

TOKMANNI GROUP

15.12.2025 07.05 EET



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Suurten muutosten aika

Tokmannin sijoittajatarina on siirtymävaiheessa, kun yhtiö tekee muutoksia Dollarstoren liiketoimintamalliin ja pyrkii piristämään kotimaan kasvuaan SPAR-yhteistyön avulla. Osake vaikuttaa nimellisesti edulliselta, mutta positiivinen kurssikehitys vaatii sijoittajien luottamuksen palauttamista osoittamalla tulokasvun olevan kestäväällä pohjalla. Lyhyen aikavälin kurssiajureiden puutteen sekä kohonneen riskitason tähden pysyttäydymme vähennä-suosituksessa. Toistamme 7,7 euron tavoitehinnan ennusteiden pysyessä ennallaan.

Markkinajohtaja Pohjoismaissa

Tokmanni on Pohjoismaiden suurin halpakauppayhtiö reilun 350 myymälän verkostollaan ja 1,7 mrd. euron liikevaihdolla. Viimeisten 10 vuoden aikana Tokmannin liikevaihto on kasvanut noin 5 %:n vuosivauhtia Suomessa. Dollarstoren kasvu samalla periodilla on ollut lähes 20 %. Konseptien kasvuvauhtien polarisaatio tulee jatkumaan, sillä Tokmannin myymäläverkosto lähestyy Suomessa täyttä lentokorkeuttaan. Suomen kannattavuus on pitkään ollut toimialan keskitasoa, kun taas näemme Dollarstorella olevan selvää parantamisen varaa, mikä onnistuessaan toimisi osakkeen merkittävänä arvoajurina. Pääomatehokas liiketoimintamalli mahdollistaa hyvän vapaan kassavirran ja pääoman tuoton, joiden laskevan trendin kääntäminen olisi sijoittajatarinan kannalta ensiarvoisen tärkeää.

Takana haasteelliset lähivuodet

Tokmanni on kärsinyt heikosta markkinatilanteesta ja kovasta kilpailusta. Tämän takia Suomen tulos on laahannut paikoillaan viimeiset 3 vuotta. Ulkomaille laajennuttuaan Tokmanni on pyrkinyt muokkaamaan Dollarstoren konseptia kasvuoimaisemmaksi mm. laajentamalla myymäläverkostoa voimakkaasti sekä kasvattamalla keskiostosta valikoimamuutosten avulla. Alkuperäiset suunnitelmat konseptin ehostamisesta eivät mielestämme olleet näin mullistavia. Toimivan konseptin muokkaamiseen liittyy mielestämme merkittävä riski, sillä Dollarstoren vanhat asiakkaat ovat tottuneet

erilaiseen ostokokemukseen. Muutoksilla yhtiö on saanut keskiostoksen nousuun, mutta toisaalta vertailukelpoisten myymälöiden asiakasmäärät ovat laskeneet kuluvan vuoden aikana prosentilla. Tämä yhdessä kasvupanostusten kanssa on painanut Dollarstoren tuloksen hyvin heikolle tasolle. Tästä syystä yhtiö aikoo keskittyä kannattavuuden tasonostoon seuraavan vuoden ajan. Tässä onnistuessaan yhtiöllä on kaikki edellytykset luoda omistajilleen arvoa.

Ennustemme rakentuvat oletuksille, että Tokmanni-segmentti jatkaa noin markkinan mukaista kasvuaan ja uusi johto saa Dollarstoren suurimmat tulipalot sammutettua, jolloin yhtiö palaa takaisin tulokasvuun. Odotamme konsernin tuloksen nousevan 6 % vuodessa keskipitkällä jännteellä.

Strategiapäivitystä luvassa

Yhtiö tulee päivittämään strategiaansa uuden toimitusjohtaja Sampo Päällysahon astuessa ruoriin viimeistään kesällä 2026. Keskeisiä palasia strategiassa ovat kotimaan kasvun piristäminen päivittäistavaralaajentumisen avulla ja Dollarstoren tulokunnon elvyttäminen ja kasvun jatkaminen. Uusi toimitusjohtaja tuonee joitakin uusia tuulahduksia mukanaan, mutta emme usko tarinan muuttuvan oleellisesti.

Arvotus ei ole haastava, mutta epävarmuuksia löytyy

Tokmannin omaan historiaan ja verrokkeihin nähden matala arvostus (2026e P/E 9x ja IFRS 16 oik. EV/EBIT 10x) alkaa jo houkutella. Emme kuitenkaan näe kiirettä ostolaidalle, sillä Dollarstoren kehitys on herättänyt liikaa kysymyksiä. Ennustemme ollessa ohjeistuksen alalaidalla tulosvaroitusriski loppuvuodelle on ilmeinen. Tuotto-odotusta tukisi 6 %:n osinkotuotto, mutta sen kestävyys liittyy epävarmuutta, mikäli tulostaso jatkaisi heikentymistään. DCF-mallin osoittama arvo (8e) viestii nousuvarasta, mutta tämäkin on hyvin herkkä yhtiön saavuttamalle pitkän ajan kannattavuustasolle.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

7,70 EUR

(aik. 7,70 EUR)

Osakekurssi:

7,42 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1674,9	1736,3	1837,5	1932,5
kasvu-%	20 %	4 %	6 %	5 %
EBIT oik.	102,3	85,0	100,3	114,9
EBIT-% oik.	6,1 %	4,9 %	5,5 %	5,9 %
Nettotulos	48,8	37,1	44,6	58,3
EPS (oik.)	0,87	0,65	0,81	1,04

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

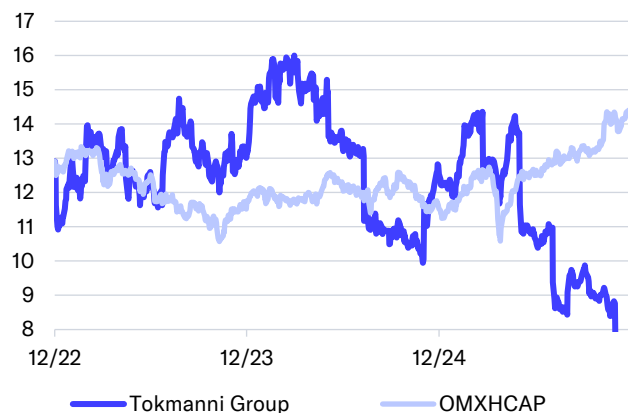
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

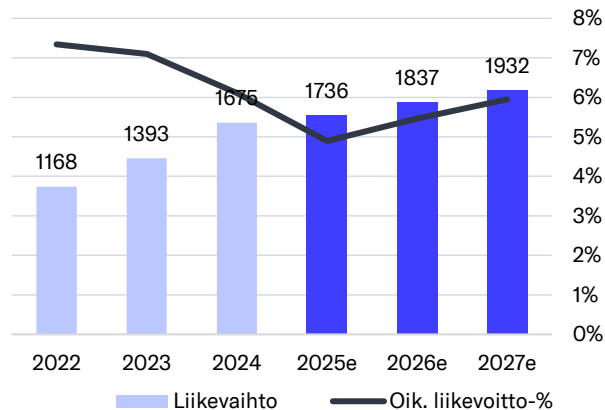
Yhtiö ohjeistaa 2025 liikevaihdon olevan 1 710-1 750 MEUR (2024: 1670 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton 85-95 MEUR (2024: 99,7 MEUR).

Osakekurssi



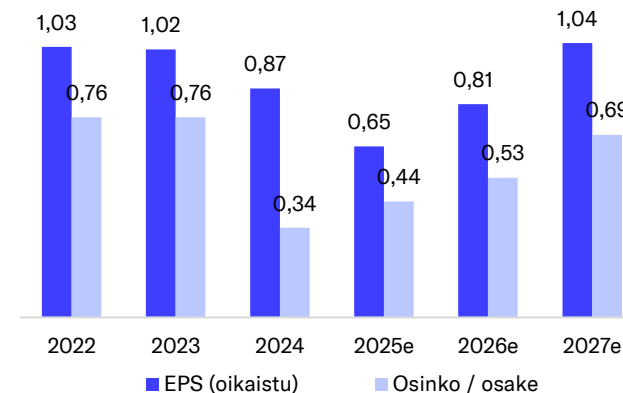
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Dollarstore ja kansainvälistyminen
- Uudet myymäläavaukset
- Private label-osuuden kasvu
- Fiksun ostamisen lisääntyminen
- Volyymien kautta tulevat skaalaedut mm. hankinnoissa ja vuokraehtoja neuvoteltaessa
- Oman verkkokaupan hyödyntäminen potentiaalisena alustana muiden tuotteille

Riskitekijät

- Kilpailutilanteen kiristyminen ja uudet ulkomaiset haastajat
- Yritysoistoissa tai kv-laajentumisessa epäonnistuminen
- Riippuvuus keskusvarastoista
- Maine- ja hintamielikuvriskit
- Häiriöt tuotteiden saatavuudessa ja alan riippuvuus Kaukoidän valmistuksesta
- Kauppasodan eskaloituminen voi hidastaa talouskasvua ja kiihdyttää inflaatiota

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,42	7,42	7,42
Osakemäärä, milj. kpl	58,9	58,9	58,9
Markkina-arvo	437	437	437
Yritysarvo (EV)	1238	1245	1244
P/E (oik.)	11,4	9,2	7,1
P/E	11,8	9,8	7,5
P/B	1,6	1,5	1,3
P/S	0,3	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	5,7	5,5	5,1
EV/EBIT (oik.)	14,6	12,4	10,8
Osinko/tulos (%)	69,8 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	7,2 %	9,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-10
Konsernin historiallinen kehitys	s. 11
Segmentit: Tokmanni	s. 12-17
Segmentit: Dollarstore	s. 18-20
Segmentit: Muut	s. 21
Sijoitus- ja riskiprofiili	s. 22-24
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 25-29
Toimiala ja markkina	s. 30-33
Kilpailukenttä	s. 34-35
Taloudellinen tilanne	s. 36-37
Ennusteet	s. 38-42
Arvonmäärittäminen	s. 43-49
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 51

Tokmanni Group lyhyesti

Tokmanni Group on vuonna 1989 perustettu, Pohjoismaiden suurin halpatavaroihin keskittyvä vähittäiskauppayhtiö.

1989

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen

1675 MEUR (20 % v/v)

Liikevaihto 2024

99,7 MEUR (6,0 % liikevaihdosta)

Oik. liikevoitto 2024

6613

Henkilöstö 2024 lopussa

74 % / 26%

Suomi / Ruotsi & Tanska osuus liikevaihdosta 2024

2000-luku

CapManin vetovastuun alla tehtiin useita halpakauppaa konsolidoineita yritys-järjestelyjä Suomessa

Verkkokaupan avaus vuonna 2011

2012-2017

Nordic Capital ostaa Tokmannin osakekannan 2012

Kaikki myymälät Tokmanni-brändin alle 2015

Tokmanni listautuu Helsingin pörssiin 2016

Uusilla myymäläavauksilla kasvua, vertailukelpoinen kasvu heikohkoa

Konseptin tarkoitus ja suunta hakusessa

2018 – nyt

Mika Rautiaisesta Tokmannin toimitusjohtaja

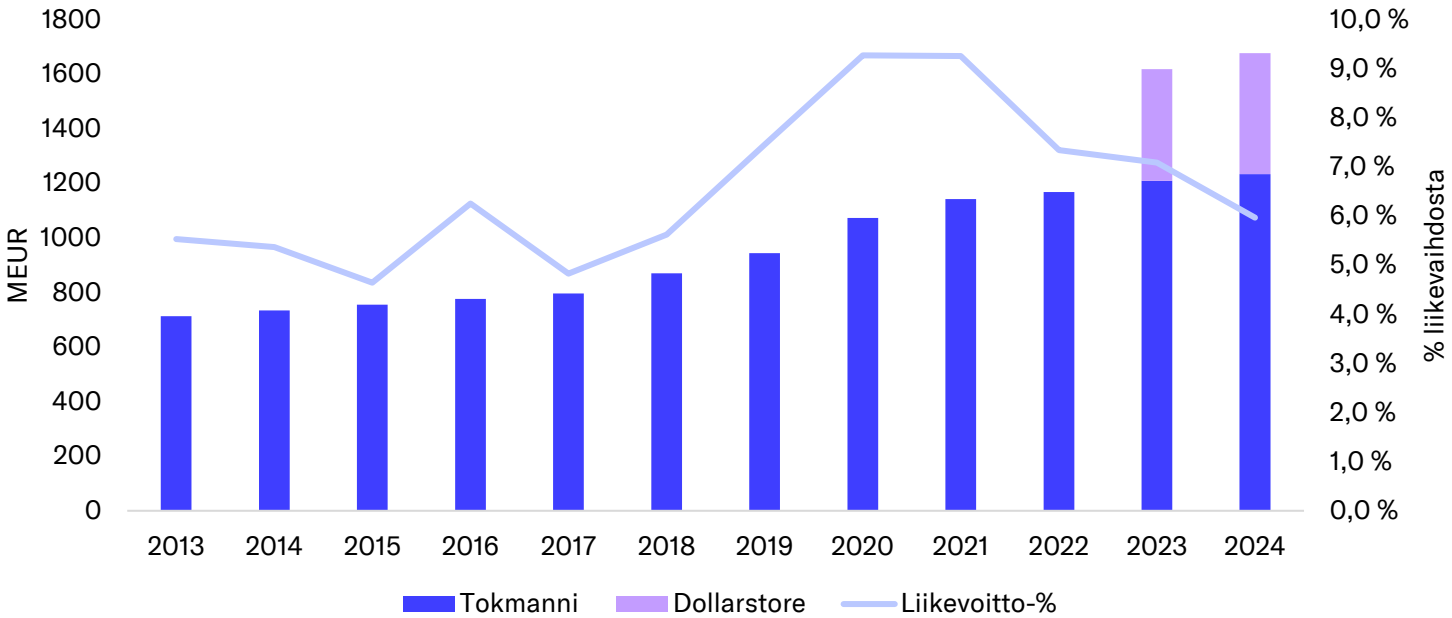
Myymäläkonseptien kirkastaminen, valikoiman laajentaminen ja asiakas-luottamuksen parantaminen

Vertailukelpoinen kasvu vahvistuu ja kannattavuus paranee

Yksittäisiä yritys- ja liiketoimintakauppoja

Kansainvälistyminen Dollarstore-yrityskaupan myötä

Päivittäistavarakaupan systemaattinen laajentaminen Suomessa alkaa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/5)

Tokmanni Group

Tokmanni Group on pohjoismaalaisia halpakauppakonsepteja hallinnoiva vähittäiskaupan konserni. Konserni omistaa Tokmanni, Dollarstore, Bigdollar, Miny ja Click Shoes – kauppakonseptit ja omaa yksinoikeuden toimia SPAR-kauppiaana Suomessa.

TOKMANNI

Tokmanni on Suomen suurin halpakauppaketju reilulla 200:lla myymälällä ja lähes 1,3 mrd. euron liikevaihdolla. Tokmanni-ketju on muodostunut useiden yritystojen avulla.

SPAR

Tokmannin tuoreruokaosastot (~20 kpl) konvertoidaan lähivuosina SPAR-konseptin mukaisiksi, ja Tokmanni saa SPAR-yhteistyöllä tehokkaamman hankintakanavan päivittäistavaravalikoimalleen.

DOLLAR\$TORE

Dollarstore on Ruotsin neljänneksi suurin halpakauppaketju reilulla 140:llä myymälällä ja reilu 400 MEUR:n liikevaihdolla. Tanskassa yhtiöllä on 10 Bigdollar –myymälää.

CLICK SHOES

MINY

Shop-in-shop kenkä- ja lifestyle –konseptit, joista ensimmäinen toimii myös omilla myymäläpaikoillaan. Tokmannin kokoon nähden liiketoiminta on pientä.



Konserni on kasvanut voimakasta tahtia orgaanisesti ja yritystojen tukemana. Suomessa yhtiö on saavuttanut melko kypsän vaiheen, kun taas muissa Pohjoismaissa sillä on vielä rutkasti kasvupotentiaalia.



Hyvällä tasolla olevaa tulosta yhtiö pystyy vielä parantamaan kulutehokkuutta kohentamalla ja myyntikate-% parantamalla mm. omien tuotemerkkien osuutta kasvattamalla.



Tasetta kasvattaa vuokravastuut sekä kohonnut velkataakka. Muuten Tokmannin liiketoimintamalli on pääomakevyt, mikä näkyy hyvänä tuottona sijoitetulle pääomalle.

TOKMANNI GROUP



Tokmanni Groupin asiakaslupaus perustuu halpuihin hintoihin ja helppoon asiointiin sekä yllätykselliseen asiakaskokemukseen. Yhtiö on arviomme mukaan onnistunut parantamaan asiakastytyvääisyyttä Suomessa merkittävästi 2010-luvun loppupuoliskolla, mikä näkyi hyvänä liikevaihdon kasvuna.



Tokmanni Group on Pohjoismaiden suurin halpakauppaketju, joka takaa tälle huomattavat mittakaavaedut esim. hankintatoiminnoissa ja markkinoinnissa.



Tokmanni Group vastaa konsernin strategisesta kehittämisestä sekä hallinnosta, mukaan lukien hankinta. Pääomaa ollaan allokoitu tehokkaasti, ja Dollarstore-yritystoston integraatio tulee todistamaan johdon todellisen kyvykkyyden kasvattaa konsernia tätäkin luokkaa suuremmaksi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/5)

Useamman konseptin halpakauppias

Tokmanni Group on vuonna 1989 perustettu ja halpatavaroihin fokusoitunut vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö on Pohjoismaiden suurin halpakauppias myymälämäärällä ja liikevaihdolla mitattuna. Konsernin liiketoiminta jakautuu Tokmanni- ja Dollarstore-segmentteihin, joiden liiketoimintamalleja olemme käsitelleet laajemmin alkaen sivuilta 12 ja 18. Tokmanni Groupista onkin viimeisen vuoden aikana kuoriutunut yhden konseptin halpakaupan sijaan useita konsepteja hallitseva konserni.

Kasvun taustalla yritysostot ja orgaaninen myymälälaajentuminen

Yhtiö profiloituu kasvuyhtiöksi, kun sen keskimääräinen kasvutahti on ollut 8 %:n luokkaa vuodessa. Kehitystä on tukenut useat pienet yritysostot Suomessa sekä hiljattainen Dollarstoren yritysosto, mutta tärkeänä kasvulähteenä on toiminut orgaaninen myymäläverkoston laajentaminen. Vuonna 2024 yhtiön liikevaihto oli 1675 MEUR, josta 74 % muodostui Tokmanni- ja 26 % Dollarstore-segmentistä. Kannattavuus on niin ikään parantunut konsernin mittakaavan kasvettua. Oik. liikevoittoa yhtiö teki 2024 noin 100 MEUR:n edestä, jossa Tokmanni-segmentin osuus (87 %) oli selvästi suurempi liiketoiminnan kypsemmän vaiheen takia.

Pääomien sitoutuminen

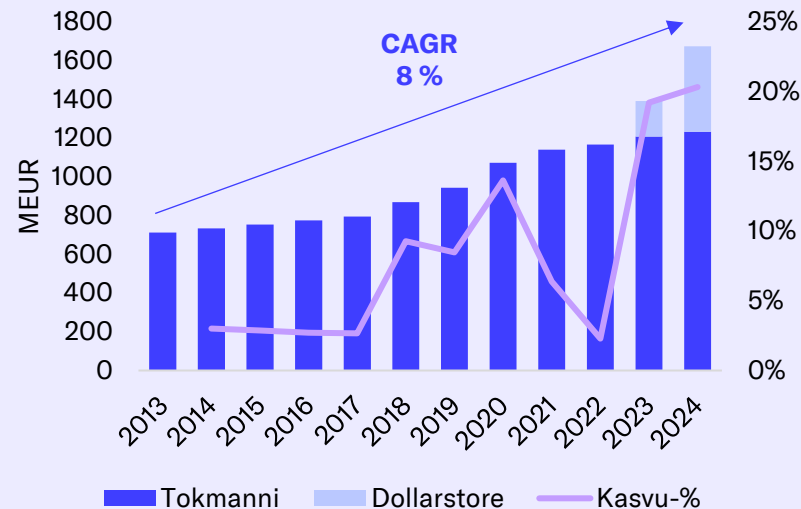
Liiketoiminta on melko pääomakevyttä ja investointitarpeet

tavanomaisesti rajoittuvat myymäläavauksiin sekä kevyisiin ylläpitoinvestointeihin. Käyttöpääoma tyypillisesti sitoo pääomaa, missä etenkin varaston heilunta voi olla suurta riippuen sesonkien menestyksestä. Yhtiön nettokäyttöpääoma on historiassa pyörinyt 10 %:n ympärillä, jota pidämme kasvavalle kaupan alan yhtiölle kohtuullisena tasona.

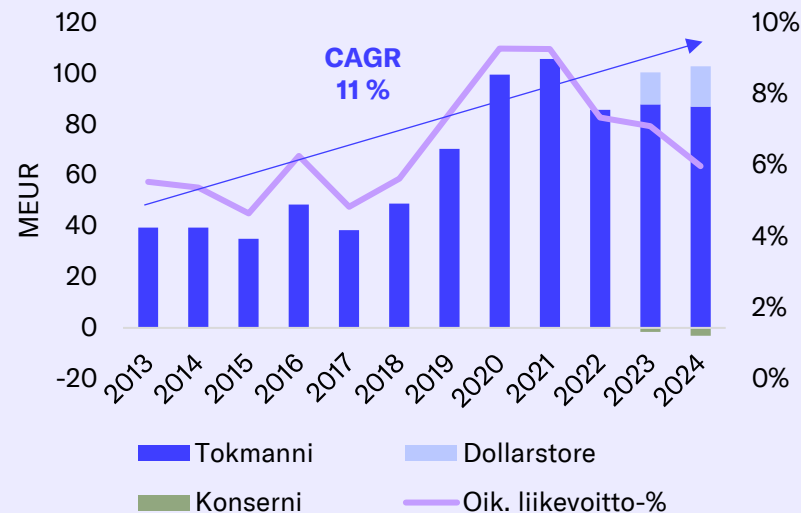
Myymälää avattaessa keskimääräinen investointi on arviomme mukaan noin 0,4 MEUR (vaihtelee konsepteittain), joka maksaa itsensä takaisin yhtiön mukaan nopeasti. Etenkin Dollarstoren tapauksessa takaisinmaksu on historiassa tapahtunut hyvin lyhyessä ajassa, kun yhtiön keskivertomyymälä saavuttaa kannattavan liiketoiminnan heti avaamista seuraavana kuukautena. SPAR-myymälöiden laajentaminen (20. myymälän jälkeen) tulee kuitenkin sitomaan perinteistä Tokmannin myymälää enemmän pääomia kalliimpien myymäläkalusteiden ja -varastojen tähden. Olemme käsitelleet SPAR-laajentumista laajemmin sivulla 17.

Kevyen pääomarakenteen ansiosta yhtiön tase on tuottanut historiassa kiitettävästi. Oman pääoman tuotto (ROE) on vaihdellut 20-30 %:n välillä, kun taas sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) on selvästi matalampi venytetyn taseen takia. ROIC on kuitenkin järjestelmällisesti ylittänyt pääoman kustannuksen (WACC ~9 %), mikä viestii liiketoiminnan luoneen arvoa. Tosin 2024 tunnusluku (8 %) painui WACC:n alle vuonna 2023 nostetun velan takia, jolla rahoitettiin Dollarstoren yritysosto.

Liikevaihdon kehitys



Oik. liikevoiton kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/5)

Liiketoiminta on kausiluonteista

Tokmanni Groupin liiketoiminta on kausiluonteista, mikä heijastuu myynissä, kannattavuudessa ja käyttöpääomassa. Kausiluonteisuus näkyy etenkin Suomen myynissä, jossa esimerkiksi puutarha ja joulumyynti ovat yhtiölle tuotekategorioina tärkeitä. Neljäs kvartaali on poikkeuksetta yhtiön vahvin joulumyynnin siivittämänä, kun taas ensimmäinen kvartaali on toimialan trendin mukaisesti vuoden heikoin ja usein tappiollinen. Tällöin kulutus on loppuvuoden sesongin jäljiltä vähäistä ja usein varastoon jääneitä tuotteita myydään poistomyynein tehden tilaa kevään sesonkituotteille. Yhtiön toinen kvartaali on tyypillisesti kolmatta vahvempi kevätseason tähden, mutta ero ei ole merkittävä. Alan kausiluonteisuus johtaa myös heiluntaan yhtiön käyttöpääomassa ja esimerkiksi ylijääneet sesonkituotteet voivat lumettoman talven

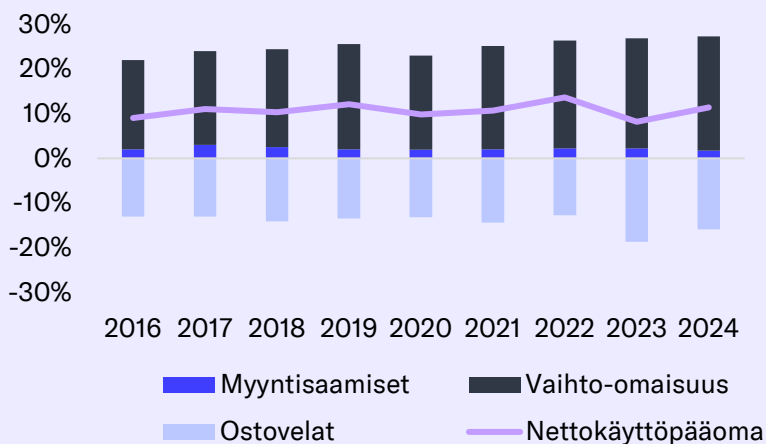
seurauksena luoda varastoriskiä. Myös puutarhatuotteiden menekki on hyvin sääriippuvaista, mikä nähtiin keväällä 2022. Kausiluonteisuutta osin taklataksaan Tokmanni käyttää henkilöstövuokrausyritysten palveluita. Liikevaihdon osalta Dollarstoren kausiluonteisuus ei ole yhtä voimakasta kuin Suomessa, mutta tulos käyttäytyy suurin piirtein linjassa Tokmanni-segmentin kanssa. Tätä dynamiikkaa saattaa kuitenkin sekoittaa vielä Dollarstoren tuoreeseen myymäläverkostoon tehtävät uudet avaukset.

Keskusvarasto tehostaa toimintaa

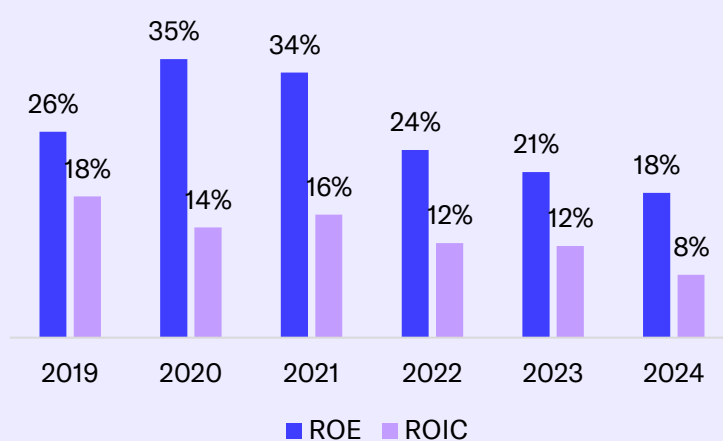
Suomessa Tokmanni on vuosien 2023-24 aikana siirtänyt sen hajallaan ollutta varastoverkostoa yhden logistiikkakeskuksen alle. Suomen keskusvarasto sijaitsee Mäntsälässä, jossa Tokmanni toimii päävuokralaisena. Nk. alivuokravarastot ovat usein volyymilaskutteisia, jolloin

niistä seuraavat kulut ovat myös usein suurempia. Tällöin keskitetyn varastoinnin avulla Tokmannin tulisi saavuttaa joitakin kustannussäästöjä, riippuen tietty "oman" varaston käyttöasteesta. Ruotsissa Dollarstorella on käsityksemme mukaan yksi keskusvarasto, joka sijaitsee Örebrossa. Arviomme mukaan konsernin varastojen kapasiteeteissa (huomioiden laajentuva päivittäistavara Suomessa) on vielä tilaa, jolloin suuria investointeja ei lähitulevaisuudessa pitäisi olla luvassa. Tosin varastojen automatisaatioaste on käsityksemme mukaan vielä vaiheessa, joka saattaa lisätä investointeja tulevien strategiakausien aikana. Tavarakuljetuksen yhtiö on ulkoistanut kumppaneille, jolloin lisääntyvän päivittäistavaran osuuden ei tulisi myöskään vaatia yhtiöltä fyysisiä investointeja toimitusverkostoon vaan efekti tulisi näkymään suoraan kuluriveillä.

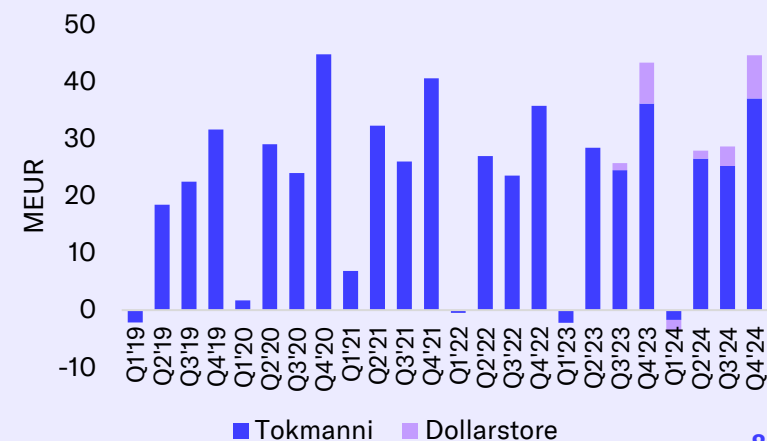
Nettokäyttöpääoma



Pääoman tuotto



Oik. liikevoitto - kausiluonteisuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/5)

Toimintojen keskittäminen yhden tai kahden varaston varaan lisää toisaalta riippuvuusriskiä. Mikäli varaston toiminta jostain syystä heikkenisi merkittävästi, saattaisi tällä olla negatiivisia vaikutuksia Tokmanni Groupin sisälogistiikkaan. Pidämme kuitenkin tällaisen riskin realisoitumista melko epätodennäköisenä.

Omilla tuotemerkeillä ja suoratuonnilla kannattavaa kasvua

Tokmanni Groupin tuotetarjoama koostuu kolmansien osapuolten tuotemerkeistä (A-brändit), omista tuotemerkeistä sekä eksklusiivisista ja brändäämättömistä tuotteista. Tokmanni-segmentin 2024 liikevaihdosta 33,5 % muodostui sen hallinnoimista merkeistä (omat tuotemerkit, yksinoikeusmerkit ja brändäämättömät tuotteet). Yhtiö ei jaottele myynnin jakautumista sen hallinnoimien merkkien sisällä, mutta käsityksemme mukaan omat tuotemerkit tuo valtaosan ryhmän myynnistä.

Yhtiö harjoittaa myös suoratuontia, jolla se hankkii tuotteita suoraan valmistajilta ohittaen näin tukkurit ja maahantuojat. Suoratuontia yhtiö tekee yhteistyössä norjalaisen Europrisin kanssa (lisää seuraavalla sivulla). Vuonna 2024 Tokmanni-segmentin suoratuonnin osuus liikevaihdosta oli 27 %. Tämä jakautui siten, että 21 %-yks. on hankintayhtiötä hyödyntäen hankittuja tuotteita ja 6 %-yks. muuta suoratuontia. Suoratuonnin osuus on noussut merkittävästi menneen vuosikymmenen aikana, sillä vuonna 2013 se oli vain 16 %. Strategiansa mukaisesti ja Dollarstoren tuoman

volyymikasvun avulla yhtiö pyrkii lisäämään suoratuonnin osuutta tarjoten sille kannattavampaa liikevaihtoa.

Yhtiö on maininnut sen hallinnoimien merkkien ja suoratuonnin suhteellisen osuuden kasvun myynnistä tukevan bruttomarginaalia. Tämä on myös keskeisessä roolissa suhteellisen kannattavuustason parantamisessa. Huomautamme kuitenkin, että omassa hallinnassa olevien tuotteiden myynti ei määräänsä enempää voi kasvaa (Inderesin arvio potentiaalista: <40 % liikevaihdosta), sillä Tokmannin ydinasiakkaat arvostavat järkevähintaisia A-brändien tuotteita ja brändi on tärkeä tekijä yhtiön ydinkategorioissa (esim. siivous- ja kauneustuotteet).

Käsityksemme mukaan omien tuotemerkkien mukaisten tuotteiden myyntikatemarginaalit liikkuvat 40–50 %:n paikkeilla kun taas kolmansien osapuolisen brändituotteiden katteet pysyttelevät tuoteryhmästä riippuen alle 30 %:ssa. Näin ollen omien tuotemerkkien osuuden kasvu on sekä hintaherkän asiakkaan että yhtiön näkökulmasta positiivinen asia, sillä asiakas saa halvemman hinnan ja myyjä tyypillisesti suuremman katekertymän, vaikka hintapiste olisikin A-brändin tuotetta alempi.

Vuonna 2024 Tokmannin hankinnasta 76 % tuli suomalaisilta tavarantoimittajilta, kun taas Kiinan osuus oli 12 %. Muita tärkeitä hankintamaita ovat Alankomaat, Ruotsi, Tanska ja Bangladesh.

Inderesin havainnollistava laskelma omien tuotemerkkien katekertymästä

	Oma tuotemerkki	A-brändi
Hinta	10,0	15,0
Kate-%	50 %	30 %
Katekertymä	5,0	4,5

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/5)

Hankintayhteistyöt - Europris

Tokmanni perusti vuonna 2013 Shanghaihin yhteisen tuontiyrityksen norjalaisen halpakauppaketju Europrisin kanssa. Yrityksen tarkoituksena on tehostaa Kiinasta ja Kaukoidästä tulevaa tuontia. Tuontiyritys auttaa mm. paikallisten toimittajien etsinnässä, toimittajien valinnassa, laadun sekä toiminnan vastuullisuuden varmistuksessa ja toimitusaikojen seurannassa. Hankintayritys on olennainen osa Tokmannin strategiaa, sillä se parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa ja leikkaa pois välikäsiä toimitusketjusta. Yhtiö on sanonut bruttomarginaalin olevan selvästi korkeampi tuotteissa, jotka hankitaan Shanghaiin tuontiyhtiön kautta (Inderesin arvio: >10 % yksikköä korkeampi kuin muualla).

Tokmannin yhteistyöllä Europrisin kanssa on kolme eri tasoa: 1) Yhtiöt ostavat täysin saman tuotteen ja merkin, mikä mahdollistaa parhaan volyymin yhdistämisen, 2) samalta valmistajalta ostetaan eri brändiä tai eroavaa pakkauskokoa tai 3) erilaisten tuotteiden hankinta, mutta ostojen keskittäminen samalle tavarantoimittajalle. Tuontiyrityksen kautta kulkevat tuotteet ovat suurimmilta osin käyttötavaraa.

Hankintayhteistyöt - SPAR

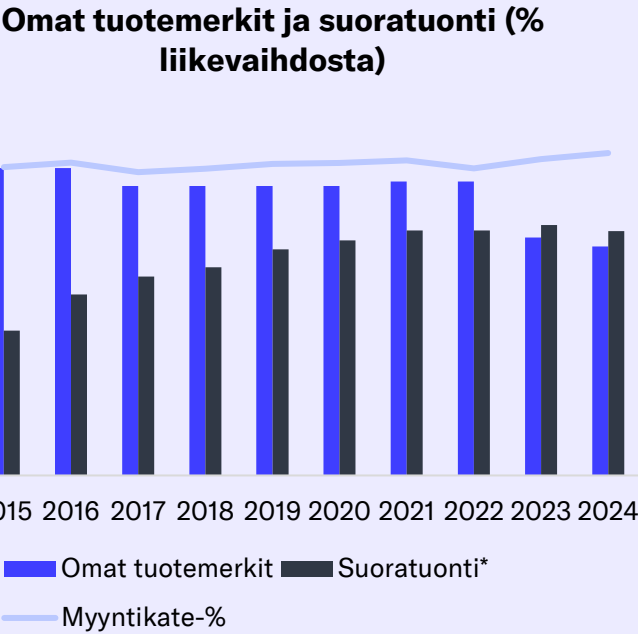
Tokmanni aloitti yhteistyön SPAR Internationalin kanssa 2025 tammikuussa ensisijassa saadakseen uuden tehokkaamman hankintakanavan päivittäistavaratuotteilleen. Käytännössä SPAR-kauppiaat neuvottelevat tilaukset keskenään suoraan tavarantoimittajien kanssa ohittaen siten tukkukauppiaat. Tuotteet eivät rajoitu pelkästään SPARin omiin tuotemerkkeihin vaan yhteisön kautta voidaan hankkia myös kansainvälisiä A/B-brändituotteita edullisempaan hintaan.

Siten useat pienet SPAR-toimijat (kuten Tokmanni) voivat saavuttaa ryhmänä suurten pelureiden (kuten Suomessa S- ja K-ryhmä) kaltaisen ostovoiman, kun koko yhteisön yhteenlaskettu myynti (47 mrd. euroa) on Tokmannin pääkilpailijoita suurempi. Tokmannin ja SPAR:in yhteistyötä on käsitelty laajemmin liiketoimintamallin näkökulmasta sivulla 17.

Pääomistajana pitkäjänteinen kumppani

Tokmanni Groupin suurin omistaja on perheomisteinen sijoitusyhtiö Takoa Invest lähes 19 %:n omistusosuudellaan. Takoa Invest kuuluu Suomen vähittäiskaupassa vaikuttaneelle Saastamoisten suvulle. Näemme Takoan Tokmanni konsernin pitkäaikaisena omistajana, mutta mahdollista irtaantumista emme voi kuitenkaan poissulkea. Toisaalta Takoan Saastamoisilla on siteet Tokmannin historiaan sen perustamien ja Tokmannin ostamien halpakauppaketjujen johdosta. Tokmanni Group toimii joissakin Takoan omistamissa kiinteistöissä ja näin ollen se on sijoitusyhtiölle myöskin kumppani.

Tämän jälkeen kaksi suurinta omistajaa ovat SEB:n hallintarekisterissä olevat ulkomaiset sijoitukset (12 %) ja eläkeyhtiö Varma (4 %). Muilta osin kymmenen suurimman omistukset jakautuvat melko tasaisesti tunnetuiden kotimaisten sijoitusrahastoiden, institutionaalisten sijoittajien ja toisten välittäjien kautta hallintarekisteröityjen omistajien kesken. Yhtiön toimitusjohtaja Mika Rautiainen omistaa Tokmanni Groupista 0,3 %. Näemme Rautiaisen suuren osakeomistuksen positiivisena seikkana osakkeenomistajan kannalta.

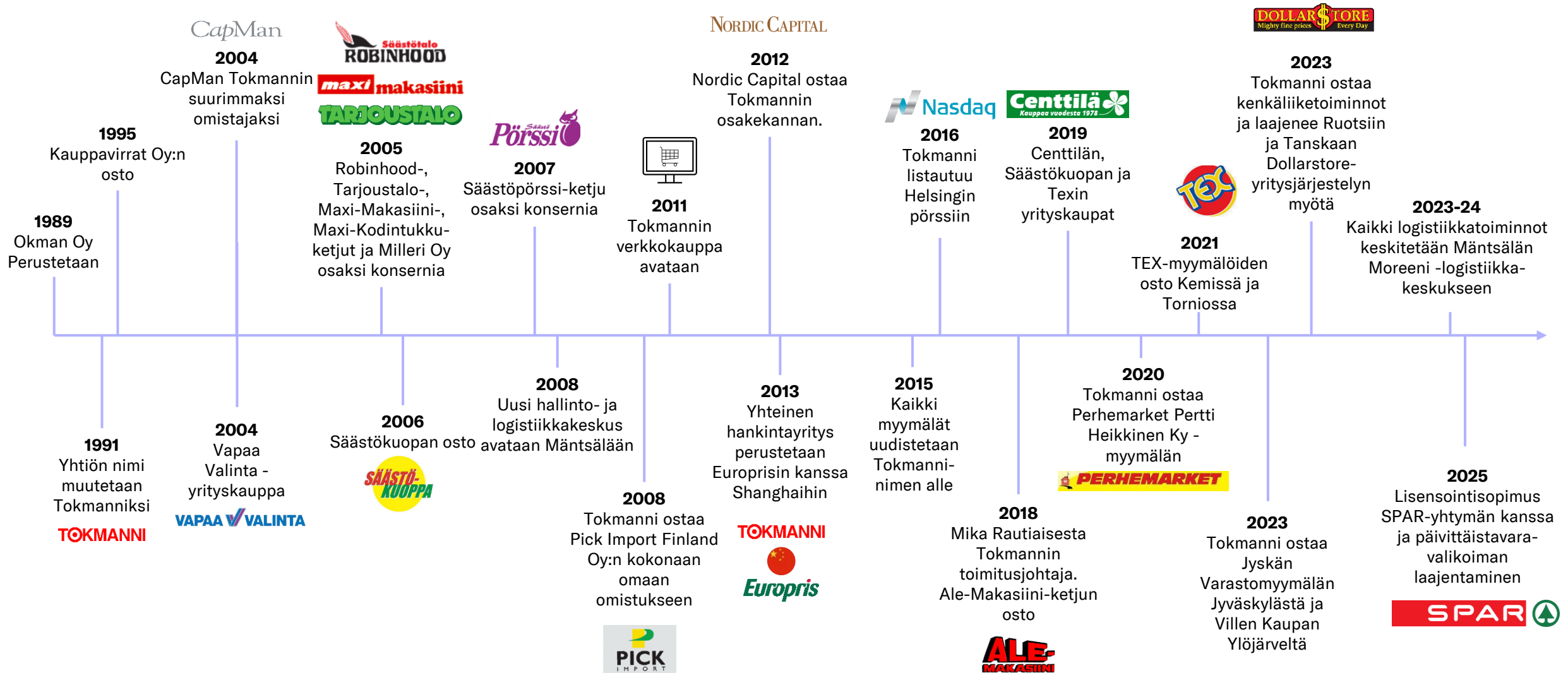


Suurimmat osakkeenomistajat

11/2025	Osuus	Hallintarekisterissä
TAKOA INVEST OY	18,7 %	
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	12,4 %	Kyllä
KESKINÄINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ VARMA	4,2 %	
KESKINÄINEN ELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ ILMARINEN	3,0 %	
DANSKE BANK A/S HELSINKI BRANCH	2,0 %	Kyllä
ELO KESKINÄINEN TYÖELÄKEVAKUUTUSYHTIÖ	1,5 %	
DANSKE INVEST FINNISH EQUITY FUND	1,1 %	
SÄÄSTÖPANKKI KOTIMAA -SIJOITUSRAHASTO	0,9 %	
SIJOITUSRAHASTO AKTIA CAPITAL	0,8 %	
CITIBANK EUROPE PLC	0,7 %	Kyllä

Lähde: Tokmanni Group
* Vain Tokmanni-segmentti

Konsernin historiallinen kehitys



Segmentit: Tokmanni (1/6)

Asiakaslupaus perustuu alhaisiin hintoihin ja laajaan valikoimaan

Tokmanni-segmentin asiakaslupaus koostuu useasta komponentista, joihin mielestämme lukeutuvat: 1) laaja valikoima, 2) halpa hintamielikuva, 3) nopea ja helppo asiointi kaikissa myyntikanavissa ja hyvä asiointikokemus, 4) pätevä henkilöstö ja 5) kestävyys ja vastuullisuus. Vaikka kukin näistä toimii mielestämme Tokmannin menestystekijöinä, halpakaupalle keskeisinä komponentteina nostamme esille laajan valikoima, halvan hinnan ja asiointikokemuksen (johon muut lupaukset mielestämme nivoutuvat). Tokmannin iskulause ”Fiksun ostamisen puolesta” kuvastaakin yhtiön asiakaslupausta melko hyvin.

Halpa hintamielikuva liiketoiminnan keskiössä

Tokmanni pyrkii olemaan hintamielikovaltaan edullisin halpatoimija, vaikkei se arvioidemme mukaan tarkoita absoluuttisesti markkinoiden halvimpia hintoja. Suomessa hintamielikuvaa pyritään parantaa sekä ylläpitää halvoilla erillä ja kampanjoilla, joiden avulla asiakkaiden mielikuva Tokmannin halvoista hinnoista säilyy, kun taas ostoskorien täydentävät ostokset parantavat asiakaskohtaisia katteita. Keskeistä yhtiöllä on huolehtia hintasensitiivisten tuotteiden sekä sen ydinkategorioiden hintakilpailukyvyistä. Näemme Tokmannin hintamielikuvan yhdeksi markkinansa parhaista.

Asiakaskunta

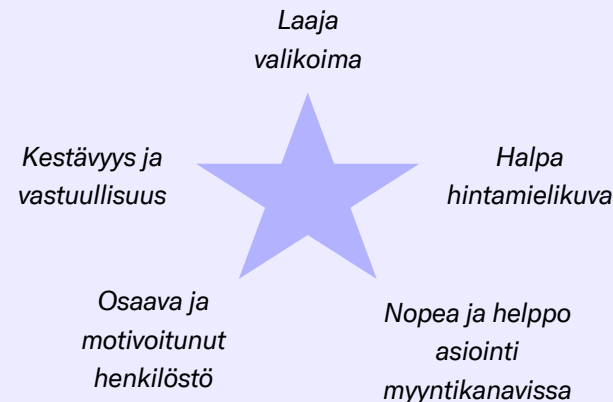
Tokmannin asiakkaat ovat hintatietoisia, minkä vuoksi edullisen hintamielikuvan ylläpitäminen on yhtiölle elintärkeää. Tokmannin asiakasmäärät ovat historian saatossa kasvaneet melko

tasaisesti. Vuonna 2018 tehdyn tutkimuksen perusteella Tokmannin asiakaskunnassa oli etenkin lapsiperheitä (43 %), yhdessä asuvia aikuisia (16 %) ja eläkeläisiä (16 %). Nuoret ovat selvä vähemmistö Tokmannin asiakaskunnassa, joskin se tarjoaa yhtiölle kasvumahdollisuuden. Tokmannin suurin asiakasryhmä muodostuu kuluttajista, mutta yhtiöllä on myös noin 30 tuhatta yritysasiakasta (myynti 3 % liikevaihdosta). Yhtiön vuonna 2022 tilaaman kyselytutkimuksen mukaan 75 % vastaajista sanoo asioivansa Tokmannilla vähintään kerran kuukaudessa, mikä mielestämme kuvastaa yhtiön suurta mittakaavaa Suomen vähittäiskaupparakennalla.

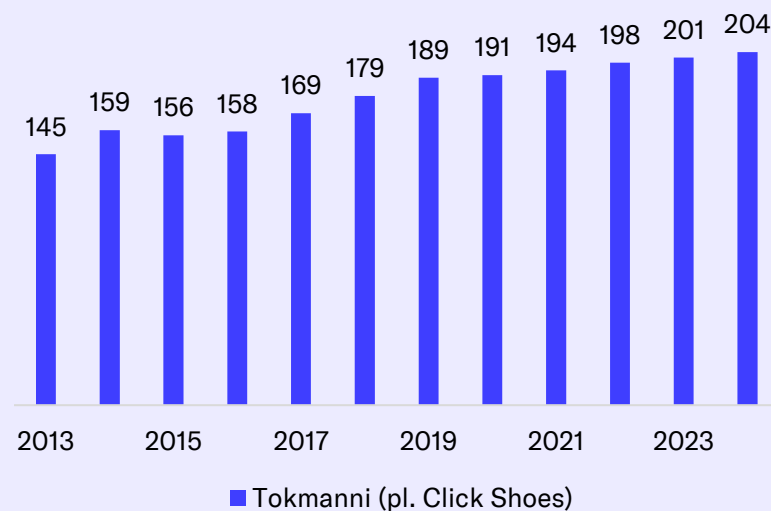
Koko maan kattava myymäläverkosto

Asioinnin vaivattomuuteen ja hyvään asiakaskokemukseen yhtiö pyrkii vaikuttamaan koko maan kattamalla laajalla myymäläverkostolla ja myymälöiden hyvillä sijainneilla. Myymäläverkosto on yhtiölle erittäin tärkeä myyntikanava, sen tuodessa 98,4 % yhtiön myynnistä. Yhtiö on sääntillisesti kasvattanut myymäläverkostoaan edellisten kahden vuosikymmenen ajan ja tällä hetkellä konsernilla on Suomessa reilu 200 Tokmanni-myymälää. Myymälöitä ollaan sijoiteltu sekä kaupungin laiduille hyvien kuluyhteyksien varrelle että keskustojen kauppakeskuksiin. Näemme laajan myymäläverkoston tuovan Tokmannille etua saavutettavuudessa ja neuvotteluvoimaa mm. vuokranantajiin ja kiinteistöhuoltajiin nähden. Laaja ja varttunut myymäläverkosto toisaalta viestii kasvuvaran hupenemisesta, jolloin konsernin kasvu nojaa enenevässä määrin ulkomaiden kasvuun sekä Suomen vertailukelpoisen myynnin lisäämiseen. Jälkimmäinen ei kuitenkaan tule olemaan helppoa peilaten yhtiön vahvaan markkina-asemaan ja kilpailun lisääntymiseen.

Tokmannin asiakaslupaus



Myymälämäärä



Lähde: Tokmanni, Inderes

Segmentit: Tokmanni (2/6)

Halpakaupan ollessa vielä kivijalkapainottunut tarjoaa laaja myymäläverkosto mielestämme Tokmannille etua (nk. first mover advantage), sillä joillakin paikkakunnilla Tokmanni saattaa olla ainoa suurempi tavaratalokauppa. Tätä etua korostaa mahdollisesti tulevaisuudessa myymälöiden kylkeen tuotava SPAR-tuoreruokaosasto, joka toimisi joillakin paikkakunnilla arviomme mukaan ainoana käyttötavaraa myyvänä supermarket -kokoluokan myymälänä. Toisaalta myynnin ylläpitäminen taantuvilla paikkakunnilla on haastavaa, mikä saattaa tulevaisuudessa johtaa joidenkin myymälöiden sulkemiseen.

Orgaaninen verkostolaajentuminen on ollut tehokas tapa kasvattaa liikevaihtoa ja luoda arvoa

Keskimäärin Tokmanni saa uuden myymälän kannattavaksi 12 kuukauden aikana ja myymälän kannattavuus saavuttaa normaalitason 24 kuukaudessa. Uuden myymälän takaisinmaksuaika on noin 3 vuotta, kun taas uudelleen sijoitetussa myymälässä se on hieman lyhyempi, alhaisemman investointitarpeen ja olemassa olevan asiakaskunnan ansiosta. Tokmanni on aiemmin kertonut, että vaadittu investointi uuden keskikokoisen myymälän avaamiseksi on noin 200 euroa neliömetriä kohden. Yhtiö määrittelee keskisuuren myymälän kooksi 1,5-4 tuhatta neliömetriä, joten sen avaaminen maksaa keskimäärin noin 0,55 MEUR. Tätä kokonaisuutta peilaten on orgaaninen myymäläverkoston kasvattaminen ollut arvoa luovaa, sillä uusien myymälöiden tuotto sijoitettuun pääomaan nähden on ollut kannattavaa (väh. 20 %).

Valikoima kasvanut laajaksi

Tokmannin myymälöiden valikoima sisältää keskimäärin noin 30 tuhatta eri tuotenimikettä. Suurin saavutettavuus löytyy luonnollisesti verkkokaupasta, sillä pienimpiin kauppoihin kaikkia nimikkeitä ei pystytä mahdollistamaan. Vuonna 2011 avatun verkkokaupan lisäksi Tokmannin on suurentanut joitakin sen myymälöitä parhaimmillaan 8-10 tuhannen neliön kokoisiksi jättimyyvälöiksi, joissa nimikemäärä on keskimääräistä myymälää suurempi. Halpatuotteiden lisäksi Tokmanni tarjoaa A-brändien tuotteita usein kilpailukykyiseen hintaan.

Tokmannin tuotekategoriat voidaan jakaa siivoustuotteisiin, piha ja puutarhatuotteisiin, pukeutumiseen, kodin sisustukseen ja keittiöön, kodin parannukseen sekä elintarvikkeisiin. Tämän lisäksi Tokmannista löytyy leluja, lastentarvikkeita, lemmikkitarvikkeita ja muita vapaa-aikaan liittyviä tuotteita. Kokonaisuudessaan konsernin myynti jakautuu lähes tasan käyttö- ja päivittäistavaroiden kesken. Tuotekategorioittain myyntijakauman kärkisijoja arviomme mukaan pitää hygieniaan ja siivoukseen liittyvät tuotteet. Edullisessa arkipukeutumisessa Tokmanni on vahva toimija markkinalla (Top 2) ja pihassa ja puutarhassa se on hyvin vahva paikallinen peluri. Arviomme mukaan edellä mainitut tuotekategoriat ovat yhtiön kohdekategorioita, joiden perässä asiakkaat saapuvat yhtiön myyntikanaviin.

Tokmannin päätuotekategoriat



Kohde kategoria: Tokmannin tärkein kategoria, joka houkuttelee asiakkaita asioimaan sen myyntikanaviin

Segmentit: Tokmanni (3/6)

Näemme yhtäältä laajan tuotekategorian positiivisena seikkana Tokmannille, sillä se mahdollistaa asiakasostosten (/virtojen) keskittämisen yhteen ketjuun. Toisaalta monimutkainen laaja valikoima voi aiheuttaa lisäkustannuksia sekä hidastaa varastonkiertoa ja siten heikentää pääoman tuottoa. Toistaiseksi Tokmannin varastonkierto on ollut käyttötavaraa myyvälle kaupalle kohtuu hyvällä tasolla (2024: ~3x), ja pitemmän aikavälin kehityksen perusteella on valikoimalaajennus ollut nostamassa konsernin myymäläkohtaista myyntiä.

Verkkokauppa ja jättimyymälät tukevat tuotenimikkeiden määrän kasvua

Verkkokaupan valikoima on tavanomaista myymälää laajempi ja se sisältää esimerkiksi kumppaneiden suoratoimitettavia tuotteita. Verkkokaupasta löytyy lisäksi kalliimpia, suurikokoisia tuotteita, joiden varastonkierto on muita tuotteita alhaisempi ja jotka veisivät turhan paljon tilaa myymälöissä. Verkkokauppa toimii myymälämyynnin ohessa väylänä kasvattaa tuotetarjontaa ja houkutelaa uusia asiakkaita.

Monikanavainen liiketoimintamalli luo synergioita, kun tuotteen voi tilata netistä ja noutaa pian tilauksen jälkeen myymälästä. Verkkokaupan tyypillinen tilaus on Tokmannin asiakkaan keskimääräistä ostoskorja merkittävästi suurempi, arvioidemme mukaan 50-100 euroa. Maanlaajuisen myymäläverkoston mahdollistamat nopeat toimitusajat ovat Tokmannille tärkeä kilpailuvaltti.

Verkkokaupan myynti kasvoi vahvasti aina vuoteen 2021 asti. Korona-ajan jälkeen kulutus on kohdistunut enemmän

päivittäisiin, alemman hintapisteen tavaroihin, ja tämän myötä korkeampien hintapisteiden omaavien tuotteiden kysyntä on heikentynyt. Arvioimme verkkokaupan myynnin koostuneen merkittävässä määrin tämän kaltaisesta kysynnästä, minkä syystä Tokmannin verkkomyynti laski vuosien 2022 ja 2023 ajan.

Verkkokaupan osuus yhtiön liikevaihdosta on vielä alhainen (2024: 1,6 %), joka on tyypillistä halpakaupalle matalan keskiostoksen takia.

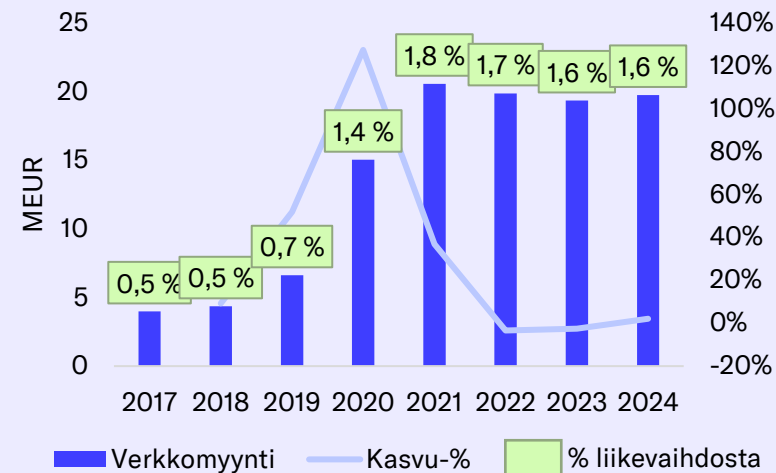
Suosittu brändi Suomessa

Useiden vuosien varrella tehtyjen tutkimusten perusteella Tokmanni on osoittautunut suomalaisten joukossa hyvin tunnetuksi ja arvostetuksi halpakauppiaksi. Tätä on yhtäältä tukenut yhtiön laaja myymäläverkosto sekä mittakaavan myötä maanlaajuinen tiheätahtinen markkinointi useissa eri kanavissa.

Tokmanni Klubi

Toisin kuin tunnettujen päivittäistavarakauppojen kanta-asiakasohjelmat Tokmannin kanta-asiakasohjelma Klubi ei kerrytä pisteitä tai bonusta ostokertojen perusteella, vaan edut perustuvat kuukausittaisiin kohdennettuihin alennuksiin ja muihin rahanarvoisiin etuihin. Siten kanta-asiakasohjelmasta puuttuu asiakasostojen keskittämistä edistävä elementti. Toisaalta kohdennettu (kilpailijoilta piilossa oleva) kampanjointi auttaa siihen, ettei kilpailijalla ole välttämättä aikaa reagoida Tokmannin alennuksiin hintakilpailun keinoin.

Tokmannin verkkomyynti



Segmentit: Tokmanni (4/6)

Yhtiön kannalta kanta-asiakasohjelma tuottaa arvokasta tietoa sen asiakkaistaan ja niiden käyttäytymisestä, jonka avulla markkinointia voidaan kohdentaa personoidummin. Kanta-asiakasjärjestelmän ylläpitäminen sitoo jonkin verran kuluja, mutta toisaalta sillä on potentiaalia tehostaa markkinointikustannuksia ja niiden asiakaskohtaista purevuutta. Näemme kanta-asiakasohjelman kokonaisuudessaan positiivisena asiana Tokmannille, joskin bonusjärjestelmä saattaisi sitouttaa asiakkaita vahvemmin. Vuoden 2021 lanseerauksen jälkeen Klubi saavutti nopeasti suuren suosion, ja vuonna 2023 Tokmanni-klubijäseniä oli yhteensä yli 3 milj. asiakasta.

Kasvua on syntynyt myymäläverkostoa kasvattamalla ja konseptia terävöittämällä

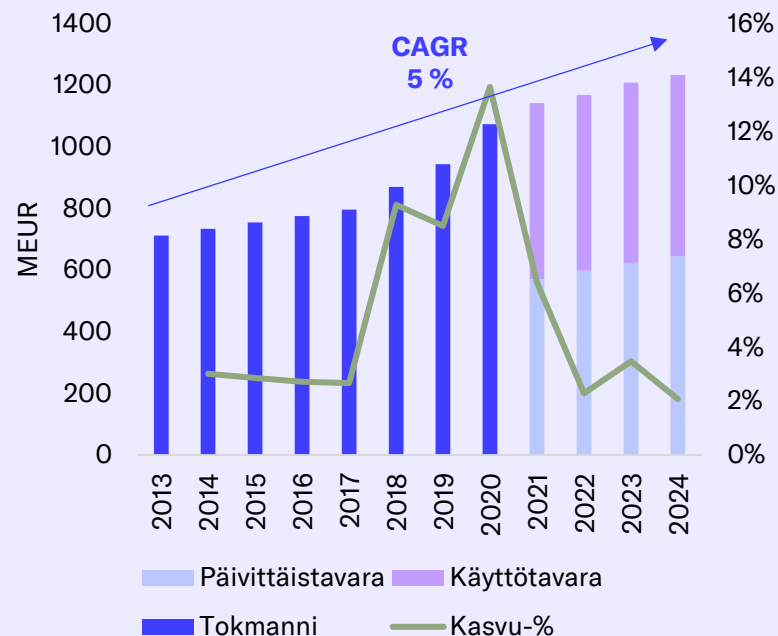
Tokmanni on kasvattanut myymäläverkostoaan noin 3 %:n vuositahtia (2013-24). Samaan aikaan yhtiö on parantanut myymäläkohtaisen myynnin tehokkuutta, ts. onnistunut lisäämään myymälöidensä asiakasmääriä. Tämän taustalla uskomme olleen halpakauppamielikuvan terävöittäminen sekä valikoiman laajentaminen. Vuosien 2013-24 aikana Tokmannin liikevaihto on kasvanut noin 5 %:n vuositahtia, mikä on tavaratalomarkkinan (n. BKT:n kasvu) kehitykseen nähden hyvä vauhti. Toisaalta Tokmanni on juuri ja juuri saavuttanut halpakaupan kasvuvauhdin Suomessa (yli 5 % p.a.). Huomionarvoista on kuitenkin se, että Tokmanni on itse ollut edistämässä markkinan nopeaa kasvutahtia, kun Tokmanni hallitsee arviomme mukaan noin 35 %:n osuuden Suomen halpakauppariikasta.

Puhtaan orgaanisen kasvun hahmottamista hankaloittaa useat yritysostot. Näemme kuitenkin vertailukelpoisen (like-for-like) myynnin kasvun kuvaavan varsin hyvin Tokmannin vetovoimaa. Ennen toimitusjohtaja Rautiaisen ajanjaksoa vertailukelpoinen kasvu oli heikkoa, ja keskimäärin vanhojen myymälöiden liikevaihdot laskivat (2013-17 -0,5 %). Rautiaisen astuttua puikkoihin, kehittyi vertailukelpoinen kasvu varsin lupaavasti vuosina 2018-21. Hyvää kehitystä mielestämme selittää uuden strategian myötä tehdyt panostukset asiakastytyvyyden parantamiseen, konseptin piristämiseen sekä valikoiman laajentamiseen. Koronapandemia osaltaan nosti käyttötavaratuotteiden kysyntää, mikä heikentää vuosien 2020-21 vertailukelpoisuutta. Tämän jälkeen vertailukelpoisten myymälöiden myynti ja asiakasmäärät kehittyivät heikosti aina H1'24:n asti. Arviomme mukaan vertailukelpoisen kasvun viimeaikaiseen hidastumiseen on vaikuttanut ainakin 1) heikko kuluttajan asema, 2) kiristynyt kilpailutilanne (myymälöiden uusperustanta ja konseptiuudistukset), 3) yhtiön oma fokus kansainvälistymisessä sekä 4) tavarakysynnän hidastuminen pandemian jäljiltä. H2'24 osoitti kuitenkin piristymisen merkkejä, kun Tokmanni sai vertailukelpoisten myymälöiden asiakasmäärät takaisin kasvuun arviomme mukaan onnistuneen hinnoittelun, kampanjoinnin ja valikoiman turvin. Kilpailijoita merkittävästi matalampi hinnoittelu ja korkeampi kampanjointi ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä näkemyksemme mukaan luo arvoa, sillä tämän kaltainen myynti on marginaalia dilutoivaa. Toisin sanoen Suomen markkinaa vahvempi kasvu vaatii näkemyksemme mukaan konseptin terävöittämistä muodolla tai toisella, johon mm. SPAR-yhteistyö saattaa tuoda apua.

Tokmanni Klubi –kanta-asiakasohjelma



Liikevaihdon kehitys



Lähde: Tokmanni

Segmentit: Tokmanni (5/6)

Myyntikate-%:n suunta on todennäköisesti alaspäin

Tokmanni-segmentin myyntikate-% on ollut keskimäärin hieman reilu 34 % (2013-24). Katteen kehitys on ollut kaksijakoista, ja se on kärsinyt esimerkiksi vuosien 2017 ja 2022 hintakilpailusta ja heikosta markkinaympäristöstä. Toisaalta myyntikatteen kehitys on saanut selvää tukea hyvän markkinaympäristön aikaan, joista esimerkkinä toimii korona-pandemia (2020-21), jolloin tavarakulutus koki mittavan kasvun. Pitkää peliä peilaten marginaalissa ei ole tapahtunut mullistavia muutoksia viimeisen 10 vuoden aikana, vaan se on kehittynyt verkkaisesti (+1 %-yks.) tehokkaammasta hankinnasta huolimatta (suoratuonti + omat tuotemerkit). Arviomme mukaan osa suoratuonnin kasvun tuomasta marginaalihyödystä on kilpailun myötä valunut asiakashintoihin.

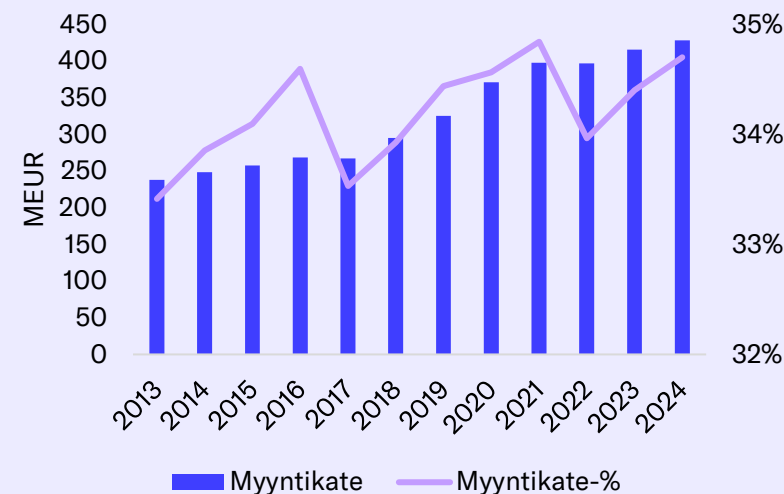
Pintapuolisesti ajateltuna tulisi Tokmannin suhteellisella myyntikatteella olla selvää nousupotentiaalia suhteessa muihin halpakauppoihin (esim. Europris ja Rusta omaa noin +10 % korkeamman myyntikatemarginaalin). Tokmannin eroa kilpailijoihin kuitenkin arviomme mukaan pääosin selittää myynnin jakauma (puolet myynnistä tulee heikompikatteisesta päivittäistavarasta ja esim. Rustalla omien tuotemerkkien osuus merkittävästi suurempi) sekä hintakilpailtu markkina. Uskomme kuitenkin, että yhtiöllä on potentiaalia parantaa käyttötavaroiden suhteellista tuotekattea. Tähän vaikuttaa suoratuonnin ja omien tuotemerkkien osuuden kasvu sekä ostoehtojen paraneminen tehokkaamman hankinnan myötä. Yhteishankinta –organisaation volyymit tulevat tulevina

vuosina nousemaan merkittävästi Dollarstoren integroinnin Tokmanniin ja ÖoB:n Europrisiin avulla, jonka pitäisi mahdollistaa kaikille osapuolille suotuisampia ostoehtoja. Uskomme myös SPAR-yhteistyön tuovan osittaista hyötyä päivittäistavaran myyntikatteisiin, mutta yleisesti matalamman katerakenteen omaavan päivittäistavaran osuuden nousu tulee laskemaan kokonaisuuden suhteellista myyntikattea. Tällöin positiivinen vaikutus kannattavuuteen tulisi todennäköisesti liikevaihdon kasvun ja nopeamman varastonkierron kautta.

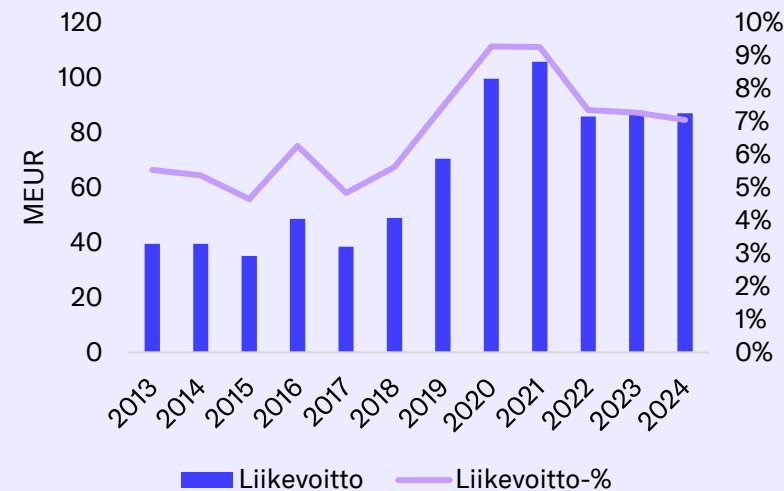
Pitkän tähtäimen kannattavuuskehitys hyvää, mutta viime vuodet ovat olleet tasaista

Kannattavuuden suhteen Tokmannin pitkän aikavälin kehitys on ollut nousujohteista. Vuosien 2013-19 keskimääräinen oikaistu liikevoitto-% on ollut 5,6 %, kun taas viimeisten kolmen vuoden aikana se on noussut 7,2 %:iin. Luvuista on poistettu korona-aika, jolloin kannattavuus nousi reilu 9 %:iin. Myyntikatteen (+1 %-yks.) ohella kannattavuusparannusta on ajanut kiinteiden kulujen skaalautuminen (+1 %-yks.). Skaalautumista on arviomme mukaan ajanut kasvaneen myymäläkohtaisen myynnin ohella myös tukitoimintojen tehostuminen, jossa myynnin kasvulla on ollut niin ikään oleellinen rooli. Viimeisen kolmen vuoden kehitys on ollut kuitenkin mollivoittoista, sillä suhteellisesti kannattavuus on heikentynyt. Tätä selittää yksinomaan kiinteiden kulujen vääränsuuntainen kehitys, kun myyntikate-% on samaan aikaan hieman parantunut. Arviomme mukaan kiinteitä kuluja on nostanut tärkeisiin kustannuseriin (palkka ja vuokra/kiinteistöt) kohdistunut inflaatio.

Myyntikate



Oik. liikevoitto



Segmentit: Tokmanni (6/6)

SPAR-yhteistyöllä lisää muskeleita päivittäistavaraan

Tokmanni aloitti yhteistyön SPAR Internationalin kanssa 2025 alussa, ja se tulee kuluvan vuoden aikana täydentämään Suomen myymälöidensä päivittäistavaraosastoja (PT) SPAR-yhteisön kautta hankituilla tuotteilla (sis. SPARin omat tuotemerkit). Seuraavaksi Tokmanni tulee konvertoimaan sen olemassa olevat tuoreruokaosastot (20 kpl) SPAR-konseptin mukaisiksi lähivuosien aikana ja todennäköisesti avaavan uusia SPAR-myymälöitä Tokmannin myymälöiden yhteyteen. Lisäksi yhtiö pohtii mahdollisuutta avata erillisiä tuoreruokaan keskittyviä SPAR-myymälöitä tulevaisuudessa, joiden operatiivisesta toiminnasta vastaisi yksityiset kauppiaat.

Yhteistyön myötä Tokmanni maksaa SPARille sopimukseen perustuvaa lisenssipalkkiota, ja vastapainoksi se saa pääsyn SPAR-verkoston mahdollistamaan tuotteiden yhteishankintaan. Lisäksi SPAR antaa Tokmannille yksinoikeuden hallita SPAR-brändiä Suomessa sekä valmennusta ja oppeja PT-myymälän pyörittämiseen. Käsityksemme mukaan lisenssimaksu ei ole Tokmannin mittakaavassa suuri.

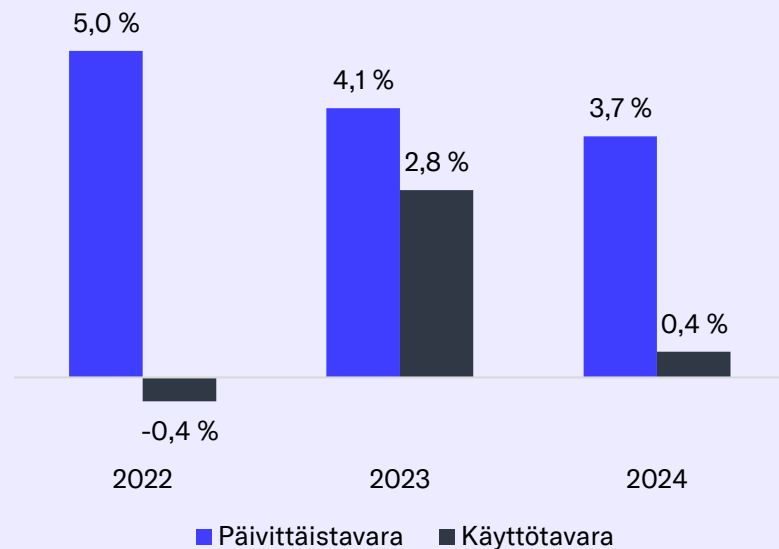
Arvioimme pääsyyn yhteistyön aloittamiselle olleen Tokmannin tarpeen saada tehokkaampia hankintakanavia PT-tuotteisiinsa, joissa se taistelee suurista volyymeista hyötyviä S- ja K-ryhmää sekä Lidliä vastaan. Arvioimme mukaan Tokmanni on ollut useissa PT-tuotteissa altavastaavana hinnoittelun ja/tai kannattavuuden näkökulmasta. Yhtiön tulee jatkossakin hankkia joitakin tuoreruokatarvikkeita kotimaisilta tukkutoimijoilta tai tavarantoimittajilta, joissa edellä mainituilla markkinajohtajilla on edelleen parempi neuvotteluvalta. Siten

yhteistyön aloittaminen ei ole avain menestykseen, mutta uskomme sen parantavan yhtiön kilpailukykyä (tarjota matalampia hintoja) ja edellytyksiä saavuttaa osuuksia Suomen PT-markkinalla. PT-laajentumisen taustalla saattaa myös olla käyttötavaraa (KT) vahvempi liikevaihdon kehitys sekä asiakkaiden kysyntä laajemmalle PT-valikoimalle. Samaan aikaan PT-tuotteiden kysyntä on luonteeltaan defensiivisempää, ja niiden osuuden kasvu toisi Tokmannin liiketoimintaan lisää jatkuvuutta.

PT:n suhteellisen osuuden nousun myötä tulee yhtiön myyntikatemarginaali madaltumaan (muut tekijät ennallaan) yli ajan, mutta toisaalta tiheämmän asiakasvirran myötä sen varaston kierron tulisi tehostua tukien tulostulokertymää. Samalla kasvavan asiakasvirran tulisi tukea myös kannattavamman KT:n myyntiä, joka siten pehmentäisi vähempikatteen PT:n vaikutusta suhteelliseen myyntikatteeseen. Siten absoluuttisen vaikutuksen tulosriville ei pitäisi heikentyä hieman madaltuneesta katetasosta huolimatta. Arvioimme uusien SPAR-tuotteiden ja Tokmannin yhteyteen pystytettävien SPAR-myymälöiden tukevan yhtiön tulostulokasvua pitkällä tähtäimellä (>5v). Suhtaudumme erillisiin SPAR-myymälöihin toistaiseksi varauksella, sillä niiden kilpailukykyyn sekä pääoman tuottopotentiaaliin liittyy huomattavaa epävarmuutta perinteistä Tokmanni-myymälää selvästi korkeammista investoinneista johtuen.

SPAR-yhteisö on osoittanut kiinnostusta Tokmannin hallitsemiin omiin tuotemerkkeihin. Mikäli muut SPAR-kauppiaat alkavat hankkia Tokmannin hankintakanavista KT-tuotteita valikoimiinsa tulisi sen tukea yhtiön ostoehtoja tulevaisuudessa.

Tokmanni-segmentin liikevaihdon kasvu tuotesegmenteittäin



Segmentit: Dollarstore (1/3)

Dollarstoren historia

Dollarstore toimi 1990-luvulla tukkumyyjänä ja maahantuojaana toimittaen Aasiasta tuotuja tuotteita muille vähittäiskaupan toimijoille kuten ICA:lle. Yhtiön perustaja ja silloinen omistaja ymmärsi tuomiensa tuotteiden potentiaalin ja perusti ensimmäisen myymälänsä Ruotsiin vuonna 1999. Tästä lähtien yhtiön strateginen fokus on ollut vähittäiskaupassa ja sen myynti on tuplaantunut 4-5 vuoden välein. Vuonna 2015 Dollarstore ylitti miljardin kruunun rajapyykin arviomme mukaan alle 50 myymälällään. Vuonna 2021 yhtiö avasi uuden keskusvaraston Örebrohon, jolla sisälogistiikkaa saatiin tehostettua. Vuonna 2022 Dollarstore laajeni Tanskaan. Tokmannin alaisuudessa Dollarstoren konseptia on muokattu, jonka hyötyjä tullaan mittaamaan tulevina vuosina.

Konseptin suunta haussa

Dollarstoren ostettuaan Tokmanni on ajanut konseptiin muutoksia yhdentääkseen tätä Tokmannin mukaiseksi. Aiemmin matalasta hintapisteestä (valtaosa myynnistä tulee tuotteista joiden hinta on muutamia euroja) tunnetun Dollarstoren valikoimaan pyritään lisäämään korkeahintaisempia käyttötavartuotteita. Taustalla pätee ajatus keskistoksen ja omien tuotemerkkien osuuden kasvattamisesta. Lisäksi Tokmannin tarkoituksena on muuttaa Dollarstoren markkinointistrategiaa lisäämällä suoramainontaa, jota Dollarstoressa ei käsityksemme mukaan olla ennen, ainakaan laajassa mittakaavassa tehty. Näistä syistä onkin vaikea päätellä millainen konseptista tulee muutaman vuoden jännteellä muotoutumaan, sillä vuodet 2023-25 ovat olleet tietynlaista kokeilu-aikaa. Tämä nostaakin

muutosprosessiin liittyvää riskiä.

Myymäläverkosto on Suomea nuorempi

Dollarstoren myymäläverkosto on vielä jokseenkin nuori. Tämän myötä Ruotsissa ja etenkin Tanskassa on rutkasti tilaa laajentua. Tällä hetkellä Dollarstorella on reilu 140 myymälää, joista 10 sijaitsee Tanskassa. Dollarstoren myymäläavaustahti on ollut voimakasta ja yhtiö on keskimäärin kasvanut yli 20 % vuosittain viimeisen vuosikymmenen aikana. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa konsernina yli 360 myymäläverkosto vuoden 2025 päätteeksi, joka näillä näkymin jäänee muutamalla myymälällä vajaaksi ymmärrettävistä tuloksenteko-ongelmiin liittyvistä syistä (joitakin myymäläavauksia peruutettu tai siirretty).

Valikoima risteää Tokmannin kanssa suurilta osin

Dollarstoren valikoima risteää Tokmannin kanssa. Suurin tuotekategorioista on muoti ja kauneus edustaen lähes neljäsosaa yhtiön myynnistä. Muita tärkeitä tuotekategorioita ovat naposteltavat ja juomat, kodin sisustus sekä siivous. Näiden lisäksi valikoimassa on vaihtuvia sesonki- ja juhlatuotteita, vapaa-ajan tuotteita sekä leluja ja eläintarvikkeita. Pitkälti saman tuotevalikoiman myötä konserni saavuttaa sen kahden suurimman konseptin avulla merkittäviä synergioita, joita Q3'25:n päätteeksi oli kertynyt yli 20 MEUR:n edestä. Yhteishankinta on alkanut kantaa hedelmää ja Dollarstoren myymälöistä löytyy nyt Tokmannin omia tuotemerkkejä. Tämä myös tarkoittaa sitä, että Dollarstoren kaupoista löytyy aiempaa enemmän käyttötavartuotteita, joissa on myös korkeampi katepotentiaali.



Siivous



Muoti ja kauneus



Vapaa-aika ja lelut



Kodin sisustaminen



Naposteltavat ja juomat



Sesonki ja juhla



Lemmikkitarvikkeet

Segmentit: Dollarstore (2/3)

Dollarstoren myymälöiden nykyinen nimikemäärä (SKU) on keskimäärin 14-15 tuhatta. Käsityksemme mukaan Tokmannin tarkoituksena on kuitenkin nostaa Dollarstore-myymlöiden nimikemäärää, ja tällä hetkellä 30 tuhannen nimikkeen pilottimyymlää kokeillaan Ruotsin Erikslundissa. Nimikemäärän nostamisen tavoitteena on kasvattaa asiakkaan keskiostosta, mikä olisi tuloksenteon kannalta arvokasta, sillä se toisi hyvin skaalautuvaa vertailukelpoista kasvua. Nurjapuolena valikoimauudistuksessa kuitenkin on epävarmuus kuinka asiakkaat ottavat vastaan moisen muutoksen. Q3'25:lla Dollarstoren vanhojen myymälöiden asiakasmäärät olivat 5 %:n laskussa johtuen juurikin tapahtuneesta muutoksesta. Yhtiö itse uskoo tilanteen olevan väliaikainen, mutta sijoittajan on keskeistä seurata tilanteen kehittymistä, sillä konseptimuutokset ovat usein hyvin haastavia ja pitkäkestoisia.

Myymlääavaukset ovat historian perusteella hyvin perusteltuja

Dollarstoren myymlääavausmalli on kaupan alalle varsin tehokas. Historiallisten lukujen perusteella yhtiö saa avatun myymlään kannattavaksi avauksesta ensimmäisen kuukauden jälkeen, mikä tarkoittaa alhainen alkuinvestointi huomioiden hyvin rivakkaa takaisinmaksuaikaa. Arvioimme uuden myymlään avausinvestoinnin olevan 200-400 TEUR:n välillä, joka noin 3 MEUR:n liikevaihdolla ja 15 %:n käyttökatemarginaalilla (FAS) tarkoittaa alle vuoden takaisinmaksuaikaa. Laskelma ei kuitenkaan huomioi alkuvarastoa, jonka arviomme olevan 600-900 TEUR:n välissä. Alkuvarasto mukaan lukien, uudella myymläällä on potentiaali maksaa itsensä takaisin 2-3 vuodessa.

Asiakaskunta

Dollarstoren asiakaskunta poikkeaa maittain: Ruotsissa se koostuu laajalti nuorista asiakkaista, jotka peräänkuuluttavat matalia hintapisteitä. Tanskassa asiakaskunta on profiililtaan laajempi ja myymläöissä asioi nuorten lisäksi myös perheitä ja vanhempia kuluttajia, joiden ostovoima on nuorempia parempi. Dollarstoren tarkoituksena on laajentaa sen asiakaskuntaa Ruotsissa myös nuorten ulkopuolelle, johon arviomme mukaan mainonnan lisääminen (tarjouslehtiset) ja valikoiman monipuolistaminen voisivat olla keinoja. Käsityksemme mukaan Dollarstoressa yritysasiakkaiden rooli on toistaiseksi vähäinen.

Tanskassa piilee potentiaalia

Dollarstore laajeni Tanskaan uudella Bigdollar-konseptilla, joka käsityksemme mukaan noudattelee pitkälti samaa kaavaa kuin Dollarstore. Markkinana Tanska poikkeaa Suomesta ja Ruotsista siten, että siellä laajan tuotevalikoiman halpakauppa ei ole yhtä korostuneessa asemassa. Maassa operoi suuria päivittäistavaraketjuja sekä tunnettuja Pohjoismaisia fokuoituneita halpaketjuja (kuten Normal, Jysk, Jem & Fix). Dollarstore on positioltaan uniikissa asemassa pinta-alaltaan suurempana, laajemman valikoiman omaavana ja halpoja hintoja tarjoavana konseptina. Tämä yhtäältä asettaa kysymysmerkkejä sille onko Tanskassa kysyntää konseptille. Mikäli kysyntää löytyy on Dollarstore tällöin herkullisessa etuasemassa avaamassa "uutta" markkinaa (nk. first mover - etu). Käsityksemme mukaan Bigdollarin myymläkohtaisen myynnin kehitys on ollut positiivista kahta ensimmäistä myymläää (heikko kauppapaikka) lukuun ottamatta.

Dollarstoren myymlääavausmalli*

Keskimääräinen DS-myymlää avausvuonna, MEUR	Keskimääräinen DS-myymlää	
Liikevaihto	3,0	
Käyttökate	0,5	
Käyttökate-%	15 %	
	Skenaario 1	Skenaario 2
Myymläinvestoinnit	0,2	0,4
Alkuvarasto	0,6	0,9
Investoinnit yhteensä	0,8	1,3
Takaisinmaksu (vuotta)	1,8	2,9

* Inderesin arvio.

Segmentit: Dollarstore (3/3)

Uudet markkinat

Dollarstoren johto vihjaili 2024 CMD:llä, että uusille markkinoille laajentuminen olisi potentiaalinen tulevaisuuden kasvulähde. Laajentuminen tapahtuisi arviomme mukaan joko Dollarstoren konseptilla (tai sen variaationa) tai yritysostoin. Näemme Dollarstoren orgaanisen laajentumisen todennäköisenä, mikäli yhtiö onnistuu Tanskassa. Mikäli kasvu Tanskassa koituu vaikeaksi, uskomme yritysoston olevan relevantimpi laajenemisvaihtoehto.

Potentiaalisina kohdemarkkinoina pidämme Norjaa tai Saksaa. Norjan korkea ostovoima ja siten vapaamman hinnoittelun myötä katepotentiaali voisi olla nykymarkkinoita korkeampi. Saksan markkina on puolestaan suuri, mutta kilpailutilanne lähentelee Suomen tasoa ellei jopa ylitä sitä, jolloin emme pidä Saksaa sijoittajan kannalta optimaalisimpana vaihtoehtona. Baltian maat voisivat olla mielenkiintoisia kohteita niiden talouden nopean kehityksen myötä.

Kasvu ollut hurjaa

Dollarstore on kasvanut hurjaa vauhtia ja saavuttanut keskimääräisellä ~17 %:n vuosikasvulla** reilu 400 MEUR:n kokoluokan. Tämä tarkoittaa myynnin tuplaamista neljän vuoden välein. Käsitksemme mukaan kasvun pääajurina on toiminut uusien myymälöiden avaukset (10-15 kpl per vuosi), joilla yhtiö on saavuttanut uutta asiakaskuntaa. Vertailukelpoisen myynnin kasvu on arviomme mukaan ollut toissijainen myyntiä kasvattava tekijä, mutta sen rooli tulee korostumaan sitä myöten mitä suuremmaksi Dollarstoren myymäläverkosto kasvaa. Toistaiseksi yhtiön

*** Poistoja nostaa pidemmät vuokrasopimukset, joka kasvattaa absoluuttista IFRS 16-omaisuuden määrää

myymäläkohtainen myynti on vielä matalalla tasolla noin 3 MEUR:ossa, mikä saattaa johtua yhtäältä Dollarstoren vielä matalahkosta tunnettuudesta ja toisaalta Tokmannia pienemmästä ja matalahintaisemmasta tuotevalikoimasta. Dollarstoren yhtenä arvoajurina toimiikin vertailukelpoisen tai myymäläkohtaisen kasvun lisääminen, jonka tulisi myös parantaa yhtiön kannattavuutta.

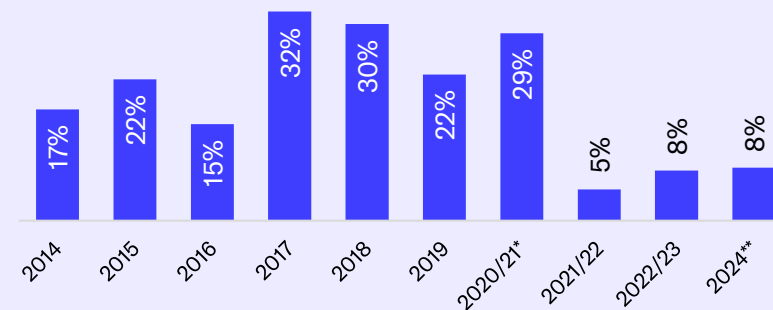
Tuotekatteet kunnossa

Dollarstoren keskimääräinen myyntikate-% on ollut edellisten vuosien aikana lähes 39 %. Noin 4 %-yksikön ero Tokmanniin selittyy suotuisammalla myynninjakaumalla sekä Ruotsin Suomea leudommalla kilpailutilanteella. Dollarstorella parempikatteisten matalamman hintapisteen tuotteiden osuus on Tokmannia korkeampi. Omien tuotemerkkien ja suoratuonnin osuutta lisäämällä Dollarstorella pitäisi olla edellytykset parantaa sen myyntikatemarginaalia, joskin odotuksemme tämän suhteen ovat pessimistiset (2028e 37 %) heikon viimeaikaisen kehityksen ja näkyvyyden takia.

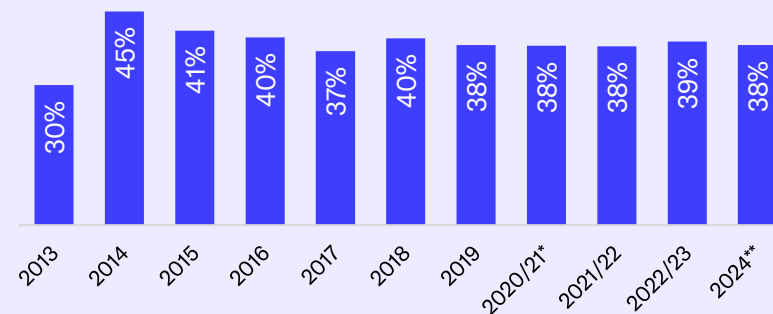
Kasvu on vaatinut etupainotteisia investointeja

Kannattavuudessa Dollarstore jää Tokmannin alapuolelle. Keskimäärin Dollarstoren liikevoitto-% on noin 3,5 %:n, kun se 2024 päätteeksi oli 3,6 %. Uskomme Dollarstoren vaisun kannattavuuden taustalla olevan kasvun eteen tehdyt etupainotteiset operatiiviset investoinnit sekä vielä maltillinen myymäläkohtainen myynti (3 MEUR). Käyttökatasalla yhtiöiden kannattavuuserot kaventuvat Dollarstoren suurempien poistojen*** painaessa liikevoittoa.

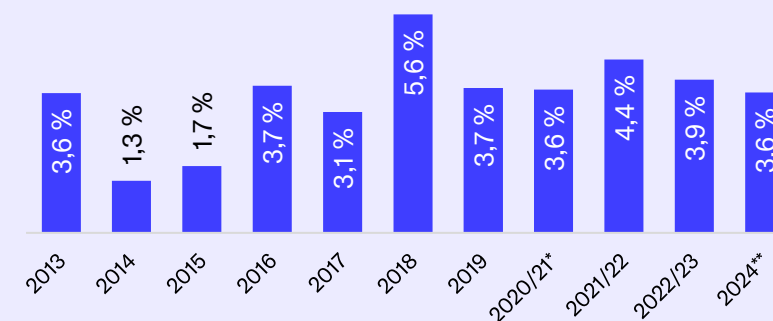
Liikevaihdon kasvu



Myyntikate-%



Liikevoitto-%



Lähde: Allabolag, Tokmanni

* 13 kuukautta

** 2024 EUR määräisenä osana Tokmanni-konsernia

Segmentit: Muut (1/1)

Tokmanni on täydentänyt tavarakauppaansa uusilla konsepteilla

Tokmanni-segmentin liiketoimintaan kuuluu tavarakauppaketjun lisäksi kenkäliiketoiminta Click Shoes sekä lifestyle -konsepti Miny ja jatkossa SPAR. Kukin segmenteistä toimii Tokmanni-myyvälöiden sisällä ja Click Shoesilla on myös omia myymälöitä kauppakeskuksissa.

Kenkäliiketoimintaan laajennuttiin yritysostoin

Tokmanni laajentui kenkäliiketoimintaan alkuvuodesta 2023 ostamalla kaksi Suomessa toiminutta kenkäkauppaketjua (Click Shoes ja Shoe House). Kauppahinta oli mielestämme hyvin kohtuullinen (10,7 MEUR; 2022 EV/EBIT 5x). Kenkäliiketoimintaan laajentuminen käsityksemme mukaan johtui yhtäältä pukeutumisvalikoiman täydentämistarpeesta, mutta toisaalta myös kansainvälisten kilpailijoiden poistumisesta Suomen markkinalta. Yhtiö omien sanojensa mukaan se näki markkinalla raon.

Kooltaan nämä liiketoiminnot ovat pieniä suhteessa konserniin. Yhdistettynä ostettujen Click Shoesin ja Shoe Housen 2022 liikevaihto oli noin 15 MEUR ja liikevoitto-% jopa 14,6 %. Korona aiheutti liiketoimintaan suuren pudotuksen, jolloin kannattavuus myöskin heikkeni. Uskomme liiketoiminnan tämän jälkeen toipuneen Tokmannin tuoman laajemman peiton ansiosta. Omia kenkämyymälöitä Tokmannilla on tällä hetkellä 36.

Kenkävalikoima sisältää halvemman hintapisteen tuotteita sekä hieman kalliimpia A-brändin tuotteita. Arviomme mukaan brändeistä yksi (2Moons) kuuluu Tokmannin

hallinnoitaviin tuotemerkkeihin. Click Shoesin kenkävalikoima on vielä rajallinen, mutta uskomme yhtiön laajentavan sen peittoa ajan myötä esimerkiksi urheiluun.

Emme näe kenkäliiketoiminnassa merkittävää kasvupotentiaalia, sillä uskomme kansainvälisten kenkäkauppojen kaikkoomiseen olleen pätevä syy. Kenkien volyymikasvu on myös hyvin vaisua, lähellä 0 %. Jalkineiden verkkokauppa on yleistynyt vauhdilla ja Tokmannin erillisten kenkäkauppojen rooli jäänee suhteessa konsernin kokoon vähäiseksi. Kenkävalikoima kuitenkin täydentää Tokmannin pukeutumisen valikoimaa, ja näemme liikkeen sinällään perusteltuna. Arvioimme Tokmannille validin kenkämarkkinan Suomessa olevan noin 300 MEUR, koko jalkinemarkkinan ollessa lähes 600 MEUR:n arvoinen.

Asiakaskuntaa pyritään laajentaa Minyn avulla

Miny on Tokmannin itsekehittämä lifestyle –konsepti, jolla se pyrkii houkuttelemaan myös nuorempia kuluttajia asioimaan Tokmannin myyntikanaviin. Minyn valikoima koostuu pääosin kauneuteen, pukeutumiseen ja asusteisiin, askarteluun ja sisustamiseen liittyvistä tuotteista. Vuoden 2024 aikana Tokmanni päätti sulkea viimeisimmät Miny-myyvälät ja, tällä hetkellä Minyä operoidaan Tokmannin myymälöissä sijaitsevilla shop-in-shop -osastoilla. Shop-in-shopit ovat mielestämme perusteltuja Tokmannin myymälätilan skaalatessa kuluja. Tokmanni ei avaa Minyn lukuja, mutta konsernin lukuihin tällä ei ole arviomme mukaan merkittävää kontribuutioarvoa. Käsityksemme mukaan Minyä pyritään ylösajamaan myös Dollarstoren myymälöissä.

Kenkäliiketoiminnot

Click Shoes Oy	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liikevaihto	3,4	3,8	3,8	2,8	3,4	4,3
Kasvu-%		11 %	0 %	-27 %	24 %	26 %
Liikevoitto		0,1	0,2	0,1	0,2	0,6
Liikevoitto-%		2 %	6 %	3 %	7 %	13 %
Shoe House Oy	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liikevaihto	5,7	5,6	6,3	5,1	7,2	10,8
Kasvu-%	-2 %	-2 %	12 %	-18 %	41 %	49 %
Liikevoitto		0,1	0,4	0,2	0,6	1,6
Liikevoitto-%		2 %	7 %	4 %	8 %	15 %
Pro-forma	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liikevaihto	9,1	9,4	10,1	7,9	10,6	15,1
Kasvu-%		3 %	7 %	-22 %	35 %	41 %
Liikevoitto		0,2	0,6	0,3	0,8	2,2
Liikevoitto-%		2 %	6 %	4 %	8 %	15 %
Kauppahinta (EV)						10,7
EV/S						0,7x
EV/EBIT						4,9x

Lähde: Suomen Asiakastieto

Sijoitusprofiili (1/2)

Vahva markkina-asema takaa useita etuja

Yhtiö on kokonsa kasvun myötä saavuttanut Suomessa etulyöntiaseman, joskin pysyvistä kilpailuedusta ei voida puhua muiden toimijoiden kokoluokan kasvaessa. Tokmannin myymäläverkosto on suoria kilpailijoitaan selvästi suurempi ja Tokmanni-brändi tunnetaan Suomessa halvoista hinnoistaan. Tietyillä paikkakunnilla Tokmanni saattaa olla ainoa käyttötavaraa myyvä kauppias, taaten hinnoitteluvoimaa. Tosin myynnin ylläpitäminen näillä paikkakunnilla on haastavaa alueen supistuvan väestön takia. Lisäksi yhtiö saavuttaa vahvan markkina-asemansa myötä skaalaetuja esimerkiksi ostoehtoihin, markkinointiin, vuokraehtoihin ja kiinteistönhuoltoon.

Arvoajurit

Mielestämme konsernin keskeisimpinä arvoajureina toimii kasvun kiihdyttäminen Ruotsissa ja Tanskassa sekä Dollarstore-segmentin tehostaminen. Suomessa yhtiön kasvuvara on hiipumassa, joskin SPAR-yhteistyö luo edellytykset asiakasmäärän kasvuille. Myös verkkokauppa saattaa toimia yhtenä kasvun ajurina ja etenkin siellä nouseva tuotenimikkeiden määrä. Omien tuotemerkkien ja suoratuonnin osuuden kasvaessa on konsernin kannattavuudella tilaisuus suhteellisesti parantua. Pitkää peliä pelaaville sijoittajille (5+ vuotta) tulevaisuuden yritysostojen onnistuminen esittää myös keskeistä roolia.

Riskit liittyvät kilpailuun ja omaan tekemiseen

Kilpailu kaupan alalla on kireää ja Tokmannin suorat kilpailijat ovat aggressiivisesti kasvattaneet myymäläverkostojaan.

Tämän lisäksi tavanomaiset tavaratalot pyrkivät kasvamaan käyttötavarakaupassa. Näemme suorien kilpailijoiden (esim. Rusta) laajentumisen nostavan kilpailun uhkaa ja lisääntyvä kilpailu on mielestämme yksi keskeisimmistä riskeistä sijoittajan kannalta.

Dollarstoren integroinnissa epäonnistuminen nostaa mielestämme yritysostoon liittyvää riskiä, sillä kauppahinta ei mielestämme ollut edullisin (EV/EBIT 22x ja synergiat huomioiden 11x). Riskiä toisaalta pienentää Dollarstoren vahvat näytöt kasvun suhteen. Lisäksi konsernin kasvanut konseptien määrä (ja muutokset) eri alueilla aiheuttaa monimutkaisuutta, mikä saattaa aiheuttaa tehottomuutta, jolloin synergioiden ulosmittaaminen hankaloituu.

Yhtiön alhaisen hintamielikuvan tai brändin heikentyminen voisi arviomme mukaan vaikuttaa merkittävästi yhtiön tulokseen, erityisesti kireän kilpailun aikaan.

Laajamittainen globaali kauppasota saattaisi vaikuttaa Tokmannin liiketoimintaan välillisesti mm. taantuman ja inflaation kautta. Lyhyellä tähtäimellä Kiinan tavarantoimittajamarkkinalle saattaa syntyä ylitarjontaa USA:laisten vähittäiskauppojen vähentäessä hankintaa maasta, ja tätä kautta tarjota Tokmannille suotuisampia ostoehtoja.

Tietyt ESG-vaatimukset Aasian kauppaan liittyen nostavat riskejä liittyen hankintatoimintoihin ja saattavat aiheuttaa kustannuspaineita. Tämän lisäksi kiristynyt geopolitiittinen tilanne on osoittanut sillä olevan vaikutuksia tavanomaisiin liiketoimintoihin myös konfliktialueiden ulkopuolella (vrt. Suezin kanava).

SWOT-analyysi

Vahvuudet	Mahdollisuudet
- Defensiivinen toimiala - Laaja myymäläverkosto ja valikoima - Vahva brändi ja alhainen hintamielikuva - Korkeista volyymeista etua ostoehtoihin ja muihin prosesseihin - Korkea pääoman tuottopotentiali	- Yritystoston synergiat - Dollarstoren laajeneminen Ruotsissa ja Tanskassa - Omien tuotemerkkien lisääminen - SPAR-yhteistyö - Konsernin kannattavuuden parantaminen
Heikkoudet	Uhat
- Kilpailu halpakaupassa kireää - Suomen kasvuvara hiipumassa - Kulujen alhainen skaalautuvuus - Velkaantuneisuus on nostanut rahoituskustannuksia ja riskitasoa - Haasteet Dollarstoren tuloksenteossa	- Kilpailijoiden laajeneminen Tokmannin kauppapaikoille - Dollarstoren integraatiossa epäonnistuminen - Uusien konseptien myötä monimutkaistunut rakenne - Maineriski - ESG-sääntely ja kiristynyt geopolitiittinen tilanne - Riippuvuus keskusvarastoista - Mahdollisen kauppasodan epäsuorat vaikutukset

Sijoitusprofiili (2/2)

1

Vahva brändi ja markkina-asema Suomen halpakaupassa

2

Defensiivinen halpakauppa kasvaa vähittäiskauppaa nopeammin

3

Kansainvälistyminen Ruotsiin ja Tanskaan

4

Päivittäistavarakaupan laajentaminen

5

Vahva kassavirta ja osingonjakopolitiikka

Potentiaali

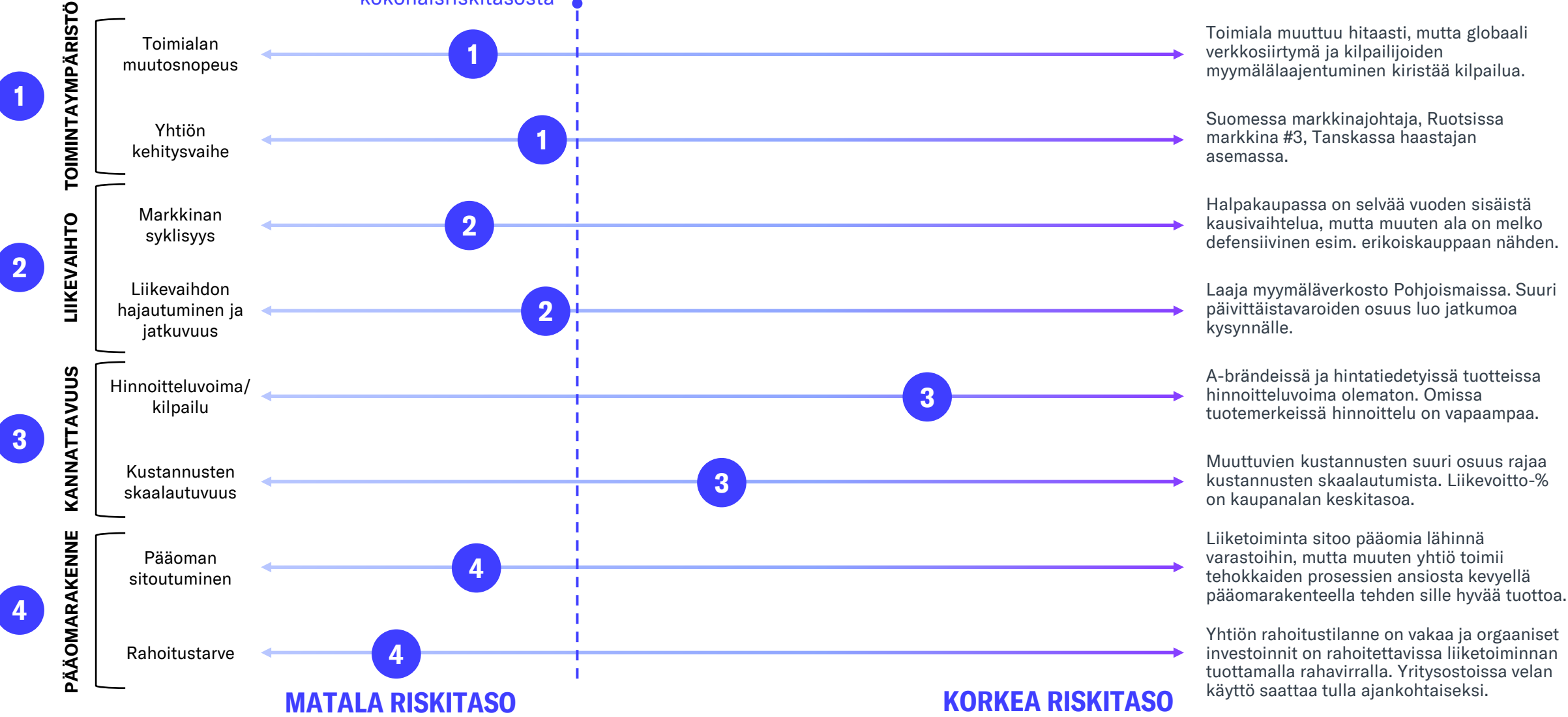
- Myymäläverkoston laajentaminen (etenkin Ruotsissa ja Tanskassa) ja asiakasvirran kasvattaminen
- Päivittäistavaran laajentaminen
- Suoratuonnin ja private label -tuotteiden laajemmat marginaalit tukee kannattavuutta
- Dollarstore-synergioiden realisoituminen nostaa myyntikatemarginaalia
- Dollarstoren tehostaminen ja kannattavuusparannus

Riskit

- Halpakaupan kilpailu kiristyy
- Kuluttajien heikon ostovoiman ja luottamuksen jatkuminen
- Dollarstore-integraatiossa epäonnistuminen ja konsernin monimutkaistunut rakenne
- Valikoiman hallinnassa epäonnistuminen
- Päivittäistavaran liiallinen laajentaminen
- Riippuvuus Mäntsälän ja Örebron keskusvarastoista
- Mahdollinen globaali kauppasota saattaa aiheuttaa taantuman ja nostaa inflaatiota

Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Yhtiön liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia (1/3)

Inderesin näkemys Tokmanni Groupin strategiasta



Vertailukelpoinen kasvu asiakastytyvääsyyttä ja keskiostosta nostamalla

Laaja valikoima
Halpa hintamielikuva
Helppo ja yllättävä asiointikokemus
Pätevä henkilöstö
Vastuullisuus

Tokmannin vertailukelpoinen kasvu otti suurloikan nollatasoista vuosien 2018-21 aikana (4 % p.a.) fokuksen siirtyessä asiakastytyvääsyyden parantamiseen (ja osin koronan tukemana). Kasvuvauhti on tästä hidastunut, ja se pysähtyi haastavan markkinaympäristön painamina vuosina 2022 ja 23.

Tulevaisuudessa vertailukelpoisen kasvun rooli korostuu Suomessa, jossa myymäläavausten tahti hidastuu. Tehtävä ei ole helppo, sillä kilpailu näyttää kiristävän entisestään muiden halpakauppojen avatessa uusia myymälöitä.

Uskomme vertailukelpoisen myynnin paranevan ulkomailla yhtiön kokoluokan kasvaessa ja tunnettuuden noustessa. SPAR-yhteistyö luo edellytykset Suomen vertailukelpoisten myymälöiden asiakasmäärien ja myynnin kasvulle, joskin prosessi on pitkä ja se vaatii markkinaosuuksien kahmimista.



Myymäläverkoston (ja päivittäistavaran) laajentaminen

Suomessa 5-10 uuden myymälän potentiaali

Ruotsissa ja Tanskassa runsaasti tilaa uusille myymälöille

SPAR-yhteistyö

Tokmanni on kasvattanut myymäläverkostoaan organisesti sekä yritysostojen avulla.

Suomessa on arvioimme mukaan tilaa maksimissaan 215 Tokmanni-myyvälälle (nyt 204 kpl). Arvioimme yhtiön fokuksen siirtyneen olemassa olevien myymälöiden parantamiseen, mukaan lukien päivittäistavaravalikoiman laajentaminen. Dollarstoren verkostossa näemme kuitenkin selvää kasvupotentiaalia tulevien myymäläavausten tapahtuessa Ruotsissa ja Tanskassa.

Uskomme yhtiön pohtivan mahdollisuuksia myymäläverkoston laajentamiselle nykyisten markkinoiden ulkopuolelle, joko yritysostoin tai organisesti Dollarstoren kaltaisella konseptilla. Tätä ennen yhtiön on kuitenkin osoitettava Dollarstoren uuden konseptin toimivuus Ruotsissa.



Tehokkuuden parantaminen

Hankinnan tehostaminen

Toimitusketjun tehostaminen

Digitalisaatio

Kannattavuuden parantamisen pääajurina toimii Dollarstoren kautta saavutettavat synergiat (kumulatiivinen Q3'25: >20 MEUR) sekä Dollarstoren myymäläkohtaisen myynnin nouseminen. Tätä ennen yhtiön kuitenkin saatava Dollarstoren tulosta painaneet ongelmakohdat selvitettyä.

Yhtiö pyrkii tehostamaan kulurakennettaan myös automatisaatiota lisäämällä, tekoälyä hyödyntämällä ja varastointia keskittämällä. Uskomme tehokkuusparannusten sekoittuvan kustannusinflaation sekaan.

Yhtiö pyrkii lisäämään kannattavamman omien tuotemerkkien ja suoratuonnin osuutta etenkin Dollarstoren myymälöissä, jonka uskomme tukevan lievästi yhtiön myyntikatteen kehitystä. Integraation myötä konsernin ja hankintayrityksen* volyymit tulevat nousemaan tarjoten edullisempia ostoehtoja.

Paraneva suhteellinen kannattavuus

Strategia (2/3)

Strategiaan aste kansainvälisyyttä

Tokmannin strategian ydin säilyi ennallaan helmikuussa 2024 päivitetystä strategiasta. Sen keskiössä on asiakasluottamuksen ja –uskollisuuden parantamisen sekä myymäläverkoston laajentamisen lisäksi kustannustehokkuus. Asiakasuskollisuutta parantamalla yhtiö uskoo saavuttavansa kasvua sen olemassa olevissa myymälöissä kun taas kasvun pääajurina toimii mielestämme myymäläverkoston laajentaminen.

Vuoteen 2025 ulottuvan strategiakauden taloudellisia tavoitteina on saavuttaa

- **Liikevaihto** 1,8 mrd. euroa
- **Liikevoitto** 150 MEUR

Taloudelliset tavoitteet on käsitelty tarkemmin sivuilla 28-29.

Asiakasluottamusta pyritään parantaa usealla tekijällä

Tokmanni uskoo parantavansa asiakasluottamusta useilla tekijöillä, joiden pitäisi johtaa vertailukelpoisen liikevaihdon kasvuun. Näistä tärkeimpinä voimme nostaa relevantti valikoiman sekä alhaiset hinnat. Tokmanni on nostanut sen tuotenimikkeiden määrää myymälöissä noin 30 tuhanteen, ja arviomme mukaan nimikemäärän mahdollinen lisääminen tulee tapahtumaan joko Dollarstoren myymälöissä tai verkkokaupassa suoratoimitusten ("dropshipping") avulla. Nimikemäärän kasvaessa kohdistuu valikoiman hallitsemiseen myös huolia, jotka saattavat esimerkiksi nostaa varastoriskejä tai vaikuttaa varaston kiertoon ja siten pääoman tehokkuuteen.

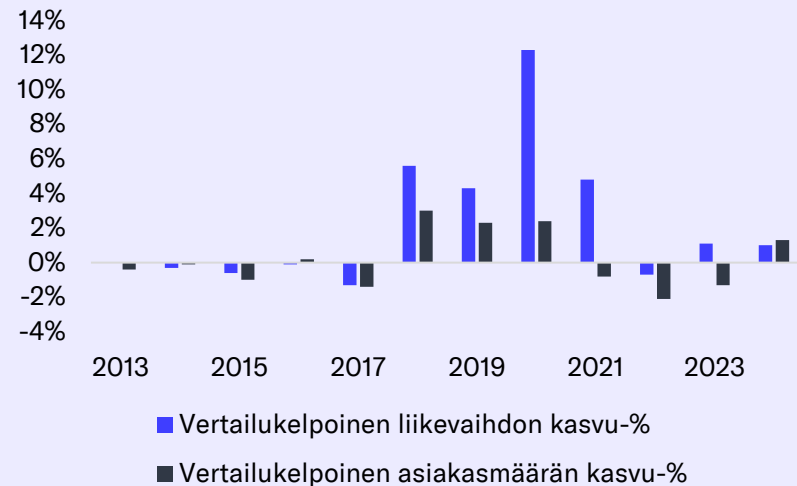
Alhaiset hinnat ovat halpakaupalle elintärkeitä, sillä näiden

asiakaskunta koostuu suurilta osin hintaherkistä asiakkaista. Vaikka Tokmanni ei arviomme mukaan ole markkinan halvin toimija, on se kuitenkin mielestämme onnistunut luomaan halvan hintamielikuvan itsestään, mm. eräalennusten ja onnistuneiden kampanjoiden lopputulemana. Dollarstoren hintamielikuvan luonti poikkeaa Suomen liiketoiminnoista, sillä Dollarstore pyrkii tarjoamaan aina halpoja hintoja ja olla ennustettava hintatasossa. Lisääntyvällä kampanjoinnilla Dollarstore parantaa edellytyksiään nostaa asiakasmäärää, joskin kasvu ei ole markkinoinnin tai alennuksien takia ilmaista.

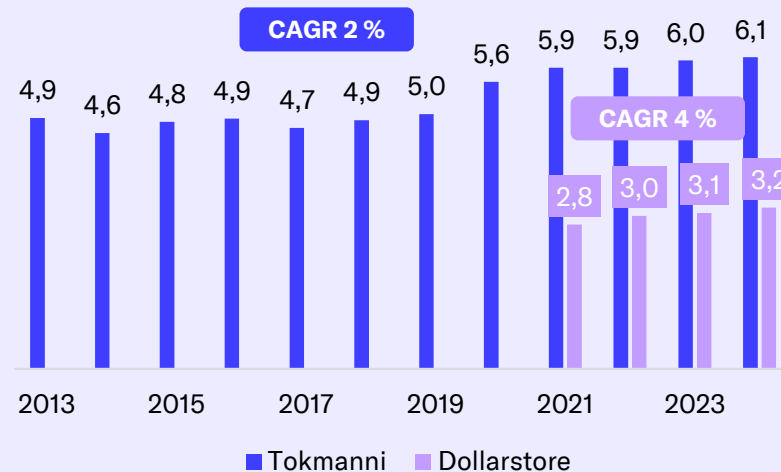
Tavoitteena yli 360 myymälää Pohjoismaissa

Tokmannin myymäläverkosto on Suomen halpakauppiasta suurin ja Ruotsissa se sijoittuu parhaan neljän joukkoon. Tokmanni tavoittelee yli 360 myymälän rajapyykkiä strategiakauden päätteeksi, josta yhtiö jäänee hieman vajaaksi (joitakin myymäläavauksia peruutettu). Mielestämme myymälälaajentuminen Suomessa jää noin 5-10 uuden nykymuotoisen (tai Tokmanni+SPAR-muotoisen) myymälän varaan ja panostuksia tullaan siirtämään päivittäistavaramyynnin edistämiseen vertailukelpoisissa myymälöissä. Tämä onkin mielestämme perusteltua, sillä uskomme Tokmannin löytäneen parhaimmat mahdolliset sijainnit mitä sillä Suomessa on tarjolla. Uskomme myymälälaajentumisen jatkuvan Ruotsissa ja Tanskassa yli strategiakauden, joskin pientä hidastumista saatetaan nähdä 2026 aikana kun yhtiö pyrkii korjaamaan tuloksentekoon liittyneet ongelmakohdat. Pitkässä juoksussa näemme Dollarstorella potentiaalia nostaa jonkin verran myymäläkohtaista liikevaihtoaan nousevan bränditunnettuuden ja valikoiman hienosäädön avulla.

Vertailukelpoisten myymälöiden kehitys



Liikevaihto/myymälä (MEUR)



Strategia (3/3)

Myyväläkohtaisen liikevaihdon parantaminen toisi samalla kannattavuushyötyjä kasvun skaalautuessa, sillä henkilöstö- ja vuokratulot eivät lisäänty kasvavan liikevaihdon tahtiin. Emme kuitenkaan näe Dollarstoren (3 MEUR/myymälä) saavuttavan Tokmannin 6 MEUR:n tasoa nykyvalikoimallaan vaan sitä tulisi reilusti laajentaa.

Kustannustehokkuus on halpakaupalle elintärkeä

Halpakaupalle ominainen kulutehokkuus korostuu Tokmannin strategiassa omana painoalueenaan ”joka päivä alhaiset kulut”. Tokmanni uskoo saavuttavansa tehokkuushyötyä esimerkiksi tekoälyä ja jalostettua asiakastietoa hyödyntämällä. Tämä trendi ei ole kaupan alalla mikään uutuus, sillä vastaavaa ovat esimerkiksi suomalaiset Kesko ja Verkkokauppa.com tehneet jo pitkän aikaa. Tokmannin suunnitelmat ovat tämän suhteen olleet käynnissä jo jonkin aikaa ja käsityksemme mukaan joitakin toimenpiteitä ollaan viety jo tuotantoon.

Yhtiö hakee ostotoiminnoistaan, valikoimastaan sekä toimitusketjustaan kustannusetuja esimerkiksi lisäämällä suoratuontia sekä omien tuotemerkkien osuutta myynnistä. Konsernin (ja hankintaorganisaation) nousseiden volyymien pitäisi myös nostaa Tokmannin neuvotteluvoimaa tavarantoimittajia kohtaan tarjoten edullisempia ostoehdoja. Digitalisaatiolla uskotaan olevan tehokkuutta lisäävä elementti, jolla Tokmanni esimerkiksi pyrkii optimoimaan logistiikkaa, tuotehintoja ja asiakastuntemusta. Myös keskusvaraston keskittämisen Mäntsälään pitäisi tuoda säästöjä matalamman vuokratason myötä. Uskomme

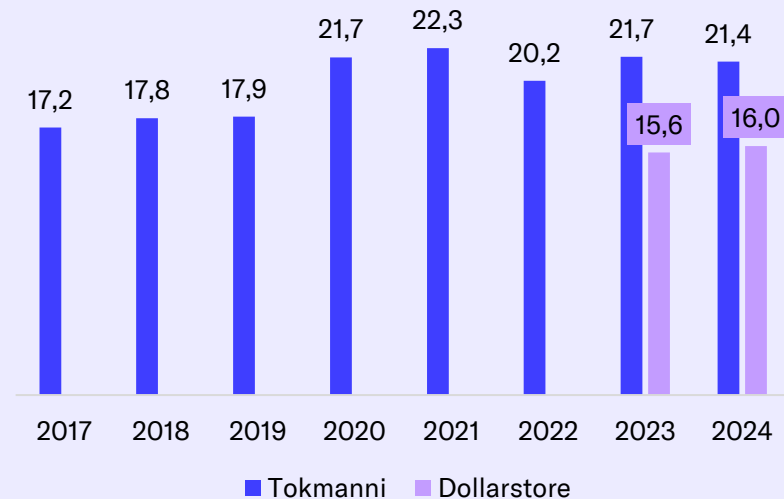
merkittävimmän kannattavuuspotentiaalin kuitenkin realisoituvan Dollarstoren kasvun myötä skaalautuvan kulurakenteen kautta.

Yllättäviä kustannuksia saattaa syntyä esimerkiksi geopolitiittista erinäköisyyksistä. Näistä viimeisimpänä esimerkkinä toimii Suezin kanavan sulkeutuminen, joka on aiheuttanut rahtihintoihin volatiliiteettia. Euroopan Unioni on asettanut useita kestävän kehityksen vaateita (EU:n Green Deal, CSRD, CBAM, CSDDD jne.) EU:n ulkopuolelta tavaraa tuonneille toimijoille, joista tulee syntymään lisäkustannuksia. Tästä syystä kustannussäästöt eivät valu suoraan alariville vaan pikemminkin hiljentävät muita inflaationaarisia elementtejä.

Yritysostoja tullaan jatkamaan ennemmin tai myöhemmin

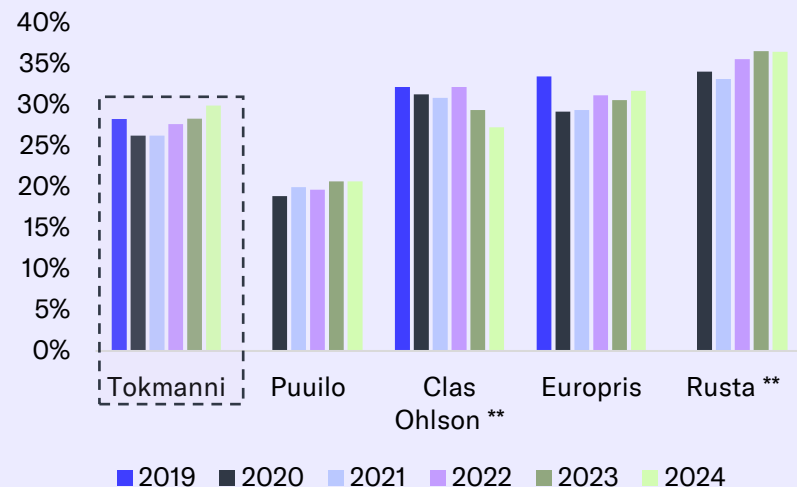
Viimeisten 20 vuoden aikana Tokmanni on tehnyt lähes 20 yritysostoa, joita on myöhemmin integroitu joko Tokmanni brändin alle (Suomi) tai ne ovat jatkaneet omalla konseptillaan (Ruotsi ja Tanska). Tokmannin pitkän aikavälin ambitiot ovat arvioidemme mukaan nykyisiä tavoitteita selvästi ylempänä, joka toisin sanoen tarkoittaa paluuta yritysostojen uralle ennemmin tai myöhemmin. Dollarstoren integraatioprosessi on pahasti kesken, ja pidämme suuren yritysoston realisoitumista epätodennäköisenä lähivuosina. Tokmanni saattaa tehdä täydentäviä yritysostoja, esimerkiksi yksittäisiä kauppiaita tai valikoimaa täydentävien tuotemerkkien ostoja.

Keskiostos (euroa)



Lähde: Tokmanni

Kiinteät kulut (% liikevaihdosta)*



Lähde: Yhtiöiden sijoittajasivut ja raportit

* Sisältää vuokratkustannukset (poistoista ja rahoituskustannuksista)

** Viim. 12kk (poikkeava tilikausi)

Taloudelliset tavoitteet (1/2)

Tulostavoitteeseen ei tulla yltämään vielä tällä strategiakaudella

Tokmanni asetti taloudelliset tavoitteensa vuosille 2021-25 ja päivitti niitä talvella 2024. Päivityksen aikaan liikevaihtotavoite vaikutti mielestämme realistiselta, sillä oletuksena oli markkinaympäristön koheneminen H2'24, jota ei Suomessa ole vielä kukaan tapahtunut. Vuonna 2021 asetettu liikevoittotavoite (150 MEUR) vaikutti jo siihen aikaan kunnianhimoiselta, joskin tavoitteet oltiin asetettu kysyntäympäristöltään tulikuumana aikana, mikä saattoi vääristää konseptin vetovoimaa tuohon aikaan. Tuloslaskelmaa koskevien taloudellisten tavoitteiden lisäksi yhtiö on määrittänyt velkaisuuteen (nettovelka/käyttökate pl. IFRS 16 erät <2,25x) sekä voitonjakoon (osingonjakosuhte 70 % nettotuloksesta) liittyvät tavoitteet. Konsernin haastavaa tilannetta leimaa se, että yhtiö ei näillä näkymin tule yltämään yhteenkään asettamista tavoitteista.

Strategiapäivitys 2026 lopulla

Tokmannin kuluva strategiakausi päättyy vuoteen 2025 mennessä. Uutta strategiapäivitystä saadaan kuitenkin arviomme mukaan odottaa pitkälle ensivuoteen asti, sillä uusi toimitusjohtaja Sampo Päällysaho aloittaa tehtävässään viimeistään heinäkuussa 2026. Sen aikaa yhtiö on todennut keskittyvänsä puhtaasti kannattavuuteensa parantamiseen. Tämä on mielestämme järkevää, sillä Tokmannin koholla olevan velkataakan ja heikentyneen tuloksen yhdistelmä nostaa liiketoiminnan riskitasoa huomattavasti.

Arvioimme tulevan strategian kulminoituvan seuraavien osa-alueiden ympärille muodossa tai toisessa:

- Vertailukelpoisen kasvun vauhdittaminen Suomessa päivittäistavaran laajentamisen ja asiakaskokemuksen parantamisen avulla.
- Dollarstoren liiketoimintamallin hiominen (valikoiman tarkempi ohjaaminen ja kampanjoinnin lisääminen) → vertailukelpoisen kasvun kiihtyminen ja keskiostoksen nousu.
- Myymäläverkoston laajentaminen ulkomailla. Näkemyksemme mukaan Dollarstoren myymäläverkostolla on tilaa laajentua Ruotsissa ja etenkin Tanskassa, jossa yhtiön verkosto on vielä nuori. Lisäksi konseptia saatetaan viedä olemassa olevien markkinoiden ulkopuolelle. Tämä on kuitenkin ehdollinen sille, että konsepti saadaan kuntoon kotimarkkinalla Ruotsissa.
- Kannattavuuden parantaminen tehostamalla hankintaa ja kiinteää kulurakennetta. SPAR-yhteistyön sekä Dollarstoren omien tuotemerkkien ja suoratuonnin lisäämisen pitäisi tuoda yhtiölle liikkumavaraa hinnoitteluun tai vaihtoehtoisesti parantaa suhteellista myyntikatetta. Lisäksi vertailukelpoisen kasvun pitäisi parantaa kannattavuutta etenkin Dollarstoren osalta.

Taloudelliset tavoitteet



Liikevaihto

1800 MEUR



Oik. liikevoitto

150 MEUR



Nettovelka/käyttökate (pl. IFRS 16)

<2,25x



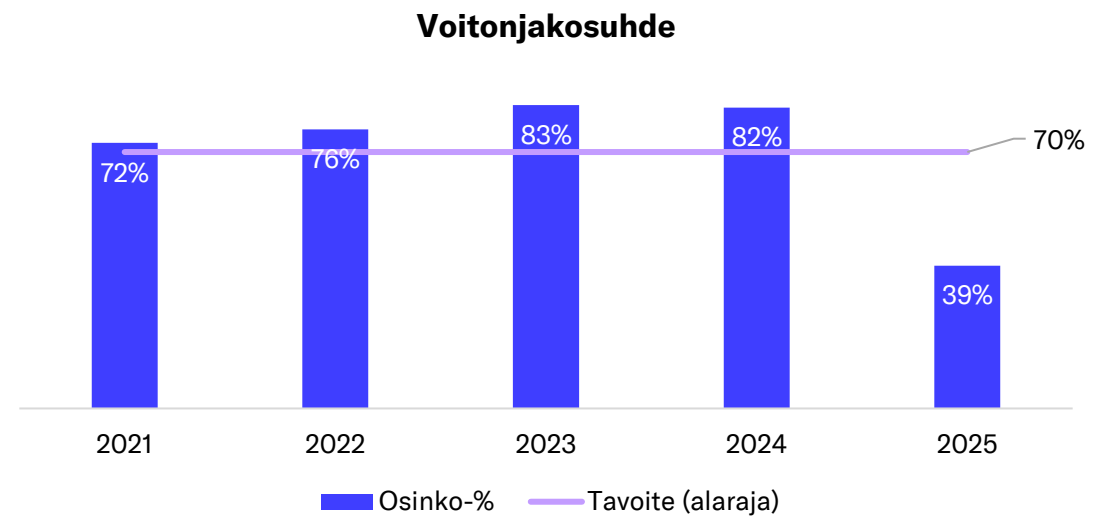
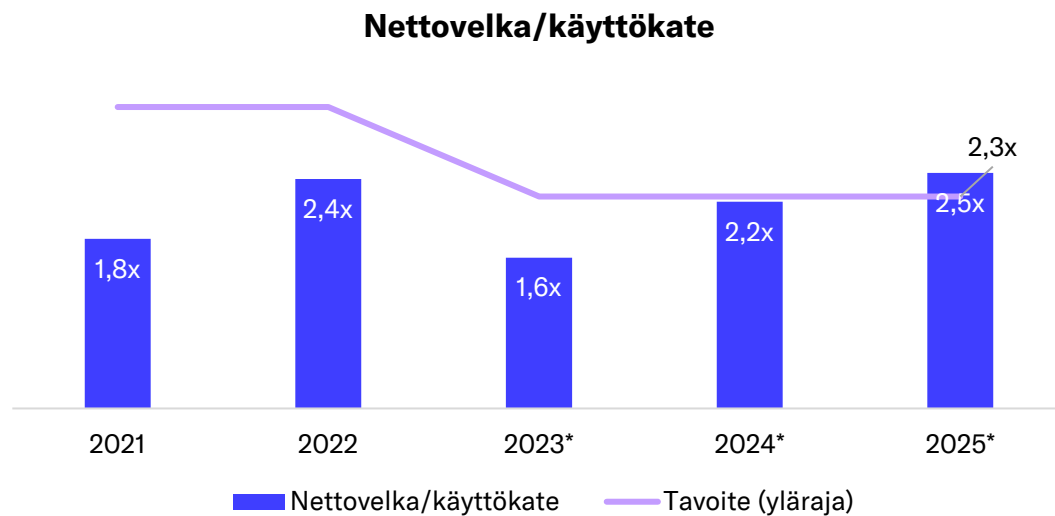
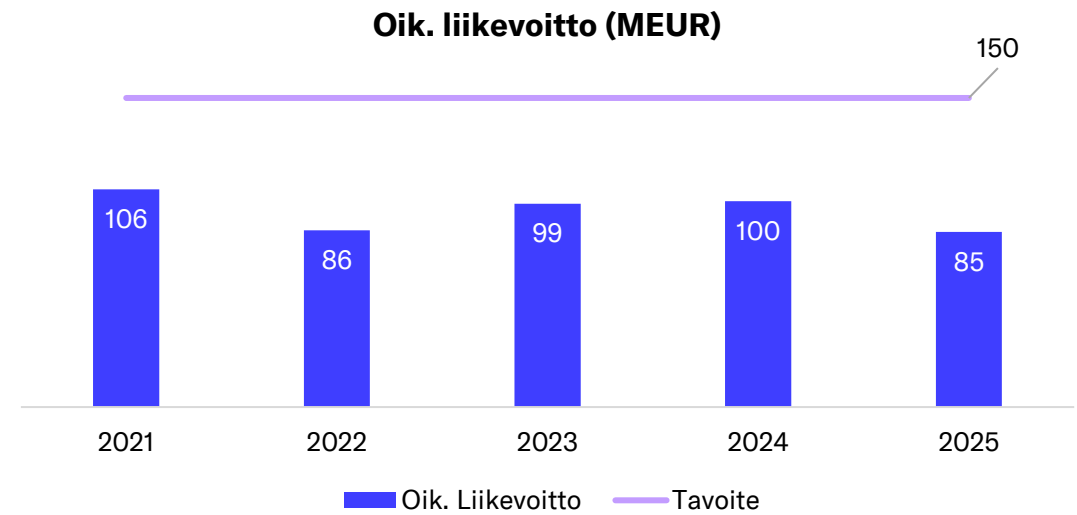
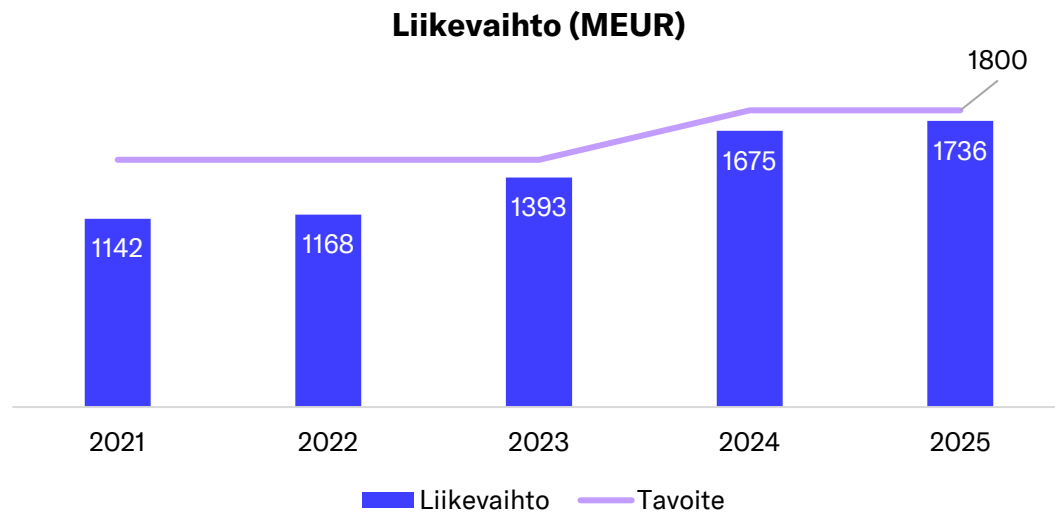
Osinko-% *

~70 %

Lähde: Tokmanni

* % nettotuloksesta, pääomarakenteesta, taloudellisesta asemasta, yleisistä taloudellisista ja liiketoiminnallisista olosuhteista ja tulevaisuuden näkymistä

Taloudelliset tavoitteet (2/2)



Toimiala ja markkinat (1/4)

Vähittäiskaupan markkinan koko on valtava

Tokmanni toimii Suomen, Ruotsin ja Tanskan vähittäiskaupan markkinoilla. Suomen ja Ruotsin yhteenlaskettu vähittäiskaupan myynti on valtava ~135 mrd. EUR. Vaikka Tokmannin valikoima koskettaa suurta osaa vähittäiskaupasta, ei se kuitenkaan ole yhtä syvä kuin perinteisten erikoiskauppioiden valikoimat. Tästä syystä emme näe Tokmannin markkinaosuuksien peilaamista koko vähittäiskauppaa vasten kovin hedelmällisenä.

Halpakauppa vielä pieni osa vähittäiskauppaa

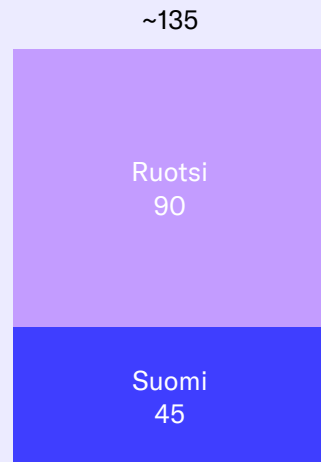
Halpakauppa on nopeasti kehittyvä, mutta toistaiseksi pieni osa vähittäiskaupan markkinaa. Ruotsin halpakauppa-markkina on hieman Suomea suurempi, joskin suhteellisesti halpakauppa on Suomessa suosituempaa. Tätä arvioimme mukaan selittää halpakaupan alhainen matalampi Ruotsissa sekä Ruotsin suurempi BKT/asukas. Eri tietolähteiden* perusteella arvioimme perinteisen halpakaupan vastaavan Suomessa lähes 3,5 mrd. euroa ja Ruotsissa 5 mrd. euroa. Lukujen tarkka validointi on kuitenkin haastavaa, sillä halpakaupat kilpailevat myös tavanomaisia kauppaketjuja ja joitakin erikoiskauppoja vastaan. Tämän lisäksi Tokmanni ajoittain lisää uusia tuotekategorioita valikoimaansa, joka usein sekoittaa laskuja. Tarkan markkinakoon tarkasteleminen sijaan katse tulisi mielestämme pitää markkinan kasvunopeudessa, etenkin Suomessa, jossa Tokmanni on

selvä halpakaupan markkinajohtaja. Ts. Tokmanni-segmentin kasvua enenevissä määrin määrittää markkinan kasvuvauhti.

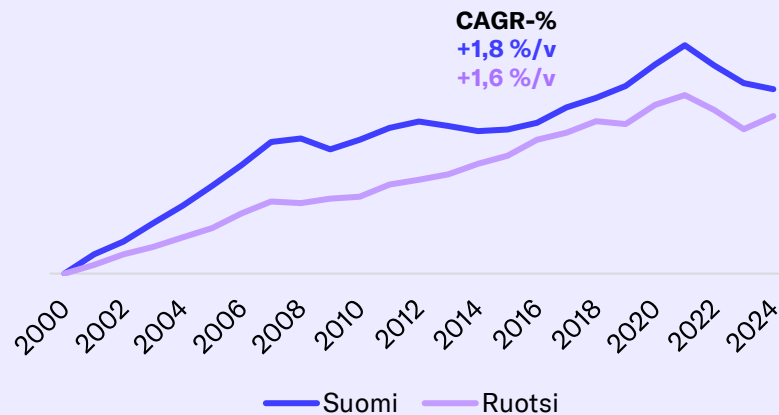
Halpakauppa kasvaa vähittäiskauppaa nopeammin

Suomen halpakauppa on kasvanut reilusti vähittäiskaupan markkinaa nopeammin. Keskimäärin vähittäiskauppa on kasvanut noin 3 %:n vuositahtia, kun taas halpatavarakaupan vuosittainen kasvu viimevuosien aikana on ollut yli 5 %. Ruotsissa halpakaupan kasvu on ollut tätä voimakkaampaa arvioimme mukaan voimakkaamman talouskasvun tukemana. Halpakaupan vahvan kasvun taustalla piilee sekä halpakauppojen määrän kasvu sekä kuluttajien suurempi halpatavarakulutus. Fiksun ostamisen kulttuurin nousun myötä halpakaupan kohderyhmä on näkemyksemme mukaan laajentunut merkittävästi viimeisen 10 vuoden aikana. Näiden lisäksi halpatavarakauppojen myymien private label -tuotteiden laatu on parantunut ajan myötä, kun yhtiöt ovat panostaneet hankintaketjuihinsa laadunvarmentamiseen, mikä on ollut omiaan lisäämään asiakasvirtoja halpamyymälöissä. Yllä käytyjä kasvua tukevia seikkoja sekä kypsempien halpatavaramarkkinoiden USA:n ja Saksan halpakauppapenetraatiota (~9-10 %) tarkastellessa, emme näe syytä miksi Pohjoismaiden halpatavarakaupan osuus vähittäiskaupasta ei nykytasolta (~3-4 %) nousisi pitkällä jännteellä.

Vähittäiskaupan markkina (mrd. euroa)



Kaupan historiallinen volyymikasvu-%*



* Rusta, Puuilo, Tokmanni, Axfood, Kaupan liitto, Handelsfakta

Lähde: Kaupan liitto, Handelsfakta, Tilastokeskus, Statistics Sweden

* Suomi: koko vähittäiskauppa, Ruotsi: elintarvikekauppa

Toimiala ja markkinat (2/4)

Markkina on myös defensiivinen

Vähittäiskaupan kehitys on ollut jonkin verran syklistä, kun sen kasvu on lakannut tai kääntynyt negatiivisesti matalasuhdanteiden aikaan. Halpakauppa on puolestaan tunnettu defensiivisyydestään ja esimerkiksi Ruotsissa ja Norjassa halpakaupan markkina on kasvanut taantumien aikaan normaalia suhdannetta nopeammin. Tätä arviomme mukaan selittää taantumien aikaan heikentyvä ostovoima, jolloin kuluttajat ovat siirtäneet kulutusta halvempien hintapisteiden mukaisiin kauppakettuihin. Toisaalta noususuhdanteen aikana kuluttajat saattavat siirtää kulutustaan enemmän kohti premium-tavaraa tai palveluita (matkustaminen, ravintolat), kun käytettävissä olevaa tuloa on kertynyt enemmän.

Valikoima jakautuu käyttö- ja päivittäistavaraan

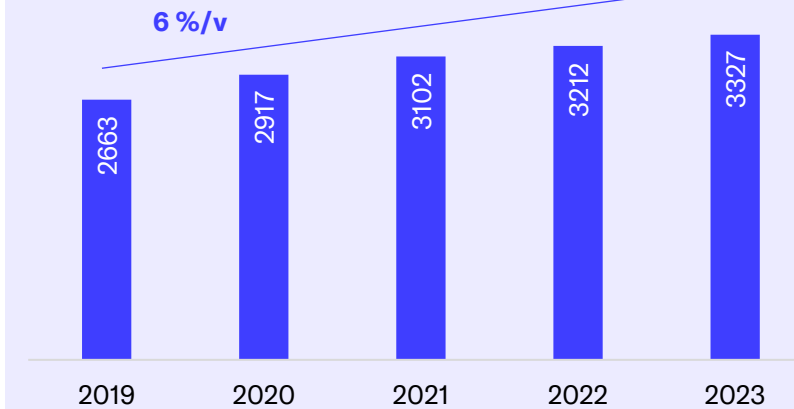
Halpakaupan valikoima voidaan jakaa ylätasolla käyttö- (KT) ja päivittäistavaraan (PT). KT-markkina koostuu asumiseen, pukeutumiseen ja vapaa aikaan liittyvien tuotteiden myynnistä. Näitä tuotekategorioita ylätasolla leimaa niiden korkea katepotentiaali, mutta toisaalta hitaampi varaston kierto. Markkina on todella laaja johtuen tuotteiden monipuolisuudesta, minkä seurauksena tarkkojen kategoriakohtaisten markkinaosuuksien laskeminen on käytännössä mahdotonta. KT-markkinalla muita vahvoja toimijoita ovat hypermarketit, halpakaupat, erikoisliikkeet ja verkkokaupat. Käyttötavaran myynti on sen korkeamman hintapisteen ja osalti harkinnan varaisen kulutuksen takia syklistä.

PT-markkina koostuu arkisten, nopeasti kiertävien tuotteiden mynnistä (elintarvikkeet, juomat, kodin paperit, lehdet, tupakkatuotteet, teknokemian tuotteet ja päivittäiskosmetiikka). Näitä tuotekategorioita leimaa niiden nopea varaston kierto, mutta toisaalta matala katepotentiaali. Elintarvikemyynti tuo valtaosan (~2/3) PT-markkinan myynnistä. Halpakaupat ovat tyypillisesti vahvoja elintarvikkeiden ulkopuolisissa PT-kategorioissa, kuten hygieniatuotteissa ja pehmopapereissa. PT-kauppa on osoittautunut defensiiviseksi tuotekategoriaksi, sillä tuotteet hankitaan tarpeeseen ja ne ovat hintapisteeltään matalampia.

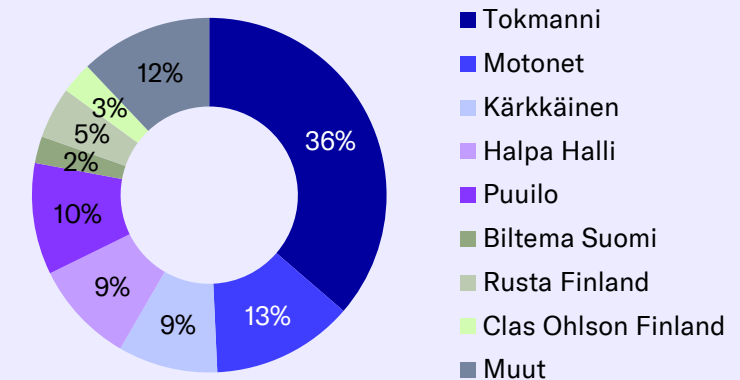
Toimiala on keskittynyt suurille ketjuille

Pohjoismaiden halpakaupamarkkina on tänä päivänä keskittynyt suurille ketjuille, kun pieniä kauppakettuja löytyy enää lähinnä maakunnista. Esimerkiksi Suomen halpakaupamarkkinasta ¾ kuuluu viidelle suurimmalle toimijalle. Keskittymisen keskeisenä ajurina on toiminut kasvavien ketjujen muskelit, joiden avulla ne on kyennyt valloittamaan nopeasti markkinaosuutta halvoilla hinnoilla ja nopealla myymäläverkoston laajentamisella. Toisaalta markkinalla on joitakin toimijoita, jotka ovat laajentuneet myös yritysostoin, joista Tokmanni toimii pätevimpänä esimerkkinä. Tokmannin lisäksi Rusta laajeni Suomeen ostamalla Hong Kongin –ketjun, Europris osti ruotsalaisen ÖoB:n ja Clas Ohlson on tehnyt joitakin yritysostoja. Rustan laajentuminen poikkeaa Tokmannin ja Europrisin kansainvälistymisestä siinä määrin, että Rusta konvertoi Hong Kongit kahden vuoden sisällä Rustan konseptin alle.

Suomen halpakaupamarkkinan koko ja kehitys (MEUR)*



Suomen halpakaupan markkinaosuudet (2023)



Lähde: Asiakastieto, Puuilo, Tokmanni, Inderes

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

Toimiala ja markkinat (3/4)

Näiden lisäksi halpakauppaketjut ovat muodostaneet strategisia kumppanuuksia saavuttaakseen ensi sijassa mittakaavaetuja hankinnasta. Esimerkiksi Europris perusti Tokmannin kanssa hankintayrityksen suoratuontia edistääkseen.

Näemme yritysjärjestelyt ja allianssit mahdollisina jatkossakin, mutta esimerkiksi Tokmannin osalta suurten ketjujen ostaminen Suomessa voidaan suurella todennäköisyydellä poissulkea epäreilun kilpailuaseman uhan takia. Lyhyellä tähtäimellä näemme valikoimaa vahvistavat yritysostot mahdollisina, ja pitkällä aikavälillä (3-5+ vuotta) yhtiö voisi toteuttaa suurempiakin järjestelyjä laajentuessaan nykymarkkinoidensa ulkopuolelle.

Verkkokaupan rooli halpakaupassa nousussa

Yleisesti kaupanalalla kasvavan verkkokaupan rooli halpakaupassa on toistaiseksi ollut Pohjoismaissa marginaalinen. Tämä johtuu ostoskorin pienestä koosta (jolloin kotiinkuljetus on suhteellisen kallista), hankinnan välittömästä tarpeesta ja myös ostajakunnan profiilista. Muutenkin Suomi on verkkokaupassa muita kehittyneitä markkinoita jäljessä. Etenkin USA:ssa halpakaupan kasvu tulee kuitenkin tänä päivänä suurimmilta osin verkkokaupasta ja se on myös Pohjoismaisten toimijoiden osalta kasvanut mukavasti parempina talousaikoina.

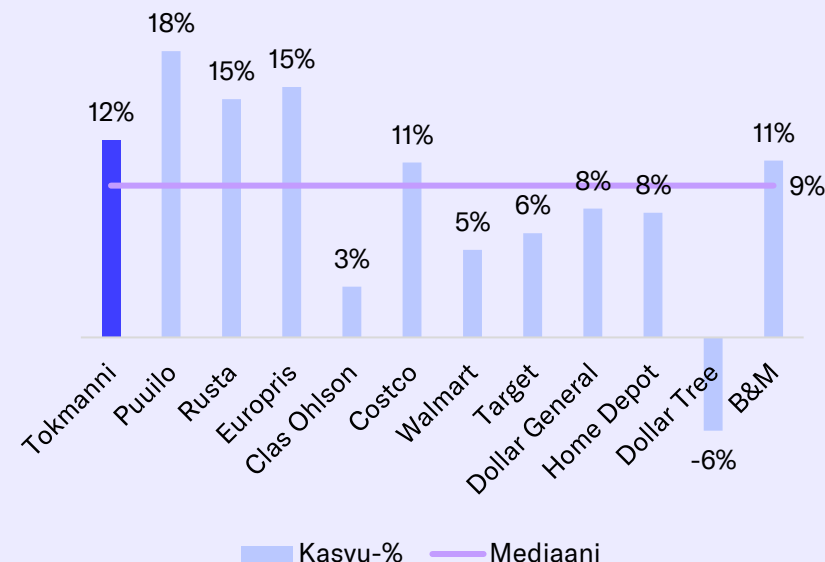
Tällä hetkellä verkkokauppa toimii Tokmannin kaltaisilla toimijoilla pikemminkin asiakaskokemusta tukevana tekijänä (esim. hyllypaikat ja valikoiman tarkastelu), jossa korostuu myymälätoimitukset (click-and-collect). Harmaita

hiuksia paikallisille halpatoimijoille on aiheuttanut aasialaiset halpaverkkokaupat niiden halpoine hintoineen ja ilmaisine toimituksineen. Emme kuitenkaan näe niiden uhkaa välittömänä Pohjoismaiselle halpakaupalle useasta syystä: 1) yleisesti kohdeasiakkaiden suosima asiointikanava on myymälä, 2) kotimaisten halpatoimijoiden tuotteet ovat laadultaan parempia ja vastuullisempia ja 3) paikallisten toimijoiden tunnetummat brändit. Tokmannin päivittäistavaran suurempi osuus ja vahvempi fokus siellä on omiaan tukemaan Tokmannia suhteessa verkkotoimijoihin.

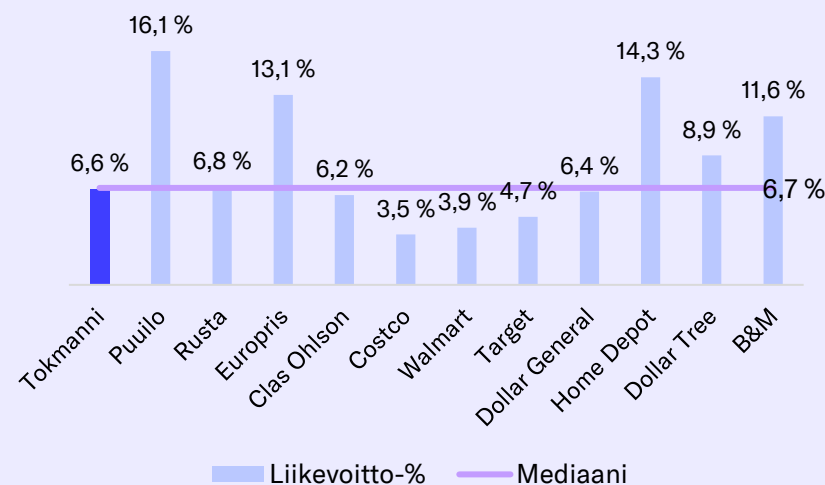
Halpakauppa kasvaa Pohjoismaissa ja maailmalla myymäläavausten vetämänä

Myös globaalisti tarkasteltuna halpakaupan markkina on muuta vähittäiskauppaa selvästi nopeammin kasvava markkinan alasegmentti, mikä näkyy johtavien toimijoiden vahvoissa kasvuluvuissa. Bloombergiltä kerätyn datan perusteella tunnetuimmat kansainväliset halpakauppaketjut ovat kasvaneet keskimäärin 9 % viimeisten muutaman vuoden aikana. Halpakauppiaille kasvun tärkein lähde on viime vuosina ollut uusien kauppojen avaaminen. Tokmannin arvion mukaan halpakaupan globaalista kasvusta noin 75 % tulee uusista myymäläavauksista. Yhtiöt tarjoavat tyypillisesti myös monikanavaista asiointia, jolloin ne eivät jää paitsi myöskään verkkokaupan kasvusta. Kasvulähteinä on myös toiminut valikoiman laajentaminen vertailukelpoisen kasvun tukemiseksi ja myös elintarvikkeita myydään yhä useammassa halpakaupassa.

Liikevaihdon kasvu-%
(5 vuoden CAGR)



Liikevoitto-% (3 vuoden keskiarvo)



Lähde: Bloomberg

Toimiala ja markkinat (4/4)

Myös kansainvälisten halpakauppojen vertailukelpoinen kasvu on ollut vahvaa ja jo ennen pandemiaa ja tarkastelun alla olevilla yhtiöillä se on liikkunut noin 2-6 % välillä vuodessa. Pandemia kiihdytti yhtiöiden vertailukelpoista kasvua vuosien 2020-21 välillä niissä maissa, missä kauppohen sallittiin olla auki. Vuosien 2022-24 aikana myös kansainväliset halpakaupat ovat kertoneet pääsääntöisesti laskevista vertailukelpoisista myynneistä, kun kulutus on palautunut palveluihin ja inflaatio on alkanut laskea kuluttajien ostovoimaa.

Kasvu on ollut myös kannattavaa

Johtavat halpakaupan yhtiöt kasvavat kannattavasti, mikä näkyy niiden vahvoina liikevoittomarginaaleina. Yhtiöt pyrkivät parantamaan myyntikatteitaan omien tuotemerkkien kasvun ja suurten volyymien ja korkean suoran tuonnin kautta. Eroa toimijoiden myyntikate-%:issa selittävät kategoriapainotukset. Etenkin päivittäisvarakaupan kategoriat ovat myyntikatemarginaaliltaan matalampia. Parhaimmat kannattavuudet syntyvät tiukasta kulukurista, joihin vaikuttavat mm. myymälöiden sijainnit keskustan ulkopuolella, standardoidut myymäläprosessit ja matalat pääkonttori- ja markkinointikulut, jotka skaalautuvat hyvin isoille volyymeille.

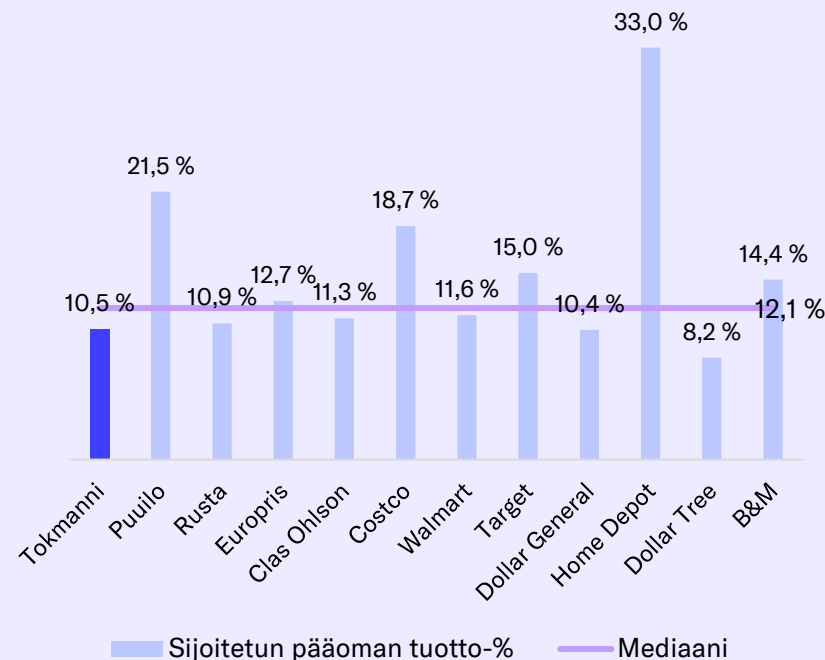
Korkea pääoman tuotto tavanomaista toimialalla

Halpakaupoille yhteistä on pääomakevyt liiketoimintamalli. Myymälät ovat usein vuokrattuja ja suurin pääomaa sitova

elementti onkin käyttöpääoma. Siinä mielessä käyttöpääoman tehokas hallitseminen (varaston kierto) esittää suurta osaa kaupan pääoman tuottopotentialista, etenkin niillä toimijoilla, joiden tuotekatteet ovat matalahkolla tasolla (esim. päivittäistavara). Yhtälö toimii myös tilanteessa, jossa varaston kierto olisi hitaan puoleista. Tällöin pääoman tuottopotentialia yleensä määrittää tuotekohtaiset katteet, jolloin tekemällä hyvää katetta varastoon sitoutunutta pääomaa saadaan kompensoitua korkeammalla kannattavuudella.

Halpakauppaverrokki ovat tehneet keskimäärin noin 12 %:n sijoitetun pääoman (ROIC) tuottoa edellisten muutaman vuoden aikana. Kokonaisuudessaan tunnusluvut viestivät halpakauppojen kyvykkyydestä tuottaa pääomalle sen kustannuksen ylittävää tuottoa, täten ne luovat myös arvoa.

Sijoitetun pääoman tuotto-% (5 vuoden keskiarvo)



Kilpailukenttä (1/2)

Kilpailukenttä on laaja ja hajautunut

Tokmanni Groupin kilpailukenttä on laaja ja se eroaa markkina-alueittain joissakin määrin. Esimerkiksi Suomessa ja Ruotsissa Tokmanni Group on jo vakiintunut pelaaja ja halpakauppojen suosio on markkinalla kasvanut jo jonkin aikaa. Tanskassa tilanne on toinen ja käsityksemme mukaan generalistisen ja laajan valikoiman halpakaupan rooli on siellä vähäisempi tai markkina on nuoremassa vaiheessa. Tämä arviomme mukaan tarjoaa Bigdollar-konseptille oivan tilaisuuden luoda markkinaa ensimmäisten joukossa.

Tokmanni Groupin painottaessa melko laajaa valikoimaa, kohtaa se kilpailua niin halpakaupoilta, päivittäistavarakaupoilta sekä erikoiskaupoilta. Kilpailu erikoiskauppojen kanssa on kuitenkin mielestämme vähäistä, sillä niiden valikoimat ovat paljon syvemmät ja niiden myyntikanavissa asioidaan selvästä tarpeesta. Näiden hintataso on usein Tokmannia korkeampi. Mielestämme Tokmanni Group kohtaa kovinta kilpailua halpakauppojen (mm. Rusta, ÖoB, Kärkkäinen, Puuilo) sekä päivittäistavarakauppojen toimesta (mm. Prisma, Willy's, Citymarket, ICA).

Laajentuminen kasvattaa markkinaa, mutta saattaa lisätä kilpailua

Halpakaupan toimijat ovat kasvattaneet halpakaupan markkinaa avaamalla uusia myymälöitä. Vähittäiskaupan markkinaa tämä ei kuitenkaan ole arvioidemme mukaan kasvattanut vaan halpakaupan kasvu on ollut joko

tavarataloilta tai erikoiskaupoilta pois.

Halpakauppatoimijoiden myymäläavaukset ovat jatkuneet intensiivisinä ja kilpailu toimialalla on lisääntynyt. Niin kauan kuin itse markkina antaa myöten (ts. kasvaa) pysyy kilpailu siedettävällä tasolla, mutta mikäli markkinalle alkaa syntyä ylikapasiteettia (liikaa myymälöitä), alkaa se arviomme mukaan näkymään yhtiöiden myyntiluvuissa sekä katteissa. Puuilo on avaamassa vielä ainakin 40 uutta myymälää, Biltema ilmoitti 8 uudesta myymälästä ja Rustalla on arvioidemme mukaan hyvin suuret ambitiot myymälämääränsä lisäämiseen. Pidämmekin Rustaa yhtenä Tokmannin pääkilpailijoista pitkällä jännteellä, missä hintataso on myös osoittautunut hyvin kilpailukykyiseksi. Suomessa Tokmanni onkin asettumassa tilaan, jossa se myymäläverkoston kasvattamisen sijaan pyrkii kasvattamaan tai joissakin osin jopa suojaamaan markkinaosuuttaan olemassa olevalla myymäläverkostolla.

Yhteisissä ja päivittäisissä kategorioissa kilpailu kiristyy

Kilpailu yhteisissä päivittäistavarakategorioissa on kireää ja katteet näissä tuotteissa muita matalampia. Kuten sivulta 30 käy ilmi, lähes jokainen Tokmannin verrokkiyhtiöstä myy siivoukseen ja sisustamiseen liittyviä tuotteita. Mitä kauemmas päivittäistavaroista siirrytään, alkaa yhtiöiden kilpailu vähentymään ja katerakenne nousemaan. Esimerkiksi Puuilon, jonka myynnistä suurin osa tulee rakentamiseen liittyvistä tarvikkeista, myyntikate pyörii 36 %:n tuntumassa, kun taas päivittäistavaraketjujen myyntikate-% liikkuu karkeasti 15-20 %:n välillä.

Tokmannin kilpailuhyödyt



Laaja myymäläverkosto



Halpa hintamielikuva



Tunnettu toimija Suomessa ja Ruotsissa



Suuret volyymit → hyvät ostoehdot

Lähde: Inderes

Kilpailukenttä (2/2)

	Markkina	Myymälät	Liikevaihto (MEUR)*	Oik. liikevoitto-%*	Päätuotekategoriat								
					Kauneus ja terveys	Pukeutuminen	Siivous	Keittiö	Sisustus	Lelut	Elintarvikkeet	DIY	Vapaa-aika
TOKMANNI GROUP		344	1 675	6,0 %	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
RUSTA		157	~750	7,1 %**	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
PUUULO		49	383	17,5 %	✗	✗	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓
Clas Ohlson		138	~540	9,9 %**	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
Kärkkäinen se edullisen ostamisen tavaratalo		5	303	1,9 %	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Normal		~400	~800	7,5 %**	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✓
CITYMARKET		82	-	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PRISMA		81	~3 500	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
JULA		78	624	5,1 %	✗	✗	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓
ÖB		93	364	1,5 %	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
BILTEMA		104	953	7,4 %	✗	✗	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✓
motonet		44	447	7,1 %	✗	✗	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✓
HalpaHalli		35	306	0,6 %	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Lähde: Yhtiöiden sijoittajasivut ja raportit, Asiakastieto, Allabolag, CVR Virksomhedsregister

* Viimeisin saatavilla oleva 12 kk, valuuttakurssimuunnettu tilikauden keskikurssin mukaan

** Konserni (sis. kaikki maat/liiketoiminnot)

Taloudellinen tilanne (1/2)

Tasetta paisuttaa vuokravastuut

Tokmannin taseen loppusumma vuoden 2024 lopussa oli 1410 MEUR. Suureen lukemaan nähden Tokmannin tase on kuitenkin varsin kevyt, ja sitä paisuttaa IFRS16-sääntelyn myötä aktivoitavat vuokravastuut. Ilman IFRS16-vuokravastuita olisi taseen koko reilu 800 MEUR.

Yritystohistoriansa johdosta Tokmannin taseeseen on kertynyt liikearvoa 217 MEUR:n edestä. Liikearvon tasoon ei mielestämme kohdistu merkittävää alaskirjauksen riskiä, sillä uskoaksemme Tokmanni on onnistunut ottamaan ostetut liiketoiminnot hallintaansa ja parantanut niiden kannattavuusprofiilia (pl. Dollarstore). Dollarstoren oston myötä liikearvoa kirjattiin lisää 73 MEUR:n edestä.

Taseen vastaavaa puolelle kirjattavia aineellisia omaisuuseriä yhtiöllä oli 639 MEUR:n edestä. Näistä valtaosa peittyy IFRS 16-käyttöomaisuuserien alle, kun taas todellisten aineellisten omaisuuserien (myymälöiden ja toimitilojen koneet, tavarat ja laitteistot yms.) arvo oli 110 MEUR:n vuoden 2024 lopussa.

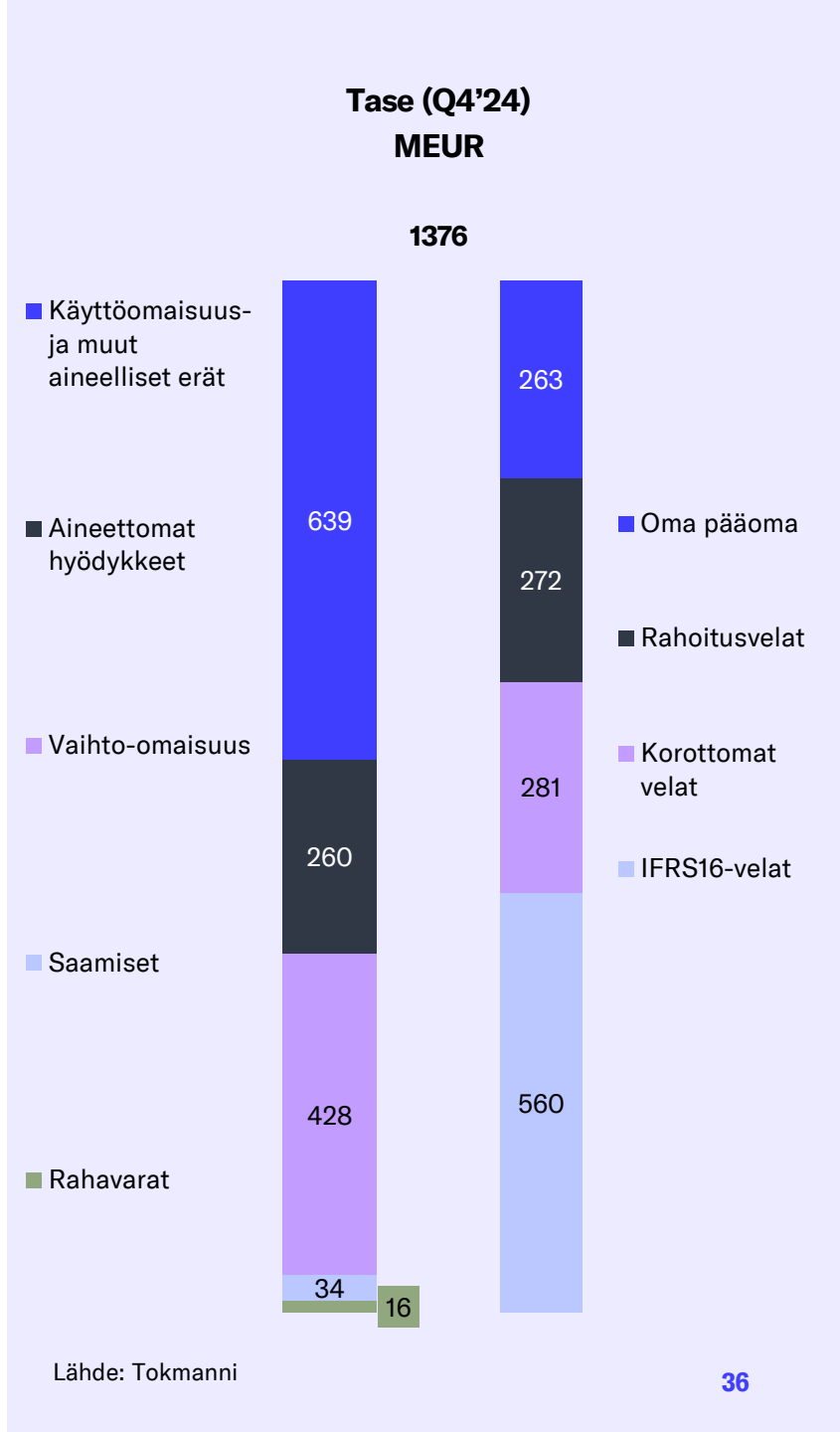
Kaupanalalle tavanomaisesti Tokmannin taseeseen sitoutuu vaihto-omaisuutta ja saamisia, mutta ostovelat tasoittavat käyttöpääoman tasoa (2024: 11 % liikevaihdosta). Tokmannin vaihto-omaisuus oli vuoden 2024 päätteeksi 428 MEUR ja muut lyhytaikaiset saamiset summautuivat 31 MEUR:oon. Suhteellisesti varaston ja saamisten kehitys on ollut varsin johdonmukaista, pois lukien korona-aikana paisuneet varastotasot materiaalipulan takia. Jatkossa

etenkin Dollarstoren varastoon sitoutuva pääoma todennäköisesti kasvaa suhteellisesti lisääntyneen suoratuonnin ja omien tuotemerkkien myynnin myötä, jotka kuitenkin tarjoavat varastoriskille mielestämme riittävän vastineen niiden korkeamman katepotentiaalin myötä. Tämä on tosin riippuvainen siitä, miten yhtiö onnistuu houkuttelemaan kaikonneita vakioasiakkaita takaisin myymälöihinsä.

Rahavaroja yhtiöllä oli Q4:n päätteeksi noin 16 MEUR:n edestä. Rahavarojen vähäisyyttä selittää kevätseason kiinni varautumisen takia tehdyt varaston täyttötoimet.

Omaa pääomaa taseen vastattavien puolelta löytyi 263 MEUR:n edestä vuoden 2024 lopulla. Tämä tarkoittaa noin 19 %:n omavaraisuusastetta, joka on velkaisen taseen takia alhainen lukema. IFRS 16-oikaistuna omavaraisuusaste nousee 30 %:n tuntumaan, mikä kuvastaa paremmin Tokmannin operatiivista vakavaraisuutta.

Korollista rahoitusvelkaa yhtiöllä oli yhteensä 272 MEUR:n edestä, mikä vastaa noin 2,4x nettovelan ja käyttökatteen suhdetta (pl. IFRS 16-erät). Dollarstore-yritysosto rahoitettiin lainarahalla, mikä nosti yhtiön velkatasoa merkittävästi. Arviomme mukaan suuremmat investoinnit ovat takanapäin ja tervehtynyt kassavirta parantaa Tokmannin velka-asemaa tavoitetason (2,25x) alle lähivuosina.



Taloudellinen tilanne (2/2)

Tokmanni tekee vuolasta kassavirtaa

Kassavirran suhteen Tokmannin liiketoiminta on terveellä pohjalla. Yhtiön tekemä operatiivinen tulos on kääntynyt tehokkaasti operatiiviseksi rahavirraksi kassakonversion ollessa keskimäärin yli 80 %. Käytännössä yhtiö pystyy rahoittamaan orgaanisen kasvunsa kassavirran avulla, mutta suurempiin investointeihin on yhtiön käytettävä muita rahoituslähteitä (laina tai osakeanti).

Vapaan kassavirran taso on pitkälti riippuvainen sitoutuneesta käyttöpääomasta sekä investoinneista, joista jälkimmäiset olivat koholla vuosien 2022-23 aikana (Mäntsälän logistiikkakeskuksen laajentaminen ja Dollarstore-yritysosto). Vuonna 2023 käyttöpääomaa vapautui merkittävästi, mikä tuki operatiivista rahavirtaa, kun taas menneen tilikauden päätteeksi yhtiö nosti varastotasojaan varautuakseen toimitusketjujen mahdollisiin ongelmakohtiin, painaen siten vapaan rahavirran pakkaselle.

Kustannusrakenne

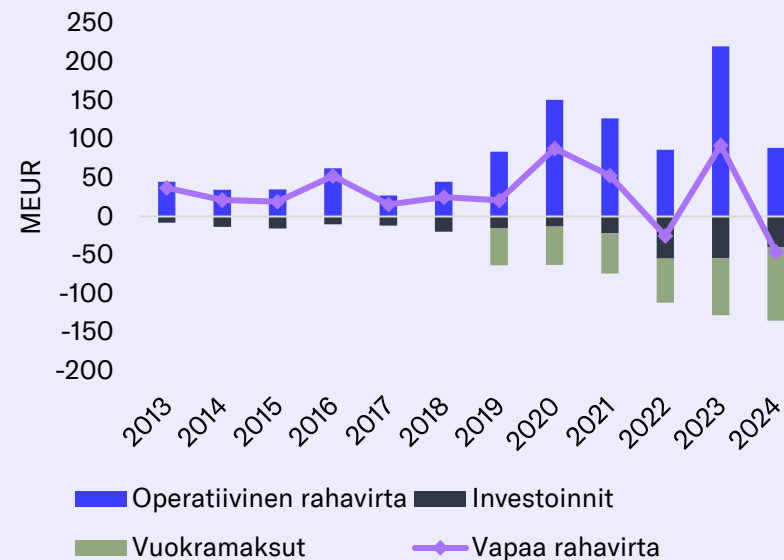
Konsernin liiketoiminta heijastelee tyypillistä kaupan alan yhtiön kulurakennetta. Suurin osa kuluista syntyy hankinnasta, mutta toinen merkittävä kuluerä on henkilöstökulut. Tiukan kulukurin ja osittaisen skaalautumisen ansiosta yhtiön kulut ovat suhteessa liikevaihtoon pienentyneet ja tämä vuosien saatossa on näkynyt parantuneena suhteellisena kannattavuutena. Kiinteiden kulujen suhde liikevaihtoon on noin 30 %, mikä

heijastelee verrokkiryhmän keskimääraistä tasoa.

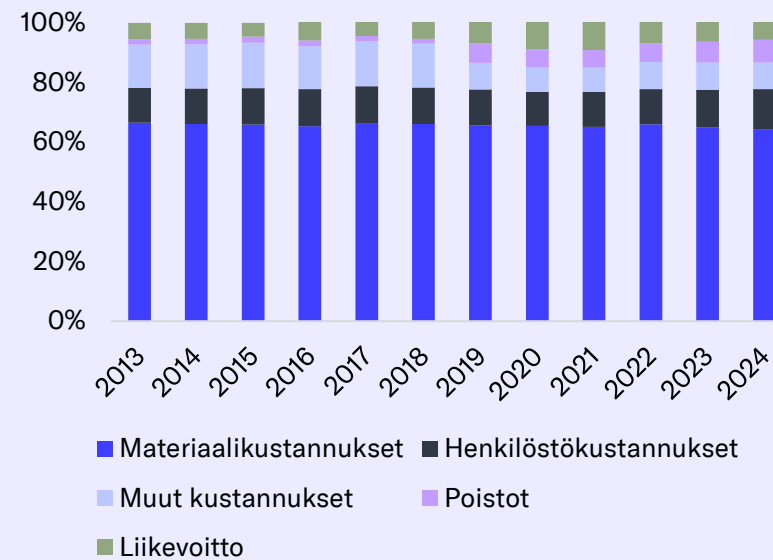
Konsernin sisällä liiketoiminnot eroavat kustannusrakenteeltaan toisistaan, mutta perusdynamikka pysyy samana. Koska Dollarstore on vielä voimakkaassa kasvuvauhdissa ja myymäläkohtainen myynti (~3 MEUR) on puolet Tokmannin vastaavasta (~6 MEUR), sen kulurakenne on tuhdimpi kuin Tokmannin joka on jo vakiinnuttanut asemansa Suomessa, eikä kasvuun tarvitse investoida niissä määrin mitä viimeisten 10 vuoden aikana ollaan nähty. Dollarstoren suhteellisesti painavaa kulumassaa korostaa sen Tokmannia parempi myyntikate-% eli suhteessa pienemmät muuttuvat kulut. Tämä johtuu myynnin jakaumasta, sillä Dollarstoren valikoima koostuu suuremmilta osin parempikatteisesta matalan hintapisteen valikoimasta. Taustalla saattaa myös vaikuttaa Suomen hintakilpailu markkina.

Käyttökate-%:lla mitattuna yhtiöiden kannattavuudet pyörivät suurin piirtein samalla tasolla (~14 %). Selvästi pidemmät vuokrasopimukset (eli suuremmat IFRS 16 poistot) laskevat Dollarstoren liikevoiton (EBIT) Tokmannin alapuolelle. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna on Dollarstorella potentiaali tehdä parempaa suhteellista käyttökateä tai miksei liikevoittoa, mikäli se onnistuu nostamaan myymäläkohtaisen myynnin lähelle Tokmannin tasoa.

Rahavirta



Kustannusrakenne



Ennusteet (1/3)

Ennustemalli

Ennustamme Tokmanni-konsernin liikevaihdon tasoa myymälämäärän sekä myymäläkohtaisen myynnin perusteella. Dollarstore-yrityksoston jälkeen olemme siirtyneet segmenttitason ennustamiseen, jolloin Tokmannilla ja Dollarstorella on omat ennusterivit liikevaihdon lisäksi myös kannattavuusajureittain (myyntikate ja kulurakenne). Tuloslaskelman alemmilla riveillä ennustamme rahoituskustannuksia velan sekä IFRS 16-vastuiden (johdannainen myymälämäärästä) määrän perusteella, kun taas verot perustuvat oletettuun veroprosenttiin.

Säilytimme Q3-tuloksen yhteydessä tarkistettut ennusteemme ennallaan. Yhtiö odottaa 2025 liikevaihdon asettuvan 1710-1750 MEUR:n (2024: 1670 MEUR) välille ja oikaistun liikevoiton olevan 85-95 MEUR (2024: 99,7 MEUR).

2025 – tuloksen kanssa ollut haasteita

Vuosi 2025 on ollut Tokmannille hyvin haasteellinen. Tokmanni-segmentin kehitys on ollut ailahtelevaa ja Dollarstoren tulokset kokyvyssä on nähty selvää heikentymistä samaan aikaan kun vertailukelpoisten myymälöiden asiakasmäärissä on nähty laskua. Jälkimmäinen johtuu Tokmannin tekemistä muutoksista Dollarstoren konseptiin, joiden purevuutta tullaan mittaamaan seuraavien muutaman vuoden aikana. Toistaiseksi vakioasiakkaat ovat äänestäneet jaloillaan muutosta vastaan.

Arvioimme Tokmanni-konsernin liikevaihdon kasvavan 4 prosenttia 1736 MEUR:oon, joka sijaitsee ohjeistushaarukan

keskivaiheilla. Vuosi 2025 tulee olemaan Tokmanni-segmentin kannalta suhteellisen tasainen, sillä nettomääräisesti Tokmannin myymäläverkosto ei tule oleellisesti kasvamaan. Myös vertailukelpoinen kasvu jäänee matalaksi heikon toimintaympäristön ja tiukan kilpailutilanteen takia. Arviomme mukaan SPAR-avauksesta ei vielä saavuteta merkittävää hyötyä kuluvalle vuodelle. Dollarstore-segmentin liikevaihdon kasvu tulee sen sijaan olemaan ripeää myymäläverkon laajentamisen tähden. Se olisi tosin vielä voimakkaampaa, mikäli vanhojen myymälöiden menekki olisi parempaa.

Ennustamme konsernin tekevän 85 MEUR:n (4,9 % liikevaihdosta) oikaistun liikevoiton vuonna 2025, mikä on volyyymiin ja historiaan nähden vaatimaton taso. Tämä on myös ohjeistushaarukan alalaita. Tuloskehitystä näkemyksemme mukaan rajaa Dollarstoren nopeaa tahtia kasvanut kulurakenne, alkuvuoden poistomyynnit ja vanhojen myymälöiden heikko kehitys. Tokmanni-segmentti onnistui puolestaan tekemään erittäin hyvän kannattavuuden Q3:lla mm. tiukan kulukontrollin ansiosta, jonka uskomme jatkuvan myös Q4:llä. Odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,65 euroon (2024: 0,87e) heikomman operatiivisen tuloksen sekä hieman vertailukautta korkeampien rahoituskustannusten lopputulemana.

Tulosvaroituksen riskiä nostaa Dollarstoren konseptimuutokseen liittyvät asiakasmäärien menetykset, joilla on lähes suora negatiivinen vaikutus myymälöiden kannattavuuksiin.

Ennusteiden keskeiset ajurit 2025-27

Liikevaihto 5 %/v

- Tokmanni-segmentti +4 %/v
 - Maltillisista vertailukelpoista kasvua markkinan vetämänä, 1 uusi myymälä per vuosi
- Dollarstore-segmentti +9 %/v
 - Piristynä vertailukelpoinen kasvu tunnettuuden nousun kautta, keskimäärin 8 uutta myymälää per vuosi

Liikevoitto-% (2025 → 2027) 4,9 → 5,9 %

- Tokmanni-segmentti 6,7-7,4 %
 - Melko vakaa myyntikate-% päivittäistavaran kasvun myötä
 - Paraneva kiinteä kuluhde nousevan tehokkuuden ja myymäläkohtaisen myynnin parantuessa
- Dollarstore-segmentti 0,8-2,6 %
 - Melko vakaa myyntikate-% myynnin jakauman eläessä valikoimamuutoksen mukana
 - Paraneva kiinteä kuluhde myymäläkohtaisen myynnin noustessa

EPS kasvu 6 %/v

Ennusteet (2/3)

2026-27 – lisää päivittäistavarakauppaa Suomessa ja tulipalojen sammuttelua ulkomailla

Ennakoimme konsernin kasvun (~6 %/v) kiihtyvän vuosina 2026-27 molempien segmenttien vetämänä. Dollarstore-segmentin kasvua (~8 %/v) tukevat uudet myymäläavaukset sekä tunnettuuden ja keskiostoksen nousun myötä kasvava vertailukelpoisten myymälöiden liikevaihto (~4 %/v).

Huomautamme, että etenkin Dollarstore-segmentin ennusteisiin liittyy epävarmuutta vanhojen myymälöiden kehityksen osalta. Hentoa tukea liikevaihdon kasvulle papereissamme tuo Tokmanni-segmentin laajentuminen päivittäistavaran sisällä SPAR-yhteistyön avulla. Jakson aikana useita Tokmannin tuoreruokaosastoja tulisi olla jo konvertoitu SPAR-konseptin mukaisiksi. Tätä kautta yhtiön asiakasmäärien tulisi nousta tukien siten liikevaihdon kasvua. Ennustamme Tokmanni-segmentin liikevaihdon kasvavan ~4 %/v jakson aikana.

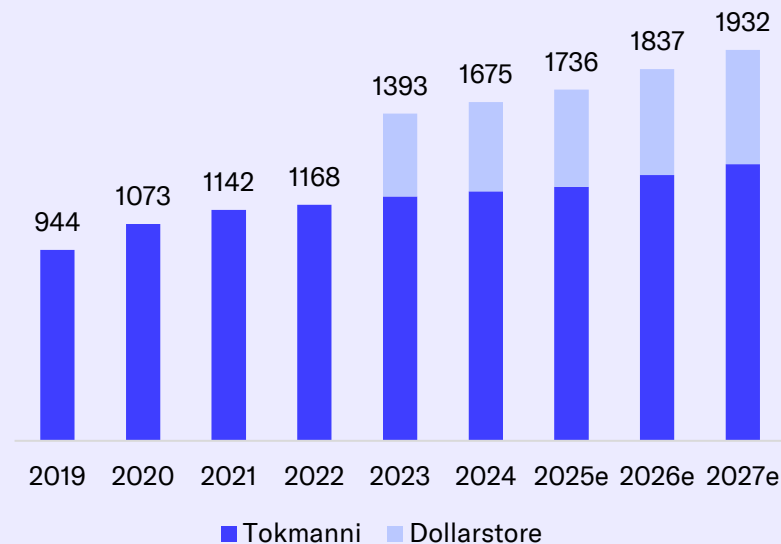
Ennustamme konsernin operatiivisen tuloksen nousevan 115 MEUR:oon (5,9 % liikevaihdosta) 2027 mennessä liikevaihdon kasvun ja kiinteän kulurakenteen tehostumisen ajamana. Tokmanni-segmentin luonteeltaan heikompikatteisella PT-laajentumisella on suhteellista myyntikatetta laimentava vaikutus, mutta lisääntyvä asiakasvirta tukee tulosta nopeamman varastonkierron avulla. Dollarstoren vertailukelpoisten myymälöiden kasvun pitäisi puolestaan tukea kannattavuutta, sillä nuorempien myymälöiden henkilöstökulut ja vuokratkustannukset skaalautuvat kasvun myötä kohtuullisen voimakkaasti. Tulosta vuonna 2025 rasittaneiden poistomyyntien pitäisi

tässä vaiheessa olla selätettyinä. Oletuksemme on, että Tokmanni saa Dollarstore-segmenttiin kohdistuneet muutokset ajettua jossakin määrin onnistuneesti läpi, milloin asiakasmäärien pitäisi kasvaa myös vanhoissa myymälöissä. Tulosta niin ikään tukevat uudet myymäläavaukset, joskin kannattavuutta parantavaa elementtiä emme näillä lyhyellä tähtäimellä näe olevan. Tätä selittää nuorien myymälöiden alkuvaiheessa heikompi kannattavuus matalammasta volyymista johtuen. Ennustamme Tokmanni-segmentin tekevän 7,4 %:n ja Dollarstore-segmentin 2,6 %:n kannattavuuden vuonna 2027.

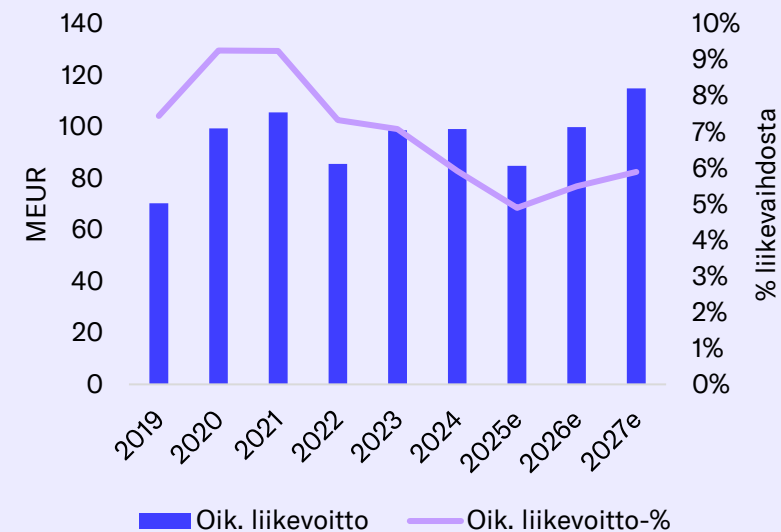
Pitkän aikavälin ennusteet

Ennustamme konsernin kasvun maltillistuvan vuosien 2028-30 aikana noin 4 %:iin ja 2031-34e 3 %:iin. Ennusteissa korostuvat Tokmannin vakiintunut asema Suomessa sekä Dollarstoren kasvun hidastuminen nykyisillä markkinoilla. On kuitenkin mahdollista, että myymälämäärä kasvaa ennako-odotuksiamme pitempään nykymarkkinoilla tai että yhtiö avaa uusia markkinoita pitkällä jännteellä. Terminaalikasvuennusteemme on 2 %, joka on linjassa vähittäiskaupan historiallisen kasvuvauhdin kanssa. Ennustamme konsernin kannattavuuden jatkavan parantumistaan aina vuoteen 2031 ja terminaaliin asti (6,5 % liikevoitto-%). Tämä on kuitenkin yli viime vuosien tason, mikä edellyttää Dollarstoren skaalautuvan kasvun jatkumoa sekä Tokmanni-segmentin kulutehokkuuden parantumista nykytasoilta.

Liikevaihto (MEUR)



Liikevoitto



Ennusteet (3/3)

Kassavirta

Nousevan tuloksen myötä ennakoimme Tokmannin rahavirran kohoavan tulevien vuosien aikana. Keskipitkällä jäniteellä (2027-29e) ennustamme yhtiön vapaan rahavirran vaihtelevan karkeasti 65-85 MEUR:n välillä. Pitkällä aikavälillä (2030-2034e) uskomme potentiaalisen tason sijaitsevan 90-120 MEUR:n tuntumassa.

Kokonaisuudessaan yhtiön kassakonversio (vapaa rahavirta/nettotulos) on yli 100 %, mikä tarkoittaa liiketoiminnan tekevän hyvin tervettä kassavirtaa.

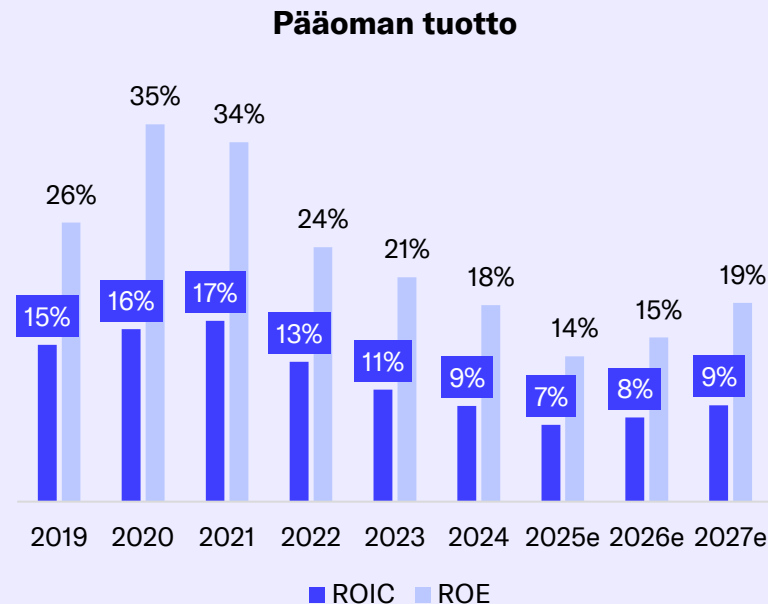
Sijoittajan on hyvä huomioida, että investointiennusteemme sisältävät IFRS 16-kirjanpitoon liittyvät vuokravastuulyhennykset. Nämä edustavat valtaosaa ennustamistamme Tokmannin ”investoinneista”, sillä itse liiketoiminta on hyvin pääomakevyttä.

Pääoman tuotto

Historiassa hyvää pääoman tuottoa tehneen Tokmannin tuottonäkymät ovat mielestämme heikentyneet. Tätä selittää pitkälti Dollarstore-yritysoston jäljiltä paisunut tase sekä historiaa heikompi tulostaso. Ennustammekin yhtiön tekevän tuottovaadetta heikompaan pääoman tuottoa seuraavan muutaman vuoden ajan, jonka jälkeen tämä nousee 12 %:iin ylittäen asettamamme tuottovaateen (WACC 10,4 %). Tällöin liiketoiminnan voidaan nähdä luovan arvoa, joskin se edellyttää onnistunutta tulosparannusta.

Pääomakevyt liiketoimintamalli itsessään mahdollistaa

hyville pääoman tuotoille, joskin Dollarstoren tulostaso suhteessa sille osoitettuun tasearvoon on toistaiseksi heikolla tasolla. Tokmannin arvionlunta arvioitaessa on mielestämme tärkeintä tarkastella sijoitetun pääoman tuottoa, sillä venytetty tase antaa ruusuisen kuvan oman pääoman tuotosta suhteessa liiketoiminnan todelliseen arvionluntikykyyn.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1393	339	423	416	497	1675	342	443	433	519	1736	1837	1932	2015
Konserni	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,9	-1,2	0,0	-0,3	-0,9	-0,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Tokmanni	1209	248	316	304	366	1234	243	322	315	377	1256	1315	1368	1410
Dollarstore	184	91,1	107	112	132	442	99,2	121	119	142	481	524	566	606
Käyttökate	190	27,0	59,5	60,8	80,3	228	20,5	53,5	60,7	81,7	216	228	245	258
Poistot ja arvonalennukset	-96,8	-31,9	-31,7	-31,9	-32,2	-127,7	-32,9	-33,2	-33,2	-33,2	-132,5	-130,3	-133,4	-136,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	98,8	-4,3	28,5	30,3	47,8	102	-11,6	21,0	26,4	49,2	85,0	100	115	124
Liikevoitto	93,0	-4,9	27,8	28,9	48,1	99,9	-12,4	20,3	27,5	48,5	83,9	97,3	112	121
Konserni	-0,6	-0,4	-0,8	-0,8	-1,1	-3,1	-0,9	-1,1	-1,1	-0,7	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Tokmanni	83,8	-1,7	26,5	25,2	37,8	87,8	-3,7	20,1	27,2	40,1	83,7	92,4	101	104
Dollarstore	9,8	-2,8	2,1	5,1	10,4	14,8	-7,8	1,3	1,4	9,1	4,0	8,7	14,8	21,2
Nettorahoituskulut	-24,7	-9,1	-9,8	-8,5	-11,4	-38,8	-8,7	-9,8	-9,6	-9,6	-37,7	-41,5	-40,4	-39,2
Tulos ennen veroja	68,4	-14,0	18,0	20,4	36,7	61,1	-21,1	10,5	17,9	38,9	46,2	55,8	71,5	82
Verot	-14,3	2,1	-3,3	-3,9	-7,3	-12,3	2,5	-0,3	-3,6	-7,8	-9,1	-11,2	-13,2	-15,1
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	54,0	-12,0	14,8	16,6	29,4	48,8	-18,6	10,2	14,3	31,1	37,1	44,6	58,3	66,8
EPS (oikaistu)	1,02	-0,19	0,26	0,31	0,49	0,87	-0,30	0,19	0,22	0,54	0,65	0,81	1,04	1,19
EPS (raportoitu)	0,92	-0,20	0,25	0,28	0,50	0,83	-0,32	0,17	0,24	0,53	0,63	0,76	0,99	1,14

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	42,4 %	32,5 %	14,3 %	5,5 %	20,3 %	0,8 %	4,8 %	4,0 %	4,4 %	3,7 %	5,8 %	5,2 %	4,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	15,2 %	92 %	0,2 %	11,6 %	5,2 %	3,6 %	169,8 %	-26,3 %	-12,9 %	2,9 %	-16,9 %	18,0 %	14,5 %	8,0 %
Käyttökate-%	13,6 %	8,0 %	14,1 %	14,6 %	16,2 %	13,6 %	6,0 %	12,1 %	14,0 %	15,8 %	12,5 %	12,4 %	12,7 %	12,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,1 %	-1,3 %	6,7 %	7,3 %	9,6 %	6,1 %	-3,4 %	4,7 %	6,1 %	9,5 %	4,9 %	5,5 %	5,9 %	6,2 %
Nettotulos-%	3,9 %	-3,5 %	3,5 %	4,0 %	5,9 %	2,9 %	-5,4 %	2,3 %	3,3 %	6,0 %	2,1 %	2,4 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	900	901	886	901	916
Liikearvo	218	217	217	217	217
Aineettomat hyödykkeet	45,8	42,4	40,2	38,2	36,4
Käyttöomaisuus	633	639	629	645	662
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	2,3	1,7	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	510	476	621	627	636
Vaihto-omaisuus	343	428	443	469	493
Muut lyhytaikaiset varat	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4
Myyntisaamiset	31,0	29,1	30,2	31,9	33,6
Likvidit varat	134	15,9	146	124	107
Taseen loppusumma	1410	1376	1508	1528	1552

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	265	263	280	299	326
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	147	151	168	187	214
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	119	112	112	112	112
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	743	717	856	843	826
Laskennalliset verovelat	12,9	10,3	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	726	703	852	839	823
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,3	3,8	3,8	3,8	3,8
Lyhytaikaiset velat	402	397	371	386	399
Korolliset velat	138	130	94,7	93,2	91,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	260	267	276	292	308
Muut lyhytaikaiset velat	3,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	1410	1376	1508	1528	1552

Arvostus (1/3)

Arvonmääritys malli ja tuotto-odotuksen yhteenveto

Tokmannin arvonmääritysmallimme perustuu absoluuttisen ja suhteellisen kerroin pohjaisen analyysin, osakkeen pitkän tähtäimen käyvän arvon sekä kassavirtamallin muodostamiin arvostuksiin. Hinnoittelukertoimia pohdimme niin tuloksen kuin taseen kautta. Näkemystämme ohjaava tuotto-odotus perustuu arvostuskertoimien muutosvara, tuloskasvuun ja osinkotuottoon.

Osakkeen tuotto-odotusta tukee mielestämme tuloskasvu ja vahva, mutta epävakaa pohjalla oleva osinkotuotto. Näemme osakkeen toteutuneella tuloksella mitatun arvostustason aavistuksen kohonneena, joka tuo yhtälöön lievää vastatuulta. Kokonaisuutena tuotto-odotus (~10 %/v) asettuu tuottovaateen (10 %) tuntumaan. Pohtien lyhyen aikavälin kurssiajureita tai niiden puutteita sekä ennusteisiin kohdistuvaa epävarmuutta, kallistumme näkemyksessämme negatiiviselle puolelle. Tätä kokonaiskuvaa peilaten toistamme vähennä-suosituksen ja 7,7 euron tavoitehinnan.

Arvostusta tukevat ja heikentävät tekijät

Tokmannin arvostusta tukee mielestämme yhtiön tuloskasvupotentiaali ulkomailla, historiallinen näyttö kannattavasta kasvusta sekä vahva markkina-asema Pohjoismaiden halpakauppariikalla. Etenkin jälkimmäinen avaa yhtiölle mahdollisuuksia (esim. ehdot ostojen, vuokrien ja muiden palvelujen suhteen sekä kyky markkinoida enemmän) pienempiä kilpailijoita helpommin. Arvostusta kuitenkin rajoittaa verrokkeita heikompi

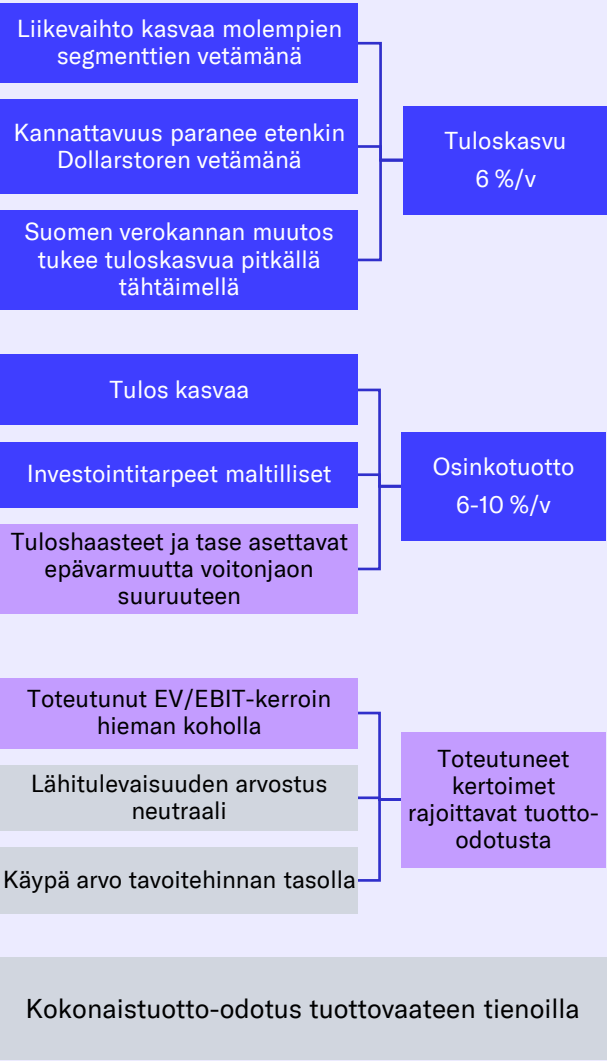
pääoman tuotto, jonka trendi on osoittanut usean vuoden väärrään suuntaan. Epävarmuutta luo myös Tokmannin kilpailukyvyyn kestävyys Suomessa tai pikemminkin kyky säilyttää nykyiset markkinaosuudet, sillä yhtiön suoritus on viime vuosien aikana ailahtellut markkinaa nähden. Huolenaihetta lisää useiden muiden halpakauppojen lisääntyvä läsnäolo Tokmannin myymälöiden läheisyydessä. Samalla suuret hypermarket-ketjut laajentavat verkostojaan, lisäävät hintavetoisuuttaan ja näyttävät kasvavan nopeasti lisäten kilpailu-uhkaa Tokmannille. Merkittävä epävarmuustekijä on Dollarstoren integraatioprosessissa kohdatut vastoin käymiset ja viimeaikaiset tulosaasteet, mitkä näkyvät markkinoiden hyväksymisessä arvostuskertoimissa negatiivisesti. Huomioiden viimeaikaiset haasteet ja hyvin epävarma tuloskasvunäkymä, on mielestämme perusteltua, että Tokmannia hinnoitellaan verrokkeitansa ja hieman Helsingin pörssin keskimääräistä yhtiötä maltillisemmilla kertoimilla. Dollarstoren integroinnin/konseptimuutoksen onnistuminen voisi kuitenkin perustellusti johtaa kertoimien nousuun.

Absoluuttiset kertoimet neutraaleilla tasoilla

Tokmannia hinnoitellaan toteutuneen 12 kk:n tuloksen perusteella 12x P/E- ja 13x IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimilla. Etenkin P/E-kerroin vaikuttaa nimellisesti edukkaalta, mutta kun sen suhteuttaa Tokmannin viimeaikaiseen kehitykseen ja epävarmaan näkymään, on arvostus korkeintaan neutraali. Tämä korostaa tuloskasvun tarvetta positiiviselle osakekurssikehitykselle.

Osakkeen tuotto-odotuksen ajurit 2024-27e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Tuleviin vuosiin katsottaessa kertoimet laskevat maltillisille tasoille ennustamamme 6 %:n vuosittaisen tuloskasvun tukemana. Vuoden 2026-27 tuloksilla yhtiötä hinnoitellaan 9-7x P/E- ja 10-8x IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimilla.

Olennaista yhtiön tapauksessa on tiedostaa, että etenkin Dollarstoren käynnissä olevat muutostoimet aiheuttavat paljon epävarmuutta tuloskasvun kulmakertoimeen. Mikäli tuloskasvu realisoituu, toimii se osakkeen positiivisena kurssiajurina. Lisäksi mikäli yhtiö onnistuu osoittamaan konseptiensa elinvoimaisuuden parantamalla kannattavuutta ja vertailukelpoista kasvua, on todennäköistä, että myös arvostuskertoimissa olisi nousuvaraa. Painotamme kuitenkin tällä hetkellä riskejä mahdollisuuksia enemmän, jolloin näemme arvostuskuvan pikemminkin neutraalina.

Suhteellisesti Tokmannia arvostetaan alennuksella

Käytämme Tokmannin suhteellista arvostusta pohtiessa pääosin Pohjoismaisista vähittäiskaupoista koostuvaa verrokkiryhmää. Suhteellista arvostuskuvaa haarukoidessamme nojautumme pelkästään P/E-kertoimeen, johtuen yhtiöiden taserakenteiden eroavaisuuksista (IFRS 16-velkojen määrä vaikuttaa yhtiöittäin eritavoin), mikä tarkoittaa sitä ettemme pidä EV-pohjaisia kertoimia vertailukelpoisina verrokkiryhmän sisällä.

Tokmannin verrokkiryhmää hinnoitellaan mediaanitasolla noin 16x P/E- ja 14x EV/EBIT-kertoimella (2026e). Kerroin pohjaisesti Tokmanni on mielestämme arvostettu melko neutraalisti suhteessa vertaisiinsa, sillä pidämme osakkeen alennushinnoittelua (P/E 40 % ja EV/EBIT 13 %) perusteltuna. Alennusta verrokkiryhmään nähden mielestämme perustelee Tokmannin heikompi

pääomantuotto. Tätä kautta verrokkianalyysi puoltaa osakkeen olevan neutraalisti hinnoiteltu. Huomionarvoista on, että alennus on revennyt melko suureksi verrokkiryhmän korkeahkon arvostuksen vuoksi.

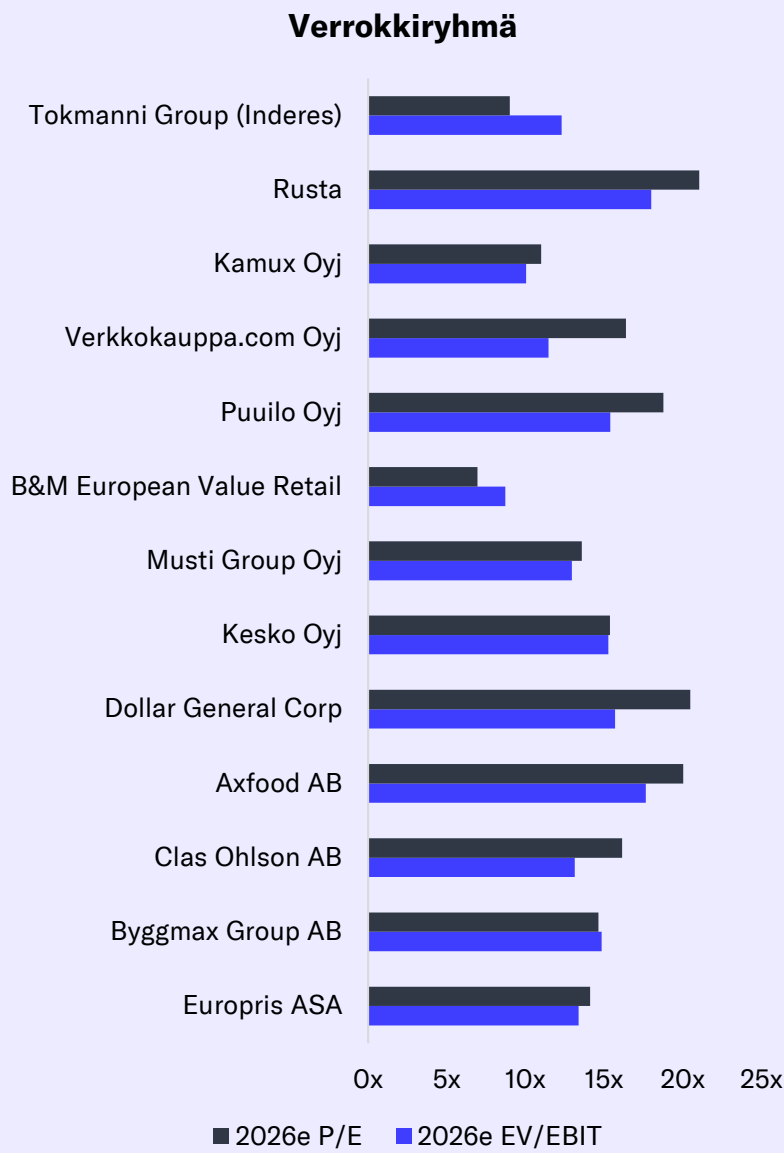
Osinkotuotto melko hyvällä tasolla

Tokmannin osake tarjoaa keskimäärin noin 6-10 %:n osinkotuoton vuosina 2025-27e. Tuotto on mielestämme hyvällä tasolla, jossa heijastuu Tokmannin avokätinen osingonjakopolitiikka ja hyvä kassavirtaprofiili.

Osingon tasoon liittyy tosin riskiä, sillä ilman tulosparannusta ei moinen osingonjako ole mielestämme perusteltua (tai mahdollista). Lisää epävakautta osingon maksamiseen tuo liiketoiminnan kassavirran painottuminen loppuvuoteen. Siten penkin alle mennyt sesonkimyynti voi rajoittaa osingon korotusmahdollisuuksia, sillä yhtiön tasetilanne on melko venytetty (IFRS16 oik. nettovelka/käyttökate >3x). Syksy 2025 toimi tästä hyvänä esimerkkinä (toinen osinkoerä jätettiin maksamatta).

Kassavirtamallin nousuvara rajallinen

Tokmanni on kassavirtaprofiililtaan melko tasainen yhtiö ja yhtiön historiallinen kassakonversio on ollut hyvällä tasolla (2019-24 ka. 80 %). Nämä ovat tekijöitä jotka puoltavat DCF-mallin käyttöä osana arvonmäärittystä. DCF-mallin indikoima arvo Tokmannin osakkeelle on noin 8 euroa, joka on hieman tavoitehintaamme korkeammalla ja viestii osakkeen potentiaalista, mikäli asiat sujuvat odotetusti. Mallin arvo nojaa positiiviseen marginaalikehitykseen, josta ei kuitenkaan ole pitäviä takeita.



Arvostus (3/3)

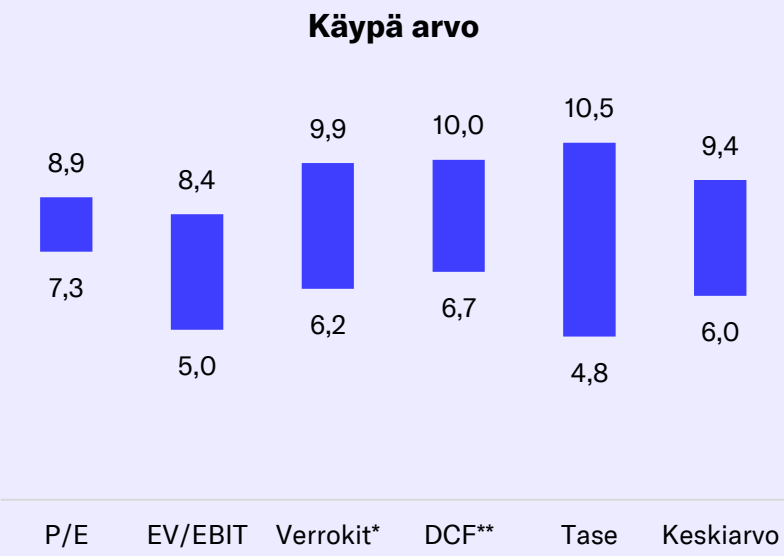
Ennustetut kassavirrat ajoittuvat melko tasaisesti tuleville ennustevuosille (1-5v 21 %, 6-10v 21 %, >10v 58 %). Sovellamme 9,1 %:n pääoman kustannusta (WACC), mikä on melko linjassa seuraamiemme kaupan alan yhtiöiden kanssa.

Tasepohjainen arvostus

Vuoden 2025 lukuja tarkastellessa P/B-kerroin on 1,5x ja EV/IC vastaavasti 1,4x. Molempien perusteella Tokmannia hinnoitellaan preemiolla tasearvoonsa nähden. Nykysuorituksella Tokmannin tasepohjaisen arvostuksen pitäisi pikemminkin lähennellä tasoa 1x, sillä yhtiön pääomantuottonäkymät keskipitkällä jännteellä ovat noin tuottovaateen tasoa. Pitkän aikavälin ennusteidemme mukaan Tokmanni tulee kuitenkin tekemään pääoman kustannuksen ylittävää tuottoa pääomalle, mikä siten perustelisi lievää preemiohinnoittelua tasearvoon nähden. Joka tapauksessa tasepohjainen arvostus ei tarjoa merkittävää tukea tuotto-odotukselle lyhyellä aikavälillä.

Käyvän arvon yhteenveto

Viisi mielestämme soveltuvinta arvostusmenetelmää Tokmannille ovat hyväksyttäviin tulospohjaisiin (2026e P/E ja EV/EBIT) kertomiin perustuva absoluuttinen arvostus, suhteellinen arvostus, kassavirtamalli sekä tasepohjainen arvostus. Luettelemissamme arvostusmenetelmien yhteenvetona määritämme Tokmannin osakkeen käyvän arvon sijaitsevan noin 6-9 euron välillä, jonka painotettu keskikohta on 7,7 euron tavoitehintamme mukainen.



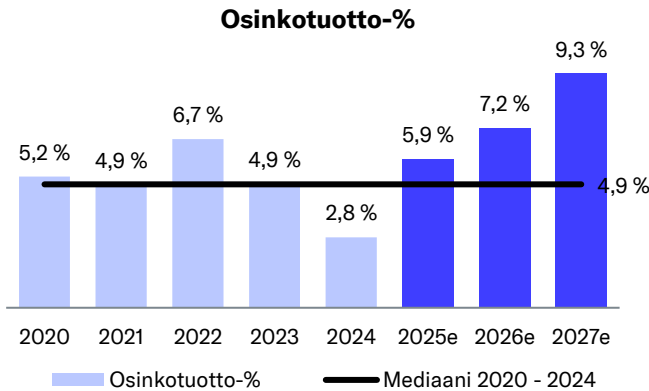
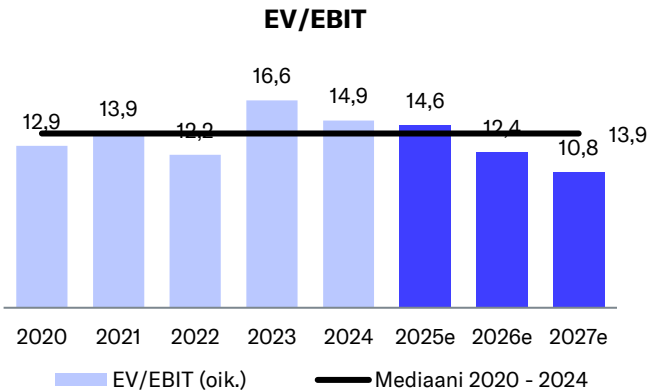
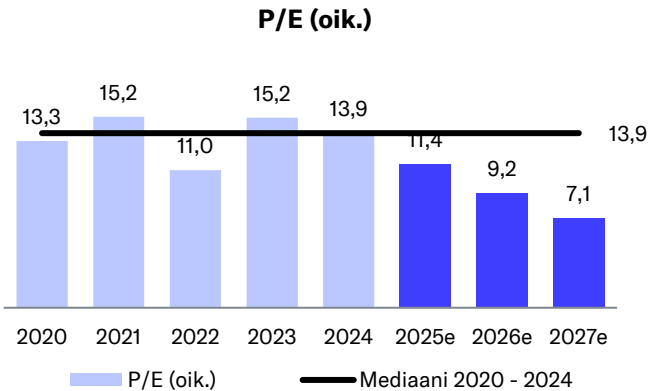
Oletukset:

- P/E:** 9-11x (2026e)
- EV/EBIT:** 11-13x (2026e)
- Verrokit:** 20 % tai 50 %:n alennus mediaaniin (2026e P/E)
- DCF:** WACC +/- 0,5 %-yks.
- Tase:** 2026e P/B 1-1,5x ja EV/IC 1-1,5x

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	16,2	19,7	11,3	15,4	12,1	7,42	7,42	7,42	7,42
Osakemäärä, milj. kpl	58,8	58,9	58,9	58,8	58,8	58,9	58,9	58,9	58,9
Markkina-arvo	956	1157	665	907	713	437	437	437	437
Yritysarvo (EV)	1288	1471	1048	1638	1529	1238	1245	1244	1245
P/E (oik.)	13,3	15,2	11,0	15,2	13,9	11,4	9,2	7,1	6,3
P/E	13,4	14,8	11,3	16,8	14,6	11,8	9,8	7,5	6,5
P/B	4,4	4,7	2,7	3,4	2,7	1,6	1,5	1,3	1,2
P/S	0,9	1,0	0,6	0,7	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	1,2	1,3	0,9	1,2	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	7,9	8,4	6,7	8,6	6,7	5,7	5,5	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	12,9	13,9	12,2	16,6	14,9	14,6	12,4	10,8	10,0
Osinko/tulos (%)	70,2 %	72,5 %	76,1 %	82,8 %	41,0 %	69,8 %	70,0 %	70,0 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	4,9 %	6,7 %	4,9 %	2,8 %	5,9 %	7,2 %	9,3 %	11,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Europris ASA	1287	1725	15,2	13,4	8,8	8,0	1,4	1,3	17,2	14,1	3,9	4,4	3,5
Bygghmax Group AB	277	456	17,8	14,8	5,3	5,1	0,8	0,8	18,8	14,6	2,7	3,4	1,2
Clas Ohlson AB	1756	1833	17,3	13,1	10,3	8,8	1,7	1,6	21,4	16,1	2,7	3,1	7,2
Axfood AB	5366	6806	20,3	17,7	9,7	8,8	0,8	0,8	24,1	20,0	3,4	3,6	7,7
Dollar General Corp	24841	28154	17,3	15,7	11,6	10,5	0,8	0,8	23,1	20,5	1,8	1,8	3,9
Kesko Oyj	7381	10838	16,6	15,3	8,8	8,1	0,9	0,8	17,0	15,4	5,0	5,4	2,7
Musti Group Oyj	610	803	14,9	13,0	8,5	7,7	1,6	1,5	15,4	13,6	4,4	5,0	3,0
B&M European Value Retail	1783	4418	6,8	8,7	4,7	5,2	0,7	0,7	4,6	7,0	15,8	8,6	2,4
Puuilo Oyj	1102	1209	18,9	15,4	14,5	11,8	3,2	2,6	23,2	18,8	3,5	4,5	10,9
Verkkokauppa.com Oyj	167	166	10,6	11,5	7,8	7,7	0,3	0,3	15,4	16,4	3,1	3,5	4,1
Kamux Oyj	82	130	21,9	10,1	5,9	4,5	0,2	0,1	47,8	11,0	2,0	4,2	0,8
Rusta	1159	1637	20,3	18,0	9,7	8,9	1,5	1,4	24,6	21,0	1,7	2,4	5,5
Tokmanni Group (Inderes)	437	1238	14,6	12,4	5,7	5,5	0,7	0,7	11,4	9,2	5,9	7,2	1,6
Keskiarvo			16,5	13,9	8,8	7,9	1,2	1,1	21,1	15,7	4,2	4,1	4,4
Mediaani			17,3	14,1	8,8	8,1	0,9	0,8	20,1	15,8	3,2	3,9	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			-16 %	-12 %	-35 %	-32 %	-16 %	-16 %	-43 %	-42 %	83 %	84 %	-58 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

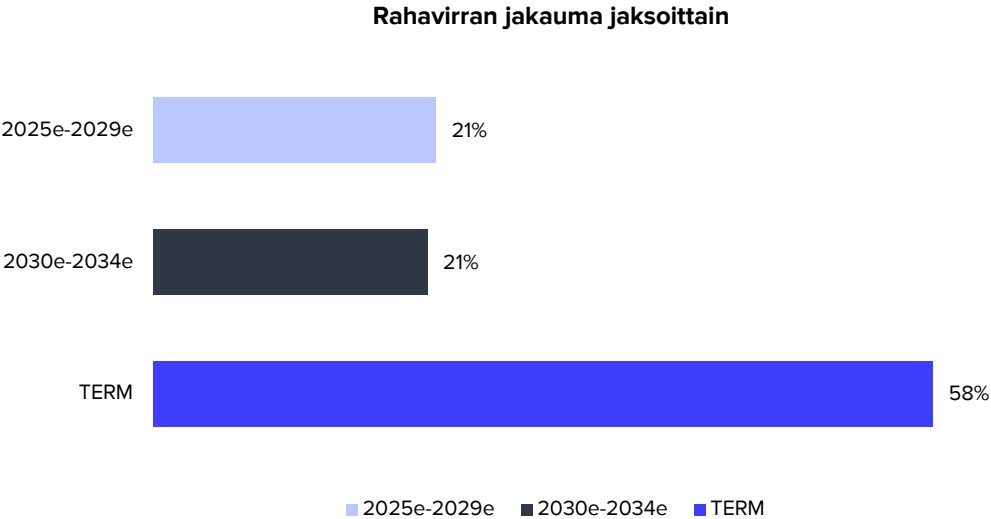
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	20,3 %	3,7 %	5,8 %	5,2 %	4,3 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,5 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,0 %	4,8 %	5,3 %	5,8 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Liikevoitto	99,9	83,9	97,3	112	121	136	142	147	152	156	159	
+ Kokonaispoistot	128	133	130	133	137	141	145	148	152	156	158	
- Maksetut verot	-14,9	-19,4	-11,2	-13,2	-15,1	-17,3	-18,4	-19,4	-20,3	-21,2	-21,8	
- verot rahoituskuluista	-7,8	-7,4	-8,3	-7,4	-7,2	-7,8	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6	-7,5	
+ 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	-80,0	-5,6	-11,5	-10,8	-9,3	-9,1	-9,5	-8,6	-8,9	-7,9	-5,4	
Operatiivinen kassavirta	125	184	197	214	226	243	251	259	267	275	283	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-128	-119	-144	-149	-154	-159	-163	-167	-167	-167	-164	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,5	65,2	52,3	64,9	72,3	83,5	87,5	92,4	100	108	119	
+/- 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	-3,5	65,2	52,3	64,9	72,3	83,5	87,5	92,4	100	108	119	1706
Diskontattu vapaa kassavirta		64,9	47,8	54,3	55,4	58,6	56,3	54,5	54,2	53,6	54,1	775
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1329	1264	1216	1162	1106	1048	991	937	883	829	775
Velaton arvo DCF		1329										
- Korolliset velat		-832,2										
+ Rahavarat		15,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-20,0										
Oman pääoman arvo DCF		492										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,4										

Pääoman kustannus (WACC)

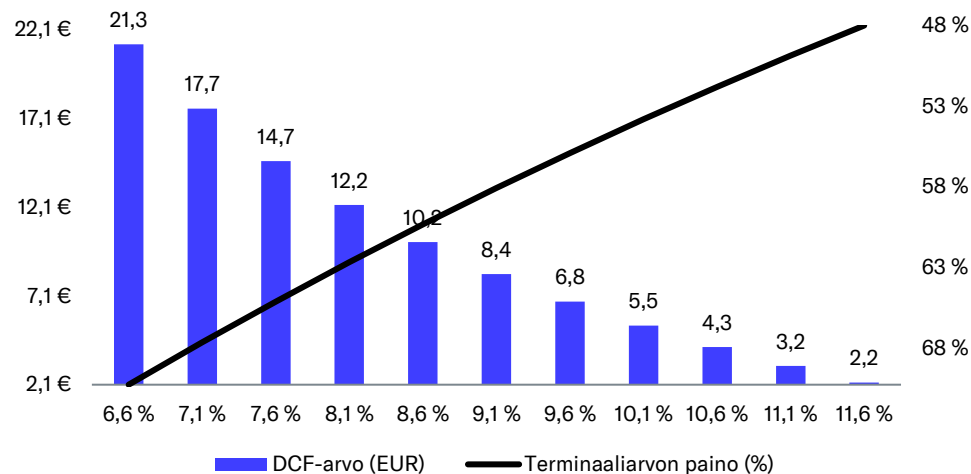
Vero-% (WACC)	18,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

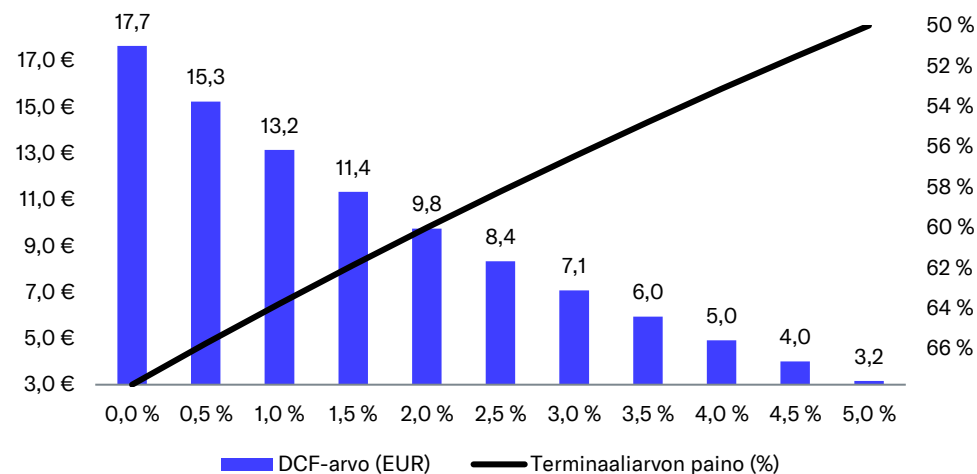


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

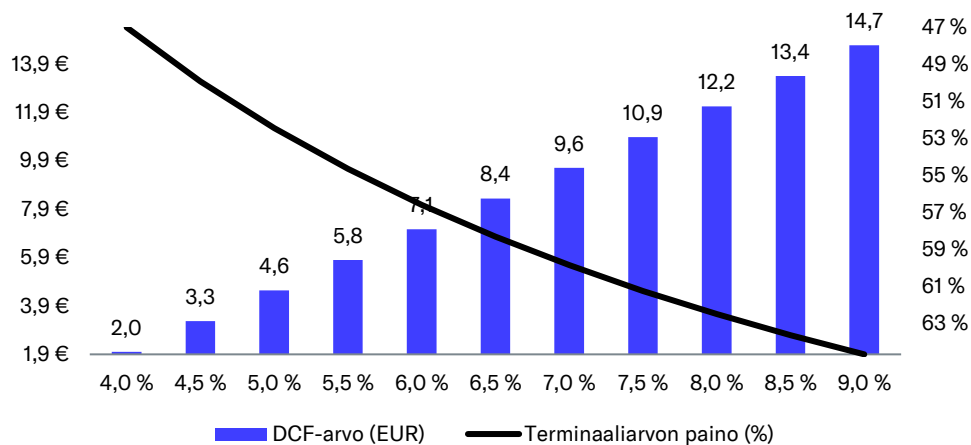
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



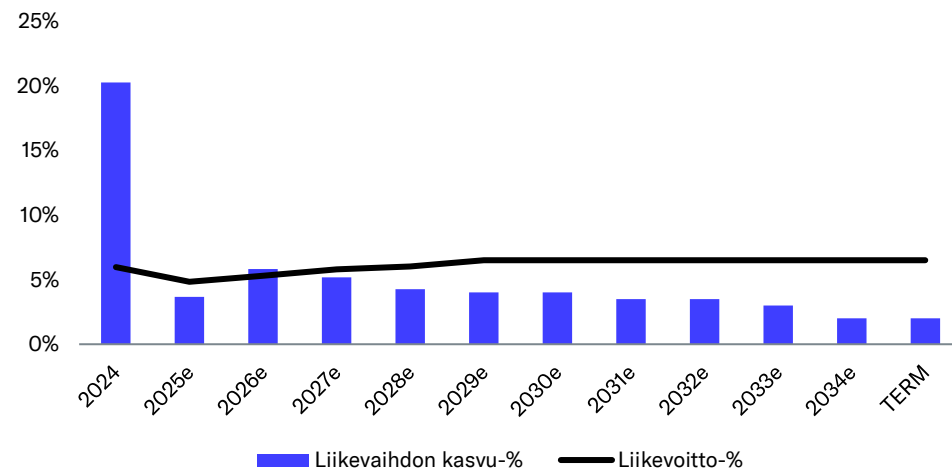
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1168,0	1392,6	1674,9	1736,3	1837,5
Käyttökate	157,2	189,8	227,6	216,4	227,7
Liikevoitto	84,0	93,0	99,9	83,9	97,3
Voitto ennen veroja	73,3	68,4	61,1	46,2	55,8
Nettovoitto	58,8	54,0	48,8	37,1	44,6
Kertaluontoiset erät	-1,7	-5,8	-2,4	-1,1	-3,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	793,8	1410,3	1376,3	1507,5	1527,7
Oma pääoma	247,0	265,4	263,1	280,2	298,9
Liikearvo	136,2	218,1	217,3	217,3	217,3
Nettovelat	383,3	730,5	816,3	801,1	808,0

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	157,2	189,8	227,6	216,4	227,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-44,9	47,6	-80,0	-5,6	-11,5
Operatiivinen kassavirta	95,4	232,4	124,8	184,0	196,8
Investoinnit	-98,8	-524,3	-127,8	-118,8	-144,4
Vapaa kassavirta	-3,9	-292,3	-3,5	65,2	52,3

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,9	1,2	0,9	0,7	0,7
EV/EBITDA	6,7	8,6	6,7	5,7	5,5
EV/EBIT (oik.)	12,2	16,6	14,9	14,6	12,4
P/E (oik.)	11,0	15,2	13,9	11,4	9,2
P/B	2,7	3,4	2,7	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	6,7 %	4,9 %	2,8 %	5,9 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,00	0,92	0,83	0,63	0,76
EPS (oikaistu)	1,03	1,02	0,87	0,65	0,81
Operat. Kassavirta / osake	1,62	3,95	2,12	3,12	3,34
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,07	-4,97	-0,06	1,11	0,89
Omapääoma / osake	4,20	4,51	4,47	4,76	5,08
Osinko / osake	0,76	0,76	0,34	0,44	0,53

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	2 %	19 %	20 %	4 %	6 %
Käyttökatteen kasvu-%	-10 %	21 %	20 %	-5 %	5 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-19 %	15 %	4 %	-17 %	18 %
EPS oik. kasvu-%	-20 %	-1 %	-15 %	-25 %	25 %
Käyttökate-%	13,5 %	13,6 %	13,6 %	12,5 %	12,4 %
Oik. Liikevoitto-%	7,3 %	7,1 %	6,1 %	4,9 %	5,5 %
Liikevoitto-%	7,2 %	6,7 %	6,0 %	4,8 %	5,3 %
ROE-%	23,9 %	21,1 %	18,4 %	13,7 %	15,4 %
ROI-%	13,1 %	10,5 %	9,0 %	7,2 %	7,9 %
Omavaraisuusaste	31,1 %	18,8 %	19,1 %	18,6 %	19,6 %
Nettovelkaantumisaste	155,2 %	275,3 %	310,3 %	285,9 %	270,3 %

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 tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaisia 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/05/2021	Osta	25,00 €	21,68 €
29/07/2021	Lisää	27,00 €	24,66 €
31/10/2021	Osta	25,00 €	19,68 €
Analyytikko vaihtuu			
14/02/2022	Osta	20,00 €	17,90 €
27/04/2022	Osta	17,00 €	14,78 €
02/05/2022	Osta	15,00 €	12,40 €
27/05/2022	Lisää	13,50 €	12,17 €
01/08/2022	Lisää	14,00 €	12,82 €
30/09/2022	Lisää	12,50 €	11,04 €
31/10/2022	Lisää	12,50 €	11,83 €
19/12/2022	Lisää	12,50 €	11,63 €
13/02/2023	Lisää	14,00 €	12,98 €
13/04/2023	Lisää	14,20 €	13,20 €
02/05/2023	Lisää	13,50 €	12,41 €
07/08/2023	Lisää	14,50 €	13,73 €
Analyytikko vaihtuu			
20/11/2023	Lisää	14,00 €	12,61 €
14/02/2024	Vähennä	15,50 €	15,42 €
25/03/2024	Lisää	16,00 €	14,96 €
20/05/2024	Lisää	15,00 €	13,63 €
13/06/2024	Lisää	15,00 €	13,35 €
08/08/2024	Lisää	13,00 €	11,16 €
19/08/2024	Lisää	13,00 €	10,80 €
18/11/2024	Osta	14,00 €	11,60 €
03/03/2025	Lisää	15,50 €	13,76 €
10/03/2025	Lisää	14,50 €	12,73 €
19/05/2025	Vähennä	11,50 €	11,65 €
21/07/2025	Vähennä	10,00 €	9,38 €
18/08/2025	Vähennä	10,00 €	9,08 €
15/11/2025	Vähennä	7,70 €	7,29 €
15/12/2025	Vähennä	7,70 €	7,42 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieto. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**