

Suunta on oikea, mutta matka on pitkä

Tarkistamme Stockmannin tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 6,5 euroa) odotuksia paremman Q4-raportin jälkeen. Toistamme kuitenkin vähennä-suosituksemme johtuen lähivuosien korkeista arvostuskertoimista. Laskuvara on rajallinen yhtiön osissa piilevän arvon vuoksi, mutta tämän arvon purkautuminen vaatisi isoja rakennejärjestelyjä, mitä pidämme epätodennäköisinä 12kk:n tähtäimellä.

Hieman odotuksia parempi Q4-tulos

Yhtiön oikaistu liikevoitto 33,8 MEUR ylitti 29 MEUR:n ennustemme johtuen lähinnä Retailin odotuksia pienemmistä kuluista. Retailin kulumassan odotuksia ripeämpi lasku on erittäin tärkeää, sillä se ostaa yhtiölle aikaa Retailin myynnin kääntämiseksi. Yhtiön kommentit Retailin suhteen olivat kokonaisuutena rohkaisevia ja yhtiö tekee tällä hetkellä useita oikeita asioita asiakaskokemuksensa parantamiseksi, joka on avainasemassa myynnin kääntymisen kannalta. Tammikuun myyntiluvut olivat myös johdon mukaan varsin hyvät ja niissä on nähtävissä merkkejä paremmasta.

Nevsky Center tullaan myymään pian

Lindexin osalta Q4 oli hyvä, mutta kommentit vuoden 2017 tuloksesta olivat pettymys. Yhtiö tulee kuluvana vuonna panostamaan Lindexin digitalisaatioon merkittävästi ja tämä tulee rasittamaan kannattavuutta. Nevsky Centerin myynnin suhteen johto vaikutti hyvin optimiselta ja odotamme myynnin tapahtuvan vielä H1'17:n aikana. Ennustemme sisältävät vielä toistaiseksi Nevsky Centerin pysymisen osana Stockmannia, mutta myynnin toteutuessa sillä on lievä negatiivinen nettovaikutus tulokseen (-5 MEUR) ja selvästi tasetta vahvistava vaikutus.

Ennusteissa vain pieniä muutoksia Q4-raportin jälkeen

Retailin ennustemme ovat nousseet odotuksia matalampien kulujen myötä ja odotamme segmentin tappioiden supistuvan selvästi kuluvana vuonna (2017e: -22 MEUR). 2018 osalta pidämme nollatulostavoitetta turhan optimistisena ja odotamme ensi vuoden liikevoiton olevan 9 MEUR tappiolla (aik. -16 MEUR). Ennustemme nojaa myynnin laskun selvään hidastumiseen ja kääntymiseen Q4'16:n aikana. Muistutamme, että tulos on hyvin herkkä liikevaihdolle ja ilman käännettä liikevaihdossa ei positiivinen tulos ole mahdollinen. Lindexin osalta olemme laskeneet ennusteitamme hieman johtuen panostuksista digitalisaatioon. Odotamme yhtiön ylläpitävän nykyistä 55 MEUR:n hyvää tulostasoaan seuraavan kahden vuoden aikana. Korkeat rahoituskulut ja kohollaan oleva veroaste syö valtaosan liikevoitosta ja ennustamme 2017 ja 2018 EPS:n olevan 0,15 euroa (aik. 0,17 euroa) ja 0,34 euroa (aik. 0,30 euroa).

Tulospohjaisesti kallis, matala P/B-kerroin rajaa laskuvaraa

Tulospohjaisesti Stockmann on hinnoiteltu erittäin korkealle eikä osake saa lähivuosien tulostukertoimista minkäänlaista tukea. 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat 48x ja 21x ja P/E laskee houkuttelevalle tasolle vasta 2020 ennusteilla (12x). Raskaan velkataakan huomioivat vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 12x ja 10x. Osake nojaakin tällä hetkellä ennen kaikkea matalaan tasepohjaiseen arvostukseen (P/B 0,5x). Matala P/B-kerroin kuvastaa yhtiön osissa piilevää arvoa ja rajaa osakkeen laskuvaraa selvästi. Osissa olevan arvon purkaminen on kuitenkin hankalaa ja vaatisi taakseen isoja rakennejärjestelyjä tai Retailin kääntymistä.

Analyytikko

Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 7,00 EUR

Edellinen: 6,50



Lähde: Bloomberg

Ei-lisen päätös 7,36 EUR

12 kk vaihteluväli 5,06-7,5 EUR

Potentiaali -4,9 %

Ohjeistus

2017 liikevaihto laskee myymäläverkoston ja tuotevalikoiman muutosten takia. Oikaistu liikevoitto paranee vuoteen 2016 verrattuna. Q1-liiketulos on negatiivinen.

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1435	-53	-3,7 %	-74	-1,23	0,00	0,8	18,2	-74,8	-7,3	0,0 %
2016	1303	18	1,4 %	-6	-0,35	0,00	1,0	11,9	27,1	-20,2	0,0 %
2017e	1190	46	3,8 %	26	0,15	0,10	1,0	11,9	27,0	47,9	1,4 %
2018e	1217	63	5,2 %	42	0,34	0,20	1,0	9,9	19,0	21,3	2,7 %
2019e	1246	75	6,0 %	51	0,45	0,30	0,9	8,8	15,6	16,2	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR			527	OPO / osake 2017e, EUR			15,15	CAGR EPS, 2016-2019, %			-209 %
Nettovelka 2017e, MEUR			706	P/B 2017e			0,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			-1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			1233	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			64,7 %	ROE 2017e, %			1,0 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2196	Omavaraisuusaste 2017e, %			49,7 %	ROCE 2017e, %			2,5 %

Hieman odotuksia parempi Q4-raportti

Retail liikkuu oikeaan suuntaan

Stockmannin liikevaihto oli ennakkotietojen mukaisesti 388 MEUR. Vertailukelpoinen liikevaihto laski vertailukaudesta noin 6 %:lla johtuen vaisusta Q4-myyntistä Retailissa ja Lindexissä. Oikaistu liikevoitto 36,5 MEUR ylitti varsin selvästi meidän 28,9 MEUR ja konsensuksen 29,5 MEUR:n ennusteen. Tuloslaskennan taustalla oli Retailin odotuksia nopeammin laskenut kulumassa sekä Lindexissä toteutettu varaston arvon uudelleenmäärittäminen. EPS oli lopulta 0,29e ja linjassa 0,28 euron ennusteen kanssa. Osinkoa yhtiö ei odotetusti jaa johtuen koko vuoden tappiollisesta nettotuloksesta (2016 EPS -0,33e).

Stockmann Retailin tulos oli Q4:llä selvästi odotuksiamme parempi (14 MEUR vs. 9 MEUR). Tuloslaskennan johtuu puhtaasti odotuksiamme pienemmistä kuluista ja segmentin kulumassan ripeä lasku oli selkeä positiivinen yllätys ja se antaa yhtiölle lisää aikaa myynnin kääntämiseksi. Segmentin myynnin kehitys oli vaisua läpi koko vuoden 2016, mutta johdon mukaan tammikuun myyntiluvuissa oli nähtävissä merkkejä paremmasta. Uskomme, että Oulun tavaratalon sulkeminen sekä Tapiolan remontin valmistuminen (maaliskuu) tulevat vaikuttamaan positiivisesti yhtiön vertailukelpoisuuteen myyntilukuihin. Lisäksi yhtiö tekee tällä hetkellä oikeita toimia asiakaskokemuksensa parantamiseksi (mm. Herkussa) ja uskomme näiden toimenpiteiden yhdessä Suomen talouden elpymisen kanssa luovan edellytykset myynnin asteittaiselle parantumiselle.

Lindexin osalta liikevoitto 19,6 MEUR ylitti 17,6 MEUR:n ennusteen johtuen varastoarvon tarkistuksesta ylöspäin. Tästä oikaistuna tulos olisi ollut linjassa ennusteen kanssa, kun odotuksia korkeammat kulut hautasivat alleen vahvan 65 %:n myyntikatteen. Tulosjulkistuksen yhteydessä johto kertoi, että Lindex tulee 2017 aikana panostamaan merkittävästi digitalisaatioon ja tämä tulee heikentämään yhtiön kannattavuutta. Investoinnit ovat pitkän aikavälin kilpailukyvyyn

kannalta pakollisia, mutta niillä on tästä huolimatta negatiivinen vaikutus lähivuosien tulosennusteisiin.

Nevsky Centerin myynnin suhteen johto vaikutti hyvin optimiselta ja odotamme myynnin tapahtuvan vielä H1'17 aikana. Ennusteen sisältävät vielä toistaiseksi Nevsky Centerin pysymisen osana Stockmannia, mutta myynnin toteutuessa sillä on lievä negatiivinen vaikutus liikevoittoon (-5 MEUR) ja selvästi tasetta vahvistava vaikutus.

Kaksijakoinen vuosi

Kokonaisuutena vuosi 2016 oli Stockmannille kaksijakoinen. Lindex nosti vuoden aikana tuloksensa lähelle sen potentiaalin mukaista tasoa ja segmentin vuoden ensimmäisellä vuosipuoliskolla nähty myynninkasvu oli erinomaista. Myös Real Estatessa kehitys oli hyvää ja vuoden lopussa tehty kiinteistöjen tasearvojen tarkistus 950 MEUR:oon (2015: 918 MEUR) vahvistaa yhtiön tasetta entisestään. Retail onnistui vuoden aikana laskemaan kulutasoaan selvästi ja tekemään oikeita strategisia ratkaisuja (mm. Hobby Hallin myynti, Venäjältä vetäytyminen ja uusi säästöohjelma).

Keskeiset negatiiviset asiat koko vuoden osalta ovat olleet Retailin jatkuvasti odotuksia vaisumpi myynti sekä Lindexin hyvän kasvun kääntäminen laskuksi H2:lla. Tästä huolimatta Stockmann eteni vuoden 2016 aikana strategiassaan mielestämme hyvin ja yhtiö on huomattavasti paremmassa tilanteessa kuin vuosi sitten. Tästä osoituksena toimii myös koko vuoden voitollinen liiketulos ja näkemyksemme mukaan on erittäin epätodennäköistä, että yhtiö tekee enää tappiollista nettotulosta vuoden 2016 jälkeen.

Ennustetaulukko	Q4'15	Q4'16	Q4'16e	Q4'16e	Konsensus		Erotus (%)		2016
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes		Inderes
Liikevaihto	420	388	385	389	377	- 410	1 %		1303
Liikevoitto (oikaistu)	18,5	36,5	28,9	29,5	22,0	- 36,0	26 %		17,6
Liikevoitto	4,3	33,8	28,9	29,5	22,0	- 36,0	17 %		17,6
Tulos ennen veroja	-2,9	24,7	23,9	25,8	22,0	- 31,0	3 %		-5,5
EPS	-0,27	0,29	0,28	0,14	0,06	- 0,28	5 %		-0,35
Osinko/osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- 0,00			0,00
Liikevaihdon kasvu-%	-45,7 %	-7,5 %	-8,4 %	-7,4 %	-10 %	- -2 %	0,9 %-yks.		-9,2 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	4,4 %	9,4 %	7,5 %	7,6 %	6 %	- 9 %	1,9 %-yks.		1,4 %

Lähde: Inderes & SME (konsensus)

Tulos paranee selvästi lähivuosina

Ennusteissa vain pieniä muutoksia

Stockmann ohjeistaa vuoden 2017 liikevaihdon laskevan myymäläverkoston ja tuotevalikoiman muutosten takia. Oikaistun liikevoiton odotetaan paranevan vuoteen 2016 verrattuna ja kausivaihtelusta johtuen Q1-tulos jää negatiiviseksi. Ohjeistus on linjassa meidän ja markkinaodotuksien kanssa ja olemme tehneet ennusteisiimme vain tarkennuksia Q4-raportin myötä.

Arviomme mukaan Retailin kiinteät kulut laskevat 2017 aikana noin 60 MEUR:lla johtuen mm. Hobby Hall myynnistä, Oulun lopetuksesta ja säästöohjelmasta. Laskelmiemme mukaan kiinteä kulumassa on noin 230 MEUR ja kulurakenne on oikeasti järkevällä tasolla. Kulumassasta arviomme mukaan hieman yli puolet on henkilöstökuluja ja hieman alle puolet muita kuluja. Henkilöstökuluista noin 70 % liittyy myymälähenkilökuntaan ja loput tukifunktioihin. Muiden kulujen osalta noin puolet on vuokratkuluja ja loput mm. markkinointia, logistiikkaa ja poistoja.

Liikevaihdon ennustamme parantuvan asteittain ja kääntyvän Q4:llä lopulta lievään kasvuun ja koko vuoden osalta ennustamme 514 MEUR:n liikevaihtoa. Myös bruttomarginaali paranee edelleen hieman johtuen parantuvasta myyntimixistä. Kokonaisuutena ennustamme liikevoiton parantuvan merkittävästi ja olevan -22 MEUR (aik. -26 MEUR). 2018 odotamme liikevaihdon kasvavan lievästi (+1,5 %) ja kasvua tukee Tapiolan tavaratalo, talouden elpyminen ja yhtiön omat toimet. Kulutason odotamme laskevan edelleen johtuen säästöistä (logistiikkakeskus, IT ja vuokrat). Tämä ei kuitenkaan riitä nostamaan yhtiön liikevoittoa sen tavoittelemalle nollatasolla ja ennustamme liikevoiton jäävän 9 MEUR tappiolle. Ottaen huomioon vuoden 2016 lähes 50 MEUR:n tappio, olisi 9 MEUR:n liiketappio (aik. -16 MEUR) erinomainen suoritus. Mikäli yhtiön liikevaihto ei käännä odotuksiamme nopeammin tai voimakkaammin, tulee yhtiön toteuttaa vielä uusi säästöohjelma, jotta se saa nostettua 2018 tuloksensa nolliille. Muistutamme, että tulos on hyvin herkkä liikevaihdolle ja ilman käännettä liikevaihdossa ei positiivinen tulos ole mahdollinen.

Lindexin osalta olemme laskeneet ennusteitamme hieman johtuen panostuksista digitalisaatioon. Odotamme yhtiön ylläpitävän nykyistä 55 MEUR:n hyvää tulostasoaan seuraavan kahden vuoden aikana. Real Estate niin ikään ylläpitää vahvaa tulostasoaan ja ennusteemme eivät sisällä Nevskyn mahdollista divestointia. Divestoinnin toteutuessa sen nettovaikutus tulokseen on arviomme mukaan noin 5 MEUR.

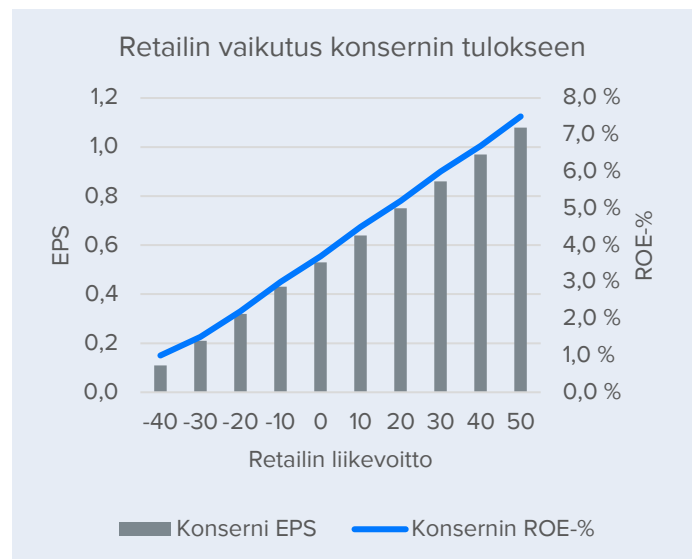
Stockmannin velkataakka on edelleen erittäin korkea suhteessa sen tuloksentekokykyyn (nettovelka noin 850 MEUR) ja kallis hybridilaina nostaa rahoituskuluja entisestään. Korkeiden rahoituskulujen lisäksi myös veroaste tulee arviomme mukaan

olemaan normaalia korkeampi lähivuosina, kun Retail pysyy tappiolla. Korkeat rahoituskulut ja kohollaan oleva veroaste syövät valtaosan liikevoitosta ja ennustamme vuosien 2017 ja 2018 EPS:n olevan 0,15 euroa (aik. 0,17 euroa) ja 0,34 euroa (aik. 0,30 euroa).

Konsernin arvo on Retailin vankina

Vaikka Stockmannilla pahin onkin jo takana, on yhtiössä piilevän arvon purkautumiseen vielä pitkä matka. Olemme havainnollistaneet Retailin vaikutusta konsernin osakekohtaiseen tulokseen ja pääoman tuottoon. Olemme käyttäneet laskelmassa Lindexin, Real Estaten ja konsernihallinnon 2017 liikevoittoennusteita, 21 %:n veroastetta ja 25 MEUR:n nettokorkokuluja.

Kuten alla olevasta graafista näkyy, Retailin tappion ollessa merkittävä (2017e: -22 MEUR), jää koko konsernin tulos hyvin vaisuksi ja oman pääoman tuotto erittäin heikoksi. Huomion arvoista on myös se, että konsernin oman pääoman tuotto jää kroonisesti heikoksi, vaikka Retail nousisikin selvästi voitolliseksi. 50 MEUR:n liiketuloksella (lähes 10 %:n EBIT-%) Retail olisi yksi Euroopan kannattavimpia tavarataloyhtiöitä, mutta tästä huolimatta konsernin oman pääoman tuotto jäisi noin 8 %:iin. Kroonisesti heikko oman pääoman tuotto johtuu suuresta kiinteistömassasta sekä Lindexin korkeasta tasearvosta. Kroonisesti matala oman pääoman tuotto herättää kuitenkin kysymyksiä konsernin nykyrakenteen järkevyydestä ja korostaa rakennejärjestelyjen tärkeyttä konsernin osien arvon purkamisessa. Käsitlemme rakennejärjestelyjä tarkemmin seuraavalla sivulla.



Ennustemuutokset	2016	2016	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1299	1303	0 %	1220	1190	-2 %	1269	1217	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,7	17,6	38 %	44,6	45,7	3 %	58,6	63,0	7 %
Liikevoitto	12,7	17,6	38 %	44,6	45,7	3 %	58,6	63,0	7 %
Tulos ennen veroja	-6,3	-5,5		24,6	25,7	5 %	35,6	41,7	17 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,36	-0,35		0,17	0,15	-13 %	0,30	0,34	15 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,10	0,10	0 %	0,20	0,20	0 %
Lähde: Inderes									

Liikevaihto	2016a	2016a	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	TOT	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	635	633	0 %	508	514	1 %	510	522	2 %
Fashion Chains	632	636	1 %	651	643	-1 %	671	663	-1 %
Real Estate	59	60	1 %	60	62	3 %	61	63	3 %
Eliminoinnit	-28	-26	-7 %	-29	-29	0 %	-30	-30	0 %
Lähde: Inderes									

Liikevoitto	2016a	2016a	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	TOT	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	-55	-50		-26	-22		-16,3	-9,1	
Fashion Chains	53	55	4 %	57	54	-7 %	60	57	-6 %
Real Estate	22	21	-4 %	23	23	1 %	24	24	2 %
Eliminoinnit	-7	-9	19 %	-10	-10	0 %	-9	-9	0 %
Lähde: Inderes									

Odottavan aika on pitkä

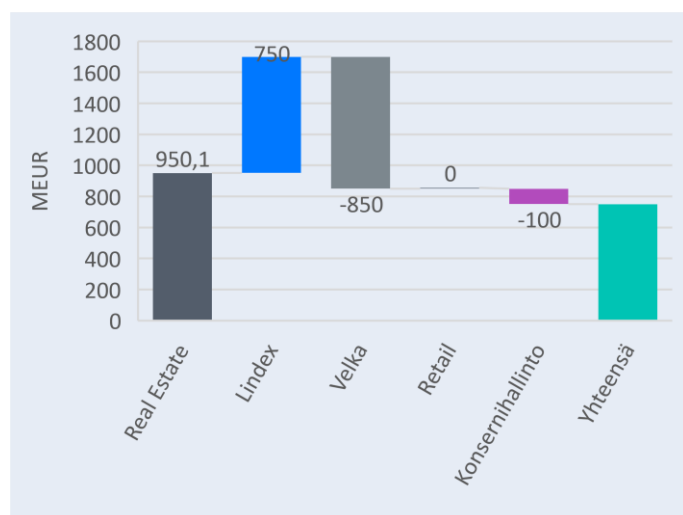
Tulospohjaisesti osake on kallis

Tulospohjaisesti Stockmann on hinnoiteltu erittäin korkealle eikä osake saa lähivuosien tulokertoimista minkäänlaista tukea. 2017 ja 2018 P/E-kertoimet ovat 48x ja 21x ja P/E laskee houkuttelevalle tasolle vasta 2020 ennusteilla (12x), kun hybridilaina poistuu, Retail kääntyy voitolle ja veroaste normalisoituu. Raskaan velkataakan huomioivat vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat niin ikään korkeat 12x ja 10x. Suhteessa verrokkiryhmään osaketta hinnoitellaan selvällä preemiolla ja emme pidä tätä perusteltuna. Näin ollen tulokertoimien painuminen verrokkiryhmän tasolle vaatisi käytännössä Retailin nousemista voitolliseksi, sillä Lindexin ja Real Estaten tulokset ovat jo erinomaisilla tasoilla.

Osake nojaakin tällä hetkellä ennen kaikkea matalaan tasepohjaiseen arvostukseen (P/B 0,5x). Matala P/B-kerroin kuvastaa yhtiön osissa piilevää arvoa ja rajaa osakkeen laskuvaraa selvästi. Osissa olevan arvon purkamisen on kuitenkin hankalaa ja vaatisi taakseen isoja rakennejärjestelyjä tai Retailin kääntymistä, jota joudutaan odottamaan vielä vuosia.

Rakennejärjestelyjä odotellessa

Osakkeenomistajien toivo lepääkin yhtiön osissa piilevässä arvossa ja tämän realisoitumisessa. Yhtiön osissa on edelleen merkittävää arvoa ja näkemyksemme mukaan osien summa on yli 10 euroa per osake, kun Retailille annetaan arvoksi nolla. Kiinteistöjen arvo on tasearvo (950 MEUR) ja Lindexin arvo on näkemyksemme mukaan noin 750 MEUR (verrokkiryhmän kertoimilla ja ensi vuoden vahvalla tuloksella laskettuna). Konsernihallinnon vuotuiselle noin 10 MEUR:n kuluerälle olemme antaneet -100 MEUR:n arvon (10x kerroin).



Tämän arvon purkautuminen vaatisi kuitenkin merkittäviä järjestelyjä ja olemme havainnollistaneet arvon purkautumista kolmella eri skenaariolla:

1) Yhtiö luopuu kiinteistöistä. Kiinteistöjen myynnillä yhtiö pääsisi eroon veloistaan ja siitä tulisi nettovelaton. Suora EPS vaikutus jäisi kiinteistöjen myynnissä kuitenkin varsin pieneksi, sillä Real Estate -divisioonan liikevoitto on vain hieman yhtiön maksamia korkokuluja pienempi (hybridi huomioitu). Tässä skenaariossa yhtiön taseriski pienenee oleellisesti, mutta

konsernissa piilevä arvo olisi edelleen riippuvainen Retailin kehityksestä. Mikäli Retail hautaa alleen osan Lindexin tuloksesta, ei osakekurssi heijastelisi Lindexin täyttää arvoa. Yhtiö on ottamassa ensimmäistä askelta tähän suuntaan myymällä Pietarin Nevsky Centerin, todennäköisesti H1'17:n aikana. Tämä ei kuitenkaan vielä tarkoita, että Helsingin kiinteistö olisi myytävänä ja yhtiö on tähän asti korostanut Helsingin kiinteistön olevan strateginen.

2) Lindex myydään. Lindexin myynti tekisi yhtiöstä lähes nettovelattoman, mutta EPS-vaikutus olisi rajusti negatiivinen johtuen Lindexin korkeasta tulostasosta ja suhteellisen matalista korkokuluista. Tämä järjestely tekisi Stockmannista kiinteistöyhtiön, jonka velankantokyky on erittäin heikko, niin kauan, kun Retail hautaa tappioillaan kiinteistöjen nettotuotot. Näin ollen myös tässä skenaariossa lopputulema olisi täysin riippuvainen Retailin kääntymisestä ja Lindexin myynti nostaisi oleellisesti yhtiön riskiprofiilia. Ilman merkkejä Retailin elpymisestä, olisi skenaariolla todennäköisesti negatiivinen vaikutus osakkeen hintaan.

3) Retail myydään. Tämä olisi osakkeelle erittäin positiivista ja purkaisi arvon välittömästi. EPS-vaikutus olisi merkittävästi positiivinen (eroon tappiollisesta toiminnasta) ja yhtiö ei enää kantaisi riskiä mahdollisesta Retailin alasajosta (vasta pidemmällä tulevaisuudessa). Jäljellä olevat Lindex ja Real Estate ovat lähellä täyttää potentiaaliaan ja markkina hinnoittelisi ne lähelle täyttää arvoaan. Tässä skenaariossa Stockmannin hyväksyttävä osakekurssi olisi lähellä 10 euroa osake. On mielestämme selvää, että tässä skenaariossa myös seuraava järjestely olisi todennäköinen Lindexin ja kiinteistöjen olemattomista synergioista johtuen. Käytännössä seuraava järjestely tarkoittaisi toisen osan myyntiä tai jakautumista, jonka seurauksena Stockmannista tulisi joko puhdas kiinteistöyhtiö tai Lindex.

Arvon purkautumisen kannalta paras skenaario olisi luonnollisesti Retailin myynti, sillä Retailin ollessa osa konsernia, on arvopurkautuminen aina osittain riippuvainen Retailin käänteiden onnistumisesta. Pidämme kuitenkin Retailin myyntiä erittäin epätodennäköisenä. Lindexin tai Kiinteistöjen myynti on mielestämme mahdollista keskipitkällä aikavälillä, mutta ne eivät yksinään pura yhtiössä olevaa arvoa, vaan arvon purkautuminen vaatii edelleen Retailin kääntymistä. Näin ollen emme odota, että osissa oleva arvo tulisi purkautumaan seuraavan 12kk aikana rakennejärjestelyillä.

Odottavan aika on pitkä

Vaikka yhtiön osissa onkin selkeää arvoa, ei se mielestämme ole riittävä syy ostaa osaketta. Rakennejärjestelykortin realisoituessa ei mielestämme ole itsestään selvää, että se johtaa arvon purkautumiseen ja se heikentää entisestään casea ostaa yhtiötä pelkän rakennejärjestelykortin vuoksi. Mielestämme ainoa syy ostaa osaketta nykytasolta on usko Retailin käänteeseen. Retailin kääntyessä osakkeessa on selkeää arvoa, mutta nykyisten myyntinumeroiden valossa emme näe Retailin kääntyvän plussalle tämän vuosikymmenen puolella. Heikon tulostason sekä korkean velkataakan myötä myös yhtiön osinkotuotto jää lähivuosina heikoksi (2016e 0 % ja 2017e 1,5 %) ja sijoittaja ei saa rakennejärjestelykortin odottelusta järkevää korvausta.

Verrokkiryhmä

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Stockmann	7,35	529	1350	27,6	20,2	12,4	10,5	1,1	1,1	33,1	19,5	0,5	1,5	0,5
Nordstrom	45,44	7466	9521	10,9	10,5	6,6	6,2	0,7	0,7	15,5	14,8	3,3	3,5	8,1
Brown Group	220,50	736	1072	10,5	10,4	7,9	7,7	1,0	1,0	9,7	9,8	0,1	0,1	1,3
Marks & Spencer	333,40	6383	8750	11,1	11,1	6,0	5,9	0,7	0,7	11,5	11,6	0,1	0,1	1,6
Next	3905,00	6766	7955	8,0	8,6	7,0	7,4	1,6	1,6	9,0	9,7	0,1	0,1	13,9
Hennes & Mauritz	241,50	42252	41531	14,7	13,1	11,1	9,9	1,8	1,7	19,3	17,4	4,0	4,2	6,0
Kesko	44,25	4405	4626	13,9	12,4	9,6	8,8	0,4	0,4	18,0	16,3	4,8	5,2	2,1
Ted Baker	2838,00	1477	1607	19,8	17,3	15,4	13,5	2,6	2,3	25,3	22,1	0,0	0,0	
Hyundai Department Stores	94300,00	1835	2586	7,6	6,7	5,5	4,9	1,6	1,5	7,4	7,0	0,8	0,8	0,5
Lifestyle International	10,38	2031	669	10,7	9,8	9,9	9,0	1,0	0,9	10,3	9,7	4,9	5,2	3,8
Kappahl	51,25	416	418	9,6	8,6	7,1	6,5	0,8	0,8	13,1	12,2	3,3	3,8	2,0
Debenhams	54,35	786	1117	7,8	8,3	4,1	4,2	0,3	0,3	8,0	8,6	0,1	0,1	0,7
Adler Modemarkte	4,85	90	148	9,3	7,1	3,9	3,4	0,3	0,3	17,3	11,5	3,8	4,7	0,9
Myer Holdings	1,31	780	849	10,0	9,0	5,7	5,3	0,4	0,3	13,9	12,7	4,5	4,8	1,0
Verkkokauppa.com	7,24	326	285	17,9	14,2	16,6	13,3	0,7	0,6	25,6	20,7	2,7	3,2	7,6
Supergroup	1500,00	1438	1420	12,9	11,0	9,2	7,9	1,6	1,4	17,8	15,7	0,0	0,0	
Tokmanni Group	9,84	579	695	12,5	10,8	9,8	8,5	0,8	0,8	14,7	12,7	5,1	5,9	3,3
Stockmann (Inderes)	7,29	527	1233	27,0	19,0	11,9	9,9	1,0	1,0	47,9	21,3	1,4	2,7	0,5
Keskiarvo				12,6	11,1	8,7	7,8	1,0	1,0	15,8	13,6	2,2	2,5	3,5
Mediaani				10,9	10,5	7,9	7,7	0,8	0,8	14,7	12,7	2,7	3,2	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				147 %	82 %	50 %	29 %	22 %	23 %		68 %	-50 %	-14 %	-75 %

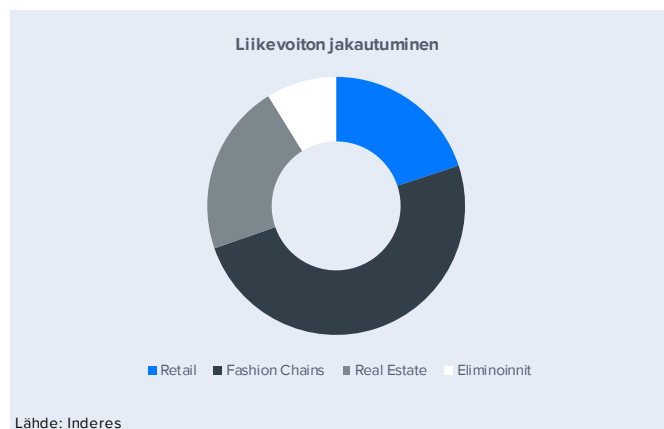
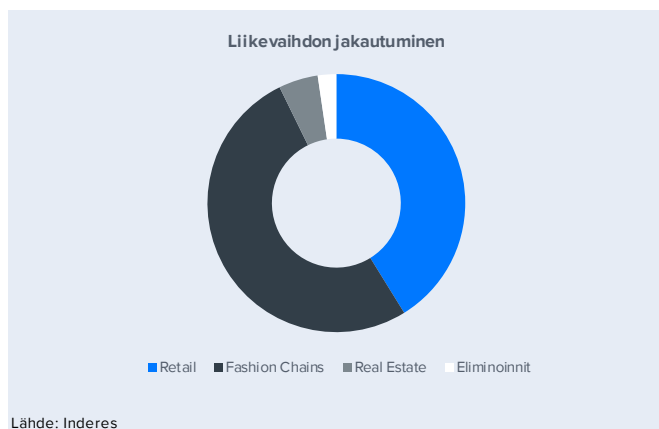
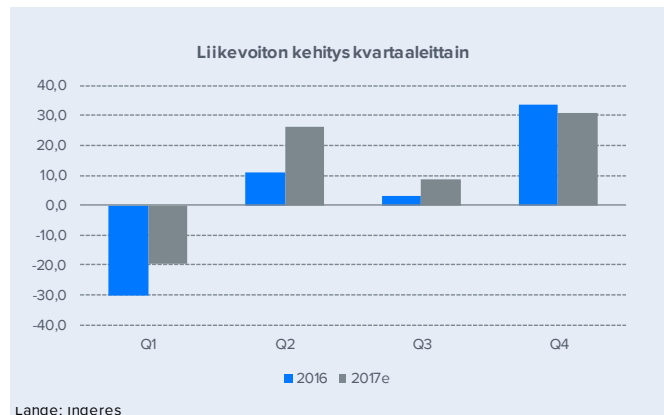
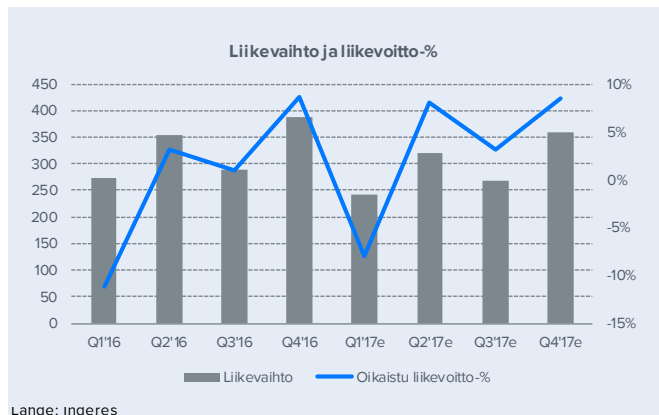
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1434,8	273,1	352,8	288,9	388,4	1303,2	242,7	320,3	268,0	359,0	1190,0	1216,9	1245,8
Retail	740,8	135,2	168,7	124,2	205,1	633,2	105,5	134,8	98,8	174,7	513,9	521,6	527,7
Fashion Chains	668,4	130,2	175,6	156,1	173,8	635,7	128,9	177,4	160,8	176,4	643,5	662,8	682,7
Real Estate	59,3	14,8	14,8	14,9	15,6	60,1	15,2	15,1	15,3	15,9	61,6	62,5	63,5
Eliminoinnit	-33,7	-7,1	-6,3	-6,3	-6,1	-25,8	-7,0	-7,0	-7,0	-8,0	-29,0	-30,0	-28,0
Käyttökate	29,8	-16,3	26,3	17,6	49,2	76,8	-5,4	41,0	22,4	45,7	103,7	120,9	133,2
Poistot ja arvonalennukset	-82,3	-14,0	-15,2	-14,6	-15,4	-59,2	-14,0	-15,0	-14,0	-15,0	-58,0	-58,0	-58,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	-24,0	-30,3	11,1	3,0	33,8	17,6	-19,4	26,0	8,4	30,7	45,7	63,0	75,2
Liikevoitto	-52,5	-30,3	11,1	3,0	33,8	17,6	-19,4	26,0	8,4	30,7	45,7	63,0	75,2
Retail	-72,9	-25,3	-20,5	-18,0	14,0	-49,8	-16,8	-4,3	-12,8	12,4	-21,5	-9,1	-3,3
Fashion Chains	30,5	-8,5	28,1	15,7	19,6	54,9	-6,3	26,7	17,3	15,8	53,5	57,0	63,0
Real Estate	16,3	6,0	5,4	5,1	4,6	21,1	6,2	5,6	5,8	5,5	23,2	24,0	24,5
Eliminoinnit	-26,4	-2,6	-2,0	0,3	-4,4	-8,6	-2,5	-2,0	-2,0	-3,0	-9,5	-9,0	-9,0
Nettorahoituskulut	-21,2	-4,3	-4,6	-5,1	-9,1	-23,1	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-20,0	-21,2	-23,7
Tulos ennen veroja	-73,7	-34,6	6,5	-2,1	24,7	-5,5	-24,4	21,0	3,4	25,7	25,7	41,7	51,4
Verot	-15,1	3,0	-8,2	-5,2	-2,3	-12,7	7,6	-6,5	-1,1	-8,0	-8,0	-10,4	-12,3
Vähemmistöosuudet	0,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,6	-6,6
Nettotulos	-88,8	-33,3	-3,4	-9,0	20,7	-25,0	-18,5	12,8	0,7	16,0	11,0	24,7	32,5
EPS (oikaistu)	-0,84	-0,46	-0,05	-0,12	0,29	-0,35	-0,26	0,18	0,01	0,22	0,15	0,34	0,45
EPS (raportoitu)	-1,23	-0,46	-0,05	-0,12	0,29	-0,35	-0,26	0,18	0,01	0,22	0,15	0,34	0,45

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-22,2 %	-28,2 %	-13,1 %	-17,7 %	30,5 %	-9,2 %	-11,1 %	-9,2 %	-7,3 %	-7,6 %	-8,7 %	2,3 %	2,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-58,3 %	-39,3 %	94,6 %	-123,6 %	2,4 %	-173,3 %	-36,0 %	134,8 %	178,7 %	-9,2 %	159,8 %	37,7 %	19,4 %
Käyttökate-%	2,1 %	-6,0 %	7,5 %	6,1 %	12,7 %	5,9 %	-2,2 %	12,8 %	8,4 %	12,7 %	8,7 %	9,9 %	10,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,7 %	-11,1 %	3,1 %	1,0 %	8,7 %	1,4 %	-8,0 %	8,1 %	3,1 %	8,5 %	3,8 %	5,2 %	6,0 %
Nettotulos-%	-6,2 %	-12,2 %	-1,0 %	-3,1 %	5,3 %	-1,9 %	-7,6 %	4,0 %	0,2 %	4,5 %	0,9 %	2,0 %	2,6 %

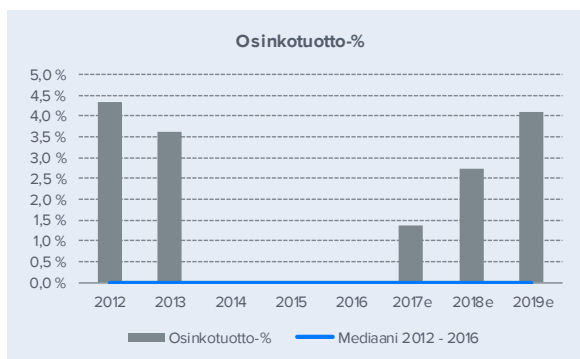
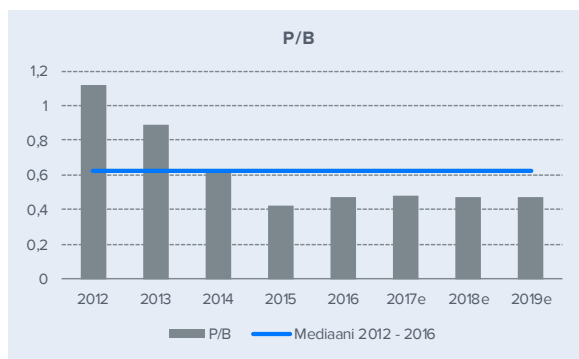
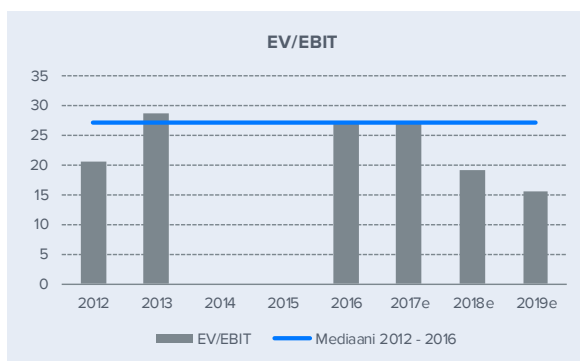
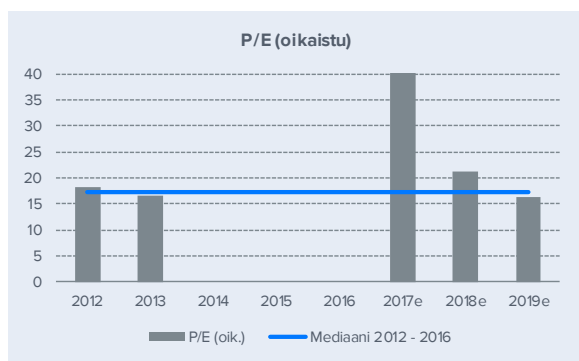
Lähde: Inderes



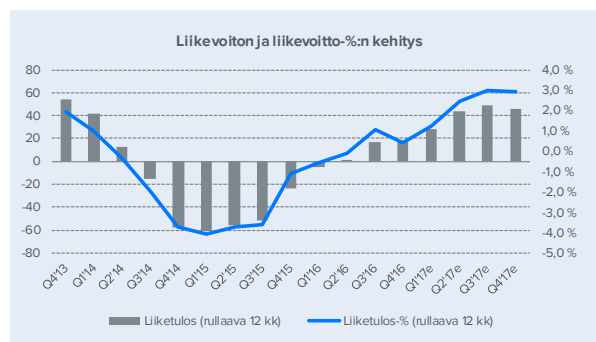
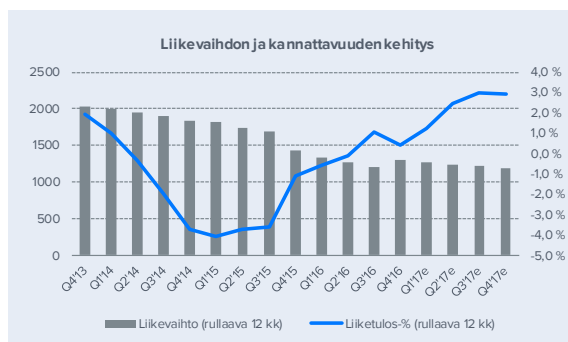
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	13,60	11,04	6,55	6,10	7,00	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	1000	796	472	439	507	527	527	527
Yritysarvo (EV)	1812	1577	1277	1204	1248	1233	1199	1173
P/E (oik.)	18,2	16,4	neg.	neg.	neg.	47,9	21,3	16,2
P/E	18,3	16,4	neg.	neg.	neg.	47,9	21,3	16,2
P/Kassavirta	12,7	8,0	23,6	18,4	-337,5	9,3	8,3	8,1
P/B	1,1	0,9	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	11,2	12,2	neg.	18,2	11,9	11,9	9,9	8,8
EV/EBIT	20,6	28,7	neg.	neg.	27,1	27,0	19,0	15,6
Osinko/tulos (%)	80,9 %	59,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	65,8 %	58,3 %	66,5 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	2,7 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

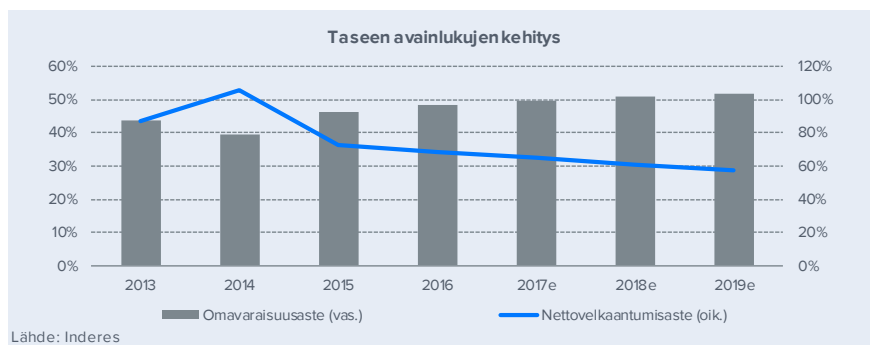


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1588	2028	1980	1969	1958
Liikearvo	748	765	736	736	736
Aineettomat oikeudet	164	153	147	158	170
Käyttöomaisuus	591	1016	865	843	821
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	56	39	187	187	187
Muut pitkäaikaiset varat	3	10	7	7	7
Laskennalliset verosaamiset	26	45	38	38	38
Vaihtuvat vastaavat	349	245	261	227	226
Varastot	239	171	181	155	158
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	80	56	60	54	49
Likvidit varat	29	19	20	19	19
Taseen loppusumma	1936	2274	2241	2196	2184

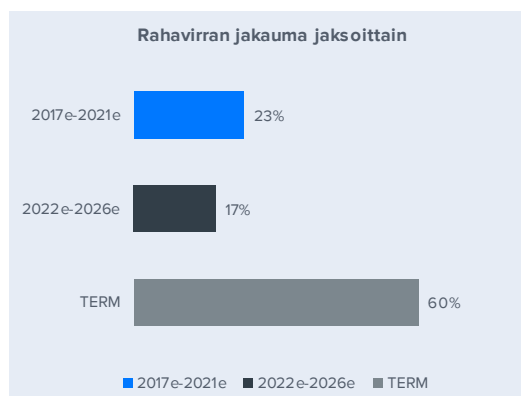
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	760	1047	1080	1091	1109
Osakepääoma	144	144	144	144	144
Kertyneet voittovarot	138	-27	-21	-10	7
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-6	-4	-7	-7	-7
Muu oma pääoma	484	934	965	965	965
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	676	703	692	746	719
Laskennalliset verovelat	62	164	164	164	164
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	613	535	525	580	553
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	5	3	3	3
Lyhytaikaiset velat	501	523	469	359	356
Lainat rahoituslaitoksilta	221	249	237	145	138
Lyhytaikaiset korottomat velat	268	231	203	184	189
Muut lyhytaikaiset velat	12	44	29	29	29
Taseen loppusumma	1936	2274	2241	2196	2184



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	17,6	45,7	63,0	75,2	81,8	79,3	74,1	68,8	70,1	71,5	72,2	
+ Kokonaispoistot	59,2	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	57,9	57,8	57,7	57,5	57,4	
- Maksetut verot	-6,1	-8,0	-10,4	-12,3	-13,2	-10,8	-10,0	-9,0	-9,4	-9,9	-10,2	
- verot rahoituskuluista	-4,9	-6,2	-5,3	-5,7	-5,6	-5,0	-4,9	-4,7	-4,6	-4,4	-4,3	
+ 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	-56,8	13,9	5,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	9,0	103,5	110,8	114,7	120,4	120,8	116,8	112,4	113,4	114,3	114,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-17,7	-47,0	-47,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-53,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,4	56,5	63,8	64,7	70,4	70,8	66,8	62,4	63,4	64,3	61,1	
+/- Muut	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,5	56,5	63,8	64,7	70,4	70,8	66,8	62,4	63,4	64,3	61,1	1256,3
Diskontattu vapaa kassavirta		53,7	57,2	54,8	56,4	53,5	47,7	42,0	40,3	38,6	34,7	712,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1191,4	1137,7	1080,4	1025,6	969,2	915,7	868,0	826,0	785,7	747,0	712,4
Velaton arvo DCF		1191,4										
- Korolliset velat			-761,8									
+ Rahavarat			20,2									
-Vähemmistöosuus			0,0									
-Osinko/pääomapalautus			0,0									
Oman pääoman arvo DCF			449,8									
Oman pääoman arvo DCF per osake			6,24									

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	5,9 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1844	1435	1303	1190	1217
EBITDA	-23	30	77	104	121
EBITDA-marginaali (%)	-1,2	2,1	5,9	8,7	9,9
EBIT	-94,0	-52,5	17,6	45,7	63,0
Voitto ennen veroja	-115,4	-73,7	-5,5	25,7	41,7
Nettovoitto	-111,6	-174,9	-16,2	11,0	24,7
Kertaluontoiset erät	-36,4	-28,5	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1936	2274	2241	2196	2184
Oma pääoma	760	1047	1080	1091	1109
Liikearvo	748	765	736	736	736
Korolliset velat	834	783	762	725	691

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	-23,0	29,8	76,8	103,7	120,9
Nettokäyttöpääoman muutos	94,4	87,9	-56,8	13,9	5,5
Operatiivinen kassavirta	66,4	189,5	9,0	103,5	110,8
Vapaa kassavirta	20,0	23,8	-1,5	56,5	63,8

Yhtiökuvaus
Stockmann on vuonna 1862 perustettu suomalainen vähittäiskauppaa harjoittava pörssi-yhtiö. Stockmann on ottanut 1.1.2015 alkaen käyttöön uuden yhtiörakenteen, jonka mukaisesti yhtiön toiminta jakautuu kolmeen liiketoimintayksikköön, jotka ovat Stockmann Retail, Real Estate ja Fashion Chains.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-1,55	-1,23	-0,35	0,15	0,34
EPS oikaistu	-1,04	-0,84	-0,35	0,15	0,34
Operat. kassavirta per osak	0,92	2,63	0,13	1,44	1,54
Tasearvo per osake	10,55	14,53	14,99	15,15	15,39
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20
Voitonjako, %	0	0	0	66	58
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	1,4	2,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	neg.	neg.	48,1	21,3
P/B	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5
P/Liikevaihto	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
P/CF	7,1	2,3	55,7	5,1	4,8
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	neg.	40,4	16,3	11,9	9,9
EV/EBIT	neg.	neg.	70,9	27,0	19,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
HTT Holdings	11,7 %
Föreningen Konstsamfundet-ryhmä	9,4 %
Svenska Litteratursällskapet i Finland	7,6 %
Varma	6,9 %
Niemistö-ryhmä	5,8 %
Åbo Akademin säätiö	4,2 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.4.2015	Vähennä	6,60 €	7,20 €
12.8.2015	Vähennä	7,00 €	7,00 €
28.10.2015	Vähennä	7,00 €	6,80 €
4.12.2015	Vähennä	7,50 €	7,50 €
15.1.2016	Vähennä	6,50 €	6,05 €
18.2.2016	Myy	5,00 €	6,20 €
2.5.2016	Vähennä	5,50 €	6,10 €
14.6.2016	Vähennä	5,50 €	5,95 €
15.8.2016	Myy	6,00 €	7,18 €
30.10.2016	Vähennä	6,50 €	6,74 €
29.12.2016	Vähennä	6,50 €	7,01 €
15.2.2017	Vähennä	7,00 €	7,29 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>