

# Musti Group

Laaja raportti

22.12.2021 8.10



Olli Vilppo  
+358 40 761 9380  
olli.vilppo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Erikoiskauppojen muotovalio

Tarkistamme Mustin tavoitehinnan 32,0 euroon (aik. 31,0 €) ja toistamme vähennä-suosituksen. Pidämme yhtiön kilpailuasemaa kaikissa toimintamaissa vahvana ja kannattavan kasvun jatkamiselle ei ole näköpirissä merkittäviä esteitä. Nykyisistä korkeista arvostuskertoimista johtuen lähivuosille hahmottelemamme tuotto-odotus jää matalaksi, mutta näemme sen pitkälti neutraalina defensiivisessä ja matalariskisessä osakkeessa.

## Mustin markkina-asema on vahva nopeasti kasvavalla ja defensiivisellä markkinalla

Musti Group on Pohjoismaiden johtava lemmikkieläintarvikeyhtiö. Strategia erottuu kilpailijoista Mustin kyvyllä tarjota asiantuntevaa neuvontaa (Musti-expertit) sekä muita laajempaa ja korkealaatuisempaa tuotevalikoimaa, joista merkittävää osaa (O&E-tuotteet) ei ole saatavissa muualta. Mustin toimintamalli mahdollistaa sille kilpailijoita selvästi korkeamman kannattavuuden ja samalla korkean asiakasuskollisuuden. Kasvuajurina toimii vahvassa nousussa oleva lemmikkivanhemmuustrendi, joka tarkoittaa ihmisten yhä yleisempää taipumusta kohdella lemmikkejään perheenjäseninä. Trendi on kasvattanut korkealaatuisten premium-ruokien sekä monipuolisemman tuote- ja palveluvalikoiman kysyntää, joihin Musti keskittyy valikoimassaan. Mustin markkinaosuus on Pohjoismaissa noin 25 % ja se on viime vuosina vallannut markkinaosuutta etenkin päivittäistavara-kaupoilta sekä pieniltä lemmikkieläintarvikkeiden erikoisliikkeiltä.

## Tavoitteet ovat mielestämme realistiset ja ennusteemme ovat vain lievästi niiden alapuolella

Mustin konsepti on erityisen vahva uusien pentujen parissa ja yhtiö on saanut selkeää vetoapua pandemian aloittamasta pentubuumista, joka on alkanut osoittaa hiipumista. Ilmiö on kiihdyttänyt markkinan kasvua väliaikaisesti, mutta jo ennen pandemiaa markkinan kasvu oli vahvaa (4,6 % CAGR 2013-2018). Mustin kasvua tukee edelleen verkoston laajentaminen ja nuorissa myymälöissä on jäljellä ylösajopotentiaalia. Mustin asiakasrajapinta alkaa olla trimmattu erinomaiseksi, mutta taustafunktioiden toiminnassa on vielä tehostamispotentiaalia. Kokonaisuutena Mustin 2022 liikevaihdon ennustamme kasvavan 15 %:lla 393 MEUR:oon ja oikaistun EBITA-marginaalin nousevan 11,7 %:iin (2021: 10,8 %). 2025 ennusteessamme liikevaihto kasvaa 504 MEUR:oon ja EBITA-% nousee 13,4 %:iin kulujen skaalautuessa. Mahdollinen laajentuminen uudelle markkinalle tarjoaa mielestämme positiivisen option pidemmällä tähtäimellä.

## Matala tuotto-odotus on linjassa tuottovaateemme kanssa ja osake on neutraalisti hinnoiteltu

Tulospohjainen arvostus on lähivuosina edelleen korkea (2022e P/E 36x ja EV/EBITDA 16x sekä 2023e 31x ja 14x). Puhtaasti lähivuosien kertoimien tarkastelu ei mielestämme anna kuitenkaan oikeaa kuvaa yhtiön arvosta johtuen vahvasta konseptista sekä näkymistä. Myös merkittävä osa Mustin myymälöistä on edelleen ylösajovaiheessa. Katsomme arvonmäärityksessä vuoteen 2025 asti näkyvyyden ollessa hyvä lähivuosien etenemistä kohtaan. Mustin edetessä ennusteidemme mukaisesti arvioimme, että sitä hinnoitellaan vuonna 2025 eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella 25-30x, mikä tarkoittaisi ennusteillamme 33-39 euron hintaa. Nykyinen korkea arvostus pitää tuotto-odotuksen välillä 2022-2025e ennustamastamme vahvasta tuloskasvusta (17 %/v) huolimatta rajallisena kertoimien asteittain maltillistuessa, eikä 5 %/v arvonnousun päälle tuleva 1-3 %/v osinkotuotto aivan riitä positiiviseen suositukseen, vaikka kyseessä on rajatapaus.

## Suositus

### Vähennä

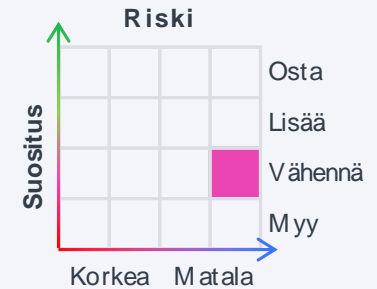
(aik. Vähennä)

**32,00 EUR**

(aik. 31,00 EUR)

**Osakekurssi:**

30,98



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	341	393	435	470
<b>kasvu-%</b>	20 %	15 %	11 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	30,1	39,2	47,0	54,0
<b>EBIT-% oik.</b>	8,8 %	10,0 %	10,8 %	11,5 %
<b>Nettotulos</b>	20,8	27,8	33,3	38,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,67	0,86	0,99	1,16

<b>P/E (oik.)</b>	45,9	36,2	31,2	26,8
<b>P/B</b>	6,6	6,1	5,7	5,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,4 %	1,9 %	2,7 %	3,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	38,3	29,0	23,8	20,6
<b>EV/EBITDA</b>	20,2	16,3	14,0	12,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,4	2,9	2,6	2,4

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

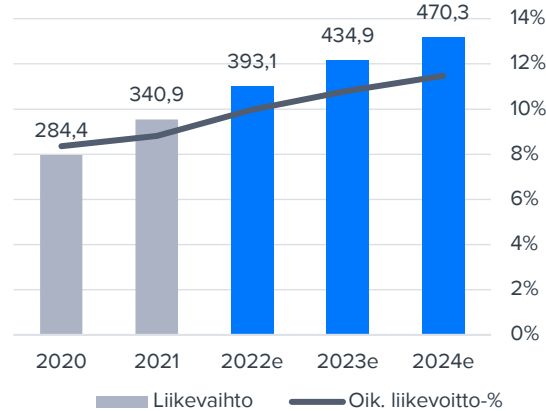
Musti ei julkaise lyhyen aikavälin näkymiä. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteet ovat liikevaihto yli 500 MEUR tilikauteen 2024 mennessä sekä yli 13 %:n EBITA-marginaali keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

## Osakekurssi



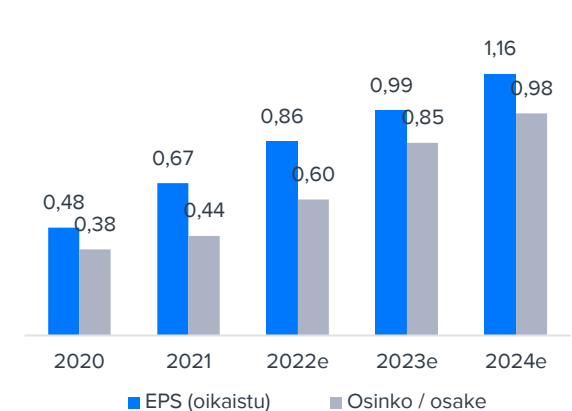
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Kohdemarkkinoiden vahva kasvu
- Myymäläverkoston laajentaminen Ruotsissa ja Norjassa
- Etenkin Norjassa verkosto on nuori ja ylösajo sisältää vielä merkittävää potentiaalia kasvulle
- Kasvun myötä skaalautuvat kulut
- O&E-tuotteiden osuuden kasvattaminen
- Taustafunktioissa etenkin toimitusketjun materiaalivirran sujuvoittamisessa vielä parantamisen varaa
- Mahdollinen laajeneminen uusille markkinoille



## Riskitekijät

- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Pandemian jälkeiseen kulutuskäyttäytymiseen liittyy epävarmuuksia
- Verkkokaupan kasvun myötä lisääntyvä hintakilpailu
- Päivittäistavara-kauppojen vastaisuus
- Myymäläsijoittelun epäonnistuminen
- Taseen korkea liikearvo

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	31,0	31,0	31,0
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	33,5	33,5	33,5
<b>Markkina-arvo</b>	1039	1039	1039
<b>Yritysarvo (EV)</b>	1138	1122	1112
<b>P/E (oik.)</b>	36,2	31,2	26,8
<b>P/E</b>	37,3	31,2	26,8
<b>P/Kassavirta</b>	32,0	26,0	24,8
<b>P/B</b>	6,1	5,7	5,4
<b>P/S</b>	2,6	2,4	2,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,9	2,6	2,4
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	16,3	14,0	12,8
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	29,0	23,8	20,6
<b>Osinko/tulos (%)</b>	72,3 %	85,5 %	84,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,9 %	2,7 %	3,2 %

Lähde: Inderes (2019 päätöskurssina käytetty listautu

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>4-9</b>
Markkinan kehitys ja kilpailutilanne	<b>10-12</b>
Taloudellinen kehitys ja tavoitteet	<b>13-18</b>
Strategia	<b>18-21</b>
Sijoitusprofiili ja Riskimittari	<b>22-23</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>24-28</b>
Taulukot	<b>29-34</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>35</b>

# Musti lyhyesti

Musti on Pohjoismaiden suurin lemmikkieläintarvikeyhtiö, joka tarjoaa lemmikeille tuotteita ja palveluja myymäläverkostossaan ja verkkokaupoissaan.

## 1988

Perustamisvuosi

## 2020

Listautuminen

## 341 MEUR (+20 %)

Liikevaihto tilikausi 2021

## 36,8 MEUR (+23 %)

EBITA-iikevoitto (oik.) tilikausi 2021 (oik.)

## 25 %

Markkina-osuus kohdemarkkinoilla (2020)

## 1397

Henkilöstö tilikauden 2021 lopussa

## 280 + 32

Omien myymälöiden ja Franchise-myyvälöiden määrä tilikauden 2021 lopussa

### - 2010

- Laajentuminen Suomessa
- Uusien myymälöiden avaaminen
- Franchise mallin kehittäminen
- Ensimmäinen oma brändituote kehitetty 2005

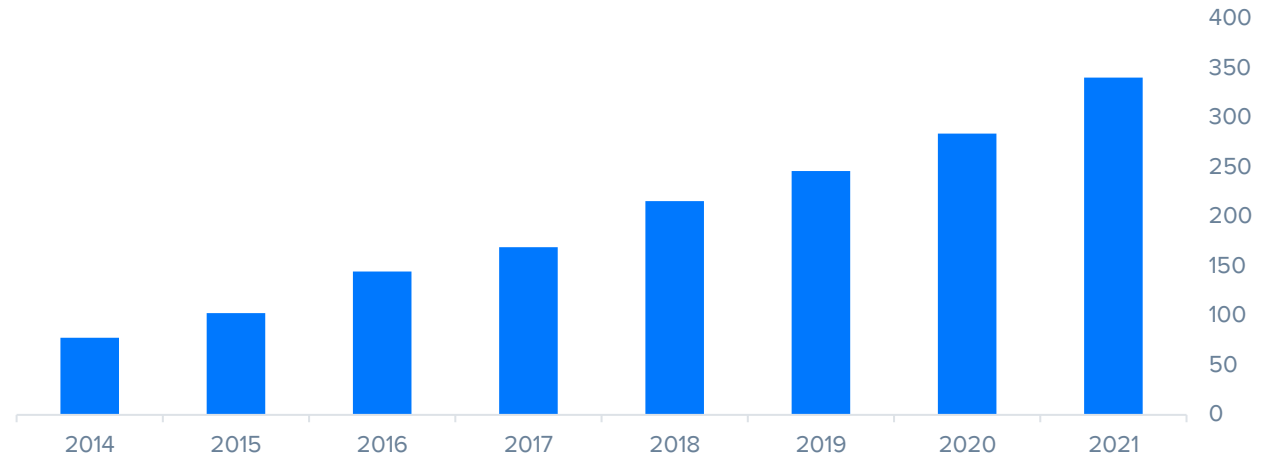
### 2010 - 2016

- Pohjola Capital Partners osti yhtiön vuonna 2010
- Laajentuminen Ruotsiin 2012
- EQT Mid Market Fund -rahasto osti yhtiön vuonna 2014
- Laajentuminen Norjaan 2016

### 2017 - 2021

- Strateginen keskittyminen asiakaskeskisyyteen vuodesta 2017
- Merkittäviä investointeja IT-järjestelmiin, konseptin modernisointiin ja digitalisaatioon vuonna 2018
- Listautuminen Helsingin pörssiin 2/2020

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Kehitys johtavaksi toimijaksi Pohjoismaissa

Musti Group on Pohjoismaiden johtava lemmikkieläintarvikeyhtiö, jolla on toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Yhtiön tilikauden 2021 liikevaihto oli 341 MEUR.

Musti aloitti toimintansa vuonna 1988 avaamalla ensimmäisen Musti ja Mirri myymälänsä Tampereella. Sen jälkeisinä vuosina yhtiö laajentui muualle Suomeen avaamalla uusia myymälöitä sekä kehittämällä franchise-mallin. Oma private-label tuotemyynti alkoi vuonna 2005 kuivaruokabrändi ”Musti ja Mirri” lanseerauksella. Vuonna 2010 Pohjola Capital Partners osti Mustin ja sen jälkeen yhtiö avasi pian myös ensimmäisen verkkokauppansa. Kansainvälinen laajentuminen alkoi vuonna 2012 kun yhtiö osti ruotsalaisen lemmikkitarvikeketjun Grizzly Zoo AB:n.

Vuonna 2014 EQT Mid Market Fund rahasto osti Mustin. Vuonna 2015 yhtiö jatkoi yritysostovetoista laajentumista Ruotsissa ostamalla Arken Zoo Holding AB:n. Se toimi franchise-keskusliikkeenä mm. Arken Zoo ja Djurmagazinet myymälöille sekä eläinlääkärikliniikka Vettrikselle ja turkinhoitopalveluja tarjoavalle Trimmikselle. Vuonna 2017 Ruotsissa ostettiin myös Djurkompaniet, joka integroitiin Arken Zoon alle. Yhtiö osti myös merkittävät verkkokauppatoimijat, Peten koiratarvike Oy:n vuonna 2015 sekä ruotsalaiset Vetzoo AB:n ja Animail AB:n vuonna 2017.

Vuonna 2016 Mustin laajentuminen alkoi myös Norjassa, kun yhtiön ensimmäiset myymälät

avattiin. Lokakuussa 2017 nykyinen toimitusjohtaja Rönning aloitti ja tätä seuranneina vuosina johtoryhmään on rekrytoitu useita uusia jäseniä osaamisen vahvistamiseksi. Musti listattiin pörssiin helmikuussa 2020 8,75 euron osakekohtaisella hinnalla. Myös pörssissä yhtiön kehitys on ollut vahvaa ja koronan aloittama pentubuumi on saanut yhtiön laajentamaan omaa verkostoaan kiihdytetyllä tahdilla etupäässä organisaation, mutta myös franchise-yrittäjien myymälöitä ostamalla.

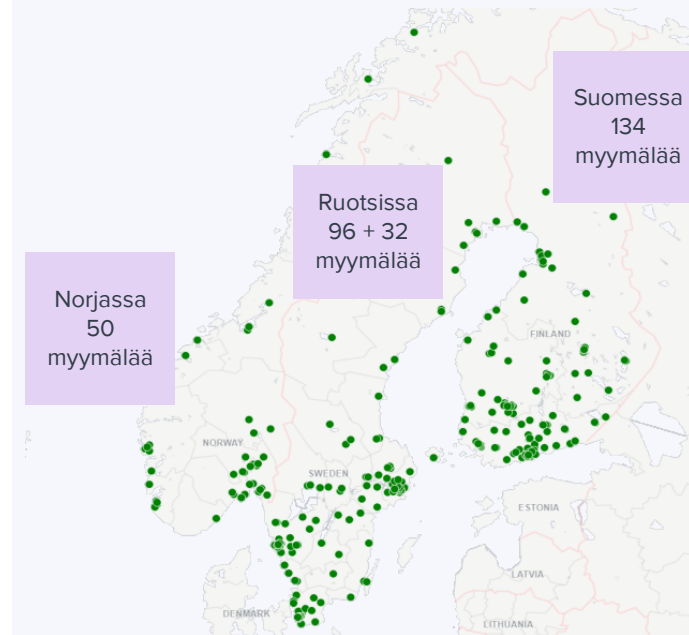
## Oma myymäläverkosto

Tilikauden 2021 päättyessä Mustilla oli yhteensä 280 omaa myymälää, joista 134 sijaitsi Suomessa, 96 Ruotsissa ja 50 Norjassa. Yhtiön brändiportfolio on hajanainen lukuisten yritysostojen seurauksena. Jokainen brändi tunnetaan hyvin omilla markkinoilla, eikä yhtiön pääbrändejä ole isossa mittakaavassa nähty järkeväksi yhdistää. Eri brändeillä toimiminen tuo myös yhtiön strategiseen asemaantiin joustavuutta.

Suomessa myymälät toimivat Musti ja Mirri -brändillä, Ruotsissa Arken Zoo- ja Djurmagazinet-brändillä ja Norjassa Musti-brändillä. Suomessa on myös kolme suurempaa Pete-myymlää. Musti vuokraa myymälätilat, eikä se omista niitä itse. Kaikilla Musti-myymlöillä on sama logiikka pohjassaan, mutta osa omista myymälöistä tarjoaa lisäksi myös palveluja, kuten turkinhoitoa. Myymäläverkostoa kasvatetaan edelleen nopeasti ja 2022 tilikaudella niitä on tarkoitus avata noin 30.

Omnikanava brändi

Verkkokauppa brändi



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Franchise-myymlöiden määrä vähentynyt

Myymläverkostoon kuuluu myös itsenäisten yrittäjien myymälöitä, jotka toimivat franchise-sopimusten perusteella. Yrittäjät maksavat Mustille oikeudestaan käyttää ketjun tarjoamaa brändiä, konseptia ja sen palveluja. Nykyisin Mustilla on ainoastaan Ruotsissa jäljellä 32 franchise-myymlää, kun Suomen loputkin 16 franchise-myymlät ostettiin Q4'21:n aikana yrittäjiltä. Tulot franchise-toimintamallista muodostivat tilikaudella 2021 noin 4 % Mustin liikevaihdosta.

## Toimitusketjua tehostettu viime vuosina

Vuoden 2017 logistiikkauudistuksessa Musti paransi tehokkuuttaan ja tuotteiden saatavuutta siirtymällä yhteen sen itse operoimaan keskusvarastoon. Eskiltunan päävaraston lisäksi yhtiöllä on Riihimäellä ulkoistettu varasto palvelemissa Suomen tavaravirtoja sekä maittain pieniä kylmävarastoja. Mustin oma keskusvarasto sijaitsee Eskilstunassa, Ruotsissa, jonka kautta suurin osa myymälöiden tuotteista toimitetaan. Myymälät tilaavat pienessä mittakaavassa tuotteita paikallisten toimittajien lisäksi myös ulkoistetuista varastoista. Ulkoistetut varastot hoitavat myös toimituksia verkkokauppamyynnille. Musti käyttää toimituksissaan ulkopuolisia kuljetusliikkeitä.

## Myös verkkokauppa isossa roolissa

Yhtiön verkkokauppa toimii brändeillä "mustijamirri.fi", "arkenzoo.se", "musti.no", "petenkoiratarvike.com", "VetZoo", ja "Animail". Yhtiö on viime vuosina investoinut verkkokauppa-alustansa kehittämiseen merkittävästi (s. 17).

Verkkokaupat ovat tärkeä osa omnikanavaista liiketoimintamallia ja ne luovat samalla myynnillistä synergiaa kivijalkamyymlöiden kanssa. Yhtiö käyttää asiakastietojärjestelmänsä dataa ja muita digitaalisia työkaluja verkkosivuillaan, jotta asiakkaille voidaan tarjota personoituja tuotteita.

Tilikaudella 2021 verkkokauppamyyni oli kasvanut jo noin 23 %:iin liikevaihdosta. Mustin kilpailuetuna Pohjoismaisessa verkkokaupassa ovat nopeat toimitukset. Suomessa n. 80 % ja Ruotsissa n. 50 % tilauksista toimitetaan 24 tunnin sisällä.

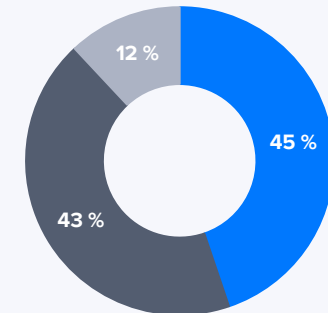
## Mustin kanta-asiakasohjelma ollut menestys

Mustin kanta-asiakas ohjelma on saavuttanut lemmikkien omistajien parissa suuren suosion. Siihen kuului tilikauden 2021 lopussa 1,3 miljoona asiakasta (vrt. kohdemarkkinan lemmikkipopulaatio 5,3 miljoonaa). Mustin kanta-asiakkaat määritellään kuluttajiksi, jotka ovat liittyneet Kanta-asiakasohjelmaan ja tehneet ostoksia viimeisen 12 kk aikana. Musti hyödyntää kanta-asiakkailta kerättävää dataa tarjonnan räätälöinnissä ja kohdennetussa markkinoinnissa.

## ROE-% parantunut systemaattisesti

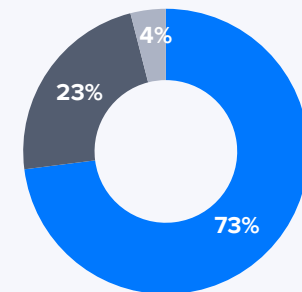
Yhtiön oman pääoman tuotto on parantunut viime vuosina selvästi, mikä kertoo skaalaetujen myötä tehostuneesta liiketoimintamallista. Samalla käyttöpääomaa on onnistuttu tehostamaan. Myös viime vuosien orgaaninen kasvu on ollut selvästi pääomakevyempää kuin aiempi yritysostovetoinen kasvu. Tilikaudella 2021 ROE-% oli noussut jo 13 %:iin, kun se 2019 oli vielä hyvin matala, 3 %.

Liikevaihto 2021



■ Suomi ■ Ruotsi ■ Norja

Myyntikanavajakauma 2021



■ Myymälämyyni ■ Verkkokauppa  
■ Franchise tuotot

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Myytävät tuotteet

Tuotevalikoima koostuu Mustin omista ja eksklusiivisista brändeistä (O&E) sekä kolmansien osapuolien brändeistä. Valikoima on pääosin räätälöity koirille ja kissoille, mutta yhtiö tarjoaa rajoitetun määrän tuotteita myös muille pienille lemmikkieläimille. Musti ei avaa kovin tarkasti, eri kategorioiden välistä myynnin jakaumaa. Arviomme mukaan Mustin myynti noudattelee kuitenkin melko hyvin sivupalkissa esitettyä markkinan jakaumaa lukuun ottamatta eläinlääkäripalveluita, joita tarjotaan suppeasti.

Lemmikinruuan osalta Musti on todennut, että sen osuus kokonaisymyynnistä on hieman yli puolet. Se on keskimääräistä myyntiä matalakatteisempaa, mutta sen tärkeyttä nostavat myynnin pysyvyys, toistuvat ostokerrat ja tiheät asiakaskäynnit. Muiden kuin ruokatuotteiden myynti käsittää tuotteet, jotka on tarkoitettu lemmikkien päälle puettavaksi, leikkimiseen tai muihin käyttötarkoituksiin (mm. herkut, ravintolisät).

Omia ja kolmansien osapuolien eksklusiivisia - tuotteita myydään Pohjoismaissa vain Mustin myyntikanavissa ja ne muodostavat hieman yli puolet kokonaisymyynnistä (2021 51 %). Yhtiön omia private-label tuotemerkkejä ovat mm. Pure Natural, Maukas, Nutrima ja Feel Active. Mustin omiin tuotteisiin kuuluvat ruoat valmistetaan ja pakataan kolmansien osapuolten tuotantolaitoksissa Mustin omien reseptien mukaisesti. Musti omistaa myös 40 % Premium Pet Food Suomi Oy:sta, joka valmistaa Mustin Maukas-brändin ruoat. Mustin tarvevalikoimaan kuuluu myös omia O&E-

tuotteita ja myös ne hankitaan ulkopuolisilta valmistajilta. Kolmansien osapuolten brändit hankitaan niiden toimittajilta. Yhtiö hankkii tuotteensa noin 250 ulkopuoliselta toimittajalta.

## Palvelut pieni, mutta kasvava osa-alue

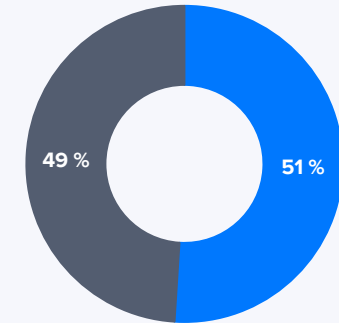
Liiketoimintaan kuuluu myös pieni, mutta kasvava palvelutarjonta ja niitä tarjotaan tällä hetkellä noin 80 myymälässä. Yhtiön tarjoamia palvelukategorioita ovat turkinhoito, pesu, hieronta, fysioterapia, ravitsemusneuvonta, kynsien leikkaus, veloitusettomat pentutreffit, ja koulutus. Musti tarjoaa myös eläinlääkäripalveluja rajoitetusti keskittyen etenkin segmentteihin, jotka täydentävät myymäläkonseptia (mm. terveystarkastus, rokotukset ja mikroirusutus). Yhtiö toimii myös lemmikkejä koskevien vakuutusten välittäjänä (Pohjantähti-vakuutusyhtiö).

Palveluiden volyymeja on mahdollista kasvattaa kustannustehokkaasti hyödyntäen Mustin laajaa myymäläverkostoa sekä vakuutusten välityksen osalta myös verkkosivuja. Palvelut parantavat myös asiakaslojaliteettia ja luovat erottautumistekijän.

## Tuotekehitys

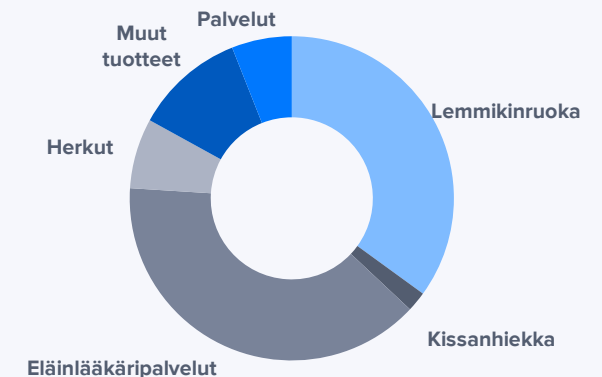
Yhtiön tuoteryhmähallintaan kuuluu tuoteryhmäsuunnittelu, asiakkaiden tarpeiden ymmärtäminen, kaupallisen kehityksen arviointi sekä tuotteiden kehittäminen ja hankinta. Jotta tuotevalikoima kehittyisi asiakkaiden tarpeiden ja trendien mukana, Musti hyödyntää kehityksessä myös Musti-experttien asiantuntemusta.

Tuotemix 2021



■ O&E-tuotteet ■ Kolmansien osapuolten tuotteet

Lemmikkieläinmarkkinoiden jakauma\*



Lähde: Musti listalleottoesite\*



## Kumppanit



Eksklusiivisten ja muiden brändien valmistajat ja tukkurit



Ulkoistettu logistiikkatoiminto



Kasvattajat & kennelit

## Toiminnot

Tuotekehitys



Asiakaspalvelu ja myynti



Konsernitoiminnot ja IT-kehitys



Keskusvarasto



## Resurssit

Asiantuntevat työntekijät



Vahvat asiakassuhteet



1,3m kanta-asiakasta



## Liiketoimintaidea

Musti tarjoaa lemmikeille tuotteita ja palveluja myymäläverkostossa ja verkkokaupoissaan Suomessa, Ruotsissa sekä Norjassa



- Pohjoismaiden johtava lemmikkieläintarvikeyhtiö
- Omnikanavainen liiketoimintamalli
- Laaja ja laadukas tuotevalikoima
- Kasvava palvelutarjonta
- Kattava kanta-asiakasohjelma

## Myyntikanavat



Kivijalkamyymälät

77 %



Verkkokauppa

23 %

## Kilpailu

Muut lemmikkieläintarvike-liikkeet



Verkkokaupat



Päivittäis- ja käyttötavarakaupat



Eläinlääkärit, koti & puutarha



## Tuotteet



Omat tuotteet



Eksklusiiviset tuotteet



Palvelut



Kolmansien osapuolien tuotteet

## Kustannusrakenne



Materiaalit ja palvelut (54,4 % liikevaihdosta)



Henkilöstökulut (18,1 % liikevaihdosta)



Liiketoiminnan muut kulut (11,5 % liikevaihdosta)

O&E vs. Kolmansien osapuolien tuotteet

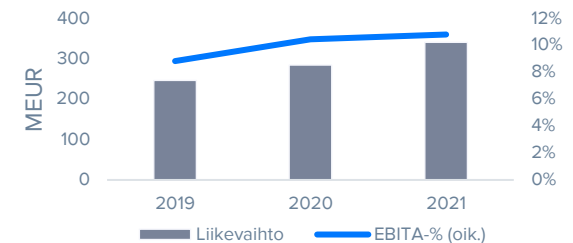


51 %



49 %

## Tulovirrat



# Markkina ja kilpailukenttä

## Defensiivinen markkina

Musti toimii lemmikkieläinmarkkinoilla, jotka määritellään laajasti lemmikinruoan, herkkujen, tarvikkeiden, palvelujen ja eläinlääkäripalvelujen myyntinä Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Euromonitorin mukaan markkinoiden arvo oli vuonna 2020 noin 3100 MEUR (sis. ALV) ja ilman eläinlääkäripalveluja noin 1800 MEUR (sis. ALV). Ruotsin osuus kokonaismarkkinasta oli noin 42 %, Suomen 30 % ja Norjan 28 %. Koiria ja kissoja markkinalla oli 2020 noin 5,3 miljoonaa, joista noin 60 % kissoja ja 40 % koiria (Euromonitor).

Lemmikinruoka, kissanhiekka ja eläinlääkäripalvelut, muodostavat noin kolme neljäsosaa kaikesta kulutuksesta (s. 8) ja niille on ominaista ostojen toistuvuus suhdanteista riippumatta. Alan riskiprofiili seuraa päivittäistavarakaupan ja vähittäiskaupan yleistä riskitasoa. On myös havaittu, että koiranpentujen rekisteröintien määrä kasvaa laskusuhdanteiden aikana, mikä vahvistaa markkinan defensiivisyyttä.

## Samalla selvä kasvumarkkina

Vuosien 2013-2018 välillä markkina kasvoi 4,6 % (CAGR), mutta pandemian aloittaman pentubuumin myötä kasvu on kiihtynyt entisestään. Ruotsista saatavan virallisen datan perusteella pandemian aikana koiranpentujen rekisteröintien määrä on kasvanut selvästi, vaikka viime kuukausina buumissa onkin nähty hidastumista (kts kuva). Mustin arvion mukaan viimeisimmällä 2021 tilikaudella markkinan kasvu oli noin 6 % Suomessa, 8 % Ruotsissa ja 10-13 % Norjassa.

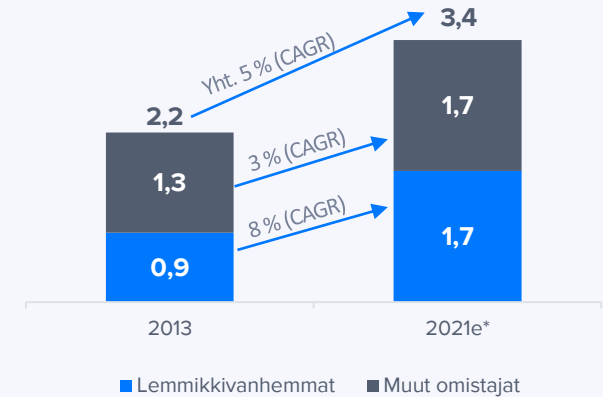
Markkinan vahvan kasvun arvioidaan jatkuvan eri lähteissä 5-6 %:lla vuodessa. Muun muassa Suomessa kasvuarvio 2020-2025 on 5,9 % CAGR (Puulo listalleottoesite) ja Euroopassa 2020-2030 6 % CAGR (Zooplus). Markkinan vahvaa kasvua ajaa lähivuosina edelleen lemmikkivanhemmuus, vaikka pentumäärien kasvu maltillistuneekin.

## Lemmikkivanhemmat markkinan kasvuajurina

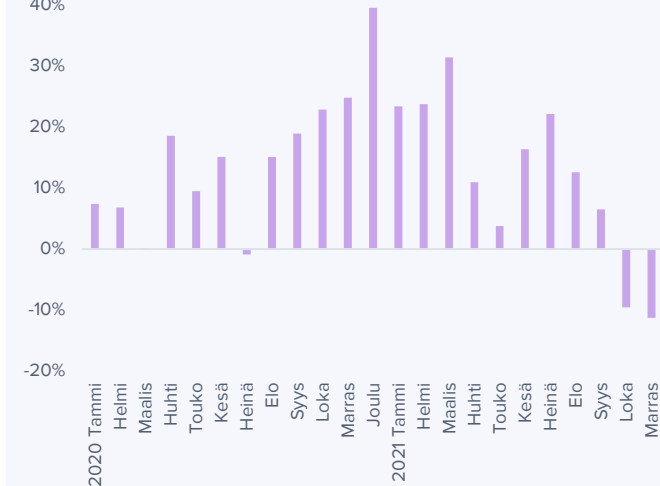
Lemmikkivanhemmuustrendi tarkoittaa ihmisten yhä yleisempää taipumusta kohdella lemmikkejään perheenjäseninä. Trendi on kasvattanut korkealaatuisten ruokien sekä monipuolisemman tuote- ja palveluvalikoiman kysyntää, joita erikoisliikkeet tarjoavat. Lemmikkivanhempien suhteellisen määrän sekä kulutuksen kasvun myötä alasegmentti on kasvanut selvästi muuta markkinaa nopeammin (kts. kuva). Odotamme samansuuntaisen kehityksen myös jatkuvan. Mustin arvion mukaan lemmikkivanhemmat muodostavat jo lähes kolmanneksen lemmikkien omistajista, mutta heidän osuutensa markkinoiden kokonaiskulutuksesta on puolet.

Musti keskittyy strategiassaan palvelemaan juuri lemmikkivanhempien asiakassegmenttiä. Uusien pentujen parissa lemmikkivanhemmuus ilmenee näkemyksemme mukaan aiempia ikäluokkia voimakkaampana. Ilmiön vahvistuminen selittää osin sitä, että Mustin markkinaosuus on uusien koiranpentujen parissa jopa yli 50 % (vrt. seuraavan sivun osuudet koko markkinasta). Kissanpentuja ei rekisteröidä yhtä tarkasti, mutta käsityksemme mukaan myös niissä Mustin markkinaosuus on aiempia ikäluokkia korkeampi.

Lemmikkieläimiin kohdistuva kulutus Pohjoismaissa (mrd. €)



Koiranpentujen rekisteröintien kasvu (Ruotsi)



Lähteet: 2013 Musti (listalleottoesite) ja 2021e\* Inderes (arvio), kuukausidata (Jordbruksverket)

# Markkina ja kilpailukenttä

## Musti on markkinajohtaja Suomessa ja Ruotsissa

Vuoden 2020 luvuilla mitattuna Musti oli selvä markkinajohtaja sekä Suomessa että Ruotsissa, joissa molemmissa markkinaosuus oli noin 31 %. Myös Norjassa markkinaosuus oli kasvanut jo 11 %:iin. Norjan haltuun ottaminen on edennyt ripeästi, vaikka se on toteutettu pääosin organisesti. Mustin kasvu on ollut pitkään selvästi kohdemarkkinan kasvua vahvempaa ja se on ottanut osuuksia etenkin päivittäistavarakaupoilta sekä itsenäisiltä erikoisliikkeiltä.

## Erikoisliikkeet suurin myyntikanava

Myyntikanavista lemmikkieläintarvikeliikkeillä (sis. niiden verkkokaupat) on suurin markkinaosuus Pohjoismaissa, noin 52 % (2018). Osuus on kasvanut vuodesta 2013, jolloin osuus oli vielä 45 %. Erikoisliikkeet erottuvat kilpailijoista tarjoamalla asiakaspalvelua ja laajan ja laadukkaan tuotevalikoiman. Mustin tilaaman tutkimuksen mukaan 62 % lemmikkivanhemmista suosii niitä ostoksissaan. Markkinan painopisteen siirtyminen erikoisliikkeisiin on selvästi pidemmällä Suomessa (2018: 57 %), kuin muissa Pohjoismaissa. Tätä selittää Mustin pitkään jatkunut vahva eteneminen sen kotimarkkinalla.

Mustilla ei ole Pohjoismaissa yhtäkään erityisen suurta kilpailevaa kivijalkaketjua. Suomessa ainoastaan Faunatar on kohtuullisen suuri (noin 4 %:n markkinaosuus) ja Norjassa toimivilla franchise-ketjuilla Buddyllä, Petsillä ja Zoo-1:llä on noin 5 %:n markkinaosuudet. Myös itsenäisiä myymälöitä toimii Pohjoismaiden markkinalla

edelleen runsaasti ja niiden osuus on edelleen lähes 20 %. Näitä toimijoita on jäljellä vähemmän Suomessa kuin muissa Pohjoismaissa.

Mustin mittakaavaedut sekä brändin tunnettavuus antavat sille selvän kilpailuedun suhteessa kilpaileviin ketjuihin ja itsenäisiin myymälöihin.

## Päivittäistavara ja käyttötavarakaupat

Muiden toimijoiden eli lähinnä päivittäistavara- ja käyttötavarakauppojen markkinaosuus Pohjoismaissa oli vuonna 2018 noin 47 % (2013 55 %). Ennakoimme niiden osuuden laskun myös jatkuvan. Vaikka segmentti kasvaa arviomme mukaan absoluuttisesti noin 2%/v, kasvavat markkinan muut kanavat (verkkokauppa ja erikoiskauppa) tätä nopeammin.

Päivittäistavara- ja käyttötavarakaupat kilpailevat hinnalla ja asioinnin helppoudella, mutta niiden valikoima on selvästi Mustia suppeampi. Niitä suosivat yhä ensisijaisena myyntikanavana ne omistajat, jotka eivät ole lemmikkivanhempia. Arviomme mukaan suuret päivittäistavarakaupat ovat myös huomanneet Mustin menestyksen. Ne voivatkin pyrkiä laajentamaan valikoimaansa ja omia brändejään myös laadukkaampiin tuotteisiin. Suurimpia päivittäistavarakauppoja Pohjoismaiden markkinoilla ovat ICA, S-ryhmä, Kesko, Coop, Axfood ja Norges Gruppen. Myös jotkut koti- ja puutarhamyymälät, rautakaupat, ja kasvattajat toimivat jälleenmyyjinä lemmikinruoka- ja tarviketekategorioiden. Eläinlääkäriasemat myyvät etenkin laadukkaita hyvinvointi- ja terveysruokia korkeampaan hintaan.

## Mustin markkinaosuudet (2020)



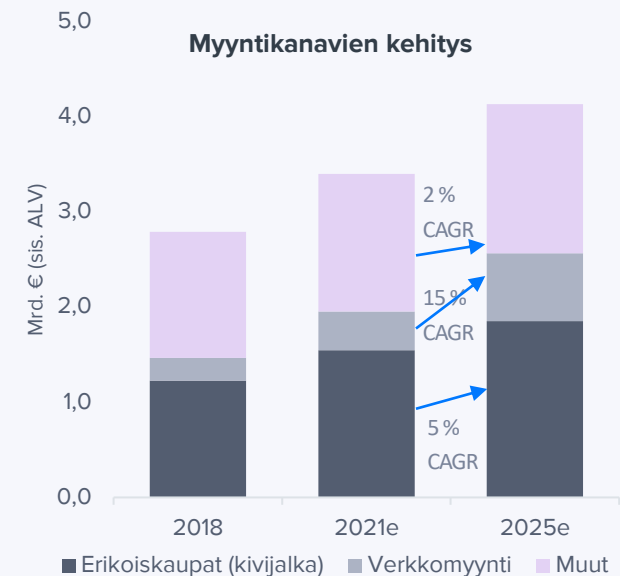
31 % (2019: 30 %)



31 % (2019: 28 %)



11 % (2019: 8 %)



Lähde: Musti (listalleottoesite 2018 tilanne), sekä 2021e ja 2025e Inderes (arvioita)

# Markkina ja kilpailukenttä

## Verkko oma pelikenttänsä

Pohjoismaiden verkkokaupassa Zooplus sekä Musti ovat hallitsevia toimijoita. Kuvaavaa niiden ylivoimasta on se, että Suomessa ja Ruotsissa molempien markkinaosuudet ovat 40-50 %:ia. Verkon osuus Pohjoismaiden kokonaismyynnistä otti selvän tasokorjauksen koronavirüsissä ja arviomme nykytasosta on n. 12 %. Zooplussan arvion mukaan verkkokanava jatkaa Euroopassa 2020-2030 noin 15 %:n kasvua (CAGR). Pidämme tätä realistisena arviona myös Pohjoismaissa.

## Zooplussin kustannusrakenne on matalampi

Zooplussin hintataso on Mustia matalampi, mikä on sen kilpailuetuna Mustia vastaan. Yhtiö toimii vain verkossa, eikä sillä ole kivijalkamyymälöitä, minkä myötä yhtiön kustannusrakenne on Mustia noin 10 %:ia matalampi. Matalien kustannusten turvin Zooplus kykenee pitämään myyntikatteensa noin 30 %:n tasolla (vrt. Musti noin 45 %). Huomautamme myös, että myyntikate-%:n taso ei täydellisesti kerro asiakkaalle tarjotusta hintatasosta, sillä marginaaliin vaikuttavat myös omien tuotteiden osuus (Mustilla selvästi suurempi) sekä ostovolyymit (Zooplus selvästi edellä).

Zooplussin kilpailuhaittana Mustiin verrattuna on se, että sen on vaikeampaa tarjota Mustin kaltaista asiakasta sitouttavaa kokemusta ja neuvontaa sekä personoitua palveluja, josta etenkin lemmikkivanhempi on myös valmis maksamaan. Myös Mustin tarjoama valikoima (13 000 SKU) on laajempi kuin Zooplussan (8000 SKU). Musti on myös viime vuosina onnistunut kasvamaan

Zooplussa nopeammin Pohjoismaiden verkkokaupassa (kts. sivupalkki), mikä kertoo omnikanavaisen lähestymistavan vetovoimasta.

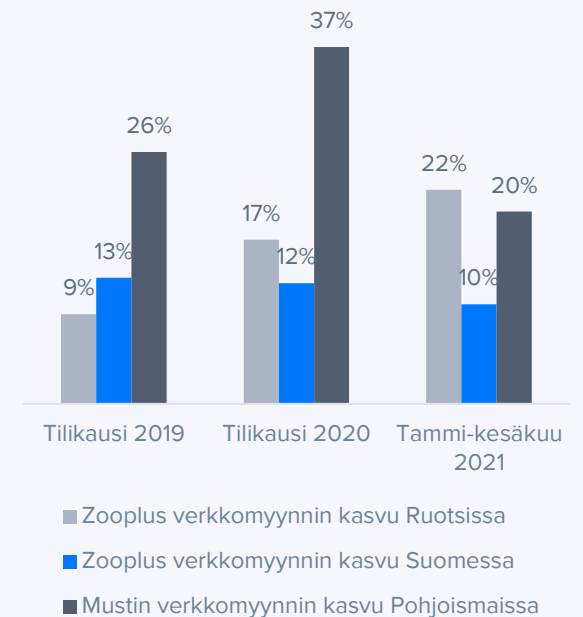
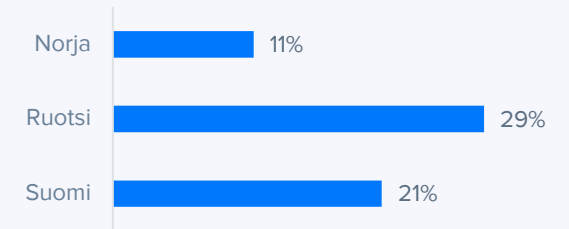
## Amazon laajentui vihdoin Ruotsiin

Kansainvälisistä verkkokauppajäteistä Amazon on viime vuosina lanseerannut oman lemmikkieläintuotebrändinsä ja kertonut jatkavansa valikoimansa laajentamista. Yhtiöllä on myös valtava valikoima kolmansien osapuolien tarjoamia tuotteita.

Amazonin osuus pohjoismaiden lemmikkieläinmarkkinasta on silti toistaiseksi vielä hyvin matala. Yhtiö avasi kuitenkin Ruotsissa 2020 lokakuussa ruotsinkieliset verkkosivut sekä oman varastonsa. Yhtiö nosti myös hiljattain tarjontansa houkuttelevuutta lanseeraamalla kk-maksullisen Prime-palvelun, johon on paketoitu mm. nopeita kotiinkuljetuspalveluita sekä suoratoistopalveluita.

Amazonin laajentuminen lisää Ruotsissa kilpailua arviomme mukaan ensisijaisesti halvemman hintaluokan kategorioissa, eikä siten suoraan lemmikkivanhempien parissa. Mustia suojelevat Amazonia vastaan etenkin sen keskittyminen valikoimassa laatuun. Myös korkea omien ja eksklusiivisten (O&E) tuotteiden osuus, laaja myymäläverkosto ja Musti-experttien tarjoama henkilökohtainen palvelu ovat kilpailuetuja myös Amazonia vastaan. Odotamme Amazonin ottavan pikkuhiljaa kasvavan osan verkkokanavasta itselleen Ruotsissa. Ennustamme kaikkien päätoimijoiden silti jatkavan vahvaa kasvuaan verkossa vähittäiskaupan murroksen tukiessa.

## Mustin verkon osuus kokonaismyynnistä (2021)



Lähde: Musti vuosikertomus 2020 ja Mustin ja Zooplussan tulosraportit (Norjan lukuja ei eritellä Zooplussan raporteissa)

# Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

## Yhtiö hyvässä vauhdissa kohti kasvutavoitetta

Mustin liikevaihdon kasvu on jatkunut vahvana jo pidemmän aikaa ja kokoluokka on moninkertaistunut nopeasti. Tilikausien 2017-2021 välillä toteutunut kasvu on ollut noin 19 % (CAGR). Yhtiön taloudellinen tavoite on kasvattaa myyntinsä vähintään 500 MEUR:oon vuoteen 2024 mennessä, mikä tarkoittaisi noin 14 % kasvua (CAGR) välillä 2022-2024.

Nopean kasvun perustana on toiminut myymäläverkoston laajeneminen, sillä vuonna 2017 Mustilla oli omia myymälöitä 165 ja franchise-myyvälöitä 75. Tilikauden 2021 lopuksi omien myymälöiden määrä oli kasvanut 280:een ja franchise-myyvälöiden määrä laskenut 32:een.

Myyväläverkoston kasvatus ei kuitenkaan ole ollut kasvun ainoa ajuri, sillä myös vertailukelpoinen myymälämyynti on kasvanut keskimäärin 6 %/v tilikausien 2017-2021 välillä vahvan markkinakasvun sekä markkinaosuuden kasvattamisen ansiosta.

Verkossa Mustin kasvu on ollut keskimäärin jopa reilut 30 % (CAGR) tilikausien 2017-2021 välillä. Verkko myyntikanavana kasvattaa osuuttaan kokonaismarkkinan myynnistä, mikä selittää Mustin vahvoja kasvulukuja. Myös yhtiön verkon tarjoama (sivuston toiminnallisuus, valikoima, nopeat toimitukset) ovat kilpailijoita edellä.

## Orgaanista kasvua sekä Ruotsissa yritysostoja

Yhtiön myymäläverkostoa on kasvatettu tilikausina 2017-2021 Suomessa ja Norjassa pääosin orgaanisesti uusia myymälöitä perustamalla. Tämän lisäksi Suomessa franchise-myyvälöitä ja Norjassa

yksittäisiä kilpailijamyymälöitä on hankittu yritysostoilla.

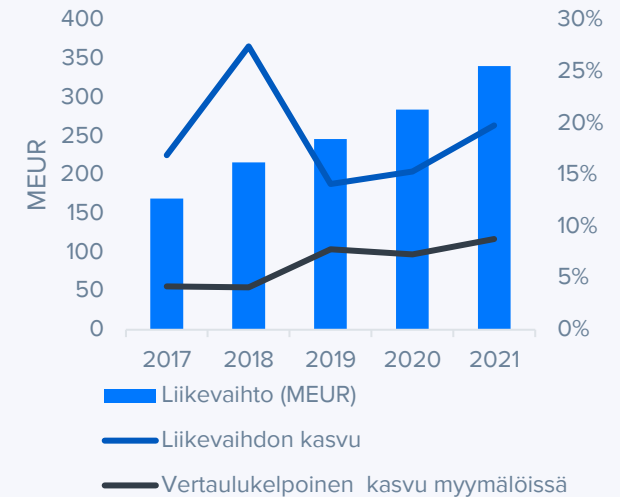
Viimeisimmät isommat yritysostot tehtiin Ruotsissa vuonna 2017 koostuen Djurkompaniet-ketjun ostopista lokakuussa sekä verkkokauppatoimijoiden VetZoo sekä Animail hankinnoista marraskuussa ja joulukuussa. Nämä yritysostot yhdessä kasvattivat Ruotsin liikevaihtoa noin 29 MEUR, mikä selittää tilikauden 2018 hyppäystä kuvaajassa. Tilikausina 2018-2019 Ruotsin liikevaihdon kehitykseen vaikutti myös se, että pääfokus oli yritysostojen integroinnissa ja myymäläkannan uudelleenjärjestelyssä. Tilikausina 2020-2021 myös Ruotsin verkoston suuruutta ollaan alettu kasvattaa jälleen nopeasti orgaanisesti.

## Orgaaninen laajentuminen on pääomatehokasta

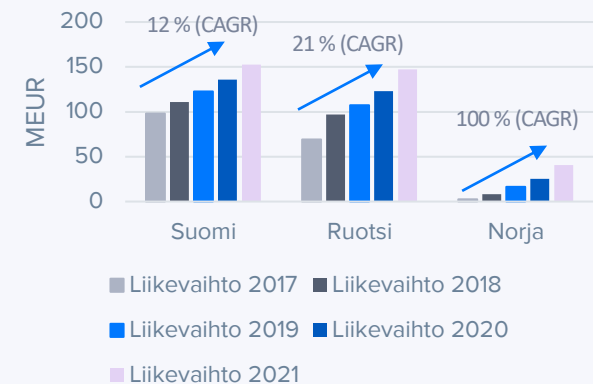
Musti laajentaa verkostoaan pääosin uusien myymäläavausten avulla, emmekä odota yhtiön tekevän enää isompia yritysostoja takavuosien tavoin nykyisillä toimintamarkkinoillaan. Myymälän uusperustanta muodostaa yhtiölle tällä hetkellä houkuttelevimman, alle 2 vuoden takaisinmaksuajan.

Yhtiö pyrkii kuitenkin edelleen ostamaan itselleen valikoituja franchise-myyvälöitä, mikä muodostaa myös hyvin kannattavan tavan yhtiölle kasvaa. Tämä mahdollistaa Mustille paremman hallinnan myymälän tarjoamaan valikoimaan (enemmän O&E-tuotteita). Myös omien myymälöiden tuotteiden toimitusketju on helpompi integroida koko konsernin prosesseihin. Tämän lisäksi myös yksittäisten hyvillä sijainneilla olevien kilpailevien myymälöiden hankinnat ovat edelleen mahdollisia.

### Liikevaihdon kasvu



### Liikevaihto segmenteittäin (MEUR)



# Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

## Kannattavaa kasvua viime vuodet

Yhtiön oikaistu EBITA (liikevoitto ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia) on kasvanut tilikauden 2017 9,9 MEUR:sta vuoden 2021 36,8 MEUR:oon. Yhtiön taloudellinen tavoite on nostaa oikaistu EBITA-marginaali vähintään 13 %:iin. Tilikauden 2017 5,8 %:sta se on kivunnut vakuuttavasti jo 10,8 %:iin.

Maakohtaisesti tarkasteltuna Suomen marginaali on pysynyt tilikausien 2019-2021 välillä vakaana noin 24 %:ssa. Ruotsissa marginaali on noussut 9 %:sta 12 %:iin ja Norjassa 4 %:sta 11 %:iin. Huomautamme sijoittajille, että maakohtainen kannattavuus ei vielä huomioi konsernitoimintojen kuluja, joihin on laskettu mukaan hallinto sekä keskusvarasto. Näiden yhteisten toimintojen kulut kasvoivat viime tilikaudella liikevaihtoa nopeammin. Tilikaudella 2019 niiden marginaali oli -7,5 %, mutta 2021 ne olivat laskeneet -8,2 %:iin. Taustalla oli keskusvaraston laskenut tehokkuus, kun Ruotsin varastoja konsolidoitiin. Myös listautuminen kasvatti hallinnon henkilöstömäärää ja kuluja. Pääkonttorin henkilöstömäärän nousu on liittynyt myös Mustin ekosysteemin kehitykseen, joka on vaatinut uusia rekrytointeja.

## Muiden maiden nosto Suomen tasolle

Yhtiön tavoitteena on myös nostaa Ruotsin ja Norjan kannattavuudet kypsän markkina Suomen tasolle. Siinä onnistuessaan yhtiö ylittäisi myös nykyisen kannattavuustavoitteensa. Tämän tavoitteen realismisuutta puoltaa se, että eri markkinoiden kilpailutilanteissa tai kuluttajien

käyttäytymisessä ei ole suuria eroja. Suomessa Mustin brändi on pitkän toimintahistorian aikana kuitenkin saavuttanut näkemysemme mukaan niin hallitsevan aseman ”top of mind”-toimijana, että tämä osaltaan tukee sen marginaaleja mm. korkea asiakasuskollisuuden kautta. Emme odota Ruotsin ja Norjan kannattavuuden nousevan näin korkealle tasolle, sillä yhtiö on lähtenyt näissä maissa takamatkalta. Maakohtaisia ennusteita on käsitelty tarkemmin ennusteosiossa.

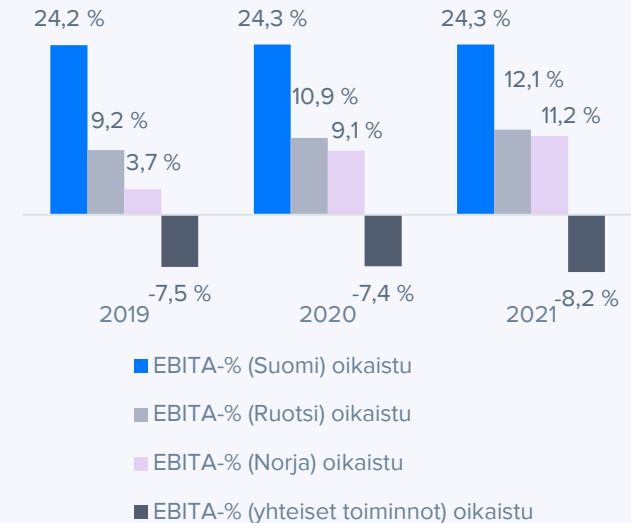
Etenkin Norjassa ylösajovaiheessa olevien myymälöiden osuus on edelleen korkea, mikä pitää sisällään selkeää kannattavuuspotentiaalia. Norjan 50 myymälästä 31 on avattu vuosien 2019-2021 välillä. Sivun 16 sivupalkissa on kuvattu, miten myymälän kannattavuus kehittyy tyypillisesti sen iän myötä.

Myös Ruotsissa nykyisissä myymälöissä on edelleen ylösajopotentiaalia, sillä Ruotsin omien myymälöiden määrä oli kasvanut tilikauden 2021 lopussa 96:een 2018 lopun 57:stä. Merkittävä osa Ruotsin omien myymälöiden määrän kasvusta liittyy kuitenkin myös Franchising-myymlöiden yritysostoihin, jolloin marginaalin parannus tapahtuu arviomme mukaan selvästi nopeammin. Ruotsissa EBITA-marginaali on myös Suomea selvästi alempi johtuen siitä, että Ruotsissa verkkomyynnin osuus on selvästi muita maita korkeampi (s. 12 sivupalkki). Verkkomyynnin matalampi kätteisyys johtuu etenkin siitä, että verkossa O&E-tuotteiden myynnin osuus on matalampi (s. 15 sivupalkki).

## Kannattavuuden kehitys



## Segmenttikohtainen kehitys



# Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

## Myyntikate laskenut verkon kasvun myötä

Yhtiön suhteellinen myyntikate on laskenut tilikauden 2017 50,5 %:sta noin 44 %:n tasoille. Selvä lasku on johtunut verkkomyynnin osuuden selvästä noususta 2017 6,9 %:sta 2021 23,1 %:iin.

Verkkomyynnin myyntikate on myymälämyyntiä alempi johtuen kahdesta tekijästä. 1) Myyntimix on heikempi O&E-tuotteiden osuuden ollessa myymälämyyntiä alempi. 2) Logistiikan kustannukset ovat korkeammat verkkomyynnissä ja niiden osalta ulkoiset logistiikkapalvelut (ulkoistetut varastot ja kuljetus) on vähennetty jo myyntikatteesta (toisin kuin monilla muilla yhtiöillä).

Kanavien sisällä sekä verkkomyynnin että myymälöiden suhteelliset myyntikatteet ovat käsityksemme mukaan kuitenkin parantuneet, mikä kertoo hinnoitteluvoiman vahvuudesta.

## Hinnoitteluvoima on erittäin hyvä

Koiranomistajat ja etenkin lemmikkivanhemmat eivät ole ostopäätöksessään niin hintasensitiivisiä kuin kuluttajat keskimäärin. He arvostavat alhaista hintaa enemmän korkealaatuisia tuotteita sekä laajaa valikoimaa. Tästä kertoo se, että O&E-brändien myyntikate on laskelmiemme mukaan lähellä 50 %, mikä on kaupan alan keskiarvoa (n. 30 %) selvästi korkeampi. Mustin myymien kolmansien osapuolien laadukkaiden brändien suhteellinen myyntikate on yhtiön mukaan O&E-tuotteita 10-15 % matalampi, mutta myös se on kaupan alan keskiarvoa korkeampi. Kilpailijoiden hintataso on pääsääntöisesti Mustia matalampi (pl.

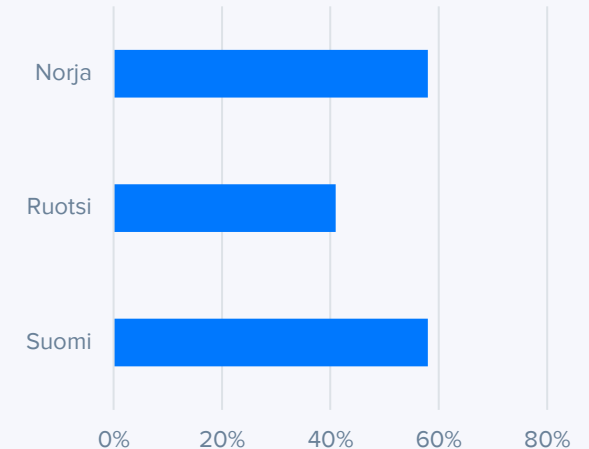
eläinlääkäriasemat), mutta tämä ei ole estänyt Mustin vahvaa markkinaosuuden valtausta. Tämä kertoo asiakasarvoa tuottavasta konseptista, eikä silloin kustannuspohjaista tai kilpailijoiden tasolle asetettua hinnoittelua olekaan syytä soveltaa.

## Myyntikatteella positiivisia sisäisiä ajureita

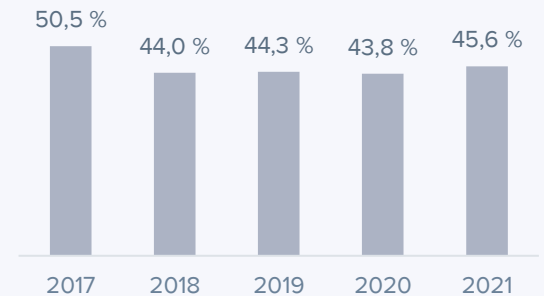
Tärkeimpänä yhtiön myyntikatetta tukevana ajurina tulevaisuudessa on O&E-brändien osuuden kasvattaminen myynnistä Norjassa ja Ruotsissa kypsän markkinan Suomen tasolle. Tilikaudella 2021 O&E-brändien osuus myynnistä oli Suomessa 58 % (2019: 64 %), Ruotsissa 41 % (2019: 36 %) ja Norjassa 58 % (2019 54,3 %). Lasku Suomen osalta on johtunut verkkomyynnin osuuden selvästä kasvusta pandemia-aikana.

Toisena myyntikatetta tukevana tekijänä voidaan nostaa esiin yhtiön kokoluokan kasvu ja tämän kautta tulevat paremmat ostohinnat. Yhtiö pyrkii kehittämään edelleen myös hinnoittelu- ja hankintaprosessejaan sekä tuoteryhmähallintaansa, jolloin mm. alennuksilla ei tarvitse vauhdittaa huonosti liikkuvia tuotenimikkeitä. Taloudellisten tavoitteiden mukaan yhtiö pyrkii pitämään suhteellisen myyntikatteen suunnilleen nykytasolla, sillä verkkokanavan nopeampi kasvu antaa jatkossakin painetta myyntikatteelle, mutta sisäisillä ajureilla pyritään kumoamaan tätä vaikutusta.

## O&E-tuotteiden osuus eri maissa



## Myyntikate-%



Lähde: Inderes, Musti (vuosikertomus)



# Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

## Kulurakenne on skaalautunut tehokkaasti

Keskeinen tekijä Mustin tulosparannuksessa on ollut sen kulurakenteen skaalautuvuus liikevaihdon kasvun myötä. Tilikaudella 2017 kulurakenne (henkilöstökulut + muut kulut + aineelliset poistot) suhteessa liikevaihtoon oli vielä 46,7 %, mutta 2021 osalta suhde oli laskenut jo 36,1 %:iin. Verkon myynnin osuuden kasvu on myös osaltaan vauhdittanut suhteen laskua. Tämä on kuitenkin siirtänyt vain kuluja enemmän materiaalit ja palvelut riville (kts. sivu 15), eikä verkkomyynti itsessään ole kivijalkaa kannattavampaa myyntiä.

Pitkään jatkuneen vahvan kehityksen jälkeen henkilöstökulujen skaalautuminen (2021 18,1 % vs. 2020 17,0 %) otti viime tilikaudella selvää takapakkia. Tämä johtui siitä, että yhtiö rekrytoi paljon uusia kykyjä pääkonttorilleen. Lisäksi Eskiltunassa jouduttiin käyttämään ylimääräistä henkilöstöä, kun varastokonsolidaatio ei sujunut yhtiön suunnitelmien mukaisesti. Myös 2020 kustannusrakenne oli myymälähenkilöstön osalta epänormaalin matala johtuen pandemiasta.

## Myymälöiden ylösaajo skaalaa niiden kuluja

Myymälöiden osalta (myyjien palkka, vuokrat ja kiinteistökulut) skaalautuvat liikevaihdon kasvun myötä varsin hyvin. Myyjien palkan osalta skaalautumista rajoittaa hieman se, että Musti myös kasvattaa työvuorojen määrää liikkeissä asiakasvirran mukana. Sivupalkissa on esitetty miten Mustin myymälöiden myynti ja tulos tyypillisesti kehittyvät niiden ikävuosien lisääntymisen myötä.

Musti avaa myymälöitä toistaiseksi jatkuvasti lisää. Myymälöiden kulujen skaalautuminen tulee tuloslaskelmassa esiin kunnolla vasta, kun nuorten myymälöiden määrä laskee tarpeeksi. Vielä lähes 20 % kaikista myymälöistä on alle 3-vuotiaita.

## Myös keskitetyt toiminnot skaalautuvat

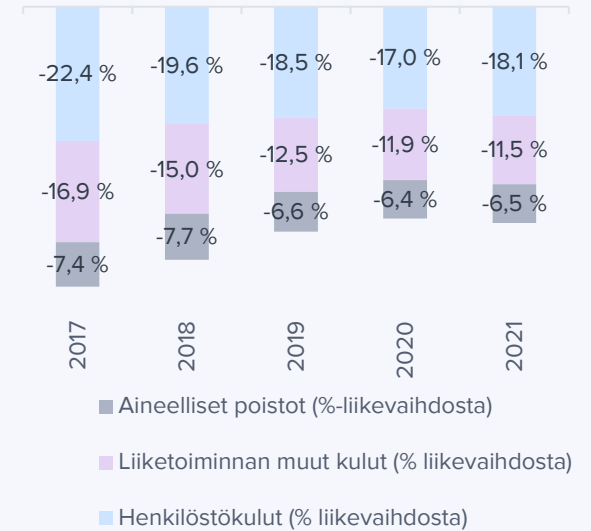
Yhtiön oma Eskilstunan keskusvarasto avattiin vuonna 2017. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on tilaa kasvattaa siellä volyymejaan vielä 3-4 vuotta. Volyymin kasvu skaalaa tiloihin liittyviä kuluja, mutta keskusvaraston henkilöstömäärää pitää kasvattaa volyymin mukana. Yhtiöllä on vaihtoehtona myös lisätä varaston automaatioastetta. Strategian yhtenä fokusalueena on Eskilstunan tavaravirtojen sujuvoittaminen nykyisestä.

IT-järjestelmän sekä konsernihallinnon kulut ovat keskitettyjä kuluja ja niiden osuus liikevaihdosta skaalautuu myynnin kasvun myötä arviomme mukaan hyvin pidemmällä perspektiivillä.

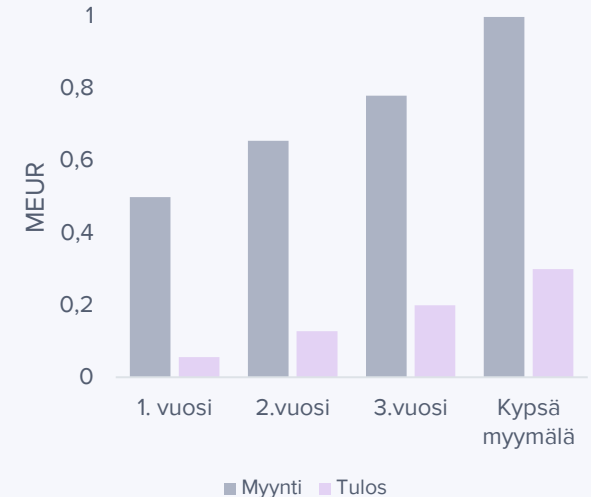
## Myyntiin ja markkinointiin käytetty enemmän

Yhtiö panostaa markkinoinnissa etenkin brändimarkkinointiin sekä tietoisuutta lisäävään markkinointiin omien tuotteiden osalta ja se hyödyntää hyvin laajalti eri kanavia. Yhtiön myynti ja markkinointikustannukset ovat kasvaneet 2017 3,1 %:sta 2020 4,2 %:iin, mikä on suhteellisen korkea taso. Nykyinen taso vaikuttaa olevan kannattavan kasvun jatkamisen osalta Mustille kuitenkin toimiva suhde, emmekä odota siihen suuria muutoksia. Asiakasdatan hyödyntämisellä kohdennetussa markkinoinnissa (tarjoukset) yhtiö voi kuitenkin vielä saavuttaa tehokkuushyötyjä.

## Kulurakenne



## Myymälän ylösaajo eteneminen



Lähde: Inderes. Musti (listalleottoesite) Ramp-up vaiheen analyysi perustuu 51:een 2014-lokakuu 2018 välillä avattuun myymälään.



# Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

## Kasvualusta uudistettiin ennen listautumista

Yhtiö teki 2017-2018 yhteensä 25 MEUR:n kokonaisinvestoinnit liiketoimintaan. Niistä (15 MEUR) liittyivät uuden IT-infrastruktuurin (ERP, WMS, CRM, PoS) sekä verkkokauppa-alustan uudistamiseen. Myös myymäläverkoston laajentamiseen ja uuteen keskusvarastoon investoitiin aikavälillä lähes 7 MEUR. Loput investoinneista liittyivät ylläpitoon.

Uudistettu verkkokauppa auttaa parantamaan asiakaskokemusta ja vuorovaikutusta tarjoamalla uusia digitaalisia palveluita sekä lisäämällä asiakasdatan hyödyntämistä kohdennetussa markkinoinnissa. Se myös varmistaa alustan skaalautuvuuden isommalle volyyminille.

## Investoinnit laajentamiseen jatkavat koholla

Tilikaudella 2021 Mustin investoinnit olivat noin 13 MEUR/vuodessa ilman yritysostoja, mikä johtui osin verkoston nopeasta laajentamisesta sekä mm. ekosysteemin vahvistamiseen ja digitaaliseen alustaan tehdyistä investoinneista. Ylläpito-investointien taso oli Mustilla käsityksemme mukaan n. 2 MEUR/v. Yritysostoihin (pääosin franchise liikkeiden hankinnat) käytettiin tilikauden aikana myös merkittävät noin 10 MEUR.

Odotamme orgaanisten investointien tason jatkavan vielä vuonna 2022 lähellä vuoden 2021 tasoa, mutta laskevan sen jälkeen maltillisesti kun verkoston laajentamistahti hidastuu. Mustin mukaan uuden myymälän kalustamiseen tarvitaan noin 100 TEUR investoinnit ja jos liikkeessä tarjotaan myös palveluita investointi on hieman isompi (n. 20-50 TEUR). Mustin tavoitteena on

avata noin 30 uutta myymälää tilikaudella 2021 ja samalla kasvattaa myös palveluiden tarjontaa.

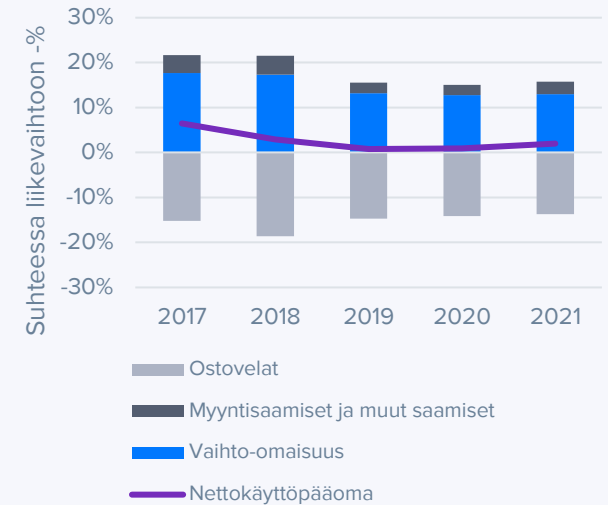
Vuosina 2012-2017 toteutetut yritysostot ovat myös vaatineet yhtiöltä merkittäviä panostuksia ja kerryttäneet Mustin taseeseen runsaasti liikearvoa (144 MEUR). Emme odota yhtiön toteuttavan lähitulevaisuudessa isompia yritysostoja nykymarkkinoillaan, mikä rajaa myös yhtiön pääomatarpeita jatkossa merkittävästi. Pidämme kuitenkin mahdollisena, että uudelle markkinalla (mm. Saksa) laajennuttaisiin yritysostolla.

Huomautamme, että IFRS-16 standardin myötä myymälöiden vuokravastuut (2021: 76 MEUR) on tuotu taseen vastattavaa puolelle, mikä näkyy myös vastaavan puolen käyttöomaisuuserissä (2021: 72 MEUR). DCF-laskelmassamme (s.33) näkyvä investointitasojen lievä nousu kohti terminaalia perustuu myymälöiden vuokrasopimusten uusimisten kasvuun verkoston laajentuessa, kun myös niiden poistot kasvavat. Sivupalkin kuvaajassa emme laske näitä vuokratukuluja investoinneiksi.

## Nettokäyttöpääoma kehittynyt oikeaan suuntaan

Yhtiön nettokäyttöpääoman pienentyminen tilikauden 2017 6 %:sta 2021 2 %:iin liikevaihdosta on johtunut varastonhallinnan suuremmasta painotuksesta. Myös uusi ERP ja Eskilstunan keskusvaraston käyttöönotto paransivat yhtiön näkyvyyttä varastojen tasoihin. Yhtiön kasvu sitoo nykyisellään hyvin rajallisesti käyttöpääomaa. Emme ennusta suhdeluvussa suuria muutoksia, vaikkakin yhtiön kasvanut koko voi mahdollistaa, sille parempia ostoehjoja eteenpäin mentäessä.

## Nettokäyttöpääoman kehitys



## Investoinnit ja rahavirta



# Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

## Vahvaa rahavirtaa tuottava liiketoiminta

Mustin liiketoiminta tuottaa vahvaa rahavirtaa ja investointien rahoittamisen jälkeen siitä jää vielä runsaasti jaettavaa omistajille (kts. edellisen sivun kuvaaja). Yhtiön taloudellinen tavoite on maksaa osinkoa 60-80 % tilikauden tuloksesta. Emme näe tälle esteitä, sillä samaan aikaan velkaantuminen jatkaa maltillista laskuaan.

## Velkavipu maltillisella tasolla

Mustin liiketoimintaa kasvatettiin pääomasijoittajan alaisuudessa hyödyntämällä korkeaa velkavipua (Nettovelka/EBITDA yli 5x). Tämä on tyypillistä defensiivisillä toimialoilla, kun pääomasijoittajat pyrkivät maksimoimaan ostokohteen oman pääoman tuottoa. Musti keräsi listautuessaan helmikuussa 2020 noin 40 MEUR:n nettovarot, jonka myötä nettovelka/viim. 12kk EBITDA (oik.)-suhde laski tavoitetason (< 2,5x) tuntumaan.

Myös tämän jälkeen velkavipu on jatkanut selvää laskuaan etenkin Mustin jatkuvasti vahvistuneen käyttökatteen myötä ja tilikauden 2021 lopussa Nettovelka/EBITDA-suhde oli enää 1,9x. Ennustamme suhdeluvun laskun myös jatkuvan, mutta tämä on riippuvainen isommista liikkeistä kansainvälisen kasvun hakemisen osalta. Taseessa on liikkumavaraa, jos yhtiö päättäisi laajentua uusiin maihin esimerkiksi Saksaan ostamalla sieltä jonkin pienemmän listaamattoman myymäläketjun saadakseen nopeamman lähdön toiminnan kasvattamiselle. Korollista pankkilainaa taseessa on tällä hetkellä vain noin 50 MEUR, ja IFRS 16 vuokrasopimusvelkoja noin 76 MEUR. Kun

tästä vähennetään rahavarat (13 MEUR) ovat Mustin nettovelat yhteensä 113 MEUR.

## Osakekohtainen tulos kehittynyt vahvasti

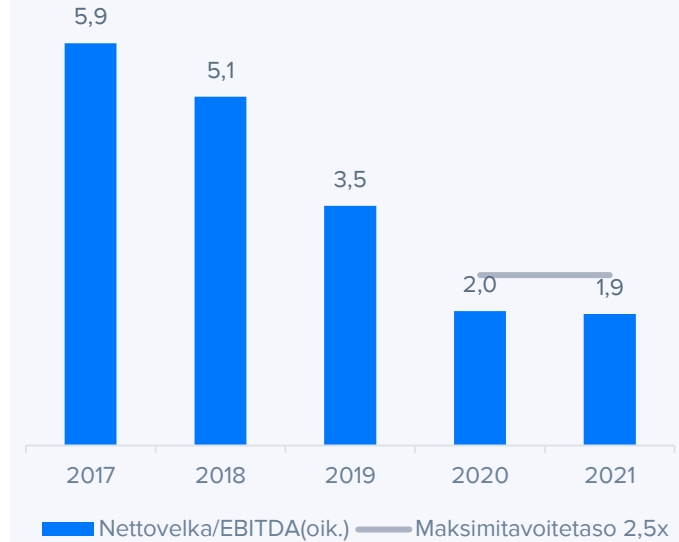
Osakekohtainen raportoitu tulos on kehittynyt myös liikevoiton tavoin vahvasti. Tilikausilla 2019 - 2020 tulosta rasittivat noin 4 MEUR:n kertaerät, joista suuri osa liittyi listautumiseen ja sen valmisteluihin. Tilikaudella 2021 kertaeriä oli 1,8 MEUR. Myös rahoituskulut heilahtelevat kvartaalien välillä voimakkaasti riippuen toimintamaiden valuuttojen liikkeistä, mutta pidemmällä aikavälillä edestakaiset heilahtelut tasaantuvat.

## Osinkoa maksettu listautumisen jälkeen avokätisesti

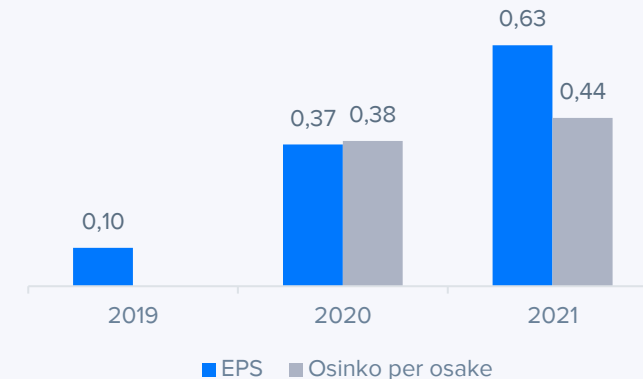
Yhtiö on alkanut maksaa omistajille myös osinkoa listautumisen jälkeen ja sitä ennen osinkoja ei maksettu. Tilikaudella 2020 yhtiö jopa hieman ylitti osinkotavoitteensa, kun osinkoa maksettiin 77 % oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta, mikä oli yli 100 % raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta. Tilikaudella 2021 osingonjakosuhte vastasi 70 %:ia raportoidusta tuloksesta, mikä oli tavoitehaarukan (60-80 %) keskellä.

Osinkotuotto (1-2 %) on osakekurssiin verrattuna toistaiseksi matala johtuen Mustin korkeista tulospohjaisista arvostuskertoimista.

## Pääomarakenne



## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Musti, Inderes

# Strategia

## Vahva brändi ja korkea asiakastyytyväisyys

Mustin strategian ytimessä on sen arvolupauksen jatkuva kehittäminen ja asiakkaiden yhä parempi palveleminen. Strategia erottuu kilpailijoista kyvyllä tarjota asiantuntevaa neuvontaa (Musti-expertit) sekä laajempaa ja laadukkaampaa tuotevalikoimaa, joista merkittävää osaa (O&E-tuotteet) ei ole saatavissa muualta. Mustin valikoima kostuu 13 000 nimikkeestä (vrt. päivittäistavara-kaupat n. 2000 nimikettä ja Zooplus n. 8000 nimikettä).

Myös asioinnin helppouteen ja sitä kautta ostokokemukseen on kiinnitetty erityistä huomiota sekä kivijalassa että verkossa. Mustin kanta-asiakkaat ovat hyvin uskollisia ja niiden määrä on kasvanut jo 1,3 miljoonaan. Myös Mustin asiakastyytyväisyys on korkea (2021: NPS 77).

Strategia vastaa etenkin Lemmikkivanhempien tarpeisiin. Yhtiön vahvaa asemaa ja markkinajohtajuutta kuvaavat myös korkea bränditunnettavuus. Suomessa Mustin asema ”top of mind” toimijana on näkemyksemme mukaan ylivoimainen ja strategian yhtenä tavoitteena on nostaa asema myös Ruotsissa ja Norjassa Suomen tasolle. Listautumisen aikaan Mustin bränditunnettavuus oli omistajien keskuudessa Suomessa 97 %, Ruotsissa 91 % ja Norjassa 21 %.

## Musti-experttien myyntivoima on keskeinen

Musti-expertit ovat keskeinen osa yhtiön kulttuuria ja he muodostavat yhden Mustin kilpailuetujen kulmakivistä. Yhtiön työntekijöistä 93 % on myös itsekin lemmikkivanhempia, joten heillä on

henkilökohtaista kiinnostusta ja osaamista liittyen tuotteisiin, joita he myyvät asiakkailleen. Musti-expertit suosittelivat ensisijaisesti yhtiön omia tuotteita. He ovat myös tiivisti mukana O&E-tuotteiden kehityksessä.

## O&E-tuotteiden korkea osuus tuo useita etuja

Mustin O&E-portfolion suhteellinen osuus myynnistä (2021: 51 %) on vähittäiskaupan alalla poikkeuksellisen korkea. Lemmikkialan erikoiskaupoista mm. Zooplussalla omien brändien osuus on selvästi perässä (18 %) ja yleisesti 30 % on taso, mihin parhaat päivittäistavara-kaupat ylittävät Euroopassa. Yhtiö pyrkii myös jatkuvasti tunnistamaan asiakaskysyntää O&E-tuotteille sekä kehittämään parempia ja läpinäkyvämpiä tuotteita verrattuna hinnaltaan vastaaviin globaaleihin brändeihin. Yhtiön osaaminen ja kyvykkyys O&E-portfolion kehityksessä ovatkin mielestämme yksi sen selkeistä tunnistettavista kilpailueduista. Etenkin Ruotsissa O&E-tuotteiden osuuden nostolle on vielä potentiaalia (kts. S. 15). Myös hankituissa Franchising-liikkeissä valikoimaa voidaan viedä aiempaa enemmän O&E-tuotteisiin.

Korkea O&E-tuotteiden osuus myynnistä mahdollistaa Mustille myös alaa selvästi korkeammat katteet. O&E-tuotteiden suuri osuus tukee myös yhtiön asiakasuskollisuutta etenkin verkossa, jossa kuluttajat ovat normaalisti selvästi hintasensitiivisempiä. Kun asiakas on tottunut käyttämään tiettyä brändiä ensin kivijalassa, eikä sitä ole saatavilla muualta, on vaihtamisen kustannus kilpailevaan tuotteeseen (switching cost) korkea etenkin lemmikinruuassa.

## Strategia on rakennettu kilpailuetujen ympärille



# Strategia

## Verkoston laajentaminen

Uudet myymäläavaukset muodostavat tällä hetkellä yhtiölle erittäin kannattavan tavan kasvaa. Ne vaativat keskimäärin 180 TEUR investoinnit käyttöpäähän sekä kalustamiseen ja takaisinmaksuaika on vain n. 2 vuotta (kts. s. 16). Avatessaan uuden myymälän yhtiö soveltaa sijaintistrategiaansa varmistaakseen, että kivijalkamyymälät ovat sijoitettuna paikkoihin, joissa on suuret asiakasvirrat.

Yhtiön tavoitteena on jatkaa myymäläverkoston laajentamista etenkin Ruotsissa ja Norjassa. Ruotsissa myymäläverkoston laajentamisessa painotetaan erityisesti suuria kaupunkeja, joissa Musti on aliedustettuna. Norjassa tilaa maantieteelliselle laajentumiselle on edelleen runsaasti (kts. s. 6). Suomessa kasvustrategian pääfokus ei ole uusien liikkeiden avaamisessa, mutta joitain myymälöitä voidaan avata tarjolle tuleville houkutteleville sijainneille. Keskeisiä kasvutekijöitä Suomessa ovat tietoisuutta lisäävä markkinointi, ja yhteistyö kasvattajien kanssa.

## Omnikanavaisuus korostuu strategiassa

Usein vähemmälle huomiolle jää se, että Musti on onnistunut poikkeuksellisen hyvin omnikanavaisen strategian toteuttamisessa. Perinteisesti kaupan alan yhtiöille korkean palvelulupauksen ylläpitäminen kivijalassa sekä verkkokaupan menestyksen toteuttaminen samanaikaisesti on ollut haastavaa, kun hintataso on molemmissa kanavissa sama. Mustin kilpailijoita selvästi nopeammilla toimituksilla ja tuotteiden saatavuudella on ollut oma roolinsa

palvelulupauksen ylläpitämisessä myös verkossa.

## Palvelutarjoama täydentää ekosysteemiä

Myymäläkonseptissa palvelut on integroitu valikoituihin myymälöihin. Olemassa olevan kivijalkaverkostonsa avulla Mustille on kustannustehokasta kasvattaa osuuttaan myös kasvavilla lemmikkipalvelumarkkinoilla. Samalla tavoitteena on parantaa asiakaslojaliteettia entisestään, kun lemmikkivanhempia saa kaikki relevantit ja konseptoidut palvelut yhdeltä tarjoajalta. Palveluiden osuus Mustin liikevaihdosta on käsityksemme mukaan vielä suhteellisen pieni. Odotamme Mustin palvelupisteiden laajenevan tulevaisuudessa ainakin 100 myymälään (nyt 80).

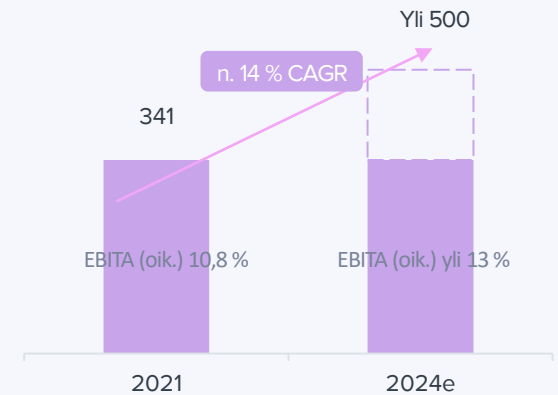
## Myös digitaalista ekosysteemiä kehitetään

Musti lanseerasi 2021 alussa digitaalisen eläinlääkäripalvelun. Tavoitteena on, että asiakkaan ei tarvitsisi asioida pienten vaivojen takia eläinlääkäriasemalla, sillä ne kilpailevat Mustia vastaan etenkin laadukkaassa ruuassa. Etäsovellukset ovat kasvava trendi terveydenhuollossa, ja käsityksemme mukaan palvelu on saanut hyvän vastaanoton asiakkaissa, vaikka toiminta onkin vielä pienimuotoista. Vuonna 2022 Musti on lanseeraamassa myös digitaalisen palvelukokonaisuuden, joka sisältää mm. liveostamisen ja digitaaliset kurssit. Myös näiden palveluiden tulevasta menestyksestä on ennenaikaista antaa vielä arviota. Rohkaisevana esimerkkinä toimii mm. Gigantti, joka toteutti pandemia-aikana live-myyntipalvelun ja sitä aiotaan myös jatkaa sen suosion perusteella.

## Kannattavan kasvun strategia

- Kannattavat myymäläavaukset
- Vahva kasvu verkossa
- Kulutuksen kasvu per kanta-asiakas
- Palvelutarjoaman (fyysinen ja digi) laajentaminen lemmikkivanhemmille
- Kasvun myötä skaalautuvat kulut ja paraneva neuvotteluasema
- Taustafunktioiden tehostaminen

## Liikevaihdon kasvutavoite (MEUR)



# Strategia

## Kasvua uusista asiakkaista

Yhtiön kasvun tärkeimmän komponentin muodostaa uusasiakashankinta. Yhtiö onkin onnistunut saamaan kanta-asiakkaisiin jo 1,3 miljoonaa lemmikkivanhempaa (kts. sivupalkki). Tämä on myös huomattava osuus markkinan nykyisestä lemmikkipopulaatiosta (5,4 miljoonaa).

Korkeasta markkinaosuudesta huolimatta Mustilla on mielestämme edelleen erittäin hyvät edellytykset jatkaa asiakasmääränsä kasvua. Myymäläverkoston peiton laajentuminen tukee tavoitetta, kun yhä useamman asiakkaan läheisyydestä löytyy Mustin myymälä.

Uusien sukupolvien parissa Mustin markkinaosuus on jo pidempään ollut koiranpennuissa yli 50 % ja lemmikkikannan uusiutuminen tukee Mustin asemia, jos se kykenee pitämään pennuista myös niiden koko eliniän kiinni. Tätä selittävät pentuklubit ja - treffit sekä kasvattajayhteistyö.

## Kasvua myös olemassa olevista asiakkaista

Yhtiö kasvun toisena komponenttina pyrkimys kasvattaa olemassa olevien asiakkaiden kokonaiskulutusta. Kulutusta pyritään nostamaan myymälöissä tarjottavien palveluiden lisäyksen avulla sekä tähän päälle rakentuvan digitaalisessa ekosysteemissä tarjottujen palveluiden tuella. Keskeinen strategia lisäostojen aikaansaamiseksi nykyisiltä asiakkailta on myös asiakasdatan hyödyntäminen personoidussa markkinoinnissa ja Mustin O&E-lemmikkiruuan myynnin edistäminen opastamalla asiakkaita sen terveyshyödyistä. Tilaa on kuitenkin vielä parantaa, sillä

lemmikkivanhemmat kuluttavat tuotteisiin ja palveluihin keskimäärin noin 500 euroa vuodessa (Lähde: listalleottoesite), kun eläinlääkäripalveluita ei lasketa mukaan. Tällä hetkellä keskimääräinen kanta-asiakas ostaa vuodessa Mustista 188 eurolla. Asiakaskunta on edelleen hyvin polarisoitunutta osan ostaessa kaiken Mustista ja osan hankkiessa lähinnä tarvikkeita. Vähemmän ostavat asiakkaat tarjoavat vielä merkittävän kasvumahdollisuuden etenkin laadukkaan lemmikkiruuan myynnin osalta.

Musti onnistui viime vuonna kasvattamaan myyntiään per kanta-asiakas (kts. sivupalkki) selvästi pitkän suvantovaiheen jälkeen. Tämä johtui arviomme mukaan mm. tarjoomaan onnistuneesta laajentamisesta sekä myös siitä, että lemmikkivanhemmuus ja siten myös kulutus per lemmikki on uusien pentujen parissa vanhempia ikäluokkia voimakkaampi.

## Mittakaavaedut vahvistavat asemia

Vuosi vuodelta kasvava koko parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa hankinnoissa ja logistiikassa. Lisäksi selvästi kasvanut asiakasmäärä edesauttaa Mustia hyvien vuokraehtojen ja sijaintien neuvottelussa. Skaalaetujen hyötyjä tulee myös keskitetystä toiminnoista kuten (IT, hallinto), kun kustannukset jakautuvat laajemmalle volyymille parantaen marginaaleja.

Mustin kasvu on ollut kannattavaa, mutta viime tilikaudella voimakas kasvu heikensi Eskilstunan varaston sujuvaa toimintaa. Strategian yhtenä uutena fokusalueena onkin saada toimitusketjun materiaalivirtaa parannettua.

## Kanta-asiakkaiden määrän kehitys



## Kanta-asiakkaiden kulutuksen kehitys



# Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi ja uskolliset asiakkaat

2.

Omnikanavainen konsepti räätälöity lemmikkivanhempien tarpeisiin

3.

Korkea O&E-tuotteiden osuus erottautumistekijänä

4.

Historiallinen kasvu ollut kannattavaa

5.

Kasvuyhtiö, mutta orgaaninen laajentuminen sitoo samalla vain rajallisesti pääomaa

## Potentiaali



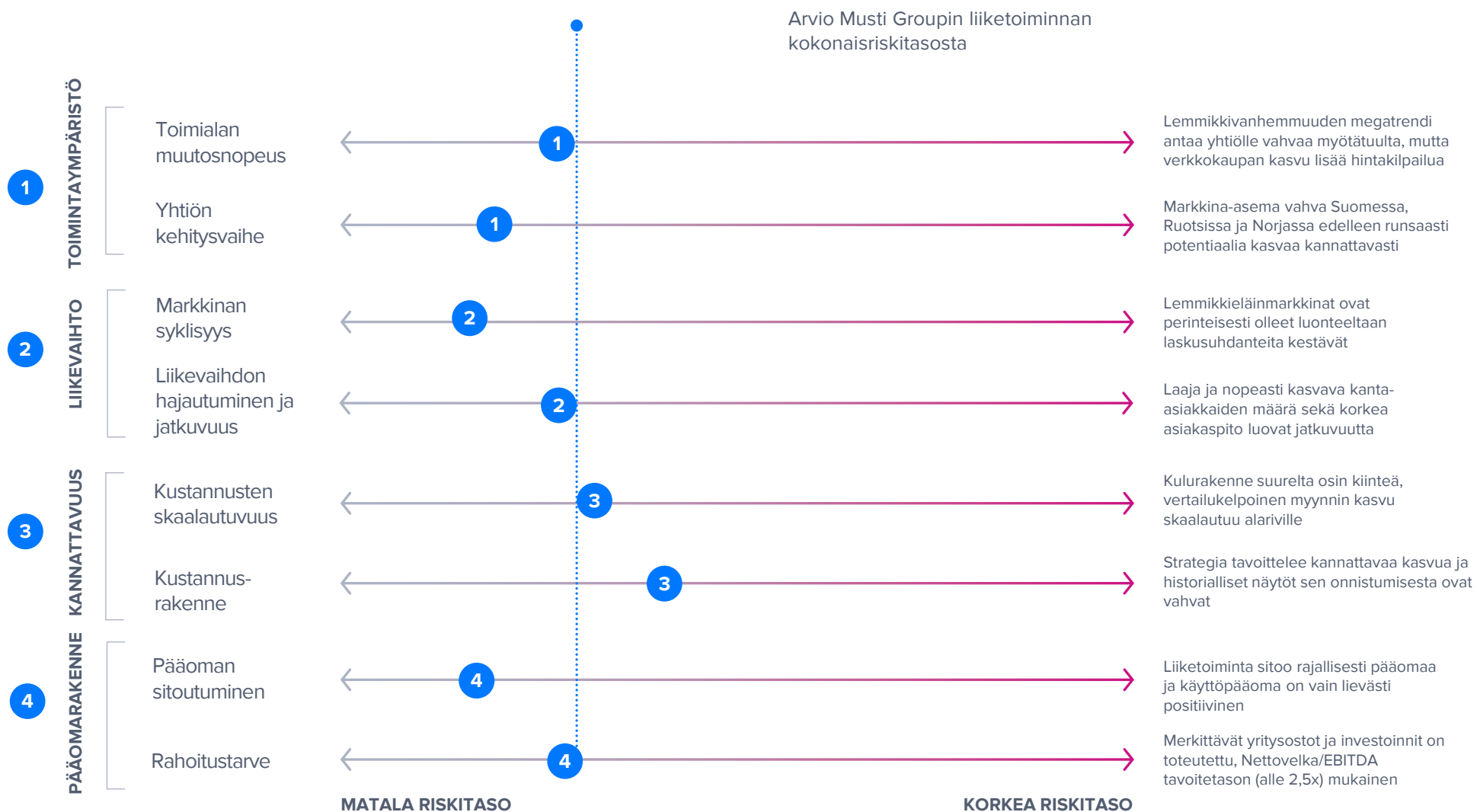
- Kohdemarkkinoiden vahva kasvu
- Verkoston laajentaminen Ruotsissa ja Norjassa
- Etenkin Norjassa nuoren myymäläverkoston ylösajo sisältää vielä merkittävää potentiaalia kasvulle
- Kasvun myötä skaalautuvat kulut
- Taustafunktioissa etenkin toimitusketjun materiaalivirran sujuvoittamisessa vielä parantamisen varaa
- Mahdollinen laajeneminen uusille markkinoille

## Riskit



- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Pandemian jälkeiseen kulutuskäyttäytymiseen liittyy epävarmuuksia
- Verkkokaupan kasvun myötä lisääntyvä hintakilpailu
- Päivittäistavarakauppojen vastaisku
- Myymäläsijoittelun epäonnistuminen
- Taseen korkea liikearvo

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Ennusteet

## Kasvu jatkuu reippaana myös tilikaudella 2022

Musti ohjaa odotuksia taloudellisilla tavoitteillaan (yhteenveto niistä seuraavalla sivulla) sekä markkinanäkymillä. Markkinanäkymien osalta Musti totesi tilinpäätöksen yhteydessä uskovansa markkinoiden kasvun jatkuvan vahvana lemmikkivanhemmuuden vauhdittamana. Yhtiö uskoo pystyvänsä jatkamaan kehitystään myös taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti.

Omat ennusteemme tilikaudelle 2022 heijastelevat vahvaa 15,4 %:n myynnin kasvua 393 MEUR:oon. Samalla odotamme kasvuvauhdin kuitenkin maltillistuvan tilikaudesta 2021 pentubuumin alettua osoittaa heikkenemisen merkkejä. Pentujen loka- ja marraskuun rekisteröintimäärät ovat olleet noin 10 % alle vuoden 2020 tason (kts. s. 10 kuvaaja).

Myöskään omien myymälöiden määrä ei kasva enää ennusteessamme yhtä vauhdikkaasti kuin 2021, jolloin niiden määrä kasvoi 48:lla. Tilikaudella 2022 odotamme Mustin avaavaan omia myymälöitä tasaisesti pitkin vuotta yhteensä 27 painottuen Norjaan (+15) ja Ruotsiin (+10). Kokonaisuutena määrä nousee tilikauden lopussa 307 kappaleeseen (2021: 280 kpl).

Huomautamme, että ennusteemme eivät huomioi mahdollisia franchise-myymälöiden hankintoja. Musti on kommentoinut, että omien myymälöiden määrä kasvaisi noin 30 kappaleella 2022-tilikaudella (sis. franchise-myymälöiden hankinnat).

## Kasvu loivenee tilikausilla 2023-2025

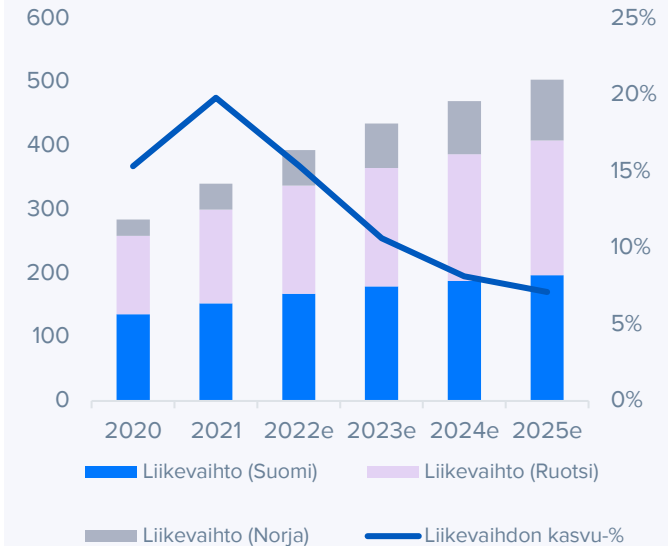
Odotamme Mustin myymälöiden avaustahdin

maltillistuvan tilikausina 2023-25 (kts. kuva). Listautumisen yhteydessä Musti arvioi pidemmän ajan myymäläavaustahdin olevan 8-15 myymälää vuodessa. Odotammekin nykyisen kiihdytetyn avaustahdin maltillistuvan kohti näitä lukuja, kunhan pentubuumin nostattama kiima maltillistuu. Silti myös 2020-2022 tilikausilla avatut myymälät tukevat edelleen kasvua niiden ylösajon edetessä.

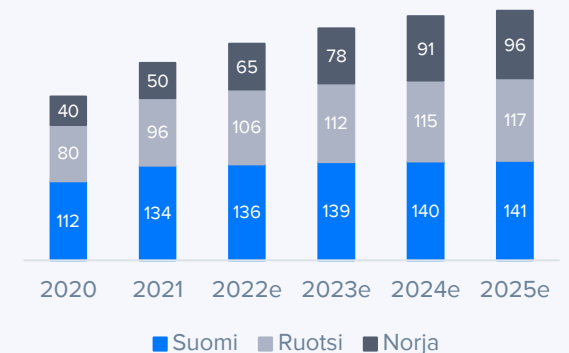
Nykyisessä ennusteessamme tilikauden 2023 liikevaihto kasvaa 11 %:lla 435 MEUR:oon ja 2024 8 %:lla 470 MEUR:oon. Ennusteemme ovat lievästi Mustin omaa 2024 tavoitetta matalammalla (tavoite yli 500 MEUR). Ennustamme yhtiön kuitenkin yltävän 504 MEUR:n myyntiin vuonna 2025. Odotamme vuosien 2026-2030 välillä Mustin liikevaihdon kasvavan edelleen noin 4 %:lla vuodessa, sillä vaikka myymälöiden avaustahti rauhoittuu kasvaa markkina arvioimme mukaan edelleen selvästi yli BKT:n vauhtia. Tämän jälkeen odotamme Mustin kasvuvauhdin rauhoittuvan noin 2 %:iin, sillä arvioimme, että kohdemarkkinoiden kasvu rauhoittuu lähemmäs BKT:n kasvua. Tämä on seurausta siitä, että lemmikkivanhemmuus ei enää ilmiönä ole selvästi vahvempi markkinalle syntyvien uusien pentujen parissa kuin sieltä poistuvien lemmikkien parissa.

Kasvuennusteemme eivät huomioi mahdollisia yritysostoja. Ne eivät huomioi myöskään mahdollista laajentumista mm. Keski-Eurooppaan, joka nostaisi kasvupotentiaalia selvästi. Samalla arvioimme, että uuden maan ylösajo olisi tappiollista ensimmäiset 2-3 vuotta, kuten kävi Norjan laajentumisessa.

### Liikevaihdon kasvu



### Omien myymälöiden lukumäärä





# Ennusteet

## Kannattavuus paranee kulujen skaalautuessa

Ennustamme 2022 oikaistun EBITA-marginaalin nousevan 11,7 %:iin (2021: 10,8 %). Parannus perustuu pitkälti kulujen skaalautumiseen, kun viime vuosina perustettujen uusien myymälöiden ylösajo etenee. Myös keskitettyjen toimintojen kulujen odotamme skaalautuvan viime vuotta paremmin, kun Eskiltunan varaston materiaaliveikantaa saadaan tehostettua.

Yhtiön myyntikatteen odotamme pysyvän lähellä tilikauden 2021 tasoa, sillä vaikka odotamme O&E-tuotteiden osuuden jatkavan maltillista kasvuaan toimivat vastavoimana kallistuneet merirahdit sekä verkkomyynnin osuuden kasvu.

## Kannattava kasvu jatkuu 2023-25

Ennustamme EBITA-marginaalin parantuvan edelleen 2023-2025 välillä asteittain. Tilikauden 2025 EBITA-marginaalin ennusteemme on 13,4 %.

Kannattavuus paranee asteittain etupäässä myymäläverkoston kulujen skaalautuessa niiden saavuttaessa yhä kypsempään myymälän profiiliin. Yhtiön näin saavuttama lisämyynti tulee sisään korkealla EBITA-marginaalilla (kts. kuvaaja).

Verkoston laajentamistahdin hidastuminen parantaa myös kannattavuutta, sillä tyypillisesti 1. vuoden osalta uuden myymälän EBITA-tulosvaikutus on lähellä nollaa, jolloin se laimentaa marginaaleja.

Vuoden 2031 terminaaliin mennessä ennustamme EBITA-marginaalin nousseen 13,8 %:iin, kun Mustin

myymäläverkosto on saatu täysin valmiiksi.

## Maakohtaiset ennusteet

Maakohtaisissa ennusteissamme odotamme Suomen EBITA-marginaalin parantuvan enää lievästi tilikauden 2021 23,6 %:sta 2025 24,1 %:iin.

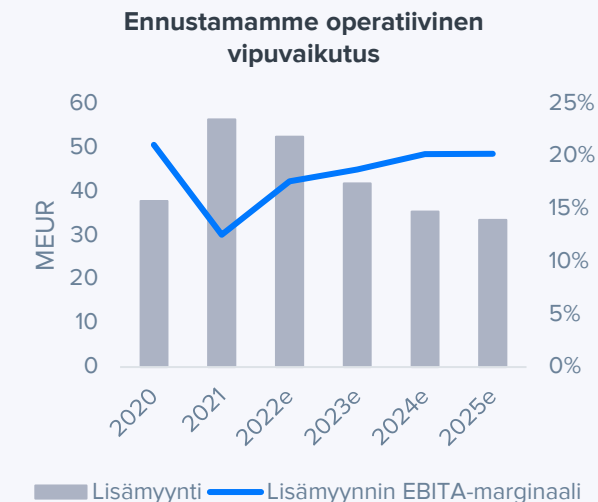
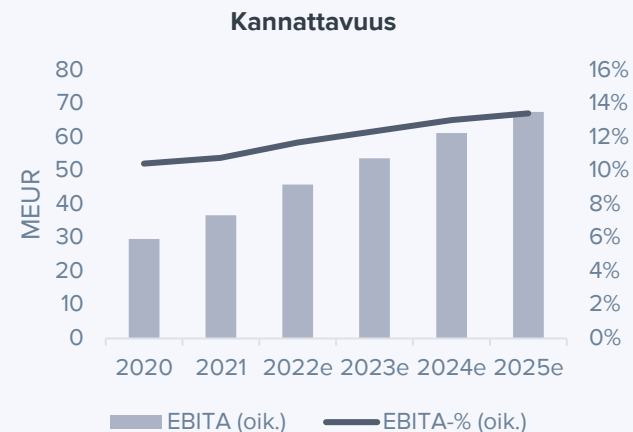
Ruotsin (2021 14,8 %) ja Norjan (2021 16,4 %) EBITA-marginaalit nousevat ennusteissamme asteittain. Tilikautena 2025 EBITA-marginaali on ennusteissamme kohonnut Ruotsissa 17,6 %:iin ja Norjassa 20,1 %:iin.

## Nettotulos kasvaa ja sen mukana osinko

Myynnin ja kannattavuuden kehityksen perusteella ennustamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan tilikauden 2020 0,48 eurosta tilikauden 2025 1,32 euroon.

Osinkoa yhtiön maksaa ennusteissamme myös avokätisesti 70 %:n jakosuhteella, mikä on linjassa sen taloudellisten tavoitteiden kanssa.

Nykyennusteillamme myös yhtiön velkaantuneisuus jatkaa maltillista laskuaan ja pysyy selvästi alle tavoitteiden (kts. seuraava sivu).



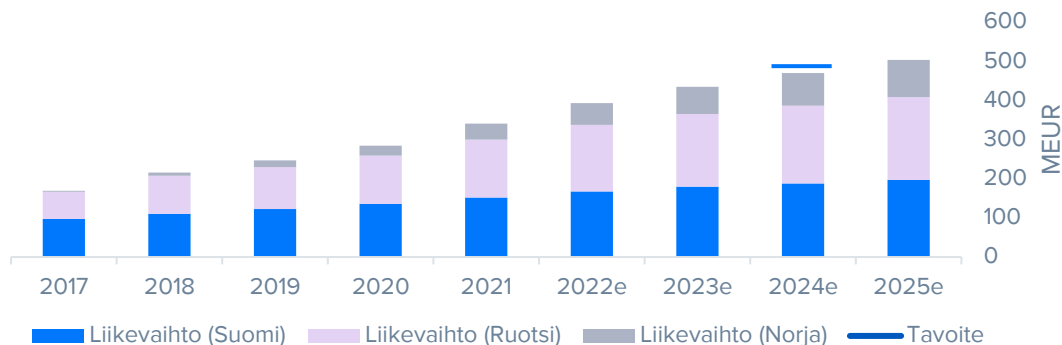
# Ennusteet ja historia suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin

## Kasvu

**Tavoite: Liikevaihto yli 500 MEUR tilikauden 2024 lopussa**

Historiallinen CAGR-kasvu 19 % (2017-2021)

2024 liikevaihdon ennustemme 470 MEUR (11 % CAGR)

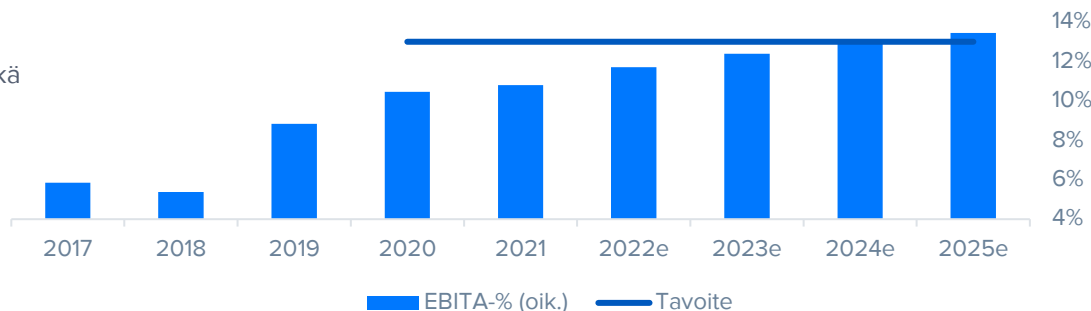


## Kannattavuus

**Yli 13 % EBITA-marginaali keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä**  
(Parannuksen odotetaan toteutuvan tasaisen myyntikatteen sekä kiinteiden kustannusten vipuvaikutuksen kautta)

Historiallinen EBITA-marginaalin keskiarvo 8,3 % (2017-2021)

2024 EBITA-marginaalin ennustemme 13,1 % (2020: 10,8 %)



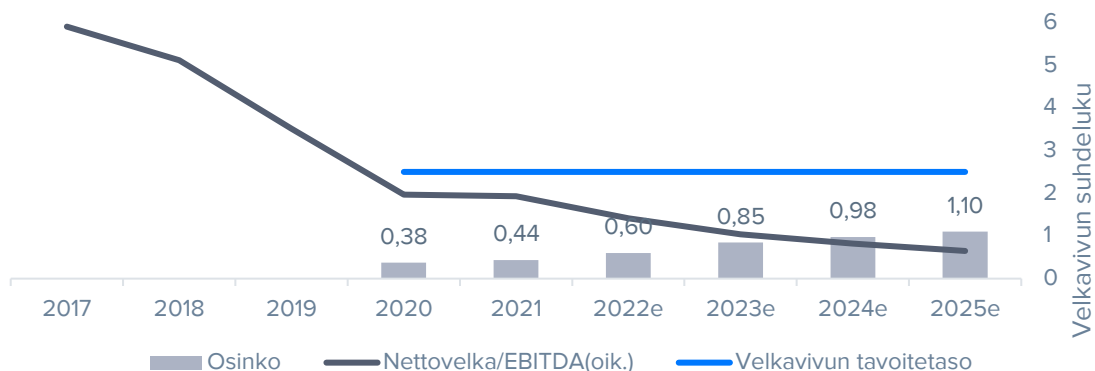
## Osinkopolitiikka ja velkaantuneisuus

**Osingonjakosuhte 60-80 % ja alle 2,5x velkavipu**

Tavoite jakaa osinkona 60-80 % nettotuloksesta

Yhtiön nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde alittaa 2,5x

Nykyennusteillamme osinko kasvaa tavoitteiden mukaisesti ja myös velkaantuneisuus jatkaa laskuaan selvästi alle tavoitteen



# Arvonmääritys

## Lähivuosien arvostuskertoimet ovat korkeat

Yhtiön tulos pohjainen arvostus on lähivuosina absoluuttisesti edelleen korkea 2022e ja 2023e P/E-kertoimien ollessa 36x ja 31x sekä vastaavien EV/EBITDA-kertoimien ollessa 16x ja 14x. Puhtaasti lähivuosien kertoimien tarkastelu ei mielestämme anna kuitenkaan oikeaa kuvaa yhtiön arvosta johtuen vahvasta konseptista ja sen näkymistä. Myös merkittävä osuus myymälöistä on edelleen ylösajovaiheessa ja niiden kannattavuuspotentiaali ei siten ole vielä tullut esiin täysimääräisesti.

## Katseet pitkään perspektiiviin

Katsomme arvonmäärityksessä vuoteen 2025 asti (2025e EPS 1,32 euroa) näkyvyyden ollessa poikkeuksellisen hyvä lähivuosien tuloskasvua kohtaan. Mikäli yhtiö etenee ennusteidemme luoman skenaarion mukaisesti, arvioimme että Mustia hinnoiteltaisiin tällöin eteenpäin katsovalla P/E-kertoimella, joka olisi noin 25-30x.

Arvostuskerrointa tukee tässä vaiheessa erinomainen track-record sekä vahvistunut markkina-asema. Suhteessa omiin historiallisiin tasoihin (seuraava sivu) sitä laskevat yhtiön maltillistuneet kasvunäkymät, kun verkoston peittoa on saatu laajennettua. Edellä kuvatulla tavalla laskemalla osakkeen hintahaarukka liikkuisi tilikauden 2025 alussa 33-39 euron välillä.

Nousuvara suhteessa nykykurssiin on haarukan keskikohdalla noin 16 % tarkoittaen noin 5 %:n vuosittaista tuottoa osakkeen kurssinoususta seuraavan kolmen vuoden aikana. Osakkeen

2022-2025 tuotto-odotus on nykyisellään hyvin lähellä oman pääoman tuottovaatimustamme, kun myös osingot huomioidaan. Tätä taustaa vasten Mustin osakkeen hinnoittelu näyttäytyy neutraalina.

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme (s. 33) mukainen arvo osakkeelle on 32,8 euroa/osake viestien myös lähellä neutraalia olevasta hinnoittelusta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu 2022-2025 vahvemman kasvun jälkeen asteittain ja on terminaalijaksossa (2031) enää 2 %. Samalla EBIT-marginaali nousee asteittain vuoden 2020 8,3 %:sta (oik.) vuoden 2025 12,3 %:iin kulurakenteen jatkaessa skaalautumistaan ja on terminaalijaksolla 12,4 % (~EBITA 13,6 %). Terminaalin oikaistu EBITA-marginaali on linjassa yhtiön tavoitteen kanssa (yli 13 %).

Terminaali (2031 jälkeen) heijastelee nykyisenkaltaisena jatkuvaa maltillista kilpailutilannetta, jossa markkina on jatkanut keskittymistään sekä erikoisliikkeille että verkkokauppatoimijoille. Myös päivittäistavarakaupoilla on edelleen merkittävä osa markkinasta. Mustin markkinaosuus on mallinnuksessamme noussut lievästi yli 30 %:iin. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea eli 71 %, johtuen vahvasta lähivuosien kasvufokuksesta ja osin rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannuksen matalasta tasosta (WACC 6,0 % ja COE 6,8 %), joka heijastelee matalaa riskitasoa.

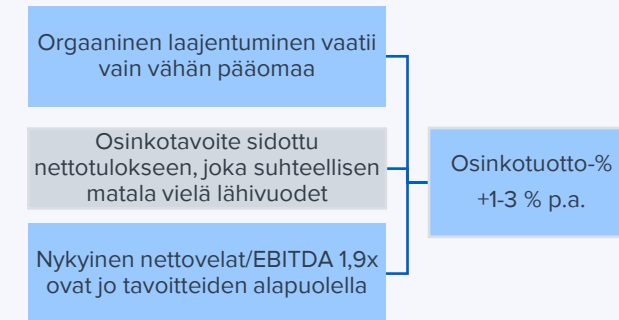
## Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

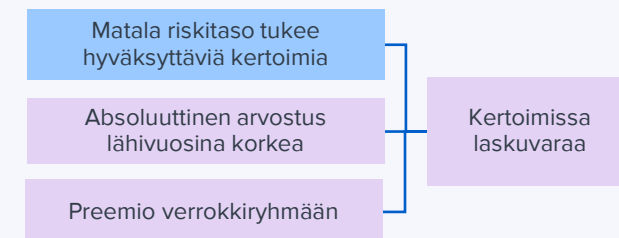
### Tuloskehitys



### Osinkotuotto



### Arvostuskertoimet



# Arvonmääritys

## Historiallinen arvostus ollut jo tovin tovin korkea

Markkinoiden yhtiölle hyväksymä arvostus on lyhyen pörssi-ajan ajan ollut toteutuneella tuloksella lähellä nykyistä tasoaan (EV/EBITDA 20x P/E 46x). Historiallinen keskiarvo tilikausien 2020-2021 tuloksilla ja niiden päätöskursseilla näkyy sivupalkin kuvaajissa.

Ainoastaan listautuessa ja koronakriisin alussa yhtiötä sai poimittua salkkuun selvästi keskiarvoja edullisemmilla kertoimilla. Mustin markkina-arvo oli listautumishinnalla noin 250 MEUR ja velaton arvo noin 380 MEUR (pre-money). Näitä valuaatioita ja 2019 tulostasoa soveltamalla Mustin EV/EBITDA-kerroin (oik.) oli n. 10x ja P/E-kerroin (oik.) noin 36x.

## Preemio kaupan alaan hyväksyttävissä

Suhteessa verrokkeihin (s. 30) Mustin preemiot vuosien 2022e ja 2023e P/E-kertoimilla ovat noin 50 % ja 30 % sekä EV/EBITDA-kertoimilla noin 35 % ja 30 %. Mustin tulos pohjaista hinnoittelua tukee sen keskimääräistä verrokkeita selvästi parempi lähivuosisen tuloskasvunäkymä (17 % CAGR) ja tätä taustaa vasten preemioita voi pitää tässä kehitysvaiheessa yhtiölle hyväksyttävänä.

Mustin liikevaihtopohjaiset EV/S-ketoimet (2022e ja 2023e 2,9x ja 2,6x) on myös aiheellisesti noin 80-90 %:n preemioilla verrokkeihin, sillä yhtiöllä on toimialan parhaat marginaalit. Korkeat EV/S-kertoimet kertovat myös siitä, että marginaaleja voi olla vaikea parantaa enää nykyisestä. Ne kertovat kuitenkin samalla myös vahvasta kilpailuasemasta.

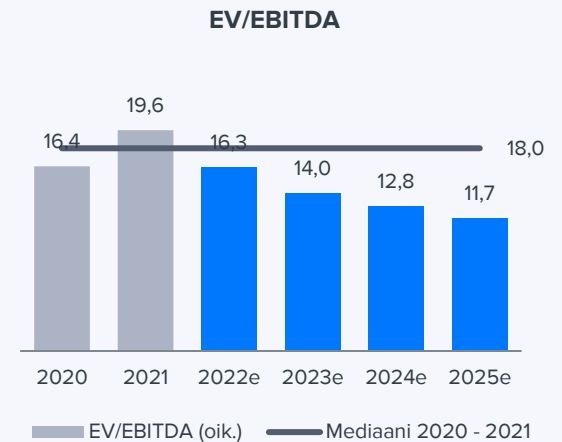
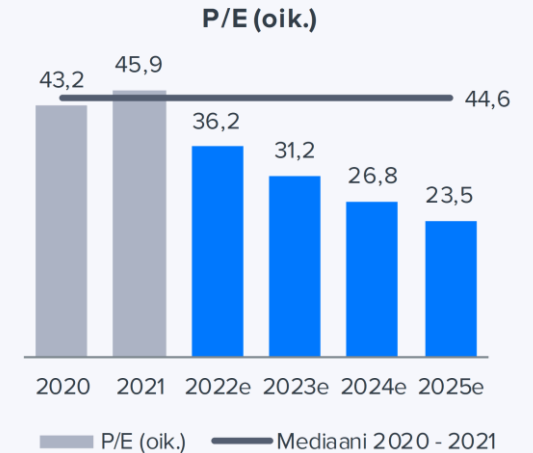
On huomattavaa, että verrokkiryhmässämme vain

osa yhtiöistä toimii lemmikkieläinmarkkinalla, joka kasvaa globaalisti selvästi nopeammin kuin muu kaupan ala. Tätä kautta muodostuvat paremmat tuloskasvuajurit selittävät osaltaan yhtiöiden nauttimaa korkeampaa arvostusta markkinalla.

Verrokkiryhmässä Mustia muistuttavalla omni-kanavaisella liiketoimintamallilla toimivat vain Etelä-Amerikkalainen Pet Center Comercio e Participacoes sekä Brittiläinen Pets at home Group. Mustin arvostus lähellä näiden toimijoiden P/E-kertoimien keskiarvoa. Pet Center Comercio e Participacoes hinnoitellaan P/E-kertoimilla 53x ja 34x ja siten selvällä preemiolla Mustiin. Pets at Home on puolestaan selvällä alennuksella vastaavien P/E-kertoimien ollessa 22x ja 19x.

Zooplus on puolestaan lähdössä pörssistä erittäin korkeilla kertoimilla (2022e EV/EBITDA 60x, P/E 80x ja EV/S 1,4x) Hinta nousi pääomasijoittajien välisessä nokittelussa pilviin, ja lopulta Hellman & Friedman sekä EQT päätyivät omistajiksi yhdessä. Huomionarvoista on, että EQT oli myös Mustin aiempi omistaja ennen kuin se irtautui yhtiöstä pörssissä. Uskomme, että liikkeen taustalla on se, että EQT näkee lemmikkialan markkina-ajurit vahvoina ja myös Zooplussan kannattavuuden parantamisessa potentiaalia lähemmäs Mustia.

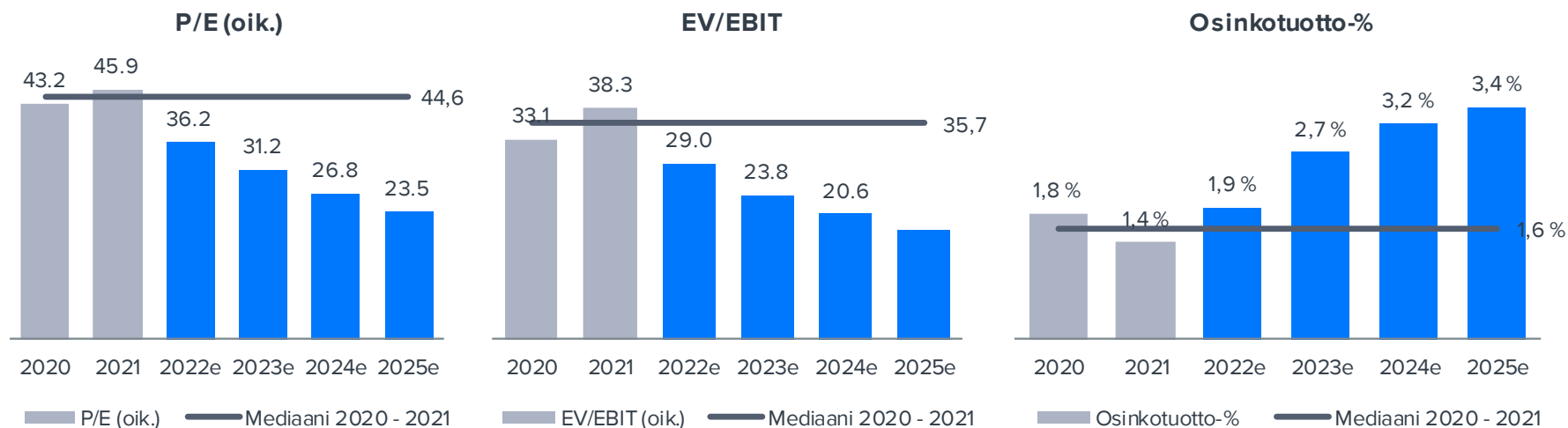
Sweden Care AB ja Frespet Inc ovat puolestaan laadukkaan lemmikin ruuan valmistajia. Niitä hinnoitellaan vielä lemmikkieläinkauppoja selvästi korkeammilla kertoimilla. Tämä johtuu arviomme mukaan vahvasta kasvusta sekä hitaammin saturoituvasta kohdemarkkinapotentiaalista.



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,75	20,6	30,9	31,0	31,0	31,0	31,0
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
Markkina-arvo	248	691	1036	1039	1039	1039	1039
Yritysarvo (EV)	382	787	1150	1138	1122	1112	1102
P/E (oik.)	36,4	43,2	45,9	36,2	31,2	26,8	23,5
P/E	82,3	58,7	49,9	37,3	31,2	26,8	23,5
P/Kassavirta	16,2	>100	neg.	32,0	26,0	24,8	22,2
P/B	2,5	4,5	6,6	6,1	5,7	5,4	5,1
P/S	1,0	2,4	3,0	2,6	2,4	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	1,5	2,8	3,4	2,9	2,6	2,4	2,2
EV/EBITDA (oik.)	11,2	16,4	19,6	16,3	14,0	12,8	11,7
EV/EBIT (oik.)	23,5	33,1	38,3	29,0	23,8	20,6	18,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	108,1 %	71,1 %	72,3 %	85,5 %	84,8 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,8 %	1,4 %	1,9 %	2,7 %	3,2 %	3,4 %

Lähde: Inderes (2019 päätöskurssina käytetty listautumishintaa)



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Axfood AB	255,40	5180	5731	19,9	19,0	10,3	9,9	0,8	0,8	26,2	25,3	3,2	3,3	10,5
ICA Gruppen AB	532,80	10438	11864	21,0	20,5	10,9	10,6	1,0	0,9	24,2	23,7	2,6	2,6	2,8
Kesko Oyj	29,13	11293	13201	19,1	18,8	11,3	11,1	1,2	1,2	22,7	22,4	3,3	3,2	4,3
Zooplus AG	479,40	3421	3370	59,3	112,2	60,0	36,0	1,4	1,2	81,0	65,8			17,4
Pets at Home Group PLC	469,60	2688	3071	14,8	13,7	9,4	8,5	1,9	1,8	21,5	19,2	2,4	2,7	2,2
Tractor Supply Co	223,98	22440	22359	19,1	18,3	15,3	14,5	1,9	1,8	25,4	23,4	1,1	1,1	12,9
Freshpet Inc	90,79	3496	3345		174,1	66,2	48,7	7,6	7,3		225,2			5,7
Pet Center Comercio e Participacoes	17,81	1212	1353	21,2	14,6	12,6	8,9	1,9	1,5	53,0	33,8	0,5	0,7	9,9
Verkkokauppa.com Oyj	7,02	313	313	13,4	11,5	11,1	10,1	0,5	0,5	16,9	14,4	3,9	4,2	7,2
Tokmanni Group Corp	18,71	1083	1431	13,9	12,4	8,6	7,9	1,3	1,2	13,4	12,0	5,7	6,1	4,0
Swedencare AB (publ)	139,00	1560	1606	58,1	45,4	52,8	41,9	14,8	12,2	71,9	55,5	0,6	0,7	6,2
Puuilo Oyj	ord could not be	730	817	17,7	15,3	14,3	12,4	3,0	2,7	20,1	17,6	4,0	4,3	12,6
<b>Musti (Inderes)</b>	<b>30,98</b>	<b>1039</b>	<b>1138</b>	<b>29,0</b>	<b>23,8</b>	<b>16,3</b>	<b>14,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>36,2</b>	<b>31,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>6,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>25,2</b>	<b>39,6</b>	<b>23,6</b>	<b>18,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>34,2</b>	<b>44,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>8,0</b>
<b>Mediaani</b>				<b>19,1</b>	<b>18,5</b>	<b>12,0</b>	<b>10,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>24,2</b>	<b>23,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>6,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>52 %</b>	<b>29 %</b>	<b>36 %</b>	<b>28 %</b>	<b>78 %</b>	<b>93 %</b>	<b>49 %</b>	<b>32 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-9 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>284</b>	<b>84,4</b>	<b>82,4</b>	<b>82,6</b>	<b>91,5</b>	<b>341</b>	<b>97,9</b>	<b>95,2</b>	<b>95,5</b>	<b>105</b>	<b>393</b>	<b>435</b>	<b>470</b>	<b>504</b>
Suomi	136	39,1	37,1	36,2	40,3	153	43,4	40,8	39,8	43,9	168	180	188	197
Ruotsi	123	35,7	35,6	36,4	39,7	147	41,0	40,9	41,9	45,7	169	186	199	211
Norja	25,4	9,6	9,7	10,0	11,5	40,8	13,5	13,4	13,8	15,0	55,7	69,6	83,6	95,2
<b>Käyttökate ilman kertaeriä</b>	<b>48,0</b>	15,7	13,1	12,8	17,1	<b>58,7</b>	18,6	15,9	15,8	19,4	<b>69,7</b>	<b>80,3</b>	<b>86,9</b>	<b>93,8</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>43,8</b>	<b>15,1</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>	<b>16,2</b>	<b>56,9</b>	<b>18,6</b>	<b>15,9</b>	<b>15,8</b>	<b>19,4</b>	<b>69,7</b>	<b>80,3</b>	<b>86,9</b>	<b>93,8</b>
Aineelliset poistot	-18,2	-5,1	-5,4	-5,6	-6,0	-22,1	-5,7	-5,9	-6,0	-6,1	-23,7	-26,4	-25,9	-26,0
Suomi (EBITA)	33,0	10,0	8,4	7,9	9,7	36,0	10,8	9,2	8,7	10,5	39,2	42,2	44,9	47,5
Ruotsi (EBITA)	14,9	5,6	4,5	4,5	7,2	21,8	6,6	5,4	5,9	8,6	26,5	30,3	34,1	37,2
Norja (EBITA)	2,9	1,8	1,6	1,6	1,7	6,7	2,6	2,3	2,4	2,3	9,7	12,4	15,5	19,1
Konsernitoiminnot ja oikaisut (EBITA)	-25,2	-7,4	-6,8	-7,1	-8,4	-29,6	-7,1	-6,9	-7,3	-8,1	-29,4	-31,0	-33,5	-36,0
<b>EBITA ilman kertaeriä</b>	<b>29,8</b>	10,6	7,7	7,3	11,2	<b>36,8</b>	12,8	10,1	9,8	13,3	<b>46,0</b>	<b>53,8</b>	<b>61,0</b>	<b>67,8</b>
Aineettomien hyödykkeiden poistot	-6,0	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-6,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,8	-7,0	-7,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>23,7</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>9,4</b>	<b>30,1</b>	<b>11,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>11,6</b>	<b>39,2</b>	<b>47,0</b>	<b>54,0</b>	<b>60,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>19,5</b>	<b>8,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>8,5</b>	<b>28,3</b>	<b>11,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>11,6</b>	<b>39,2</b>	<b>47,0</b>	<b>54,0</b>	<b>60,8</b>
Nettorahoituskulut	-5,9	1,1	-1,2	-0,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-5,1	-4,8	-4,9	-4,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>13,7</b>	<b>9,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>26,8</b>	<b>9,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>10,3</b>	<b>34,2</b>	<b>42,2</b>	<b>49,0</b>	<b>56,1</b>
Verot	-1,9	-1,7	-1,1	-0,8	-2,4	-6,0	-1,8	-1,3	-1,3	-1,9	-6,3	-8,9	-10,3	-11,8
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
<b>Nettotulos</b>	<b>11,8</b>	<b>7,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>20,8</b>	<b>7,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>	<b>8,4</b>	<b>26,9</b>	<b>33,3</b>	<b>38,7</b>	<b>44,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,48</b>	<b>0,25</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,67</b>	<b>0,24</b>	<b>0,17</b>	<b>0,16</b>	<b>0,25</b>	<b>0,83</b>	<b>0,99</b>	<b>1,16</b>	<b>1,32</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,35</b>	<b>0,23</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,15</b>	<b>0,62</b>	<b>0,21</b>	<b>0,17</b>	<b>0,16</b>	<b>0,25</b>	<b>0,80</b>	<b>0,99</b>	<b>1,16</b>	<b>1,32</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	15,3 %	20,0 %	20,3 %	20,2 %	19,0 %	19,9 %	16,1 %	15,5 %	15,6 %	14,3 %	15,3 %	10,6 %	8,1 %	7,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	46,4 %	43,8 %	47,9 %	13,8 %	10,8 %	26,5 %	23,5 %	38,1 %	46,1 %	23,2 %	30,5 %	20,0 %	14,8 %	12,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	15,4 %	17,9 %	15,9 %	15,1 %	17,7 %	16,7 %	18,9 %	16,8 %	16,6 %	18,6 %	17,7 %	18,5 %	18,5 %	18,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	8,4 %	10,7 %	7,4 %	6,7 %	10,3 %	8,8 %	11,4 %	8,8 %	8,5 %	11,1 %	10,0 %	10,8 %	11,5 %	12,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	4,1 %	9,2 %	4,6 %	5,0 %	5,6 %	6,1 %	7,3 %	6,1 %	5,8 %	8,1 %	6,9 %	7,7 %	8,2 %	8,8 %

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	393	393	0 %	435	435	0 %	470	470	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,2	39,2	0 %	47,0	47,0	0 %	54,4	54,0	-1 %
Liikevoitto	39,2	39,2	0 %	47,0	47,0	0 %	54,4	54,0	-1 %
Tulos ennen veroja	34,2	34,2	0 %	42,2	42,2	0 %	49,4	49,0	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,83	0,83	0 %	0,99	0,99	0 %	1,16	1,16	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,60	0 %	0,85	0,85	0 %	0,98	0,98	0 %

Lähde: Inderes, lisätty tehdyt ennustemuutokset raporttiin 22.12 klo 13.51

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>246</b>	<b>270</b>	<b>271</b>	<b>269</b>	<b>270</b>
Liikearvo	145	158	158	158	158
Aineettomat hyödykkeet	20,5	18,7	15,9	15,1	14,6
Käyttöomaisuus	73,4	87,5	91,8	91,5	92,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	5,9	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>78</b>	<b>86</b>	<b>93</b>
Vaihto-omaisuus	36,4	44,3	51,1	56,5	61,1
Muut lyhytaikaiset varat	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	6,5	9,3	10,7	11,9	12,9
Likvidit varat	21,6	13,0	15,0	16,6	18,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>312</b>	<b>338</b>	<b>348</b>	<b>355</b>	<b>363</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>153</b>	<b>157</b>	<b>170</b>	<b>183</b>	<b>193</b>
Osakepääoma	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Kertyneet voittovarot	-25,1	-2,8	10,3	23,5	33,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	167	148	148	148	148
Muu oma pääoma	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Vähemmistöosuus	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>102</b>	<b>109</b>	<b>99</b>	<b>87</b>	<b>80</b>
Laskennalliset verovelat	2,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	100	107	96,8	84,2	77,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>56</b>	<b>71</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>89</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	15,9	19,8	17,0	15,1	14,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	40,3	46,8	57,0	65,2	70,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	4,7	4,7	4,7	4,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>312</b>	<b>338</b>	<b>348</b>	<b>355</b>	<b>363</b>



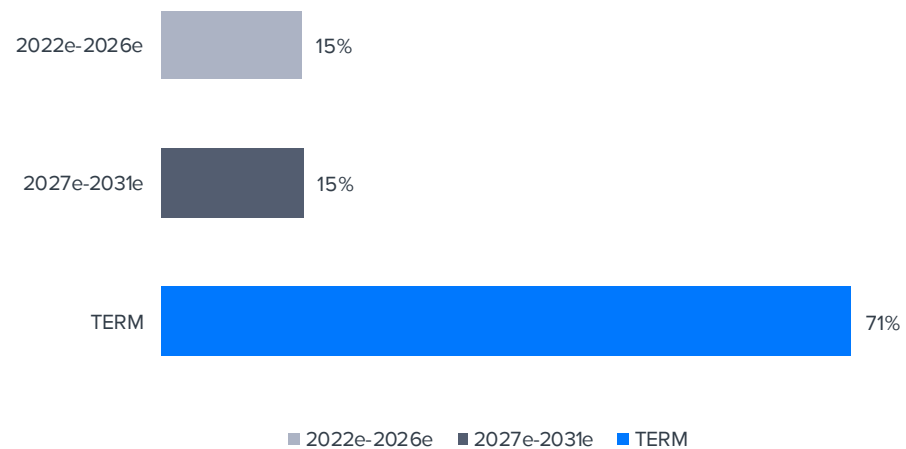
# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>28,3</b>	<b>39,2</b>	<b>47,0</b>	<b>54,0</b>	<b>60,8</b>	<b>63,9</b>	<b>66,5</b>	<b>69,1</b>	<b>71,9</b>	<b>76,0</b>	<b>77,5</b>	
+ Kokonaispoistot	28,6	30,5	33,2	32,9	33,0	33,3	33,3	33,3	33,2	33,2	33,2	
- Maksetut verot	-4,6	-6,3	-8,9	-10,3	-11,8	-12,4	-13,0	-13,5	-14,1	-15,0	-16,1	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,9	2,0	1,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>52,9</b>	<b>64,5</b>	<b>72,0</b>	<b>75,3</b>	<b>80,8</b>	<b>83,6</b>	<b>85,6</b>	<b>87,7</b>	<b>89,9</b>	<b>93,1</b>	<b>94,4</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-53,1	-32,0	-32,1	-33,3	-33,9	-33,2	-33,2	-33,2	-33,2	-33,2	-33,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-0,3</b>	<b>32,5</b>	<b>39,9</b>	<b>42,0</b>	<b>46,9</b>	<b>50,4</b>	<b>52,4</b>	<b>54,5</b>	<b>56,7</b>	<b>59,9</b>	<b>60,9</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,3	32,5	39,9	42,0	46,9	50,4	52,4	54,5	56,7	59,9	60,9	1544
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>30,6</b>	<b>35,5</b>	<b>35,2</b>	<b>37,1</b>	<b>37,6</b>	<b>36,9</b>	<b>36,1</b>	<b>35,4</b>	<b>35,3</b>	<b>33,9</b>	<b>859</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1212	1182	1146	1111	1074	1036	1000	963	928	893	859
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1212</b>										
- Korolliset velat		-126,3										
+ Rahavarat		13,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>1099</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>32,8</b>										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>6,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>6,0 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksottain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	246,7	284,4	340,9	393,1	434,9	EPS (raportoitu)	0,11	0,35	0,62	0,83	0,99
Käyttökate	34,2	43,8	56,9	69,7	80,3	EPS (oikaistu)	0,24	0,48	0,67	0,86	0,99
Liikevoitto	12,4	19,5	28,3	39,2	47,0	Operat. kassavirta / osake	1,27	1,23	1,58	1,92	2,15
Voitto ennen veroja	4,0	13,7	26,8	34,2	42,2	Vapaa kassavirta / osake	0,54	0,03	-0,01	0,97	1,19
Nettovoitto	3,0	11,8	20,8	27,8	33,3	Omapääoma / osake	3,47	4,57	4,68	5,07	5,46
Kertaluontoiset erät	-3,8	-4,2	-1,8	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,38	0,44	0,60	0,85
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	279,5	312,3	337,5	348,2	355,3	Liikevaihdon kasvu-%		15 %	20 %	15 %	11 %
Oma pääoma	98,4	153,5	157,1	170,0	183,3	Käyttökateen kasvu-%		28 %	30 %	23 %	15 %
Liikearvo	144,0	145,4	157,8	157,8	157,8	Liikevoiton oik. kasvu-%		46 %	27 %	31 %	20 %
Nettovelat	133,4	94,6	113,2	98,8	82,8	EPS oik. kasvu-%		98 %	41 %	27 %	16 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	13,9 %	15,4 %	16,7 %	17,7 %	18,5 %
Käyttökate	34,2	43,8	56,9	69,7	80,3	Oik. Liikevoitto-%	6,6 %	8,4 %	8,8 %	10,0 %	10,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,1	-1,2	0,9	2,0	1,7	Liikevoitto-%	5,0 %	6,9 %	8,3 %	10,0 %	10,8 %
Operatiivinen kassavirta	36,1	41,2	52,9	64,5	72,0	ROE-%	3,1 %	9,4 %	13,4 %	17,0 %	18,9 %
Investoinnit	-20,7	-40,1	-53,1	-32,0	-32,1	ROI-%	5,2 %	7,7 %	10,2 %	13,8 %	16,6 %
Vapaa kassavirta	15,4	1,1	-0,3	32,5	39,9	Omavaraisuusaste	35,2 %	49,1 %	46,5 %	48,8 %	51,6 %
						Nettovelkaantumisaste	135,5 %	61,6 %	72,1 %	58,1 %	45,2 %

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21.9.2020	Vähennä	18,00 €	18,22 €
30.9.2020	Vähennä	18,80 €	19,37 €
13.11.2020	Lisää	21,70 €	20,62 €
13.1.2021	Lisää	27,00 €	25,66 €
10.2.2021	Lisää	28,50 €	27,50 €
27.4.2021	Vähennä	31,00 €	32,96 €
5.5.2021	Lisää	31,00 €	30,14 €
11.8.2021	Vähennä	31,00 €	30,76 €
17.11.2021	Vähennä	31,00 €	33,92 €
22.12.2021	Vähennä	32,00 €	30,98 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**