

Puuilo

Laaja raportti

15.5.2023 19:22



Olli Vilppo

+358 40 761 9380

olli.vilppo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Defensiivinen kasvuyhtiö

Puuilo on vahvasti kasvava ja toimialan parasta kannattavuutta tekevä yhtiö Suomen halpakaupan markkinoilla. Näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet jatkaa kannattavaa markkinaosuuden valtaustaan erityyppisissä markkinatilanteissa. Ennustamme pidemmän ajan tuloskasvun (12 %/v) myötä osakkeen tuotto-odotus on edelleen houkutteleva suhteessa maltilliseen riskiprofiiliin ja investointitarpeiden ollessa rajalliset on osinkotuotto myös mukava (5-6 %). Nostamme Puuilon tavoitehinnan 8,0 euroon (aik. 7,0 €), mutta laskemme suosituksen lisätasolle (aik. osta), sillä viimeaikaisen kurssinousun myötä arvostuskertoimilla ei ole mielestämme enää tilaa venyä.

Puuilo valtaa markkinaosuutta muilta halpakauppailta ja tekee sen korkealla kannattavuudella

Puuilolla on nyt 38 myymälää (+oma verkkokauppa) ja kuluvan vuoden aikana verkosto laajenee 42 myymälään. Viimeisten neljän vuoden aikana yhtiön kasvu on ollut voimakasta (reilut 20 % CAGR), mikä on ylittänyt myös halpakaupan markkinoiden jo itsessään pirteän noin 5 %:n kasvun. Puuilon suurin asiakasryhmä on kuluttajat ja se palvelee erityisesti tee-se-itse-asiakkaita. Yhtiöllä on myös kasvava määrä yritysasiakkaita. Monistettavan konseptin arvolutaus nojaa edullisiin hintoihin, verrattain laajan valikoimaan sekä helppoon asiointiin. Konseptin vahva kasvu on perustunut etenkin asiakasmäärien kasvuun (18 % CAGR) ja keskimääräinen ostoskori on kasvanut noin 3 % CAGR (2018-2022). Matalat tuotteiden myyntihinnat ja tarveperusteinen kulutus alleviivaavat konseptin defensiivisyyttä ja kasvu ei ole hiipunut myöskään nykyisessä inflaatioympäristössä, vaikka käyttötavarakauppa yleisesti on kärsinyt kuluttajien ostovoiman laskusta. Yhtiön vahvaa kannattavuutta selittävät toimialaan nähden korkea myynti/m², sekä skaalautuvasti järjestetyt keskitetyt toiminnot ja tehokas myymälän avausprosessi.

Nostimme lievästi yhtiön ennusteitamme ja tavoitteet ovat mielestämme realistiset saavuttaa

Yhtiön strategia on yksinkertainen, sen toteuttaminen on ollut onnistunutta ja luottamuksemme yhtiön etenemiseen on korkea. Liikevaihdon kasvua tukevat myymälämäärän kasvu kohti 60 myymälän tavoitetta sekä nykyisen nuoren myymäläverkoston ylösajopotentiaali. Kannattavuutta tukevat kasvavan koon myötä skaalautuvat kiinteät kulut sekä neuvotteluvoiman kasvu. Myös korkeamman katetason omien tuotteiden suhteellisen osuuden kasvattamista myyntimixista jatketaan (2022: 20 %), mikä auttaa puolustamaan marginaaleja keskeisten kilpailijoiden laajentaessa myös kivijalkaansa. 2023 ennusteemme liikevaihdolle on 327 MEUR (2022: 296 MEUR) ja oikaistulle EBITA:lle 54,1 MEUR (marginaali 16,5 %). 2025 ennusteemme liikevaihdolle on 403 MEUR ja EBITA:lle 68,8 MEUR (marginaali 17,1 %). Pidemmän ajan ennusteemme on linjassa yhtiön tavoitteiden kanssa tehdä tilikaudella 2025 yli 400 MEUR:n liikevaihtoa ja 17-19 %:n EBITA-marginaalia.

Tuloskasvun realisoituminen ajaa tuotto-odotusta ja luottamuksemme sen läpituloon on hyvä

Tilikauden 2022 toteutuneella tuloksella laskettu P/E-kerroin on 17x ja ennusteidemme mukaiset 2023 ja 2024 P/E-kertoimet ovat 16x ja 14x. Viimeaikojen kurssinousu on nostanut kertoimia ja mielestämme PEG-mittari (1,5x) antaa nykyisellään melko neutraalin kuvan arvostuksesta, kun yhtiön defensiivinen kasvuprofiili huomioidaan. Arvostus on korjannut myös verrokkiryhmän tasolle, minkä näemme perusteltuna. Pidemmän ajan tuloskasvun (2022-2026 12 % CAGR) realisoituminen ajaa ensisijaisesti osaketta ja mukava osinkotuotto (5-6 %) täydentää tuotto-odotusta, joka nousee etenkin pidemmällä aikavälillä edelleen houkuttelevaksi.

Suositus

Lisää

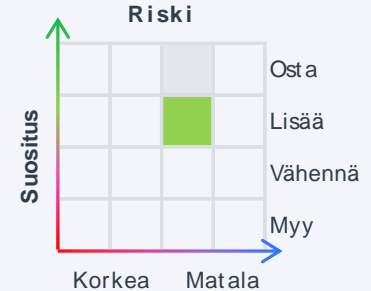
(aik. Osta)

8,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

7,34



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	296,4	327,1	363,1	403,1
kasvu-%	10 %	10 %	11 %	11 %
EBIT oik.	47,6	52,9	59,7	67,7
EBIT-% oik.	16,1 %	16,2 %	16,4 %	16,8 %
Nettotulos	35,1	39,1	44,4	51,2
EPS (oik.)	0,42	0,46	0,52	0,60

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

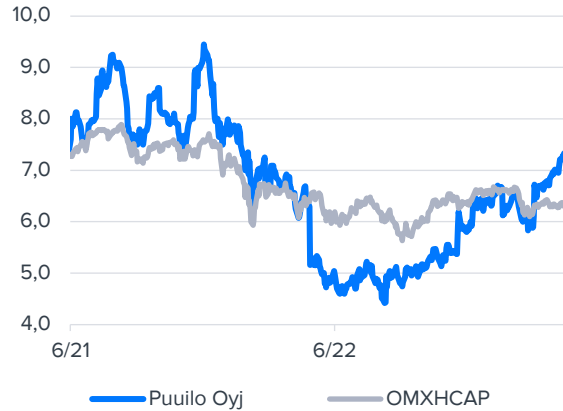
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

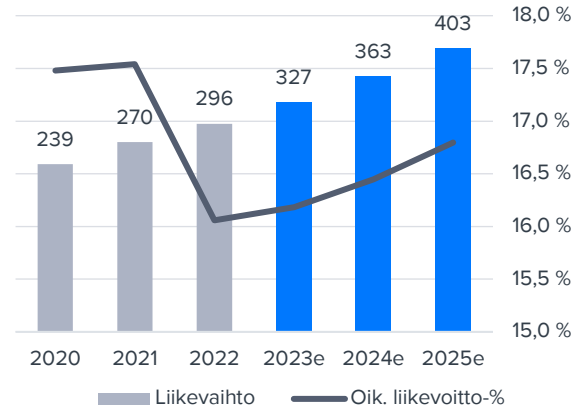
Puuilo ennustaa tilikauden 2023 liikevaihdon kasvavan (2022: 296 MEUR) ja oikaistun EBITA:n kasvavan (2022: 48,8 MEUR).

Osakekurssi



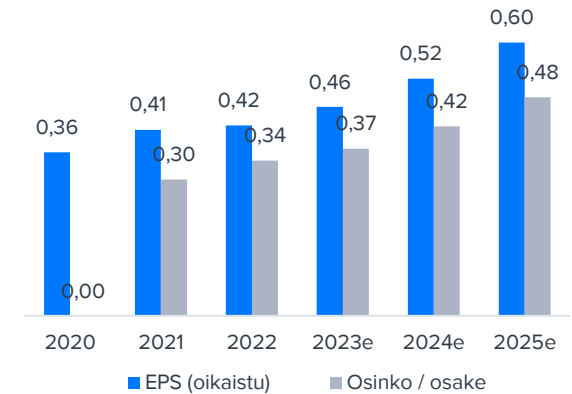
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Myymälämäärän kasvattaminen 60:een
- Nykyisten myymälöiden ylösajossa merkittävää kasvupotentiaalia jäljellä
- Omien tuotemerkkien kasvu
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulojen skaalautuminen
- Liiketoiminnan kulutason edelleen tehostaminen



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,34	7,34	7,34
Osakemäärä, milj. kpl	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo	622	622	622
Yritysarvo (EV)	698	683	674
P/E (oik.)	15,9	14,0	12,2
P/E	15,9	14,0	12,2
P/Kassavirta	12,1	12,4	13,4
P/B	7,2	6,3	5,4
P/S	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	10,2	9,1	8,1
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,4	10,0
Osinko/tulos (%)	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	5,7 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-7
Kilpailuedut	8
Markkinan kehitys ja kilpailutilanne	9-14
Taloudellinen kehitys ja tavoitteet	14-16
Tase	17
Strategia	18-20
Sijoitusprofiili ja Riskimittari	21-22
Ennusteet	23-27
Arvonmääritys	28-29
Taulukot	30-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Puilo lyhyesti

Puilo on yksi johtavista toimijoista Suomen kasvavalla halpakauppojen markkinalla

1982

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

296 MEUR (+9,7 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

48,8 MEUR (16,5 % lv:sta)

EBITA-liikevoitto (oik.) 2022

28,6 EUR

Keskimääräinen ostoskori 2022

9 %

Markkinaosuus Suomen halpakaupan sisällä

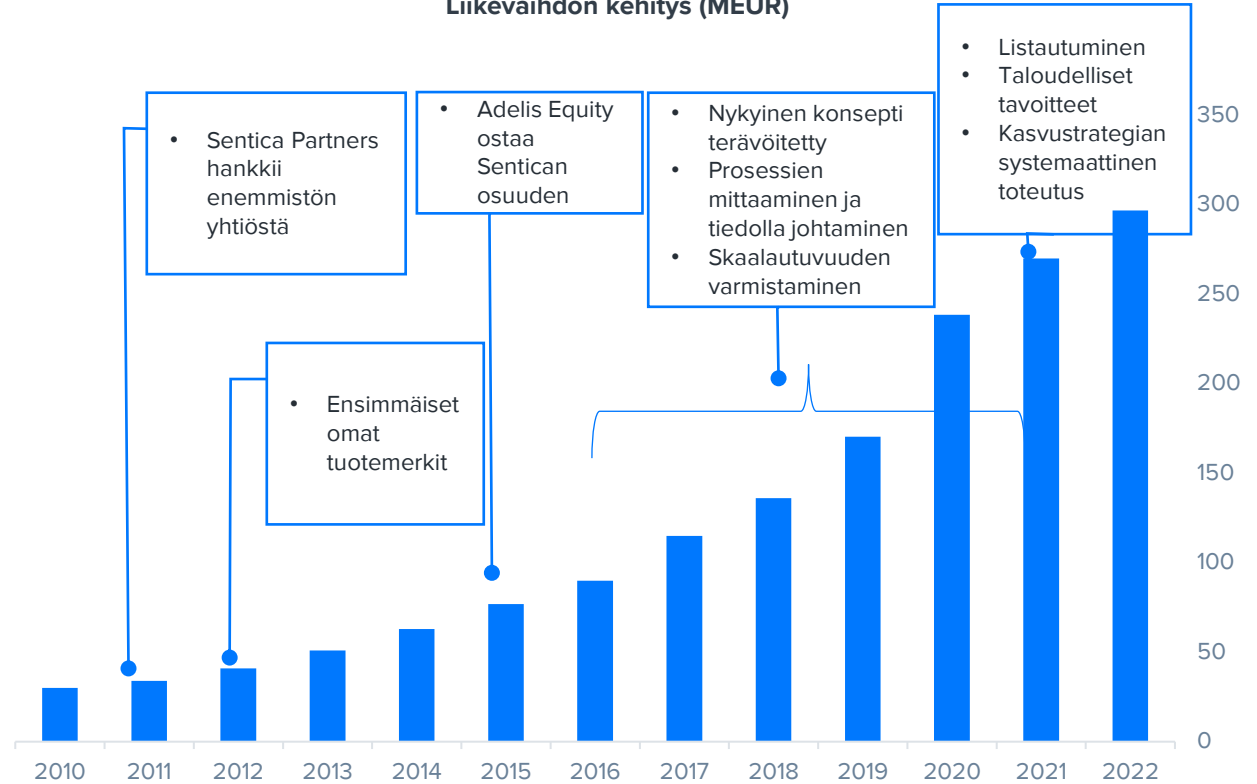
38

Myymlämäärä tällä hetkellä

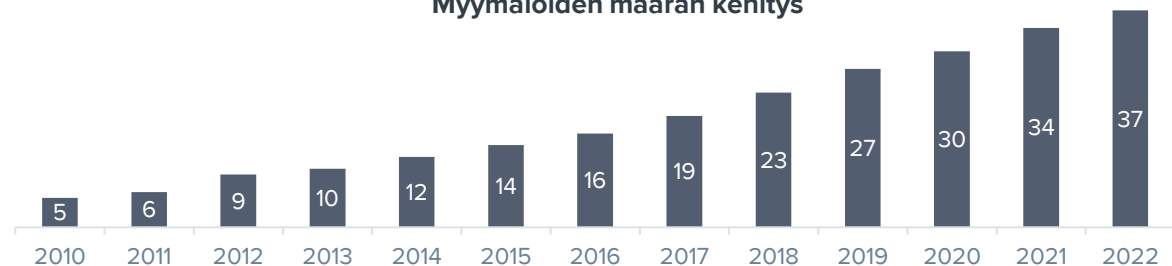
Lähde: Puilo/ Inderes

*Halpakaupanmarkkinaan sisällytetty Puilon keskeiset kilpailijat, vaikka esimerkiksi markkinaan sisältyvä Motonet ei kutsu itseään halpakaupaksi.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Myymlöiden määrän kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Kasvuyhtiö pitkällä historialla

Puuilo on vuonna 1982 perustettu Suomessa toimiva vähittäiskauppayhtiö. Yhtiötä on kehitetty vuodesta 2011 alkaen ensin pääomasijoittaja Sentica Partnersin ja vuodesta 2015 Adelis Equity Partnersin alaisuudessa. Puuilo listautui pörssiin päälistalle kesällä 2021 6,6 euron osakekohtaisella hinnalla. Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja tilikausilla 2012-2022 keskimääräinen myynnin kasvu on ollut 22 % (CAGR). Kävijämäärät ovat kasvaneet myös vahvasti ja 2022 tilikaudella sillä oli hieman yli 10 miljoonaa asiakasostotapahtumaa. Puuilon selvästi suurin asiakasryhmä ovat kuluttajat ja se palvelee erityisesti tee-se-itse-asiakkaita. Asiakaskanta edustaa kaikkia sosioekonomisia taustoja ja sukupuolia. Suurimmaksi osaksi asiakkaat ovat 35–65-vuotiaita. Yhtiön yritysasiakasmäärät ovat myös viime vuosina kasvaneet vahvasti ja FIRMA-tilituotteella yritysasiakkaaksi tunnistautuvien asiakkaiden osuus myynnistä on noin 6 %.

Asiakslupaus toiminnan keskiössä

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

mahdollistaa yhtiölle hyvät katteet.

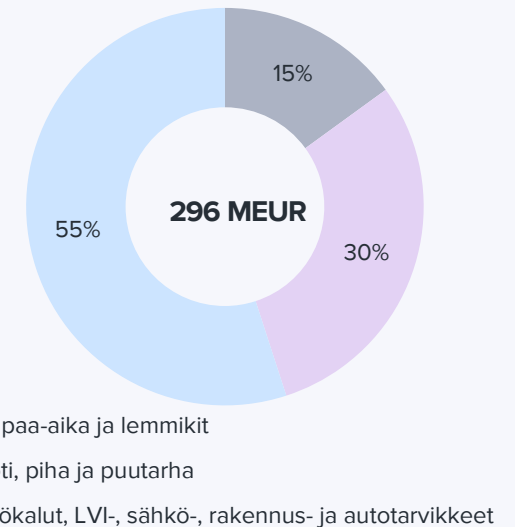
Konsepti erottuu kilpailijoista etenkin siinä, että ”tee-se-itse” ja työkalut -tuoteryhmissä valikoima on muita halpakaupan toimijoita syvempi.

Valikoima koostuu 10 pääkategoriasta

Puuilon jokaisen myymälän tuotevalikoima on sama. Se koostuu kymmenestä tuoteryhmästä, joita ovat rakennustarvikkeet, LVI- ja sähkötarvikkeet, autotarvikkeet, taloustavaratarvikkeet, puutarhatarvikkeet, eläinruoka ja tarvikkeet, työkalut, vapaa ajan välineet, elintarvikkeet, sekä palvelut. Kategorioiden alta löytyy noin 30 000 nimikkeen tuotevalikoima. Puuilo hallitsee aktiivisesti ja keskitetysti valikoimaansa pyrkien pitämään sen kuluttajien arkeen sopivana ja ajantasaisena. Yhtiö myy sekä kolmansien osapuolten brändituotteita että omia tuotteita. Brändituotteita yhtiö myy ilman yksinoikeutta. Tilikauden 2022 myynnistä jo 20 % tuli omien tuotemerkkien myynnistä ja määrä on kasvanut systemaattisesti strategian mukaisesti (kts. s.19).

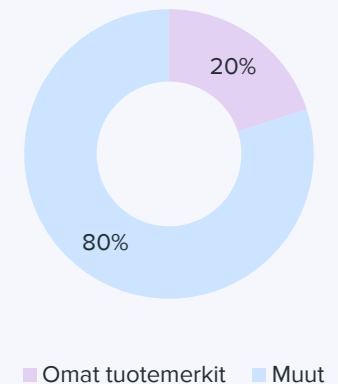
Pääkategorioiden valikoima sisältää hinnaltaan ja ominaisuuksiltaan eroavia tuotevaihtoehtoja, esimerkiksi kolmea eri tuotetta, kolmessa eri hintaryhmässä. Tällä pyritään vastaamaan eri asiakastyypin mieltymyksiin. Puuilon myynnistä osa koostuu sesonkiriippuvaisista tuotteista, mutta kysynnän sesonkiriippuvaisuus on kaupan alaan verrattuna vähäistä. Esimerkiksi joulukauppa tai Black Friday eivät ole sille merkittäviä sesonkeja. Puuilon vahvimmat myyntikuukaudet ajoittuvat touko-elokuulle, mikä on tyypillistä rautakaupoille.

Myynnin jakauma 2022



- Vapaa-aika ja lemmikit
- Koti, piha ja puutarha
- Työkalut, LVI-, sähkö-, rakennus- ja autotarvikkeet

Tuotemerkkien osuus myynnistä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Hankintaketju on monipuolinen

Yhtiö ostaa valmiita tuotteita noin 700 eri tavarantoimittajalta. Listautumisesiteen perusteella tilikauden 2020 ostoista 84 % tuli suomalaisilta tavarantoimittajilta, 13 % Aasiasta sekä 3 % Euroopasta. Suomesta hankituista tavaroista merkittävä osa on kuitenkin valmistettu Suomen ulkopuolella. Valtaosan omien merkkien alla myytävistä tuotteista yhtiö hankkii Aasiasta suoraan tehtailta. Hankinnoissa toimittajien vastuullisuus on tärkeä valintakriteeri. Omia tuotteita myydään usean eri brändin alla mm. Tamforce, Kramfors ja Pitstone. Ne on hinnoiteltu selkeästi vastaavia brändituotteita alemmaksi, mutta niiden myyntikatteet ovat parempia, sillä myös ostohinnat ovat matalampia. Omien tuotteiden osalta yhtiö kantaa niihin liittyvät merirahti- ja muut logistiikkakulut itse.

Myyväläverkosto ja varastot

Yhtiön myymäläverkosto on tasaisesti laajentunut valtakunnalliseksi koostuen nyt 38 myymälästä ja sitä kasvatetaan edelleen n. 4 myymälällä per/vuosi. Tavarantoimittajat toimittavat tavarat tyypillisesti suoraan myymälöiden varastoihin. Puuilolla on myymälävarastojen lisäksi yksi oma varasto Kajaanissa etenkin sesonkituotteille. Puuilo tekee varastointiyhteistyötä omien tuotemerkkien osalta Schenkerin kanssa, jonka varastot sijaitsevat Etelä-Suomen alueella ja sen sitomat pääomat näkyvät myös Puuilon taseessa. Puuilo on ilmoittanut keskittävänsä varastoinnin Schenkerin Nurmijärven varastoon vuoden 2023 aikana. Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan

hallinta ovat keskeisiä menestystekijöitä. Yhtiö on mielestämme löytänyt hyvän kompromissin saatavuuden ja pääoman sitoutumisen välillä.

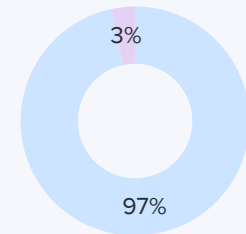
Pääomatehokas liiketoimintamalli

Yhtiön varaston kierto on suhteellisen tehokasta, sillä varastot ovat viime vuodet olleet noin 25-30 % liikevaihdosta. Nettokäyttöpääomaan sitoutuu jonkin verran pääomaa (22 % myynnistä tilikaudelle 2022). Nettokäyttöpääomaa lukuun ottamatta liiketoimintamalli sitoo myynnin kasvaessa rajallisesti pääomaa, sillä investointitarpeet ovat hyvin pienet. Yhtiön liiketoimintaan sitoutuneen pääoman tuotto (ROI-%) onkin pysytellyt erinomaisena. Lievä laskutrendi kuvaajassa johtuu etupäässä varastojen tietoisesta kasvatuksesta saatavuuden varmistamiseksi vuonna 2021 ja vuoteen 2022 lähdetäessä, mutta sen jälkeen varastoja on saatu purettua.

Monikanavaisuuden rooli myös tärkeä

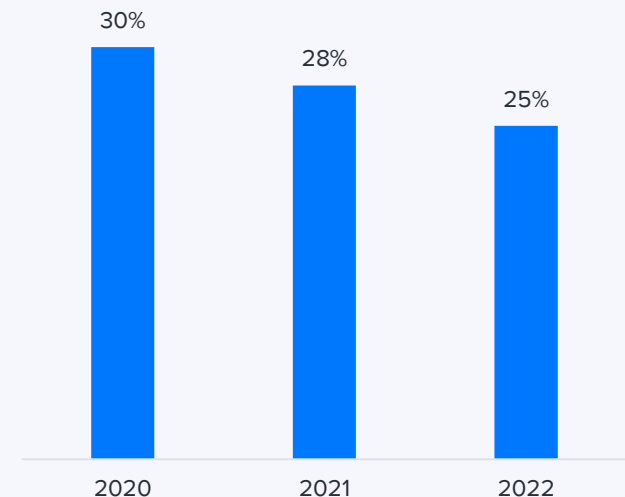
Puuilon myynnistä pääosa tapahtuu kivijalassa, mutta samalla vuosina 2019-2020 uudistettu verkkokauppa-alusta on tärkeä osa liiketoimintamallia. Hyvin toimiva verkkokauppa tukee Puuilon brändiä ja esittelee valikoimaa. Se tukee myös mielikuvaa hyvästä hinta-laatusuhteesta ja auttaa yhtiötä keräämään asiakasdataa kohdennettua markkinointia varten. Puuilon verkkomyynti on kasvanut voimakkaasti, vaikka osuus liikevaihdosta on edelleen verraten pieni 3,4 % (tilikausi 2022). Verkossa tehdyistä ostoksista noin 30 % on Click&Collect-tyyppisiä. Yhtiöllä on myös Ruotsin markkinoille suunnattu verkkokauppa, jonka merkitys on hyvin vähäinen.

Myyntikanavat



■ Myymälämyynti ■ Verkkokauppa

ROI-%:n kehitys



Kilpailuedut

Asiointikokemus räätälöity ydinasiakkaille

Puuilo on onnistunut rakentamaan toimivan erityisesti ”tee-se-itse” -asiakkaille suunnatun konseptin. Asiakaskokemuksen kulmakivenä toimii ostamisen helppous sekä myymälässä että verkossa. Myymälöihin on helppo tulla ja tuotteet on helppo löytää, sillä myymälän pohjaratkaisuna on ruutukaava ja valikoima eri myymälöissä on sama. Myös osaavan henkilöstön rooli on ratkaiseva, sillä asiakas tarvitsee usein apua ongelman ratkaisemisessa. Konseptin vetovoimasta kertoo sen toimialaa selvästi nopeampi kasvu (s. 13). Myös asiointikokemuksesta kertova NPS-luku on 40, mikä on kaupan alan keskiarvoa parempi.

Tehokas myymälän avausprosessi

Yhtiö on kehittänyt myymäläavauksiin standardoidun ja tehokkaan prosessin, josta vastaa erillinen keskitetty yksikkö. Uuden myymälän perustana on kaupan optimaalisen sijainnin määrittäminen asiointin helppouden, kilpailijoiden sijainnin sekä muiden omien myymälöiden perusteella. Aikaa myymälän avaamiseen tarvitaan noin kuusi viikkoa kiinteistön hallinnan luovutuksesta. Uudet myymälät ovat olleet käyttökäytössä mitattuna kannattavia myös jo avaamisen jälkeisen ensimmäisen kokonaisen kuukauden aikana, mikä on alalla kova suoritus.

Verrattain laaja ja erottuva valikoima

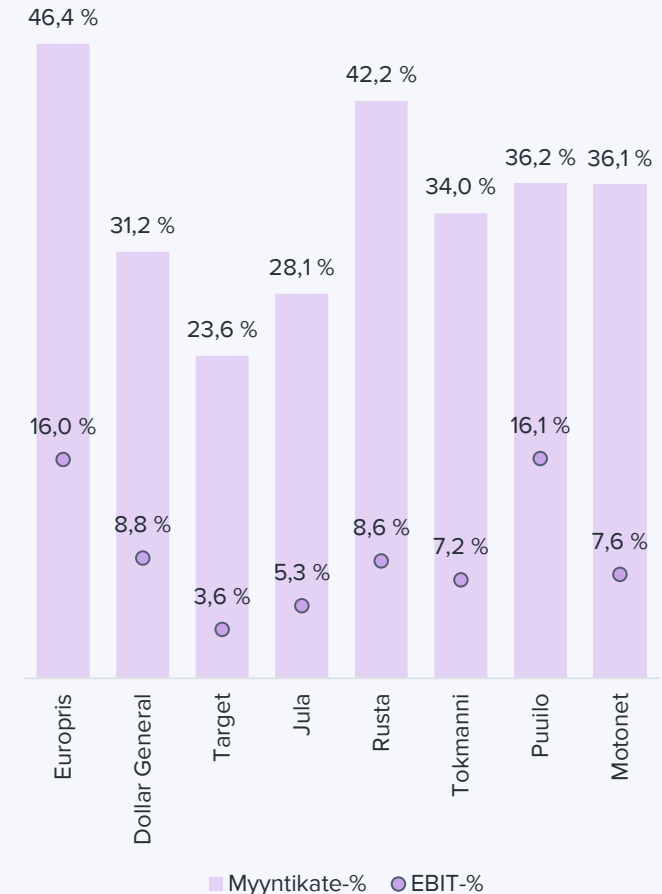
Yhtiöltä löytyy nyt noin 30 000 nimikkeen tuotevalikoima, mitä voidaan pitää muhin halpakauppiaihin verrattuna laajana (s. 9). Yhtiö

tarjoaa myös omia tuotteita kaikissa pääkategorioissaan, jotka erottavat sen tarjoaman kilpailijoista ja ovat katteeltaan parempia. Kokonaisuutena yhtiön myyntikate (2022: 36,2 %) on linjassa halpakaupan yleisen tason kanssa. Taso kertoo osaltaan hyvin toimivasta kategoriahallinnasta. Ostovolyymien koot ovat myös tärkeitä kaupan alalla ja niiden viime vuosien kasvu on parantanut Puuilon neuvotteluasemaa tavarantoimittajia kohtaan.

Tiukka kulujen hallinta osa yhtiön kulttuuria

Puuilon kertaluontoisista kuluista oikaistut kiinteät kustannukset olivat vuonna 2022 vain 20,1 % liikevaihdosta (sis. poistot), kun sen keskeisillä kilpailijoilla taso on selvästi korkeampi. Kulurakenne kestää myös kansainvälisen vertailun (kuvaajassa myyntikate-%:n ja EBIT-%:n erotus). Alhaisuus johtuu kompaktista myymäläkoosta sekä sijainneista keskustan ulkopuolella. Kaupat ovat auki tavanomaisina [aukioloaikoina](#) johtuen asiakkaiden asiointiprofilista, mikä rajaa henkilöstön ilta- tai viikonloppulisien määrää. Kustannuspaikkojen tehokkuutta mitataan myös jatkuvasti ja mm. myymäläkohtaisella myynnin seurannalla säädetään sen henkilöstötarvetta. Tiukka kulujen hallinta on osa yhtiön kulttuuria kaikessa tekemisessä. Matalan kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan asiakkailleen edullisia hintoja ollen samalla toimialan kannattavin liikevoitto-%:lla mitattuna. Puuilon kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu saa myös tukea kasvavasta volyymista, sillä osa kustannuksista skaalautuu.

Vahvojen halpakauppaketjujen kannattavuuksia



Lähde: Inderes, 2022 tilinpäätökset.
Julan osalta käytetty 2021 Ruotsin tilinpäätöstä,
Rustan tilikausi 2022/4 ja Motonet 2022/9

Konseptin positio suhteessa kilpailijakenttään

Valikoiman laajuus ja hintamielikuva

Perinteisesti laaja tuotenimikkeiden määrä ja tehokkaan kustannusrakenteen ylläpito ovat ristiriidassa. Tämä johtuu siitä, että toimitusketjusta tulee monimutkaisempia ja ostovolyymit hajautuvat useamman tuotteen välille. Puuilo on kyennyt löytämään tästä välimaastosta erottuvan konseptin, joka tarjoaa sen ydinasiakkaille relevanttia valikoimaa edullisin hinnoin. Huomattava osuus Puuiloissa myytävistä tuotteista on myös matalan hintapisteen tuotteita ja yksittäinen tuote maksaa keskimäärin vain 5,7 € (ei sis. ALV).

Yhtiön markkinoinnissa vahvistetaan taktisen markkinoinnin ohella myös brändin edullista

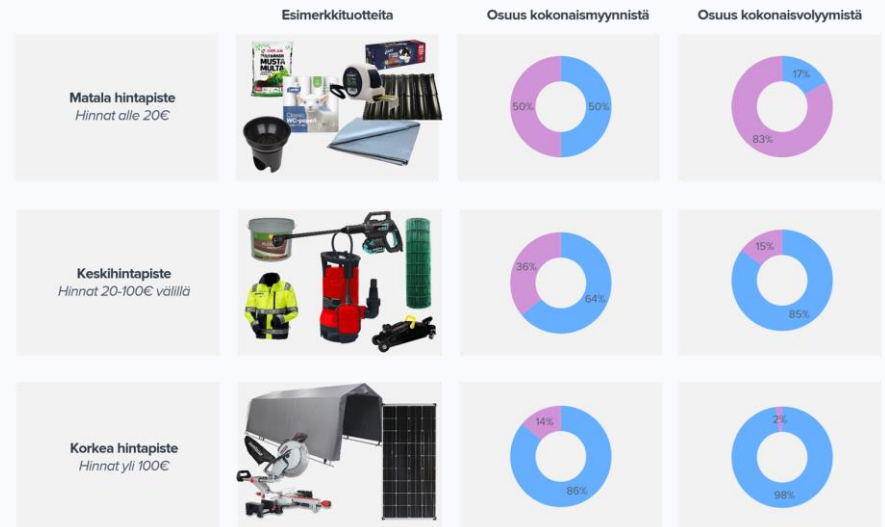
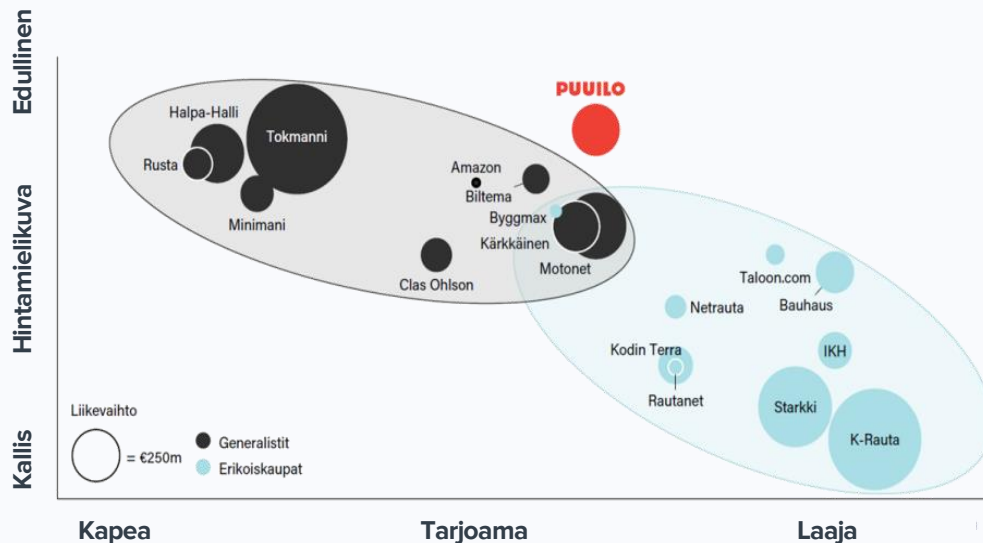
hintamielikuvaa ja tietoisuutta tuotevalikoimasta. Onnistunut kampanjointi näkyy arviomme mukaan osaltaan myös alla olevassa kuvaajassa esitetyissä tuloksissa.

Vastassa erikoiskaupat ja generalistit

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

Suomen halpakaupassa generalisteiksi voidaan laskea mukaan mm. Halpa-Halli, Rusta, Tokmanni, Minimani, Clas Ohlson, Amazon, Biltema, Kärkkäinen, Motonet ja Jula. Muita halpakaupan ulkopuolella jääviä merkittäviä generalisteja ovat Prisma ja Citymarketin käyttötavarapuoli.

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



Lähde: Puuilo, Huomaa, että hintamielikuva ja tarjoaman laajuus perustuvat Taloustutkimuksen Puuilon tilauksesta tuottamaan kyselytutkimukseen, eivätkä mm. suoraan SKU:n määriin tai tuotteiden hintavertailuun. Amazonin Suomen liikevaihto ei ole julkinen ja pallo ei ole siten kokoluokassa.

Toimiala ja markkinakatsaus

Halpakauppa kasvaa muuta kauppaa kovempaa

Puulo toimii halpakauppamarkkinalla, joka on osa Suomen vähittäiskauppaa. Puuilon relevantin kilpailijamarkkinan koko, mihin laskettu mukaan halpakaupan toimijoita ja muita keskeisiä kilpailijoita, oli Puuilon arvion mukaan vuonna 2022 noin 3,3 mrd. €. Koko vähittäiskaupan markkina on myynniltään noin 24 mrd € (ilman ruokatuotteita).

Halpakauppa on kasvanut muuta vähittäiskauppaa nopeammin jo pitkään. Sen kasvua ovat tukeneet halpakauppojen kasvanut valikoima, laajentunut myymäläverkosto sekä myös tuotteiden parantunut laatu. Yhä useampi kuluttaja haluaa hyvää vastinetta rahoilleen etsien edullisia hintoja. Halpakaupan keskimääräinen kasvu on ollut 4,8 % vuodessa välillä 2012-2020 (lähde: Puuilon listalleottoesite).

Halpakauppa on osoittanut kestäväytensä myös laskusuhdanteissa, kun vähittäiskauppa yleisesti on seurannut enemmän kuluttajaluottamuksen kehitystä harkinnanvaraisissa tuotekategorioiden. Halpakaupan kasvun ennustettiin Puuilon listalleottoesitteessä jatkuvan vuosina 2020-2025 noin 5,8 %:ssa (Euromonitor). Halpakaupan kasvu jäi käsityksemme mukaan vuonna 2022 kuitenkin ennusteen alle.

Vuosi 2022 oli hyvin hankala koko vähittäiskaupalle inflaation kiihdyttyä, kuluttajaluottamuksen sekä ostovoiman laskettua. Niiden myötä kuluttajat alkoivat karsia etenkin niiden kalliimpien harkinnanvaraisten tuotteiden kuluttamista, joiden ostoa voi lykätä. On myös huomattavaa, että etenkin myyntivolyymien kehitys oli vähittäiskaupassa laskevaa, vaikka inflaatio nostikin useiden tuotteiden yksikköhintoja (lähde: Nordean luottokorttidata).

Halpakauppa vaikuttaa myös inflaatioympäristössä pärjänneen paremmin kuin muu vähittäiskauppa. Jo raportoineiden yhtiöiden osalta Tokmanni kertoi noin 2 %:n kasvusta, Puulo 10 %:n kasvusta ja Motonet ennallaan pysyneestä liikevaihdosta (2022/8). Halpakaupan ulkopuolisista toimijoista mm. K-Citymarketin 2022 käyttövaramyynti laski 2 %.

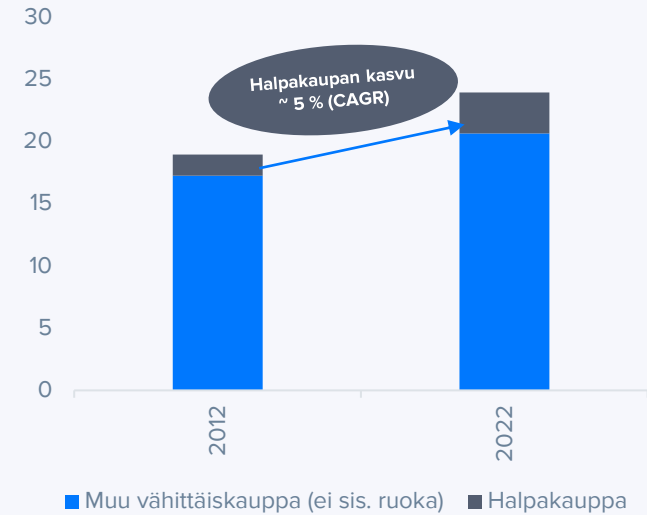
Puuilon myymien kategorioiden markkina kasvaa

Puuilon myymien tuotekategorioiden perusteella laskettu kohdemarkkinan koko oli puolestaan vuonna 2020 noin 8,9 mrd. € (lähde: Puuilon listalleottoesite). Puuilon tuotekategorioiden kohdemarkkinat ovat historiallisesti (2016-2020) kasvaneet noin 2,4 % vuodessa. Seuraavan sivun graafissa olemme esittäneet tarkemmin tuotealuekohtaiset markkinat.

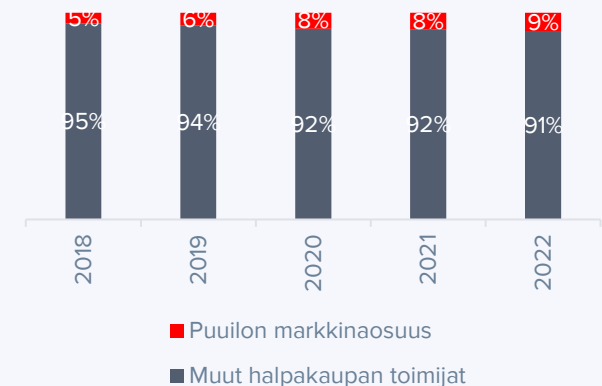
Puulo on ottanut viime vuosina selvästi markkinaosuutta Suomen vähittäiskaupan sisällä, mutta myös halpakaupan markkinan sisällä (kuva). Yhtiö onkin ollut yksi Suomen halpakaupan kasvuvetureista viimeisen 10 vuoden 22 %:n CAGR kasvullaan. Markkinaosuus on kasvanut jo pitkään ja hyvin eri tyyppisissä markkinaolosuhteissa. Viime vuoden vaikeassa inflaatioympäristössä Puuilon myymien tuotteiden defensiivisyys viimeistään todisti itsensä, sillä yhtiön kasvu ei juurikaan hidastunut.

Puuilon myynnistä noin 45 % kuuluu tee-se-itse kategorioihin, joita hyödynnetään usein vanhan korjaamisessa. Vanhan korjaamisesta tuli viime vuonna käsityksemme mukaan entistä relevantimpi vaihtoehto kuluttajalle. Myöskään Puuilon asiakkaan keskiostoskorin (5 tuotetta ja 5,7 €/tuote) sisällössä ei tapahtunut merkittäviä muutoksia viime vuonna.

Vähittäis- ja halpakaupan koko (mrd. €)



Puuilon markkinaosuuden kehitys halpakaupan sisällä



Lähde: Puulo, Inderes, seuraavalla sivulla kerrottu, mitä toimijoita halpakaupan markkinaan on sisällytetty

Kilpailukenttä ja kohdemarkkinoiden kasvu

Kategoria ja sen painoarvo	Kohdemarkkina	Markkinan kasvu (2016-20)	Kilpailijoita
Halpakauppa (Puulo halpakaupan toimija)	• 3,3 mrd. €	• Markkinan kasvu n. 5 %	
Rakennus-, LVI ja sähkötarvikkeet (~32 % Puuilon myynnistä)	• 4,1 mrd. €	• Markkinan kasvu 1,8 %	
Työkalut (~13 % Puuilon myynnistä)	• 0,7 mrd. €	• Markkinan kasvu 3,5 %	
Auton tarvikkeet (~10 % Puuilon myynnistä)	• 0,7 mrd. €	• Markkinan kasvu 1,8 %	
Muut tuotteet (~34 % Puuilon myynnistä)	• 2,6 mrd. €	• Markkinan kasvu 2,9 %/v	
Lemmikit (~11 % Puuilon myynnistä)	• 0,7 mrd. €	• Markkinan kasvu 4,2 %/v	

Toimiala ja markkinakatsaus

Halpakauppiat laajentavat verkostonsa peittoa

Myyväläverkoston laajentaminen on keskeinen osa monen halpakauppaan keskittyvän yhtiön strategiaa Suomessa. Tokmannin tavoite on laajentaa verkostoaan vuoden 2025 loppuun mennessä yli 220 myymälään (nyt 199). Puuilon tavoitteena on laajentaa verkostoaan keskipitkällä aikavälillä 60 myymälään (nyt 38 myymälää). Rusta, joka osti yrityssaneeraukseen ajautuneen Hong Kongin vuonna 2018, aikoo laajentaa Suomessa 50 myymälään (nyt 40) vuoteen 2025 mennessä. K-Citymarketin (81), Prisman (75), Bilteman (17) ja Motonetin (40) tavoitteena on käsityksemme mukaan lisätä Suomessa enää yksittäisiä myymälöitä.

Suomen markkinan uusi tulokas, ruotsalainen Jula, on avannut hiljattain ensimmäiset myymälänsä Vaasaan ja Raisioon. Se tavoittelee seuraavan kolmen vuoden aikana myymäläverkoston nostoa 20 myymälään. Julan myymät tuotekategoriat ovat ehkä eniten Puuilon kanssa päällekkäiset, mutta on huomattavaa, että yhtiön valikoima sisältää vain 15 000 nimikettä (vrt. Puuilo 30 000) ja Julan valikoimasta jopa 60 % on omia tuotemerkkejä, joten myöskään myydyt tuotteet eivät ole ainakaan näiden osalta täysin samoja (lähde: [Kauppalehti](#)).

Kilpailijoiden kasvavat verkostot luovat tiettyä uhkaa kilpailun kiristymiselle Puuilon kategorioissa. Samalla pidemmällä aikavälillä kasvavat halpakaupan markkinat mahdollistavat myymälämäärän kasvun ja myös pienempiä toimijoita poistuu edelleen markkinasta.

Tokmannin mukaan ~75 % halpakaupan globaalista kasvusta tulee uusien myymälöiden avaamisesta. Myymälän avaus luo siten myös uutta kysyntää, eikä se ole suoraan pois kilpailijoilta.

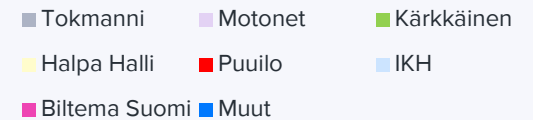
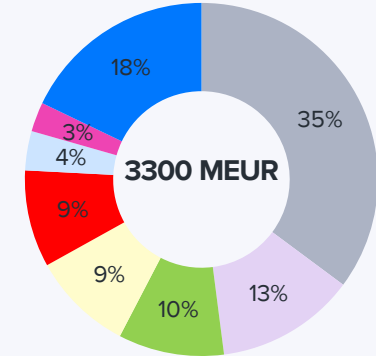
Motonet on suomalaisista halpakaupan toimijoista käsityksemme mukaan ainoa, joka on lähdössä myös Ruotsin markkinalle kilpailemaan. Uskomme tämän kertovan siitä, että Ruotsin markkina nähdään yleisesti vaikeaksi johtuen olemassa olevien ketjujen vahvoista konsepteista ja brändeistä.

Myös halpakaupat panostavat verkkokauppaan

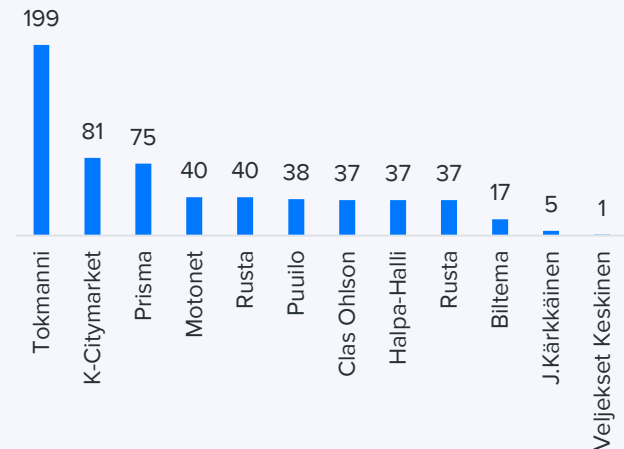
Verkkokauppa on käsityksemme mukaan ainoa osa vähittäiskauppaa, joka kasvaa halpakauppaa nopeammin. Ennen pandemiaa se kasvoi noin 10 %/v, mutta koronapandemian kiihdytti sen kasvua selvästi. Kasvu on pandemian väistyttyä hidastunut selvästi, mutta pitkän ajan kasvu jatkuu globaalisti noin 10 %/v ([statista](#)). Verkkomyynnin osuus kasvaa voimakkaasti myös halpakaupassa (Puuilo 2018-2022 n. 40 % CAGR), mutta osuus kokonaisymyynnistä on edelleen matala. Verkon pientä roolia selittävät vaikeasti toimitettavat tavarat, tarveperusteinen kulutus ja matala keskiostos (Puuilo 28,6 €). Huomattavaa on, että halpakaupoilla vahvaa kasvua verkossa selittää etenkin mahdollisuus valikoiman laajentamiseen kalliimpiin ja isompiin tuoteisiin.

Verkkokaupan kasvu avaa kilpailun kv-toimijoille (mm. Amazon), mutta koska monikanavainen liiketoimintamalli on keskeinen halpakaupassa rajaa se näiden verkkokauppojen kilpailu-uhkaa.

Halpakaupan markkinaosuudet 2022



Kilpailijoiden myymälämääriä Suomessa



Lähde: Puuilo, Yhtiöiden viimeisimmät tilinpäätökset, "Muut" sis. Veljekset Keskinen, Rusta, Clas Ohlson, Vaalimaan Kauppakartano, Löytötex Oy, Tampereen Säästötex Oy, Säästäkuoppa Group, Porvoon mikrokulma Oy, Tavaratalo Hurrikaani, BC tuontitukku, Sopuraha/Tukkusein

Toimiala ja markkinakatsaus

Puulo kirii kiinni kokoalivoimaansa kiinni

Halpakaupan toimijat pyrkivät parantamaan myyntikatteitaan omien tuotemerkkien kasvun ja suurten volyymien ja korkean suoran tuonnin kautta. Eroa toimijoiden myyntikate-marginaaleissa selittävät myös vaihtelevat kategoriapainotukset. Puhtaasti myyntivolyymin mitattuna Tokmanni, Citymarket ja Prisma ovat Suomen suurimpia käyttötavaran myyjiä. Yhtiöt saavat suhteessa pienempiin kilpailijoihin etua suuremmista ostovolyymeista. On kuitenkin huomattava, että osa kilpailijoista (Rusta, Biltema, Clas Ohlson, Jula) toimivat useammassa maassa ja ne tasaavat puntteja hankinnassa tehokkaasti tätä kautta.

Puulo erottuu Suomessa etenkin kasvulukujen perusteella edukseen. Sen verkosto on laajentunut nopeasti ja vertailukelpoinen kasvu on ollut vahvaa kertoen kuluttajia houkuttelevasta konseptista. Myös Tokmanni on kasvanut selvästi markkinaa nopeammin yhdessä Motonetin ja Rustan kanssa. Rustan kohdalla on huomattavaa, että sen 2022 huhtikuuhun päättyneen tilikauden 133 MEUR:n liikevaihto saavutti vasta nyt Hong Kongin 2015 liikevaihdon. Muut pienemmät ketjut ovat jääneet jälkeen markkinan kasvusta. Markkinalla on edelleen myös useita pienempiä toimijoita, jotka toimivat enemmän paikallisesti.

Puilon kannattavuus markkinan paras

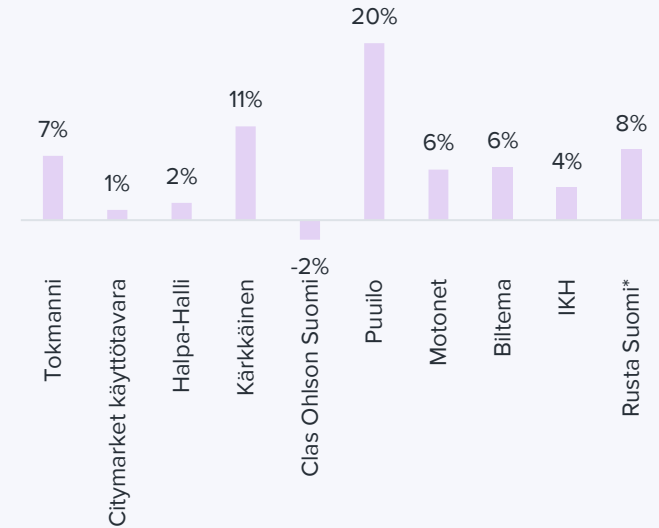
Puilon kannattavuus verrattuna muihin käyttötavaramyymälöihin on hämmästyttävän hyvä, kun huomioidaan volyymlivoiman suhteessa suurempiin ketjuihin. Tarkastelemistamme Suomen verrokeista seuraavaksi parhaat ovat

Tokmanni ja Motonet, mutta myös niiden liikevoittomarginaalit ovat alle puolet Puilon vastaavista. Absoluuttisesti tarkasteltuna Tokmanni teki vuonna 2022 86 MEUR oikaistua liikevoittoa, mikä on silti edelleen selvästi Puuloa (47 MEUR) ja Motonettiä (32 MEUR) enemmän. Puilon omaa luokkaansa oleva kannattavuus johtuu sen erittäin matalasta kulurakenteesta suhteessa liikevaihtoon, joka on 20,1 % (sis. henkilöstökulut, muut kulut ja poistot). Tokmannilla näiden kulujen osuus on 27,1 % ja Motonetillä 31 % liikevaihdosta. Toimijoiden myyntikatteissa ei ole suuria eroja ja ero juontaa juurensa Puilon tehokkaasta kustannusten hallinnasta ja kompaktimmasta myymäläkoosta. Puilon myynti/neliometri oli vuonna 2022 laskelmiemme mukaan keskimäärin noin 3,5 TEUR/m², kun se Tokmannilla oli 2,4 TEUR/m².

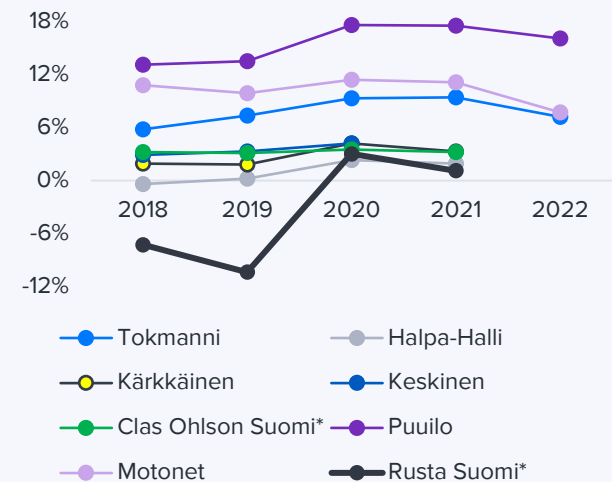
Edessä voi olla myös pudotuspeli

Suomen markkinalla on myös keskisuuria ketjuja, joiden kannattavuus on yllättävänkin matala (kts. vertailu sivupalkista). Edessä voikin olla vielä pudotuspeli, jos markkina jatkaa pidemmän aikaa nollakasvussa samalla kun inflaatio nousee toimijoiden kuluja. Tällöin heikommassa asemassa ovat ne toimijat, jotka tekivät matalaa kannattavuutta jo hyvässäkin markkinassa ja joiden tase-asema ei kestä pitkään tappioita. Toimintaympäristön tuleva kehitys riippuu vahvasti siitä, kuinka pitkään nykyinen korkea inflaatio jatkuu. Käsittelemme omia oletuksiamme ennustekappaleessa. Markkinoilta aiempina vuosina poistuneista toimijoista tunnetuimpia ovat olleet yrityssaneeraukseen ajautunut Hong Kong, jonka Rusta osti (2018), sekä Anttila (2016).

Halpakauppa-verrokkien kasvu (3 v. CAGR)



Kilpailijoiden liikevoittomarginaaleja



Lähde: Yhtiöiden viimeisimmät valmistuneet tilinpäätökset, Rusta Suomi ja Clas Ohlson Suomi tilikaudet 2020/4-2022/4.

Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

Yhtiö on vahvassa kasvuvauhdissa

Puuilon liikevaihdon kasvu on ollut viime vuodet vahvaa, vaikka markkinatilanne on vaihdellut voimakkaasti (2017-2022 CAGR 21 %). Samalla yhtiön kokoluokka on moninkertaistunut nopeasti. Kasvu on tullut sekä uusista myymäläavauksista (3-4 uutta myymälää per tilikausi), mutta myös myymälöiden vertailukelpoinen myynti on kasvanut viime vuosina selvästi (kts. kuva). Puuilon määritelmän mukaan myymälää pidetään uutena avaamisvuonna ja sitä seuraavana tilikautena ja tätä vanhemmat lasketaan mukaan vertailukelpoiseen myyntiin.

Vertailukelpoinen kasvu perustuu pitkälti myymälän kävijämäärän kasvuun, kun sen asiakaskunta alueella kasvaa ajan kuluessa. Yhtiön kertoman perusteella myymälän myynti per neliometri on ollut keskimäärin 2000 € 1-2 vuotta vanhoilla myymälöillä, 3000 € 3-5 vuotta vanhoilla ja 4000 € 6-10 vuotta vanhoilla myymälöillä. Puuilolla on tällä hetkellä 38 myymälää ja nykyinen myymäläverkosto on vielä nuori, sillä noin puolet siitä on iältään alle 5 vuotiaita.

Asiakkaan keskiostos oli tilikaudella 2018 24,8 euroa ja ennen tilikautta 2020 se pysyi pitkälti ennallaan. Koronapandemian nopeasti muuttamassa markkinassa se nousi kuitenkin 8 %:lla 26,7 euroon. Myös pandemian väistyttyä keskiostos on kasvanut edelleen maltillisesti, sillä tilikaudella 2022 keskiostos oli 28,6 euroa ja siten pidemmän ajan kasvu on ollut noin 3 % CAGR (2018-2022). Huomionarvoista on että pääosa yhtiön kasvusta (n. 18 % CAGR) on tullut asiakaskäyntimäärien kasvusta.

Yhtiön taloudellinen tavoite on nostaa myyntinsä yli

400 MEUR:n tilikauden 2025 loppuun mennessä. Se tarkoittaa noin 10 %:n kasvua (CAGR) eteenpäin mentäessä. Pidämme tavoitetta hyvin realistisena, sillä yhtiö on todistanut konseptin toimivuuden erilaisissa markkinaympäristöissä. Menneet talouskriisit tai nykyinen korkea inflaation toimintaympäristö eivät ole merkittävästi hidastaneet yhtiön kasvua.

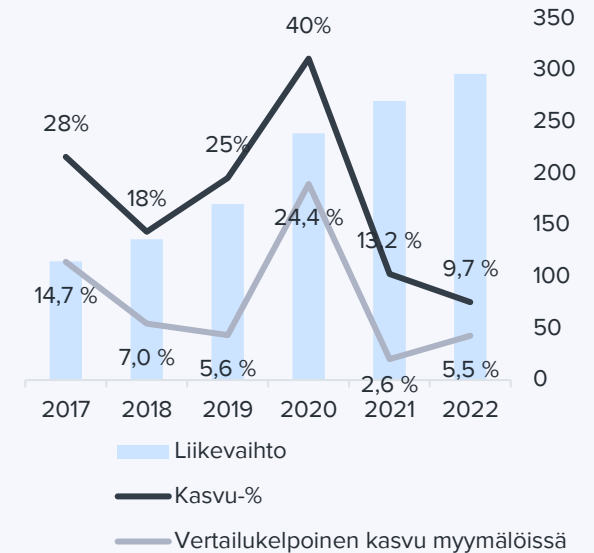
Kannattavaa kasvua läpi historian

Yhtiön oikaistu EBITA (liikevoitto ennen tavaramerkkien poistoja) on kasvanut vuoden 2018 19,2 MEUR:sta tilikauden 2022 48,8 MEUR:oon. Tavaramerkin poistojen suuruus on 1,1 MEUR/v ja pidämme sen oikaisua perusteltuna, sillä tämä erä ei vaikuta yhtiön kassavirtaan.

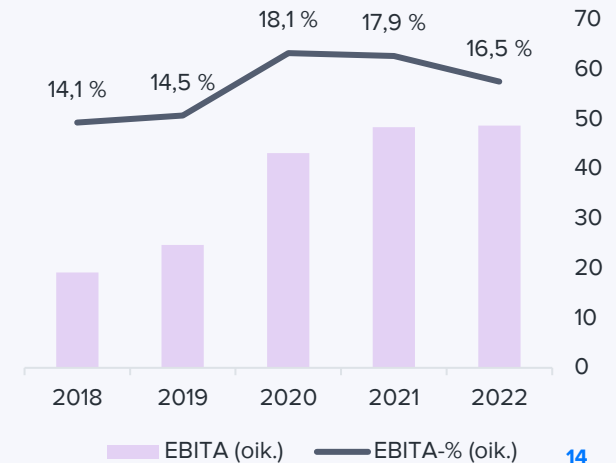
Yhtiön taloudelliset tavoitteet on kytketty oikaistun EBITA-marginaalin kehitykseen (17-19 %) ja vuoden 2018 14,1 %:sta se on kivunnut nykyiseen 16,5 %:iin. Yhtiö oli jo haarukan keskikohdassa vuosina 2020-21, mutta silloin kysyntätilanne oli normaalia korkeampi ja siten kilpailutilanne myös helpompi. Pandemiovuotena tavarakauppa hyötyi siitä, että palveluiden käyttö oli rajoitetumpaa ja kuluttajien niihin käyttämät rahat laskivat.

Yhtiön myyntikatteella on myös positiivisia sisäisiä ajureita eteenpäin mentäessä (s. 15). Myös kulurakenne on skaalautunut historiallisesti hyvin myynnin normaalin kasvuvauhdin myötä (s. 15). Kokonaisuutena arvioimme yhtiön EBITA-tavoitteen olevan saavutettavissa, mutta samalla uskomme myös kilpailutilanteen kiristyvän ja ennusteemme ovat haarukan alalaidassa.

Liikevaihdon kasvu (MEUR)



Kannattavuus (MEUR)



Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

Myyntikatteen kehitys ollut positiivista

Yhtiön myyntikatemarginaali laski viime vuonna 36,2 %:iin (2021: 36,5 %). Laskua selitti se, että nousseet hankintahinnat sekä rahtikulut antoivat poikkeuksellista painetta myyntikatteelle. Myös yhtiön käyttämän ulkoisen varaston kustannukset vähennetään jo myyntikatteesta ja viime vuonna, kun varastotasot olivat etenkin keväällä koholla aiheutui myyntikatteeseen väli aikaista painetta.

Pidemmän ajan trendi myyntikatteessa on ollut hyvin positiivinen, sillä 2018 myyntikatemarginaali oli vielä 34,6 %. Tärkeimpänä yhtiön myyntikatetta tukevana ajurina on omien tuotteiden osuuden kasvattaminen myynnistä. Niiden osuus oli 2022 tilikaudella noussut 20 %:iin (vrt. 2018 14 %). Toisena myyntikatetta tukevana tekijänä voidaan nostaa esiin kokoluokan kasvu ja tämän kautta tulevat paremmat ostohinnat. Myös kilpailutilanne vaikuttaa yhtiön hinnoitteluun ja myyntikatteeseen.

Kulurakenne on jo erittäin kilpailukykyinen

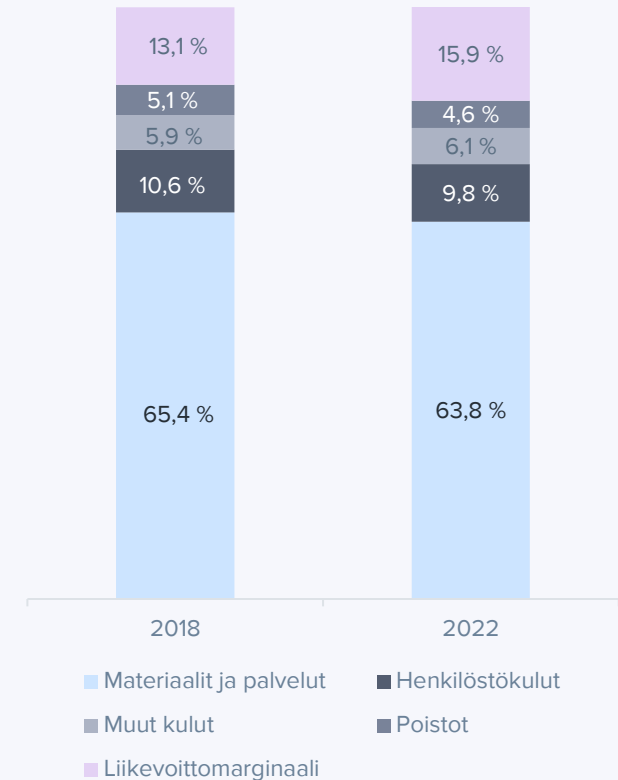
Puuilon kiinteät kulut ovat kilpailijoita matalammat johtuen etenkin matalammista vuokratasoista ja kulukuria noudatetaan laajalti myös muiden kuluerien osalta. Kulurakenne on historiassa skaalautunut hyvin myös myynnin kasvun myötä. Myymälöiden avaustahdin pysyessä nykyisen kaltaisena nousee verkoston keski-ikä vähitellen. Tämä nostaa keskimääräisen myymälän kävijämääriä, mikä tarkoittaa sitä, että myös niiden kuluilla on paremmat edellytykset skaalautua. Etenkin kivijalkakauppojen vuokra- ja ylläpitokustannukset skaalautuvat liikevaihdon kasvun myötä. Nämä kuluerät sisältyvät IFRS-16

kirjanpidossa aineellisiin poistoihin sekä liiketoiminnan muihin kuluihin kiinteistön hoitokulujen osalta. Puuilon poistojen osuus liikevaihdosta onkin laskenut vuoden 2018 5,1 %:sta 2022 4,6 %:iin liikevaihdosta ja kiinteistöjen hoitokulut 1,2 %:sta 1,1 %:iin. Tämä on ollut hyvä suoritus, sillä vuokrissa ja hoitokuluissa oli tilikaudella 2022 myös merkittävää nousupainetta kiihtyneen inflaation myötä. Nousupaine jatkuu myös tilikaudella 2023.

Yhtiön markkinointikustannukset olivat tilikaudella 2022 1,9 % liikevaihdosta. Tämä on viime vuodet ollut suhteellisen vakio-osuus liikevaihdosta, mutta koon ja brändin tunnettuuden kasvaessa pitäisi kulun pidemmällä ajalla alkaa hieman skaalautua. Myös logistiikan kustannusten pitäisi hieman laskea aiemmasta, kun ulkoisen varaston volyymit keskitetään vuonna 2023 [Nurmijärvelle](#) ja myymälöihin toimitettavat kuormakoot kasvavat.

Kokonaisuutena henkilöstökulut ovat skaalautuneet tilikauden 2018 10,6 %:sta tilikauden 2022 9,8 %:iin. Arviomme tämän johtuvan etenkin keskitettyjen hallintotoimintojen (myymälän avaustiimi, IT-tiimi, konsernihallinto) tehokkaasta skaalautumisesta myynnin volyymin noustessa. Myös myymälähenkilöstön kulu skaalautuu osittain, mutta skaalautumista rajoittaa se, että Puuilo myös kasvattaa työvuorojen määrää liikkeissä asiakasvirran mukana. Tämä johtuu tarpeesta pitää asiakaspalvelun taso korkeana ja hyllyt täytettynä. Myymälähenkilöstön TES-mukaiset palkankorotukset ovat olleet viime vuosina maltilliset n. 1,6 % vuodessa, mutta vuosina 2023-24 korotus tulee olemaan 3,88 % ja 2,14 %.

Kulujen skaalautuminen



Taloudellinen kehitys ja tavoitteet

Investoinnit ja nettokäyttöpääoma

Puuilo alkoi vuodesta 2018 uudistaa useita IT-järjestelmiään (verkkokauppa-, ERP-, kassa- ja HR-järjestelmät sekä ostolaskujen prosessointiautomaattikka) varmistaakseen järjestelmien skaalautumisen isommalle volyymille sekä parantaakseen tehokkuuttaan. Myös niiden integraatioihin panostettiin resursseja ja uudistukset (ml. ERP) saatiin läpivietyä menestyksekkäästi alkuvuoteen 2022 mennessä.

Tämä nosti hieman viime vuosien investointitasoja, mutta silti investoinnit ovat pysyneet matalalla noin 2-4 MEUR:n/v tasoilla. Kokonaisuutena IT-uudistus tarjoaa Puuिलle myös uusia mahdollisuuksia liittyen asiakastiedon hyödyntämiseen asiakaskokemuksen kehittämisessä sekä markkinoinnin kohdentamisessa. Myös logistisen tehokkuuden parantamiseen on tarjolla aiempaa parempia mahdollisuuksia. Yhtiön arvion mukaan vuosina 2022-24 ei tarvita merkittäviä investointeja IT-järjestelmiin. Uuden myymälän avaaminen puolestaan vaatii historiallisten tasojen perusteella maltillisen noin 0,3 MEUR:n investoinnin sekä 1,2 MEUR:n alkuvaraston.

Yhtiön nettokäyttöpääoman pienentyminen suhteessa liikevaihtoon vuoteen 2020 asti johtui etenkin varaston kierron nopeutumisesta. Vuosina 21-22 tässä nähtiin hieman negatiivista kehitystä, kun pandemia-aikana tavaroiden saatavuushuolet olivat vielä pinnalla. Ennustamme varaston kierron jälleen nopeutuvan, kun saatavuushuolet ovat takanapäin (kts seuraava sivu). Yhtiön kasvanut koko voisi mahdollistaa sille myös nykyistä

parempia ostoehjoja, mutta niitä emme mallinna tällä hetkellä. Vuonna 2022 nettokäyttöpääoma oli 22 % liikevaihdosta, joten kasvu sitoo jonkin verran pääomaa. Odotamme investointitasojen olevan lähivuosina noin 3 MEUR/v myymälöiden uusperustannan jatkuessa ja yhtiön investoidessa harkitusti toiminnan jatkuvaan tehostamiseen.

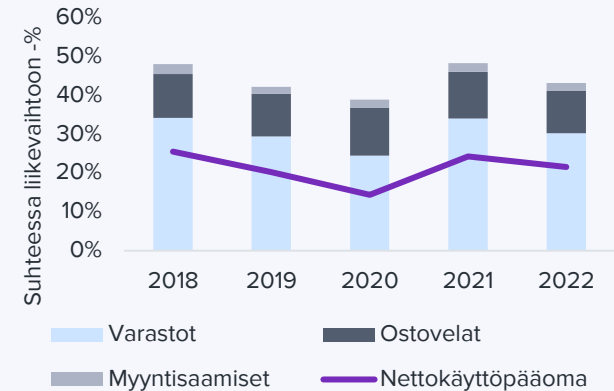
Rahavirtaa allokoidaan osinkoon

Yhtiön liiketoiminta tuottaa vahvaa rahavirtaa, joka on kehittynyt positiivisesti etenkin myynnin ja kannattavuuden suosiollisen kehityksen seurauksena. Myös investointitasot ovat nykyisellään pienet, eikä yritysostoja tavoitella yhtiön strategiassa. Vuonna 2022 vapaa rahavirta nousi jopa 53 MEUR:oon ja siihen vaikuttivat erityisesti hyvä liikevoitto sekä käyttöpääoman aleneminen. Tilikaudella 2021 rahavirtaa laski puolestaan varastojen kasvattaminen saatavuuden varmistamiseksi. Yhtiön tavoitteena on maksaa vähintään 80 % nettotuloksesta osinkoina omistajille, mitä pidämme realistisena tasona myös jatkossa. Pörssitapaaleen aikana yhtiön osingonmaksu on myös noudatellut tätä suhdetta.

Velkavipu nykyisellään maltillinen

Taseen velkavipu on etenkin yhtiön nousseen tulokunnan myötä laskenut selvästi. Ennen pörssilistautumista yhtiö operoi korkealla velkavivulla, mikä on pääomasijoittajan alaisuudessa tyypillistä. Nettovelat/käyttökate (viim. 12kk) suhde oli tilikauden 2022 lopussa 1,5x, ja yhtiö on siten nykyisellään hyvin linjassa tavoitetasonsa kanssa (alle 2,0x).

Nettokäyttöpääoman kehitys*



Investoinnit ja rahavirta (MEUR)



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

Tase

Taseen vastaavaa puoli hyvin yksinkertainen

Pitkäaikaista aineellista omaisuutta yhtiön taseessa on noin 56 MEUR, josta merkittävä osa on vuokrakiinteistöihin liittyviä käyttöomaisuuseriä (53 MEUR). Muut pitkäaikaiset aineelliset hyödykkeet koostuvat lähinnä myymälöiden kalusteista ja koneista (3 MEUR).

Pitkäaikaisissa varoissa on myös runsaasti aineettomia hyödykkeitä (51 MEUR). Ne sisältävät 33,5 MEUR liikearvoa sekä 14,6 MEUR:n arvosta Puuilon tavaramerkkiä. Näiden lisäksi noin 3 MEUR aineettomia hyödykkeitä liittyy ERP- ja IT-järjestelmien osalta taseeseen aktivoituihin kuluihin.

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

Varastot isoin erä lyhytaikaisissa varoista

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli 2022 lopussa 90 MEUR tai 30 % liikevaihdosta. Varastotasot suhteessa liikevaihtoon ovat viime vuosina kasvaneet vuoden 2020 lopun tilanteesta (25 % liikevaihdosta). Tämä johtui siitä, että yhtiö halusi varmistaa etenkin omien tuotteiden saatavuuden Aasian tehtailta. Sen jälkeen kuluttajatuotteiden yleinen kysyntä on inflaatioympäristössä selvästi heikentynyt ja samalla ylikysyntätilanne Aasian

tehtailta on purkautunut. Myös logistiikan pullonkaulat merirahdeissa ovat helpottaneet. Varmuusvarastoille ei siten enää ole Puuilolle tarvetta ja yhtiön varastotasolla suhteessa liikevaihtoon pitäisi olla edellytyksiä laskea lähemmäksi vuoden 2020 lopun tasoja. Ennustamme varastojen osuuden liikevaihdosta olevan 2023 lopussa 26,0 % liikevaihdosta ja 2024 lopussa 24,5 %, jolle taso vakiintuu.

Yhtiön myyntisaamiset ja muut saamiset ovat suhteelliset pienet, yhteensä noin 6 MEUR. Niitä kertyy vähän, sillä Puuilon kuluttaja-asiakkaat maksavat tuotteet heti kassalla. Yritysassiakkaalle tarjolla on 14-30 päivän maksuaikoja.

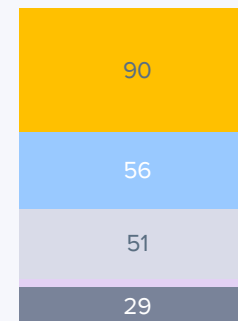
Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2022 lopussa vahva, sillä taseessa oli käteistä 29 MEUR vahvan operatiivisen tuloksen sekä varastotasojen laskun myötä. Kokonaisuutena Puuilon taseen loppusumma oli 231 MEUR.

Vastattavaa puolella ei myöskään yllätyksiä

Vastattavien osalta tase on yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli 2022 lopussa 76 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä oli vuokravastuisiin liittyvät vuokrasopimusvelat 53 MEUR sekä noin 70 MEUR:n pankkilainat.

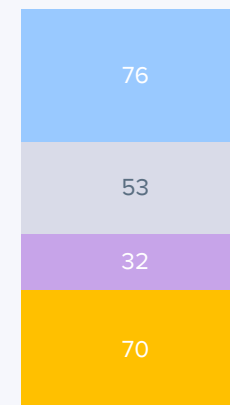
Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli 32 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja ja saatuja ennakkoja oli noin 16 MEUR ja loput olivat verovelkoja (pääosin ALV-velkoja). Yhtiön ostovelloissa maksuaika tavarantoimittajille on pääsääntöisesti noin 30 päivää.

2022 taseen vastaavaa puoli



- Varastot
- Aineelliset hyödykkeet ja käyttöomaisuuserät
- Aineettomat hyödykkeet
- Myynti- ja muut saamiset
- Rahavarat

2022 taseen vastattavaa puoli



- Korolliset velat
- Korottomat velat
- Vuokrasopimusvelat
- Oma pääoma

Strategia

Kasvustrategia on suoraviivainen

Puuilon tavoitteena on jatkaa asemansa vahvistamista Suomen halpakaupan markkinoilla. Tavoitteena on voimakkaan kasvun jatkaminen kohti 2025 tilikauden 400 MEUR:n liikevaihtoa. Kasvua haetaan etenkin asiakasmäärän kasvusta. Yhtiön strategia nojaa myös konseptin ja arvolupauksen jatkuvan kehittämisen ympärille.

Myyväläverkoston kasvattaminen

Puuilon asiakaskunnan rakenteesta johtuen myyntikanavana kivijalka näyttelee strategiassa keskeistä roolia, sillä tyypillinen tee-se-itse-asiakas tarvitsee tuotteen käyttöön heti sekä henkilökohtaista palvelua tuotteen valinnassa. Puuilo on kertonut, että nykykonseptin mukaisia myymälöitä mahtuisi Suomeen noin 60. Yhtiö on tilannut Houston Analyticsiltä kauppapaikka-analyysin. Sen perusteella yhtiö on tunnistanut sijaintipaikkoja nykyiselle myymäläkonseptille ja niistä suurin osa on väkirikkailla alueilla Etelä- ja Länsi-Suomessa. Yhtiö on myös vihjannut, että tämän jälkeen pienemmällä myymäläkonseptilla voitaisiin vielä laajeta pienemmille paikkakunnille.

Tänä vuonna myymälöitä avataan vielä neljä, minkä myötä myymälämäärä nousee 42:een. Mielestämme verkoston kasvatus on yhtiölle erittäin järkevä lähestymistapa, sillä uuden myymälän perustamisen kassavirran takaisinmaksuaika on keskimäärin vain 19 kk. Uusi myymälä on tyypillisesti käyttökatepositiivinen alusta alkaen (myös vuokrat huomioituna) ja siihen tehtävät investoinnit jäävät rajallisiksi (lue s. 16).

Vertailukelpoisen myynnin kasvattaminen

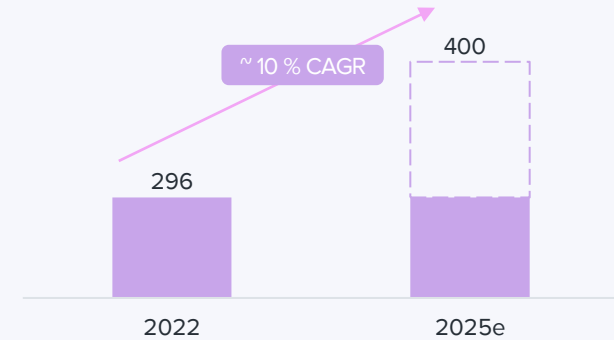
Myös nykyinen myymäläverkosto tarjoaa vahvaa kasvupotentiaalia sen myynnin kasvaessa ajan myötä, kun asiakkaat löytävät paikalle yhä enenevässä määrin (kts. s. 14). Nykyinen nuori myymäläverkosto sekä tänä vuonna avattavat myymälät tarjoavat laskelmiemme mukaan noin 120 MEUR:n kasvupotentiaalin, jos myyntiä vertaa vanhoihin yli 10 vuotta toimineisiin myymälöihin.

Myös bränditunnettuuden osalta yhtiöllä on edelleen potentiaalia parantaa, mikä tukee vertailukelpoisen myynnin kasvua. Puuilon vuoden 2022 teettämän kyselytutkimuksen mukaan 21 % kuluttajista nimesi Puuilon, kun heitä pyydettiin luettelemaan halpakauppoja/sekatarvakauppoja. Kehitys on ollut hyvää, sillä vuonna 2020 sama lukema oli 12 %. Yhtiön spontaani bränditunnettuus on käsityksemme mukaan silti edelleen selvästi kilpailijoita huonompi pääkaupunkiseudulla. Myymälän avaaminen parantaa jo itsessään tunnettuutta uudella alueella. Kasvavan koon myötä kasvava markkinointibudjetti ja aiempaa parempi kohdentaminen tukevat sitä myös.

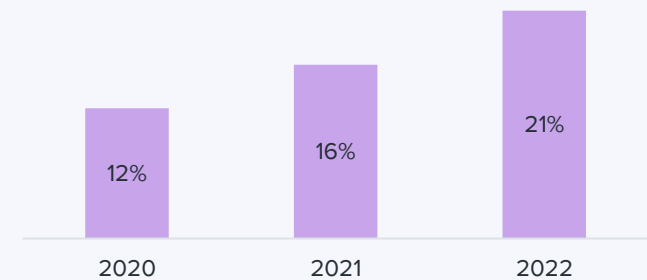
Monikanavaisuuden kehittäminen

Myös verkkomyynnissä tavoitellaan kasvua, mutta osana monikanavaista liiketoimintamallia. Yhtiö panostaa liiketoimintansa monikanavaisuuden kehittämiseen myös jatkossa, minkä näemme järkevänä, sillä kasvava määrä kaupasta tehdään verkossa. Kehityslistalla ovat ominaisuudet, jotka auttavat asiakasta entistä paremmin tutustumaan tuotteisiin tai tekemään ostopäätökset jo verkossa.

Liikevaihdon kasvutavoite (MEUR)



Spontaani bränditunnettuus



Strategia

Tuotevalikoiman kehittäminen

Strategian keskiössä on myös tuotevalikoiman kehittäminen, jossa onnistuminen on kaupan alalla kriittistä. Nykyiset pääkategoriat ovat olleet yhtiöllä jo pitkään ja emme odota niissä muutoksia. Kategorioiden sisällä tarjontaa kuitenkin muokataan kuluttajien tarpeiden mukaan. Tästä esimerkkinä yhtiö lisäsi neulomistarvikkeet valikoimaansa niiden yleisen kysynnän noustua markkinoilla pandemian aikana. Yhtiön keskitetty ostotoiminto saa myös uusia ideoita asiakasrajapinnassa työskentelevältä myymälähenkilöstöltä, asiakaspalautteista, tavarantoimittajilta ja messuilta.

Omien tuotteiden myynnin osuuden kasvatus

Yhtiö kehittää jatkuvasti myös omien tuotemerkkien alla myytävää valikoimaa, jonka myyntikatteet ovat muuta myyntiä paremmat. Tavoitteena on nostaa niiden osuus 30 %:iin myynnistä (2022: 20 %). Tavoite on pidemmällä aikavälillä saavutettavissa ja yhtiö on joka vuosi onnistunut hieman nostamaan osuutta. Kaupan alan isoille toimijoille 30 % on realistinen tavoitetaso ja mm. Tokmanni ylittää jo tähän.

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

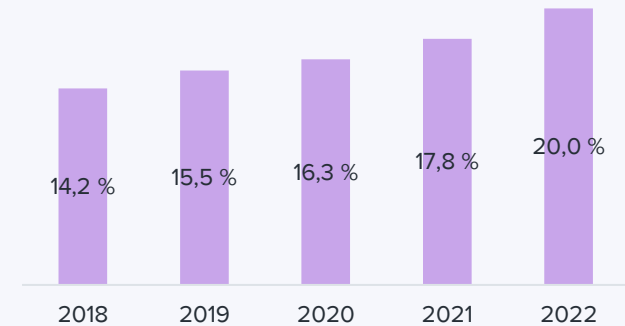
Muita jatkokehityskohteita

Strategian mukainen myynnin kasvu tuo yhtiölle myös lisää neuvotteluvoimaa tavarantoimittajiin ja pienemmässä mittakaavassa myös muihin sidosryhmiin. Yhtiön kulurakenne on jo erinomaisella tasolla sekä kotimaisiin, että kansainvälisiin halpakaupan toimijoihin verrattessa, mutta koon kasvu parantaa edelleen keskitettyjen toimintojen kustannusten skaalautumista.

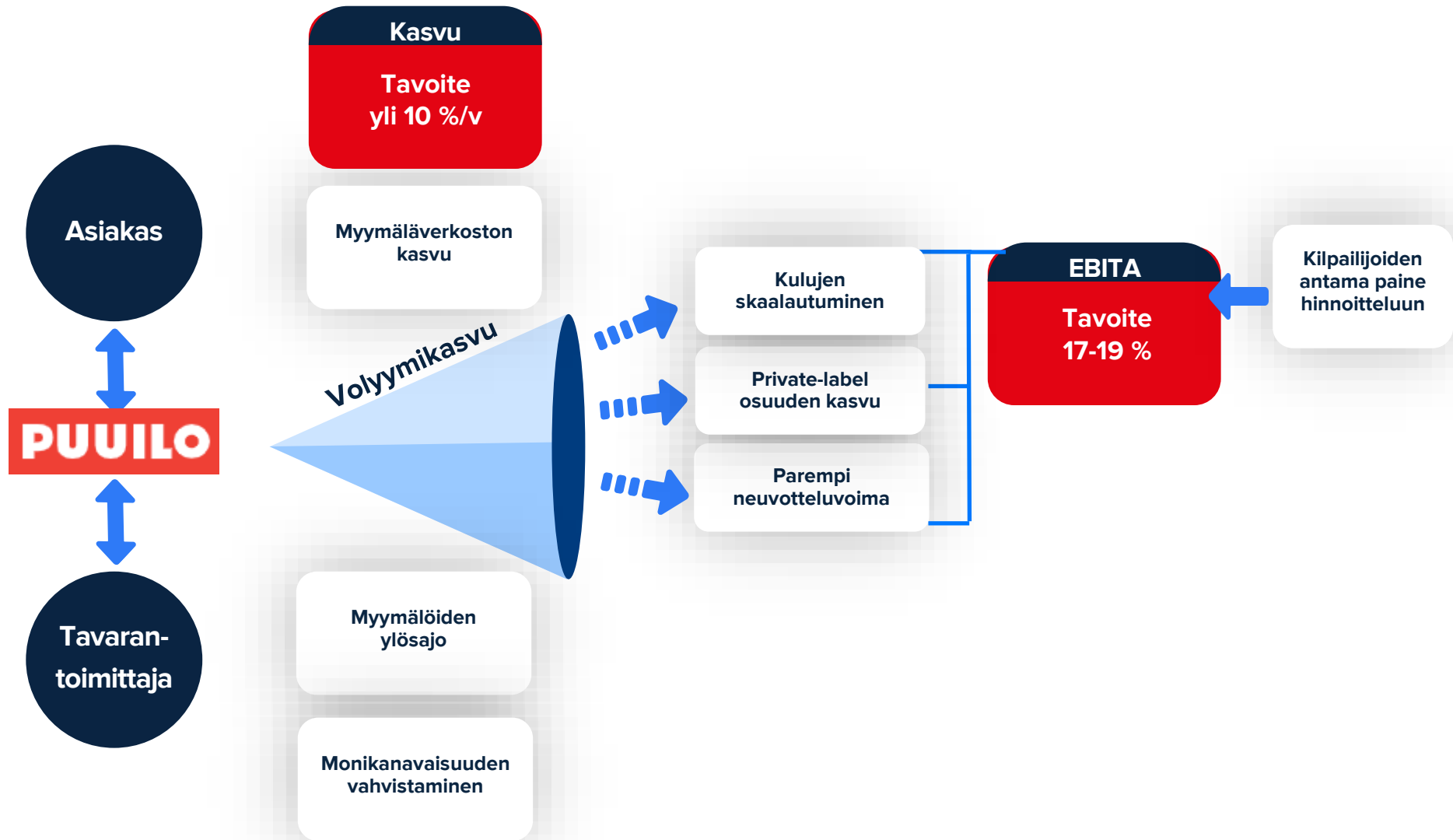
Yhtiö aikoo myös jatkossa pitää fokuksen kustannusten tiukassa hallinnassa ja tässä keskeistä roolia näyttelee eri toimintojen systemaattinen mittaus ja kehittäminen saadun datan perusteella. Yhtiö mm. mittaa päivittäin eri myymälöiden tuotekohtaisia myyntejä ja varastotasoja. Myös asiakaspalautteelle on rakennettu kanava, jota seurataan tarkasti.

Kehittämiskohteena yhtiön agendalla on parhaillaan mm. siirtyminen automatisoituun ja keskitettyyn työvuorosuunnitteluun, jolloin työvuoromalli mukautuu nykyistä paremmin ennustettuun kysyntään. Yhtiö on aloittanut myös [Relex:n](#) kanssa yhteistyön automatisoidakseen kysynnän ennustamisen ja täydennystilaukset. Käsityksemme mukaan yhtiö pohtii parhaillaan myös omannäköistään kanta-asiakasjärjestelmää, jolla markkinointi-osasto saisi uuden työkalun asiakkaille suunnattavaan henkilökohtaiseen markkinointiin. Puuilolle tyypilliseen tapaan tässäkin haetaan kärsivällisesti ratkaisua, jonka hyödyt ylittävät kanta-asiakasohjelman tuomat kustannukset. Myöskään keskeistä arvolupausta eli asioinnin helppoutta ei haluta vaarantaa.

Omien tuotemerkkien osuus liikevaihdosta



Strategia



Sijoitusprofiili

1.

Suosiota kasvattava konsepti

2.

Myymäläverkoston laajentaminen

3.

Kasvun myötä vahvistuvat tehokkuushyödyt

4.

Matala kustannusrakenne

5.

Vahva kassavirta, jota kanavoidaan korkealla suhteella osinkoon

Potentiaali



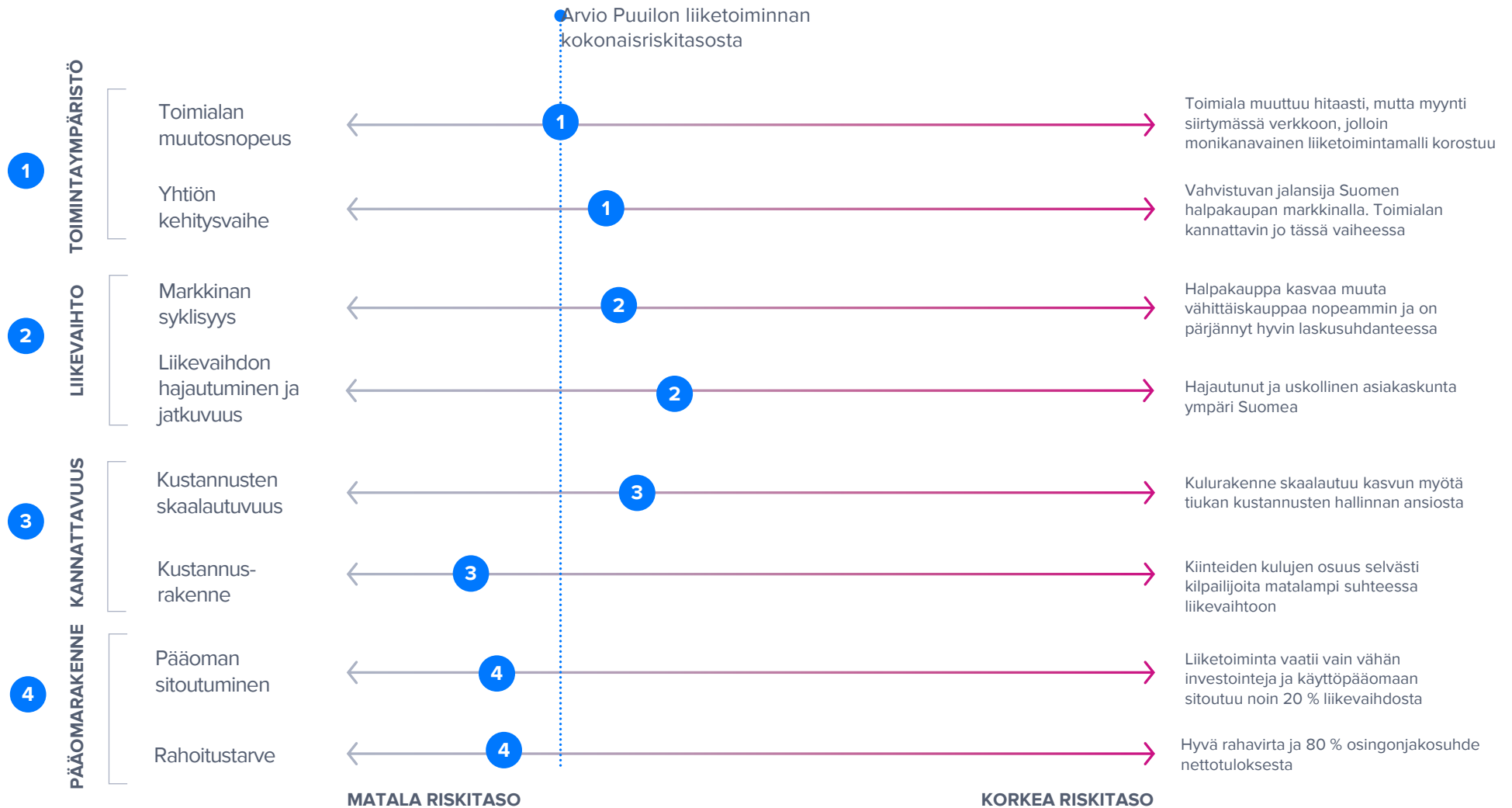
- Myymälämäärän kasvattaminen 60:een (nyt 38 kpl)
- Nykyiset myymälät sekä tänä vuonna avattavat uudet myymälät sisältävät vielä realisoitumatonta potentiaalia noin 120 MEUR:n lisämyynnille niiden myyntiä verrattaessa yli 10 vuotta vanhojen myymälöiden myynteihin
- Omien tuotemerkkien kasvu
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Liiketoiminnan kulutason tehostaminen edelleen

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet

Uskomme vahvan kehityksen jatkuvan

Yhtiö ohjeistaa tilikautta 2023 toistaiseksi laveasti, sillä liikevaihdon ja oikaistun EBITA:n ennakoidaan kasvavan. Tarkempaa ohjeistushaarukkaa ei saatu, sillä Puuilo totesi, että sen näkymissä on edelleen poikkeuksellisen paljon epävarmuutta. Arviomme mukaan selkein yksittäinen epävarmuustekijä liittyy kuluttajien ostovoiman kehitykseen. Yhtiö ohjaa myös pidemmän ajan odotuksia taloudellisilla tavoitteillaan (yhteenveto niistä seuraavalla sivulla). Omat ennusteemme heijastelevat taloudellisten tavoitteiden mukaista kasvua ja kannattavuuden osalta yhtiön pääsee tavoitehaarukansa alalaitaan (17-19 % EBITA) tilikaudella 2025. Olemme nostaneet raportissa hieman myynti- ja kannattavuusennusteita käytyämme tarkemmin läpi tilikauden 2023 uusien myymälöiden aloitusajankohtia ja sijainteja (muutokset s. 26).

2023 ennusteemme ovat liikevaihdon osalta 327 MEUR (kasvu 10,4 %) ja oikaistun EBITA:n osalta 54,1 MEUR (marginaali 16,5 %). Vuonna 2022 oikaistu EBITA oli 48,8 MEUR (marginaali 16,5 %), joten odotamme kannattavuuden pysyvän nykyisessä toimintaympäristössä vakaana. Uusia myymälöitä yhtiö on kertonut avattavan loppuvuoden aikana vielä neljä, jolloin määrä on tilikauden lopussa 42 (2022: 37 kpl). Nämä myymäläavaukset painottuvat pk-seudulle, mikä lisää luottamustamme avausten onnistumiseen, sillä Vantaan Porttipuisto ja Espoon Laajalahti lähtivät käsityksemme mukaan liikkeelle vahvasti.

Ennustamme 2023 myyntikatteiden elpyvän hieman viime vuodesta 36,5 %:n tasolle (2022:

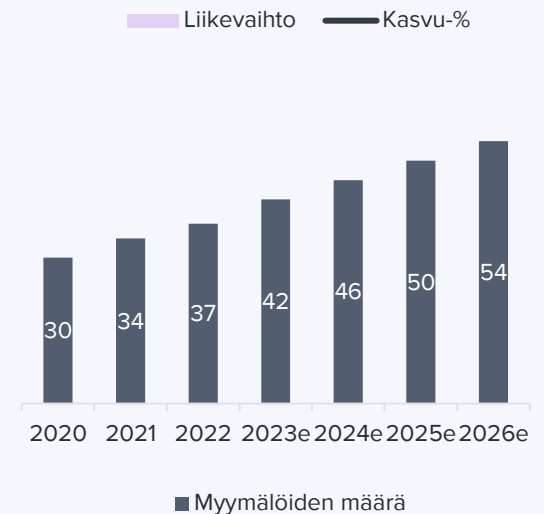
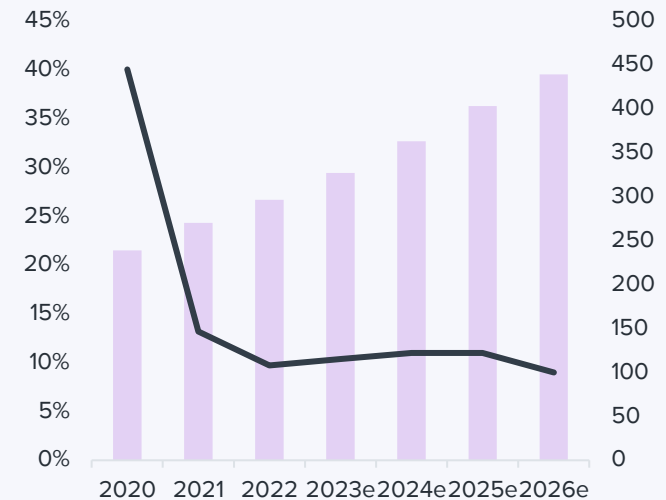
36,2 %). Tuotteiden hankintahinnoissa on alettu nähdä jo lievää laskua globaalien kysynnän etenkin Aasian tehtailta hiipuessa erityisesti pandemian aikaisiin tasoihin verrattuna. Myös etenkin merirahtihinnat ovat tulleet selvästi alas, mutta kotimaan kuljetuksissa ei ole tapahtunut suurta muutosta aiempaan. Samalla omien tuotemerkkien osuus jatkaa loivaa kasvuaan, mikä tukee myyntikatemarginaalia. Odotamme myös varaston suhteessa liikevaihtoon jatkavan laskuaan varastonkierron tehostuessa ja tämä laskee ulkoistetun varaston kustannusta.

Kulurakenteen osalta ennustamme henkilöstökulujen nousevan 2023 9,9 %:iin (2022: 9,8 %) kaupan alan [TES-ratkaisun](#) nostaessa palkkoja per työntekijä. Myös aineellisten poistojen ennakoimme kasvavan 4,3 %:iin liikevaihdosta (2022: 4,2 %), kun vuokratulujen nousu on pääosin sidottuna kuluttajahintaindeksiin, joka nousee nopeammin kuin vertailukelpoinen myynti. Kertakuluista oikaistuna ennustamme muiden kulujen suhteen liikevaihtoon pysyvän suhteellisen vakaana 5,9 %:ssa liikevaihdosta. Niiden sisällä kiinteistökulut nousevat liikevaihtoa nopeammin, mutta muissa kuluerissä tapahtuu skaalautumista.

Pidemmän ajan ennusteemme

Ennustamme Puuilon liikevaihdon kasvavan välillä 2024-2026 10,3 % (CAGR). Myymälöitä yhtiö avaa arvioimme mukaan aikavälillä tasaisesti 4 kpl vuodessa, mikä tukee osaltaan liikevaihdon kasvua. Odotamme myös kuluttajien ostovoiman alkavan jälleen elpyä tilikaudella 2024, kun inflaatio alkaa maltillistua.

Liikevaihdon kasvu (MEUR)



Ennusteet

Tähän oletukseen liittyy epävarmuutta, mutta koska Puuilon myynnin kasvu on ollut hyvää myös inflaatioympäristössä eivät ennusteemme nojaa kovinkaan paljoa markkinatilanteen elpymiseen.

Tilikauden 2026 lopussa arvioimme myymälämäärän nousseen 54:een ja myös vanhempien myymälöiden myynnin ylösajo noudattelee myymälöiden historiallista myyntiprofiilia (kts. s. 14) niiden ikääntyessä. Ennustamme Puuilon oikaistun EBITA-marginaalin kohoavan tilikaudella 2024 lievästi 16,8 %:iin (2023e 16,5 %) ja tilikauteen 2026 mennessä 17,3 %:iin.

Ennakoimme myyntikatteen pysyttelevän tilikausina 2024-26 vakaana 36,5 %:ssa. Tämä tarkoittaa, että alati tiukkeneva kilpailuympäristö kumoaa saavutetut hyödyt omille tuotemerkeille odottamastamme kasvusta ja hyödyt valuvat siten kuluttajille. Ennustamamme EBITA-marginaalin nousu perustuu kulujen skaalautumiseen, sillä yhtiön eri kuluissa nähtävän inflaation odotamme myös maltillistuvan.

Odotamme kannattavuuden pysyvän noin EBITA 17 %:n tasolla myös vuoden 2026 jälkeen. Myynnin kasvu kuitenkin maltillistuu myymäläverkon laajentumisen pysähtyessä ja ennustamme kasvun olevan terminaalissa (2032 jälkeen) enää 1,5 %.

Nettotulos kasvaa ja sen mukana osinko

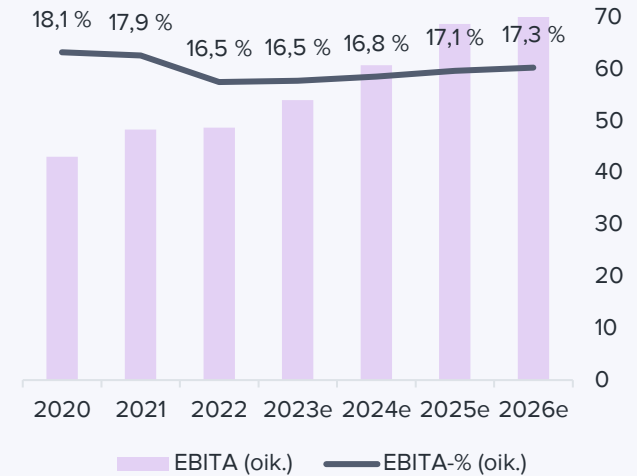
Myynnin ja kannattavuuden kehityksen perusteella ennustamme yhtiön oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan tilikauden 2022 0,42 eurosta

tilikauden 2026 0,67 euroon. Osinkoa yhtiö maksaa ennusteessamme myös avokätisesti 80 %:n jakosuhteella, mikä on linjassa sen taloudellisten tavoitteiden kanssa. Osinko nouseekin tilikauden 2022 0,34 eurosta per osake tilikaudelta 2026 maksettavaan 0,54 euroon per osake.

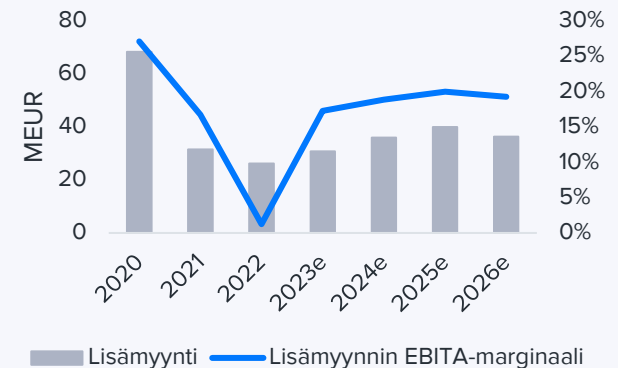
Nykyennusteillamme myös yhtiön velkaantuneisuus jatkaa laskuaan huolimatta avokätisestä osinkopolitiikasta ja pysyy selvästi alle tavoitteiden. Nykyisen strategian vaatimat investoinnit näemme rajallisina ja ilman IFRS 16-vaikutuksia investoinnit jatkavat vuositasolla noin 3 MEUR:ssa. Näistä reilu 1 MEUR on uusiin myymälöihin tehtäviä investointeja ja loput toiminnan kehittämiseen tähtääviä. Uskomme yhtiön jatkavan investointeja uusien teknologioiden ja automatisointiin, sillä se haluaa pitää kiinni toimialan matalimmasta kulurakenteesta.

Käyttökateen jatkaessa vahvistumistaan ennusteidemme mukaisesti ja velkavivun sitä kautta laskiessa nopeasti (kuvaaja seuraavalla sivulla) voivat myös lisäosingot tulla kyseeseen vuoden 2026 jälkeen. Emme mallinna niitä kuitenkaan tässä vaiheessa, sillä tähän hetkeen on vielä pitkä aika. Vuoden 2026 jälkeen konseptin vienti ulkomailla voisi myös tulla kyseeseen myymäläpeiton kasvettua Suomessa jo korkeaksi. KV-laajentuminen vaati aina kuitenkin myös pääomia etenkin, jos jalansijan laajentamista uudella markkinalla vauhditettaisiin yritysostolla ja myös tästä näkökulmasta lisäosinkojen ennustaminen olisi ennen aikaista.

Kannattavuus (MEUR)



Ennustamamme operatiivinen vipuvaikutus



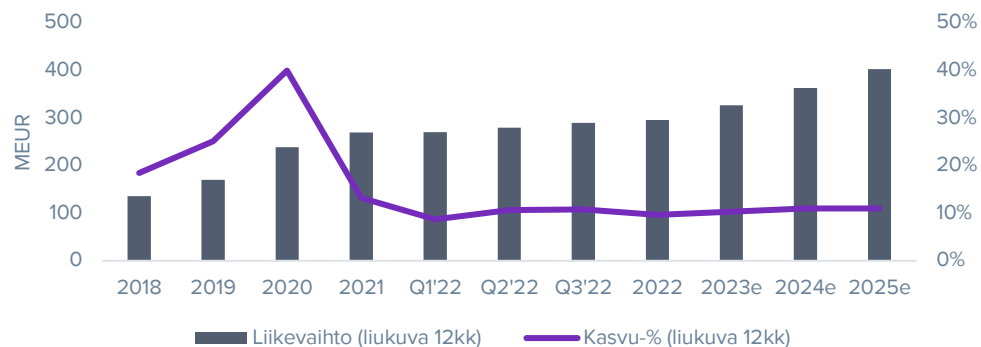
Ennusteet ja historia suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin

Kasvu

Tavoite: Liikevaihto yli 400 MEUR tilikauden 2025 lopussa

Historiallinen CAGR-kasvu 22 % (2016-2022)

2025 liikevaihdon ennustemme 403 MEUR (11 % CAGR)

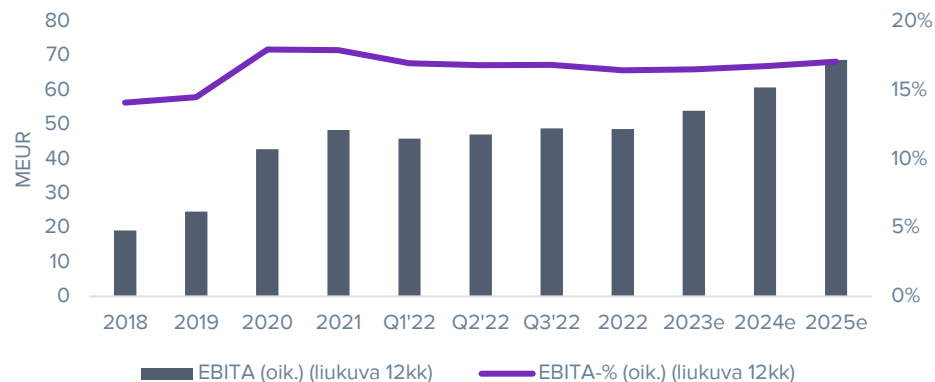


Kannattavuus

17-19 %:n EBITA-marginaalin säilyttäminen

Historiallinen EBITA-marginaalin keskiarvo 16,5 % (2018-2022)

2025 EBITA-marginaalin ennustemme 17,1 % (2021: 17,9 %)



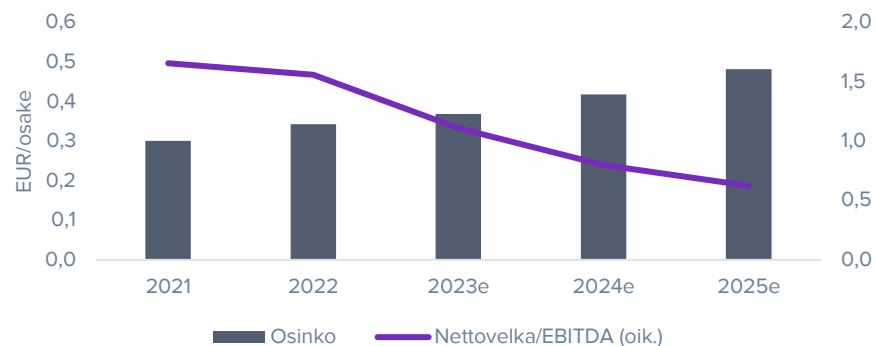
Osinkopolitiikka ja velkaantuneisuus

Yli 80 %:n osingonjakosuhte ja alle 2,0x velkavipu

Tavoite jakaa osinkona vähintään 80 % nettotuloksesta

Yhtiön nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde alittaa 2,0x

Nykyennusteillamme osinkoa jaetaan 80 %:n jakosuhteella raportoidusta tuloksesta ja samalla velkaantuneisuus jatkaa laskuaan.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	270	58,9	89,2	80,0	68,3	296	65,0	99,0	86,0	77,1	327	363	403	439
Käyttökate	55,9	9,0	20,3	17,7	13,6	60,5	10,3	23,5	19,1	15,2	68,1	75,6	83,7	91,1
Poistot ja arvonalennukset	-11,4	-3,1	-3,1	-3,1	-4,2	-13,5	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-15,2	-15,9	-16,0	-16,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	47,4	5,9	17,7	14,6	9,4	47,6	6,7	19,8	15,2	11,2	52,9	59,7	67,7	74,7
Liikevoitto	44,4	5,9	17,1	14,6	9,4	47,0	6,7	19,8	15,2	11,2	52,9	59,7	67,7	74,7
Nettorahoituskulut	-4,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-3,1	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-4,5	-4,3	-3,8	-3,5
Tulos ennen veroja	40,0	5,3	16,3	13,8	8,5	43,9	5,7	18,7	14,0	10,0	48,4	55,4	63,9	71,1
Verot	-8,0	-1,0	-3,3	-2,7	-1,8	-8,8	-1,1	-3,4	-2,8	-2,0	-9,3	-11,1	-12,8	-14,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	31,9	4,2	13,1	11,1	6,7	35,1	4,6	15,2	11,3	8,0	39,1	44,4	51,1	56,9
EPS (oikaistu)	0,41	0,05	0,16	0,13	0,08	0,42	0,05	0,18	0,13	0,09	0,46	0,52	0,60	0,67
EPS (raportoitu)	0,38	0,05	0,15	0,13	0,08	0,41	0,05	0,18	0,13	0,09	0,46	0,52	0,60	0,67

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	13,2 %	0,9 %	11,8 %	14,8 %	9,6 %	9,7 %	10,4 %	11,0 %	7,5 %	12,9 %	10,4 %	11,0 %	11,0 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,6 %	-30,5 %	6,8 %	13,7 %		0,4 %	14,9 %	11,5 %	4,0 %	19,5 %	11,2 %	12,8 %	13,4 %	10,3 %
Käyttökate-%	20,7 %	15,2 %	22,7 %	22,2 %	19,8 %	20,4 %	15,9 %	23,7 %	22,2 %	19,7 %	20,8 %	20,8 %	20,8 %	20,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	17,5 %	10,0 %	19,9 %	18,3 %	13,7 %	16,1 %	10,4 %	20,0 %	17,7 %	14,5 %	16,2 %	16,4 %	16,8 %	17,0 %
Nettotulos-%	11,8 %	7,2 %	14,7 %	13,9 %	9,8 %	11,8 %	7,1 %	15,4 %	13,1 %	10,4 %	12,0 %	12,2 %	12,7 %	13,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2023	2023	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	326	327	0 %	359	363	1 %	395	403	2 %
Käyttökate	67,4	68,1	1 %	73,7	75,6	3 %	80,7	83,7	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	52,2	52,9	1 %	57,9	59,7	3 %	64,8	67,7	5 %
Liikevoitto	52,2	52,9	1 %	57,9	59,7	3 %	64,8	67,7	5 %
Tulos ennen veroja	47,7	48,4	1 %	53,5	55,4	4 %	60,9	63,9	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,46	0,46	1 %	0,51	0,52	4 %	0,57	0,60	5 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,37	1 %	0,40	0,42	4 %	0,46	0,48	5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	100	107	107	108	111
Liikearvo	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
Aineettomat hyödykkeet	19,4	17,4	18,3	19,2	20,2
Käyttöomaisuus	46,7	55,6	54,9	55,3	56,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	114	124	108	114	126
Vaihto-omaisuus	92,2	89,9	85,1	89,0	98,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,4	5,4	7,2	8,0	8,8
Likvidit varat	16,5	28,8	15,3	17,0	18,8
Taseen loppusumma	214	231	214	222	237

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	67,8	76,2	86,2	99,3	115
Osakepääoma	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
Kertyneet voittovarot	38,7	47,1	57,1	70,2	85,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	106	113	73,6	63,4	59,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	106	113	73,6	63,4	59,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	40,4	41,7	54,4	59,4	63,1
Lainat rahoituslaitoksilta	8,0	9,9	18,4	15,8	14,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	32,4	31,8	36,0	43,6	48,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	214	231	214	222	237

Arvonmääritys

Tärkeimmät arvostuskertoimet

Mielestämme P/E-kerroin ja osinkotuotto-% ovat hyviä arvostusmittareita Puuilon kaltaiselle kaupan alan vakiintuneelle toimijalle. Myös EV/EBITDA-kerroin on käyttökelpoinen, mutta etenkin verrokkianalyyseissä sen kohdalla on hyvä huomata, että IFRS-16 muutokset vaikuttavat yhtiöiden nettovelkoihin ja käyttökatteeseen usein eri tavoin riippuen vuokrasopimusten pituuksista.

Tarkastelemme etupäässä P/E-kerrointa, sillä se huomioi tuloslaskelman kaikki rivit ja sen kehitys kuvastaa melko hyvin myös yhtiön arvostuksen suhdetta kassavirran kehitykseen. Tästä kassavirrasta maksetaan myös osinko omistajille. Ennusteidemme mukaiset tilikausien 2023 ja 2024 P/E-kertoimet ovat 16x ja 14x ja vastaavat osinkotuotot noin 5 % ja 6 %.

Historiallisen arvostuksen aikasarja vielä lyhyt

Puuilon historiallinen hinnoittelu P/E-kertoimella mitattuna oli tilikauden 2021 lopussa toteutuneella tuloksella 19x ja siten selvästi korkeampi kuin se oli tilikauden 2022 lopun tilanteessa (P/E 15x). Tätä muutosta arvostuskuvassa selittää etupäässä muutos korkoympäristössä. Puuilon arvostus sai vielä vuonna 2021 selkeää tukea vallinneesta nollakorkojen maailmasta, kun taas tilikauden 2022 osalta korot olivat jo nousseet voimakkaasti.

Nykyisellä osakekurssilla (7,3 €) arvostus tilikauden 2022 toteutuneella tuloksella on noin 17x, mikä on historiallisiin tasoihin verrattuna hieman koholla, kun huomioidaan nykyinen korkotaso.

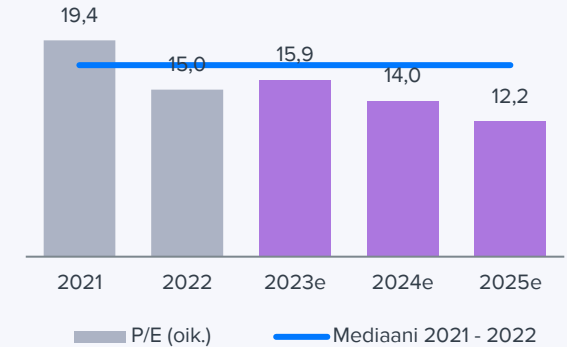
Arvostus linjassa verrokkeihin nähden

Suhteellisesti tarkasteltuna 2023 ja 2024 P/E-kertoimet on ennusteillamme isossa kuvassa linjassa verrokkiryhmäämme kanssa (s. 31). Tästä kulmasta tarkasteltuna näemme arvostuksen pitkälti neutraaliksi, sillä Puuilon tavoin verrokkit ovat vahvoja toimijoita omilla kaupan aloillaan. Myös Puuilon arvostus on sen lyhyen pörssitaipaleen aikana liikkunut lähellä verrokkiryhmäämme arvostustasoja.

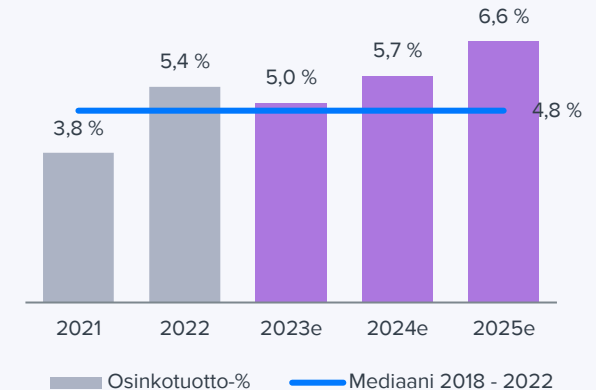
Puuilon preemiohinnoitteluakin voisi pitää perusteltuna, sillä Puuilolla on ryhmän korkein kannattavuus sekä arviomme mukaan keskimääräistä paremmat pidemmän ajan kasvunäkymät. Toisaalta verrokkit ovat keskimäärin kärsineet selvästi enemmän nykyisestä inflaatioympäristöstä kuin Puuilo, mikä painaa etenkin niiden kuluvan vuoden tulostasoa ja nostaa 2023 tulos pohjaisia arvostuskertoimia.

Puuilon kohdalla liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin on aiheellisesti selvällä preemiolla verrokkeihin, sillä yhtiöllä on toimialan parhaat marginaalit. Korkea EV/S-kerroin kertoo osaltaan siitä, että marginaaleja voi olla vaikea parantaa enää nykyisestä. Se kertoo kuitenkin samalla myös vahvasta kilpailuasemasta. Matalan kustannusrakenteensa turvin yhtiöllä on heikommin kannattavia kilpailijoita enemmän varaa ottaa vastaan negatiivisia yllätyksiä mm. kuluttajien ostovoiman kehityksessä tai omien kuluerien nousussa. Tämä osaltaan laskee yhtiöön liittyvää riskitasoa nykyisessä toimintaympäristössä.

P/E (oik.)



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys

PEG-mittari myös lähellä neutraalia

Puuilon P/E-kerroin toteutuneella tuloksella (17x) ei ole liian korkea, kun sitä vertaa yhtiön pidemmän ajan tuloskasvunäkymään (2022-2026 12 % CAGR). Tästä laskettu PEG-mittari (Viimeisen 12 kk P/E-kertoimen suhde ennustettuun tuloskasvuun) on ~1,5x. Tämä on mielestämme lähellä neutraalia nykyisessä korkoympäristössä ja ottaen huomioon korkea luottamuksemme yhtiön etenemistä kohtaan. Korkea luottamuksemme perustuu yhtiön vahvaan historialliseen suorittamiseen erilaisissa markkinatilanteissa. Vaikka hyvä suhdanne on yhtiölle hieman parempi kuin huono, ei ero vaikuta historiallisten lukujen perusteella olevan merkittävä. Selkein riski ennustamamme tuloskasvun läpitulon osalta liittyy kilpailutilanteen kiristymiseen. Kilpailijoiden laajentumista on kuitenkin nähty jo pitkään ja yhtiö on silti pystynyt nostamaan markkinaosuuttaan (s. 10).

DCF-arvonmääritys kertoo käyvästä arvosta

DCF-mallimme antama arvo osakkeelle on noin 9,2 euroa/osake ennustenostojemme jälkeen. Tämä viestii selvästä nousuvarasta. Pidämme DCF-mallia yhtiön arvonmääritykseen hyvin soveltuvana, sillä se huomioi myös vähäiset investointitarpeet (IFRS 16 mukaisia vuokrasopimusten uusimisia lukuun ottamatta) ja sitoutuvan käyttöpääomaan.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu vuosien 2023-2027 vahvemman kasvun jälkeen asteittain terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle. Vuosina 2022-2026 EBITA-marginaali on 16,5 % -

17,3 % välillä ja terminaalissa 17,0 % ja yhtiö pysyy siten tavoittelemansa haarukan (EBITA tavoite 17-19 %) alalaidassa koko pidemmän ajan ennusteperiodin. Terminaali (2031 jälkeen) heijastelee hiljalleen kiristyvää kilpailutilannetta. Yhtiö on kuitenkin omilla toimillaan saanut onnistuneesti korvattua myyntikate-%:iin aiheutunutta painetta. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus on (WACC) 8,2 % ja oman pääoman tuottovaade (COE) 9,2%.

Pidemmän ajan tuotto-odotus on edelleen hyvä

Kokonaisuutena näemme 2022 P/E-kertoimessa (17x) pientä laskuvaraa ja kuluun vuoden tuloskasvu on mielestämme osin jo hinnoiteltu sisään osakkeeseen. Pidemmän ajan tuloskasvun sekä osinkotuoton yhdistelmä nostavat tuotto-odotuksen silti edelleen houkuttelevaksi (~15 %/v) suhteessa yhtiön defensiiviseen riskiprofiiliin. Tuotto-odotuksen muodostumista on hahmotettu sivupalkissa.

Parempiakin ostopaikkoja voi olla vielä luvassa

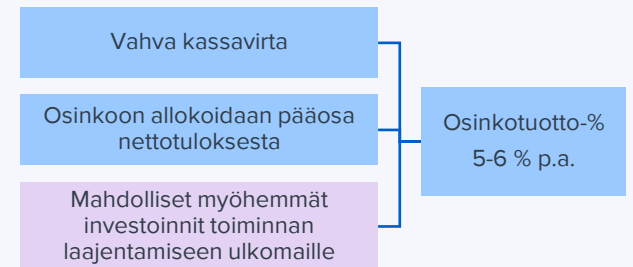
Pääomistaja Adelis Equity on listautumisen jälkeen keventänyt Puuilon omistustaan. Viimeksi 2023 helmikuussa omistusta myytiin 6 %-yksiköllä nykyiseen 18,7 %:iin. Myynnit ovat antaneet painetta osakekurssille ja voivat tulevaisuudessa jälleen avata nykyistä parempia ostopaikkoja. Adelis tuntee yhtiön hyvin, joten myynnit voisi tulkita myös negatiiviseksi signaaliksi. Näemme ne kuitenkin osana pääomasijoittajan normaalia exit-strategiaa pörssilistautumisen jälkeen, eikä niillä ole vaikutusta käsityksemme Puuilon arvosta.

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

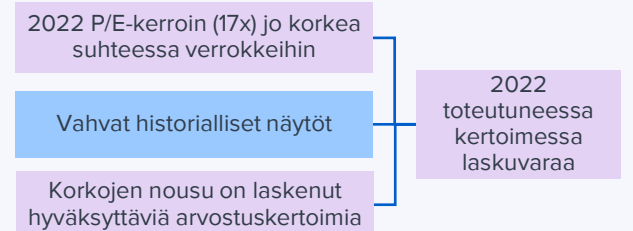
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet

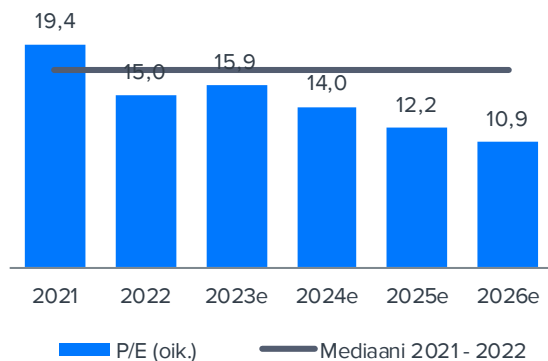


Arvostustaulukko

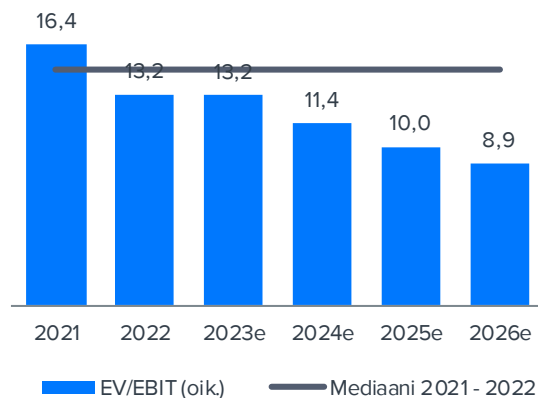
Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi				7,99	6,32	7,34	7,34	7,34	7,34
Osakemäärä, milj. kpl				84,8	84,8	84,8	84,8	84,8	84,8
Markkina-arvo				677	536	622	622	622	622
Yritysarvo (EV)				775	630	698	683	674	666
P/E (oik.)				19,4	15,0	15,9	14,0	12,2	10,9
P/E				21,2	15,3	15,9	14,0	12,2	10,9
P/Kassavirta				23,6	16,9	12,1	12,4	13,4	12,0
P/B				10,0	7,0	7,2	6,3	5,4	4,7
P/S				2,5	1,8	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto				2,9	2,1	2,1	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA (oik.)				13,9	10,4	10,2	9,1	8,1	7,3
EV/EBIT (oik.)				16,4	13,2	13,2	11,4	10,0	8,9
Osinko/tulos (%)				80,0 %	82,9 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%				3,8 %	5,4 %	5,0 %	5,7 %	6,6 %	7,3 %

Lähde: Inderes

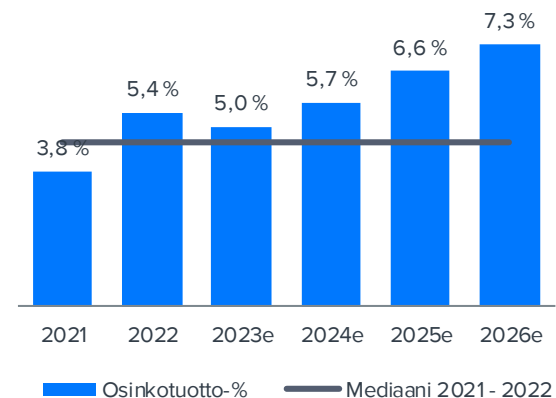
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Europris ASA	1092	1476	12,7	12,2	8,6	8,2	1,8	1,7	13,6	12,8	4,1	4,3	3,6
Bygghmax Group AB	157	442	16,1	13,2	5,4	4,9	0,7	0,7	9,5	6,4	5,2	7,0	0,7
Clas Ohlson AB	457	601	21,1	11,7	5,7	5,0	0,8	0,7	29,0	12,3	6,1	7,3	3,2
Axfood AB	4823	5790	19,7	17,9	10,2	9,4	0,8	0,8	23,0	20,3	3,1	3,2	8,4
Dollar General Corp	44074	51571	16,5	16,0	13,6	13,0	1,5	1,4	20,0	19,5	1,0	1,0	8,4
Kesko Oyj	7635	10115	13,7	13,3	8,1	7,9	0,8	0,8	14,0	13,7	5,7	5,8	2,7
Musti Group Oyj	647	794	21,6	17,5	10,8	9,5	1,9	1,7	24,6	19,5	3,0	3,6	3,8
Verkkokauppa.com Oyj	112	138	16,4	8,7	9,6	6,3	0,3	0,2	21,0	10,2	1,9	5,5	3,6
Kamux Oyj	220	288	13,3	9,4	8,1	6,5	0,3	0,3	13,9	10,0	3,2	4,2	1,9
Tokmanni Oyj	734	1323	14,6	12,8	7,8	7,1	1,1	1,0	11,8	10,3	6,3	6,9	2,8
Puulo Oyj (Inderes)	622	698	13,2	11,4	10,2	9,1	2,1	1,9	15,9	14,0	5,0	5,7	7,2
Keskiarvo			16,6	13,3	8,8	7,8	1,0	0,9	18,0	13,5	4,0	4,9	3,9
Mediaani			16,3	13,0	8,4	7,5	0,8	0,8	17,0	12,5	3,7	4,9	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-19 %	-12 %	23 %	21 %	160 %	136 %	-6 %	12 %	38 %	16 %	114 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

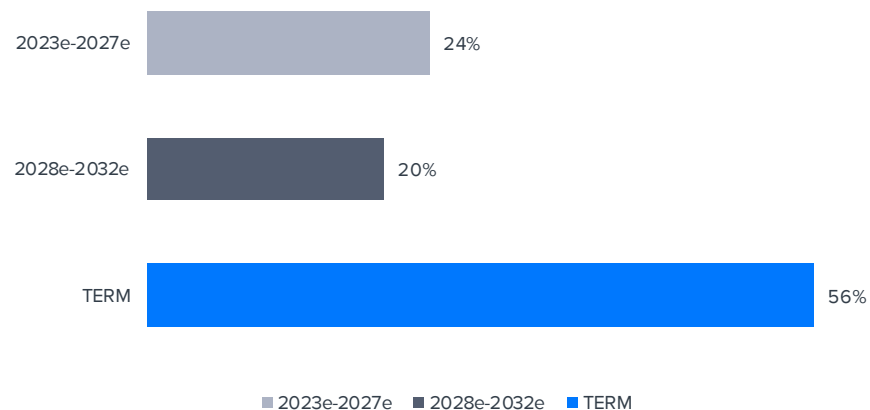
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,7 %	10,4 %	11,0 %	11,0 %	9,0 %	8,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	15,9 %	16,2 %	16,4 %	16,8 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Liikevoitto	47,0	52,9	59,7	67,7	74,7	80,7	83,9	86,4	89,0	91,7	93,0	
+ Kokonaispoistot	13,5	15,2	15,7	15,7	16,0	16,0	14,5	15,9	17,1	18,0	18,7	
- Maksetut verot	-9,5	-8,6	-11,1	-12,8	-14,3	-15,5	-16,2	-16,8	-17,4	-18,0	-18,5	
- verot rahoituskuluista	-0,6	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	1,7	7,3	2,9	-5,9	-5,3	-5,2	-2,8	-2,2	-2,2	-2,3	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	52,1	66,0	66,3	64,0	70,4	75,3	78,8	82,9	86,0	89,0	91,9	
+ 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	-20,4	-14,4	-16,2	-17,4	-18,5	-20,5	-21,5	-22,0	-22,0	-22,0	-23,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	31,7	51,6	50,1	46,6	51,9	54,8	57,3	60,9	64,0	67,0	68,4	
+/- 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	31,7	51,6	50,1	46,6	51,9	54,8	57,3	60,9	64,0	67,0	68,4	1042
Diskontattu vapaa kassavirta		49,1	44,1	37,9	39,0	38,1	36,9	36,2	35,2	34,0	32,1	490
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		872	823	779	741	702	664	627	591	556	522	490
Velaton arvo DCF		872										
- Korolliset velat		-123,3										
+ Rahavarat		28,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		778										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,2										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	270,2	296,4	327,1	363,1	EPS (raportoitu)	0,38	0,41	0,46	0,52
Käyttökate	55,9	60,5	68,1	75,4	EPS (oikaistu)	0,41	0,42	0,46	0,52
Liikevoitto	44,4	47,0	52,9	59,7	Operat. kassavirta / osake	0,19	0,61	0,78	0,78
Voitto ennen veroja	40,0	43,9	48,4	55,5	Vapaa kassavirta / osake	0,34	0,37	0,61	0,59
Nettovoitto	31,9	35,1	39,1	44,4	Omapääoma / osake	0,80	0,90	1,02	1,17
Kertaluontoiset erät	-2,9	-0,6	0,0	0,0	Osinko / osake	0,30	0,34	0,37	0,42
Tase	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	214,3	231,3	213,2	220,2	Liikevaihdon kasvu-%	13 %	10 %	10 %	11 %
Oma pääoma	67,8	76,2	86,2	99,3	Käyttökateen kasvu-%	35 %	8 %	13 %	11 %
Liikearvo	33,5	33,5	33,5	33,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	0 %	11 %	13 %
Nettovelat	97,6	94,5	75,7	60,3	EPS oik. kasvu-%	14 %	2 %	10 %	13 %
Kassavirta	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	20,7 %	20,4 %	20,8 %	20,8 %
Käyttökate	55,9	60,5	68,1	75,4	Oik. Liikevoitto-%	17,5 %	16,1 %	16,2 %	16,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-30,8	1,7	7,3	2,9	Liikevoitto-%	16,5 %	15,9 %	16,2 %	16,4 %
Operatiivinen kassavirta	16,1	52,1	66,0	66,3	ROE-%	85,5 %	48,8 %	48,2 %	47,9 %
Investoinnit	-13,2	-20,4	-14,4	-16,2	ROI-%	27,6 %	24,6 %	28,1 %	33,8 %
Vapaa kassavirta	28,7	31,7	51,6	50,1	Omavaraisuusaste	31,6 %	32,9 %	40,4 %	45,1 %
					Nettovelkaantumisaste	144,0 %	124,0 %	87,8 %	60,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023e	2024e					
EV/Liikevaihto	2,9	2,1	2,1	1,9					
EV/EBITDA (oik.)	13,9	10,4	10,2	9,1					
EV/EBIT (oik.)	16,4	13,2	13,2	11,4					
P/E (oik.)	19,4	15,0	15,9	14,0					
P/B	10,0	7,0	7,2	6,3					
Osinkotuotto-%	3,8 %	5,4 %	5,0 %	5,7 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseluseke 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 neuvonantajia. 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 arvion 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.10.2021	Lisää	8,50 €	7,77 €
17.12.2021	Lisää	10,00 €	8,88 €
1.4.2022	Osta	8,50 €	6,72 €
27.5.2022	Osta	6,00 €	5,16 €
15.6.2022	Osta	6,00 €	4,79 €
8.9.2022	Osta	6,00 €	4,94 €
16.9.2022	Osta	6,00 €	4,92 €
16.12.2022	Osta	6,70 €	5,92 €
31.3.2023	Osta	7,00 €	6,11 €
16.5.2023	Lisää	8,00 €	7,34 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**