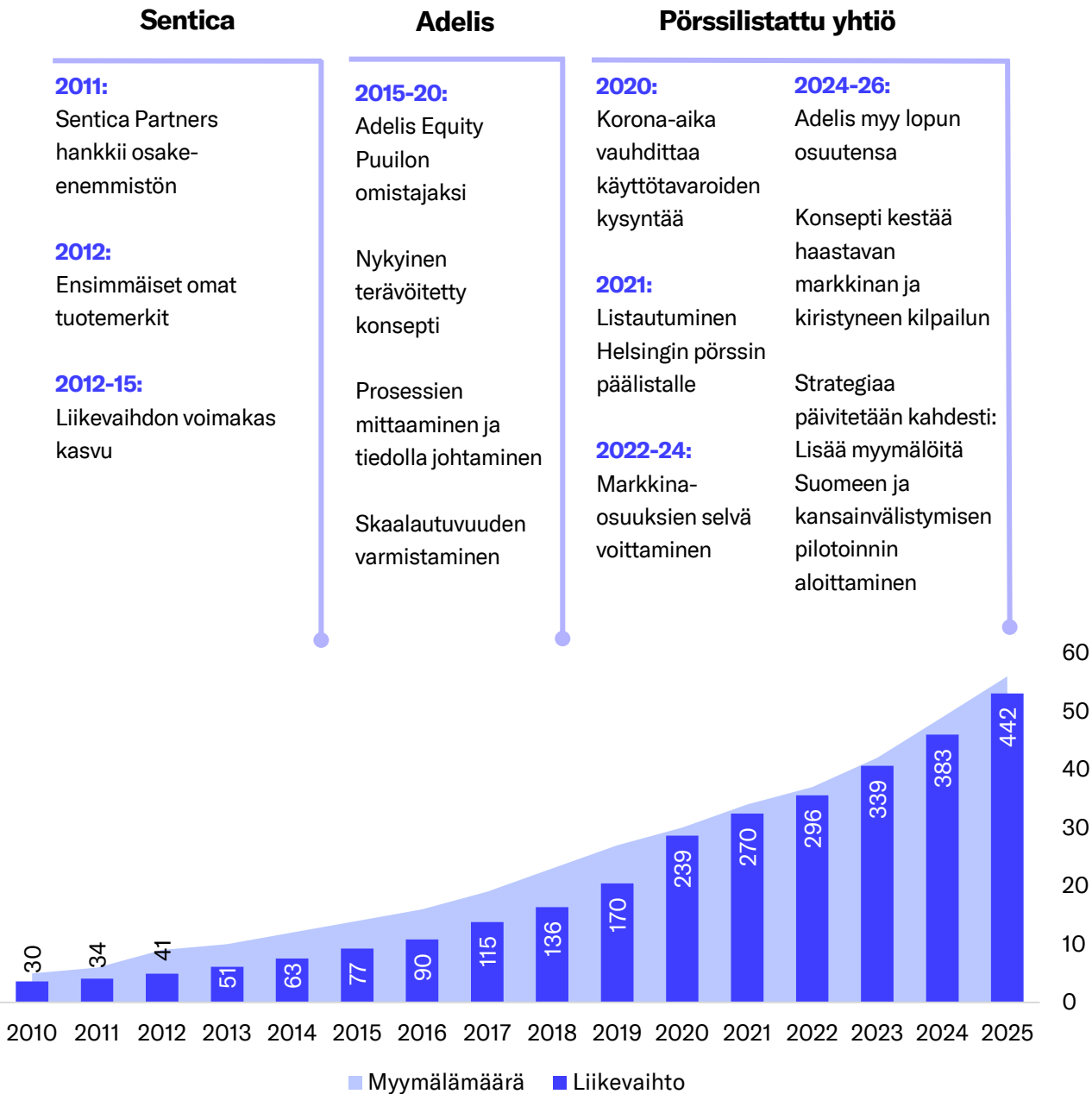
Oik. EBITA-tulos viim. 12 kk

12 %

Markkinaosuus Suomen halpakaupan sisällä

58

Myymälämäärä Q1'26



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 2010-2025 keskimääräinen myynnin kasvu on ollut 20 % (CAGR). Yhtiö on aloittamassa kansainvälistymisen pilotoimalla myymäläkonseptiaan Ruotsissa seuraavien muutaman vuoden aikana. Toistaiseksi yhtiö on toiminut vain Suomessa.

Puuilo on tehnyt sektorin tasoon nähden erinomaista suhteellista kannattavuutta. Tämä on arviomme mukaan seurausta sekä hyvästä myyntikatemarginaalista että tiukasta kulukontrollista. Trendi on ollut positiivinen ja vuonna 2025 yhtiö nosti EBITA-%:n korkeimmalle tasolleen 18,3 %:iin. Tämä on vähittäiskauppayhtiölle poikkeuksellisen korkea taso.

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. Hinnottelun osalta yhtiö ei pyri olemaan aina halvin vaihtoehto, mutta peruseriaatteena on, ettei asiakas saa pettyä hintatasoon. Hinnottelupäätöksiä ohjaavat sekä tuotteiden sisäänostohinnat että kilpailijoiden hinnoittelu. Yhtiön kulurakenne on kyetty pitämään kilpailijoita selvästi matalampana, mikä mahdollistaa yhtiölle erinomaisen

kannattavuuden.

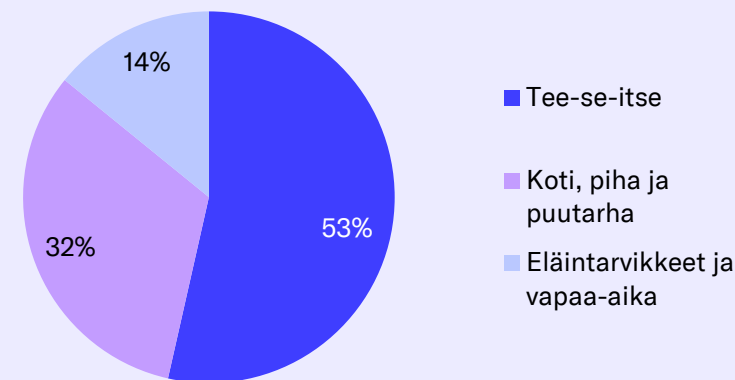
Asiakaskunta on vuosien saatossa laajentunut

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.

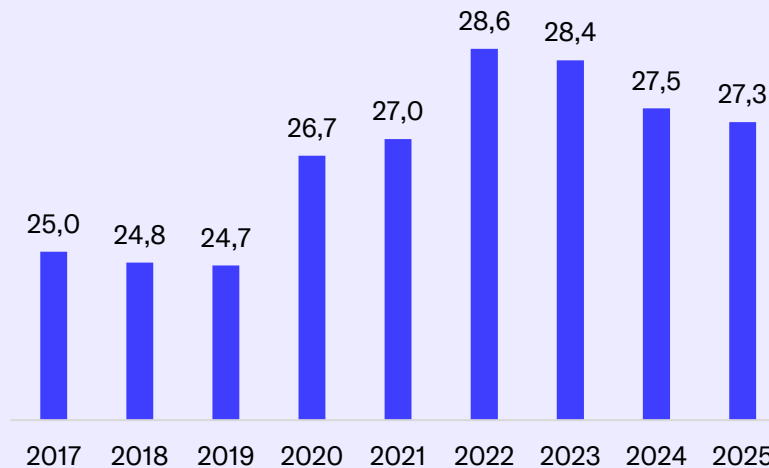
Valikoima koostuu useammasta pääkategoriasta

Puuilon jokaisen myymälän tuotevalikoima noudattelee samaa linjaa ja sitä hallitaan keskitetysti, mikä mahdollistaa tehokkaamman hankinnan ja kampanjoinnin. 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. Defensiivisyys on korostunut vuosien 2022-25, jolloin yleinen taloudellinen tilanne on ollut haastava.

Myynnin jakauma
2025



Keskiostoksen kehitys*
euroa



Lähde: Puuilo, Inderes
* Perustuu osittain Inderesin arvioon

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 asiakastyypin mieltymyksiin ja samalla se luo syvyyttä valikoimaan muihin halpatavaraa myyviin toimijoihin verrattuna. Puuilon myynnistä osa koostuu sesonkiluonteisista tuotteista, mutta kysynnän sesonkiriippuvaisuus on muuhun kaupan alaan verrattuna vähäistä. Esimerkiksi joulukauppa tai Black Friday eivät ole sille merkittäviä sesonkeja. Puuilon vahvimmat myyntikaudet ajoittuvat touko-elokuulle, mikä on tyypillistä rautakaupoille.

Omat tuotemerkit oleellinen osa liiketoimintaa

Tilikauden 2025 myynnistä jo 23,6 % 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 lähes 60 myymälästä ja se on

kasvanut noin 5 uutta myymälää per vuosi vauhtia (2020-25). Uudistetun strategian mukaisesti avaustahti on kuitenkin vauhdittunut, ja esimerkiksi tilikausilla 2026-27 yhtiö aikoo avata jopa seitsemän uutta myymälää per vuosi. Kasvu uusien myymälöiden tukemana jatkunee myös strategiakauden (2030) yli, sillä yhtiö suunnittelee laajentumista Ruotsiin oman Puuilo-tapaisen konseptin voimin. Olemme käsitelleet Ruotsin laajentumista strategiakappaleessa sivulla 18.

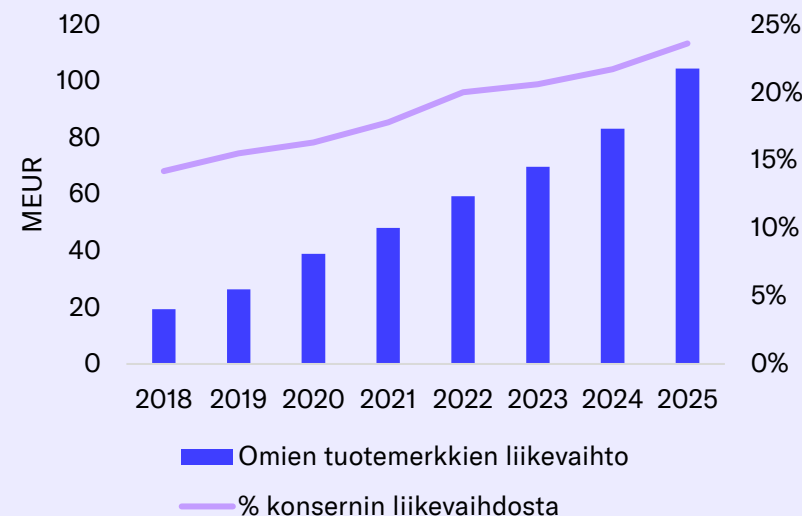
Tavarantoimittajat toimittavat tavarat tyypillisesti suoraan myymälöiden varastoihin. Lisäksi Puuilo tekee varastointiyhteistyötä omien tuotemerkkien osalta DSV:n (ent. Schenker) kanssa, jonka vuokravarasto sijaitsee Nurmijärvellä ja sen sitomat pääomat näkyvät myös Puuilon taseessa. Vuokravarastoa hyödynnetään erityisesti private label-hankinnassa, jossa volyymit ovat perinteisiä tuotetilauksia suuremmat.

Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat keskeisiä menestystekijöitä. Yhtiö on mielestämme löytänyt hyvän kompromissin saatavuuden, pääoman sitoutumisen ja kannattavuuden välillä.

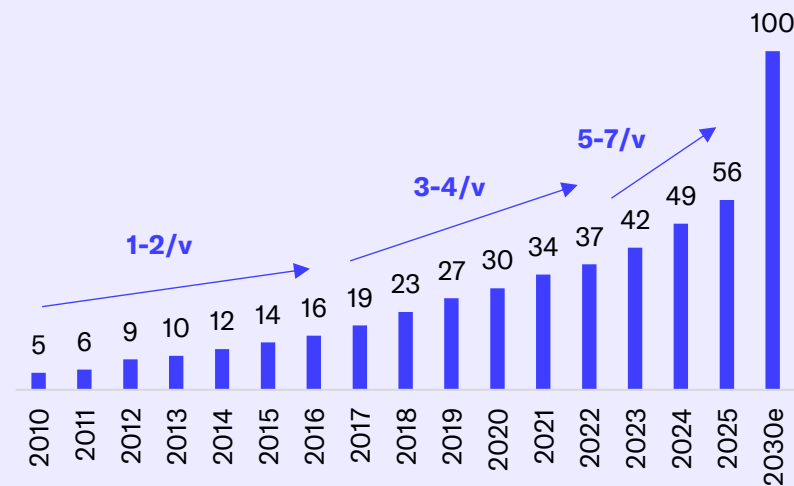
Hankintaketju on monipuolinen

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.

Omien tuotemerkkien myynti



Myymälöiden määrä



Lähde: Puuilo, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/3)

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, vaikka osuus liikevaihdosta on edelleen verraten pieni 2,6 % (2025). Verkossa tehdyistä ostoksista noin 30 % on noutotilauksia. Verkkokauppa toimii toistaiseksi vain Suomessa, mutta Ruotsiin laajentumisen myötä yhtiö avannee sen myös ruotsalaisten saatavaksi.

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 kasvatuksesta saatavuuden varmistamiseksi vuonna 2021 ja vuoteen 2022 lähdetessä, mutta sen jälkeen varastoja on saatu purettua. Olemme käsitelleet tarkemmin yhtiön pääomatarpeita sivulla 25.

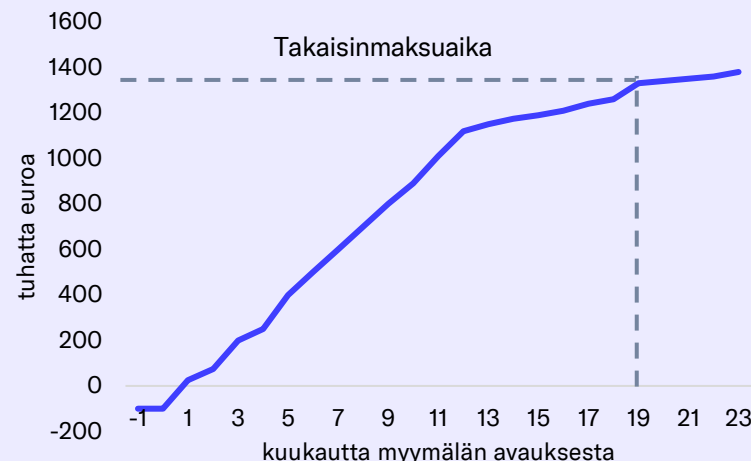
Brändimielikuva paranee myymäläverkoston laajentuessa

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.

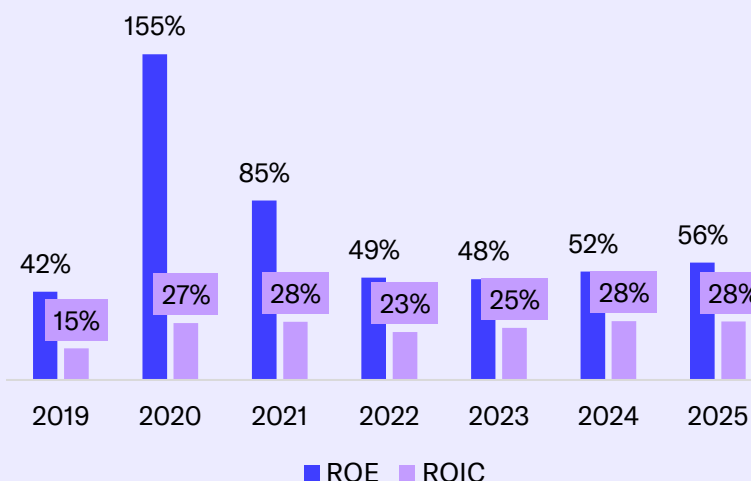
Riskiprofiili maltillinen

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 mahdollistavat erinomaisen pääoman tuoton. Yhtiön tase on käytännössä velaton (IFRS-16 oik. nettovelka/käyttökate 0,3x tai noin 30 MEUR) ja taseen liikearvoon kirjatut erät (33,5 MEUR) liittyvät emoyhtiön Puuilo-liiketoiminnan ostoon. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna näemme liikearvon alaskirjausten riskin hyvin 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.

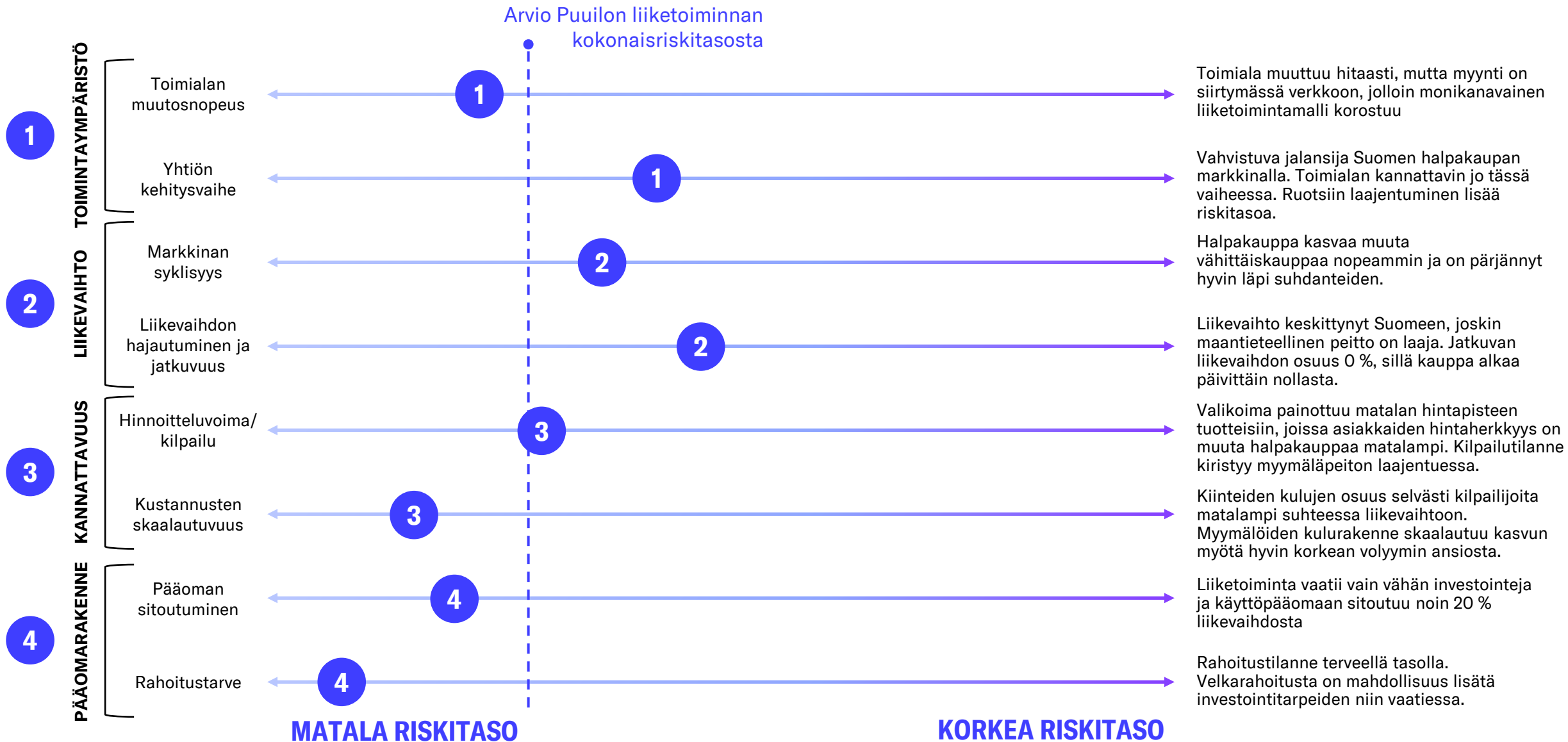
Uuden myymälän käyttökattteen kehitys



Pääoman tuotto



Liiketoiminnan riskiprofiili



Toimiala ja markkinakatsaus (1/7)

Halpakaupan suosio on noussut

Puuilon kohdemarkkinan määrittelemine 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 näki 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 (ks. 18) koostamamme markkinan koko oli vuonna 2025 noin 3,6 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. Tänä päivänä viisi suurinta yhtiötä vastaa 76 %:n ja kymmenen suurinta 95 %:n osuutta koko halpakaupparavakinnasta. Markkinan konsolidoituminen on arviomme mukaan ollut pitkälti resurssikysymys, joka on mahdollistanut suurten toimijoiden myymäläverkoston laajentamisen (sekä yritysostot), mutta uskomuksemme mukaan näillä toimijoilla on myös muista erottautuvat, kuluttajia puhuttelevat konseptit.

Markkinaosuuksista käydään kiivaista taistelua

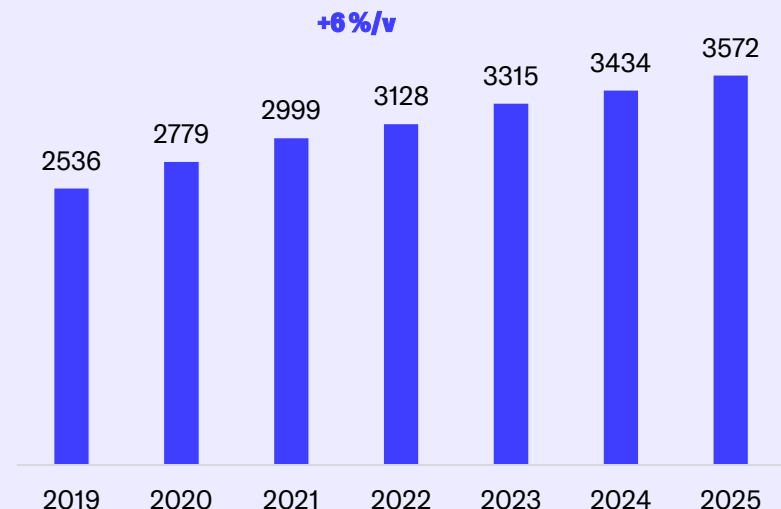
Puuilon markkinaosuus Suomen halpakaupasta on noussut vuoden 2019 6 %:sta vuoden 2025 12 %:iin. Yhtiö jakaa markkinan toiseksi suurimman sijan Motonetin kanssa, ja uskomme yhtiön ylittävän Motonetin tason 2026 päätteeksi. Matkaa toimialan suurimpaan eli Tokmanniin on vielä runsaasti, emmekä usko yhtiön yltävän Tokmannin nykytasolle liiketoiminnan nykypotentiaalilla (>90 myymälän verkosto Suomessa).

Aiemmin toimialalla vallinneessa trendissä, missä suuret toimijat kahmivat osuuksia pienemmiltä, on arviomme mukaan tapahtunut viimeisen muutaman vuoden aikana muutos. Nyt toimialalla on muutama keskikokoinen nopeasti kasvava peluri (kuten Puuilo, Rusta, Julia, Normal), jotka joukkona syövät osuuksia niin pieniltä, mutta eritoten suurilta ja vakiintuneilta kauppaketjuilta (kuten Tokmanni, Motonet, Kärkkäinen). Trendin muutos viestii osittain markkinan keskittymisestä, mutta samaan aikaan heikommasta yleisestä taloustilanteesta, jossa halpakaupan kokonaiskysynnän kasvu on hetkellisesti hidastunut menneistä vuosista. Puuilon ja Julian tapauksessa on hyvä huomioida fakta, että nämä ovat syöneet osuuksia myös perinteiseltä rautakaupalta, minkä takia myös tämän markkinan tarkastelu on mielestämme perusteltua.

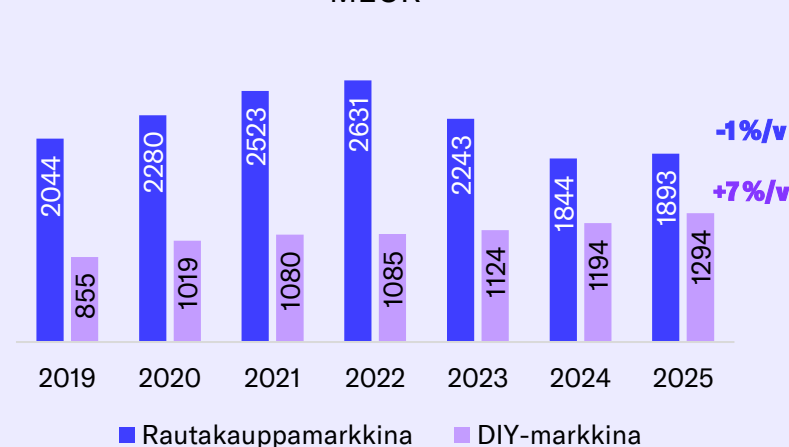
Tee-se-itse –markkina kasvaa lujaa

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, joka oli 2025 päätteeksi noin 1,3 miljardin euron kokoinen. Puolestaan Suomen rautakaupan markkina oli kooltaan hieman alle 2 mrd. euroa.

Halpakaupparavakinnat Suomessa MEUR



Rautakauppa ja DIY-kaupparavakinnat Suomessa MEUR



Toimiala ja markkinakatsaus (2/7)

Markkinoiden kasvuprofiileissa on olennaisia eroja. DIY-markkina on kasvanut viimeisen kuuden vuoden aikana keskimäärin 7 %, kun taas syklisempien rautakauppojen koko on pysytellyt vuoden 2019 tasoilla. Tässä merkittävin tekijä on rakentamisen poikkeuksellisen haastava toimintaympäristö, mikä on heijastunut myös rakentamisen tavaraa myyviin erikoiskauppoihin. Pitkää jännettä tarkastellessa rautakauppa on kasvanut 2010-25 aikana noin BKT:n vauhtia ja seuraa melko tarkasti rakentamisen markkinakehitystä.

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 tuotekatteen 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 suuret ostovolyymit (halpa ostohinta) sekä kannattavampien omien tuotemerkkien perinteistä kauppaa korkeammat osuudet. Koostamamme pohjoismaalaisten pörssinoteerattujen yhtiöiden omien tuotemerkkien osuudet myynnistä lähentelevät 40 %, kun taas esimerkiksi S- ja K-ryhmän päivittäistavaramyynnin osuudet ovat noin 25 %. DIY-kauppojen suhteellisia myyntikatteita tukee niin ikään katerakenteeltaan suotuisimmat tuotevalikoimat (esim. käyttötavarat). 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.

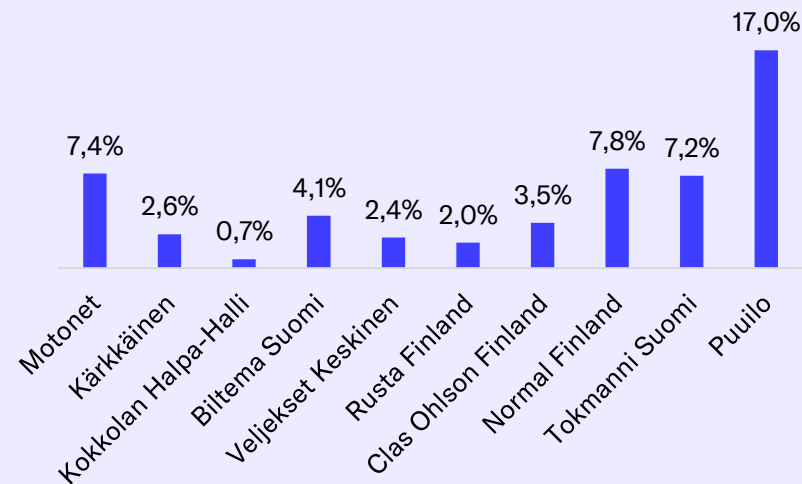
Kotimaisten yhtiöiden kulusuhteiden vertailtavuutta heikentävät yhtiöiden kirjanpitoikäntöjen eroavaisuudet (IFRS vs. FAS), mutta voimme yleisellä tasolla todeta, että näiden kulusuhteet ovat varsin tehokkaalla tasolla. Siten tunnettujen Pohjoismaissa toimivien halpakauppojen keskimääräinen liikevoitto-% oli noin 5 % vuosina 2021-25.

Suuremmat kauppaketjut laajentavat verkostonsa peittoa

Myymäläverkoston laajentaminen on keskeinen osa monen halpa-/käyttötavarakauppaan keskittyvän yhtiön strategiaa. Halpatavarakaupan suurimman toimijan Tokmannin myymäläverkosto (>200) Suomessa alkaa olla täysmitassaan, ja arvioimme yhtiön avaavan enää yksittäisiä nykymuotoisia halpatavaramyymälöitä. Jatkossa Tokmanni saattaa avata uusia päivittäistavaraan keskittyviä myymälöitä, mutta nämä ovat Puuilon kannalta merkityksettömiä. Rusta, joka osti yrityssaneeraukseen ajautuneen Hong Kongin vuonna 2018, aikoo laajentaa Suomessa läsnäoloaan merkittävästi. Rusta on vahvistanut Suomeen ainakin 15 uutta myymäläavausta 1-3 vuoden jännteellä ja uskomme yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen olevan jopa 80-100 myymälän paikkeilla. Ruotsista vuonna 2020 Suomeen saapuneella Julalla (11) on aikomus saavuttaa

Kotimaisten halpakauppojen kannattavuuksia

5v mediaani



Toimiala ja markkinakatsaus (3/7)

käsityksemme mukaan noin 20 myymälän verkosto. Biltema (24) ja K-Citymarket (82) ilmoittivat myös aikomuksistaan laajentaa myymäläverkostojaan useammilla uusilla myymälöillä tulevien vuosien aikana. Prisman (noin 70) ja Motonetin (42) tavoitteena on käsityksemme mukaan lisätä Suomessa enää yksittäisiä myymälöitä. Myös verkkokaupassa vahva Kärkkäinen aikoo laajentaa ketjuaan muutamilla uusilla kivijalkamyymälöillä.

Motonet (omalla konseptilla) ja Tokmanni (yrityssostolla) ovat suomalaisista halpakaupan toimijoista toistaiseksi 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 markkinaosuuksien selvä voittaminen (myös ulkomaisilta toimijoilta) mielestämme viestii konseptin kilpailukyvyistä. Tästä syystä näemme Puuilon konseptilla olevan kansainvälistymisen potentiaalia.

Edessä voi olla myös pudotuspeli

Suomen markkinalla on myös keskisuuria ketjuja, joiden kannattavuus on yllättävänkin matala (ks. 11). 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 (konkurssi 2025) ja myöhemmin puutarhamyymälä Plantagen asetettiin konkurssiin, joista kumpaakin leimasi laskenut liikevaihto sekä heikko kannattavuus ja taseasema.

Kilpailu kiristyy ennemmin tai myöhemmin

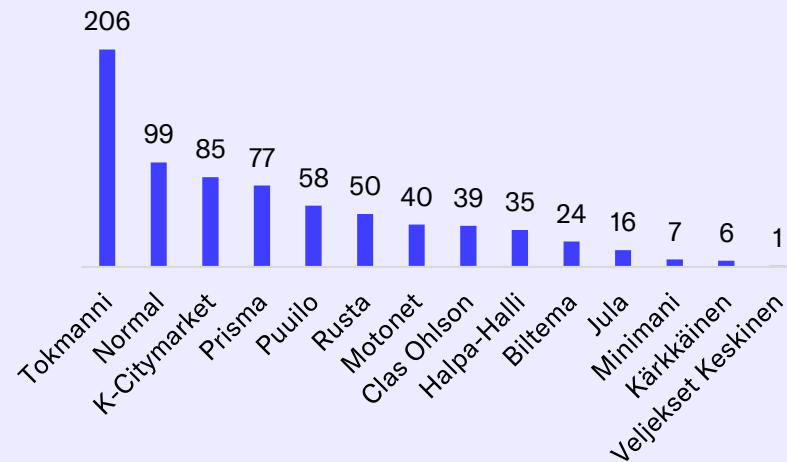
Toistaiseksi halpakauppamarkkina on mahdollistanut suurempien ketjujen myymäläverkoston laajentamisen ja on samalla kutsunut ulkomaisia toimijoita Suomen markkinalle. Jonain päivänä, kun halpakaupan kysynnän jäljellä oleva kapasiteetti on täytetty, tulee markkinalla kilpailu kiristymään merkittävästi. Tämä on merkittävä uhka Puuilon kaltaisille erinomaista kannattavuutta tekeville halpatoimijoille.

Tarkkaa ajankohtaa kilpailuympäristön merkittävämmälle kiristymiselle on vielä haastava arvioida. Verrokkimaiden halpatavarakaupan osuus koko kaupasta on vielä merkittävästi Pohjoismaiden markkinoita korkeampi. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna ei markkinakasvu tule vielä hetkeen päättymään, mutta päivänä jona se tapahtuu, tulee myös toimijoiden marginaalit (sekä kasvu) olemaan paineessa.

Valikoiman laajuus ja hintamielikuva kilpailuetuina

Perinteisesti laaja tuotenimikkeiden määrä ja tehokkaan kustannusrakenteen ylläpito ovat ristiriidassa. Tämä johtuu siitä, että toimitusketjuista tulee monimutkaisempia ja ostovolyymit hajautuvat useamman tuotteen välille. Puuilo on kyennyt löytämään tästä välimaastosta erottuvan konseptin, joka tarjoaa sen ydinasiakkaille relevanttia valikoimaa edullisin hinnoin. Yhtiön mukaan Puuilon keskimääräinen tuote maksaa noin 5 euroa keskiostoksen ollessa noin 27 euroa.

Kotimaisten verrokkien myymälämäärä



Toimiala ja markkinakatsaus (4/7)

Matala hintapiste ei kuitenkaan tarkoita matalaa katetta, sillä yhtiön myymät matalien hintapisteiden tuotteet ovat suhteelliselta katepotentiaailtaan korkeahintaisia tuotteita suotuisampia. Tämä arviomme mukaan johtuu asiakkaiden pienemmästä matalahintaisten tuotteiden hintatietoisuudesta, jolloin myyjältä löytyy vapaus hinnoitella tuote korkeammin kattein, sekä omien tuotemerkkien korkeasta osuudesta. Tämä on näkynyt vuosien 2023-25 aikana, jolloin kulutus on kohdistunut matalahintaisiin tuotteisiin ja yhtiön myyntikate parantunut huomattavasti suotuisamman myynnin jakauman kautta.

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, Stark, IKH, Bauhaus,

Rautanet ja Musti.

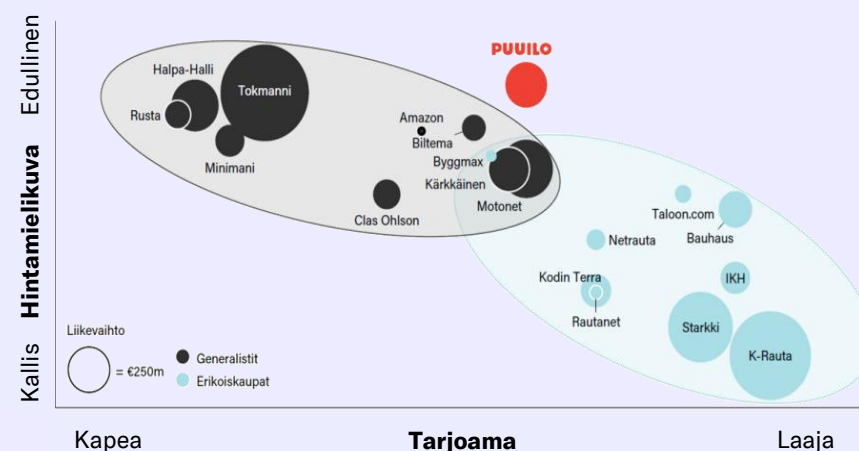
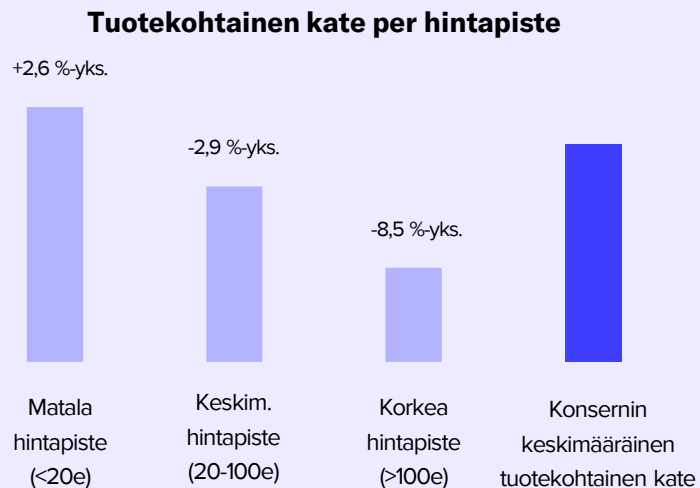
Suomen halpakaupassa generalisteiksi voidaan laskea mm. Halpa-Halli, Rusta, Tokmanni, Minimani ja Kärkkäinen. Muita halpakaupan ulkopuolelle jääviä merkittäviä generalisteja ovat Prisman ja Citymarketin käyttötavarapuolet.

Generalisteihin verrattessa 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



Toimiala ja markkinakatsaus - Ruotsi (5/7)

Halpakauppa kasvaa myös Ruotsissa

Olemme tarkastelleet myös Ruotsin halpakauppamarkkinaa lyhyesti Puuilon kansainvälistymistä silmällä pitäen. Suomen tapaan myös Ruotsin halpakauppamarkkina on kasvanut vähittäiskauppaa nopeammin. Puuilon verrokin eli Rustan listautumisesitteen mukaan Ruotsin halpakauppamarkkinan keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 8 %, kun taas koko vähittäiskauppa on Ruotsin tilastokeskuksen SCB:n mukaan ollut 2-3 %. Halpakaupan kasvu on tosin mitattu nousukauden ajalta (2007-2020), jolloin pidämme noin 5-6 %:n kestävä kasvuvauhtia realistisempana. Ruotsin halpakaupan kasvun takana pätevät samat ajurit kuin Suomessa.

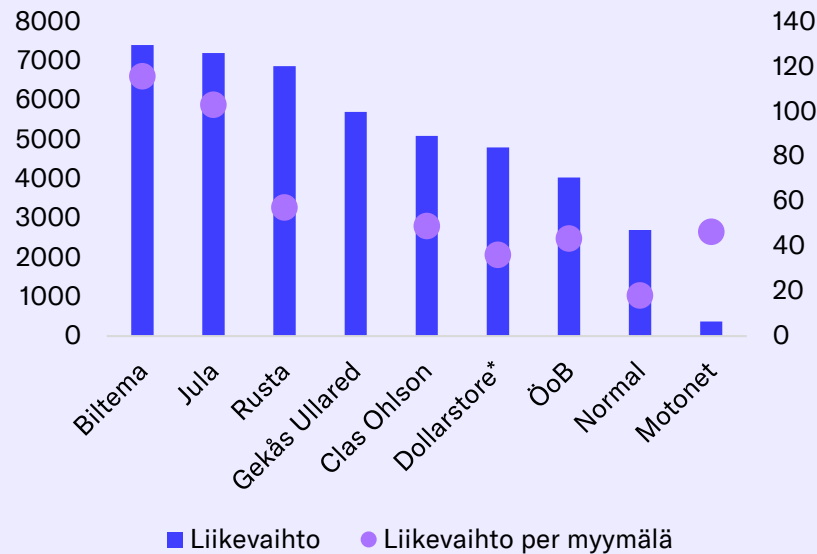
Kilpailijoiden määrä on kotimaasta suurempi

Puuilon kannalta keskeisiä, kotimaasta tuttuja, DIY-kauppaan keskittyneitä halpatoimijoita ovat mm. Biltema, Julia, Motonet ja Clas Ohlson. Muita suuria halpakauppaketjuja markkinoilla ovat Rusta, ÖoB, Dollarstore, Gekås Ullared ja Normal, mutta näiden valikoimat keskittyvät enemmän kodin sisustamiseen, puhdistamiseen, kosmetiikkaan ja muihin matalahintaisiin tuotevalikoimiin. Ruotsissa on Puuilon tuttuun DIY-halpakauppojen lisäksi toimijoita kuten jem & fix ja Thansen. Myös rautakauppaketjut, kuten K-bygg, Bauhaus, Hornbach, XL-Bygg ja Beijer Byggmaterial palvelevat Puuilon ydinasiakkaita, joskin heidän valikoimansa fokusoituvat rakennustavaraan ja vahvemmin ammattiasiakkaiden palvelemiseen. Absoluuttisesti kilpailijoiden määrä Ruotsissa on siis Suomea korkeampi, mutta toisaalta Puuilon relevantti markkina on noin kaksinkertainen (karkea arvio >6 mrd. euroa). Tällöin markkinalla on myös tilaa useammalle toimijalle.

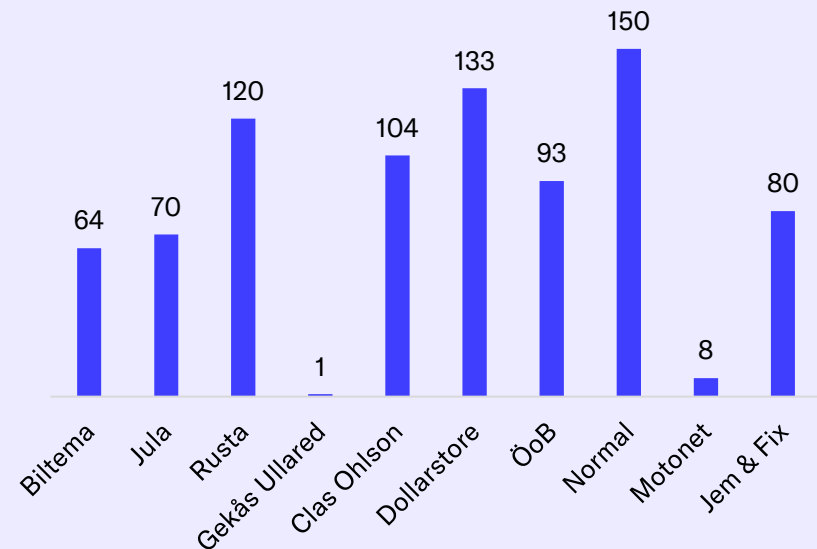
Kilpailua käydään kiivaasti

Kokonaisuudessaan näemme Ruotsin kilpailutilanteen olevan vähintään Suomen tasoinen ellei jopa korkeampi, missä keskeisin ajuri on absoluuttisten kilpailijoiden määrä (sekä laajat myymäläverkostot). Tätä kautta avointen kauppapaikkojen (white-spot) löytäminen saattaa olla jo melko haastavaa, jolloin myyntiä täytyy varastaa saman parkkipaikan yhteydessä olevalta naapurilta. Tämä taas vaatii markkinointipanostuksia ja kampanjointia, jonka tähden Puuilon Ruotsin toiminnoilta on mielestämme turha odottaa yli 10 %:n liikevoittomarginaaleja ainakaan tämän strategiakauden aikana.

Verrokkien liikevaihto Ruotsissa
MSEK



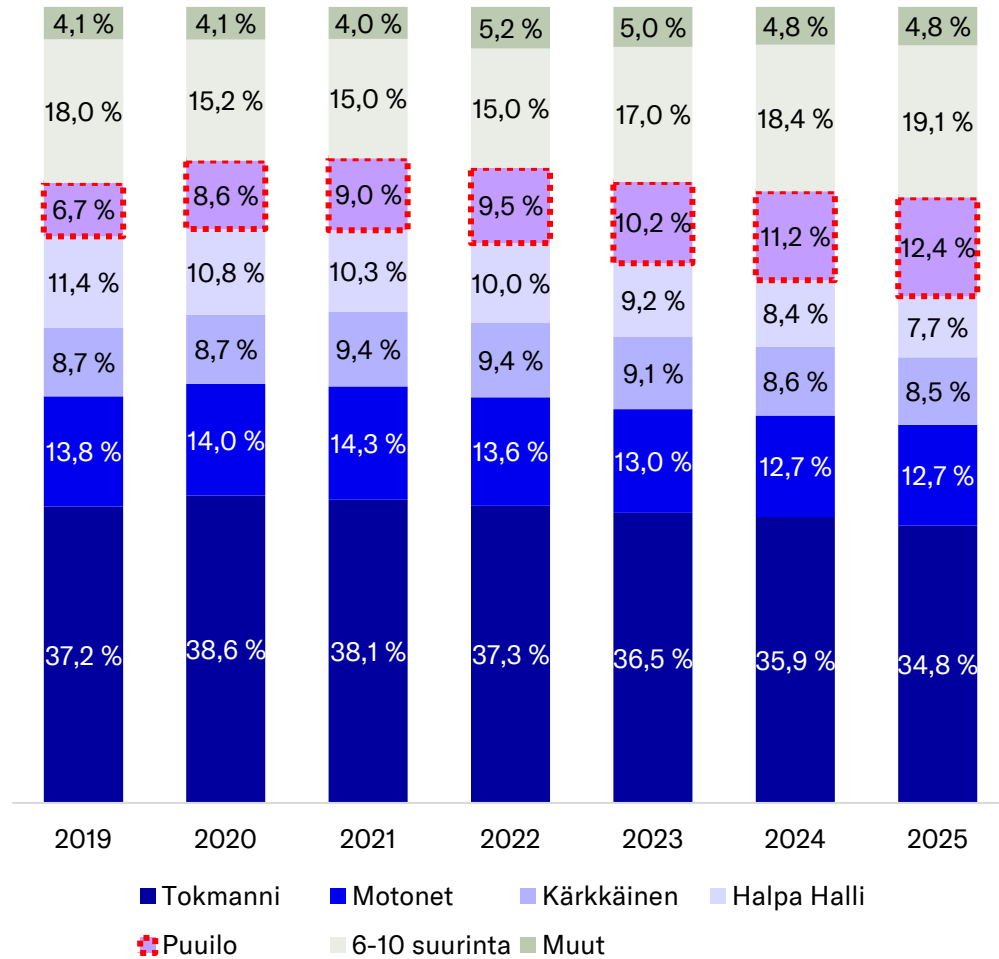
Myymälöiden lukumäärä Ruotsissa



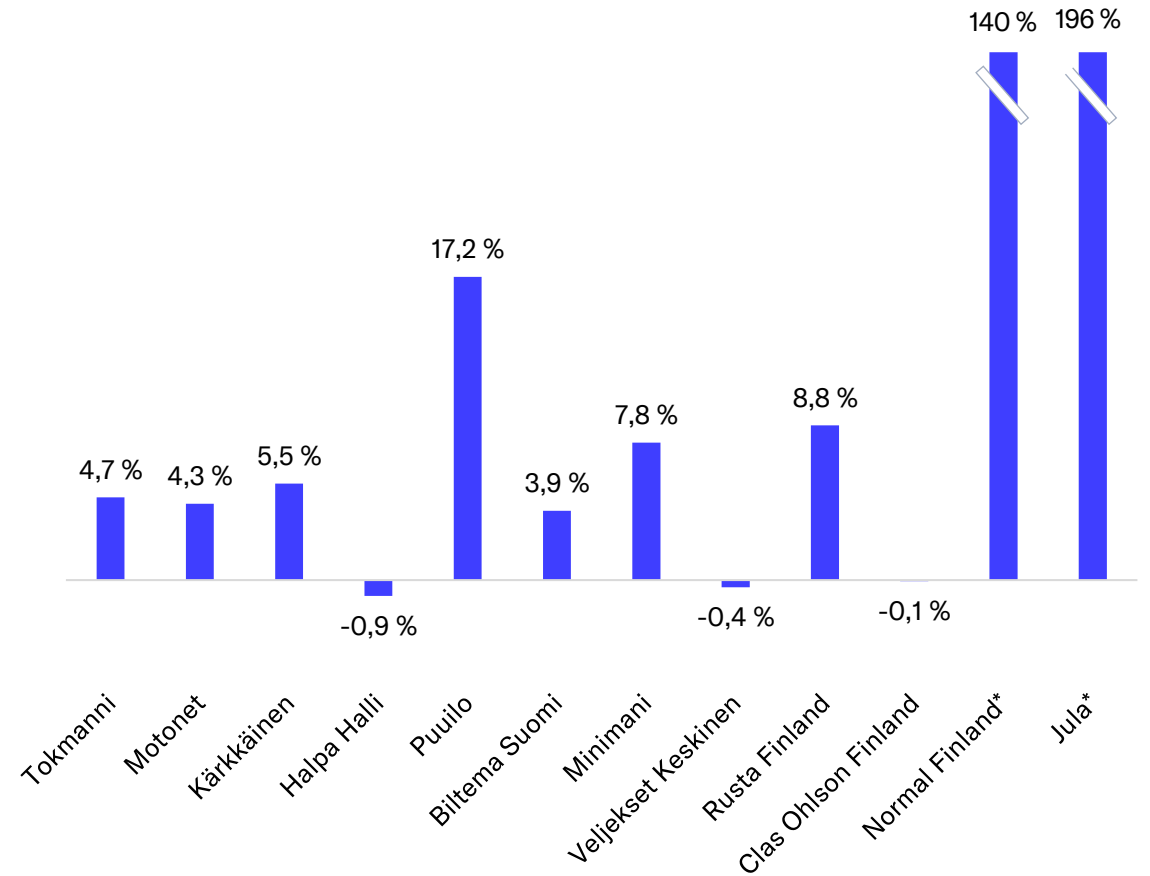
Lähde: Yhtiöiden sijoittajasivut, Allabolag
* Sis. Tanska

Toimiala ja markkinakatsaus - halpakauppamarkkinan tilastoja (6/7)

Markkinaosuudet Suomessa



Suomalaisten verrokkien keskimääräinen kasvu-%
2019-25



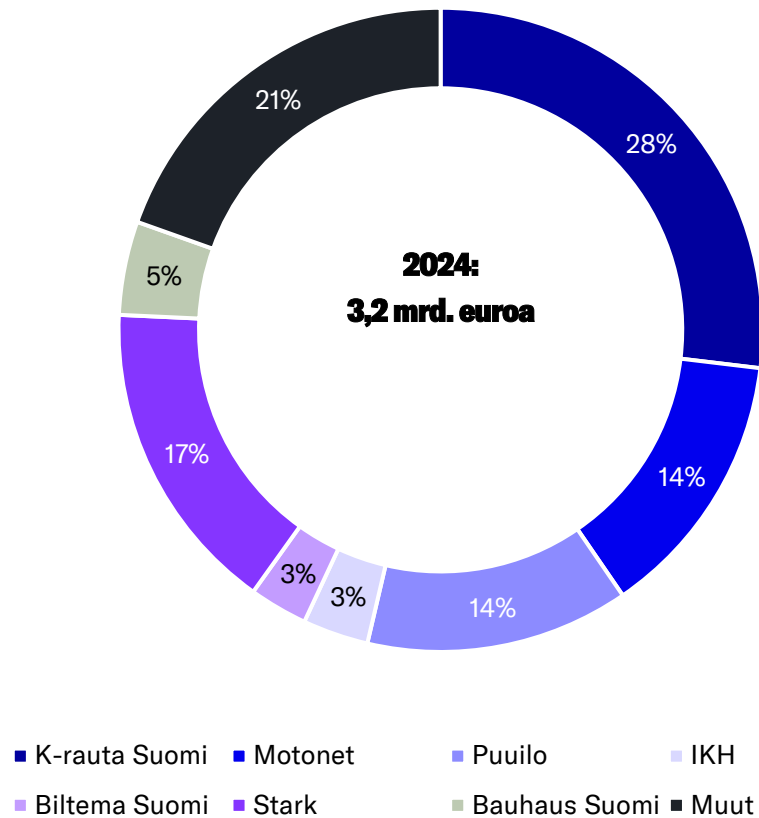
Lähde: Asiakastieto, Puuilo, Tokmanni, Inderes

* Alle 5v tarkasteluperiodi

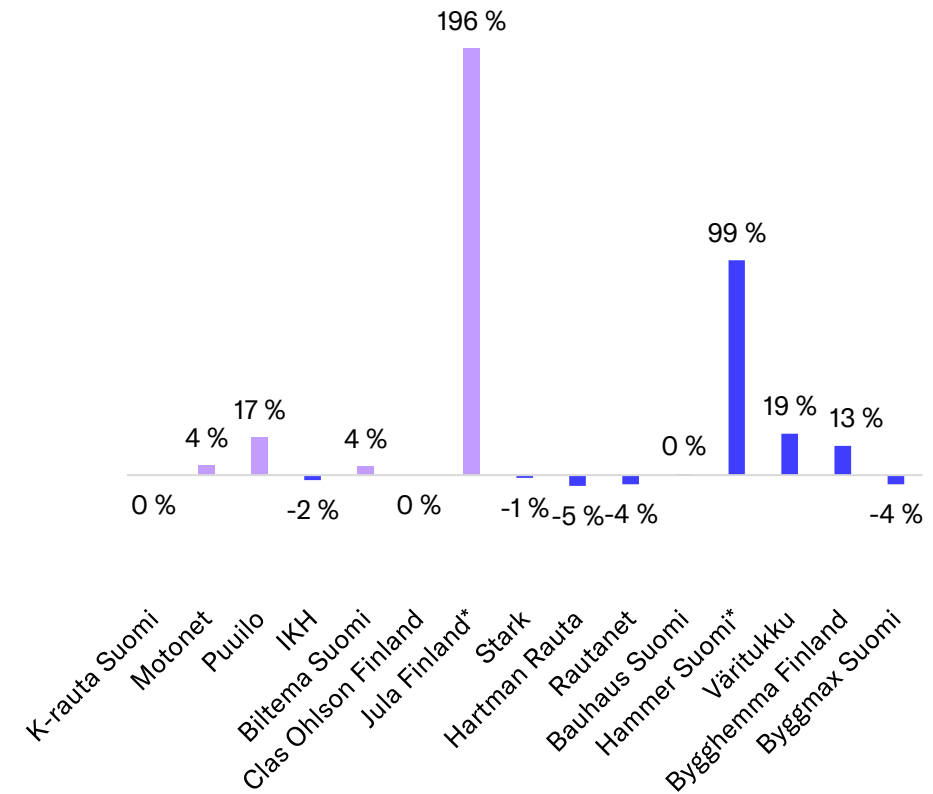
Halpakaupat: Motonet, Kärkkäinen, Halpa Halli, Puuilo, IKH, Biltoma Suomi, Minimani, Veljekset Keskinen, Rusta Finland, Clas Ohlson Finland, Normal Finland, Vaalimaan Kauppakartano Oy, Löytötex Oy, Tampereen Säästötex Oy, Säästökuoppa Group Oy, Porvoon mikrokulma Oy, Tuontitukku Fi Oy, Tavaratalo Hurrikaani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

Toimiala ja markkinakatsaus - rautakauppa- ja DIY-markkinatilastoja (7/7)

Rauta- ja DIY-kauppamarkkinan osuudet
2025



Rauta- ja DIY-kauppojen keskimääräinen kasvu
(2019-25)



Lähde: Asiakastieto, Puuilo, Kesko, Inderes

*Alle 5v tarkasteluperiodi

Rautakaupat: K-rauta Suomi, IKH, Stark, Hartman Rauta, Rautanet, Hammer Suomi, Väritukku, Bygghemma Finland (BHG Group), Bygghemma Suomi.

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

Strategia (1/4)

Päivitetty strategia pähkinänkuoressa

Puuilo päivitti strategiaansa syksyllä 2025. Mielestämme Puuilon päivitetyn kasvustrategian keskiössä on

- o Myymäläverkoston laajentaminen yli 90 kappaleeseen Suomessa
- o Kansainvälistymisen pilotointi Ruotsissa
- o Jo perustettujen myymälöiden ylösajon myötä syntyvä vertailukelpoinen kasvu
- o Kannattavuuden parantaminen nuorten myymälöiden skaalautumisen, kannattavampien omien tuotemerkkien osuuden kasvun ja operaatioiden tehostamisen avulla

Tulevaisuuden pääoman allokoitipolitiikkaan vahvistus

Aiemmin yhtiön pitkän aikavälin pääoman allokoitipolitiikka oli hieman hämärän peitossa. Kasvulla tunnistettiin olevan rajansa kotimaassa, mikä jätti mahdollisuuden vakiintua kassavirta- ja voitonjakokoneeksi tai mahdollisesti jatkaa kasvupolkuaan Suomen ulkopuolella. Strategiapäivityksen myötä yhtiö tuli ulos selvällä viestillä: sijoittaja tulee saamaan paremman tuoton yhtiön jatkaessa myymäläverkostonsa kasvattamista ulkomailla verrattuna tilanteeseen, jossa kotimaan kassavirrat jaettaisiin lähes 100 %:sti osakkeenomistajille. Mikäli Ruotsin laajentuminen lähtee odotetusti liikkeelle, emme tunnista esteitä sille, ettei yhtiö laajene myös muihin Skandinavian maihin. Tätä kautta kassavirtakoneen skenaario lienee kauempana kuin aiemmin kuviteltiin. Keskeistä sijoittajan on kuitenkin huomioda, että yhtiö tuottaa kassavirtaa yli pääomatarpeittensa, joten pääoman palautuksia vuosittaisen osingonjaon lisäksi tullaan näillä näkymin saamaan myös jatkossa, riippuen toki Ruotsin

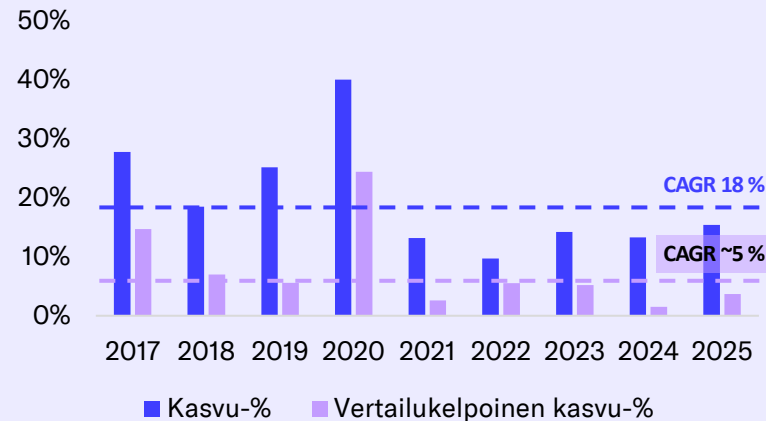
liiketoiminnan silloisesta tilanteesta.

Myymäläverkoston potentiaalissa vielä lunastettavaa

Puuilon asiakaskunnan rakenteesta johtuen 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 90 kpl vs. listautumisen yhteydessä 60 kpl) nykyiselle myymäläkonseptille ja niistä suurin osa sijaitsee elinvoimaisilla alueilla Etelä- ja Länsi-Suomessa. Uusia myymälöitä tullaan kuitenkin avaamaan enenevässä määrin pienemmillä paikkakunnilla, sillä yhtiö on useiden pilotointien myötä todennut konseptinsa toimivan myös pienemmillä paikkakunnilla (esim. alle 30 tuhatta asukasta) yhtä tehokkaasti kuin suuremmilla paikkakunnilla. Ts. pienempien myymälöiden kannattavuus ja pääoman tuottotasot ovat linjassa tavanomaisten myymälöiden kanssa.

Vuoteen 2030 mennessä yli 90 myymälän verkoston saavuttamiseksi yhtiö tulee jatkossa avaamaan noin 6–7 uutta myymälää vuosittain. Mielestämme verkoston laajentaminen on yhtiölle järkevä tapa kasvaa, sillä pääomakevyen investoinnin takaisinmaksuaika on lyhyt (ks. 20) 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 arvoa.

Liikevaihdon kehitys



Strategia (2/4)

Uusien myymälöiden ohella myös olemassa oleva verkosto tarjoaa kasvupotentiaalia. Nykyinen nuori myymäläverkosto tarjoaa laskelmiemme mukaan karkeasti 200 MEUR:n liikevaihtopotentialin pitkällä aikavälillä. Vanhojen myymälöiden kasvu on näkemyksemme mukaan kasvutavoista arvokkainta sen skaalautuvuuden ansiosta.

Kansainvälistymistä pilotoidaan Ruotsissa

Strategiapäivityksen yhteydessä yhtiö kertoi aloittavansa suunnitelmat laajentaa liiketoimintaansa kansainväliseksi. Hankkeen ensimmäiseksi kohteeksi valittiin Ruotsi, jossa yhtiö aikoo pilotoida nykymuotoisen konseptinsa houkuttelevuutta. Arviomme mukaan myymälöitä tullaan aluksi avaamaan noin 10 kappaletta, jonka jälkeen hankkeen vauhdittamista tullaan pohtimaan tietyn kriteerein. Keskeinen tekijä pilotointimallissa on näkemyksemme mukaan se, että yhtiö on valmis myös perääntymään kansainvälistymisestä, mikäli konsepti ei lähde lentoon Ruotsissa. Ensimmäiset myymälät avataan Örebrohon (loppuvuosi 2026) ja Sundsvalliin (alkuvuosi 2027) käytettyihin tiloihin keskeisille kauppapaikoille.

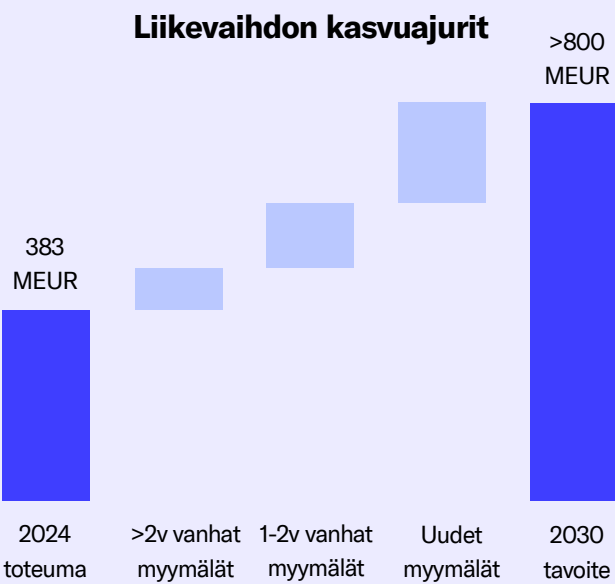
Konseptia yhtiö joutuu jossakin määrin hiomaan paikallisten tottumusten mukaiseksi, esimerkiksi tiettyjen kotimaisten tuotteiden osalta. Käsityksemme mukaan konseptin ydinidea säilyy kuitenkin Puuilon suomalaisen konseptin mukaisena, eli kärkiasiakkaana toimivat ”tee-se-itse” -kuluttajat. Suomessa erinomaisesti toimineen konseptin testaaminen ulkomailla on mielestämme ymmärrettävä liike, mutta se luonnollisesti lisää Puuilon riskitasoa sijoituskohteena. Pilotoinnissa/laajentumisessa epäonnistuminen voisi pahimmassa skenaariossa toimia uhkana konsernin erinomaisille kannattavuuksille ja pääoman tuotoille. Toisaalta Puuilon kansainvälistymismalli on hyvin kevyt, jolloin

liiketoiminnan kehitys tapahtuu alkuun hyvin vähin paikallisin resurssein. Myynnin noustessa tullaan resursseja (esim. paikallinen henkilöstöhallinto) lisäämään, mutta tällöin yhtiöllä on parempi kontrolli kannattavuuteensa nousevan myynnin kattaessa näitä etupainotteisia kustannuksia.

Vaikka pilotointimalli voidaan mieltää vähemmän riskisenä (esim. verrattuna yritysostoon), vaatii todellisen potentiaalın havaitseminen arviomme mukaan >10 myymälän verkostoa. Alle 10 myymälän verkostolla jää kasvun kautta saatavat volyymihyödyt vähäisiksi, sillä alkuvaiheessa yhtiön on investoitava kasvun mahdollistamiseen, eli kampanjointiin (markkinointi ja alennukset). Toistaiseksi hankkeen onnistumista on vaikea arvioida, mutta Motonetin positiivinen kehitys orgaanisessa laajentumisessa Ruotsissa on rohkaiseva esimerkki sille, miksei Suomessa niche-toimialansa paras yhtiö voisi pärjätä myös muualla.

Verkkokauppa osana monikanavaista mallia

Myös verkkomyynnissä 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.



Strategia (3/4)

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 (2025: 23,6 %). 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 tunnettuuden 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 yhtiön myyntikatetta nostava vaikutus jäisi ohkaiseksi. Toisaalta entistä halvempien hintojen tarjoaminen saattaisi nostaa volyymiä, joka siten kiihdyttäisi absoluuttista tulosta.

Tehokkuudella kannattavuusparannukseen

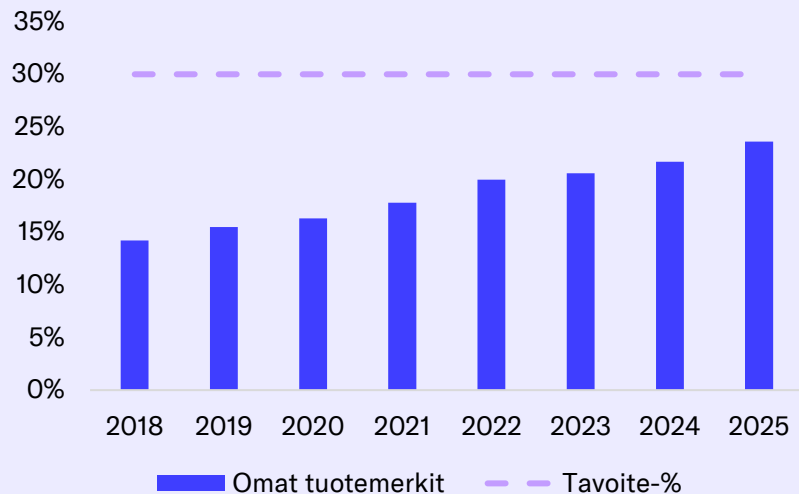
Entistä suuremman myymäläverkoston varttuessa (myynnin kasvaessa) tulee yhtiö arviomme mukaan saavuttamaan tehokkuushyötyjä, sillä myymäläkohtaiset kulut (vuokra, ylläpito, henkilöstö) lisääntyvät myynnin kasvua hitaammin. Lisäksi yhtiö on kertonut panostaneensa työvuorosuunnitteluunsa, jolla se pyrkii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

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. Tunnistamme myös markkinointikuluissa skaalautumispotentiaalia, sillä Puuilo tekee markkinointia tällä hetkellä maanlaajuisesti, jolloin markkinointia ei tarvitse lisätä myymäläverkoston/liikevaihdon kasvun tahtiin uusiin kaupunkeihin laajentuessa. Siten pidämme yhtiön tavoittelemaa yli 17 %:n EBITA-marginaalia realistisena, jonka uskomme yhtiön saavuttavan tulevina vuosina. Toisaalta suuri uhka EBITA-%:n nousulle on hintakilpailun kiristymisen ja kansainvälistymisen epäonnistuminen. On myös mahdollista, että kansainvälistyminen tulee nostamaan konsernikuluja hankkeen alkuvaiheessa väliaikaisesti, jolloin myös kannattavuus ottaisi osumaa. Tämä tilanne olisi kuitenkin väliaikainen, mikäli yhtiö onnistuu tekemään edes välttävää (suhteessa Suomen kannattavuuteen) kannattavuutta Ruotsissa.

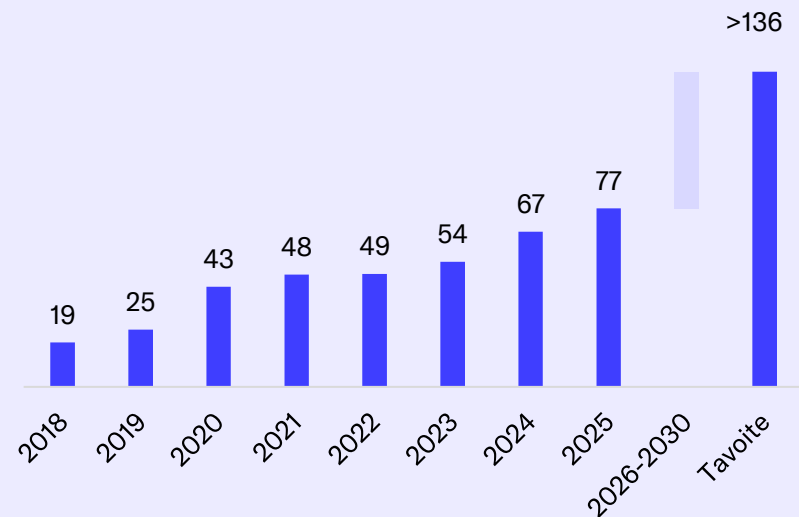
Yrityssostot mahdollisia, mutta epätodennäköisiä

Yrityssostot 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. Näkemysemme mukaan Puuilolle sopivat ostokohteet (tarpeeksi suuri paikkakunta, ei liian lähellä Puuilon olemassa olevia myymälöitä, sopiva myymälätila) Suomessa ovat kuitenkin melko harvassa. Siten pidämme yritysostojen toteutumista tällä strategiakaudella epätodennäköisenä.

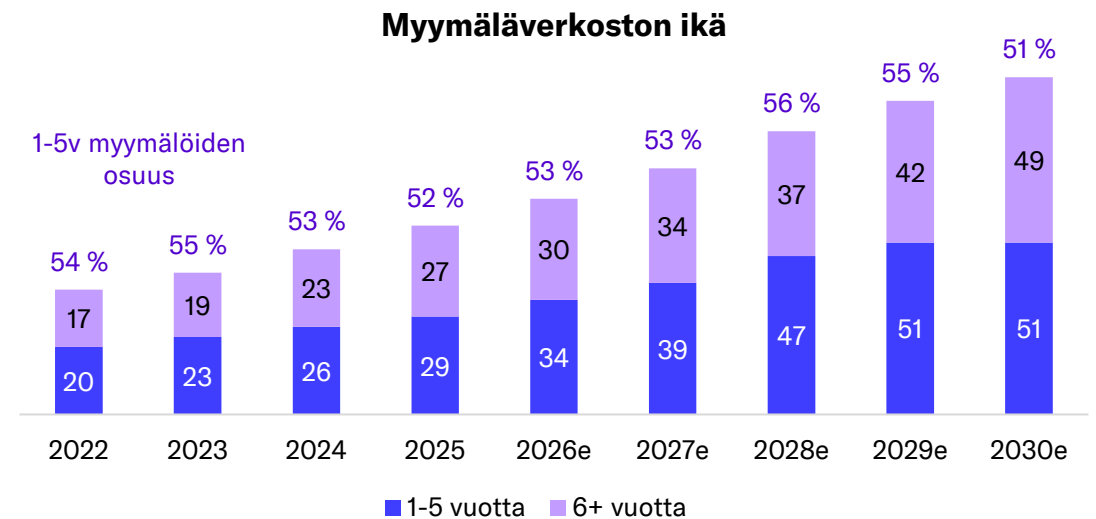
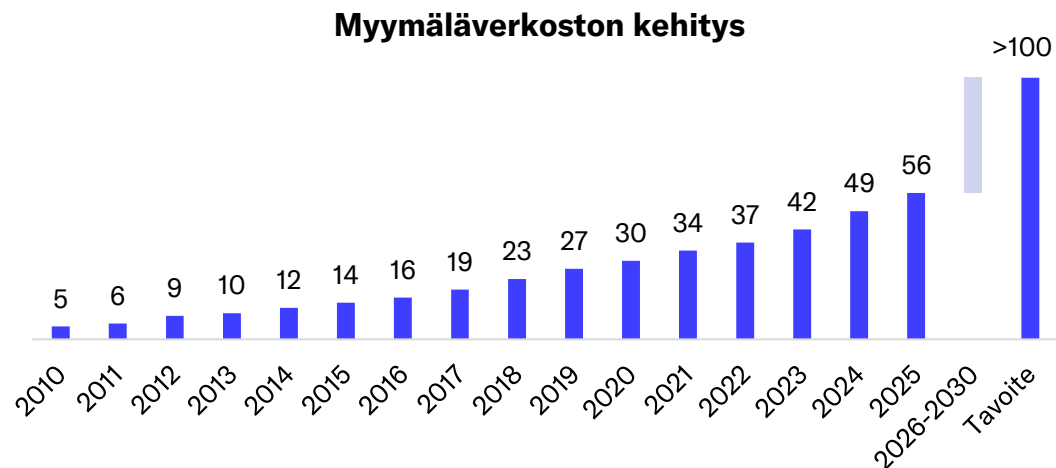
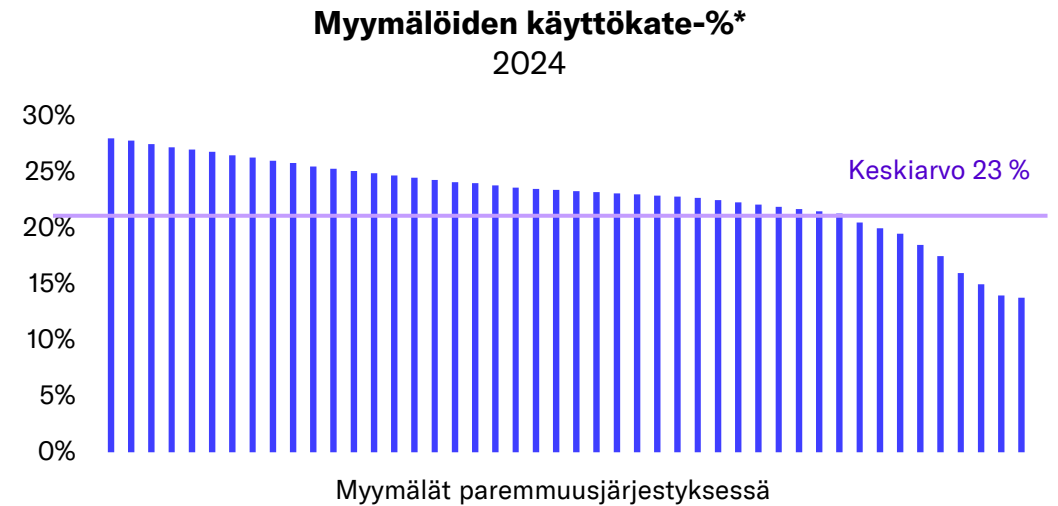
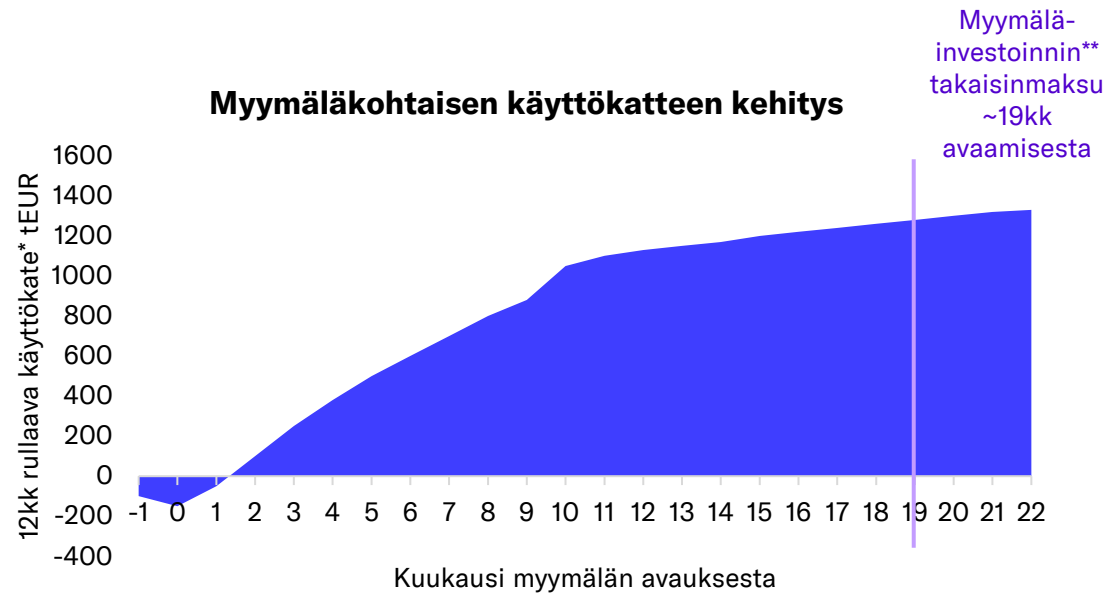
Omien tuotemerkkien osuus liikevaihdosta



Oik. EBITA:n kehitys



Strategia – Myymäläavausmalli ja muuta faktaa yhtiön myymäläverkostosta (4/4)



Lähde: Puuilo, Inderes

*Käyttökatte sis. vuokratulot, **CAPEX (0,3 MEUR) + alkuvarasto (1,5 MEUR)

Taloudelliset tavoitteet (1/2)



Taloudelliset tavoitteet (2025-2030)

Yli 800 MEUR liikevaihto

- Puuilo on kasvanut keskimäärin 20 % vuodessa (2010-2025 CAGR) uusien ja vanhojen myymälöiden tukemana.
- Tavoitteen saavuttaminen edellyttää vähintään 13 %:n vuosikasvua. Karkeasti puolet kasvusta arvioidaan syntyvän vanhoista myymälöistä, sillä verkoston ikä on vasta nuori. Toisen puolikkaan selittää myymäläverkoston laajentaminen (7-10 kpl per vuosi).

Yli 17 %:n oikaistu EBITA-marginaali vuoteen 2030 mennessä

- Puuilo saavutti ensimmäistä kertaa yli 17 %:n kannattavuustason korona-aikaan vuosina 2020-21. Kulupaineiden pakottamana marginaali tippui hetkellisesti alle tavoitetason. Vuonna 2024 yhtiö palasi yli 17 %:n tasolle, ja nyt tämä taso vaikuttaa jokseenkin normaalilta.
- Keskeisiä kannattavuutta tukevia komponentteja ovat paraneva myyntikate omien tuotemerkkien osuuden noustessa lähelle 30 %:a (pitkän aikavälin tavoite) sekä varttuvien myymälöiden tehokkuuden parantuminen yksikkökohtaisen myynnin noustessa.

Inderesin näkemys tavoitteista

- Edellytykset tavoitteen saavuttamiselle ovat mielestämme hyvät. Yhtiö on onnistunut saamaan uutta kannattavaa kasvua myös haastavassa kilpailuympäristössä, mikä viestii konseptin defensiivisyydestä ja houkuttelevuudesta.
- Vauhdikkaasti käyntiin lähtevä kansainvälistyminen voisi nostaa liikevaihdon selvästi yli tavoitteen, mutta oletettavasti Ruotsin myymälöiden yksikkökohtainen myynti kehittyy Suomen vastaavaa hitaammin Puuilon matalan tunnettuuden tähden. Ennustamme 2030e liikevaihdon nousevan 792 MEUR:oon.

- Ennustamme yhtiön jatkavan vertailukelpoista kasvuaan, mikä parantaa myymäläverkoston alla olevaa kannattavuusprofiilia (ts. myymäläkohtainen kasvu skaalautuu). Myyntikate-%:n osalta ennustamme asteittain nousevaa kehitystä omien tuotemerkkien osuuden nousun myötä.
- Oleellinen uhka yli 17 %:n kannattavuudelle on kiristynvä kilpailutilanne ja sen myötä syntyvä hintakilpailu. Lisäksi Ruotsiin laajentuminen nostaa konsernin kulurakennetta ainakin alkuvaiheessa, jolloin myynti on vähäistä. Näistä uhkakuvista huolimatta ennustamme konsernin kannattavuuden pysyvän tavoitetason yläpuolella hieman alle 18 %:ssa.

Taloudelliset tavoitteet (2/2)



Taloudelliset tavoitteet (2025-2030)

Yli 80 %:n voitonjako

- Yhtiö pyrkii palauttamaan ainakin 80 % nettotuloksestaan omistajilleen vuosittain. Voitonjakokeinoina yhtiö voi käyttää osingon lisäksi mm. omien osakkeiden ostamista.
- Vahvan kassavirtaprofiilin ja alhaisten investointitarpeiden myötä yhtiön kassa paisuu nopealla tahdilla. Tästä syystä yhtiö on maksanut suurimman osan tuloksestaan omistajilleen osinkoina.

Alle 2,5x nettovelka/käyttökate -suhde

- Yhtiön vahvan tuloksetyksen myötä velkaisuus mitattuna nettovelan ja käyttökateen suhteena on vajonnut nollan tuntumaan listautumisen 2x tasolta. Q1'26 päätteeksi tunnusluku oli 1,2x (0,3x IFRS-16 oikaistuna).

Inderesin näkemys tavoitteista

- Ennustamme yhtiön voitonjakosuhteen säilyvän vähintään 80 %:n tasolla, jonka lisäksi yhtiö tulee palauttamaan kassaan kertyvää pääomaa lisäosingoin (ei ennusteissa).
- 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.

- 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.

Historiallinen kehitys (1/2)

Yhtiö on vahvassa kasvuvauhdissa

Puuilon liikevaihdon kasvu on ollut viime vuodet vahvaa, vaikka markkinatilanne on vaihdellut voimakkaasti (2017-2025 CAGR 18,3 %). Samalla yhtiön kokoluokka on moninkertaistunut nopeasti. Kasvu on tullut uusista myymäläavauksista, mutta samalla 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 reilun 10 MEUR:n myyntiä. Puuilolla on tällä hetkellä noin 60 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.

Kannattavaa kasvua läpi historian

Yhtiön oikaistu EBITA (liikevoitto ennen tavaramerkkien poistoja) on kasvanut vuoden 2018 19 MEUR:sta tilikauden 2025 77,1 MEUR:oon. Suhteellisesti kannattavuus on

parantunut samaisena periodina 14,1 %:sta 17,4 %:iin. Tämä on arviomme mukaan ollut kasvun lisäksi seurausta kohonneesta myyntikatteesta (myyntikate-% on noussut 34,6 %:sta vuonna 2018 38,2 %:iin vuonna 2025 nousseiden ostovolyymin sekä omien tuotemerkkien osuuden kasvun myötä), todella tehokkaasta kulurakenteesta ja varttuvien myymälöiden tuomasta liikevaihdon skaalautumisesta.

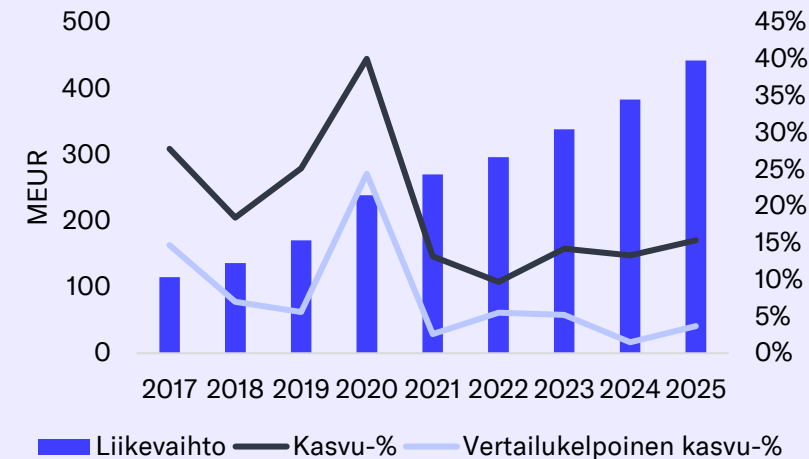
Kulurakenne on jo erittäin kilpailukykyinen

Puuilon vuokratustannukset huomioivat kiinteät kulut (2025: 21 % liikevaihdosta; 2018-25: 20 %) ovat kilpailijoita selvästi alhaisemmat etenkin matalammista vuokratasoista johtuen. Kulukuria noudatetaan laajalti myös muiden kuluerien osalta (myymälähenkilöstön tehokkuus ja kapea hallintorakenne). Esimerkiksi Tokmannin ja Rustan kiinteiden kulujen osuus (sis. vuokrat) liikevaihdosta on ollut 28 %:n ja 35 %:n tuntumassa 2020-25 aikana.

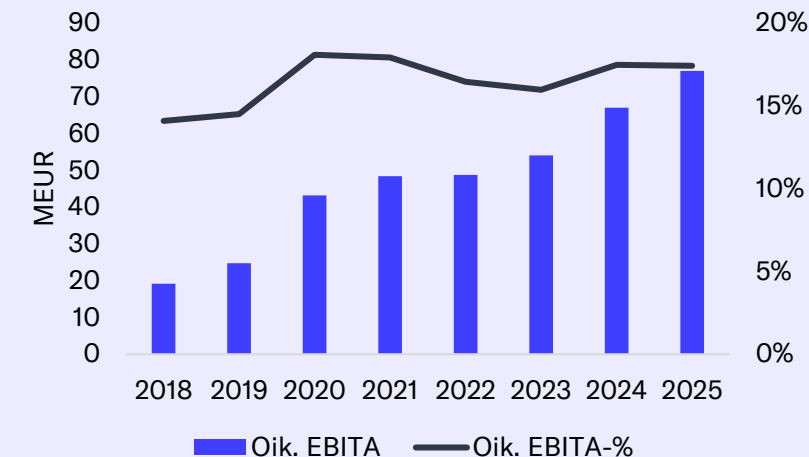
Puuilon selvästi suurin kuluerä on materiaalikustannukset, joiden osuus liikevaihdosta on laskenut yli 3 %-yksiköllä vuoden 2025 62 %:iin. Materiaalikustannusten tehostuminen on arviomme mukaan seurausta yhtiön kasvaneesta kokoluokasta ja sen myötä saavutettavista ostoeduista. Samaan aikaan yhtiö on onnistunut kasvattamaan kannattavamman katerakenteen omaavia omia tuotemerkkejä, joilla on suhteellisia materiaalikustannuksia laskeva vaikutus.

Puuilon henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on pysynyt melko vakaana 10 %:n tienoilla. Kuluissa nähtiin voimakkaampaa skaalautumista vuosien 2018-20 aikana, kun myymäläavaustahti oli maltillista ja matala inflaatio piti palkankorotukset lievinä.

Liikevaihdon kehitys



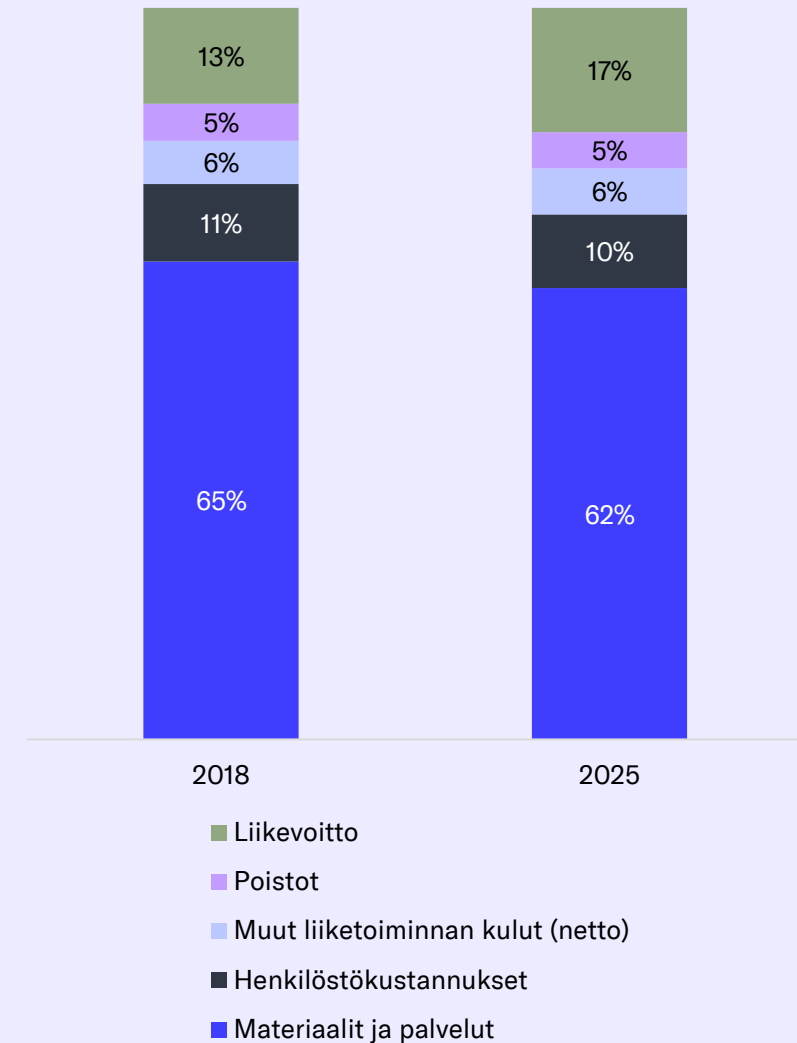
Tuloskehitys



Historiallinen kehitys (2/2)

Liiketoiminnan muiden kulujen osuus on pysynyt melko tasaisena noin 6 %:ssa. Näihin kuluihin lukeutuvat 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 skalaautuneet.

Kulurakenne



Taloudellinen asema (1/2)

Liiketoiminta sitoo hyvin vähän pitkäikäisiä omaisuuseriä

Puuilon taseen loppusumma oli 317 MEUR tilikauden 2025 päättyessä. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta yhtiön taseessa on noin 150 MEUR, josta merkittävä osa on vuokrakiinteistöihin liittyviä käyttöomaisuuseriä (92 MEUR). Muut pitkäaikaiset aineelliset hyödykkeet koostuvat lähinnä myymälöiden kalusteista ja koneista (8 MEUR).

Pitkäaikaisissa varoissa on myös runsaasti aineettomia hyödykkeitä (47 MEUR), josta suurin osa on liikearvoa (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 2025 lopussa 123 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. Varaston kierron (2025: 2,3x) nopeutumisen myötä myös varaston suhteellinen osuus on laskenut.

Yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset ovat suhteellisen pienet, yhteensä noin 13 MEUR. Niitä kertyy vähän, sillä Puuilon kuluttaja-asiakkaat maksavat tuotteet heti kassalla.

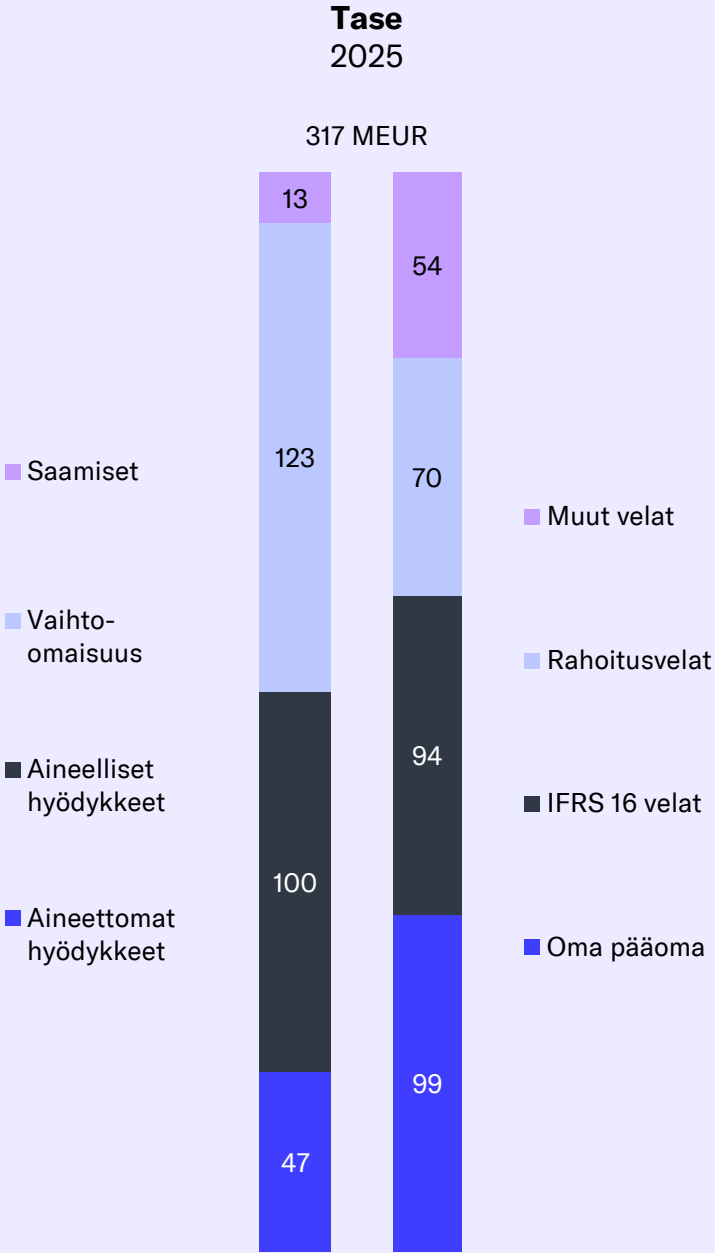
Yritysassiakkailla tarjolla on 14-30 päivän maksuaikoja, jotka ovat käsityksemme mukaan nousussa. Tämä tarkoittaa sitä, että myyntisaamisten suhteellinen osuus saattaa tulevaisuudessa nousta, mikä tosin tuo yhtiölle lisää volyyymia ja parempaa katetta.

Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2025 lopussa vahva, sillä taseessa oli käteistä 33 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 2025 lopussa lähes 100 MEUR, mikä vastaa noin 31 %:n omavaraisuusastetta. IFRS16-eristä oikaistuna tämä vastaa reilun 40 %:n omavaraisuusastetta, joka on terveellä tasolla. Korollista velkaa yhtiöllä oli vuokravastuisiin liittyvät vuokrasopimusvelat 94 MEUR sekä noin 70 MEUR:n pankkilainat. IFRS 16-eristä oikaistuna yhtiön nettovelka oli yhtä suuri kuin viim. 12kk käyttökate, mikä viestii velkaisuuden olevan hyvin hallinnassa.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli reilut 50 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja ja saatuja ennakkoja oli noin 32 MEUR ja loput olivat muita lyhytaikaisia korottomia velkoja.



Taloudellinen asema (2/2)

Investoinnit ja nettokäyttöpääoma

Kokonaisuudessaan Puuilon liiketoiminta on hyvin pääomakevyttä. Investoinnit koostuvat myymäläavauksiin ja niiden ylläpitoon liittyvistä panostuksista (ml. alkuvarasto) sekä kasvuinvestoinneista. Vuonna 2018 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. Viime vuosien vauhdikkaampi myymäläavaustahti on myös nostanut investointitasoa aavistuksen (2024-25 6-7 MEUR). Keskimäärin Puuilon investoinnit ovat pysyneet noin 4 MEUR/v tasoilla.

Vuonna 2025 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.

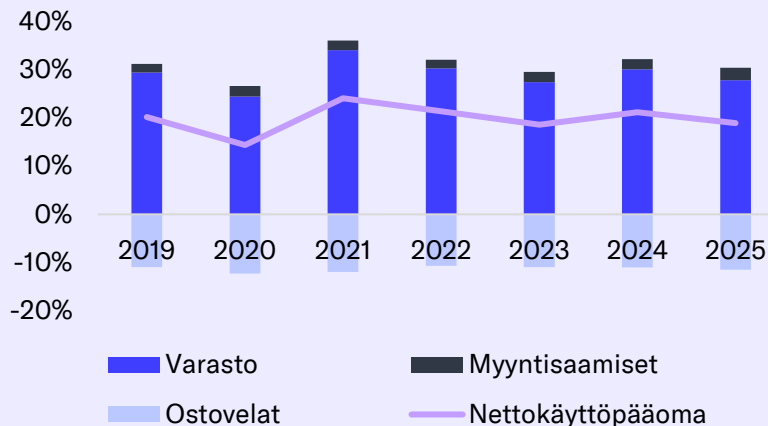
Rahavirtaa allokoidaan osinkoon

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 2025 vapaa rahavirta oli erinomainen 54 MEUR, ja se on vuosittain kasvanut reilu 20 %:n tahtia (2019-25).

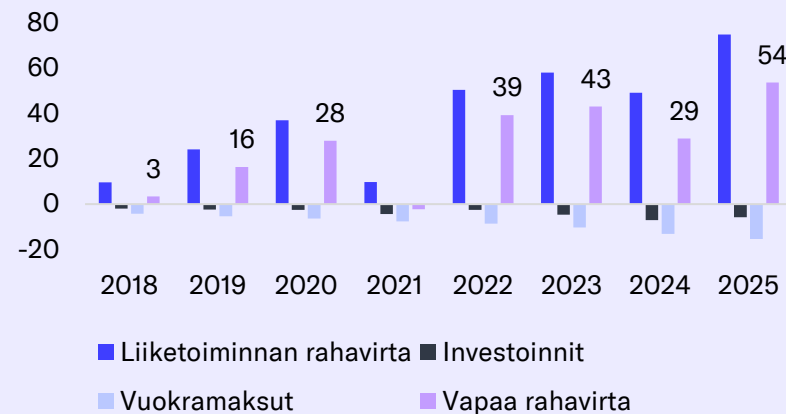
Yhtiön tavoitteena on jakaa vähintään 80 % nettotuloksesta

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.

Nettokäyttöpääoma*
% liikevaihdosta



Vapaa rahavirta
MEUR



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

Kansainvälistymisen pilotointi Ruotsissa pidentää kasvupolkua

4

Erinomainen kannattavuus ja pääoman tuotto sektoriin nähden

5

Vahva kassavirta, jota kanavoidaan korkealla suhteella voitonjakoon

Potentiaali

- Myymälämäärän kasvattaminen Suomessa yli 90:een (Q2'26: 59 kpl) ja vanhojen myymälöiden neliömyynnin kasvattaminen
- Kannattavampien omien tuotemerkkien osuuden nousu
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kiinteiden kulujen (vuokrat, hallinto, markkinointi jne.) skaalautuminen
- Tiukka kulukuri
- Kansainvälistyminen

Riskit

- Kilpailutilanteen kiristyminen keskeisten kilpailijoiden laajentaessa kivijalkaverkostojaan
- Geopoliittiset jännitteet saattavat vaikuttaa välillisesti yhtiön kehitykseen
- Kuluttajien heikentynyt ostovoima
- Remontoinnin ammattimaistumisen ja lisääntyvän kerrostaloasumisen trendi

Ennusteet (1/4)

Ennustemalli

Keskeinen ajuri yhtiön kasvun ja kannattavuuden kehityksen kannalta on myymäläverkoston laajentaminen. Tästä syystä mallinnamme liikevaihdon kehitystä myymälämäärän, myymälöiden pinta-alan (m2) 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. Kansainvälistymisen myötä olemme tarkastelleet Puuilon tulevaisuuden kehitystä maakohtaisesti eri skenaarioin (ks. 38). Tosin yhtiö tuskin tulee lyhyellä tähtäimellä raportoimaan tarkkaa maakohtaista kehitystään.

Ennusteet yhteenveto

Puuilon kasvutarina nojaa ennusteissamme edelleen myymäläverkoston laajentumiseen, ja odotamme yhtiön avaavan 6-7 uutta myymälää Suomessa vuosittain. Tätä kautta arvioimme kotimaan verkoston yltävän 90 myymälään vuoden 2030 päätteeksi. Avausten ohella kasvua kannattelee verkoston yhä matala keski-ikä (~50 % myymälöistä alle 5-vuotiaita), sillä myymälän myynti kasvaa ja kannattavuus paranee tyypillisesti vielä useita vuosia avauksen jälkeen. Kotimaan lisäksi ennustamme yhtiön avaavan 10 myymälän pilottiverkoston Ruotsiin 2030 mennessä. Siten päädyimme noin 12 %:n liikevaihdon vuosikasvuun (2025-2030 CAGR-%).

Volyymikasvu on ennusteissamme keskeisin tulokasvun lähde. Arviomme mukaan yhtiön kulurakenteessa on vielä jonkin verran skaalautumisen varaa, mutta alati laajeneva myymäläverkosto tuo edelleen kulupainetta konsernitasolla. Arvioimme yhtiön myyntikate-%:n saavan myötätuulta omien tuotemerkkien nopeasta kasvusta, mutta samaan aikaan ennakoimme toimialan kilpailutilanteen kiristyvän vuosittain useiden halpatoimijoiden laajentaessa verkostiaan. Ruotsin laajentuminen syö kulutehokkuutta ensimmäisten vuosien ajan, sillä ennustamme toiminnan kääntyvän voitolliseksi vasta vuonna 2030. Näillä oletuksilla odotamme EBITA:n nousevan 2030 päätteeksi 17,6 %:iin (2025: 17,4 %) ja osakekohtaisen tuloksen kasvavan 14 %:n vuositahtia (2025-2030 CAGR-%).

2026 ohjeistus

Puuilo odottaa tilikauden 2026 liikevaihdon olevan 480-510 MEUR:n välillä (2025: 442 MEUR) ja oikaistun EBITA:n osuvan 80-90 MEUR:n haarukkaan (2025: 77 MEUR). Ohjeistuksen keskikohta indikoi noin 12 %:n vuosikasvua ja 17,2 %:n EBITA-marginaalia.

2026: Alkuvuoden vahva kehitys lupaa hyvää

Vuoden 2026 alku oli Puuilolle erittäin väkevä. Liikevaihto kasvoi kaksinumeroisesti, vertailukelpoinen kasvu kiihtyi ja myyntikate-% parani reippaasti. Edellä mainittujen tekijöiden johdosta H1:n oik. EBITA nousi vertailukaudesta 30 %.

Arvioimme H1:n hyvän trendin jatkuvan loppuvuoden aikana. Ennustamme 2026 liikevaihdon nousevan niin laajenevan myymäläverkoston (9 uutta myymälää) kuin vertailukelpoisen kasvun tukemana 15 prosenttia 509 MEUR:oon. Alkuvuoden trendistä hidastuvaa myyntikate-%:n

Ennusteiden ajurit

Liikevaihto

794 MEUR

2030e liikevaihto

+12 %

liikevaihdon CAGR
2025–30e

- 6–7 uutta myymälää vuodessa → 90 myymälää Suomessa 2030
- Vertailukelpoinen kasvu jatkuu: ~50 % myymälöistä alle 5-vuotiaita → myynti kasvaa iän myötä
- Ruotsi: 10 myymälää 2030 mennessä

Oikaistu EBITA-% ja EPS

17,6 %

EBITA-% 2030e
(2025: 17,4 %)

+14 %

EPS:n CAGR
2025–30e

- Volyymikasvu ja osittain skaalautuva kulurakenne keskeisimmät tulokasvun lähteet
- Omat tuotemerkit tukevat, kiristynvä hintakilpailu painaa myyntikatetta
- Ruotsi voitollinen vasta 2030

Ennusteet (2/4)

kehitystä pitkälti selittää raaka-aineinflaatio ja rahdin nousseesta hinnasta koituvat lisäkustannukset. Lisäksi arvioimme etenkin Q1:n saaneen merkittävää myötätuulta omien tuotemerkkien vahvasta myynnin kasvusta. Arvioimme kiinteiden kulujen kehityksen jatkuvan yhtiön kannalta myönteisenä, mitä tukee piristyvän vertailukelpoisen kasvun mahdollistama skaalautuminen. Uskomme EBITA:n nousevan reippaasti ja saavuttavan 94 MEUR:n (2025: 77 MEUR) tason. Tämä vastaa 18,5 %:a liikevaihdosta.

2027-28: avaukset ja verkoston kypsyminen kantavat kasvua

Kasvun ajurit pysyvät myös seuraavina vuosina ennallaan, ja ennustamme liikevaihdon kasvavan 15 % vuonna 2027 ja 13 % vuonna 2028. Kasvuprosenttia suhteessa avattujen myymälöiden määrään (9 ja 11) hidastavat Ruotsissa avattavat myymälät sekä hieman maltillisemmat odotukset vertailukelpoisesta kasvusta. Arvioimme Ruotsin myymälöiden liikevaihtopotentiaalin olevan alkuvaiheessa merkittävästi Suomea pienempi, johtuen konseptin vielä heikosta tunnettuudesta uudella markkinalla. Piristyvän talouskehityksen johdosta rohkeampi näkemys vertailukelpoisen kasvun suhteen voisi olla perusteltu, mutta entiseen tapaan ennustamme Puuilon keskipitkän aikavälin kasvun kehittymistä suuremmalla turvamarginaalilla korkealle viritettyjen kasvuodotusten johdosta.

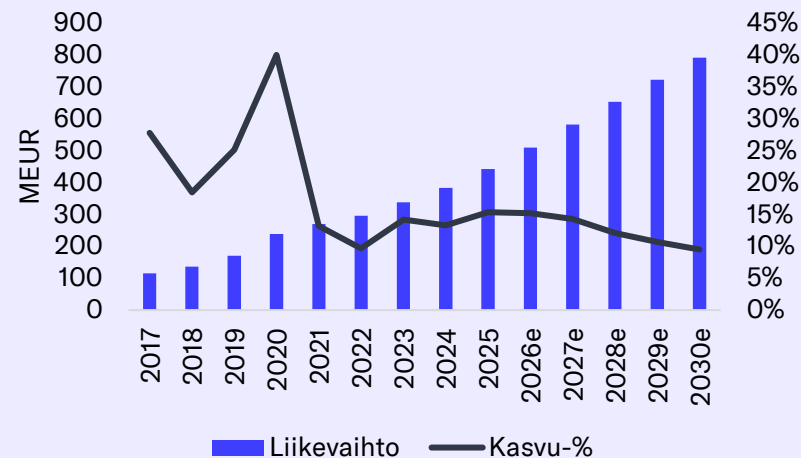
Arvioimme yhtiön myyntikate-%:n pysyvän melko stabiilina, mitä tukee omien tuotemerkkien nouseva osuus. Samaan aikaan Ruotsin laajentuminen tuo loven konsernitason marginaalikehitykseen. Arvioimme valikoiman osittaisen lokalisoinnin tuovan lievää vastatuulta Ruotsin toimintojen marginaalitasoon, jonka lisäksi uskomme yhtiön

kampanjoivan uudella markkinalla voimakkaasti ensimmäisten vuosien aikana. Lisäksi olemme olettaneet toimialan kilpailun kiristyvän asteittain koko markkinan halpakauppaverkoston kasvaessa myös keskeisten kilpailijoiden toimesta. Toistaiseksi on kuitenkin haastavaa arvioida, missä määrin koko markkinan kasvu antaa periksi kilpailulle, mutta olemme melko varmoja siitä, että jollakin aikavälillä kilpailupaine tulee lisääntymään kapasiteetin ylittäessä kysynnän. Arvioimme kiinteiden kulujen suhteellisen osuuden nousevan pitkälti Ruotsin heikomman tehokkuuden johdosta. Tätä kautta ennustamme EBITA-marginaalin heikkenevän suhteessa vuoteen 2026 (18,5 %) ja asettuvan vuonna 2027 17,8 %:n ja vuonna 2028 17,6 %:n tasoille. Absoluuttisella tasolla ennakoimme EBITA:n kuitenkin nousevan, vaikka uskomme Ruotsin liiketoiminnan olevan vielä tappiollista tässä vaiheessa (liiketappio karkeasti 1 MEUR/v).

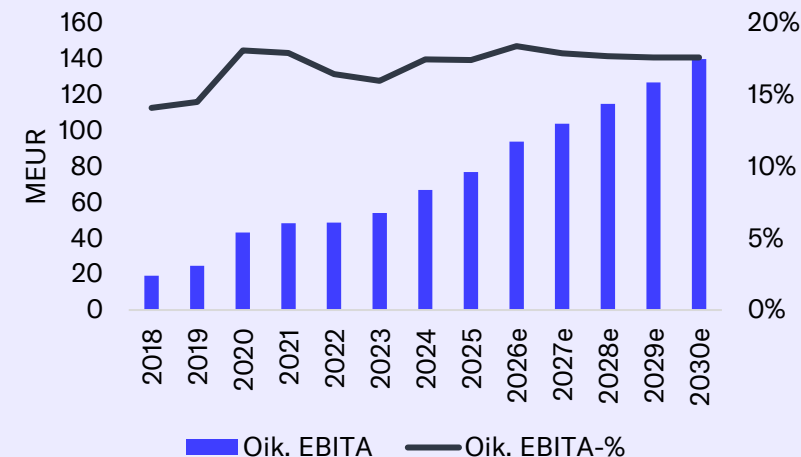
Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme konsernitason liikevaihdon kasvun jatkuvan reippaana aina vuoteen 2030 asti, jolloin Suomen myymäläverkosto on saavuttanut täyden potentiaalinsa. Suomen kasvu ei kuitenkaan pysähdy tähän, vaan nuorempien myymälöiden kasvu jatkuu useamman vuoden ajan hyvällä tasolla. Konsernitason liikevaihdon kasvlukemat kuitenkin hidastuvat 30-luvulla, vaikka ennustamme Ruotsin liiketoiminnan kasvavan lujaa. Keskeistä pitkän aikavälin ennusteissa on huomioida, että ennustamme myymälälaajentumisen kiihtyvän Ruotsissa pilottivaiheen

Liikevaihdon kehitys



Tuloskehitys



Ennusteet (3/4)

jälkeen. Lopulle ennustejaksolle (2030-35e) ennustamme keskimäärin 4 uutta myymälää. Todellisuudessa kasvuvauhti tulee tästä kiihtymään (mikäli konsepti sopii markkinaan), mutta tästä eteenpäin ennustemallimme huomioi liikevaihdon kasvun ikuisesti jatkuvana, jonka vuoksi Ruotsin pitkän aikavälin potentiaalin hahmottaminen jää skenaariomallimme varaan (ks. 38).

Arvioimme Puuilon kannattavuuden vakiintuvan reilu 17 %:n tasolle, missä korostuu Suomen tehokkaat operaatiot ja vielä rakennusvaiheessa oleva Ruotsin liiketoiminta. Arvioimme Ruotsin liiketoiminnan saavuttavan 5 %:n liikevoittomarginaalin vuonna 2030 ja reilu 10 %:n kannattavuuden vasta 2030-luvun loppupuolella. Nämä tasot ovat selvästi Suomen tasoa matalammat, mutta se on mielestämme toistaiseksi perusteltua heikon ennustettavuuden takia.

Kassavirta ja osinko

Puuilon liiketoimintamalli on poikkeuksellisen hyvin kassavirtaa generoiva, sillä myymälät toimivat vuokratiloissa ja investointitarve rajoittuu käytännössä uusien myymälöiden kalusteisiin sekä käyttöpääomaan. Tuloskasvun tukemana ennustamme liiketoiminnan rahavirran nousevan vuoden 2026 90 MEUR:sta 140 MEUR:oon vuoteen 2030 mennessä. Investoinnit (valtaosa vuokramaksuja) pysyvät ennusteissamme 30-40 MEUR:n välillä mikä vastaa noin 7 %:a liikevaihdosta. Vapaa kassavirta asettuu ennusteissamme 50-90 MEUR:n tasolle vastaten valtaosaa nettotuloksesta. Vahva kassavirta ja kevyt investointitarve tarkoittavat käytännössä sitä, että yhtiö kykenee jakamaan valtaosan tuloksestaan omistajilleen ilman, että kasvun rahoitus vaarantuu. Yhtiön tavoitteena on jakaa vähintään 80 % nettotuloksesta. Kun tase on käytännössä velaton ja kassa on kertynyt vahvaksi,

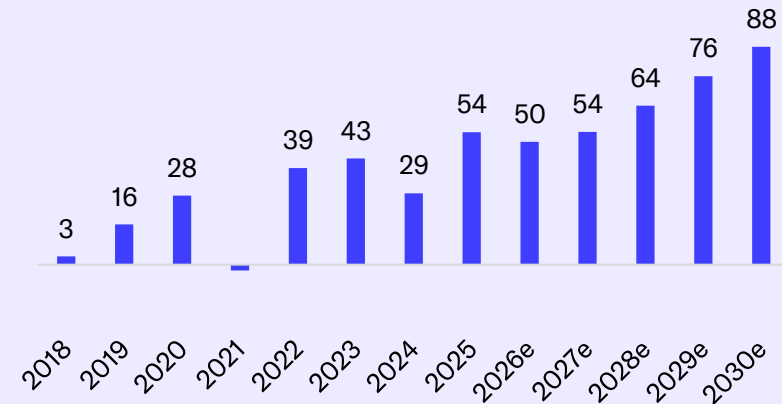
pidämme lisäosinkojen jatkumista todennäköisenä, ja olemme sisällyttäneet vuoden 2026 osinkoennusteeseemme 0,15 euron lisäosingon (yhteensä 0,75 euroa per osake). Tästä eteenpäin ennustamme osinkoa noin 80 %:n jakosuhteella, joskin lisäosingot tulevat näillä tulostasoilla jatkumaan myös tulevaisuudessa.

Pääoman tuotto ja tase

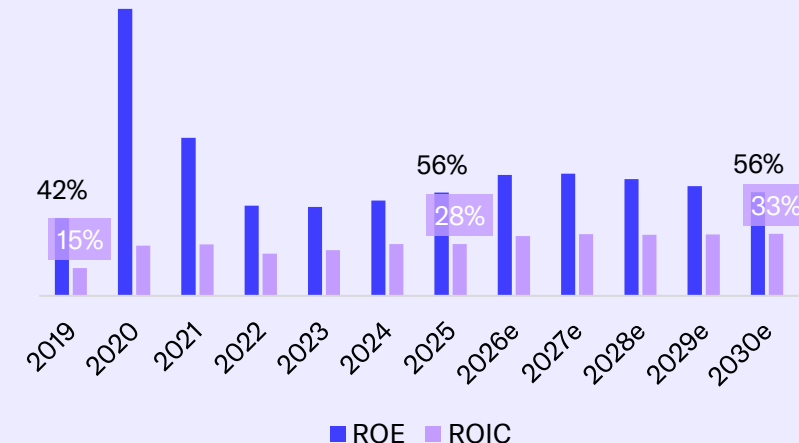
Puuilon pääomakevyt liiketoimintamalli ja toimialalle ennen näkemättömät kannattavuustasot ovat mahdollistaneet yhtiölle erinomaiset pääoman tuotot (ks. 8 ja sivun marginaali). Ennustamme sijoitetun pääoman tuoton pysyvän erinomaisella 30-35 %:n tasolla läpi ennusteperiodin. Ennustamamme oman pääoman tuottotasot vaihtelevat 50 %:n molemmin puolin. Isossa kuvassa ennakoimme tuottotasojen heikkenevän ennusteperiodin loppua kohden, mikä osaltaan viestii lisääntyvästä kilpailusta ja kotimaan myymäläavausputken päässä olevien heikommasta tuottopotentialista (ts. näiden myymälöiden tulospotentiaali ei ole nykyverkoston tasolla).

Taseen osalta Puuilon riskiprofiili on matala. Nettovelka oli vuoden 2025 päätteeksi 130 MEUR ja siitä suurin osa muodostuu IFRS 16 -vuokravastuista. Varsinaista korollista rahoitusvelkaa yhtiöllä on 70 MEUR:n edestä, emmekä ennusta sen nousevan. IFRS 16-eristä oikaistu nettovelka/käyttökate on ennusteissamme lähellä nollaa vuonna 2026, mikä ajan myötä laskee negatiiviseksi eli nettokassan puolelle. Tase antaa siten mielestämme yhtiölle paljon liikkumavaraa jatkaa sekä myymäläverkoston laajentamista että Ruotsin panostuksia ilman, että osingonjakokyky kärsii.

Vapaa rahavirta MEUR



Pääoman tuotto



Ennusteet (4/4)

Ennusteriskit

Olenaiset ennusteriskit liittyvät yhtiön myymäläverkoston kasvutahtiin. Mikäli yhtiön myymäläavaustahti jää ennakoimastamme noin 10 myymälän vuosittaisesta vauhdista, tulee tällöin tulostekertymä painottumaan pitemmälle tulevaisuuteen. Lisäksi näemme olennaista riskiä kilpailutilanteen kehittymisen suhteen, sillä useat halpa-/DIY-toimijat aikovat kasvattaa myymäläverkostojaan melko aggressiivisesti. Ajan myötä halpakaupan suosion kasvun mahdollistama kasvupotentiaali alkaa vähentyä, ja saatamme jonain päivänä olla tilanteessa, jossa toimialalla on selvää ylikapasiteettia. Tämä skenaario tulisi näkymään toimialan marginaaleissa negatiivisesti. Toisaalta, mikäli Puuilon konsepti osoittautuu toimivaksi Ruotsissa, avaa se mielestämme pitkän kasvuladun yhtiölle koko Pohjois-Euroopassa.

Ennustemuutokset

Ennusteesme säilyivät raportin yhteydessä ennallaan.

Ennustemuutokset	2026e	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	509	509	0 %	585	585	0 %	659	659	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	92,9	92,9	0 %	103	103	0 %	114	114	0 %
Liikevoitto	92,5	92,5	0 %	103	103	0 %	114	114	0 %
Tulos ennen veroja	86,0	86,0	0 %	96,3	96,3	0 %	107	107	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,82	0,82	0 %	0,93	0,93	0 %	1,04	1,04	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	383	89,3	136	116	101	442	104	153	135	117	509	585	659	728
Käyttökate	84,0	15,8	32,8	27,0	21,7	97,3	21,5	39,3	31,1	25,0	117	131	146	162
Poistot ja arvonalennukset	-18,7	-5,4	-5,3	-5,6	-5,7	-22,0	-5,8	-6,1	-6,2	-6,3	-24,4	-28,0	-31,7	-35,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	65,2	10,4	27,5	21,4	16,1	75,4	15,9	33,4	24,9	18,7	92,9	103	114	126
Liikevoitto	65,2	10,4	27,5	21,4	16,0	75,3	15,7	33,2	24,9	18,7	92,5	103	114	126
Nettorahoituskulut	-5,1	-1,4	-1,4	-1,4	-1,2	-5,5	-1,5	-1,7	-1,6	-1,7	-6,5	-6,6	-7,2	-7,7
Tulos ennen veroja	60,1	9,0	26,0	20,0	14,8	69,8	14,2	31,5	23,3	17,0	86,0	96,3	107	119
Verot	-12,0	-1,8	-5,2	-3,9	-2,9	-13,8	-2,8	-6,2	-4,7	-3,4	-17,1	-17,3	-19,3	-21,4
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	48,1	7,2	20,8	16,1	11,9	56,0	11,4	25,3	18,7	13,6	68,9	78,9	87,9	97,4
EPS (oikaistu)	0,57	0,09	0,25	0,19	0,14	0,66	0,14	0,30	0,22	0,16	0,82	0,93	1,04	1,15
EPS (raportoitu)	0,57	0,09	0,25	0,19	0,14	0,66	0,13	0,30	0,22	0,16	0,81	0,93	1,04	1,15

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	13,3 %	18,4 %	13,2 %	13,7 %	17,7 %	15,4 %	16,2 %	12,8 %	15,9 %	16,2 %	15,1 %	15,0 %	12,6 %	10,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	23,5 %	37,6 %	12,5 %	11,1 %	15,4 %	15,6 %	52,3 %	21,4 %	16,2 %	16,7 %	23,2 %	10,7 %	11,2 %	10,5 %
Käyttökate-%	21,9 %	17,7 %	24,1 %	23,3 %	21,4 %	22,0 %	20,7 %	25,6 %	23,1 %	21,3 %	23,0 %	22,4 %	22,2 %	22,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,0 %	11,7 %	20,2 %	18,5 %	15,9 %	17,0 %	15,3 %	21,8 %	18,5 %	16,0 %	18,3 %	17,6 %	17,4 %	17,4 %
Nettotulos-%	12,6 %	8,1 %	15,3 %	13,9 %	11,7 %	12,7 %	11,0 %	16,5 %	13,9 %	11,6 %	13,5 %	13,5 %	13,3 %	13,4 %

Lähde: Inderes

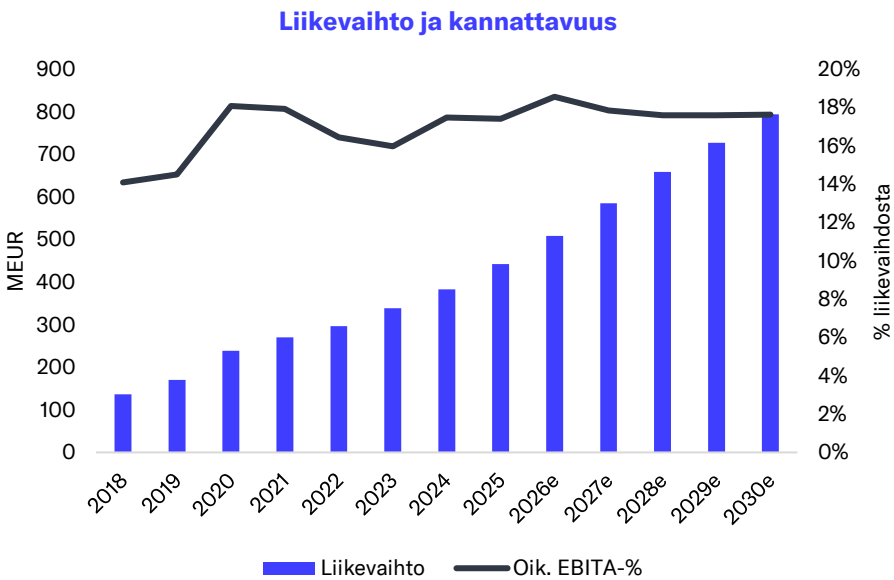
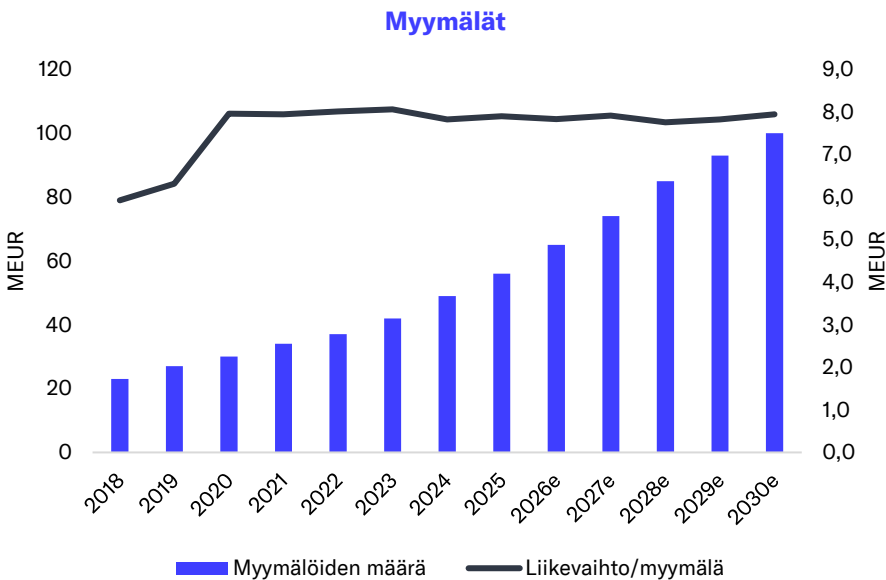
Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	139	149	163	180	196
Liikearvo	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
Aineettomat hyödykkeet	16,0	13,7	13,6	13,5	13,5
Käyttöomaisuus	88,0	100,0	115	131	147
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,6	1,6	1,8	2,0
Vaihtuvat vastaavat	142	168	193	221	256
Vaihto-omaisuus	116	123	142	163	184
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,2	11,6	12,7	14,6	16,5
Likvidit varat	18,3	33,0	38,0	43,7	56,0
Taseen loppusumma	281	317	356	401	452

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	102	98,9	112	127	152
Osakepääoma	29,1	29,0	29,0	29,0	29,0
Kertyneet voittovarot	72,7	69,9	82,9	98,2	123
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	122	151	182	203	221
Laskennalliset verovelat	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Varaukset	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Korolliset velat	118	147	179	199	218
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	57,4	67,2	61,6	71,7	79,1
Korolliset velat	15,0	16,2	0,6	1,4	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	42,4	51,0	61,1	70,2	79,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	281	317	356	401	452

Ennusteiden yhteenveto

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Myymlöiden määrä	23	27	30	34	37	42	49	56	65	74	85	93	100
Liikevaihto	136	170	239	270	296	339	383	442	509	585	659	728	794
Kasvu-%		25 %	40 %	13 %	10 %	14 %	13 %	15 %	15 %	15 %	13 %	10 %	9 %
Liikevaihto/myymälä	5,9	6,3	8,0	7,9	8,0	8,1	7,8	7,9	7,8	7,9	7,8	7,8	7,9
Myyntikate-%	34,6 %	35,3 %	36,5 %	36,8 %	36,2 %	36,6 %	37,7 %	38,2 %	39,0 %	38,7 %	38,8 %	38,7 %	38,7 %
Oik. EBITA	19	25	43	48	49	54	67	77	94	104	116	128	140
Oik. EBITA-%	14,1 %	14,5 %	18,1 %	17,9 %	16,5 %	16,0 %	17,5 %	17,4 %	18,6 %	17,8 %	17,6 %	17,6 %	17,6 %



Arvonmääritys (1/4)

Arvonmäärityksen ja tuotto-odotuksen yhteenveto

Puulo on profiililtaan kasvava ja erittäin 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 tulostekijöiden, osingot sekä arvostustekijöiden mahdolliset muutokset.

Toistamme lisää-suosituksen sekä 18 euron tavoitehintamme. Näkemyksemme mukaan osake tarjoaa sijoittajalle riittävän tuotto-odotuksen (~10 %) tulostekijöiden ja osinkotuoton tukemana. Lyhyellä tähtäimellä tuotto-odotusta toisaalta rajoittavat arvostustekijöt, jotka ovat viimeisen 12 kk:n toteutuneella tuloksella mitattuna korkeat.

Useita arvostusta tukevia tekijöitä

Näkemyksemme mukaan Puuilon arvostukselle löytyy useita sitä tukevia tekijöitä. Yhtiö on osoittanut konseptinsa defensiivisen luonteen, mikä on taannut tälle voimakasta kasvua haastavammassakin markkinatilanteessa. Toisin sanoen, yhtiö on voittanut viimeisen kahden vuoden aikana selvästi markkinaosuutta. Tämän yhtiö on tehnyt erittäin kannattavasti, johon harva toimialan verrokkia on kyennyt. Pääomakevyyden liiketoimintamallin sekä paksun kannattavuuden ansiosta yhtiön pääomantuottokyky on sektorin kärkeä, mikä mielestämme perustelee yhtiön kohonnutta arvostustasoa verrattuna esimerkiksi Helsingin pörssin arvostustasoon (seur. 12 kk P/E ~14x). Toisaalta tekijät, kuten toimialan kiristynyt kilpailu ja rajallinen markkinakoko

(muuttuu positiiviseksi ajuriksi, mikäli Ruotsin pilotti onnistuu) asettavat rajoitteen yhtiön arvostustekijöille.

Arvostus melko linjassa historiaan nähden

Viiden vuoden mittaisen pörssihistoriansa aikana Puuloa on hinnoiteltu keskimäärin 16x eteenpäin katsovalla P/E-tulostekijällä (ks. 36). Osakkeen hinnoittelu on viime aikoina noussut noin 20x tuntumaan, tasolle, jolla yhtiötä hinnoiteltiin kuumien kysyntäympäristöjen aikaan. Tällöin hinnoittelutekijöitä myös nosti matala korkoympäristö sekä muutoin kuumentunut osakemarkkina. Tätä kautta nykyhinnoittelua voitaisiin kuvailla melko kireäksi, mille löydämme myös perusteita. Yhtiön liikevaihdon vuosittainen kasvu on pysynyt 15-20 %:n välillä samalla kun liiketoiminnan laatu (kannattavuus ja pääoman tuotto) on mielestämme parantunut. Ruotsiin laajentuminen tosin lisää lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennustamiseen liittyvää epävarmuutta, mutta onnistuessaan pidentää konsernin kasvupolkua pitkälle tulevaisuuteen. Isossa kuvassa näemme, että nykytulostekijät ovat perusteltuja, mutta niissä ei mielestämme ole enää lainkaan nousuvaraa, vaan osakkeen arvonkehitystä ajaa tulostekijä. Siten tulostekijät aiheuttaisivat mielestämme osakkeelle laskupainetta niin tulostekijöiden kuin hinnoittelutekijöiden ajamana.

Tulostekijät perustellusti koholla

Edellisen 12 kk:n perusteella lasketut tulostekijät (P/E 23x ja IFRS 16 oik. EV/EBIT 19x) sijaitsevat mukavuusalueemme yläpuolella edellyttäen voimakkaan tulostekijöiden jatkumista. Ennustamamme tulostekijä (~15 %) korjaakin arvostuksen maltilliselle tasolle (2027-28e P/E 19 ja 17x ja IFRS 16 oik. EV/EBIT 15x ja 13x), kun huomioidaan yhtiön tulostekijöiden potentiaali sekä korkea pääomantuotto.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	13,2	13,2	13,2
Osakemäärä, milj. kpl	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo	1115	1115	1115
Yritysarvo (EV)	1243	1248	1248
P/E (oik.)	20,2	17,1	14,4
P/E	20,2	17,1	14,4
P/B	11,4	9,4	7,7
P/S	2,5	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	2,8	2,5	2,2
EV/EBITDA	12,9	10,9	9,5
EV/EBIT (oik.)	16,7	14,2	12,3
Osinko/tulos (%)	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,7 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Puilon arvostuksen ajurit



Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Houkutteleva konsepti mahdollistanut voimakasta kasvua myös heikossa toimintaympäristössä
- Erinomaiset näytöt kannattavasta kasvusta heikonkin markkinatilanteen aikaan
- Pääomantuotto sektorin parhaimmistoa



Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Vähittäiskaupan kiristynyt kilpailutilanne
- Rajallinen markkinan koko → muuttuu positiiviseksi ajuriksi, mikäli Ruotsin pilotti onnistuu
- Kansainvälistyminen nostaa riskitasoa

Lähde: Inderes

Arvonmääritys (2/4)

Preemiohinnoittelu verrokkeihin nähden perusteltu

Puuloa hinnoitellaan selvällä preemiolla laadukkaista vähittäiskaupan yhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Käytämme verrokkiryhmän mittatikkuna P/E-kerrointa, sillä EV-kertoimien vertailukelpoisuutta verrokkiryhmän sisällä heikentävät yhtiökohtaiset eroavaisuudet vuokrasopimusten pituuksissa (vaikuttavat IFRS 16 velan määrään).

Yleisesti pidämme preemion hyväksymistä Puuilolle perusteltuna yhtiön poikkeuksellisen korkean pääoman tuoton sekä pitkälle ulottuvan tuloskasvunäkymän johdosta. Kokonaisuudessaan näemme verrokkien hinnoittelun olevan melko neutraalilla tasolla (2026e mediaani P/E 15x), tosin kertoimet ovat viime kuukausien aikana laskeneet melko selvästi, mille emme löydä päteviä perusteita. Tätä kautta kestävä preemio voisi olla 15-30 %:n välillä. Tähän nähden nykyinen 40 %:n preemio vaikuttaa korkealta, emmekä siten näe verrokkien arvostuksen olevan positiivinen ajuri Puuilon hinnoittelukuvan näkökulmasta.

Osinkotuotto oikein hyvällä tasolla

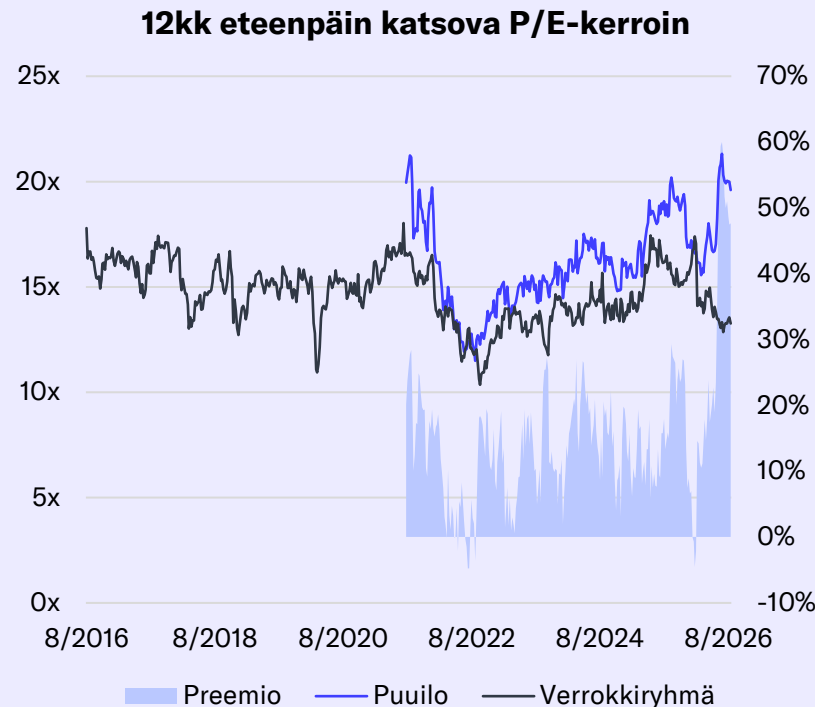
Kuten todettua, Puulo jakaa suuren osuuden tuloksestaan osakkeenomistajilleen osinkoina. Tämän myötä osakkeen tarjoama osinkotuotto kohoa jo melko hyville tasoille (2026-28e ~4-5 %), toimien siten tuotto-odotuksen ajurina. Näillä pääoman tuottotasolla tuloksen investointi liiketoimintaan olisi mielestämme järkevää, mutta toisaalta tiedostamme, että tätäkin voimakkaammat kasvuinvestoinnit (myymäläverkoston laajentaminen) asettaisivat painetta yhtiön suhteelliselle kannattavuudelle ja muutoin kevyelle liiketoimintarakenteelle.

Kassavirtamalli

DCF-mallimme mukainen Puuilon osakekannan arvo on 1577 MEUR, mikä vastaa 18,6 euron osakekohtaista arvoa. Tämä on nykykurssin yläpuolella, mikä yhdessä osinkotuoton kanssa 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 liittyy ennustamaamme ~15 %:n vuotuisen tuloskasvuun ja 17-18 %:n EBITA-kannattavuuteen on kilpailutilanteen ja kulutustottumusten (DIY → B2B) mahdolliset muutokset.

Kokonaistuotto-odotus säilyy houkuttelevana

Toteutuneilla tulospohjaisilla kertoimilla mitattuna yhtiötä hinnoitellaan mukavuusalueemme yläpuolella. Tämä on kuitenkin perusteltavissa, sillä odotamme yhtiön kykenevän voimakkaaseen tuloskasvuun tulevien vuosien aikana. Ennustamme Puuilon tuloksen kasvavan seuraavien kolmen vuoden aikana noin ~15 %:n vuositahtia. Ottaen huomioon 4-5 %:n osinkotuoton sekä hieman koholla olevan arvostustason asettuu osakkeen tuotto-odotus 10 %:n tienoille. Tämä ylittää asettamamme tuottovaateen hienoisesti tarkoittaen osakkeen riski/tuotto-suhteen olevan edelleen riittävä kohonneesta arvostuksesta huolimatta.



Arvonmääritys (3/4)

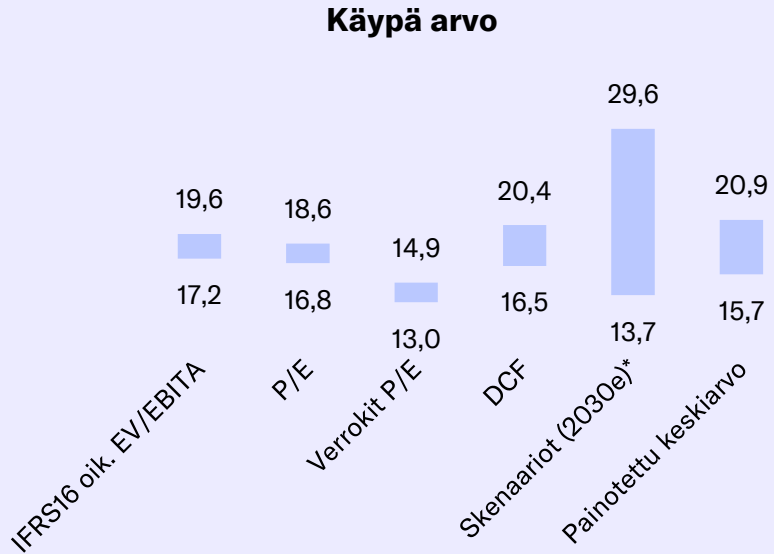
Pitkän aikavälin skenaariot

Olemme muodostaneet yhtiön pitkän aikavälin kehitykselle kolme erilaista skenaariota, sillä yhtiö on tällä hetkellä suuren muutoksen äärellä orgaanisen kansainvälistymisen johdosta. Optimistinen skenaario olettaa Ruotsin liiketoiminnan performoivan Suomen kaltaisesti pitkällä aikavälillä ja myymälämäärän kohoavan lopulta selvästi yli 100 kappaleeseen. Nykyennusteidemme mukainen perusskenaario olettaa Ruotsin laajentumisen etenevän asteittain ja kannattavuuden kehittyvän selvästi kotimaata hitaammin. Pessimistinen skenaario puolestaan olettaa kansainvälistymisen epäonnistumista sekä kehityksen keskinkertaistumista kotimaassa. Tarkemmat ennusteolettamat ovat tarjolla sivulla 38.

Sekä optimistinen että perusskenaario indikoivat yhtiön käyvän arvon olevan selvästi nykytasoa korkeampi. Perusskenaariolle laskettu vuosittainen kokonaistuotto-odotus (TSR) on reilu 10-15 %:n välillä, mikä mielestämme tarjoaa houkuttelevan tuotto-riskisuhteen. Optimistisessa skenaariossa tuotto-odotus kohoaisi 20 %:n tuntumaan, eli erinomaiselle tasolle. Optimistinen skenaario nojaa siihen, että yhtiötä hinnoitellaan edelleen korkeilla kertoimilla johtuen pitkälle tulevaisuuteen yltävästä tuloskasvunäkymästä kansainvälistymisen jatkuessa myös Ruotsin ulkopuolelle. Pessimistisessä skenaariossa oletamme kotimaan fundamenttien kehityksen heikkenevän, myymäläverkoston jäävän 80 kappaleeseen. Ruotsin laajentuminen jäisi tässä skenaariossa pilotointivaiheeseen, jolloin kasvunäkymä olisi oleellisesti nykyistä heikompi. Tällöin tuotto-odotus olisi puolestaan hyvin heikko ja osakkeen käypä arvo olisi selvästi nykykurssia matalampi johtuen heikosta tuloskehityksestä sekä hinnoittelukertoimien laskuvarasta.

Osakkeen käypä arvo

Määritämme Puuilon osakkeen käyvän arvon haarukaksi 16-20 euroa. Tämän painotettu keskikohta on ~18 euroa, mikä on tavoitehintamme mukainen. Käypä arvo perustuu absoluuttisten ja suhteellisten tuloskertoimien sekä DCF-mallin tuottamiin arvoihin. Kerroinpohjaisesti johdetut arvot perustuvat vuoden 2027 ennusteisiimme, poislukien vuodelle 2030 muodostetut skenaariot.



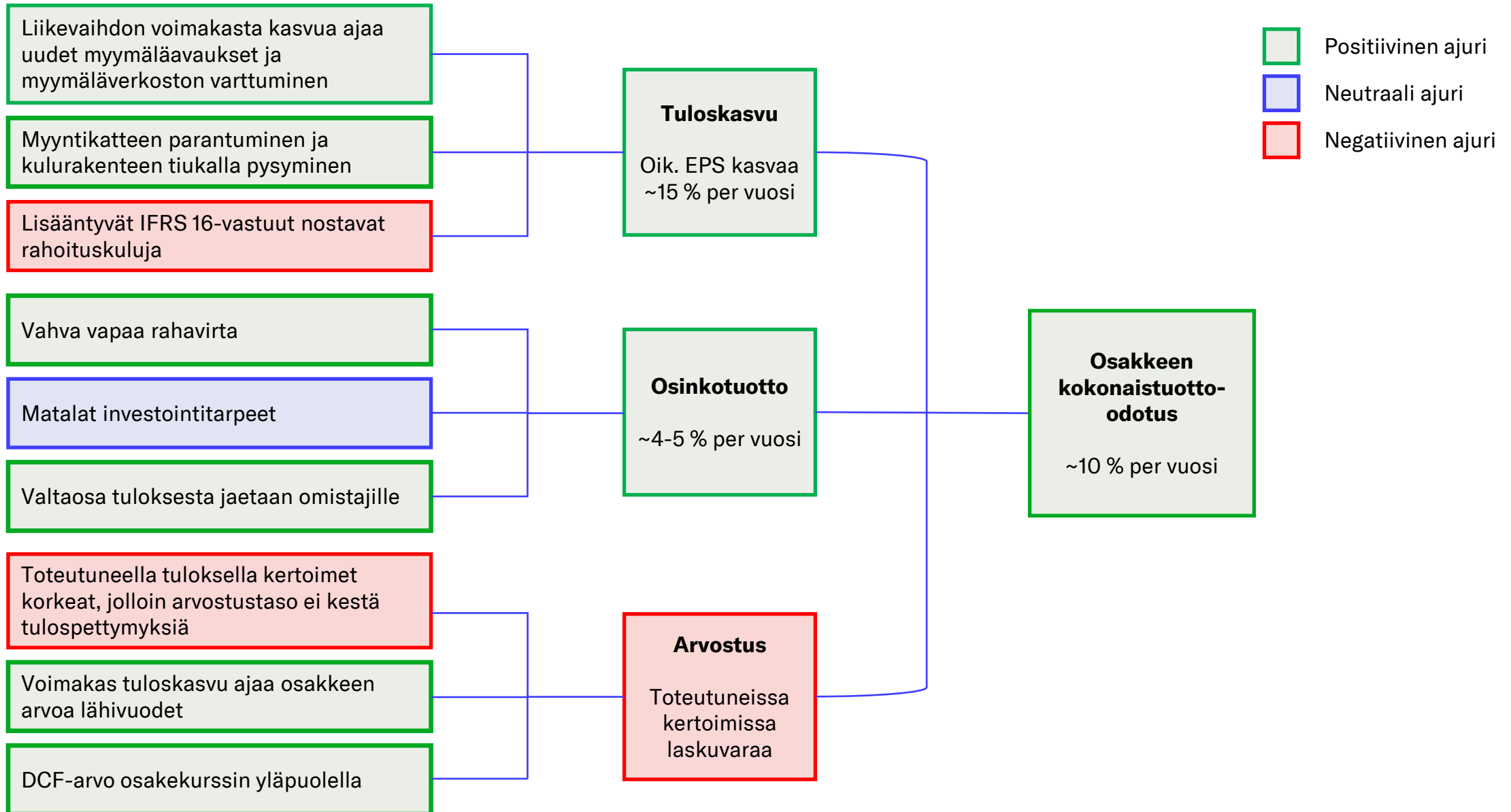
Taustaoletukset:
EV/EBITA 16-18x
P/E 18-20x
Verrokit P/E 14-16x
DCF: WACC 7,7-8,7 %

Arvonmääritys: Skenaariot (4/4)

Optimistinen	2030	2035	Pessimistinen	2030	2035
Liikevaihto	840	1079	Liikevaihto	741	802
Suomi	808	964	Suomi	714	756
Ruotsi	32	115	Ruotsi	27	45
Oik. EBITA	158	202	Oik. EBITA	102	96
Suomi	155	186	Suomi	101	95
Ruotsi	3	16	Ruotsi	1	2
EBITA-%	18,9 %	18,7 %	EBITA-%	13,7 %	12,0 %
EV/EBITA	17,0x	17,0x	EV/EBITA	13,0x	11,0x
EV	2693	3427	EV	1324	1060
Nettovelka	179	196	Nettovelka	167	160
Osakekannan arvo	2513	3231	Osakekannan arvo	1157	900
per osake	29,6	38,1	per osake	13,7	10,6
Vuosittainen arvonnousu	14,5 %	9,2 %	Vuosittainen arvonnousu	-5,7 %	-5,2 %
Osinkotuotto	5,0 %	7,5 %	Osinkotuotto	4,0 %	6,0 %
Kokonaistuetto-odotus	19,5 %	16,7 %	Kokonaistuetto-odotus	-1,7 %	0,8 %



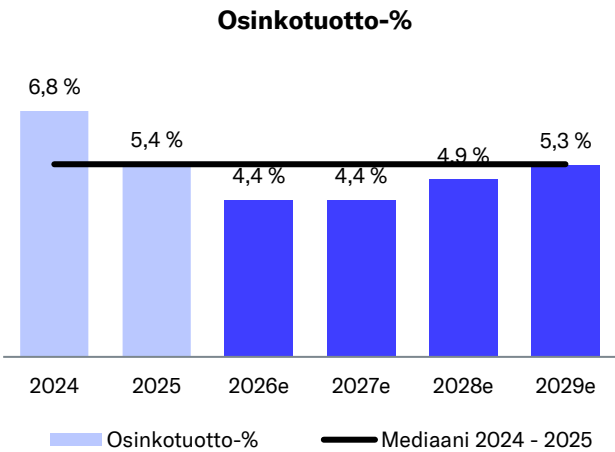
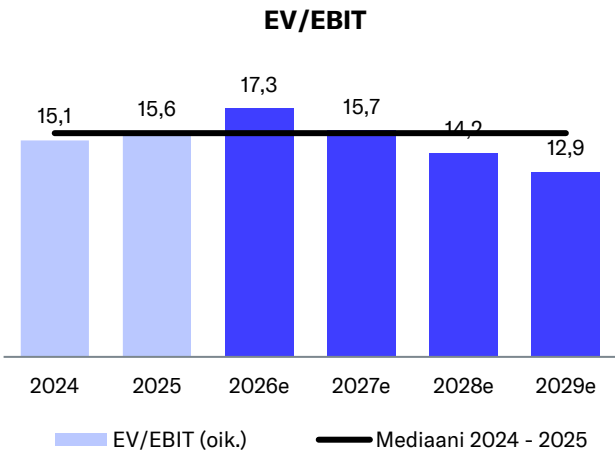
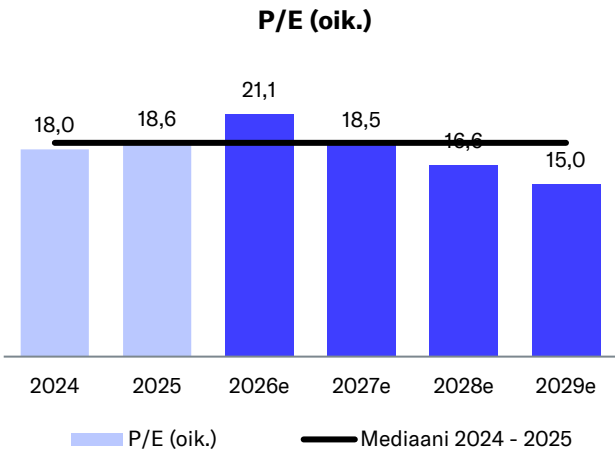
Osaketuoton ajurit 2025-2028e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	7,99	6,32	9,26	10,2	12,3	17,2	17,2	17,2	17,2
Osakemäärä, milj. kpl	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo	677	536	785	867	1044	1462	1462	1462	1462
Yritysarvo (EV)	775	630	886	982	1174	1603	1618	1623	1625
P/E (oik.)	19,4	15,0	20,3	18,0	18,6	21,1	18,5	16,6	15,0
P/E	21,2	15,3	20,3	18,0	18,6	21,2	18,5	16,6	15,0
P/B	10,0	7,0	9,2	8,5	10,6	13,1	11,5	9,6	8,3
P/S	2,5	1,8	2,3	2,3	2,4	2,9	2,5	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	2,9	2,1	2,6	2,6	2,7	3,2	2,8	2,5	2,2
EV/EBITDA	13,9	10,4	13,1	11,7	12,1	13,7	12,4	11,1	10,0
EV/EBIT (oik.)	16,4	13,2	16,8	15,1	15,6	17,3	15,7	14,2	12,9
Osinko/tulos (%)	80,0 %	82,9 %	83,3 %	123,3 %	99,9 %	92,3 %	80,5 %	82,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	5,4 %	4,1 %	6,8 %	5,4 %	4,4 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Euopris ASA	1281	1755	13,2	11,1	7,5	6,7	1,2	1,2	15,2	12,1	4,7	4,9	3,0
Bygghmax Group AB	282	451	13,5	12,5	5,1	5,0	0,8	0,8	12,7	11,4	3,9	4,4	1,2
Clas Ohlson AB	2439	2409	17,1	14,5	13,1	10,1	2,1	1,9	22,0	18,4	2,3	2,9	8,0
Axfood AB	4827	6235	18,7	16,9	8,9	8,3	0,8	0,7	21,9	19,4	3,7	3,9	7,3
Dollar General Corp	24000	26596	14,4	12,3	9,7	8,5	0,7	0,7	19,2	15,8	1,9	1,9	3,2
Kesko Oyj	8943	12597	18,0	15,6	9,5	8,5	1,0	0,9	19,4	17,3	4,3	4,6	3,0
Musti Group Oyj	490	725	11,7	12,3	7,0	6,4	1,4	1,3	10,9		6,2		2,0
Verkkokauppa.com Oyj	162	174	11,4	10,0	7,8	7,1	0,3	0,3	14,9	12,5	5,2	5,6	4,0
Tokmanni Oyj	415	1315	18,2	13,8	5,9	5,4	0,7	0,7	11,2	8,9	5,0	6,2	1,6
Rusta	1064	1491	17,1	14,0	7,4	7,3	1,3	1,1	20,0	15,6	3,2	3,0	4,5
Tractor Supply	14888	16608	14,0	13,3	10,1	9,6	1,2	1,2	16,9	16,0	2,9	3,1	6,5
Hornbach Holding	1338	2644	10,3	10,0	5,2	5,1	0,4	0,4	9,4	9,2	3,0	3,0	0,6
B&M European Value Retail	2876	5307	11,2	11,1	6,5	6,4	0,8	0,8	12,2	11,5	4,0	4,1	3,0
Kingfisher	5931	8111	10,6	10,2	5,3	5,1	0,5	0,5	13,4	12,2	4,0	4,0	0,9
Puulo Oyj (Inderes)	1462	1603	17,3	15,7	13,7	12,4	3,2	2,8	21,1	18,5	4,4	4,4	13,1
Keskiarvo			14,2	12,7	7,8	7,1	1,0	0,9	15,7	13,9	3,9	4,0	3,5
Mediaani			13,7	12,4	7,4	6,9	0,8	0,8	15,0	12,5	3,9	4,0	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			26 %	27 %	84 %	80 %	294 %	257 %	40 %	48 %	10 %	8 %	333 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

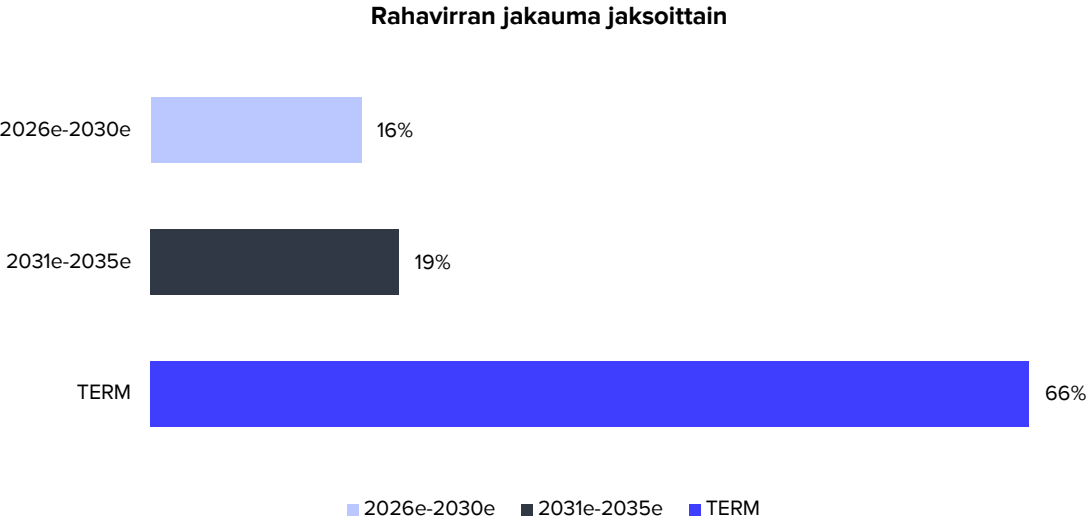
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,4 %	15,1 %	15,0 %	12,6 %	10,4 %	9,1 %	7,9 %	5,9 %	5,0 %	5,1 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	17,0 %	18,2 %	17,6 %	17,4 %	17,4 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %
Liikevoitto	75,3	92,5	103	114	126	139	150	159	167	165	169	
+ Kokonaispoistot	22,0	24,6	28,0	31,7	35,3	38,6	41,6	44,3	46,9	49,4	51,5	
- Maksetut verot	-14,3	-17,1	-17,5	-19,5	-21,6	-23,7	-25,4	-26,9	-28,2	-27,9	-29,7	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	
+ 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	-2,6	-9,6	-14,0	-13,6	-12,6	-12,2	-11,5	-9,3	-8,4	-9,0	-4,6	
Operatiivinen kassavirta	79,3	89,2	98,1	112	126	140	153	165	175	176	186	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-31,7	-39,3	-44,3	-47,3	-49,8	-51,8	-53,8	-55,8	-57,8	-58,8	-54,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	47,7	49,9	53,8	64,5	76,4	88,3	99,0	109	117	117	131	
+/- 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	47,7	49,9	53,8	64,5	76,4	88,3	99,0	109	117	117	131	2365
Diskontattu vapaa kassavirta		48,8	48,6	53,9	59,0	63,1	65,3	66,6	66,1	61,0	63,1	1140
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1735	1686	1638	1584	1525	1462	1396	1330	1264	1203	1140

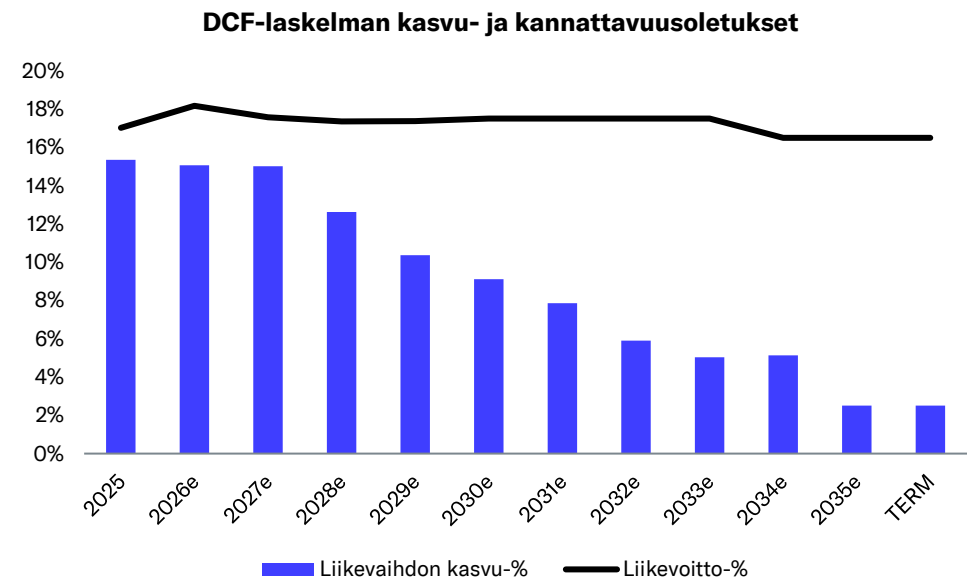
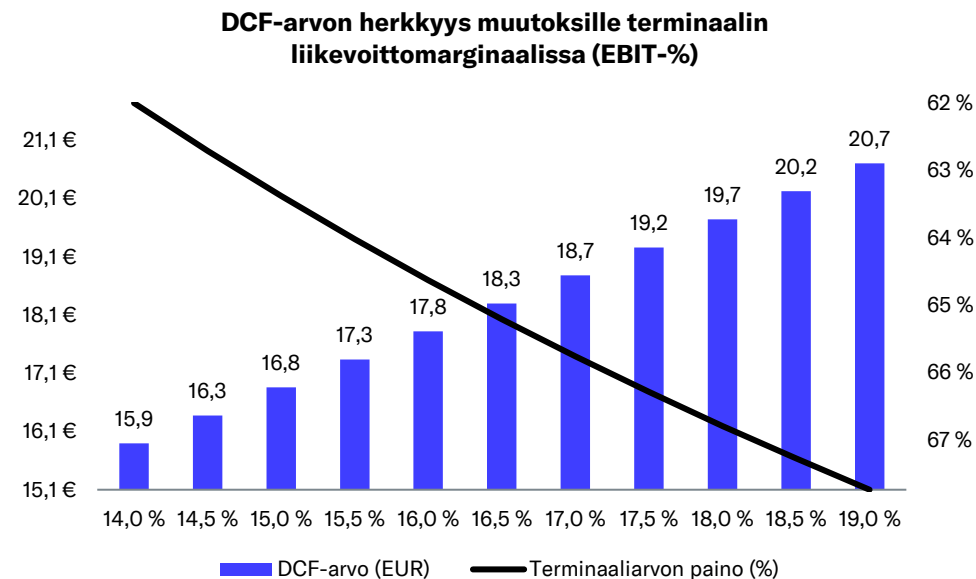
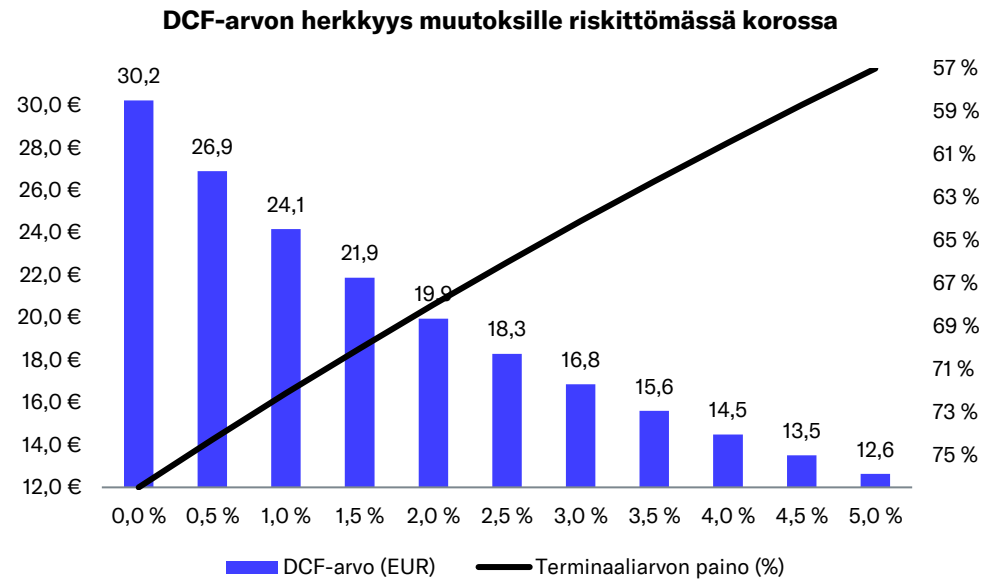
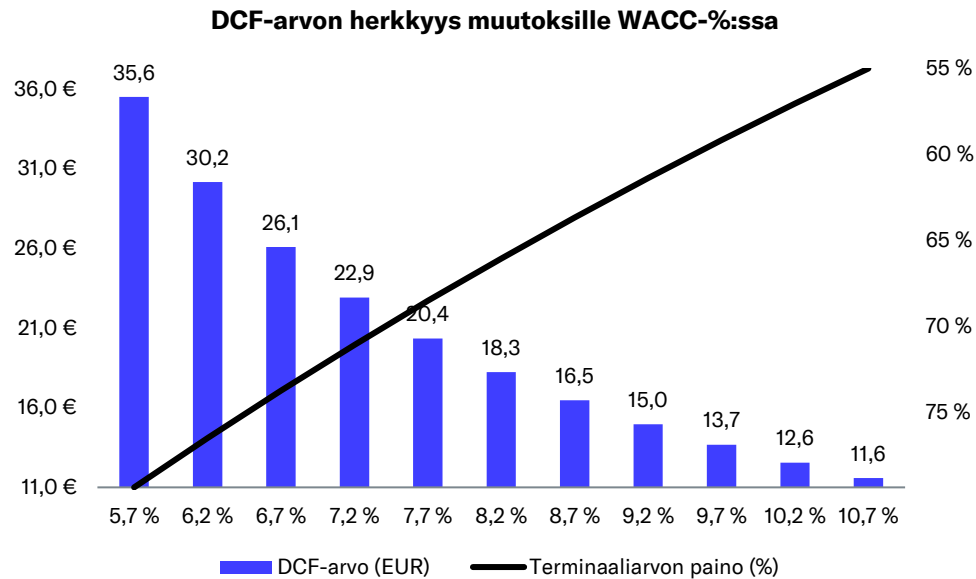
Velaton arvo DCF	1735
- Korolliset velat	-163,4
+ Rahavarat	33,0
+ Osakkuusyhtiöt	0,0
-Vähemmistöosuus	0,0
-Osinko/pääomapalautus	-28,0
Oman pääoman arvo DCF	1577
Oman pääoman arvo DCF per osake	18,6

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	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	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	383,4	442,3	509,0	585,4
Käyttökate	84,0	97,3	117,1	130,8
Liikevoitto	65,2	75,3	92,5	102,9
Voitto ennen veroja	60,1	69,8	86,0	96,3
Nettovoitto	48,1	56,0	68,9	78,9
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,1	-0,4	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	280,8	316,7	356,0	401,5
Oma pääoma	101,8	98,9	111,9	127,2
Liikearvo	33,5	33,5	33,5	33,5
Nettovelat	114,8	130,4	141,7	156,9

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	84,0	97,3	117,1	130,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-18,2	-2,6	-9,6	-14,0
Operatiivinen kassavirta	52,3	79,3	89,2	98,1
Investoinnit	-30,5	-31,7	-39,3	-44,3
Vapaa kassavirta	21,9	47,7	49,9	53,8

Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	2,6	2,7	3,2	2,8
EV/EBITDA	11,7	12,1	13,7	12,4
EV/EBIT (oik.)	15,1	15,6	17,3	15,7
P/E (oik.)	18,0	18,6	21,1	18,5
P/B	8,5	10,6	13,1	11,5
Osinkotuotto-%	6,8 %	5,4 %	4,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,57	0,66	0,81	0,93
EPS (oikaistu)	0,57	0,66	0,82	0,93
Operat. Kassavirta / osake	0,62	0,94	1,05	1,16
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,26	0,56	0,59	0,63
Omapääoma / osake	1,20	1,17	1,32	1,50
Osinko / osake	0,70	0,66	0,75	0,75

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	13 %	15 %	15 %	15 %
Käyttökatteen kasvu-%	24 %	16 %	20 %	12 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	24 %	16 %	23 %	11 %
EPS oik. kasvu-%	24 %	17 %	24 %	14 %
Käyttökate-%	21,9 %	22,0 %	23,0 %	22,4 %
Oik. Liikevoitto-%	17,0 %	17,0 %	18,3 %	17,6 %
Liikevoitto-%	17,0 %	17,0 %	18,2 %	17,6 %
ROE-%	51,5 %	55,8 %	65,4 %	66,0 %
ROI-%	29,5 %	30,3 %	33,4 %	33,2 %
Omavaraisuusaste	36,3 %	31,2 %	31,4 %	31,7 %
Nettovelkaantumisaste	112,8 %	131,9 %	126,7 %	123,3 %
Nettovelka/käyttökate	1,4	1,3	1,2	1,2
EBITDA/nettorahoituskulut	16,5	17,7	18,0	19,8

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 suosituskin 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 latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuoksia 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 latineen analytikon 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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
Analyttikko 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 €
11/12/2025	Lisää	14,50 €	13,15 €
18/03/2026	Osta	14,00 €	11,90 €
26/03/2026	Lisää	14,00 €	12,65 €
12/06/2026	Lisää	17,50 €	16,04 €
11/09/2026	Lisää	18,00 €	16,82 €
18/09/2026	Lisää	18,00 €	17,24 €



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.**