

Musti Group

Laaja raportti

9/2020

Lemmikkivanhempien luottokauppa

Aloitamme Mustin seurannan 18,0 euron tavoitehinnalla sekä vähennä-suosituksella. Pidämme yhtiön kilpailuasemaa kaikissa toimintamaissa (Suomi, Ruotsi, Norja) vahvana ja kannattavan kasvun jatkamiselle ei ole näköpiirissä merkittäviä esteitä. Myös lemmikkivanhemmuuden megatrendi antaa yhtiölle selvää myötätuulta. Positiiviset näkymät on kuitenkin hinnoiteltu osakekurssiin täysimääräisesti ja jäämme odottamaan parempaa ostopaikkaa.

Lemmikkieläintarvikkeiden selvästi suurin erikoisliike Pohjoismaissa

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. Musti on viime vuosina kyennyt myymälävaustensa ja verkkomyynnin vahvan kasvun tukemana yli 20 %:n kasvuun (CAGR-%). Kasvu on samalla ollut kannattavaa etenkin kulurakenteen skaalautumisen myötä. Yhtiön IT-järjestelmä sekä varastorakenne on uudistettu, mikä mahdollistaa kannattavan kasvun jatkamisen.

Musti toimii defensiivisellä kasvumarkkinalla

Vuosina 2019-2023 lemmikkieläinmarkkinoiden euromääräisen arvon arvioidaan kasvavan noin 4 %:lla. 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 22 % ja se on viime vuosina vallannut markkinaosuutta etenkin päivittäistavara-kaupoilta sekä pieniltä lemmikkieläintarvikkeiden erikoisliikkeiltä. Markkina on myös defensiivinen vastaten vähittäismyynnin ja päivittäistavara-kaupan yleistä riskitasoa.

Tulosparannus jatkuu lähivuodet vahvana ennusteessamme

Ennusteissamme Mustin 2020 liikevaihto kasvaa 14 %:lla 281 MEUR:oon ja oikaistu EBITA-marginaali nousee jo tänä vuonna taloudellisten tavoitteiden alarajalle 10,2 %:iin (2019: 8,8 %) kulujen skaalautuessa tehokkaasti. Oikaistu osakekohtainen tulos nousee myös vahvasti 0,44 euroon (2019: oik. EPS 0,24 euroa). Ennusteissamme 2021 liikevaihto kasvaa 10 % 309 MEUR:oon, EBITA-% nousee 11,5 %:iin kulujen edelleen skaalautuessa tehokkaasti ja oikaistu EPS nousee 0,61 euroon/osake. Ennustamme osingonjakosuhteen olevan tavoitetasoa ylärajalla (60-80 % osakekohtaisesta tuloksesta) johtuen yhtiön vahvasta rahavirrasta.

Arvostus hinnoittelee sisäänsä jo ensi vuodelle odottamamme tulosparannuksen

Yhtiön tulosperustainen arvostus on korkea 2020e ja 2021e EV/EBITDA-kertoimien ollessa 16x ja 13x sekä vastaavien P/E-kertoimien (oik.) 41x ja 30x Yhtiön erinomainen asema markkinalla ja matala riskiprofiili oikeuttavat selvään preemioon verrokkeihin, mutta silti 2020e preemio 60-80 % on mielestämme turhan korkea ja vasta 2021e noin 30 %:n preemio on mielestämme hyväksyttävä. Mielestämme ensi vuoden tuloskasvu on hinnoiteltu osakkeeseen jo täysimääräisesti ja tuotto-odotus rajoittuu lähinnä osinkoon. Nykyinen arvostus ei jätä sijoittajalle juuri turvamarginaalia, jos yhtiö ei jostain syystä ylläkään korkealle viritettyihin odotuksiin, mikä heikentää nykyiseltä kurssitasolta Mustiin tehtävän sijoituksen tuotto/riski-kuvaa.

Analytiikot



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

Suositus



Vähennä

(aik. -)
18,0 EUR
(aik. -)
Osakekurssi:
18,22 EUR
Potentiaali:
-1,2 %

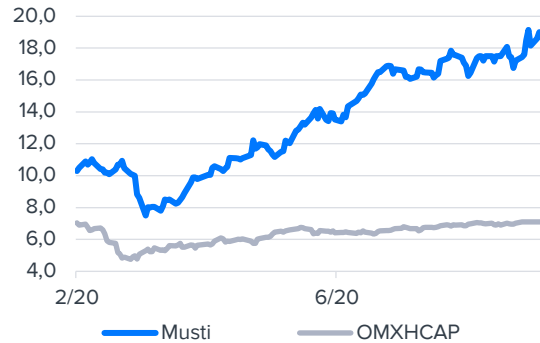
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	247	281	309	336
kasvu-%	14 %	14 %	10 %	8 %
EBIT oik.	16,2	22,7	29,0	34,9
EBIT-% oik.	6,6 %	8,1 %	9,4 %	10,4 %
Nettotulos	3,0	11,3	20,4	24,7
EPS (oik.)	0,24	0,44	0,61	0,74

P/E (oik.)	36,4	41,2	30,0	24,7
P/B	2,5	4,1	3,8	3,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,5 %	2,7 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	23,5	31,1	23,9	19,7
EV/EBITDA	11,2	16,3	12,7	11,3
EV/Liikevaihto	1,5	2,5	2,2	2,0

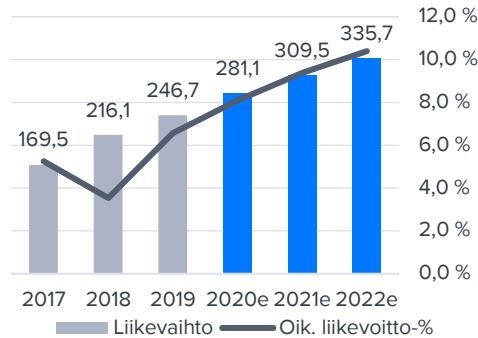
Huom. 2019 päätöskurssina käytetty listautumishintaa

Osakekurssi



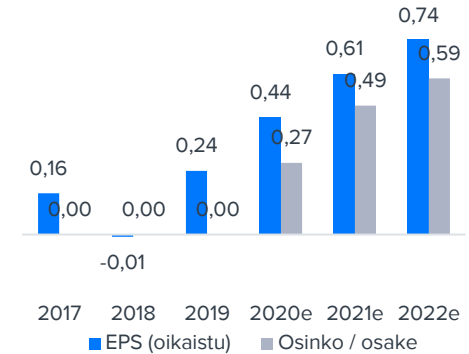
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusien myymälöiden avaaminen, etenkin Ruotsissa ja Norjassa
- Uusiasiakashankinnassa onnistuminen
- Vanhojen asiakkaiden myynnin nostaminen mm. asiakasdataa hyödyntämällä
- Palvelujen myynnin kasvattaminen
- Volyymin kautta tulevat skaalaedut mm. hankinnoissa ja vuokraehdoista neuvoteltaessa
- Norjan ja Ruotsin myyntimixin parantaminen kohti Suomen tasoa



Riskitekijät

- Heikentyvä talustilanne ja kuluttajien ostovoiman heikentyminen
- Voimakkaan historiallisen kasvuvauhdin hidastuminen
- Verkkokaupan kasvun myötä lisääntyvä hintakilpailu
- Päivittäistavaraoppojen vastaisku
- Myymäläsijoittelun epäonnistuminen
- Taseen korkea liikearvo
- O&E-tuotteiden korkean osuuden myötä keskeiset kolmansien osapuolten toimittajat voivat alkaa preferoida muita myyntikanavia



Arvostus

- 2020e-2021e tulospohjainen arvostus on korkea
- Yhtiön pitkän aikavälin houkuttelevat tuloskasvunäkymät on hinnoiteltu sisään osakkeeseen mielestämme täysimääräisesti
- Nykyinen arvostus ei jätä sijoittajalle riittävästi turvamarginaalia
- Yhtiön erinomainen asema markkinalla ja matala riskiprofiili oikeuttavat selvään preemioon verrokkeihin

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-10
Toimiala	11-16
Strategia	17-19
Historiallinen kehitys ja tavoitteet	20-26
Ennusteet ja arvonmääritys	27-34
Taulukot	35-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39-40

Musti Group lyhyesti

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

1988

Perustamisvuosi

2020

Listautuminen

246,6 MEUR (+14 % vs. 2018)

Liikevaihto FY 2019

12,5 MEUR (5 % lv:sta)

Liikevoitto FY 2019

290

Myymälöiden lukumäärä

22%

Markkinaosuus Pohjoismaissa

74% / 21% / 5%

Myymälöiden / Verkkokauppojen / Franchise tuottojen osuus liikevaihdosta

- 2010

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

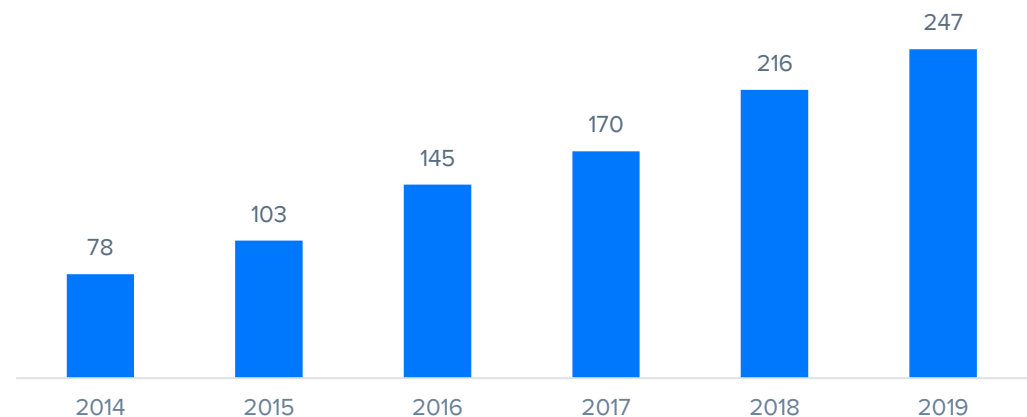
2010 - 2016

- Pohjola Capital Partners osti yhtiön vuonna 2010
- Strategiana liiketoiminnan kehittäminen, brändistrategian rakentaminen ja laajentuminen Suomen ulkopuolelle
- Verkkokauppa lanseerattu
- Laajentuminen Ruotsiin alkoi 2012, Norjaan 2016
- EQT Mid Market Fund -rahasto osti yhtiön vuonna 2014

2016 -

- Strateginen keskittyminen asiakaskeskeisyyteen vuodesta 2017
- Merkittäviä investointeja varasto- ja IT- infrastruktuuriin vuosina 2016–2018
- Merkittäviä investointeja IT-järjestelmiin, konseptin modernisointiin ja digitalisaatioon vuonna 2018
- Listautuminen Helsingin pörssiin 2/2020

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Pohjoismaiden johtava lemmikkieläintarvikeyhtiö

Musti Group on Pohjoismaiden johtava lemmikkieläintarvikeyhtiö ja sillä on toimintaa Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Yhtiöllä on käytössä monikanavainen liiketoimintamalli, joka mahdollistaa myymäläkäyntien ja verkkokauppaostosten sujuvan yhdistämisen asiointissa. Mustin omaa myymäläverkostoa sekä verkkokauppoja täydentävät lisäksi franchise-yrittäjien pyörittämät myymälät.

Mustin tuotevalikoima koostuu Mustin omista ja eksklusiivisista brändeistä (O&E) sekä kolmansien osapuolien brändeistä. Mustin tuotevalikoima on pääosin räätälöity koirille ja kissoille, mutta yhtiö tarjoaa rajoitetun määrän tuotteita myös muille pienille lemmikkieläimille. Musti tarjoaa myös palveluita 39 myymälässä ja palveluiden määrä on kasvussa.

Mustin historia

Musti aloitti toimintansa vuonna 1988 avaamalla ensimmäisen Musti ja Mirri myymälänsä Tampereella. Yhtiö jatkoi laajentumista eri kaupunkeihin Suomessa avaamalla uusia myymälöitä sekä kehittämällä franchise-mallin. Musti aloitti vuonna 2005 oman private-label tuotemyynnin tuomalla markkinoille kuivaruokabrändin ”Musti ja Mirri”. Tämän jälkeen omien tuotteiden kehittäminen ja myynti on jatkunut vahvana.

Vuonna 2010 Pohjola Capital Partners osti Mustin. 2011 yhtiö avasi ensimmäisen verkkokauppansa ”mustijamirri.fi”. Kansainvälinen laajentuminen alkoi

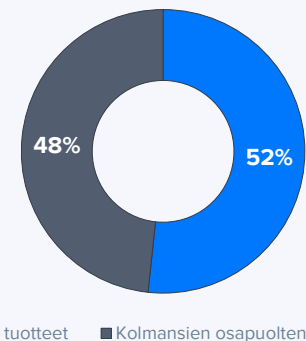
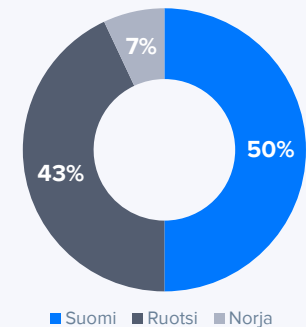
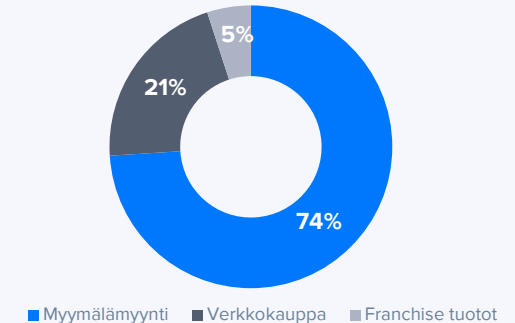
vuonna 2012 kun yhtiö osti ruotsalaisen lemmikkieläintarvikeketjun Grizzly Zoo AB:n. EQT Mid Market Fund rahasto osti Mustin vuonna 2014.

Yhtiö jatkoi laajentumista Ruotsissa 2015 ostamalla Arken Zoo Holding AB:n, joka toimi franchise-keskusliikkeenä mm. Arken Zoo ja Djurmagazinet myymälöille sekä eläinlääkäriklinikka Vettrikselle sekä turkinhoitopalveluja tarjoavalle Trimmikselle. Lisäksi Musti osti Ruotsissa Imperium Scandinavia AB:n, joka omisti lemmikkieläinliikkeitä, jotka integroitiin Arken Zoo brändiin sekä eläinlääkäriklikoita. Vuonna 2017 Ruotsissa ostettiin myös Djurkompaniet, joka integroitiin Arken Zoon alle. Yhtiö on ostanut myös useita verkkokauppatoimijoita (2015 suomalainen Peten koiratarvike Oy sekä 2017 ruotsalaiset Vetzoo AB:n ja Animail AB:n) vahvistaakseen asemiaan myös verkossa.

Vuonna 2016 Mustin laajentuminen alkoi myös Norjassa, kun yhtiön ensimmäiset myymälät avattiin. Vuoteen 2016 asti yhtiö keskittyi liiketoimintakonseptinsa kehittämiseen ja brändistrategian rakentamiseen. Viime vuosina Musti on keskittynyt asiakaskeskeisyyteen sekä kehittänyt varastointijärjestelmäänsä ja verkkokauppakonseptiaan.

Lokakuussa 2017 nykyinen toimitusjohtaja Rönneberg aloitti ja tätä seuranneina vuosina johtoryhmään on rekrytoitu useita uusia jäseniä osaamisen vahvistamiseksi. Musti listattiin pörssiin helmikuussa 2020 8,75 euron osakekohtaisella hinnalla.

Liikevaihdon jakauma (2019)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Oma myymäläverkosto

Kesäkuussa 2020 Mustilla oli yhteensä 227 omaa myymälää, joista 111 sijaitsi Suomessa, 78 Ruotsissa ja 38 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 asemointiin joustavuutta.

Suomessa myymälät toimivat Musti ja Mirri -brändillä, Ruotsissa Arken Zoo- ja Djurmagazinet-brändillä ja Norjassa Musti-brändillä. Suomessa on myös kolme suurempaa Pete-myyvälää. Musti vuokraa myymälätilat, eikä se omista niitä itse. Kaikilla Musti-myyvälöillä on sama logiikka pohjassaan, mutta esimerkiksi 39 omaa myymälää tarjoavat myös palveluja, kuten turkinhoitoa.

Tilikausina 2017-2019 Musti avasi 46 uutta myymälää. Vuonna 2019 yli 95 % myymälöistä oli positiivinen tuotto. Musti keskittyy laajentumisessaan tällä hetkellä etenkin uusien omien myymälöiden avauksiin.

Franchise-myyvälät

Omien myymälöiden lisäksi Mustin myymäläverkostoon kuuluu itsenäisten franchise-yrittäjien myymälöitä. Franchise-yrittäjät pystyvät hyödyntämään Mustin liiketoimintakonseptia, ja he toimivat franchise-sopimusten perusteella. Franchise-yrittäjät maksavat Mustille oikeudestaan käyttäen ketjun tarjoamaa brändiä, konseptia ja sen palveluja. Etenkin Ruotsissa yhtiöllä on

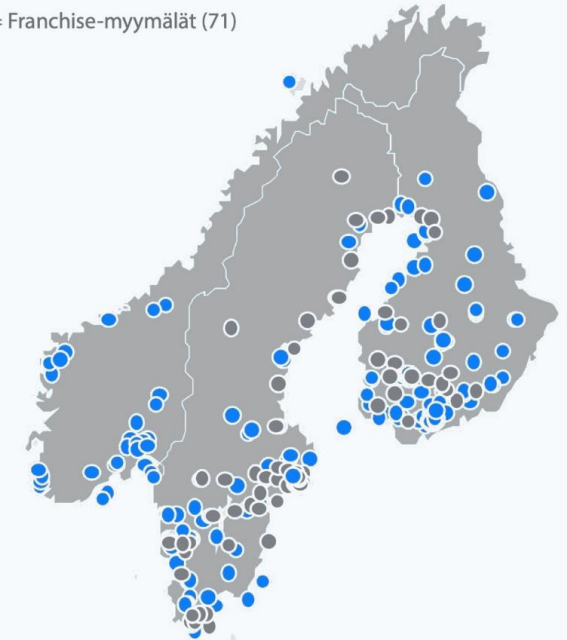
suhteellisen paljon franchise-myyvälöitä johtuen yritysostoista. Mustilla oli kesäkuussa 2020 63 franchise-myyvälää, joista 18 sijaitsi Suomessa ja 45 Ruotsissa. Yhtiö on viime vuosina ostanut takaisin valikoituja franchise-myyvälöitä etenkin Ruotsissa. Tulot franchise-toimintamallista olivat tilikaudella 2019 yhteensä 13,1 MEUR, joka vastaa noin 5 % liikevaihdosta.

Verkkokauppa

Yhtiön verkkokauppakanava toimii brändeillä "mustijamirri.fi", "arkenzoo.se", "musti.no", "petenkoiratarvike.com", "VetZoo", ja "Animail". Tilikaudella 2019 yhtiön verkkokauppamyynni oli 51,1 MEUR. Yhtiö on viime vuosina investoinut verkkokauppa-alustansa kehittämiseen (s.24). Verkkokaupat luovat myynnillistä synergiaa kivijalkamyyvälöiden kanssa ja mahdollistavat myös kilpailun vastaamiseen vahvoja verkkokauppoja vastaan. Yhtiö käyttää Asiakastietojärjestelmän dataa ja muita digitaalisia työkaluja verkkosivuillaan, jotta asiakkaille voidaan tarjota personoituja tuotteita.

Verkkokaupan osuus Mustin liikevaihdosta oli tilikaudella 2019 huomattavan korkea 20,7 %, mikä on selvästi edellä kansainvälisiä kivijalkaverkoston omaavia verrokkeja (mm. Pets at Home ja Fressnapf). Suomessa verkkokauppamyynnin osuus liikevaihdosta oli 14,2 % tilikaudella 2019, Ruotsissa 30,4 % ja Norjassa 6,6 %. Varastosijoittelun myötä toimitukset asiakkaille ovat Mustilla nopeita, sillä Suomessa noin 80 % ja Ruotsissa noin 50 % tilauksista toimitetaan 24 tunnin sisällä.

● = Omat myymälät (206)
● = Franchise-myyvälät (71)



			
Myyvälä-brändi			
Omnikanava-brändi			
Verkkokauppa-brändi			

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Tuotteet ja tuotekehitys

Musti tarjoaa kuluttajille laadukasta ja laajaa valikoimaa omia tuotteita, eksklusiivisia tuotteita ulkopuolisilta brändeiltä sekä ei-eksklusiivisia tuotteita ulkopuolisilta brändeiltä. Yhtiön omia tuotemerkkejä ovat mm. Pure Natural, Maukas, Nutrima, Compact Care ja Feel Active. Omia ja eksklusiivisia -tuotteita (O&E) myydään Pohjoismaissa vain Mustin myyntikanavissa ja ne muodostavat hieman yli puolet kokonaisymyynnistä (2019 51,7 %).

Lemmikinruoan osuus Mustin myynnistä oli 2019 51,6 % ja vaikka se on Mustille keskimääräistä myyntiä matalakatteisempaa, nostavat myynnin pysyvyys, toistuvat ostokerrat ja tiheät asiakaskäynnit sen tärkeyttä. Muiden kuin ruokatuotteiden osuus on 48,4 % kokonaisymyynnistä ja niihin kuuluu tuotteita, jotka on tarkoitettu lemmikkien päälle puettavaksi, leikkimiseen tai muihin käyttötarkoituksiin.

Toimitusketju ja kategoriahallinta

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 esimerkiksi Mustin Maukas-brändin ruoat. Mustin tarvikevalikoimaan kuuluu myös omia O&E-tuotteita (mm. vaatteissa Feel Active) ja myös ne hankitaan ulkopuolisilta valmistajilta. Kolmansien osapuolten brändit hankitaan niiden toimittajilta. Yhtiö hankkii tuotteensa noin 250 ulkopuoliselta

toimittajalta. Mustin kymmenen suurimman toimittajan osuus kaikista hankinnoista oli noin 52 % tilikaudella 2019.

Vuoden 2017 logistiikkauudistuksessa Musti paransi tehokkuuttaan ja tuotteiden saatavuutta siirtymällä yhteen sen itse operoimaan keskusvarastoon ja kuuteen ulkoistettuun varastoon. Mustin oma keskusvarasto sijaitsee Eskilstunassa, Ruotsissa. Suomessa noin 95 % myymälöiden tuotteista toimitetaan Eskilstunasta. Ruotsissa ja Norjassa vastaava osuus on noin 70 %. Myymälät tilaavat tuotteita paikallisten toimittajien lisäksi myös ulkoistetuista varastoista, jotka hoitavat myös toimituksia verkkokauppamyynnille. Musti käyttää toimituksissaan ulkopuolisia kuljetusliikkeitä.

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

Palvelut pieni, mutta kasvava osa-alue

Mustin liiketoimintaan kuuluu myös pieni, mutta kasvava palvelutarjonta. Yhtiöllä on lemmikkipalveluja nyt 39 myymälässä. Yhtiön tarjoamia palvelukategorioita ovat turkinhoito, pesu, hieronta, fysioterapia, ravitsemusneuvonta, kynsien leikkaus, veloituksettomat pentutreffit, ja koulutus. Musti tarjoaa myös eläinlääkäripalveluja

rajoitetusti keskittyen segmentteihin, jotka täydentävät myymäläkonseptia (mm. terveystarkastus, rokotukset ja mikrosirutus). Yhtiö toimii myös lemmikkejä koskevien vakuutusten välittäjänä (Pohjantähti-vakuutusyhtiö). Arviomme mukaan palveluiden vaikutus Mustin tulokseen on vielä pieni, mutta niiden volyymeja on mahdollista kasvattaa kustannustehokkaasti hyödyntäen Mustin laajaa myymäläverkostoa sekä vakuutusten välityksen osalta yhtiön verkkosivuja.

Kanta-asiakasohjelma ja sen datan hyödyntäminen

Mustin kanta-asiakkaat määritellään kuluttajiksi, jotka ovat liittyneet Kanta-asiakasohjelmaan ja tehneet ostoksia viimeisen 12 kk aikana. Mustin kanta-asiakasohjelmaan kuului kesällä 2020 yli 1,1 miljoona asiakasta. Kanta-asiakasohjelma on ollut menestys ja Musti on tilikausina 2017-2019 saanut vuosittain noin 150 000 uutta Kanta-asiakasta nettomääräisesti.

Musti voi asiakashallintajärjestelmän ja asiakasdatan tuella käyttää kanta-asiakkaitten dataa tarjonnan räätälöinnissä sekä kohdennetussa viestinnässä. Näihin kohdennettuihin viesteihin kuuluu esimerkiksi erikoistarjouksia ja syntymäpäivälahjoja. Asiakkaita kannustetaan liittymään kanta-asiakasohjelmaan kertomalla heille ohjelman tarjoamista eduista, johon kuuluu kohdennettujen viestien lisäksi muun muassa liittymisbonus, vuosittaisen kulutuksen määrään perustuva bonus sekä vinkit ja neuvot.

Kumppanit



Eksklusiivisten ja muiden brändien valmistajat ja tukkurit



Ulkoistettu logistiikkatoiminto



Kasvattajat & kennelit

Toiminnot

Tuotekehitys



Asiakaspalvelu ja myynti



IT-kehitys ja -ylläpitotoiminnot



Rahoitus ja HR-toiminnot



Resurssit

Asiantuntevia työntekijöitä



Vahvat asiakassuhteet



>1m 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



Verkkokauppa

Kilpailu

Muut lemmikkieläintarvike-liikkeet



Verkkokaupat



Päivittäis- ja käyttötavarakaupat



Eläinlääkärit, koti & puutarha



Tuotteet



Omat tuotteet



Eksklusiiviset tuotteet



Palvelut



Kolmansien osapuolien tuotteet

Kustannusrakenne

1171 hlö (6/2020)
214 m€ (2019)



Henkilöstökulut
(18,5 % liikevaihdosta)



Materiaalit ja palvelut
(55,7 % liikevaihdosta)



Liiketoiminnan muut kulut
(12,5 % liikevaihdosta)

Tulovirrat

Liikevaihto 247 m€
Liikevoitto 13 m€
(2019)

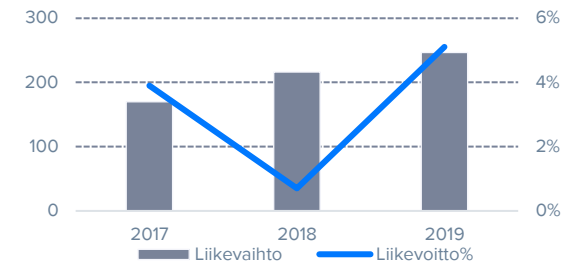
O&E vs. Kolmansien osapuolien tuotteet



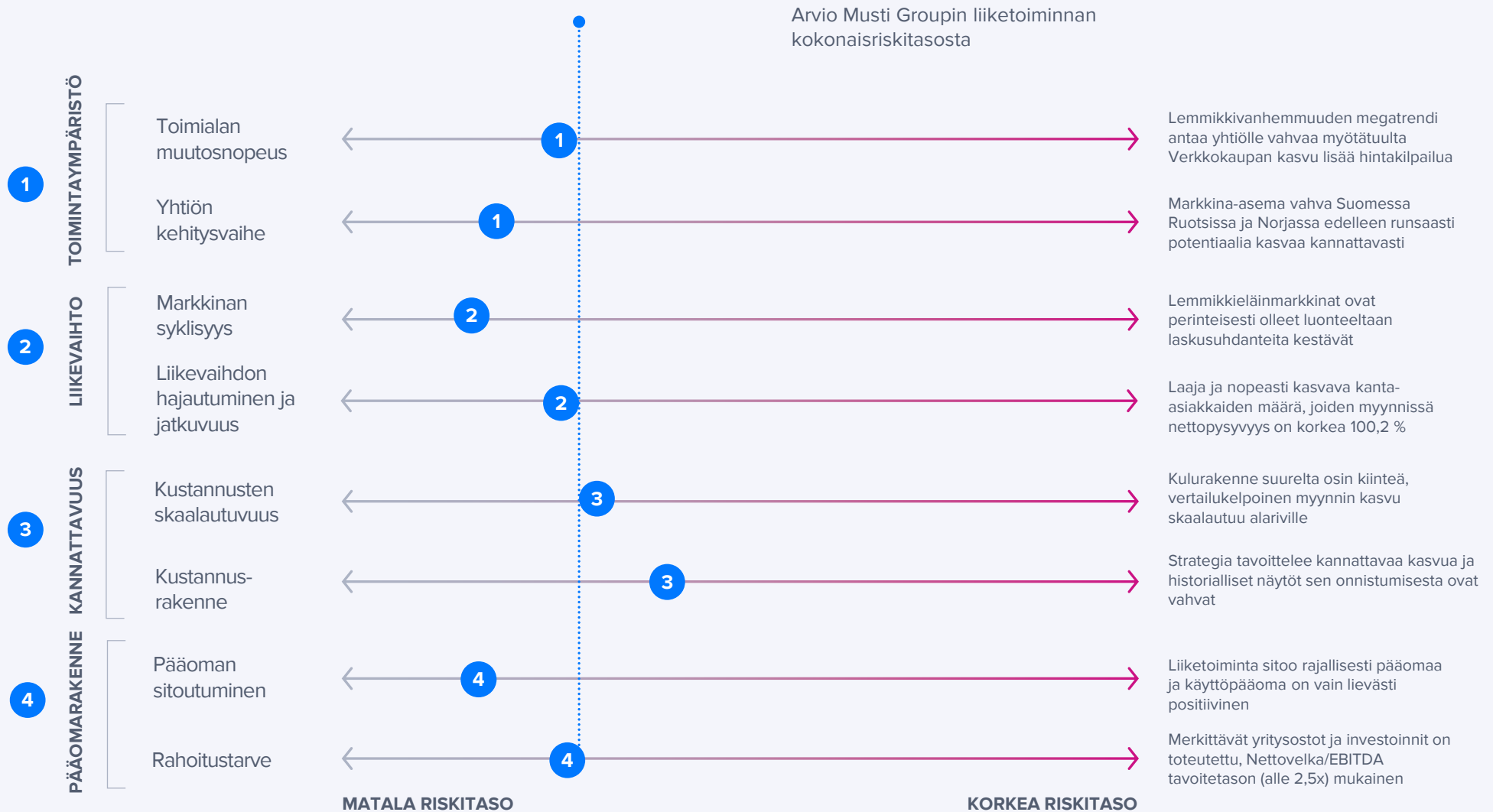
52%



48%



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkina ja kilpailijakenttä

Selvä kasvumarkkina

Musti toimii Pohjoismaiden lemmikkieläinmarkkinoilla, jotka määritellään laajasti lemmikinruoan, herkkujen, tarvikkeiden, palvelujen ja eläinlääkäripalvelujen myyntinä Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Euromonitorin mukaan markkinoiden arvo oli vuonna 2018 noin 2800 MEUR (s. 12), mistä suurimman markkinan eli Ruotsin osuus on noin 1200 MEUR, Suomen noin 820 MEUR ja Norjan noin 790 MEUR.

Vuosina 2013-2018 lemmikkieläinmarkkinoiden euromääräinen arvo on kasvanut noin 4,6 %:lla (CAGR-%) ja 2019-2023 markkinan arvioidaan kasvavan noin 4,1 %:lla (Lähde: Mustin listalleottoesite). Mustille keskeisistä kategorioista mm. lemmikinruokien kasvun odotetaan olevan välillä 2019-2023 3,2 %, jota vetävät laadukkaampien ruokien 4,3 %:n kasvu. Pienemmistä kategorioista herkkujen odotetaan kasvavan 5,0 %:lla, tarvikkeiden 5,0 %:lla ja palvelujen 5,4 %:lla samalla ajanjaksolla.

Lemmikkivanhemmat markkinan kasvuajurina

Markkinan 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. Mustin oman arvion mukaan lemmikkivanhempia on kaikista lemmikkien omistajista tällä hetkellä vajaa kolmannes, mutta heidän osuutensa kulutuksesta

koko markkinoilla on lähes puolet.

Lemmikkivanhempien osuuden arvioidaan kasvavan myös tulevaisuudessa (s. 12). Pohjoismaissa lemmikkieläinten määrä oli 2018 noin 5,2 miljoonaa ja se on kasvanut vuosina 2013-2018 keskimäärin vain noin 1,3 %:lla (CAGR-%). Lemmikkivanhempien määrä on samaan aikaan kasvanut 5,1 %:lla ja siten yhä useammalla lemmikillä on omistaja, joka on valmis kuluttamaan lemmikkiinsä selvästi keskimääräistä enemmän. Musti keskittyy strategiassaan palvelemaan juuri lemmikkivanhempien asiakassegmenttiä ja se on siten erinomaisesti asemoitunut ottamaan markkinaosuutta, sillä lemmikkivanhempien kulutuksen arvo kasvaa jopa 7,7 % (CAGR). (s. 12)

Samalla defensiivinen markkina

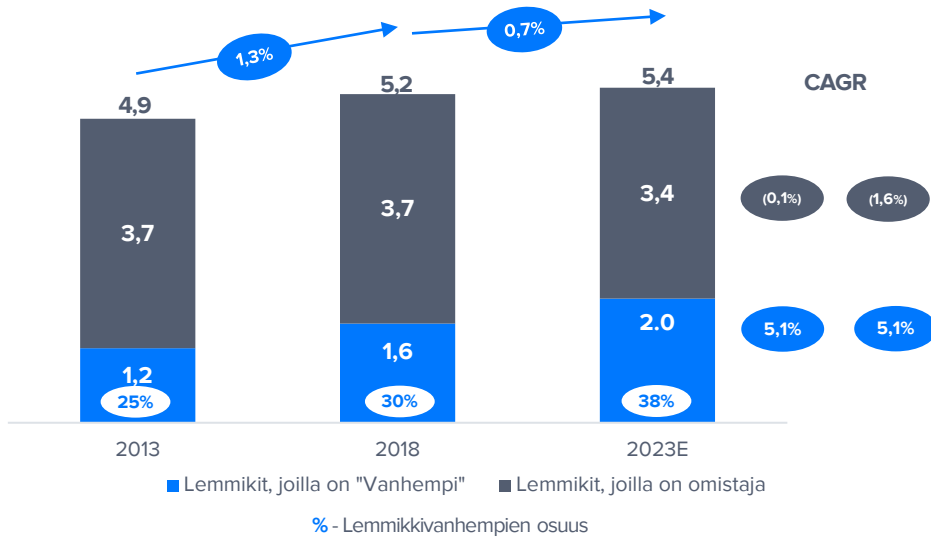
Lemmikkieläinmarkkinat ovat perinteisesti olleet luonteeltaan laskusuhdanteita kestävä, ja ne saavat tukea välttämättömien tuotteiden ostamisesta. Kategoriat, jotka eivät ole harkinnanvaraisia, kuten lemmikinruoka, kissanhiekka ja eläinlääkäripalvelut, muodostavat noin 76 % kaikista ostoista, ja niille on ominaista ostojen toistuvuus suhdanteista riippumatta. Kuluttajat ovat valmiita käyttämään rahaa lemmikkeihinsä entiseen tapaan myös laskusuhdanteiden aikana, ja he leikkaavat mieluummin kustannuksiaan muissa kulutuskategorioissa. Mustin riskiprofiili seuraa vähittäismyyntin ja päivittäistavarakaupan yleistä riskitasoa.

Aiemmin on myös havaittu, että koiranpentujen

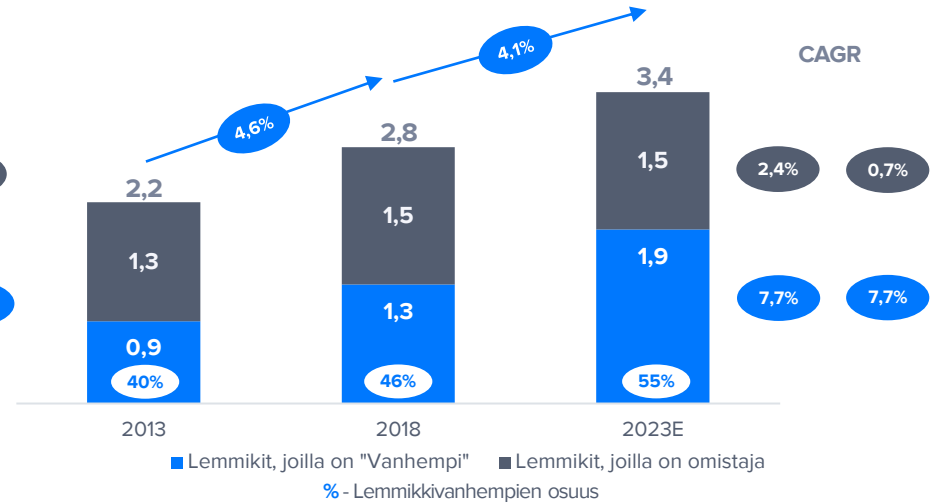
rekisteröintien määrä kasvaa talouden laskusuhdanteiden aikana. Näin on tapahtunut esimerkiksi Suomessa 1990-luvun laman sekä vuosien 2008–2009 talouskriisin aikana. Myös koronaviruspandemian aikana toimialan suhdannekestävyys on ollut havaittavissa. Uusien rekisteröityjen koiranpentujen määrä kasvoi huhtikuun 2020 aikana Ruotsissa noin 14 % verrattuna noin 5 %:n kasvuun tammi-maaliskuussa 2020. Samansuuntaista kehitystä on nähty myös Suomessa ja Norjassa. Pentujen omistajat tyypillisesti käyttävät lemmikkeihinsä enemmän rahaa ensimmäisten elinvuosien aikana, joten pentujen määrän kasvu on myös sitä kautta positiivista kokonaismarkkinalle.

Lemmikkien elinkaaren ollessa noin 10-12 vuotta ei muutaman kuukauden pentujen rekisteröinnin kasvulla arviomme mukaan ole vielä oleellisesta vaikutusta kokonaismarkkinan kasvuvauhtiin. Käsityksemme mukaan yhtiö on kuitenkin hyvin asemoitunut erityisesti pentuasiakkaiden parissa mm. kasvattajayhteistyön ja järjestämiensä pentutreffien myötä. Trendin jatkuessa pidempään tukee se mielestämme selvästi Mustin kasvuodotuksia.

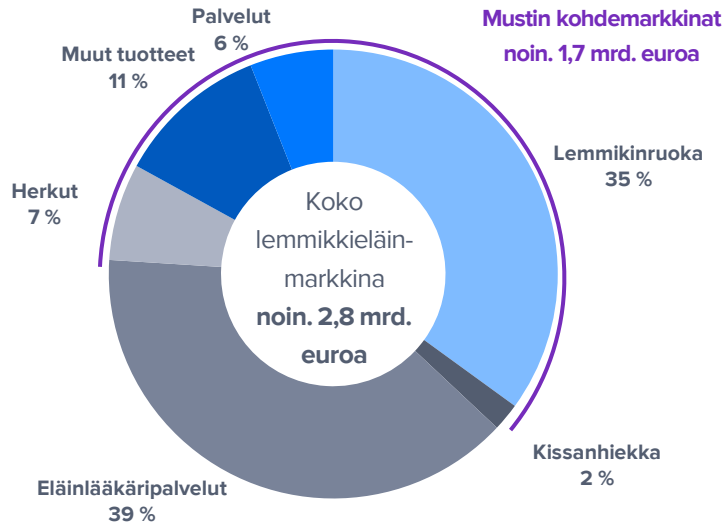
Lemmikkieläinten määrä Pohjoismaissa (miljoonaa), 2013 – 2023E



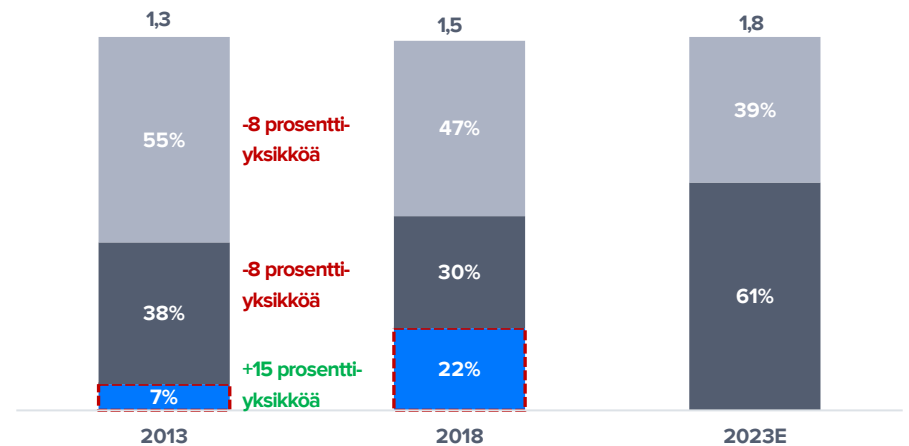
Lemmikkieläinmarkkinat Pohjoismaissa (miljardia euroa), 2013 – 2023E



Lemmikkieläinmarkkinoiden jakautuminen (sis. ALV) 2018



Pohjoismaiden lemmikinruoka- ja tarvikemarkkinat (miljardia euroa), 2013 – 2023E (sis. ALV)



■ Musti Group ■ Lemmikkieläintarvikeliikkeit ■ Päivittäis- ja käyttötavarakaupat sekä muut jälleenmyyjät

Kilpailukenttä Pohjoismaissa

Pohjoismaiden lemmikinruoka- ja tarvikemarkkinan jakauma	Mustin markkinaosuus myyntikanavan sisällä	Pääkilpailijat	Muita kilpailijoita
Lemmikkieläintarvike-liikkeet (44,1 % kokonaismarkkinasta)	~ 42 % (2018)	  	 
Verkkokaupat (8,5 % kokonaismarkkinasta)	~ 47 % (2018)	  	 
Eläinlääkärit, koti & puutarha (10,6 % kokonaismarkkinasta)	~ 2 % (2018)	  	Muut
Päivittäis- ja käyttötavara-kaupat (36,8 % kokonaismarkkinasta)	Ei osa Mustin liiketoimintaa	     	Muut

Markkina ja kilpailijakenttä

Mustin markkinaosuuden kehitys ollut vahvaa

Musti on viime vuosina vallannut markkinaosuutta etenkin päivittäistavaraupoilta sekä pieniltä lemmikkieläintarvikkeiden erikoisliikkeiltä.

Suomi on Mustin kypsän markkina ja yhtiön markkinaosuus on noussut tasaisesti vuoden 2013 19 %:sta noin 32 %:n osuuteen tilikaudella 2019. Suomessa lemmikkieläintarvikkeiden erikoisliikkeet muodostavat 55 % kokonaismarkkinasta. Suomen lemmikkieläintarvikkeiden erikoisliikkeiden muita Pohjoismaita (n. 50 %) suurempi osuus johtuu etenkin Mustin vahvasta etenemisestä yhtiön kotimarkkinalla.

Myös Ruotsissa yhtiö on markkinajohtaja noin 28 % osuudella ja siellä asemaa on vahvistettu vuosien 2012-2017 välillä toteutetuilla useilla yritysostoilla. Norjassa yhtiön markkinaosuus on kasvanut nopeasti ja pääosin orgaanisesti vuonna 2016 tapahtuneen laajentumisen jälkeen. Tilikaudella 2019 Mustin markkinaosuus oli noin 5 % ja arviomme mukaan se nousee jo lähes 7 %:iin tilikaudella 2020.

Lemmikkieläintarvikeliikkeet markkinan suurin myyntikanava

Myyntikanavista lemmikkieläintarvikeliikkeillä (pl. verkkokaupat) on suurin markkinaosuus Pohjoismaissa, noin 44 % (2018). Lemmikkieläintarvikeyritykset tarjoavat tyypillisesti osaavaa asiakaspalvelua ja laajan ja laadukkaan tuotevalikoiman. Mustin tilaaman tutkimuksen mukaan Lemmikkivanhemmista 62 % suosii

ostoksissaan lemmikkieläintarvikeliikkeitä.

Huomionarvoista on, että kokonaisuutena lemmikkieläintarvikeyritysten osuus myynnistä on Pohjoismaissa kasvanut välillä 2013-2018, mutta tämä on johtunut puhtaasti Mustista ja kilpailijoiden markkinaosuus on laskenut samaan aikaan (s.12). Mustilla ei ole Pohjoismaissa yhtäkään erityisen suurta kilpailevaa ketjua. Suomessa ainoastaan Faunatar on kohtuullisen suuri (4 %:n markkinaosuus) ja Norjassa toimivilla franchise-ketjuilla Buddyllä, Petsillä ja Zoo-1:llä on noin 5-10 % markkinaosuudet. Myös itsenäisiä myymälöitä toimii Pohjoismaiden markkinalla edelleen runsaasti ja niiden osuus on noin 20 %. Mustin mittakaavaedut sekä brändin tunnettavuus antavat sille selvän kilpailuedun suhteessa kilpaileviin ketjuihin ja itsenäisiin myymälöihin. Arviomme mukaan Mustilla on hyvät edellytykset myös jatkossa kasvattaa markkinaosuuttaan niiden kustannuksella.

Päivittäistavara-kaupat ovat hävinneet osuuksia

Päivittäistavara-kauppojen markkinaosuus Pohjoismaissa on noin 47 % (2018) ja niiden osuus on laskenut vuoden 2013 55 %:sta selvästi. Päivittäistavara-kauppojen halvemmat brändit, kapeampi valikoima sekä alikehittyneet verkkokaupat ovat rajoittaneet niiden kilpailukykyä etenkin lemmikkivanhempien parissa ja vähittäiskaupan murroksen edetessä.

Päivittäistavara-kauppoja suosivat yhä ensisijaisena myyntikanavana etenkin ne lemmikkien omistajat, joita ei lasketa mukaan lemmikkivanhemmiksi.

Päivittäistavara-kaupat kilpailevatkin hinnalla ja asiointiin helppoudella. Mustin valikoima alkaakin perinteisesti siitä, mihin Päivittäistavara-kaupan valikoima loppuu.

Arviomme mukaan suuret päivittäistavara-kaupat ovat kuitenkin huomanneet Mustin menestyksen ja ne voivat tulevaisuudessa pyrkiä laajentamaan valikoimaansa ja omia brändejään myös laadukkaampiin tuotteisiin. Näemme tämän skenaarion mahdolliseksi etenkin, kun huomioidaan kategorian keskimääräistä korkeammat myyntikatteet. Suurimpia päivittäistavara-kauppoja Pohjoismaiden markkinoilla ovat ICA, S-ryhmä, Kesko, Coop, Axfood ja Norges Gruppen.

Muut erikoiskaupat

Myös jotkut koti- ja puutarhamyymälät, rautakaupat, eläinlääkäriasemat ja kasvattajat toimivat jälleenmyyjänä Pohjoismaiden lemmikinruoka- ja tarvikkeekategoriassa. Näiden yhteenlaskettu osuus Pohjoismaiden markkinoista on alle 11 %.

Eri myymälät keskittyvät yleensä tiettyyn kategoriaan, ja esimerkiksi koti- ja puutarhamyymälät keskittyvät tyypillisesti ruokiin kun taas eläinlääkärit myyvät hyvinvointituotteita ja terveysruokia korkeampaan hintaan. Näitä toimijoita yhdistää se, että lemmikkiruuan ja tarvikkeiden myynti vastaa vain pientä osaa liiketoiminnasta, mikä vähentää niiden kilpailuuhkaa Mustille.

Markkina ja kilpailijakenttä

Vähittäiskaupan murros näkyy myös lemmikkialalla

Vähittäiskaupan murroksen eteneminen on näkynyt myös lemmikkieläinmarkkinoilla verkkokanavan kokemana muuta markkinaa nopeampana kasvuna. Verkkomyynnin osuus alalla oli 2018 8,5 % kokonaisymyynnistä ja sen osuus kasvaa käsityksemme mukaan noin 12-14 %/v Pohjoismaissa. Myös koronakriisi kiihdytti kehitystä hetkellisesti, mutta käsityksemme mukaan osa nopeasti siirtyneestä kysynnästä on palautunut kevään jälkeen kivijalkaan. Verkkokaupat kilpailevat lemmikkieläintarvikeliikkeitä ja erikoisliikkeitä vastaan etenkin hinnalla ja ostamisen helppoudella, mutta niillä on myös Päivittäistavara kauppaa laajemmat valikoimat.

Puhtaista verkkokaupoista Mustille relevanteimman kilpailu-uhan muodostavat arviomme mukaan Saksan pörssiin listattu Zooplus AG sekä Amazon. Tällä hetkellä Pohjoismaiden verkkokaupassa Zooplus sekä Musti sen monien eri verkkokauppa-alustojen kautta ovat edelleen hallitsevia toimijoita. Kuvaavaa näiden kahden ylivoimasta on se, että Suomen verkkomyynnissä Zooplussan markkinaosuus oli 2018 50 %, kun Mustilla vastaava osuus oli 45 %. Ruotsissa Mustin osuus verkkokaupasta oli 2018 puolestaan 56 % ja Zooplussan osuus oli käsityksemme mukaan noin 40 %:n luokkaa.

Zooplus myös vauhdikas kasvaja markkinalla

Puhtaasti lemmikkieläinten markkinalla toimiva verkkokauppa Zooplus on Mustille sen merkittävien

yksittäinen kilpailija verkossa. Yhtiön markkinaosuus oli Pohjoismaissa 3,4 % (2018). Yhtiö kasvaa Mustin ohella kuitenkin markkinan pelureista selvästi nopeimmin, ja tätä kehitystä myös koronakriisi on väliaikaisesti kiihdyttänyt. H1'20-raportissaan yhtiö ilmoitti pohjoismaiden (sis. myös Tanska) markkinaosuudekseen jo n. 6 %. Zooplus on myös Euroopan tasolla suurin lemmikkieläintarvikeyhtiö yli 1,5 miljardin liikevaihdolla.

Zooplussin kustannusrakenne on Mustia selvästi matalampi ja arvioimme sen myös saavan Mustia hieman parempia ostohintoja ja -ehtoja tavarantoimittajilta selvästi suurempien volyymiensa avulla. Zooplussin kilpailuhaitana Mustiin verrattuna on kuitenkin se, että sen on selvästi vaikeampaa tarjota Mustin kaltaista asiakasta sitouttavaa kokemusta ja neuvontaa sekä personoitua palveluja. Zooplus kilpaileekin Mustia vastaan etenkin halvemmilla hinnoillaan. Tästä johtuen Zooplussin kannattavuus on Mustia selvästi matalampi (H1'20: Myyntikate 30,5 % ja käyttökate 3,4 %).

Amazon laajentumassa myös Pohjoismaihin

Kansainvälisistä verkkokauppajäteistä Amazonin osuus pohjoismaiden lemmikkieläinmarkkinasta on vielä suhteellisen matala. Tämä saattaa kuitenkin muuttua lähitulevaisuudessa, sillä Amazonin odotetaan avaavan Ruotsissa syksyn aikana ruotsinkieliset verkkosivut sekä toimituksia nopeuttavan välivaraston Eskilstunan logistiikka-alueelle. Yhtiön odotetaan laajentuvan tämän jälkeen myös nopeasti muihin Pohjoismaihin.


Amazonin läsnäolon lisääntyminen lisää kilpailua arviomme mukana ensisijaisesti halvemman hintaluokan kategorioissa eikä siten suoraan lemmikkivanhempien parissa. Amazon on viime vuosina tuonut markkinoille oman lemmikkieläintuotebrändinsä ja kertonut jatkavansa omien lemmikkieläintarvikkeiden tuotteidensa laajentamista. Amazonilla on myös valtava valikoima kolmansien osapuolien tarjoamia tuotteita ja Amazonin kautta myös kolmansien osapuolien myyjät tulevat kilpailemaan enemmän Pohjoismaihin. Amazon nostaa myös tarjonta houkuttelevuutta paketoimalla kuukausimaksulliseen Prime-palveluunsa sisään mm. nopeita kotiinkuljetuspalveluita sekä suoratoistopalveluita.


Mustia suojelevat Amazonia vastaan etenkin sen keskittyminen valikoimassa laatuun. Myös korkea omien ja eksklusiivisten (O&E) tuotteiden osuus sekä laaja kivijalkaverkosto ja Musti-experttien tarjoama henkilökohtainen palvelu ovat kilpailuetuina myös Amazonia vastaan.


Verkkokauppa.com vielä pieni tekijä markkinalla

Verkkokauppa.comin tuotetarjonta on keskittynyt erityisesti verkossa helposti myytäviin tuotteisiin ja se päätti vuonna 2017 tuoda valikoimaansa myös lemmikkituotteet. Yhtiön bränditarjonta keskittyy käsityksemme mukaan kuitenkin enemmän halvemman hintaluokan brändeihin ollen lähempänä ruokakauppojen valikoimaa. Yhtiö ei myöskään ole kovinkaan iso peluri lemmikkituotealueella (arviomme myynnistä n. 5 MEUR/v).

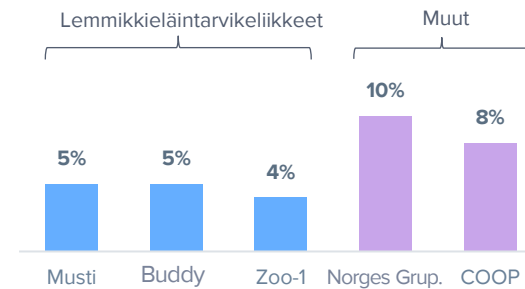
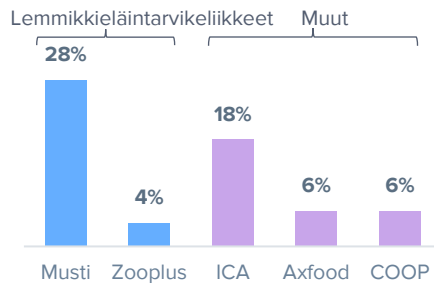
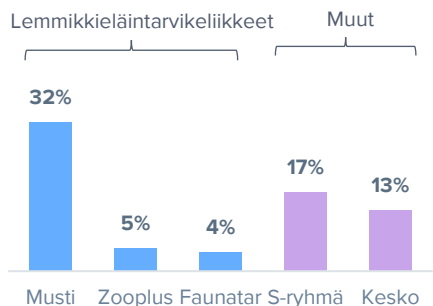
Toimiala ja markkinakatsaus

 50 % liikevaihdosta

 43 % liikevaihdosta

 7 % liikevaihdosta

Markkinaosuudet (2019)



Lemmikinruoka- ja tarvikemarkkinankoko

2018
~520 MEUR*

2020E
~565 MEUR**

2018
~685 MEUR*

2020E
~740 MEUR**

2018
~490 MEUR*

2020E
~530 MEUR**

Mustin luvut (2019)

Liikevaihto	122,8 MEUR	107,5 MEUR	16,4 MEUR
Liikevaihdon kasvu	10,8 %	10,9 %	97 %
Käyttökate - %	29,8 %	14,1 %	13,7 %
Verkkokaupan osuus	14,2 %	30,4 %	6,6 %
Kanta-asiakkaat	430 000	499 000	89 000

* 816 miljoonaa euroa - 295 miljoonaa euroa / 1174 - 689 miljoonaa euroa / 790 - 297 miljoonaa euroa.

** Markkinoiden odotetaan kasvavan keskimäärin 4,1 prosenttia vuodessa vuoteen 2023 asti.

Strategia ja kilpailuedut

Strategia rakennettu kilpailuetujen ympärille

Yhtiön strategian ytimessä on sen arvolupauksen jatkuva kehittäminen ja asiakkaiden yhä parempi palveleminen Pohjoismaissa. 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 valikoima on laaja koostuen 13 000 nimikkeestä (vrt. päivittäistavarakaupat n. 2000 nimikettä ja Zooplus n. 8000).

Myös asioinnin helppouteen ja sitä kautta ostokokemukseen on kiinnitetty erityistä huomiota sekä kivijalassa että verkossa. Yhtiön strategia on vastannut etenkin markkinalla nopeasti kasvavan asiakassegmentin Lemmikkivanhempien tarpeisiin.

Yhtiön vahvaa asemaa ja markkinajohtajuutta kuvaavat myös korkea bränditunnettavuus lemmikin omistajien keskuudessa ollen Suomessa 97 %, Ruotsissa 91 % ja Norjassa 21 %. Mustin asiakastyytyväisyys on myös toimialan keskiarvoa selvästi korkeampi (2019 NPS 76 vs. toimiala 43). Myös Mustin uskollisten kanta-asiakkaiden määrä on kasvanut jo 1,1 miljoonaan Pohjoismaissa.

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.

Omakohtaiset kokemukset nostavat myös suositustensa luotettavuutta asiakkaiden silmissä. Musti-expertit suosittelivat ensisijaisesti yhtiön omia tuotteita. He ovat myös tiivisti mukana O&E-tuotteiden kehityksessä ja lanseerauksessa, myymäläkonseptin innovoinnissa sekä tuoteryhmähallinnassa. Mustin henkilöstön vaihtuvuus (2019: Suomessa ja Ruotsissa 12 % ja Norjassa 17 %) on keskimääräistä vähittäiskaupan alaa selvästi matalampi, mikä kertoo myös työntekijöiden sitoutumisesta yhtiöön.

O&E-tuotteiden korkea osuus tuo useita etuja

Mustin O&E-portfolion suhteellinen osuus myynnistä (2019: 51,7 %) on vähittäiskaupan alalla poikkeuksellisen korkea. Lemmikkialan erikoiskaupoista mm. Zooplussalla omien brändien osuus on selvästi perässä (H1'20: 17 %). 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.

Korkea O&E-tuotteiden osuus myynnistä mahdollistaa Mustille alaa selvästi korkeammat katteet. Mustin mukaan sen suhteellinen myyntikate on 10-15 % korkeampi O&E tuotteissa kuin muissa tuotteissa. Mustin 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) suhteellisen korkea. Erityisen korkea kynnys on lemmikin ruuan vaihtamisessa, sillä lemmikin ruuansulatus ei välttämättä heti totu uuteen tuotteeseen. Mielestämme juuri O&E-tuotteiden korkea osuus selittää Mustin verkkomyynnin vahvaa viime vuosien kehitystä (s. 20) huolimatta siitä, että tuotteet on hinnoiteltu keskeisintä kilpailijaa Zooplussaa selvästi korkeammalle. Musti vaikuttaa onnistuneen vähittäiskaupan alalla erityisen hyvin monikanavaisen strategian toteuttamisessa. Perinteisesti kaupan alan yhtiöille korkean palvelulupauksen ylläpitäminen kivijalassa sekä verkkokaupan menestyksen toteuttaminen samanaikaisesti on ollut haastavaa (vrt mm. Stockmann). Toki Mustin kilpailijoita selvästi nopeammilla toimituksilla ja tuotteiden saatavuudella on ollut oma roolinsa palvelulupauksen ylläpitämisessä myös verkossa.

Mittakaavaedut vahvistavat asemia

Yhtiön vuosi vuodelta kasvava koko parantaa myös sen neuvotteluvoimaa hankinnoissa ja logistiikassa, mitä isommaksi se kasvaa. Myös selvästi kasvanut asiakasmäärä edesauttaa Mustia hyvien vuokraehtojen ja sijaintien neuvottelussa. Myös Mustin keskitetyistä toiminnoista kuten (IT, hallinto) tulevat kustannukset skaalautuvat laajemmalle volyymille parantaen marginaaleja. Mustin kasvu on ollut viime vuosina hyvin kannattavaa, mikä kertoo kilpailuetujen vahvuudesta samalla kun Mustin markkinaosuus on kasvanut viime vuosina vakuuttavasti.

Strategia ja kilpailuedut

Kasvua sekä vanhoista että uusista asiakkaista

Yhtiö pyrkii kasvamaan voittamalla uusia asiakkaita sekä kasvattamalla osuuttaan olemassa olevien asiakkaiden kokonaiskulutuksesta. Mustilla on mielestämme erittäin hyvät edellytykset markkinan valtaamisen jatkamiseen kilpailuetujensa, myymäläverkoston kasvun sekä valikoiduissa kohteissa tarjottavien palveluiden myynnin lisäyksen avulla.

Kanta-asiakkaiden osuus Mustin myynnistä on korkea (2019 62,6 %) ja korkeasta asiakaspidosta kertoo se, että 2018 kanta-asiakasohjelmaan kuuluneiden kuluttajien myynnin nettopysyvyys oli 100,2 %. Tilaa on kuitenkin vielä parantaa, sillä lemmikkivanhemmat kuluttavat tuotteisiin ja palveluihin keskimäärin noin 500 euroa vuodessa, kun eläinlääkäripalveluita ei lasketa mukaan. Mustin asiakaskunnasta 32 % ostaa keskimäärin 423 eurolla/vuodessa, mikä vastaa jo suurta osaa näiden asiakkaiden kokonaiskulutuksesta. Loput asiakaskunnasta ostavat keskimäärin vain 62 eurolla vuodessa pääosin tarvikkeita. Nämä asiakkaat tarjoavat vielä merkittävän kasvumahdollisuuden yhtiölle etenkin laadukkaan lemmikkiruuan myynnin osalta.

Keskeinen strategia lisäostojen aikaansaamiseksi nykyisiltä asiakkailta on asiakasdatan hyödyntäminen personoidussa markkinoinnissa ja Mustin O&E-lemmikkiruuan myynnin edistäminen opastamalla asiakkaita sen terveyshyödyistä.

Verkoston systemaattinen laajentaminen uusasiakashankinnan ajurina

Uudet myymäläavaukset muodostavat tällä hetkellä yhtiölle erittäin kannattavan tavan kasvaa (s. 26). Ne vaativat keskimäärin 180 TEUR investoinnit käyttöpääomaan sekä kalustamiseen, mutta takaisinmaksuaika on lyhyt, noin 2 vuotta. Myymälän ensimmäisten toimintavuosien aikana kannattavuus paranee merkittävästi myynnin kasvaessa, sillä vuokrat ja palkat ovat erityisesti alkuvaiheessa merkittäviä kiinteitä kustannuseriä. Avatessaan uuden myymälän yhtiö soveltaa sijaintistrategiaansa, joka määrittelee verkoston tiheyden ja myymälöiden sijainnit, varmistaakseen että kivijalkamyymälät ovat sijoitettuna paikkoihin, joissa on suuret asiakasvirrat.

Yhtiön tarkoituksena on jatkaa myymäläverkoston laajentamista uusien asiakkaiden voittamiseksi. Ruotsissa ja Norjassa strategiana on avata lähivuosina yhteensä noin 8-15 myymälää vuosittain painottuen hieman enemmän Norjaan. Vuonna 2020 myymälämäärien tavoiteltu kasvuvauhti on kuitenkin vielä selkeästi korkeampi (20-25 kpl). Ruotsissa myymäläverkoston laajentamisessa painotetaan myymälöiden avaamista erityisesti suurissa kaupungeissa, joissa Musti on tällä hetkellä aliedustettuna. Norjassa merkittävä osuus myymälöistä on edelleen ylösajovaiheessa (ikä alle 3 vuotta), Niiden käyttökate on kehittynyt yhtiön mukaan Suomen myymäläavauksia vastaavalla tavalla, mikä kertoo konseptin soveltuvuudesta myös Norjan markkinoille.

Suomessa strategian fokus ei ole uusien liikkeiden avaamisessa, mutta joitain myymälöitä voidaan

avata tarjolle tuleville houkutteleville sijainneille, kuten uusiin hypermarketteihin ja kauppakeskuksiin. Keskeisiä kasvutekijöitä uusien asiakkaiden voittamiseksi Suomessa ovat tietoisuutta lisäävä markkinointi, yhteistyö kasvattajien kanssa pentujen saamiseksi heti asiakkaiksi. Lisäksi yhtiö aikoo myös jatkaa franchise-myymlöiden valikoivaa ostamista Suomessa ja Ruotsissa.

Eri markkinoiden myymäläsaturaatiota voi hahmottaa myös sitä kautta, että Suomessa myymälöitä oli tilikaudella 2019 76 myymälää miljoonaa lemmikkiä kohden, kun Ruotsissa vastaava luku oli 52 ja Norjassa 24.

Palveluissa realisoitumatonta potentiaalia

Mustin myymäläkonseptissa palvelut on integroitu valikoituihin myymälöihin ja tilikaudella 2019 palveluita tarjottiin 39 myymälässä. Olemassa olevan kivijalkaverkostonsa avulla Mustille on kustannustehokasta kasvattaa markkinaosuuttaan kasvavilla lemmikkipalvelumarkkinoilla. Palvelutarjonnan lisääminen edesauttaa myös ristiinmyyntiä ja tukee aloitteita kasvattaa osuutta asiakkaiden kokonaiskulutuksesta. Palveluiden osuus Mustin liikevaihdosta on käsityksemme mukaan vielä suhteellisen pieni, mutta niiden merkitys kasvaa. Odotamme Mustin palvelupisteiden laajenevan tulevaisuudessa noin 100 myymälään, sillä etenkin lemmikkivanhempien odotukset ja tarpeet konseptoitujen palveluiden saamiselle yhdestä paikasta ovat lisääntyneet.

Strategia rakennettu kilpailuetujen ympärillä



Kehitys suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin 1/5

Yhtiö hyvässä vauhdissa kohti kasvutavoitetta

Musti Groupin liikevaihdon kasvu on jatkunut poikkeuksellisen vahvana jo pidemmän aikaa ja yhtiön kokoluokka on moninkertaistunut nopeasti. Tarkasteluperiodiksemme valitussa lähihistoriassa (2017-viim. 12kk) suhteellinen kasvu on myös jatkunut vauhdikkaana (20 % CAGR). Yhtiön taloudellinen tavoite on kasvattaa myyntinsä vähintään 350 MEUR:oon vuoteen 2023 mennessä, mikä tarkoittaisi noin 9 % kasvua (CAGR) välillä 2019-2023. Yhtiö vaikuttaakin tähän mennessä olevan hyvässä vauhdissa yltääksensä kasvutavoitteeseensa.

Myös vertailukelpoinen myynti kasvanut selvästi

Nopean kasvun perustana on toiminut etenkin myymäläverkoston laajeneminen, sillä vuonna 2017 Mustilla oli omia myymälöitä oli 165 ja franchise-myymlöitä 75, kun viimeisimmässä osavuositarkastuksessa (Q3'20) omien myymälöiden määrä oli kasvanut 227 ja franchise-myymlöiden määrä laskenut 63:een. Verkoston kasvatus ei kuitenkaan ole ollut kasvun ainoa ajuri, sillä myös vertailukelpoinen myynti on kasvanut myymälöissä keskimäärin 6 %/v ja verkossa keskimäärin 35 %/v.

Verkko myyntikanavana kasvattaa osuuttaan myös kokonaismarkkinan myynnistä, mikä selittää osin myös Mustin verkkomyynnin vahvoja kasvulukuja. Myös yhtiön verkonpuolen tarjoama (verkkosivujen toiminnallisuus, valikoima, nopeat toimitukset) ovat keskimääräistä kilpailijaa selvästi vahvempia. Tästä osoituksena on, että merkittävästä pelureista ainoastaan Zooplus ja Musti vaikuttavat kasvavan Pohjoismaiden verkkokaupassa tällä hetkellä selvästi.

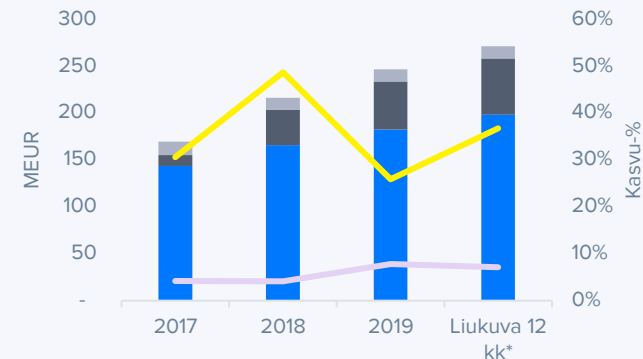
Orgaanista kasvua sekä Ruotsissa yritysostoja

Yhtiön myymäläverkostoa on kasvatettu viime vuosina Suomessa ja Norjassa pääosin orgaanisesti uusia myymälöitä perustamalla (lukuun ottamatta yksittäisten myymälöiden hankintoja). Ruotsissa tehtiin kuitenkin vielä vuonna 2017 merkittäviä yritysostoja koostuen Djurkompaniet-ketjun ostosta lokakuussa sekä verkkokauppatoimijoiden VetZoo sekä Animail hankinnoista marraskuussa ja joulukuussa. Nämä yritysostot yhdessä kasvattivat Ruotsin liikevaihtoa noin 29 MEUR, mikä selittää vuoden 2018 hyppäystä kuvaajassa. Tämän jälkeen Ruotsin kehitykseen on vaikuttanut se, että pääfokus on ollut yritysostojen integroinnissa ja myymäläkannan uudelleenjärjestelyssä, mikä on käsityksemme mukaan saatu nyt valmiiksi. Myös Ruotsin myymäläverkoston suuruutta ollaan alettu kasvattaa jälleen orgaanisesti.

Kasvua vauhdittaneet isot yritysostot takana

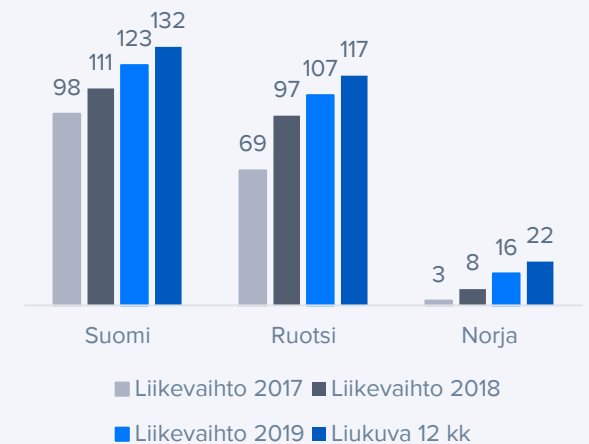
Mustin pääfokus on verkoston laajentamisessa uusien myymäläavausten avulla, emmekä odota yhtiön tekevän isompia yritysostoja takavuosien tavoin. Myymälän uusperustanta muodostaa yhtiölle tällä hetkellä houkuttelevimman takaisinmaksuajan (s.26). Yhtiö pyrkii kuitenkin edelleen ostamaan itselleen valikoituja franchise-myymlöitä Suomessa ja Ruotsissa saadakseen paremman hallinnan myymälän liiketoimintaan etenkin sen tarjoamaan valikoimaan (enemmän O&E-tuotteita). Myös omien myymälöiden tuotteiden toimitusketju on helpompi integroida koko konsernin prosesseihin.

Liikevaihdon kehitys



- Francise-maksut ja tukkumyynti a.k.a muu myynti
- Verkkokaupan myynti
- Myymlämyynti
- Vertailukelpoinen verkkokauppamyynnin kasvu
- Vertailukelpoinen myymälämyynnin kasvu

Liikevaihdon kehitys maittäin (MEUR)



Kehitys suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin 2/5

Kannattavaa kasvua viime vuodet

Yhtiön oikaistu EBITA (liikevoitto ennen aineettomien hyödykkeiden poistoja ja arvonalentumisia) on kasvanut vuoden 2017 9,9 MEUR:sta viimeisen 12 kk 26,7 MEUR:oon. Kehitys on johtuen etenkin kulujen skaalautumisesta. Yhtiön taloudelliset tavoitteet on kytketty oikaistun EBITA-marginaalin kehitykseen (10-12 %) ja vuoden 2017 5,8 %:sta se on kivunnut vakuuttavasti jo lähellä tavoitteen alarajaa (viim. 12kk 9,8 %). Maakohtaisesti tarkasteltuna Suomen marginaali on noussut vuoden 2017 22 %:sta 24 %:iin. Ruotsissa marginaali on laskenut 14 %:sta 11 %:iin ja Norjassa marginaali on noussut -36 %:sta 9 %:iin. Käsityksemme mukaan Ruotsin marginaalin puolittuminen vuonna 2018 johtui matalampaa katetta tehneiden yritysostojen vaikutuksesta. Huomautamme sijoittajille, että maakohtainen kannattavuus ei vielä huomioi konsernitoimintojen kuluja, joihin on laskettu mukaan hallinto sekä keskusvarasto (2019: EBITA -7 %).

Muiden maiden nosto Suomen tasolle

Yhtiön tavoitteena on nostaa Ruotsin ja Norjan kannattavuudet kypsän markkina Suomen tasolle. Siinä onnistuessaan yhtiö ylittäisi myös selvästi nykyiset kannattavuustavoitteensa. Pidämme nykyisen tavoitehaarukan (10-12 %) ylittämistä realistisena skenaariona, sillä eri markkinoiden kilpailutilanteissa ei käsityksemme mukaan ole juuri eroja, eikä myöskään kuluttajien käyttäytymisessä. Marginaalien nosto edellyttää kuitenkin onnistumista Mustin markkinaosuuden

nostossa Suomen tasolle. Niin kauan kun fokus on markkinaosuuden valtauksessa rasittaa se yhtiön kannattavuutta etenkin myymälöiden ylösajon aikana. Etenkin Norjassa ylösajovaiheessa olevien myymälöiden osuus on tällä hetkellä hyvin korkea (noin 85 %). Ruotsissa marginaali on myös Suomea selvästi alempi johtuen kahdesta päätekijästä 1) Ruotsissa verkkomyynnin osuus on selvästi muita maita korkeampi (yli 30 %) ja sen katteet ovat toimituskuluista johtuen hieman matalammat. 2) hyväkatteisten O&E-tuotteiden myynnin osuus on selvästi matalampi.

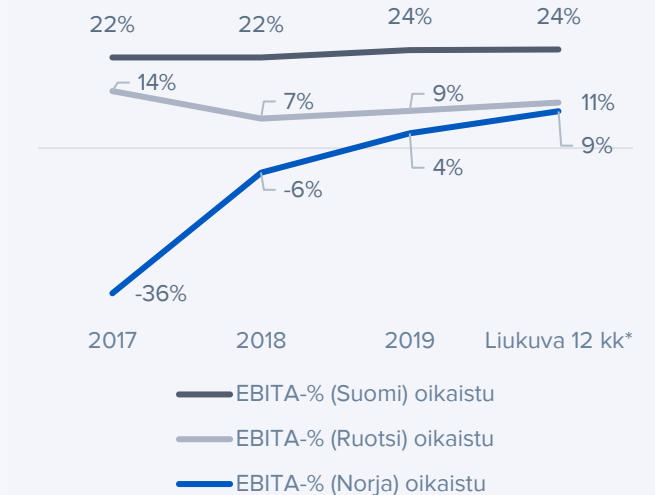
Oikaistu EBITA-% perusteltu seurattava mittari

Pidämme oikaistun EBITA-marginaalin seuraamista yhtiön kannattavuuskehitystä arvioitaessa perusteluna, sillä se kertoo mielestämme liikevoittoa paremmin yhtiön operatiivisesta kehityksestä ja rahavirrasta. Käsityksemme mukaan aineettomien investointien määrä on seuraavalla 5-10 vuoden aikajänteellä aineettomia poistoja pienempi (n. 2-3 MEUR/v), sillä 1) Yhtiön merkittävät yritysostot ovat takana, joten niihin liittyvät asiakassopimusten ja tavaramerkkien arvonalentumiset (PPA-poistot, purchase price allocation) laskevat vasta, kun ne on poistettu taseesta. 2) Myös yhtiön merkittävimmät investoinnit tietojärjestelmiin ovat takana (s. 24), jolloin aineettomien hyödykkeiden poistoilla on eväät laskea myös tätä kautta tulevaisuudessa, vaikkakin alustaa myös kehitetään jatkuvasti.

Kannattavuuden kehitys



Kannattavuuden kehitys



Kehitys suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin 3/5

Myyntikate laskenut verkon kasvun myötä

Yhtiön suhteellinen myyntikate on laskenut vuoden 2017 50,5 %:sta noin 44 %:n tasoille. Selvä lasku on johtunut puhtaasti verkkomyynnin osuuden selvästä noususta vuoden 2017 6,9 %:sta 2019 20,7 %:iin. Myös koronakriisin seurauksena yhtiön verkkomyynnin osuus nousi hetkellisesti jopa 25 %:iin Q3'20:lla.

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 rahat) on vähennetty jo myyntikatteesta (toisin kuin monilla muilla yhtiöillä).

Kanavien sisällä sekä verkkomyynnin että myymälöiden suhteelliset myyntikatteet ovat kuitenkin parantuneet, mikä kertoo Mustin erinomaisen hinnoitteluvoiman säilymisestä.

Hinnoitteluvoima on erittäin hyvä asiakkaisiin

Koiranomistajat ja etenkin lemmikkivanhemmat eivät ole ostopäätöksessään niin hintasensitiivisiä kuin kuluttajat keskimäärin. He arvostavat alhaista hintaa enemmän korkealaatuisia tuotteita sekä laaja 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

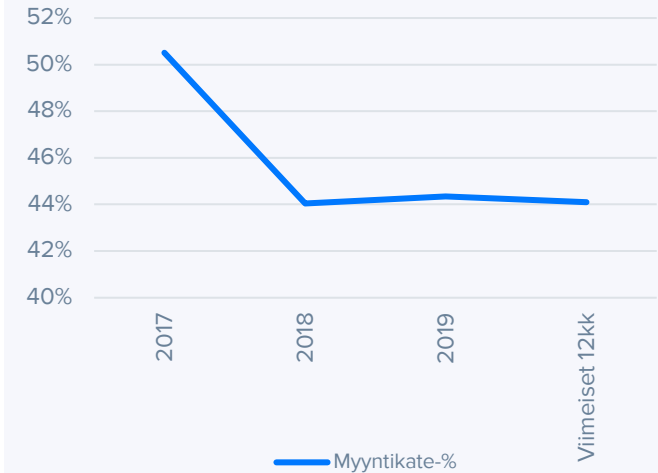
kaupan alan keskiarvoa korkeampi. Kilpailijoiden hintataso on pääsääntöisesti Mustia matalampi (pl. eläinlääkäriasemat), mutta tämä ei ole estänyt Mustin vahvaa markkinaosuuden valtausta. Tämä kertoo asiakasarvoa tuottavasta konseptista, eikä silloin kustannuspohjaista ja kilpailijoiden tasolle asetettua hinnoittelua olekaan syytä soveltaa.

Myyntikatteella positiivisia sisäisiä ajureita

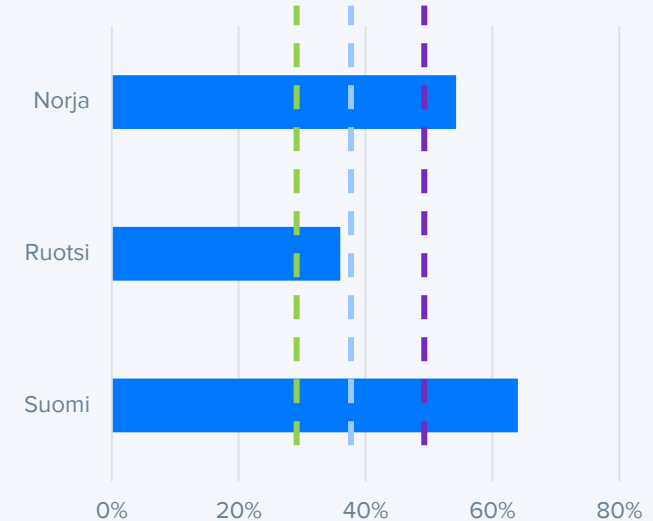
Yhtiön myyntikatteella on useita positiivisia sisäisiä ajureita. Tärkeimpänä yhtiön myyntikatetta tukevana ajurina tulevaisuudessa on O&E-brändien osuuden kasvattaminen myynnistä Norjassa ja Ruotsissa kypsän markkinan Suomen tasolle. Tilikaudella 2019 Suomessa O&E brändien osuus myynnistä oli 64 %, Ruotsissa 36 % ja Norjassa 54,3 %. Suomessa yhtiöllä on historiallisesti vahvat näytöt O&E-brändien osuuden kasvattamisesta Musti-eksperttien suositusten tuella.

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 (s. 25) mukaan yhtiö pyrkii pitämään suhteellisen myyntikatteen suunnilleen nykytasolla, sillä verkkokanavan nopeampi kasvu antaa jatkossakin painetta myyntikatteelle, mutta sisäisillä ajureilla pyritään kumoamaan tätä vaikutusta.

Myyntikatteen kehitys



O&E:n osuus myynnistä sekä arviomme eri tuotteiden myyntikatteista



Lähde: Inderes

*Sininen viiva kolmansien osapuolien brändien myyntikatemarginaalin arviomme.

Violetti viiva O&E tuotteiden myyntikatemarginaalin arviomme
Vihreä viiva kaupan alan myyntikatemarginaalin tyypillinen keskiarvo

Kehitys suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin 4/5

Kulurakenne on skaalautunut kauniisti

Keskeinen tekijä Mustin tulospaarannuksessa on sen kulurakenteen skaalautuvuus liikevaihdon kasvun myötä. 2017 kulurakenne (henkilöstökulut + muut kulut + aineelliset poistot) suhteessa liikevaihtoon oli vielä 46,7 %, mutta viimeisten 12kk osalta suhde on laskenut 36,4 %:iin.

Kivijalkakauppojen kustannukset (liiketilat+myyjät) skaalautuvat liikevaihdon kasvun myötä osittain. Nämä kuluerät sisältyvät tuloslaskelmassa henkilöstökuluihin ja IFRS-16 kirjanpidossa aineellisiin poistoihin sekä liiketoiminnan muihin kuluihin kiinteistökulujen osalta. Myymälöiden skaalautumista rajoittaa se, että Musti myös kasvattaa työvuorojen määrää liikkeissä asiakasvirran mukana pitääkseen asiakaspalvelun tason korkeana ja hyllyt täytettynä. Myymälöitä avataan toistaiseksi myös jatkuvasti lisää ja liiketilojen kulujen skaalautuminen tulee tuloslaskelmassa esiin paremmin vasta, kun ylösasjovaiheessa olevien myymälöiden suhteellinen osuus laskee. Myös verkon myynnin osuuden kasvu on laskenut kulurakennetta (kts. edellinen sivu), sillä yhtiön käyttämät ulkoiset varastot ja logistiikkapalvelut, on vähennetty jo myyntikatteesta (toisin kuin monilla muilla yhtiöillä).

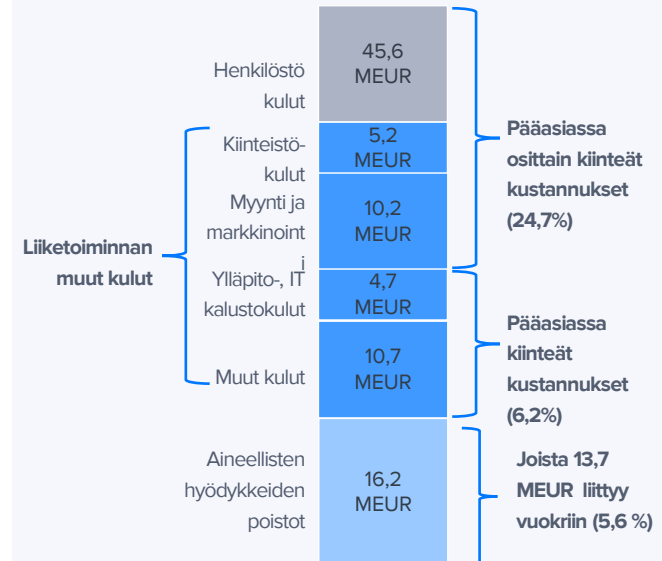
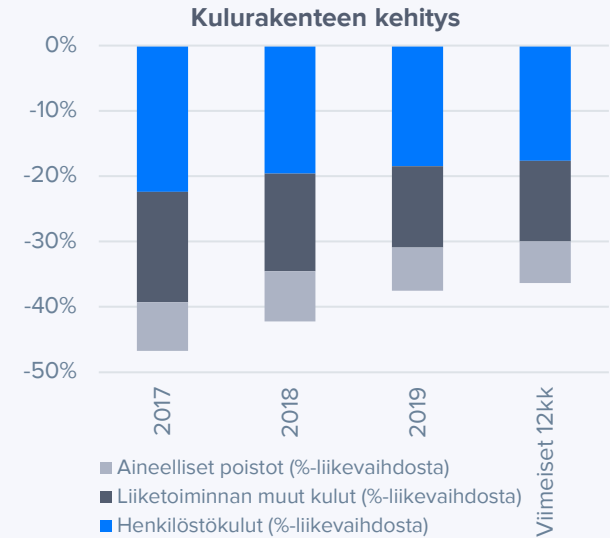
Yhtiön oma Eskilstunan keskusvarasto avattiin vuonna 2017 ja sen kuluerät näkyvät tuloslaskelmassa myymälöiden tapaan. Yhtiön varastokustannukset olivat 2019 kokonaisuutena yhteensä 5,5 MEUR, joista henkilöstökustannusten osuus 4,1 MEUR ja vuokratulujen 1,3 MEUR.

Eskilstunan nykyiset täyttöasteet ovat edelleen noin 75-80 %:n tasoilla, joten etenkin sen vuokratulujen osalta kustannuksilla on edelleen tilaa skaalautua. Henkilöstömäärää keskusvarastolla toki pitää kasvattaa kasvavan volyymin tahdissa. Yhtiö kykenee käsityksemme mukaan myös vuokraamaan lisätilaa Eskilstunassa, kun nykyisten tilojen kapasiteetti tulee vastaan.

Uudistetun IT-järjestelmän sekä konsernihallinnon kulut ovat keskitettyjä kuluja ja niiden osuus liikevaihdosta skaalautuu myynnin kasvun myötä erittäin hyvin. Yhä suurempi osuus konsernitoiminnoista on vuosina 2017-2019 siirretty Musti konsernin sisäiseksi (IT-kehitys ja ylläpito sekä rahoitus ja HR), mikä on lisännyt kulujen painotusta henkilöstökuluihin.

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 2019 4,1 %: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, sillä käsityksemme mukaan uuden verkkoalustan ja laajan kanta-asiakasdatan mahdollisuudet ovat tämän osalta vielä pitkälti ulosmittaamatta.



Lähde: Inderes, Musti. Kyseessä tilikauden 2019 kulurakenne

Kehitys suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin 5/5

Merkittävät investoinnit takana

Yhtiö teki 2017-2018 merkittävät 25 MEUR:n kokonaisinvestoinnit liiketoimintaan, jotka tarjoavat tukevan alustan kasvulle. Investoinnit (15,2 MEUR) liittyivät etenkin uuden IT-infrastruktuurin (ERP, WMS, CRM, PoS) sekä verkkokauppa-alustan (B17-alusta) uudistamiseen. Myös myymäläverkoston laajentumiseen ja uuteen keskusvarastoon investoitiin (6,7 MEUR). Loput investoinneista liittyivät ylläpitoon.

Uusi B17 verkkokauppa-alusta auttaa parantamaan asiakaskokemusta ja vuorovaikutusta tarjoamalla uusia digitaalisia palveluita sekä lisäämällä asiakasdatan hyödyntämistä kohdennetussa markkinoinnissa. Se myös varmistaa alustan skaalautuvuuden isommalle volyymille.

Investoinnit jatkossa maltilliset

Vuonna 2019 Mustin investoinnit olivat laskeneet 6,4 MEUR/vuodessa ja ne liittyivät pääosin uusien myymälöiden avaamiseen sekä IT-järjestelmien ja verkkokauppa-alustojen jatkokehittämiseen. Mustin mukaan uuden myymälän kalustamiseen tarvitaan noin 100 TEUR investoinnit ja jos liikkeessä tarjotaan myös palveluita investointi on hieman isompi (+20-50 TEUR). Mustin tavoitteena on avata 20-25 uutta myymälää vuonna 2020, mikä on normaaleja tasoja (8-15 myymälää) korkeampi ja pääosin tästä johtuen odotuksemme 2020 investoinneista on hieman korkeampi. Ylläpitoinvestointien taso on käsityksemme mukaan noin 2 MEUR/v ja yhtiö tekee edelleen myös jonkin verran investointeja IT-järjestelmiin.

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, mikä rajaa myös yhtiön pääomatarpeita jatkossa merkittävästi.

Nettokäyttöpääoma kehittynyt oikeaan suuntaan

Yhtiön nettokäyttöpääoman pienentyminen viime vuosina on johtunut varastonhallinnan suuremmasta painotuksesta. Myös uusi ERP-järjestelmä ja Eskilstunan keskusvaraston käyttöönotto ovat parantaneet yhtiön näkyvyyttä varastojen tasoihin. Vuonna 2019 nettokäyttöpääoma oli laskenut 1%:iin liikevaihdosta, joten yhtiön kasvu sitoo hyvin rajallisesti käyttöpääomaa. Emme ennusta suhdeluvussa suuria muutoksia, vaikkakin yhtiön kasvanut koko voi mahdollistaa, sille parempia ostoehtoja eteenpäin mentäessä.

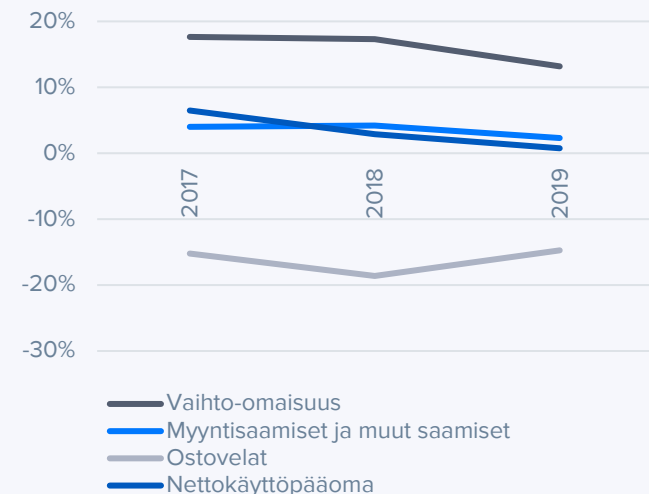
Vahva rahavirta mahdollistaa korkean osingon

Mustin ei ole aiemmin maksanut osinkoja fokuksen oltua kasvupanostuksissa. Tilanne on nyt hyvin erilainen, sillä merkittävimmät investoinnit ovat takanapäin. Myös listautumisessa kerättyjen noin 40 MEUR:n nettovarojen myötä nettovelka/viim. 12kk EBITDA (oik.)-suhde on laskenut tavoitetasolle (Q3'20: 2,4x vs. tavoitetaso < 2,5x). Yhtiön taloudellinen tavoite on jatkossa maksaa osinkoa 60-80 % tilikauden tuloksesta, mille emme näe esteitä rahavirran osalta.

Investoinnit 2017-2020e



Nettokäyttöpääoma 2017-2019

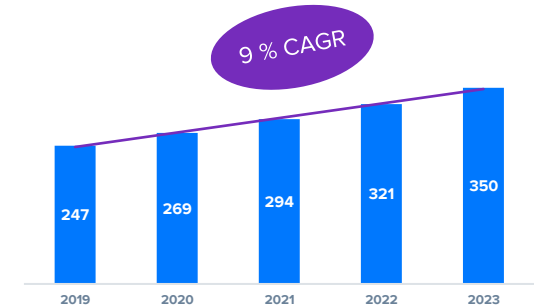


Taloudelliset tavoitteet yhteenveto

Mustin hallituksen asettamat pitkän aikavälin tavoitteet

Kasvu

Liikevaihto ainakin 350 miljoonaa euroa tilikauteen 2023 mennessä
Vahva jatkuva asiakashankintavauhti tukena



Kannattavuus

10-12 prosentin oikaistu EBITA-marginaali
Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, tasaisesti paranevalla profiililla (EBITA-marginaalin kasvun odotetaan toteutuvan tasaisen myyntikatteen sekä kiinteiden kustannusten vipuvaikutuksen kautta)

Vuosi	EBITA-marginaali
2017	5,8%
2018	5,4%
2019	8,9%

Pääomarakenne

Säilyttää nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen < 2,5x

Vuosi	Nettovelan suhde käyttökatteeseen
2017	5,9x
2018	5,1x
2019	3,5x

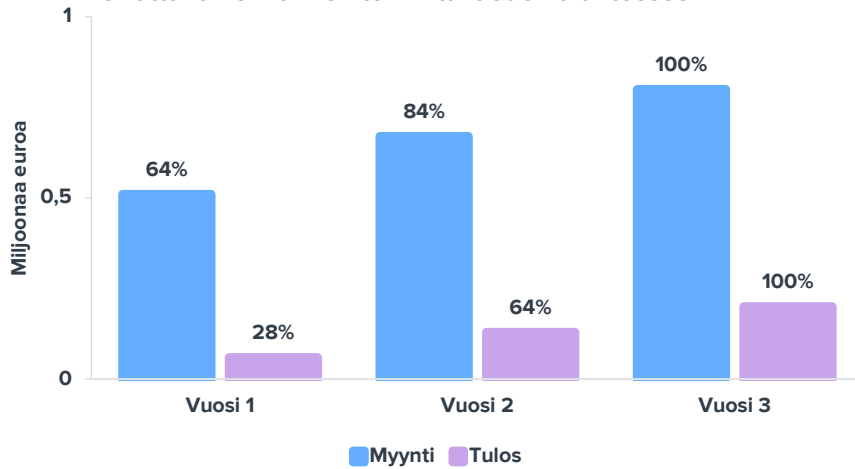
Osinkopolitiikka

60-80 prosenttia nettotuloksesta
Mahdollisen osingon jakamisessa huomioidaan yritysostot, yhtiön taloudellinen asema, rahavirta ja kasvumahdollisuudet.

Musti ei ole maksanut osinkoa perustamisensa eli vuoden 2014 jälkeen.

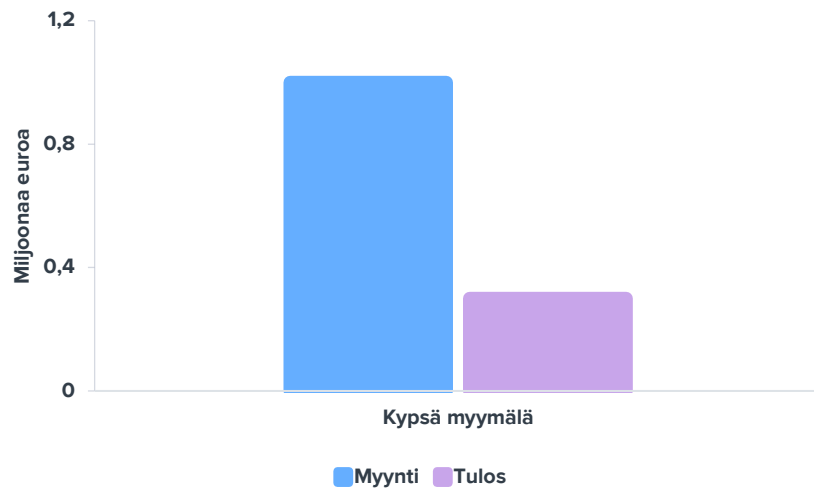
Uuden myymälän ylösajo

Uusien myymälöiden myynnin ja tuloksen kehitys verrattuna kolmannen toimintavuoden tilanteeseen



Kokonaisinvestointi (investointi + käyttöpääoma)	180 tuhatta euroa
Takaisinmaksuaika, avaamisesta	Keskimäärin 2 vuotta

Kypsän myymälän talous



Liikevaihto myymälää kohti	1,0 miljoonaa euroa
Myymälän tulos	0,3 miljoonaa euroa
Tulos - %	29 %

Lähde Musti: Ramp-up vaiheen analyysi perustuu 51:een 2014-lokakuu 2018 välillä avattuun myymälään. Kypsässä vaiheessa olevien myymälöiden laskelmat sisältävät 141 myymälää, jotka on avattu tai ostettu ennen vuotta 2017. Tulos sisältää vuokrat. Kokonaisinvestointi laskettu avatuista myymälöistä, joista tieto on saatavilla.

Ennusteet

Tilikauden 2020 ennusteet

Huomautamme sijoittajille, että Mustin tilikausi alkaa poikkeuksellisesti jo lokakuussa, joten tilikauden 2020 osalta enää yksi kvartaali on toteutumatta. Musti ei ole antanut liikevaihto- tai tulosohjeistusta tilikaudelle 2020, sillä yhtiö ohjeistaa pitkän aikavälin tavoitteilla. Yhtiö ohjaa kuitenkin sijoittajien odotuksia vuositason kertomalla tavoiteltujen myymäläavauksien määrän. 2020 tilikaudella Mustin tavoitetaso on 20-25 uutta omaa myymälää ja oma ennusteemme on 23 myymälää. Tämä tarkoittaa 4 myymälän avausta Q4:llä (2 Ruotsissa ja 2 Norjassa), sillä yhtiö on avannut jo ensimmäisen 9 kk aikana Suomessa 2 myymälää, Ruotsissa 8 myymälää ja Norjassa 9 myymälää.

Huolimatta kuluvan vuoden selvästi pitkänajan tavoitellun keskiarvon (8-15 kpl/v) ylittävistä myymäläavauksista ovat 2020 ensimmäiset 9 kk sujuneet yhtiöltä myös tuloksellisesti mainiosti. Liikevaihto on kasvanut 207,5 MEUR:oon (+14 %) ja samalla oikaistu EBITA on kasvanut 19,7 MEUR:oon (+32 %). Myös raportoitu EPS on kasvanut vahvasti 0,19 euroon (2019: 0,02 euroa).

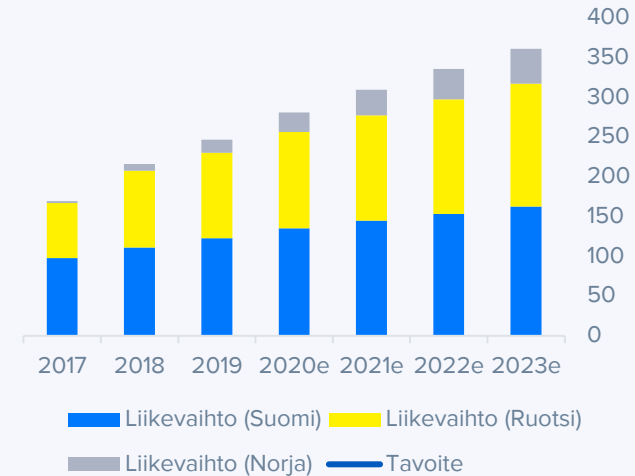
Koronapandemian välitön vaikutus yhtiön lukuihin on käsityksemme mukaan EBITA-rivillä ollut vähäinen. Mustin myyntikate on toki laskenut koronan aiheuttaman verkkomyynnin osuuden kasvun myötä (Q3'20: 25 % vrt. Q3'19: 21,3 %). Tätä vaikutusta ovat kuitenkin tasapainottaneet pienemmät kustannukset kivijalassa vähentyneiden työvuorojen kautta sekä laskeneet matkakulut. Kokonaisuutena alkuvuoden erinomaista tuloskehitystä selittävät arviomme mukaan alle kolme vuotta vanhojen myymälöiden

jopa hieman historiallisia tasoja nopeammin edennyt ylöajo (vrt. s. 26) ja niiden myötä yhtiön saamat uudet asiakkaat. Myös markkinan kasvun antama myötätuuli on tukenut arviomme mukaan vanhojen myymälöiden myyntiä. Myös yhtiön tavoittelemat kulutehostukset/myyntikatteiden nostot eri myyntikanavien sisällä vaikuttavat onnistuneet etenkin Ruotsissa, sillä kulujen skaalautuminen on ollut aiempaa tehokkaampaa.

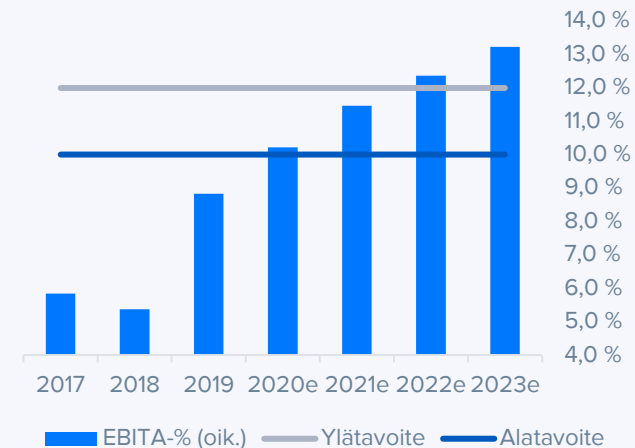
Yhtiö kertoi Q3:n tulosinfon yhteydessä, että koronan seurauksena markkinalla kasvaneiden pentuasiakkaiden määrät (s. 11) ovat alkaneet näkyä myös Mustilla nousseena aktiviteettina Q3:n lopulla. Pentujen saanti asiakkaaksi on erittäin tärkeää, sillä ne ovat potentiaalisesti uskollisia asiakkaita koko koiran eliniän eli 10-12 vuotta. Yhtiön mukaan myös heinäkuussa yleinen aktiviteetti on jatkunut erittäin vahvana, mikä tukee Q4:n odotuksiamme. Odotamme Mustin Q4-liikevaihdon kasvun jatkuvan vahvana 14 %:ssa ja EBITA:n nousevan 9,0 MEUR:oon. Sen seurauksena koko tilikauden 2020 liikevaihto kasvaa 14 %:lla 281 MEUR:oon ja oikaistu EBITA kasvaa 31 % edellisvuodesta 28,7 MEUR:oon (EBITA 10,1 %). Tilikauden 2020 EPS-ennusteemme on 0,34 euroa (2019: 0,11 euroa). Raportoitua osakekohtaista tulosta ovat 2019 ja 2020 rasittaneet korkeat kertaluontoiset kulut, jotka liittyivät suurelta osin listautumisprosessiin. Kertaluontoisista kuluista oikaistuna 2020 EPS-ennusteemme on 0,44 euroa (2019: 0,24 euroa).

Mustin osingonjakopolitiikan tavoitteena on jakaa osinkoa 60-80 % tilikauden voitosta. Osinkoennusteemme on 0,27 euroa, mikä tarkoittaa 80 %:n osingonjakosuhdetta.

Liikevaihdon kasvu



Kannattavuus



Ennusteet

Olemme haarukan yläpäässä, koska myös tällä suhteella nettovelat/käyttökate -suhde laskee lähivuosina selvästi alle enimmäistavoitetasojen johtuen rajallisista investointitarpeista.

Tilikauden 2021 ennusteet

Tilikaudella 2021 odotamme uusia myymälöitä perustettavan Suomeen 2 kpl, Ruotsiin 6 kpl ja Norjaan 8 kpl. Ylösajovaiheessa olevien myymälöiden myynnin sekä kulujen kasvun olemme mallintaneet etenevän sivun 26 logiikalla. Myös yli kolme vuotta vanhojen myymälöiden sekä olemassa olevien verkkokauppojen myynnin ennustamme kasvavan noin 6 %:lla. Yhtiön asiakaskunta painottuu lemmikkivanhempiin, joiden osalta markkinan kasvu ylittää keskimääräisen 4 %:n markkinan kasvun. Myös pentubuumi tukee odotustamme Mustin 2021 kasvuluvuista ja myös asteittain lisääntyvä palvelutarjonta antaa lievää tukea ennusteillemme.

Suomessa odotamme 2021-liikevaihdon kasvavan n. 7 %:lla, Ruotsissa 10 %:lla ja Norjassa 29 %:lla. Koko tilikauden 2021 liikevaihto kasvaa 10 %:lla 309 MEUR:oon ja oikaistu EBITA kasvaa 23 % edellisvuodesta 35,5 MEUR:oon (EBITA 11,1 %). Tilikauden 2021 EPS-ennusteemme on 0,61 euroa emmekä ennusta kertaeriä. Osinkoennusteemme on 0,49 euroa/osake vahvan rahavirran tukemana (80 %:n jakosuhte nettotuloksesta).

Tilikausien 2022-2023 ennusteet

Listautumisen yhteydessä Musti antoi seuraavat taloudelliset tavoitteet:

- Liikevaihdon kasvattaminen 350 MEUR:oon

vuoteen 2023 mennessä, jolloin vuotuinen kasvu on vähintään 9 %

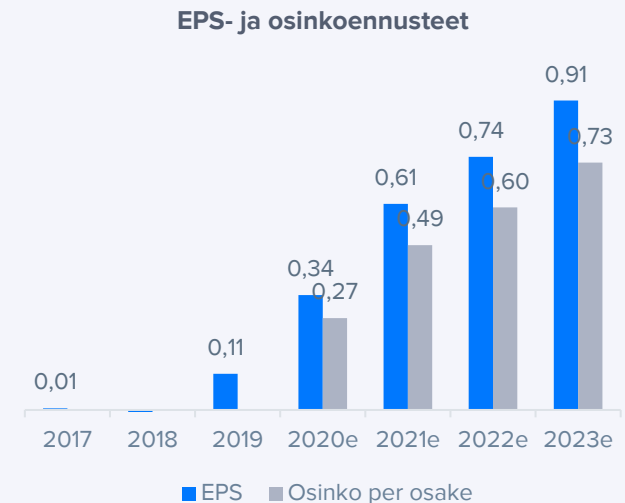
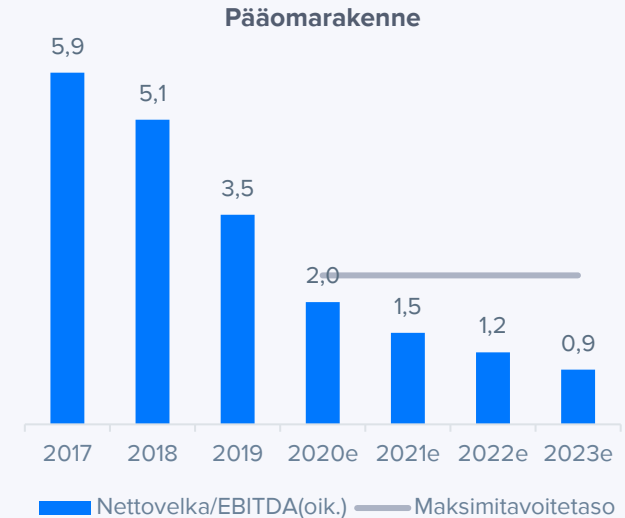
- Oikaistu EBITA-marginaali 10-12 %

Mielestämme liikevaihdon kasvutavoite on realistinen ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun olevan vuosien 2022-2023 aikana 8 %. Tämä tarkoittaa, että vuoden 2023 liikevaihtoennusteemme on 361 MEUR. Kasvu tapahtuu ennusteissamme täysin orgaanisesti ja myymälöiden uusperustannan tukemana. Yhtiö ostaa todennäköisesti vielä muutamia franchise-myymlöitä itselleen, mutta emme ole huomioineet näitä ennusteissamme niiden vähäisen vaikutuksen takia.

Yhtiö avaa ennusteissamme tilikaudella 2022 14 uutta omaa myymälää ja 2023 12 uutta omaa myymälää (maasplit seuraava sivu). Odotamme Norjassa ja Ruotsissa myymälöiden ylöajon etenevän edelleen sivun 26 logiikalla. Odotamme myös vanhojen myymälöiden ja verkkokauppojen kasvattavan myyntiään noin 5 %:lla vuodessa markkinan kasvun tukemana.

Mustin tavoite on kasvaa tasaisesti paranevalla kannattavuusprofiililla, mikä kertoo siitä, että yhtiö ei hae kasvua ”hinnalla millä hyvänsä”. Kaikkien kohdemarkkinoiden kilpailutilanne vaikuttaa pysyneen ainakin toistaiseksi hyvin rauhallisena, mikä mahdollistaa kannattavan kasvun jatkamisen.

Olemme ennusteissamme oikaistun EBITA-marginaalin osalta yhtiön tavoitteen yläpuolella. 2022-2023 ennusteemme ovat 12,4 % ja 13,2 %.



Ennusteet

Pidämme mahdollisena, että tavoitteita hieman nostetaan strategiakauden edetessä. Etenkin Norjan ja Ruotsin kulurakenne on viime kvartaaleina alkanut skaalautua tehokkaasti volyymin noustua (s. 21) ja käsityksemme mukaan ne ovat kehittyneet jopa hieman yhtiön listautumisen aikaisia odotuksia paremmin. 2022 ja 2023 EPS-ennusteemme ovat 0,74 euroa ja 0,87 euroa. Odotamme osingonjakosuhteen olevan edelleen 80 % nettotuloksesta.

Kulujen skaalautuminen ennustamamme EBITA-%:n parannuksen taustalla

Kokonaisuutena odotamme yhtiön myyntikatteen jatkavan lähellä nykyisiä tasojaan 2020-2023 (noin 44 %). Verkkokaupan kasvaneet volyymit laskevat suhteellista myyntikatetta, mutta yhtiön tavoittelema O&E-tuotteiden osuuden kasvu Ruotsin ja Norjan kokonaisymyynnistä neutraloi ennusteessamme tätä kehitystä.

Ennustamamme kannattavuusparannus perustuukin historiallisen kehityksen mukaisesti (s.23) pääosin kulurakenteen skaalautumiseen myynnin kasvun myötä. Vanhojen myymälöiden ja verkkokauppojen kasvanut myynti skaalaa yhtiön kiinteitä ja puolikiinteitä kuluja. Arviomme mukaan tuloslaskelman henkilökuluista sekä muista kuluista noin 60 % skaalautuu nykyisten myymälöiden ja verkkokauppojen saadessa lisämyyntiä aikaan. Uuden myymälän perustaminen tuo myös lisäkuluja, mutta myös ne kääntyvät nopeasti voitollisiksi ennusteessamme niiden ylösajon edetessä sivun 26 mukaisesti. Lisämyynnin aikaansaamaa operatiivista vipuvaikutusta on havainnollistettu sivupalkissa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Mustilla on arviomme mukaan vuoteen 2023 asti hyvin tilaa kasvattaa myymäläverkostoaan sekä Ruotsissa, että Norjassa. Arviomme perustuu siihen, että kypsällä markkinalla Suomessa myymälöitä oli 2019 76 myymälää miljoonaa lemmikkiä kohden, kun Ruotsissa vastaava luku oli 52 ja Norjassa 24.

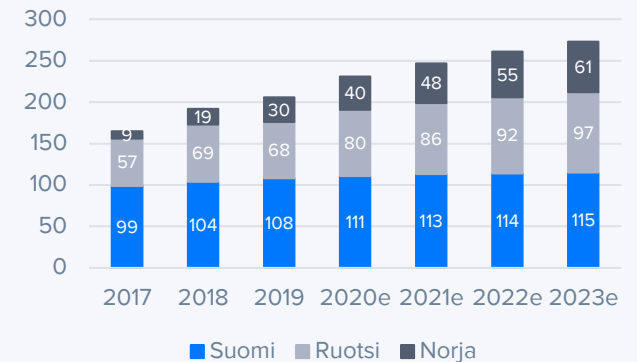
Vuodeksi 2023 ennustamallamme myymälämäärien nousulla Norjassa suhdeluku nousisi noin 50 myymälään miljoonaa lemmikkiä kohden ja Ruotsissa noin 75 myymälään miljoonaa lemmikkiä kohden. Vuoden 2023 jälkeen Mustin myymäläsaturaatio etenkin Ruotsin markkinalla alkaa mielestämme täytyä ja arviomme mukaan tässä vaiheessa yhtiö voisi alkaa tähtyä uusille markkinoille.

Pidämme realistisena, että Mustin konsepti voisi toimia kannattavasti myös muissa Euroopan maissa. Seuraava looginen askel laajentumiselle olisi Tanska. Tanskan markkinalla toimii kuitenkin mm. Euroopan suurimman lemmikkieläintarvikeliikkeiden verkoston omaava saksalainen Fressnapf, jonka läsnäolo voi vaikeuttaa markkinan valloittamista. Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa kilpailevat lemmikkieläintarvikeliikkeet ovat Fressnapfiin verrattuna resursseiltaan paljon rajallisempia. Emme ole huomioineet ennusteissamme mahdollista laajentumista uusille markkinoille. Nykyennusteillamme Mustin kasvu noudatteleeekin vuoden 2023 jälkeen pääosin markkinalle arvioimaamme kasvua johtuen korkeiksi nousseista markkinaosuuksista.

Ennustamamme operatiivinen vipuvaikutus



Omien myymälöiden lukumäärä vuoden lopussa



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	216	64,2	59,0	59,0	64,5	247	70,3	68,5	68,7	73,6	281	309	336	361
Suomi	111	32,1	29,3	29,1	32,3	123	34,6	33,2	32,0	35,4	135	145	153	162
Ruotsi	96,9	28,2	25,9	25,8	27,6	108	29,9	29,8	30,1	31,1	121	133	144	155
Norja	8,3	3,9	3,8	4,1	4,6	16,4	5,8	5,5	6,6	7,0	24,9	32,0	38,4	43,8
Käyttökate	18,4	8,7	7,6	7,5	10,4	34,2	11,0	8,1	10,4	13,7	43,2	54,8	60,8	70,0
Aineelliset poistot	-12,8	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-16,2	-4,2	-4,4	-4,7	-4,7	-18,0	-19,3	-19,2	-22,3
Suomi (EBITA)	24,8	7,9	6,9	6,4	8,5	29,7	8,7	7,6	7,3	9,7	33,3	36,7	40,0	43,4
Ruotsi (EBITA)	7,1	2,7	2,1	1,9	3,2	9,9	3,9	2,9	3,2	3,7	13,7	16,7	18,7	20,9
Norja (EBITA)	-0,5	0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,6	0,1	1,0	0,8	2,6	3,9	5,3	6,4
Konsernitoiminnot ja oikaisut (EBITA)	-25,8	-6,0	-5,4	-5,1	-5,7	-22,2	-6,3	-7,0	-5,8	-5,2	-24,4	-21,9	-22,5	-23,0
Aineettomien hyödykkeiden poistot	-3,8	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-6,4	-6,6	-6,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,8	4,6	3,2	2,9	5,6	16,2	6,3	4,1	4,9	7,5	22,7	29,0	34,9	40,9
Liikevoitto	1,8	3,3	2,2	2,1	4,9	12,4	5,4	2,2	4,2	7,5	19,2	29,0	34,9	40,9
Nettorahoituskulut	-9,6	-1,9	-2,2	-2,5	-1,8	-8,5	-0,7	-5,6	1,9	-0,9	-5,3	-3,6	-3,8	-4,0
Tulos ennen veroja	-7,9	1,3	0,0	-0,5	3,1	4,0	4,7	-3,4	6,1	6,6	14,0	25,5	31,1	37,0
Verot	1,7	-0,3	0,0	0,1	-0,7	-0,9	-1,0	0,8	-1,2	-1,2	-2,7	-5,1	-6,4	-7,8
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
Nettotulos	-6,1	1,0	0,0	-0,4	2,4	3,0	3,7	-2,7	4,9	5,4	11,3	20,4	24,7	29,2
EPS (oikaistu)	-0,01	0,08	0,03	0,02	0,11	0,24	0,16	-0,02	0,17	0,16	0,44	0,61	0,74	0,87
EPS (raportoitu)	-0,22	0,04	0,00	-0,01	0,09	0,11	0,13	-0,09	0,15	0,16	0,34	0,61	0,74	0,87

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	27,5 %					14,2 %	9,5 %	16,1 %	16,4 %	14,1 %	13,9 %	10,1 %	8,5 %	7,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-12,7 %					108,8 %	37,0 %	28,4 %	70,8 %	34,0 %	40,2 %	27,7 %	20,2 %	17,3 %
Käyttökate-%	8,5 %					13,9 %	15,7 %	11,8 %	15,2 %	18,6 %	15,4 %	17,7 %	18,1 %	19,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,6 %					6,6 %	8,9 %	6,0 %	7,1 %	10,2 %	8,1 %	9,4 %	10,4 %	11,3 %
Nettotulos-%	-2,8 %					1,2 %	5,2 %	-3,9 %	7,1 %	7,4 %	4,0 %	6,6 %	7,4 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	233	231	246	245	246
Liikearvo	145	144	144	144	144
Aineettomat hyödykkeet	25,5	22,7	19,7	16,2	14,4
Käyttöomaisuus	54,1	56,9	74,9	77,7	79,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	8,1	7,3	7,3	7,3	7,3
Vaihtuvat vastaavat	50	48	54	60	64
Vaihto-omaisuus	37,4	32,5	36,5	40,2	43,6
Muut lyhytaikaiset varat	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Myyntisaamiset	9,1	5,7	6,5	7,2	7,8
Likvidit varat	2,0	8,6	9,8	10,8	11,7
Taseen loppusumma	283	280	300	305	310

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	95	98	150	161	169
Osakepääoma	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Kertyneet voittovarot	-38,2	-35,1	16,3	27,6	36,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	122	122	122	122	122
Muu oma pääoma	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	128	126	92	82	76
Laskennalliset verovelat	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	126	123	89,7	80,2	74,0
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	60	56	59	62	65
Lainat rahoituslaitoksilta	18,5	18,7	15,9	14,5	13,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	40,2	36,3	42,2	46,4	50,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Taseen loppusumma	283	280	300	305	310

Arvonmääritys

Osakkeen hinnassa vahvat tulokasvuodotukset

Yhtiö on vahvan markkina-asemansa ja lemmikkivanhempien megatrendiin hyvin linjassa olevan strategiansa myötä erittäin hyvissä asemissa jatkamaan kannattavaa kasvuaan tulevina vuosina. Mielestämme vahvat tulokasvuodotukset on kuitenkin tällä hetkellä hinnoiteltu osakkeeseen sisään täysimääräisesti.

Ennusteidemme mukaiset kertaluonteisista eristä oikaistut 2020 ja 2021 P/E-kertoimet 41x ja 30x ovat erittäin korkeat. Kasvuyhtiöiden hinnoittelussa käytetään usein PEG-mittaria (P/E-luku jaettuna 2020-2023e ennustetulla tulokasvulla), joka on hyvä realiteettitarkastus yhtiölle hyväksyttävään arvostukseen. Perinteisesti PEG-luvun ollessa yli 1x on arvostuksen katsottu olevan koholla. Mustin PEG-suhdeluvuksi tulee 1,7x ja mielestämme se on koholla, vaikkakin kasvuyhtiöille hyväksymämme taso on viime vuosina noussut selvästi yli 1x-tason matalasta korkotasosta johtuen.

Yhtiön rahavirta on parempi kuin nettotulos, sillä yhtiön poistot ovat lähivuosina investointeja suuremmat. Mielestämme sijoittajan onkin relevanttia katsoa myös EV/EBITDA-kertoimia, sillä ne huomioivat samalla taseen velkavivun ja poistot ovat vielä mukana käyttökatteessa. Mustin 2020 ja 2021 EV/EBITDA-kertoimet ovat 16x ja 13x. Myös niiden osalta 2020-kerroin on hyvin korkea, mutta 2021-kerroin laskee neutraalimmalle tasolle.

Historiallinen arvostus

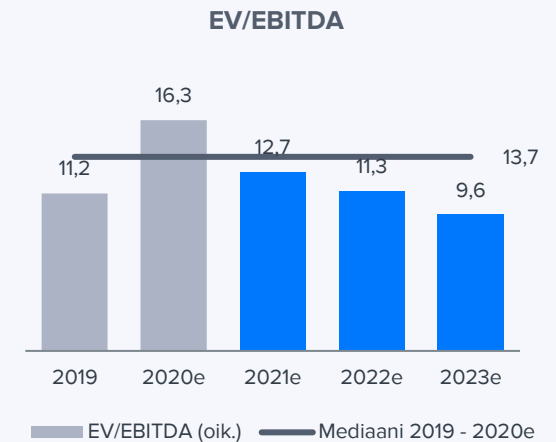
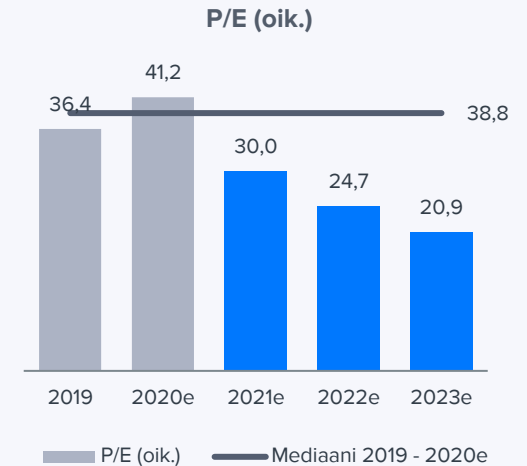
Markkinoiden yhtiölle hyväksymä arvostus on lyhyen pörssi Taipaleen aikana kavunnut nopeasti

ylöspäin (listautuminen helmikuussa 2020). Jos yhtiön ennen antia ollut osakemäärä arvotetaan listautumishinnalla (8,75 euroa/osake) ja tähän lisätään silloiset nettovelat, saadaan Mustin 2019 EV/EBITDA-kertoimeksi 11x, mikä on selvästi alle nykytason. Markkinoiden yhtiöltä odottaman tulokasvun kulmakerroin on toki pörssi Taipaleen aikana noussut, mikä on ollut yhtiölle hyväksytyjen arvostuskertoimien selkein ajuri ylöspäin.

Yhtiön arvostusprofiili vaikuttaa samankaltaiselta kuin Verkkokauppa.comilla vuosina 2015-2017. Silloin markkinat hyväksyivät yhtiölle vielä 30-35x P/E-kertoimet toteutuneella tuloksella. Sen jälkeen hyväksytyt kertoimet ovat laskeneet selvästi, sillä sijoittajien odottama kannattava kasvu jäi toteutumatta. Jos Mustin tulokasvu jäisi jostain syystä nykyisiä odotuksiamme hitaammaksi, niin arvostuksessa voisi olla selkeääkin laskuvaraa. Tämä heikentää osaltaan nykyiseltä kurssitasolta Mustiin tehtävän sijoituksen tuotto/riski-kuvaa.

Hyväksymme selvän preemion verrokkiryhmään

Tulospohjaisesti vuosien 2020 ja 2021 P/E-lukuja tarkastelemalla Musti on hinnoiteltu noin 80 %:n ja 30 % preemiolla verrokkeihin. EV/EBITDA-kertoimilla preemio on hieman kapeampi eli 60 % ja 25 %, mutta edelleen selvästi koholla etenkin kuluvan vuoden ennusteidemme osalta. Olemme valmiita hyväksymään Mustille noin 20-40 %:n preemion suhteessa verrokkiryhmäämme johtuen sen maltillisesta riskitasosta sekä vahvasta markkina-asemasta. Tämä kuitenkin tarkoittaa sitä, että yhtiölle ennustamamme tulosparannus on jo hinnoiteltu sisään osakkeeseen 12kk tähtäimellä.



Arvonmääritys

Mustin liikevaihtopohjainen arvostus 2020e EV/S 2,5x on korkealla tasolla (+170 %) suhteessa verrokkeihin. Tämä johtuu kuitenkin yhtiön poikkeuksellisen korkeasta suhteellisesta kannattavuudesta verrokkeihin nähden. Mustin osinkotuotot 2020e ja 2021e tuloksista ovat 1,5 % ja 2,7 % ja siten suhteellisen matalat, vaikka ne nousevatkin ripeästi ennusteessamme.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 18,2 euroa ja se tukee arviotamme, siitä että osakkeessa ei ole enää nousuvaraa ilman selviä ennusteylityksiä. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun (8-10 %) jälkeen terminaaliarvoksi 2,0 %:n tasolle. Samalla EBIT-marginaali nousee asteittain vuoden 2020 6,8 %:sta vuoden 2023 11,3 % liikevaihdosta ja on terminaaliarvoksi 11,8 % kulurakenteen jatkaessa skaalautumistaan. Terminaalin oikaistu EBITA-marginaali on hieman yli yhtiön tavoitehaarukan yläalaidan (EBITA tavoite 10-12 %). Terminaali (2027 jälkeen) heijastelee nykyisenkaltaisena jatkuvaa maltillista kilpailutilannetta, jossa markkina on jatkanut keskittymistään sekä lemmikkieläinten erikoisliikkeille (pääosin Mustille) että verkkokauppatoimijoille. Myös päivittäistavarakaupoilla on edelleen merkittävä osa markkinasta. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on korkea, 69 % johtuen osin rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannuksen hyvin matalasta tasosta (WACC) 6,6 %, joka heijastelee matalaa riskitasoa.

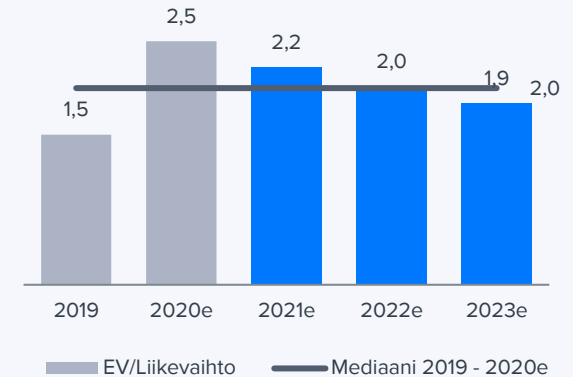
Pidemmän ajan käypä arvo

Mikäli yhtiö etenee ennusteidemme luoman skenaarion mukaisesti, arvioimme että Mustia hinnoitellaan vuonna 2023 lähellä Keskolle hyväksytyjä kertoimia (P/E fwd. 23-25x). Musti on tässä vaiheessa saavuttanut Keskon tavoin vahvan markkina-aseman toimintamaissaan, mutta suuren markkina-osuuden takia sen on vaikea enää kasvattaa myyntiään kokonaismarkkinaa nopeammin. Yhtiön tuloskasvuodotukset ovat tässä vaiheessa seuraavalle vuodelle vielä noin 12 %. Osakekohtaiseksi hinnaksi vuonna 2023 muodostuisi 20-22 euroa (EPS 0,87 euroa) ja nousuvara suhteessa nykykurssiin jäisi hyvin vaatimattomaksi. Näkemyksemme mukaan 2020-2023 välinen tuotto-odotus on lähellä markkinan tuottovaatimusta, kun myös nopeasti kasvava osinkotuotto huomioidaan (sivupalkki). Muistutamme myös, että ennusteemme odottaa yhtiöltä jo erinomaista suoritusta. Lähestyminen puoltaa näkemystämme siitä, että osake on täyteen hinnoiteltu ilman nykyennusteitamme nopeampaa tuloskasvua, jota ei ole helppo toteuttaa riman ollessa jo korkealla.

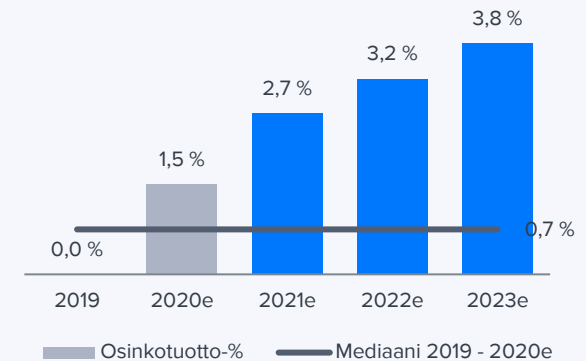
Suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Mustin seurannan 18,0 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Sijoitusnäkemyksemme on, että tuotto-riskisuhde ei nykyhinnalla nouse riittäväksi ostojen aloittamiselle. Näemmekin riskin sille, että osakkeen kokonaistuotto vuoden sisällä rajoittuu lähinnä osinkoon ja yhtiölle ennustamamme hyvä operatiivinen kehitys hautautuu normalisoituvien kertoimien alle. Osaketuoton ajureita on havainnollistettu seuraavan sivun graafissa.

EV/Liikevaihto

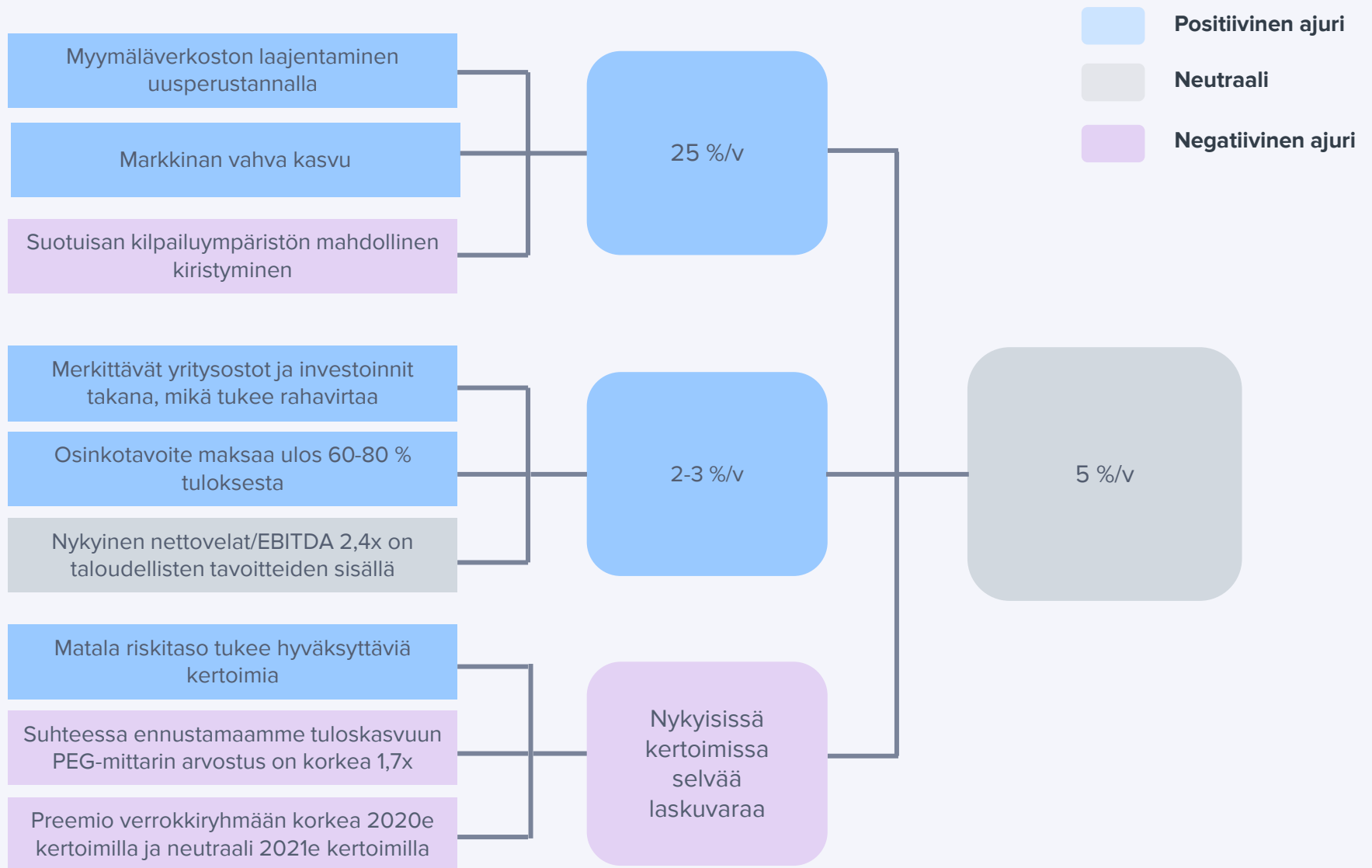


Osinkotuotto-%



Lähde: Inderes, 2019 velattomana arvona käytetty listautumishintaa

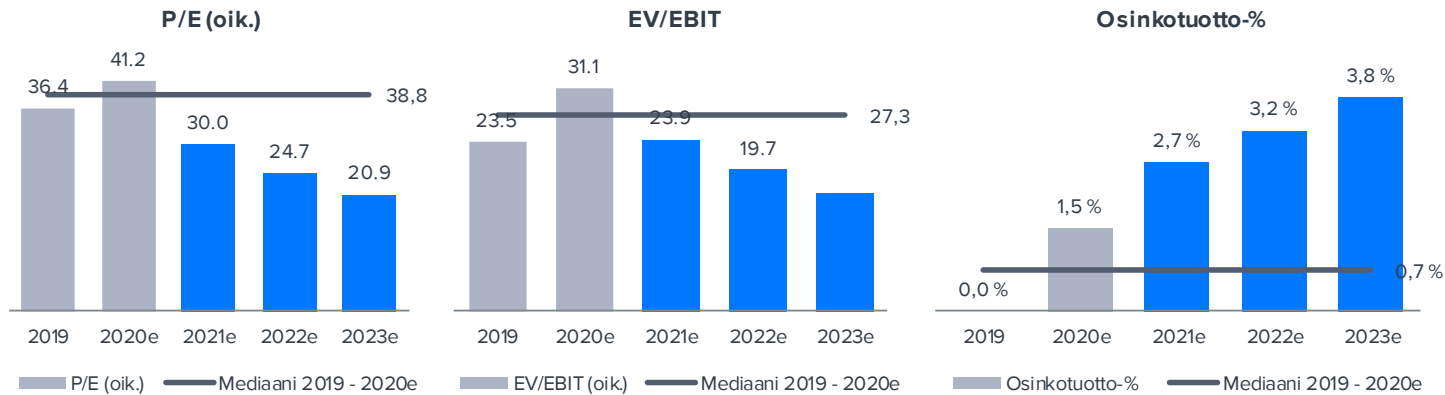
Osaketuoton ajurit 2020e-2023e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi				8,75	18,2	18,2	18,2	18,2
Osakemäärä, milj. kpl				28,4	33,5	33,5	33,5	33,5
Markkina-arvo				248	611	611	611	611
Yritysarvo (EV)				382	707	695	687	675
P/E (oik.)				36,4	41,2	30,0	24,7	20,9
P/E				82,3	53,9	30,0	24,7	20,9
P/Kassavirta				16,2	>100	25,7	22,3	17,8
P/B				2,5	4,1	3,8	3,6	3,4
P/S				1,0	2,2	2,0	1,8	1,7
EV/Liikevaihto				1,5	2,5	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA (oik.)				11,2	16,3	12,7	11,3	9,6
EV/EBIT (oik.)				23,5	31,1	23,9	19,7	16,5
Osinko/tulos (%)				0,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%				0,0 %	1,5 %	2,7 %	3,2 %	3,8 %

Lähde: Inderes Huom. 2019 päätöskurssina käytetty listautumishintaa



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Axfood AB	205,40	4187	4720	20,0	19,8	10,4	10,3	0,9	0,9	24,2	23,9	3,5	3,6	12,0
ICA Gruppen AB	456,90	8854	10531	19,6	19,6	10,2	10,0	0,9	0,9	22,3	22,1	2,7	2,7	2,6
Kesko Oyj	21,10	8320	11072	20,1	20,4	10,2	10,2	1,0	1,0	26,0	25,8	3,0	3,1	4,0
Zooplus AG	133,00	958	960	58,4	89,6	21,6	22,6	0,6	0,5	104,3	168,6			8,6
Pets at Home Group PLC	299,60	1687	2277	16,8	19,2	10,4	10,7	1,7	1,6	21,6	25,8	2,0	2,2	1,8
Tractor Supply Co	138,11	13561	13346	17,9	18,2	14,7	14,9	1,7	1,7	22,1	22,1	1,0	1,1	8,5
Freshpet Inc	105,94	3622	3515	369,8	158,5	94,6	69,2	13,6	10,9	510,7	183,5			10,5
Jeronimo Martins SGPS SA	13,87	8921	11307	16,1	13,2	8,4	7,0	0,5	0,5	24,6	20,0	1,9	2,5	4,0
Verkkokauppa.com Oyj	4,75	219	206	12,4	12,2	9,6	9,4	0,4	0,4	17,3	17,5	4,7	5,1	5,6
Tokmanni Group Corp	15,06	912	1282	14,3	14,4	8,4	8,3	1,3	1,2	14,2	14,5	4,9	5,0	4,3
Musti (Inderes)	18,22	611	707	31,1	23,9	16,3	12,7	2,5	2,2	41,2	30,0	1,5	2,7	4,1
Keskiarvo				56,6	38,5	19,9	17,3	2,3	2,0	78,7	52,4	3,0	3,2	6,2
Mediaani				18,8	19,4	10,3	10,2	0,9	0,9	23,3	23,0	2,9	2,9	4,9
Erotus-% vrt. mediaani				66 %	23 %	59 %	24 %	171 %	145 %	77 %	30 %	-48 %	-9 %	-17 %

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

DCF-laskelma

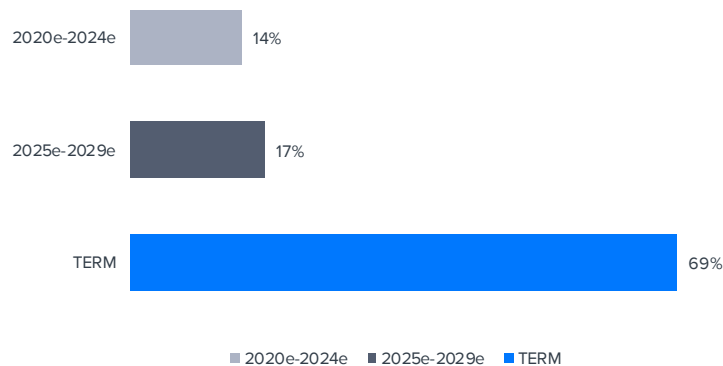
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	12,4	19,2	29,0	34,9	40,9	44,0	47,0	48,9	50,8	52,3	53,3	
+ Kokonaispoistot	21,8	24,0	25,8	25,8	29,1	28,4	27,4	27,0	27,0	27,0	27,0	
- Maksetut verot	-0,2	-2,7	-5,1	-6,4	-7,8	-8,9	-9,6	-10,1	-10,5	-10,8	-11,1	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-1,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
+ 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	4,1	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	36,1	40,6	48,9	53,5	61,3	63,1	64,5	65,5	67,0	68,3	69,1	
+ 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	-20,7	-39,0	-25,1	-26,1	-27,0	-25,0	-26,0	-27,0	-27,0	-27,0	-27,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,4	1,6	23,8	27,4	34,3	38,1	38,5	38,5	40,0	41,3	41,8	
+/- 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	15,4	1,6	23,8	27,4	34,3	38,1	38,5	38,5	40,0	41,3	41,8	929
Diskontattu vapaa kassavirta	1,6	21,9	23,7	27,9	29,0	27,5	25,8	25,2	24,3	23,1	514	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		744	742	720	696	668	639	612	586	561	537	514
Velaton arvo DCF		744										
- Korolliset velat		-142,0										
+ Rahavarat		8,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		610										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	169,5	216,1	246,7	281,1	309,5
Käyttökate	20,0	21,9	34,2	43,2	54,8
Liikevoitto	6,4	1,5	12,4	19,2	29,0
Voitto ennen veroja	5,7	-8,2	4,0	14,0	25,5
Nettovoitto	1,9	-6,4	3,0	11,3	20,4
Kertaluontoiset erät	-2,0	-6,0	-3,8	-3,5	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	244,1	283,0	279,5	300,2	304,9
Oma pääoma	78,2	95,2	98,4	149,7	161,0
Liikearvo	126,6	145,2	144,0	144,0	144,0
Nettovelat	131,3	142,5	133,4	95,8	83,9

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	20,0	21,9	34,2	43,2	54,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,6	3,9	4,1	1,0	-0,1
Operatiivinen kassavirta	0,4	24,8	36,1	40,6	48,9
Investoinnit	-207,1	-51,8	-20,7	-39,0	-25,1
Vapaa kassavirta	-186,7	-27,0	15,4	1,6	23,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Millan Holding S.A.R.L	5,6 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	3,1 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	1,9 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	1,7 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva	1,0 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Select	0,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,07	-0,23	0,11	0,34	0,61
EPS (oikaistu)	0,14	-0,02	0,24	0,44	0,61
Operat. kassavirta / osake	0,01	0,87	1,27	1,21	1,46
Vapaa kassavirta / osake	-6,58	-0,95	0,54	0,05	0,71
Omapääoma / osake	2,75	3,35	3,47	4,46	4,80
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,27	0,49

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%		27 %	14 %	14 %	10 %
Käyttökateen kasvu-%		9 %	56 %	26 %	27 %
Liikevoiton oik. kasvu-%		-11 %	117 %	40 %	28 %
EPS oik. kasvu-%		-111 %	-1643 %	84 %	37 %
Käyttökate-%	11,8 %	10,1 %	13,9 %	15,4 %	17,7 %
Oik. Liikevoitto-%	5,0 %	3,5 %	6,6 %	8,1 %	9,4 %
Liikevoitto-%	3,8 %	0,7 %	5,0 %	6,8 %	9,4 %
ROE-%	4,9 %	-7,4 %	3,1 %	9,1 %	13,1 %
ROI-%	5,9 %	0,6 %	5,2 %	7,8 %	11,4 %
Omavaraisuusaste	32,0 %	33,6 %	35,2 %	49,9 %	52,8 %
Nettovelkaantumisaste	168,0 %	149,8 %	135,5 %	64,0 %	52,1 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto			1,5	2,5	2,2
EV/EBITDA (oik.)			11,2	16,3	12,7
EV/EBIT (oik.)			23,5	31,1	23,9
P/E (oik.)			36,4	41,2	30,0
P/B			2,5	4,1	3,8
Osinkotuotto-%			0,0 %	1,5 %	2,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 osavuositarkastusten 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 jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta erittäin Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

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

Myy erittäin heikko Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajailaisuusien 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
22.9.2020	Vähennä	18,00 €	18,22 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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 www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**