

Kasvunäkymä selkeytyy

Toistamme Verkkokauppa.comin 9,0 euron tavoitehintamme ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) voimakkaasti laskeneen osakekurssin myötä. Yhtiön Q3-raportti paransi näkyvyyttä yhtiön tulevaa kasvua kohtaan merkittävästi ja laskeneen kurssin myötä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme jälleen hyvällä tasolla.

Q3-raportti linjassa odotuksien kanssa

Verkkokauppa.comin Q3-numerot olivat linjassa odotuksiemme kanssa. Yhtiö jatkoi tervettä (+14 %) kasvuaan haastavasta markkinatilanteesta huolimatta. Yhtiö joutui hakemaan kasvua aiempaa enemmän myyntikatteen kautta ja myyntikate oli lähihistorian matalin. Kiinteiden kulujen osuus kasvussa oli odotuksia vähäisempi mitä pidämme positiivisena, sillä kiinteät kulut ovat harvoin väliaikaisia. Yhtiö kertoi myös avaavansa uuden myymälän Raisioon Q1'18 lopussa. Tieto oli meille positiivinen yllätys, sillä olimme odottaneet uutta myymälää vasta 2018 loppupuolella.

Uudet taloudelliset tavoitteet parantavat näkyvyyttä

Verkkokauppa.com lanseerasi Q3-raportin yhteydessä myös uudet taloudelliset tavoitteet. Yhtiö tavoittelee 10-20 %:n vuotuista kasvua, kasvavaa käyttökatetta, 3-5 %:n käyttökatemarginaalia ja kvartaaleittain kasvavaa osinkoa. Tavoitteet ovat linjassa lähivuosien ennusteidemme kanssa ja ne parantavat näkyvyyttä yhtiön lähivuosien kehitystä kohtaan.

Lähivuosien kasvunäkymä on vahva

Odotamme yhtiöltä vahvaa kasvua lähivuosille ja keskimääräinen kasvuennustemme vuosille 2017-2020e on noin 17 %. Kasvun ajurina toimii jatkuva markkinaosuuksien voittaminen kodinelektronikassa sekä uusien tuoteryhmien kasvava merkitys. Raision myymälä antaa selkeää tukea kasvuun samoin kuin Q4'19:sta ennustamamme Itä-Helsingin uusi myymälä. Lähdemme ennusteissamme siitä, että yhtiö preferoi lähivuosina edelleen kasvua kannattavuuden yli ja ennustamme liikevoittomarginaalin olevan 3-4 %:ssa yhtiön tavoitteiden alalaidassa. Varovaisista kannattavuusennusteista huolimatta yhtiön tulos kasvaa liikevaihtoa nopeammin ja ennustamme keksimääräisen osakekohtaisen tuloksen kasvun olevan 2017-2020e välillä 20 %. Yhtiö on hyvin positioitunut kaupan alan murrokseen ja näkemyksemme mukaan sillä on mahdollisuus kasvattaa markkinaosuuksiaan merkittävästi tulevina vuosina vahvojen kilpailuetujensa (brändi, IT-järjestelmä ja kiinteät kulut) turvin. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisikin preferoida lähivuosina kasvua kannattavuuden yli omistaja-arvonsa maksimoimiseksi.

Tuotto-odotus jälleen hyvällä tasolla

Voimakkaan kurssilaskun myötä Verkkokauppa.comin arvostus on jälleen painunut houkuttelevalle tasolle. Yhtiön preferoidessa kasvua kannattavuuden yli tulospohjaiset kertoimet ovat korkealla (2018 P/E 28x ja EV/EBITDA 19x), eivätkä ne tarjoa tukea osakkeelle. Volyymipohjainen EV/S-kerroin 0,7x on linjassa verrokkiryhmän kanssa ja odotammekin edelleen osakekurssin kulkevan käsikädessä liikevaihdon kasvun kanssa. Liikevaihdon voimakas kasvu yhdessä pienen osinkotuoton (2017e: 2,6 %) kanssa nostaa osakkeen tuotto-odotuksen jälleen hyvälle tasolle. Korostamme, että Verkkokauppa.comin case vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä.

Analyytikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 9,00 EUR

Edellinen: 9,00



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 7,93 EUR

12 kk vaihteluväli 6,1-10,01 EUR

Potentiaali 13,5 %

Ohjeistus

Vuonna 2017 liikevaihdon odotetaan ylittävän vuoden 2016 tason. Vertailukelpoisen liikevoiton odotetaan alittavan vuoden 2016 tason.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	344	7,7	2,2 %	6,8	0,12	0,15	0,9	33,2	38,3	36,0	2,1 %
2016	372	12,2	3,3 %	12,2	0,22	0,17	0,7	19,8	17,0	29,8	2,5 %
2017e	433	12,1	2,8 %	12,2	0,22	0,19	0,7	23,8	25,1	36,7	2,4 %
2018e	509	16,1	3,2 %	16,1	0,29	0,21	0,6	18,6	20,0	27,8	2,6 %
2019e	602	19,8	3,3 %	19,8	0,35	0,23	0,5	15,0	16,1	22,6	2,9 %
Markkina-arvo, MEUR			357	OPO / osake 2017e, EUR			0,90	CAGR EPS, 2016-2019, %			17 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-38	P/B 2017e			8,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			17 %
Yritysarvo (EV), MEUR			320	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-92,7 %	ROE 2017e, %			24,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			111	Omavaraisuusaste 2017e, %			36,7 %	ROCE 2017e, %			30,6 %

Q3-raportti linjassa odotuksien kanssa

Tervettä kasvua haastavassa markkinassa

Verkkokauppa.comin liikevaihto kasvoi ennusteidemme mukaisesti 14 % 105,4 MEUR:oon (konsensus 106,5 MEUR). Yhtiö vauhditti kasvua aggressiivisella hinnoittelullaan ja lisäksi Pirkkalan sekä Oulun uusittujen myymälöiden avajaiset tukivat kasvua. Myös matalakatteisella tukkueräkaupalla oli positiivinen vaikutus myyntiin. Kodinelektroniikkamarkkinan kasvu on Q3:lla hyytynyt odotetusti nollan tuntumaan ja kokonaisuutena pidämme Q3:lla nähtyä myyntiä hyvänä suorituksena haastavassa markkinatilanteessa.

Yhtiön hinnoittelu on ollut kvartaalilla odotetusti erittäin aggressiivista ja tämä yhdessä kasvaneen tukkueräkaupan volyymiin painoi myyntikatteen 13,2 %:iin (Q3'16: 15,3 %). Myyntikate oli odotuksiamme heikompi (13,8 %) ja Q3:n taso on jopa Verkkokauppa.comin standardeilla erittäin matala, sillä vastaavaa tasoa saadaan hakea vuodesta 2012. Erittäin matala myyntikate kertoo mielestämme yhtiön aggressiivisesta markkinaosuuden hakemisesta uusissa tuoteryhmissä ja erittäin kireästä kilpailutilanteesta kodinelektroniikassa. Kodinelektroniikassa sekä Gigantti, että Power ovat jatkaneet aggressiivista kampanjointiaan läpi Q3:n, mihin Verkkokauppa.com on vastannut varsinkin kvartaalin loppupuolella. Johdon kommenttien perusteella kannattavuutta pyritään kuitenkin parantamaan tulevina kuukausina ja nyt nähty myyntikatetaso jää vain väliaikaiseksi.

Yhtiön kiinteät kulut kasvoivat odotuksiamme hitaammin ja markkinointipanostukset sekä uusittujen myymälöiden avauksiin liittyvät kulut jäivät odotuksiamme pienemmiksi. Mielestämme onkin positiivista, että kasvu tehtiin pääosin myyntikatteen kautta, sillä kiinteiden kulujen kasvu jää vain harvoin väliaikaiseksi. Odotuksia pienemmistä kiinteistä kuluista johtuen liikevoitto oli 1,8 MEUR ja ylitti 1,0 MEUR:n ennusteemme, mutta jäi konsensuksen 2,5 MEUR:n ennusteesta. EPS oli lopulta 0,03 euroa ja kvartaaliosinkoa korotettiin jälleen 0,1 sentillä 0,43 senttiin.

Apurahan ylösajo on ottanut selvän askeleen eteenpäin Q3:lla ja arviomme mukaan yhtiön oman taseen luottokanta oli Q3 lopussa noin 5 MEUR. Apurahan hallittu ylösajo omasta taseesta on mielestämme tärkeää, sillä se parantaa yhtiön kannattavuutta ja tehostaa pääoman käyttöä.

Näkyvyys tulevaan kasvuun paranee

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	92,6	105,4	106,2	106,5	105,0	111,0	-1 %
Liikevoitto (oikaistu)	3,9	1,8	1,0	2,5	1,0	3,0	71 %
Tulos ennen veroja	3,9	1,8	1,0	2,5	1,0	3,0	71 %
EPS (oikaistu)	0,07	0,03	0,02	0,04	0,02	0,05	71 %
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	13,8 %	14,7 %	15,0 %	13,4 %	19,9 %	-0,8 %-yks.
Liikevoitto-% (oikaistu)	4,2 %	1,7 %	1,0 %	2,3 %	1,0 %	2,7 %	0,7 %-yks.

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Verkkokauppa.com lanseerasi Q3-raportin yhteydessä myös uudet taloudelliset tavoitteet. Uudet tavoitteet ovat:

- Vuotuinen kasvu 10-20 % (aik. yli 10 %)
- Kasvavaa käyttökatetta ja 3-5 %:n käyttökatemarginaalia (aik. käyttökatemarginaali paranee 2013 tasolta keskipitkällä aikavälillä)
- Kvartaaleittain kasvava osinko

Tavoitteet ovat linjassa lähivuosien ennusteidemme kanssa ja ne parantavat näkyvyyttä yhtiön lähivuosien kehitystä kohtaan.

Raportin ehkä tärkein anti oli lisätiedot uusista myymälöistä. Yhtiö kertoi avaavansa Raisioon uuden myymälän Q1'18 lopussa. Tämä on odotuksiamme nopeammin ja olimme aiemmin arvioineet Turun alueen liikkeen aloittavan vasta loppuvuodesta 2018. Arviomme mukaan uusi myymälä tulee myyntivolymiltaan yltämään lähelle Tampereen myymälää ja näin ollen sen vuotuinen liikevaihtovaikutus on merkittävä. Myymälä tulee aiheuttamaan ylimääräisiä kuluja H1'18 ja avajaiskampanjointi tulee todennäköisesti painamaan myyntikatetta H1:llä. Myyntivolymit tulevat alalle tyypillisesti nousemaan lähelle täyttä potentiaalia varsin nopeasti (12kk aikana) ja myymälä on arviomme mukaan voitollinen ensimmäisestä myyntipäivästä alkaen. Pidämme Turun alueelle laajentumista positiivisena asiana, sillä näkemyksemme mukaan yhtiön myynti on varsin keskittynyt nykyisten myymälöiden alueelle ja yhtiön markkinaosuus Turussa on arviomme mukaan selvästi koko maata matalampi.

Itä-Helsingissä yhtiöllä on varattuna tontti uuden myymälän ja logistiikkakeskuksen suunnittelua varten. Tämän myymälän avaus tulee todennäköisesti venymään 2019 puolelle johtuen suunnitteluun ja rakentamiseen vaadittavasta ajasta. Arviomme nyt Itä-Helsingin myymälän aloittavan toimintansa Q4'19.

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Tulos jää vain hieman edellisvuodesta

Verkkokauppa.com toisti tulosvaroituksen (14.9.) yhteydessä antamansa ohjeistuksen. Yhtiö odottaa liikevaihdon ylittävän ja vertailukelpoisen liikevoiton alittavan vuoden 2016 tason. Yhtiön vertailukelpoinen liikevoitto on Q1-Q3 osalta hieman edellä edellisvuotta (7,2 vs. 6,7 MEUR) ja yhtiö tulee jatkamaan kasvun hakemista kannattavuuden kustannuksella myös Q4:llä. Tulossuorituksessa yhtiön toimitusjohtaja totesi, että yhtiö pyrkii saavuttamaan uudet taloudelliset tavoitteensa myös vuoden 2017 osalta. Mikäli yhtiö haluaa saavuttaa +3 %:n käyttökatemarginaalin, tulee koko vuoden tulos olemaan hyvin lähellä edellisvuotta. Olemmekin tarkistaneet kuluun vuoden ennusteitamme ylöspäin ja odotamme liikevoiton jäävän vain marginaalisesti edellisvuodesta (2017e: 12,1 MEUR).

Ennustamme yhtiön joulukaupan sujuvan hyvin, vaikka kodinelektronikkamarkkinan markkinatilanne tulee säilymään vaisuna johtuen vahvasta vertailukaudesta. Myyntikate toipuu kuitenkin hieman vaisulta Q3 tasolta ja vastaavasti kiinteät kulut ovat suhteellisesti hieman edellisvuoden yläpuolella johtuen aktiivisemmasta markkinoinnista ja uuden myymälän avauksen valmisteluista.

Kaasu pysyy pohjassa

2018 ennusteisiimme olemme tehneet vain marginaalisia muutoksia. 2019 osalta olemme laskeneet ennusteitamme varsin selvästi johtuen Itä-Helsingin uuden myymälän siirtymisestä. Olimme aiemmin ennakoineet sen aloittavan toimintansa jo

alkuvuoden aikana, mutta nyt ennustamme sen avausta vasta Q4'19. Vastaavasti vuoden 2020 ennusteemme ovat nousseet ja kokonaisuutena myös 2019 ja 2020 ennusteet ovat pysyneet pitkälti ennallaan.

Odotamme yhtiöltä vahvaa kasvua lähivuosille ja keskimääräinen kasvuennusteemme vuosille 2017-2020e on noin 17 %. Kasvun ajurina toimii jatkuva markkinaosuuksien voittaminen kodinelektronikassa sekä uusien tuoteryhmien kasvava merkitys. Uudet myymälät tukevat kasvua ja mielestämme kasvuennusteidemme saavuttaminen ei ole realistista ilman uusia myymälöitä. Lähdemme ennusteissamme siitä, että yhtiö preferoi lähivuosina edelleen kasvua kannattavuuden yli ja ennustamme liikevoittomarginaalin olevan 3-4 %:ssa yhtiön tavoitteiden alalaidassa. Varovaisista kannattavuusennusteista huolimatta yhtiön tulos kasvaa liikevaihtoa nopeammin ja ennustamme keksimääräisen osakekohtaisen tuloksen kasvun olevan 2017-2020e välillä 20 %.

Yhtiö on hyvin positioitunut kaupan alan murrokseen ja näkemyksemme mukaan sillä on mahdollisuus kasvattaa markkinaosuuttaan merkittävästi tulevina vuosina vahvojen kilpailuetujensa (brändi, IT-järjestelmä ja kiinteät kulut) turvin. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisikin preferoida lähivuosina kasvua kannattavuuden yli omistaja-arvonsa maksimoimiseksi.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	440	433	-2 %	519	509	-2 %	630	602	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,9	12,1	11 %	15,7	16,1	2 %	22,6	19,8	-12 %
Liikevoitto	10,9	12,1	11 %	15,7	16,1	2 %	22,6	19,8	-12 %
Tulos ennen veroja	10,9	12,1	11 %	15,7	16,1	2 %	22,6	19,8	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,19	0,21	13 %	0,28	0,29	2 %	0,40	0,35	-12 %
Osakekohtainen osinko	0,19	0,19	0 %	0,21	0,21	0 %	0,23	0,23	0 %
Lähde: Inderes									

Tuotto-odotus jälleen hyvällä tasolla

Osakkeen tuotto nojaa kasvun realisoitumiseen

Voimakkaan kurssilaskun myötä Verkkokauppa.comin arvostus on jälleen painunut houkuttelevalle tasolle. Yhtiön preferoidessa kasvua kannattavuuden yli tulospohjaiset kertoimet ovat korkealla (2018 P/E 28x ja EV/EBITDA 19x), eivätkä ne tarjoa tukea osakkeelle. Volyymipohjainen EV/S-kerroin 0,7x on linjassa päivitetyn verrokkiryhmän kanssa ja tämä on mielestämme yhtiölle hyväksyttävä taso. Odotammekin edelleen osakekurssin kulkevan käsikädessä liikevaihdon kasvun kanssa. Kannattavuuden parantuessa asteittain tulos kasvaa liikevaihtoa nopeammin joka laskee tulokertoimia asteittain. Pitkällä aikavälillä on selvää, että myös tuloksen pitää parantua merkittävästi ja osakkeen on pakko saada tukea myös tulokertoimista. Lähivuosina kasvu on kuitenkin tulosta tärkeämpää ja olemme valmiit huomioimaan tämän ennusteissamme.

Liikevaihdon voimakas kasvu yhdessä pienen osinkotuoton (2017e: 2,6 %) kanssa nostaa osakkeen tuotto-odotuksen jälleen hyvälle tasolle. Korostamme, että Verkkokauppa.comin case vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä. Päivitetty DCF-arviomme 9,67 euroa (aik. 10,15 euroa) on myös linjassa tavoitehintamme kanssa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	
Stockmann	5,87	426	1218		20,4	12,9	9,7	1,1	1,0		21,5	0,2	1,8	0,5
Kesko	45,57	4526	4804	14,1	12,8	9,5	9,0	0,4	0,4	20,1	17,4	4,8	5,2	2,2
Groupe LDLC	24,12	153	188	16,0	15,0	11,9	10,5	0,5	0,4	18,1	17,7	2,3	1,9	2,8
Tokmanni	7,62	450	619	13,6	10,1	10,0	7,8	0,7	0,6	15,2	11,6	5,2	6,5	2,7
AO World	110,00	586	569		2605,4			0,7	0,6					11,0
Qliro Group	19,50	304	300	50,6	18,7	29,8	14,7	0,6	0,6	107,6	30,8			2,7
JD.com	39,67	48040	46678	87,8	40,9	50,3	27,4	1,0	0,8	85,4	45,2			7,9
Dixons carphone	180,00	2384	2758	8,3	6,9	6,3	4,9	0,4	0,3	5,9	7,1	5,8	5,5	0,7
Amazon	1006,34	409857	398185	157,8	70,9	27,3	18,5	2,9	2,1	268,3	125,5			21,7
Bestbuy	54,91	13928	12117	7,1	8,1	5,2	6,1	0,3	0,4	16,6	13,4	2,8	2,5	3,9
Unieuro	14,89	298	344		6,8		5,3		0,2		6,7		5,4	
CECONOMY	10,67	3493	3034	8,1	6,8	5,0	4,3	0,2	0,2	21,6	16,8	2,5	3,1	5,1
Verkkokauppa.com (Inderes)	7,93	357	320	25,1	19,9	23,8	18,5	0,7	0,6	36,7	27,8	2,4	2,6	8,8
Keskisarvo				40,4	235,2	16,8	10,7	0,8	0,6	62,1	28,5	3,4	4,0	5,6
Mediaani				14,1	13,9	10,9	9,0	0,7	0,6	20,1	17,4	2,8	4,2	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				79 %	43 %	119 %	106 %	5 %	5 %	83 %	60 %	-16 %	-36 %	219 %

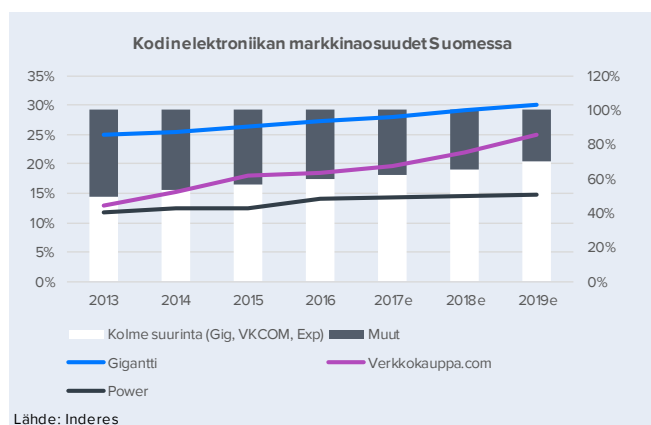
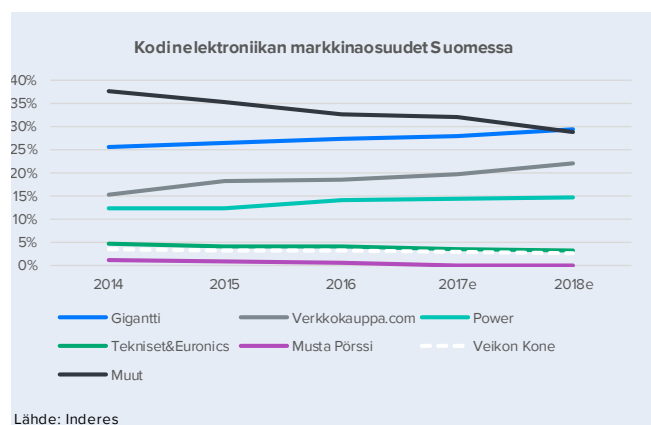
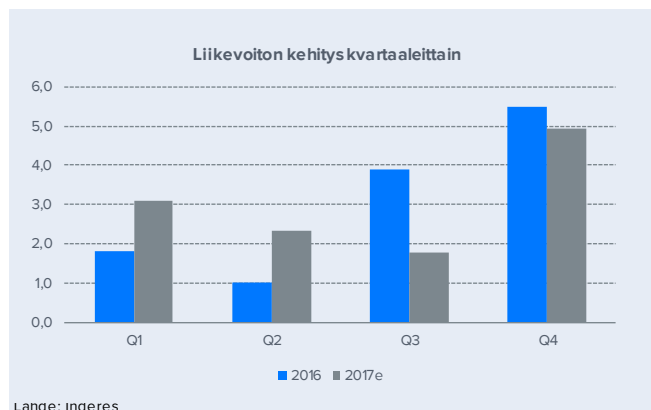
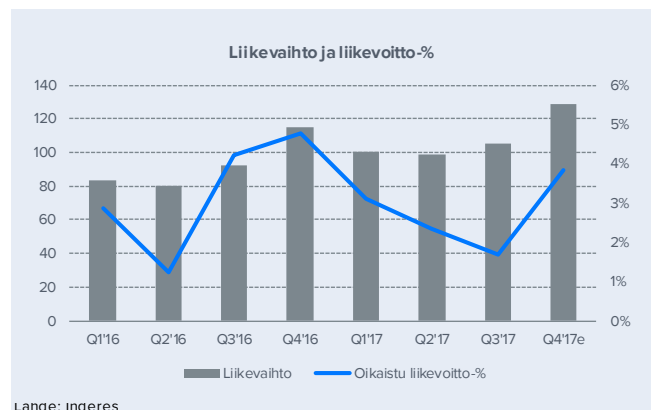
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	343,7	83,5	80,1	92,6	115,3	371,5	100,1	99,0	105,4	128,8	433,4	508,3	602,4
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>343,7</i>	<i>83,5</i>	<i>80,1</i>	<i>92,6</i>	<i>115,3</i>	<i>371,5</i>	<i>100,1</i>	<i>99,0</i>	<i>105,4</i>	<i>128,8</i>	<i>433,4</i>	<i>508,3</i>	<i>602,4</i>
Käyttökate	8,8	2,1	1,3	4,3	5,9	13,5	3,4	2,6	2,1	5,2	13,3	17,3	21,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,2	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,2	2,4	1,0	3,9	5,5	12,8	3,1	2,3	1,8	4,9	12,1	16,1	19,8
Liikevoitto	7,7	1,8	1,0	3,9	5,5	12,2	3,1	2,3	1,8	4,9	12,1	16,1	19,8
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>7,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,0</i>	<i>3,9</i>	<i>5,5</i>	<i>12,2</i>	<i>3,1</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>4,9</i>	<i>12,1</i>	<i>16,1</i>	<i>19,8</i>
Nettorahoituskulut	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	6,8	1,8	1,0	3,9	5,5	12,2	3,1	2,3	1,8	4,9	12,1	16,1	19,8
Verot	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8	-1,1	-2,4	-0,6	-0,5	-0,4	-1,0	-2,4	-3,2	-4,0
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
Nettotulos	5,5	1,5	0,8	3,1	4,4	9,8	2,5	1,8	1,4	3,9	9,7	12,9	15,8
EPS (oikaistu)	0,20	0,05	0,02	0,07	0,10	0,23	0,06	0,04	0,03	0,09	0,21	0,29	0,35
EPS (raportoitu)	1,05	0,03	0,02	0,07	0,10	0,22	0,06	0,04	0,03	0,09	0,21	0,29	0,35

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	24,6 %	14,6 %	0,1 %	11,3 %	7,2 %	8,1 %	19,9 %	23,7 %	13,8 %	11,7 %	16,7 %	17,3 %	18,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	48,9 %	21,8 %	-37,7 %	43,2 %	12,8 %	14,5 %	29,2 %	133,7 %	-54,8 %	-10,6 %	-5,3 %	32,7 %	23,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	2,6 %	2,5 %	1,6 %	4,6 %	5,1 %	3,6 %	3,4 %	2,7 %	2,0 %	4,1 %	3,1 %	3,4 %	3,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,3 %	2,9 %	1,2 %	4,2 %	4,8 %	3,4 %	3,1 %	2,4 %	1,7 %	3,8 %	2,8 %	3,2 %	3,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,6 %	1,7 %	1,0 %	3,4 %	3,8 %	2,6 %	2,5 %	1,9 %	1,3 %	3,1 %	2,2 %	2,5 %	2,6 %

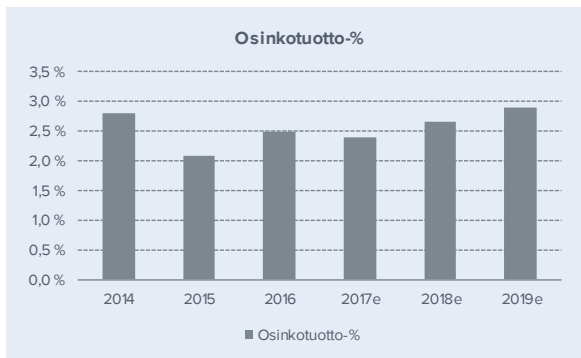
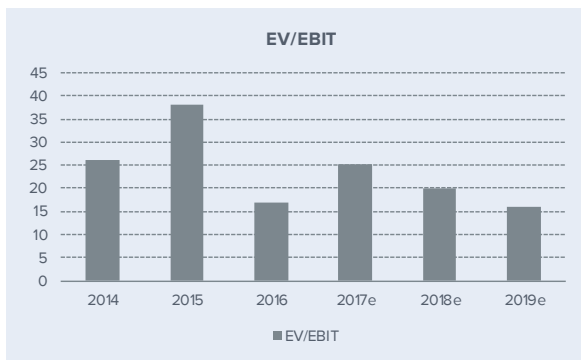
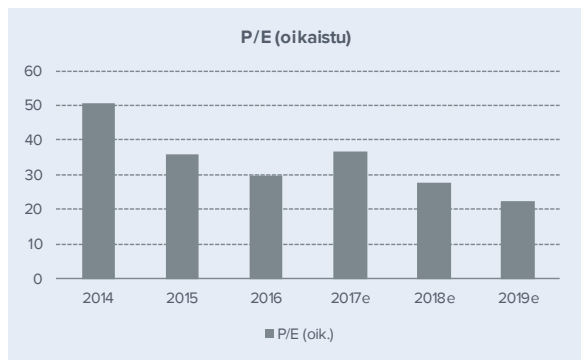
Lähde: Inderes



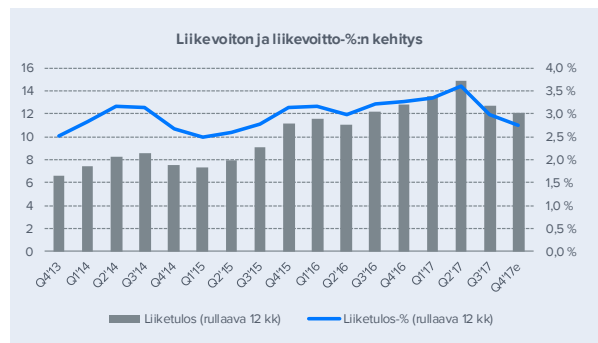
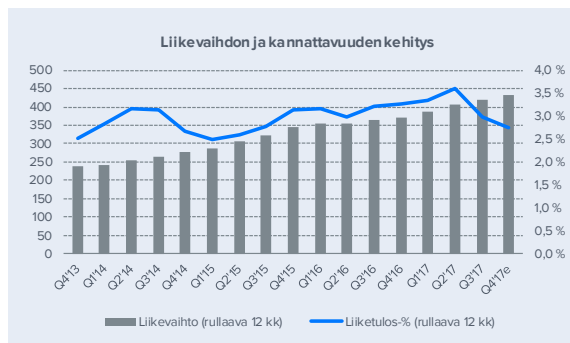
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi			5,08	7,20	6,85	7,93	7,93	7,93
Markkina-arvo			229	324	309	357	357	357
Yritysarvo (EV)			196	294	267	320	321	319
P/E (oik.)			50,7	36,0	29,8	36,7	27,8	22,6
P/E			50,7	58,7	31,6	36,7	27,8	22,6
P/Kassavirta			-50,0	69,4	17,4	99,1	49,5	30,9
P/B			6,3	9,1	8,0	8,8	7,9	7,0
P/S			0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto			0,71	0,85	0,72	0,74	0,63	0,53
EV/EBITDA			22,5	33,2	19,8	23,8	18,6	15,0
EV/EBIT			26,1	38,3	17,0	25,1	20,0	16,1
Osinko/tulos (%)			141,2 %	122,4 %	78,4 %	87,9 %	73,6 %	65,4 %
Osinkotuotto-%			2,8 %	2,1 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %	2,9 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

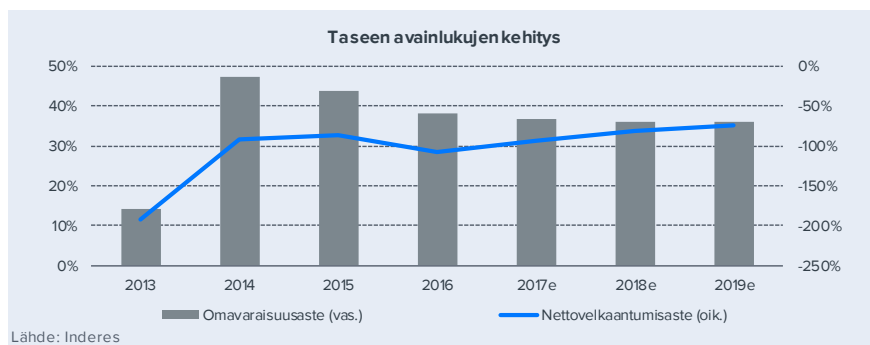


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	3	3	3	3	3
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	1	1	1	2
Käyttöomaisuus	2	2	1	1	2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	74	78	98	108	121
Varastot	31	39	44	52	58
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	8	9	12	18	26
Likvidit varat	35	31	42	38	36
Taseen loppusumma	77	81	101	111	125

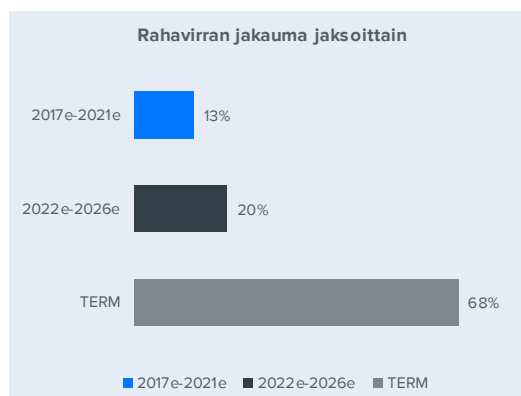
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	37	36	39	41	45
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	11	10	13	15	19
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	25	25	25	25	25
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	2	1	1	1	1
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	1	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	1	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	39	45	61	69	79
Lainat rahoituslaitoksilta	1	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	38	45	61	69	79
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	77	81	101	111	125



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	12,2	12,1	16,1	19,8	25,9	34,9	36,4	37,2	37,2	36,7	37,8	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-2,4	-2,4	-3,2	-4,0	-5,2	-7,0	-7,3	-7,4	-7,4	-7,3	-7,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	7,6	-5,9	-5,2	-4,1	-3,5	-3,6	-4,0	-1,5	-1,1	-1,0	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	18,6	5,1	8,8	13,2	18,7	25,9	26,7	30,0	30,4	30,3	31,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,9	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	17,7	3,6	7,2	11,6	17,0	24,1	24,8	28,0	28,4	28,3	28,7	
+/- 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	17,7	3,6	7,2	11,6	17,0	24,1	24,8	28,0	28,4	28,3	28,7	564,8
Diskontattu vapaa kassavirta		3,5	6,6	9,7	13,2	17,3	16,5	17,1	16,1	14,8	13,9	273,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		401,7	398,1	391,6	381,8	368,7	351,4	334,9	317,8	301,7	286,9	273,0
Velaton arvo DCF		401,7										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		41,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-7,7										
Oman pääoman arvo DCF		435,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,67										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	275,8	343,7	371,5	433,4	508,5
EBITDA	8,7	8,8	13,5	13,4	17,3
EBITDA-marginaali (%)	3,2	2,6	3,6	3,1	3,4
EBIT	7,5	7,7	12,2	12,1	16,1
Voitto ennen veroja	5,6	6,8	12,2	12,2	16,1
Nettovoitto	4,5	5,5	9,8	9,7	12,9
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,5	-0,6	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	77,4	81,3	100,8	110,9	124,7
Oma pääoma	36,6	35,6	38,6	40,7	45,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	8,7	8,8	13,5	13,4	17,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,3	-1,6	7,6	-5,9	-5,2
Operatiivinen kassavirta	-4,0	5,8	18,6	5,1	8,8
Vapaa kassavirta	-4,6	4,7	17,7	3,6	7,2

Yhtiökuvaus
Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,10	0,12	0,22	0,22	0,29
EPS oikaistu	0,10	0,20	0,23	0,22	0,29
Operat. Kassavirta/osake	-0,09	0,13	0,41	0,11	0,20
Tasearvo per osake	0,81	0,79	0,86	0,90	1,00
Osinko per osake	0,14	0,15	0,17	0,19	0,21
Voitonjako, %	141	122	78	88	74
Osinkotuotto, %	2,8	2,1	2,5	2,4	2,6

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	50,7	58,7	31,6	36,7	27,8
P/B	6,3	9,1	8,0	8,8	7,9
P/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
P/CF	neg.	56,2	16,6	70,0	40,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	22,5	33,2	19,8	23,8	18,6
EV/EBIT	26,1	38,3	21,9	26,4	20,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Samuli Seppälä	49,9 %
Rite Ventures	5,3 %
Ilmarinen	5,1 %
Varma	4,6 %
Keva	4,5 %
OP-Delta	2,9 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.10.2015	Lisää	7,00 €	6,40 €
15.2.2016	Osta	8,00 €	6,86 €
22.4.2016	Lisää	8,00 €	7,48 €
5.8.2016	Lisää	7,50 €	6,60 €
21.10.2016	Lisää	7,80 €	7,16 €
24.11.2016	Osta	8,00 €	6,95 €
13.2.2017	Osta	8,00 €	6,88 €
2.5.2017	Lisää	9,00 €	8,32 €
17.7.2017	Lisää	10,00 €	9,40 €
14.9.2017	Vähennä	9,00 €	8,80 €
23.10.2017	Lisää	9,00 €	7,93 €

Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

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

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>