

Tokmanni

Seurannan aloitus

08.05.2021



Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kovaan vauhtiin päässyt halpakauppaketju

Aloitamme Tokmannin seurannan osta-suosituksella 25,0 euron tavoitehinnalla. Tokmanni on vakaasti kasvava ja hyvää kannattavuutta tekevä Suomen suurin halpatavarakaupan ketju. Näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet kasvattaa laajaa myymäläverkostoaan, tuoda uusia tuotekategorioita valikoimiinsa ja hyödyntää paremmin verkkokaupan, yritysmyyntin ja potentiaalisesti myös kansainvälisen laajentumisen tuomia mahdollisuuksia. Strategiakauden 2021-2025 tavoitteisiin ja ennusteisiimme peilattuna osake näyttää houkuttelevasti hinnoitellulta sekä absoluuttisesti että verrokkiryhmään nähden. Arvostukselle antavat tukea myös liiketoiminnan matala riskiprofiili, vahva tase ja hyvä osinkotuotto.

Tokmanni on Suomen suurin halpatavarakaupan ketju

Tokmanni on perustettu vuonna 1989. Yhtiö keskittyi aluksi Itä-Suomeen. Laajentuminen valtakunnalliseksi toimijaksi toteutettiin 2000-luvulla kahden eri pääomasijoittajan toimesta (CapMan ja Nordic Capital). Tokmanni on kasvanut nopeasti Suomen suurimmaksi halpatavarakaupan ketjuksi ja se on myös ainut alan valtakunnallinen toimija. Kasvu on tapahtunut sekä orgaanisesti että halpakaupan alaa konsolidoimalla. Tokmanni listautui Helsingin pörssiin vuonna 2016. Vuonna 2020 yhtiön liikevaihto oli 1073 MEUR ja oikaistu liikevoitto 100 MEUR (EBIT 9,3 %). Yhtiöllä on 192 myymälää ympäri Suomea (+oma verkkokauppa) ja se työllistää noin 4000 henkilöä. Tokmanni kilpailee laajan myymäläverkon tukemalla monikanavaisella toimintamallilla, alhaisella hintamielikuvalla ja laajalla/mielenkiintoisella tuotevalikoimalla.

Tokmanni toimii Suomen defensiivisellä vähittäiskaupan markkinalla

Tokmannin toimii Suomessa ja yhtiön kohdemarkkina on vähittäiskauppa (ilman tuoreruokaa). Vähittäiskauppa voidaan jakaa karkeasti päivittäistavara- ja käyttötavarakauppaan. Tokmannin liikevaihdosta ~60 % tulee päivittäistavarakaupasta, missä sillä oli vuonna 2020 PTY:n mukaan 3,2 %:n markkinaosuus. Käyttötavaramarkkina koostuu asumiseen, pukeutumiseen ja vapaa-aikaan liittyvien tuotteiden myynnistä. Tokmannin liikevaihdosta ~40 % tukee käyttötavaroista. Käyttötavaramarkkina on todella laaja johtuen tuotteiden monipuolisuudesta, minkä takia tarkkojen markkinaosuuksien laskeminen on käytännössä mahdotonta. Tokmanni on jo useita vuosia kasvanut selvästi yleistä käyttötavaramarkkinaa nopeammin, mikä kertoo yhtiön toimivasta strategiasta, houkuttelevasta tarjoomasta ja hyvistä kilpailueduista.

Yhtiön tavoitteet vuoteen 2025 mennessä ovat yli 220 myymälää, 1500 MEUR:n liikevaihto ja 150 MEUR:n liikevoitto

Tokmanni julkaisi maaliskuussa uudet tavoitteet strategiakaudelle 2021-2025. Yhtiö tavoittelee vuoteen 2025 mennessä 1,5 miljardin euron liikevaihtoa ja 150 MEUR:n liikevoittoa. Tämä vaatii keskimäärin ~7 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua ja ~9 %:n liikevoiton kasvua. Liikevaihtotavoite on tarkoitus saavuttaa mm. kasvavan myymälämäärän avulla, tuomalla uusia tuotekategorioita valikoimiin, verkkokaupan ja kivijalan yhteistyöllä ja yritysmyyntin kasvulla. Tokmanni on tunnistanut Suomessa potentiaalisen yli 220 myymälälle, jotka yhtiö voi saavuttaa tehokkaan uusperustannan tai yrityskauppojen kautta. Liikevoiton kasvua yhtiö tavoittelee pääosin liikevaihdon kasvun kautta. Suhteellista kannattavuutta tukevat kiinteiden kulujen skaalautuminen, kasvun tuoma vahvistuva neuvotteluvoima, suuremmat hankintavolyymit, omien tuotteiden myynnin osuuden kasvu, suoran tuonnin osuuden kasvattaminen (paikalliset tuontiyhtiöt norjalaisen Europrisin kanssa: Shanghai, Vietnam ja Bangladesh) ja toimitusketjun tehostaminen. Meidän 2025 ennusteemme liikevaihdolle ja liikevoitolle ovat 1418 MEUR ja 140 MEUR (EBIT 9,9 %), jotka perustuvat orgaaniselle kasvulle ja Suomen rajojen sisällä.

Osakkeen arvostus on matala sekä absoluuttisesti että verrokkiryhmään nähden

Ennusteillamme 2021 ja 2022 P/E-luvut ovat 17x ja 16x ja EV/EBITDA ~9x. Tokmannin arvostus on 13-23 % pohjoismaisen kaupan alan verrokkiryhmän alapuolella, mitä emme pidä perusteltuna. Hyvä tuotto-odotus nojaa ennustamallemme vuosittaiselle ~7 %:n tulokasvulle, 4-5 %:n osinkotuotolle ja arvostuskertoimien nousulle lähemmäs verrokkiryhmää.

Suositus

Osta

(aik.)

25,00 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

21,68



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	1073,2	1115,2	1178,2	1262,3
kasvu-%	14 %	4 %	6 %	7 %
EBIT oik.	100,2	104,1	113,1	123,3
EBIT-% oik.	9,3 %	9,3 %	9,6 %	9,8 %
Nettotulos	71,2	76,0	82,5	90,8
EPS (oik.)	1,23	1,27	1,40	1,54

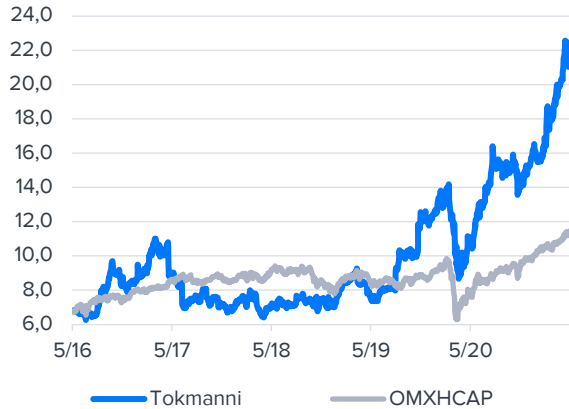
P/E (oik.)	13,2	17,0	15,5	14,1
P/B	4,4	5,2	4,7	4,1
Osinkotuotto-%	5,2 %	4,2 %	4,4 %	4,8 %
EV/EBIT (oik.)	12,9	15,3	14,0	12,8
EV/EBITDA	7,9	9,3	8,8	8,2
EV/Liikevaihto	1,2	1,4	1,3	1,2

Lähde: Inderes

Ohjeistus

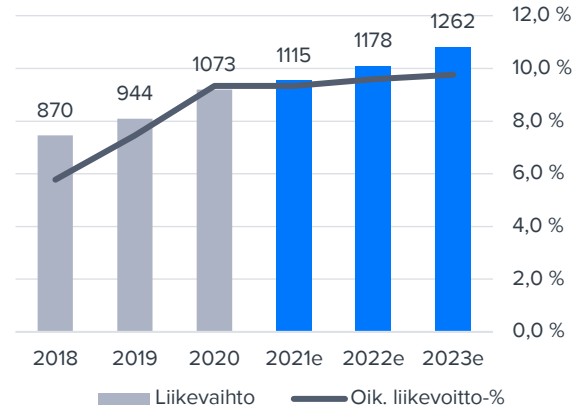
Tokmanni ennustaa lievää liikevaihdon kasvua vuodelle 2021. Konsernin euromääräisen kannattavuuden (vertailukelpoinen liikevoitto) odotetaan olevan edellisvuoden tasolla.

Osakekurssi



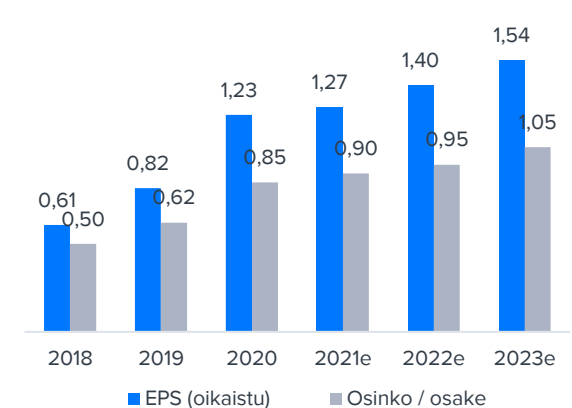
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uudet myymäläavaukset
- Verkkokaupan kasvu
- SKU-määrän lisääminen ja laajeneminen uusiin tuotekategorioihin
- Uusiasiakashankinta ja B2B
- Keskiostoksen kasvattaminen
- Fiksun ostamisen lisääntyminen
- Volyymien kautta tulevat skaalaedut mm. hankinnoissa ja vuokraehtoja neuvoteltaessa
- Optio laajentua ulkomaille
- Oman verkkokaupan hyödyntäminen potentiaalisena alustana muiden tuotteille

Riskitekijät

- Myynnin siirtyminen kivijalasta verkkoon
- Hintakilpailu hypermarkettien ja muun erikoiskaupan kanssa
- Riippuvuus Mäntsälän keskusvarastosta
- Riippuvuus Suomen yleisestä talouskehityksestä
- Maine- ja hintamielikuariskit

Arvostus

- Riskikorjattu tuotto-odotus on houkutteleva
- Vuoden 2021 ja 2022 ennusteillamme Tokmannin tulosperustainen arvostus on selvästi verrokkiryhmän alapuolella
- Vahva tase ja vakaa osinkotuotto tukevat arvostusta
- Näemme osakkeessa selvää nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu pääsemään strategiakauden 2021-2025 taloudellisiin tavoitteisiinsa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Toimiala- ja markkinakatsaus	11-15
Historiallinen kehitys	16-17
Taloudellinen kehitys	18-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-24
Ennusteet	25-28
Osakkeen arvostus	29-33
Sijoitusprofiili	34-38
Osaketuoton ajurit	39
Yhteenveto	40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Tokmanni lyhyesti

Tokmanni on Suomen suurin halpatavarakaupan ketju ja ainut valtakunnallinen toimija. Yhtiöllä on 192 myymälää ympäri Suomea ja oma verkkokauppa. Yhtiö tavoittelee vuoteen 2025 mennessä 1,5 miljardin euron liikevaihtoa ja 150 MEUR:n liikevoittoa. Strategiakaudella kasvua tavoitellaan mm. kasvattamalla myymälämäärää ja myymäläkokoja sekä laajentamalla tuotetarjontaa.

1989

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen

1276 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssi 21,7 euroa)

1073 MEUR (+8,5% vs. 2019)

Liikevaihto 2020

21,67 euroa (+11,6%)

Keskimääräinen ostoskori

100 MEUR (EBIT 9,3%)

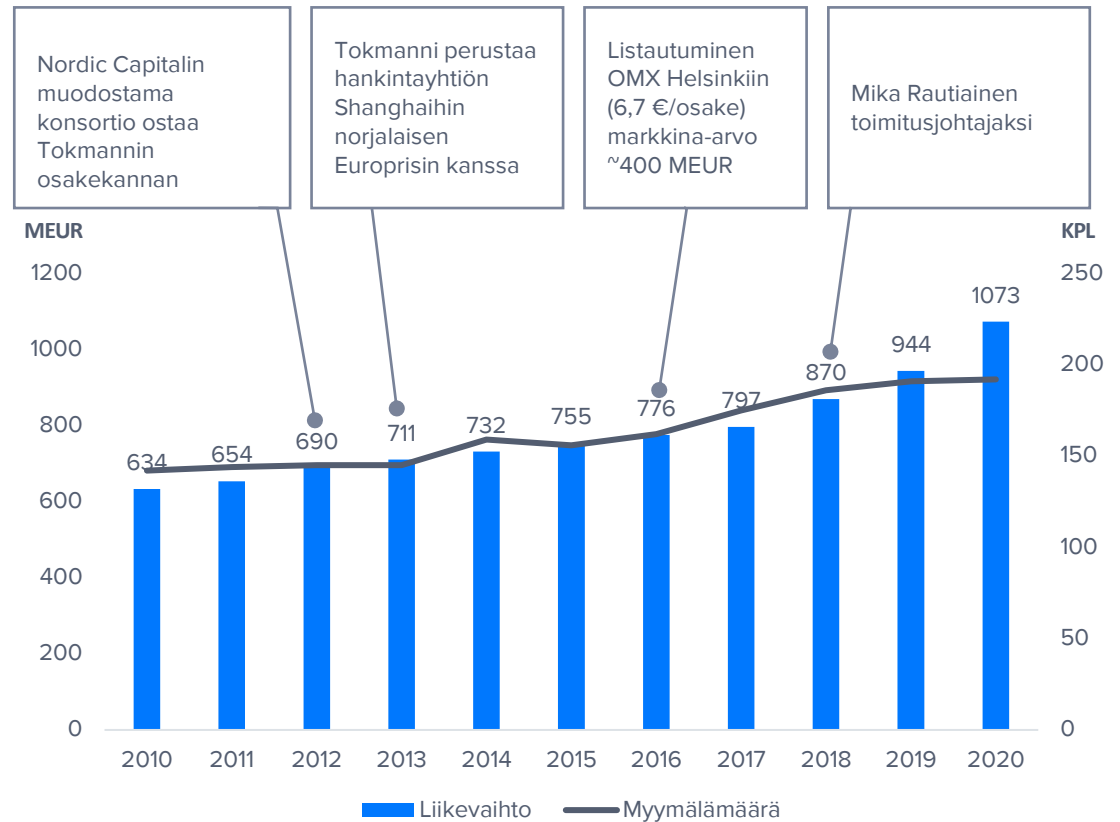
Vertailukelpoinen liikevoitto 2020

4056

Henkilöstö 2020 lopussa

98,6% / 1,4%

Myymälöiden / Verkkokaupan osuus liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Suomen suurin halpatavarakaupan ketju

Tokmanni on vuonna 1989 perustettu halpatavaroihin keskittyvä vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö on Suomen suurin halpatavaraketju ja alan ainoa toimija, jolla on valtakunnallinen myymäläverkosto. Vuoden 2020 lopussa yhtiöllä oli 192 myymälää ja oma verkkokauppa. Kaikki Tokmannin myymälät sijaitsevat Suomessa, mutta yhtiö on väläyttänyt mahdollisuutta kansainväliselle yhteistyölle ja laajentumiselle tulevaisuudessa. Yhtiön pääkonttori ja keskusvarasto sijaitsevat Mäntsälässä.

Hinta, sijainti ja valikoima

Tokmannin kohdemarkkina on vähittäiskauppa (pl. tuoreruoka). Vähittäiskaupan voi jakaa karkeasti päivittäistavara- ja käyttötavarakauppaan. Päivittäistavarakaupan puolella Tokmannilla oli vuonna 2020 PTY:n jäsenyritysten tilaston mukaan 3,2 %:n markkinaosuus. Noin 60 % Tokmannin liikevaihdosta tulee päivittäistavarakaupasta. Käyttötavarakaupan puolella markkinaosuuksia on huomattavasti vaikeampi arvioida eikä vastaavaa tilastoa ole.

Alallaan Tokmanni kilpailee hintamielikuvalla, tarjonnalla ja sijainnilla. Yhtiö panostaa kovasti markkinointiin ylläpitääkseen halpaa hintamielikuvaa ja seuraa säännöllisesti kilpailijoiden tuotenimikkeiden hintoja. Yhtiön myymälät pyrkivät tarjoamaan hypermarkettia edullisempia hintoja ja erilaista tuotevalikoimaa. Erikoiskauppoja ja verkkokauppoja vastaan Tokmanni pyrkii kilpailemaan laajalla myymäläverkostolla ja sen mahdollistamalla nopeilla toimitusajoilla.

Kiinnostava tuotevalikoima

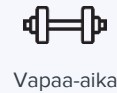
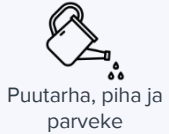
Tokmannilla on yhdeksän eri tuotekategoriaa, joiden tuotteita se tarjoaa. Näitä ovat: kodin puhdistus ja siivous, henkilökohtainen hygienia, työkalut ja sähkötarvikkeet, koti ja sisustus, puutarha, piha ja parveke, vapaa-aika, kodintekniikka, pukeutuminen ja elintarvikkeet. Yhtiöllä on 6 kapeammin määriteltyä ylivoimakategoriaa, joissa se tavoittelee markkinajohtajan asemaa. Puutarhan puolella yhtiö on jo markkinajohtaja ja pukeutumisessa se on toisella sijalla. Edellä mainittujen tuotekategorioiden lisäksi tee se itse-, kodin kunnostus & sisustus, pesuaineet, puhdistus & paperit sekä kauneus, terveys & hyvinvointi ovat Tokmannin ylivoimakategorioita. Maaliskuun 2021 CMD:llä johto kertoi aikomuksesta lisätä ylivoimakategorioiden määrää, muttei halunnut kertoa niistä vielä sen enempää.

Tokmannin myymälät tarjoavat useita eri tuotekategorioita private label-, eksklusiivisten-, brändittömien- ja kolmansien osapuolten tuotteiden edustamana. Omat tuotemerkit ovat tyypillisesti hyväkattaisia ja tukevat halvan hintamielikuvan ylläpitämistä.

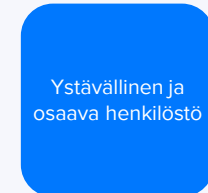
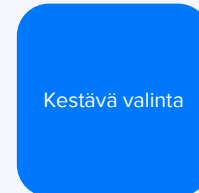
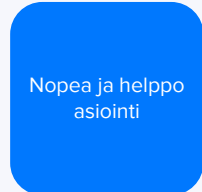
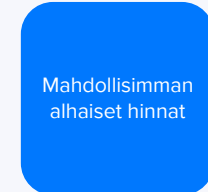
Tokmannin historia

Tokmanni perustettiin vuonna 1989 ja se keskittyi toiminnassaan aluksi Itä-Suomeen. Laajentuminen valtakunnalliseksi toimijaksi alkoi, kun CapManin rahasto nousi yhtiön pääomistajaksi vuonna 2004. Ruotsalaisen Nordic Capitalin rahasto osti yhtiön CapManilta 2012 ja samaan aikaan lanseerattiin Tokmannin verkkokauppa. Kasvattaakseen näkyvyyttään ja laajentaakseen omistuspohjaansa Tokmanni listautui Helsingin pörssiin vuonna 2016.

Tokmannin tuotekategorioita



Tokmannin arvolupaus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Kasvava myymäläverkosto

Tokmannin liiketoimintamalli rakentuu kattavan myymäläverkoston ympärille. Suurin osa liikevaihdosta syntyy myymälöistä, verkkokaupan tuodessa vain 1,4 % liikevaihdosta (2020). Yhtiö on tasaisesti kasvattanut myymäläpinta-alaansa ja vuoden 2020 lopussa Tokmannilla oli 192 myymälää. Strategiakauden 2021-2025 loppuun mennessä yhtiö tavoittelee yli 220 myymälää, mikä tarkoittaa ~6 uutta myymälää vuodessa. Uusien myymälöiden avaaminen, nykyisten laajentaminen ja yritysostot ovat yhtiön keskeisiä kasvun ajureita.

Ostokohteina Tokmannia kiinnostaa erityisesti vähittäiskaupan alan toimijat, joiden tuotevalikoima täydentäisi Tokmannin nykyistä valikoimaa. Johdon mukaan tällaisia ostokohteita ei kuitenkaan ole hirveästi Suomessa. Yritysostojen yhteydessä Tokmanni on tuonut uudet myymälät osaksi ketjua, säilyttääkseen brändin yhtenäisyyden. Tokmannilla on tietty standardoitu myymäläkonsepti, jota se pyrkii ylläpitämään.

Tokmanni on aiemmin omistanut eri myymäläketjuja, mutta yhtiö aloitti vuonna 2013 toimet brändinsä yhtenäistämiseksi. Kyseisten toimien myötä muut myymäläketjut tuotiin Tokmanni-nimen alle. Tänä päivänä kaikki yhtiön omistamat myymälät edustavat Tokmanni-brändiä.

Keskimäärin Tokmanni saa uuden myymälän kannattavaksi 12 kuukaudessa 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

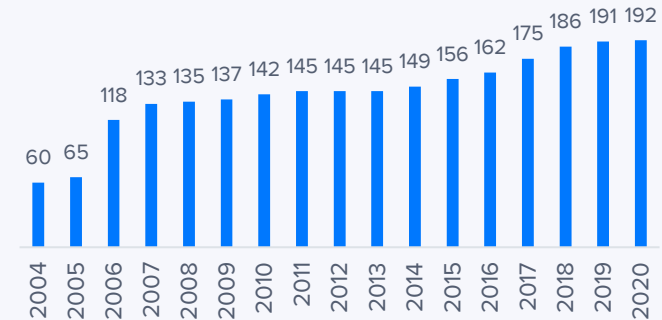
asiakaskunnan ansiosta. Tokmanni on kertonut, että vaadittu investointi uuden keskikokoisen myymälän avaamiseksi on noin 200 euroa neliometriä kohden. Yhtiö määrittelee keskisuuren myymälän kooksi 1501-4000 neliometriä, joten sen avaaminen maksaa keskimäärin noin 0,55 MEUR.

Ainutlaatuisia tuotteita verkkokaupassa

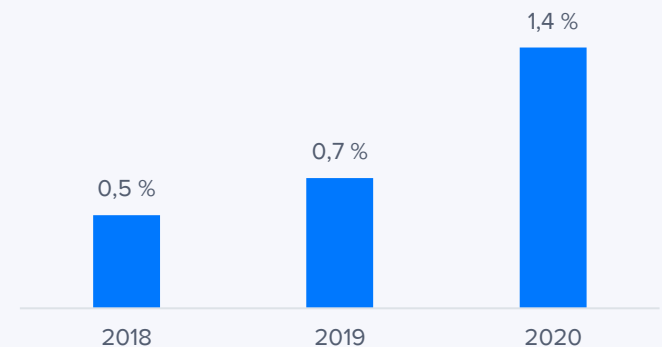
Myymälävalikoiman lisäksi Tokmannin verkkokauppa tarjoaa tuotteita, jotka eivät kuulu myymälöiden tarjontaan. Verkkokaupasta löytyy esimerkiksi kalliimpia, suurikokoisia tuotteita, joiden varastonkierto on muita tuotteita alhaisempi ja jotka veisivät turhan paljon tilaa myymälöiden varastoissa. Myös selektiivisen kosmetiikan myynti hoidetaan verkkokaupan kautta. Verkkokauppa toimii myymälämyynnin ohessa väylänä kasvattaa tuotetarjontaa ja houkuttaa uusia asiakkaita.

Monikanavainen liiketoimintamalli luo synergioita, kun tuotteen voi tilata netistä ja noutaa pian tilauksen jälkeen myymälästä. Myymäläverkoston mahdollistamat nopeat toimitusajat ovat Tokmannille tärkeä kilpailuvaltti. Verkkokaupan myynti on kasvanut viime vuosina erittäin vahvasti, mutta sen osuus yhtiön liikevaihdosta on vielä alhainen. Verkkokauppa on keskeisessä roolissa Tokmannin uuden strategiakauden (2021-2025) liikevaihtotavoitteen saavuttamiseksi ja yhtiö kertoi CMD:llä tavoitteestaan kaksinkertaistaa varastonimikkeiden määrän 50:een tuhanteen pääasiassa laajentamalla verkkokaupan tuotevalikoimaa. Verkkokauppa tuo Tokmannille uusia asiakkaita ja heidän noutaessa tilattuja tuotteita myymälästä, jäävät he usein ostamaan sieltä myös muitakin tuotteita.

Myymälämäärä



Verkkokaupan osuus liikevaihdosta



Tokmannin omia tuotemerkkejä



Tuotetarjooma


Omat tuotemerkit¹
(private label)

SIRUP
Copenhagen
Eksklusiiviset
tuotteet¹


Brändittömät
tuotteet¹

Fazer
Kolmansien osapuolten
tuotemerkit
(68 % liikevaihdosta)

Liiketoimintaidea

Tokmannin laaja myymäläverkosto ja verkkokauppa tarjoavat kattavan valikoiman edullisia ja ainutlaatuisia tuotteita

TOKMANNI

- Suomen suurin halpatavaraketju
- Valtakunnallinen myymäläverkosto
- Laaja tuotevalikoima
- Edullinen hintamielikuva

Myyntikanavat

 Kivijalka-
myymälät
(98,6 % liikevaihdosta)

 Verkkokauppa
(1,4 % liikevaihdosta)

Kilpailukenttä

Tavaratalot ja hypermarketit



Halpakaupat



Erikoisliikkeet



Kustannusrakenne (2020)

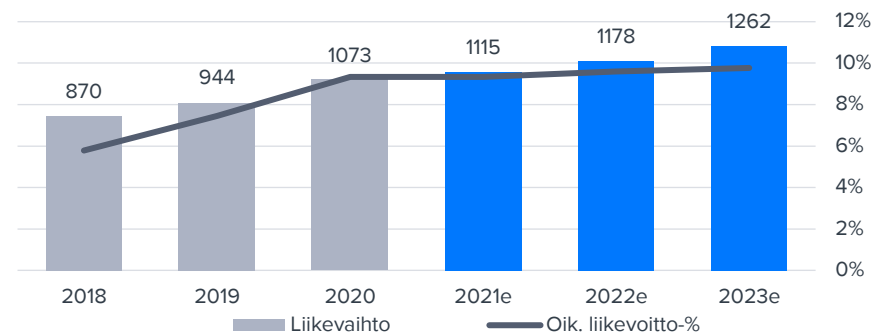

Henkilöstökulut
(11,4 % liikevaihdosta)


Materiaalit ja palvelut
(65,4 % liikevaihdosta)


Liiketoiminnan muut kulut
(8,3 % liikevaihdosta)

1) Yhteensä 32 % liikevaihdosta, mutta yhtiö ei erittele osuuksia

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Hyväkatteiset private label -tuotteet

Tokmannin tuotetarjonta koostuu kolmansien osapuolten tuotemerkeistä, omista private label-, eksklusiivisista ja brändäämättömistä tuotteista. Tokmannin 2020 liikevaihdosta 68 % muodostui kolmansien osapuolten tuotemerkeistä ja 32 % Tokmannin hallinnoimista merkeistä (private label, eksklusiiviset ja brändäämättömät tuotteet). Yhtiö ei jaottele myynnin jakautumista sen hallinnoimien merkkien sisällä, mutta käsityksemme mukaan private label tuo valtaosan ryhmän myynnistä.

Yhtiö on maininnut sen hallinnoimien merkkien suhteellisen osuuden kasvun myynnistä tukevan bruttomarginaalia. Tämä on myös keskeisessä roolissa pitkän aikavälin kannattavuustavoitteen saavuttamisessa. Tavoitteista huolimatta yhtiön hallinnoimien tuotemerkkien osuus liikevaihdosta on jumittanut viime vuosina paikoillaan ja tämän trendin kääntämiseksi yhtiö on lanseeraamassa lähivuosina useita uusia omia private label -tuotemerkkejä.

Mukautuva tuotevalikoima

Tokmanni pyrkii vetoamaan asiakkaisiin mielenkiintoisella tuotevalikoimalla, jota muokataan kauden mukaan. Osa tuotteista on jatkuvasti saatavilla, osa vain tiettyjen sesonkien aikana ja välillä tarjolla on suuria poistoeriä todella halvalla. Jatkuva valikoima on poikkeuksetta Tokmannin suurin tuoteryhmä. Niiden myyntiä Tokmanni tukee kiinnostavilla sesonki- ja erätuotteilla, jotka houkuttelevat yhtiölle asiakasvirtaa. Erätuotteet ovat tuotteita, joita Tokmanni ostaa merkittäväillä alennuksilla, kun esimerkiksi valmistaja haluaa päästä eroon

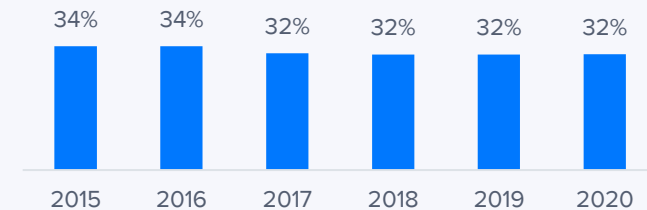
ylimääräisestä varastostaan. Poistomyynnit ovat oiva tilaisuus tuoda tarjolle esimerkiksi tuotteen aiempia malleja tai pian erääntyviä tuotteita. Erätuotteita myydään tyypillisesti todella edullisin hinnoin, mikä tukee Tokmannin hintamielikuvaa. Niiden osuutta myynnistä pyritään kasvattamaan kannattavuuden ja hintamielikuvan kehittämiseksi.

Suoran tuonnin osuutta pyritään kasvattamaan

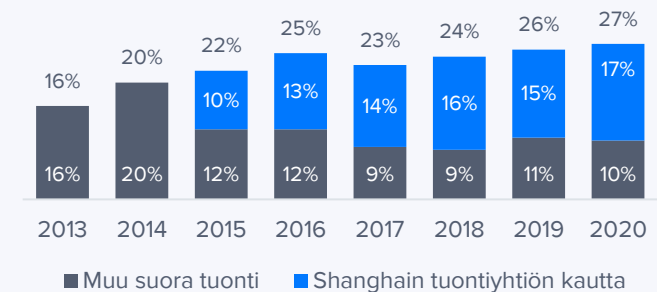
Suora tuonti on oleellinen osa Tokmannin liiketoimintaa. Se tarkoittaa tuotteiden hankintaa suoraan valmistajilta ilman tukkukauppiaita tai muita välikäsiä. Suora hankinta helpottaa tuotteiden laadun ja vastuullisen tuotannon valvontaa ja parantaa Tokmannin hankintaketjun hallintaa. Yhtiö on maininnut suoran tuonnin osuuden lisäämisen tapana parantaa kannattavuutta.

Vuonna 2013 suoran tuonnin osuus Tokmannin liikevaihdosta oli 16 %, mutta vuonna 2020 yhtiö oli nostanut sen 27 %:iin. Suora tuonti on saanut vauhtia Shanghaihin vuonna 2013 perustetusta tuontiyhtiöstä, joka on yhteisessä omistuksessa norjalaisen halpakauppa Europrisin kanssa. Tokmanni mainitsi CMD:llään aikomuksesta perustaa Europrisin kanssa uudet tuontiyhtiöt Bangladeshiin ja Vietnamiin. Suora tuonti painottuu omiin tuotemerkkeihin, minkä yhtiö on sanonut tukevan kannattavuutta. Vuonna 2020 Tokmannin hankinnasta 75,6 % tuli suomalaisilta toimittajilta, kun taas muun Euroopan osuus oli 9,7 %. Aasian osuus oli 15,0 %, josta Kiinan osuus oli 11,9 %.

Tokmannin hallinnoimien merkkien osuus myynnistä¹



Suoran tuonnin kehitys (% liikevaihdosta)²



Tokmannin myynnin kausijakauma³



1) Sisältää private label-, eksklusiiviset- ja brändäämättömät tuotteet

2) Suuntaa antava. Laskentaperiaate muuttuu vuonna 2017 ja 2018

3) Viimeisin jaottelu vuodelta 2018

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Europris-yhteistyö

Tokmanni perusti vuonna 2013 Shanghaihin yhteisen tuontiyhtiön norjalaisen halpakauppaketju Europrisin kanssa. Perustetun yrityksen tarkoituksena on tehostaa Kiinasta ja Kaukoidästä tulevaa tuontia. Tuontiyhtyritys auttaa mm. paikallisten toimittajien etsinnässä, toimittajien valinnassa, laadun sekä toiminnan vastuullisuuden varmistuksessa ja toimitusaikojen seurannassa. Yhteinen hankintayritys työllistää noin 25 henkilöä. Europrisin kanssa perustettu 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). Vuonna 2020 Shanghaiin tuontiyhtiön kautta tuodut tuotteet vastasivat 17 % yhtiön liikevaihdosta.

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. 3) Eri laisten tuotteiden hankinta, mutta ostojen keskittäminen samalle tavarantoimittajalle.

Hintatietoiset asiakkaat

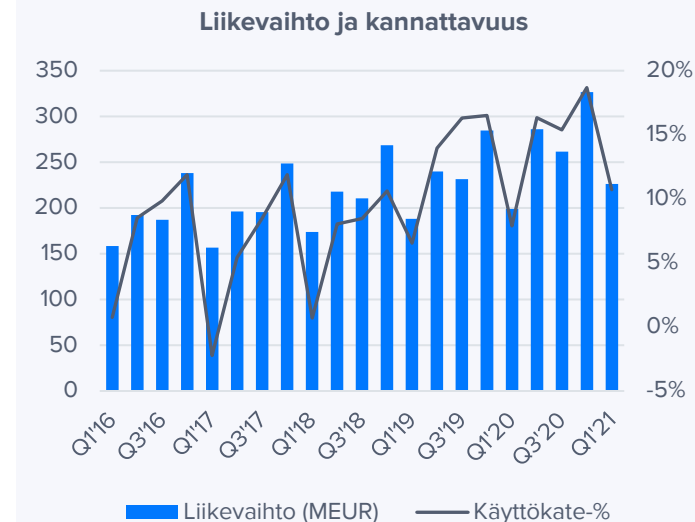
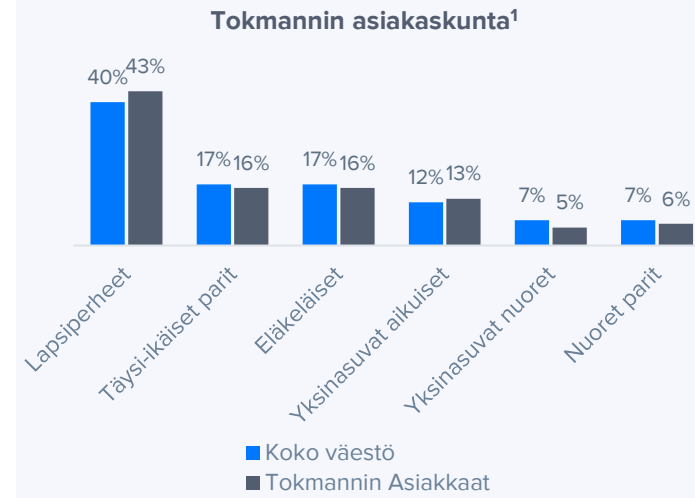
Tokmannin asiakkaat ovat tyypillisesti hintatietoisia, minkä vuoksi edullisen hintamielikuvan ylläpitäminen on yhtiölle tärkeä kilpailuvaltti.

Tokmannin asiakasmäärät ovat kasvaneet viime vuosina tasaisesti ja vuonna 2020 asiakasmäärä kasvoi 3,2 %. Yhtiö kuvaili asiakaskuntaansa tarkemmin listalleottoesitteessään vuonna 2016. Tilaston perusteella pääosa Tokmannin asiakaskunnasta olivat lapsiperheitä (43 %), yhdessä asuvia aikuisia (16 %) ja eläkeläisiä (16 %). Tokmannin suurin asiakasryhmä muodostuu kuluttajista, mutta yhtiöllä on myös noin 30 000 yritysasiakasta ja noin 3 % liikevaihdosta tulee yritysmyynnistä (B2B). Kevään 2021 CMD:llään yhtiö mainitsi yritysmyynnin olevan alihyödynnetty resurssi ja sitä pyritään jatkossa kasvattamaan.

Tokmanni tavoittaa suuren osa Suomen väestöstä. Yhtiön vuonna 2015 tilaaman kyselytutkimuksen mukaan 42 % suomalaisista aikuisista vierailevat Tokmannin myymälässä ainakin kerran kuukaudessa. Yhtiön asiakkailta on tapana keskittää ostoksensa yhteen myymälään, mikä tekee Tokmannin laajasta tuotevalikoimasta kilpailuedun.

Kausiluonteinen liiketoiminta

Tokmannin liiketoiminta on kausiluonteista, mikä heijastuu myynnissä ja kannattavuudessa. Neljäs kvartaali on poikkeuksetta yhtiön vahvin joulumyynnin siivittämänä, kun taas ensimmäinen kvartaali on vuoden heikoin ja usein tappiollinen. Yhtiön toinen kvartaali on tyypillisesti kolmatta vahvempi, mutta ero ei ole merkittävä. Alan kausiluonteisuus johtaa myös heiluntaan yhtiön käyttöpääomassa ja esimerkiksi ylijääneet sesonkituotteet voivat lumettoman talven seurauksena luoda varastoriskiä. Tokmanni käyttää kausiluonteisuudesta johtuen henkilöstövuokrausyritysten palveluita.



1) Tilasto Tokmannin listalleottoesitteestä vuodelta 2016

Toimiala ja markkinakatsaus

Tokmannin kohdemarkkina

Tokmanni toimii vain Suomessa ja kohdemarkkina on vähittäiskauppa (ilman tuoreruokaa). Markkinan kokoa on vaikea määrittää tarkasti tuoteryhmäkohtaisen datan puutteesta johtuen. Tokmannin palkkaama konsulttiryitys arvioi vuonna 2014 yhtiön kohdemarkkinan kooksi 26 miljardia euroa (vähittäiskauppa Suomessa ilma tuoreruokaa), mutta tämäkin voi olla harhaanjohtava luku, sillä Tokmanni ei ole mukana läheskään kaikissa vähittäiskaupan tuotekategorioissa. Suomen vähittäiskaupan ala on Tilastokeskuksen mukaan kasvanut noin 3 % vuodessa vuodesta 1995 lähtien ja sen odotetaan kasvavan BKT:n vauhtia. Vähittäiskaupan kysynnässä on selvää

kausivaihtelua. Vuoden ensimmäiset kuukaudet ovat alalla tyypillisesti hiljaisia ja vuoden loppu kiireinen, minkä huomaa myös Tokmannin luvuissa.

Vähittäiskaupan voi jaotella päivittäis- ja käyttötavarakauppaan. Päivittäistavarakauppa on huomattavasti käyttötavarakaupaa vakaampi tasaisen kysynnän seurauksena eikä se ole yhtä herkkä muutoksille kuluttajaluottamuksessa.

Vähittäiskauppa keskittyy ja siirtyy verkkoon

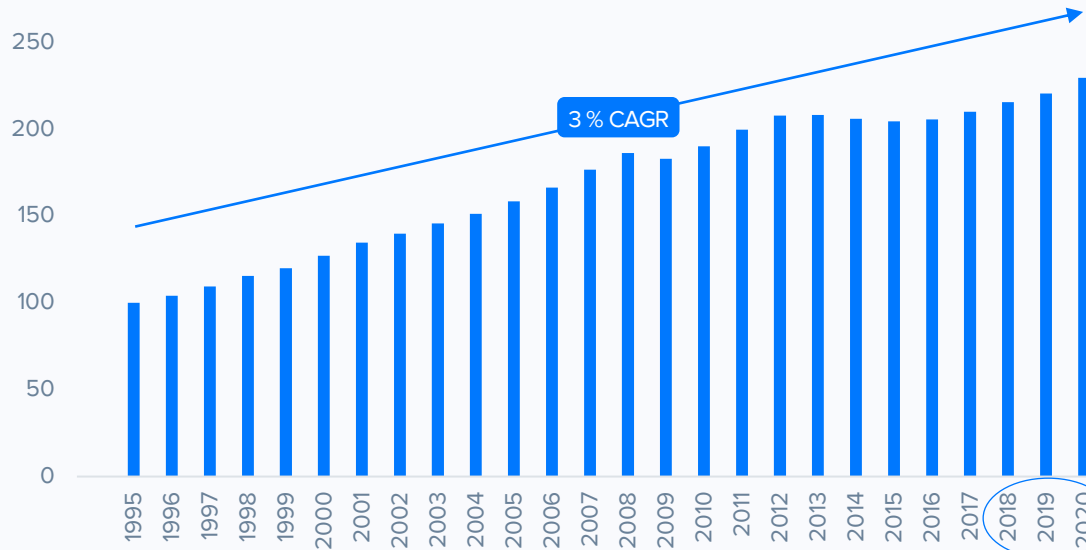
Markkinaosuuksien keskittyminen yksittäisille toimijoille on trendi, jonka voi selvästi havaita vähittäiskaupan alalla. Suurten toimijoiden markkinaosuudet ovat tasaisesti kasvaneet ja pienempien ketjujen määrä on kutistunut

yrityskauppojen ja konkurssien seurauksena Suomessa ja ulkomailla.

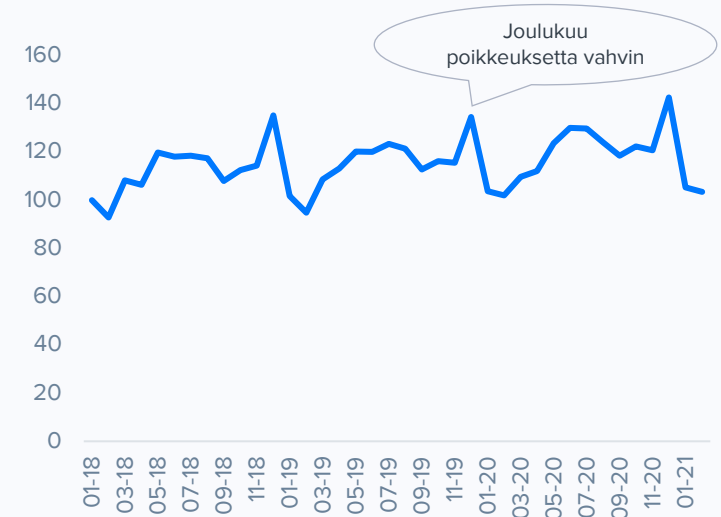
Pääomasijoittajat ovat olleet aktiivisesti mukana vauhdittamassa kyseistä trendiä. Tunnetut ketjut kasvattavat markkinaosuuksiaan vahvoja brändejä, skaalaetuja ja yritysostoja hyödyntäen. Suomessa vähittäiskaupan ala on Euroopan keskittyneimpiä.

Kaupan myynti siirtyy myös kovaa vauhtia verkkoon, mikä saa perinteiset kivijalkatoimijat panostamaan monikanavaisiin liiketoimintamalleihin. Verkkokaupan kasvu avaa oven kansainväliselle kilpailulle, mutta monikanavaiset liiketoimintamallit mahdollistavat tyypillisesti verkkokauppoja nopeammat toimitusajat.

Suomen vähittäiskaupan indeksoitu liikevaihto



Suomen vähittäiskaupan indeksoitu kuukausimyynti



Toimiala ja markkinakatsaus

Tokmanni on Suomen suurimpia käyttötavaramarkkinan toimijoita

Käyttötavaramarkkina koostuu asumiseen, pukeutumiseen ja vapaa-aikaan liittyvien tuotteiden myynnistä. Tokmannin liikevaihdosta ~40 % tulee käyttötavaroista. Markkina on todella laaja johtuen tuotteiden monipuolisuudesta, minkä seurauksena tarkkojen markkinaosuuksien laskeminen on käytännössä mahdotonta.

Käyttötavaramarkkinalla oleellimmat kilpailijat Tokmannin näkökulmasta ovat hypermarketit, halpakaupat, erikoisliikkeet ja verkkokaupat. Pääkilpailijoita ovat mm. K-Citymarket, Prisma, Halpa-Halli, Clas Ohlson, Rusta ja Puuilo. Mainitusta ryhmästä Tokmannilla on selvästi eniten myymälöitä Suomessa. Liikevaihdoltaan käyttötavaramarkkinan suurimmat toimijat ovat Kesko, S-Ryhmä ja Tokmanni. Vuonna 2020 Keskon K-Citymarket teki 586 MEUR:n liikevaihdon käyttötavarakaupassa, kun Tokmannin liikevaihto käyttötavarakaupassa oli arviomme mukaan ~430 MEUR. S-Ryhmä ei erittele käyttötavaran myyntiä, mutta Prismojen määrästä päätellen, olemme sen olevan lähes verrannollinen Tokmannin myyntiin.

Käyttötavaramarkkinalla on päivittäistavarakauppaa paremmat katteet

Käyttötavaramarkkinalla katteet ovat yleisesti päivittäistavarakauppaa paremmat, mutta varasto kiertää myös hitaammin. Tokmannin kilpailijoista Motonetilla ja Puuilolla on sitä korkeammat marginaalit ja ne tekevät noin 10-14 % liikevoittomarginaalia. Tämä johtuu arviomme

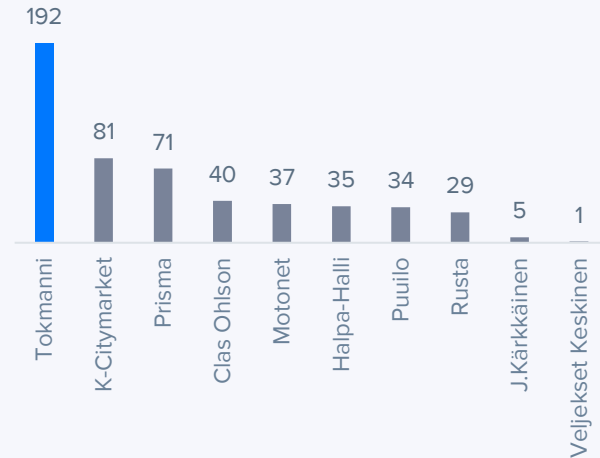
mukaan yhtiöiden myyntimixistä, joka painottuu tee se itse -kategoriaan. Korkean päivittäistavaramyynnin vuoksi Tokmanni tekee hieman alhaisempaa liikevoittomarginaalia, mutta vastapainona kyseiset tuotteet luovat tasaista asiakasvirtaa Tokmannille. Viime vuosina Tokmannin liikevoittomarginaali on noussut kohti alan huippuja (2020: 9,2 %). Clas Ohlson Suomi ja Veljekset Keskinen tekevät noin 3 %:n liikevoittomarginaalia, kun taas Halpahallin ja Kärkkäisen EBIT-marginaalit ovat vaihdelleet välillä 0-2 %. Kesko ja S-Ryhmä eivät anna päivittäistavarakaupan kannattavuuslukuja.

Tokmanni on kasvanut yleistä käyttötavaramarkkinaa nopeammin

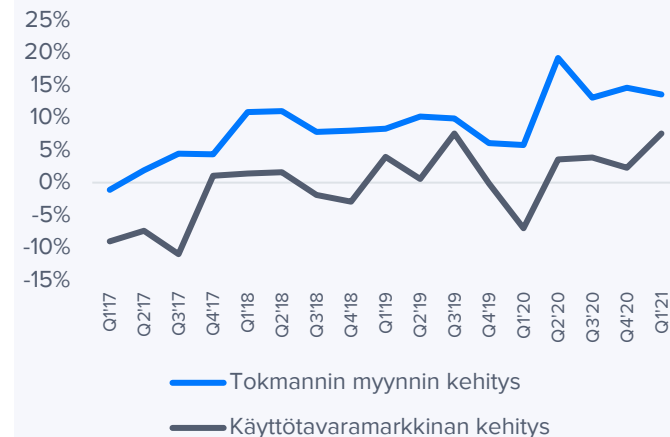
Vähittäiskaupan tapaan käyttötavarakauppa kasvaa pitkässä juoksussa talouskasvun vauhtia. Käyttötavarakaupan kysyntä on herkkä muutoksille kuluttajaluottamuksessa, mikä aiheuttaa heiluntaa. Kuluttajat kykenevät yleisesti lykkäämään käyttötavaroiden hankintaa päivittäistavaroita paremmin, minkä seurauksena niiden myynti on sykulisempää ja kausivaihtelut korostuvat. Vahvasti laajenneen myymäläverkoston ansiosta Tokmanni kasvanut kilpailijoitaan nopeammin, mutta esimerkiksi Puuilo on myös kasvanut vahvasti uusien myymäläavauksien avulla.

Tokmanni on viime vuosina kasvanut jatkuvasti yleistä käyttötavaramarkkinaa nopeammin, mikä osoittaa yhtiön vahvaa suorittamista ja markkinaosuuksien valtaamista. Yhtiön liikevaihto heiluu kuitenkin yleistä käyttötavaramarkkinaa vähemmän, koska se sisältää myös päivittäistavarakaupan myynnin.

Käyttötavaramyymälät Suomessa



Tokmannin ja käyttötavaramarkkinan myynnin kehitys¹

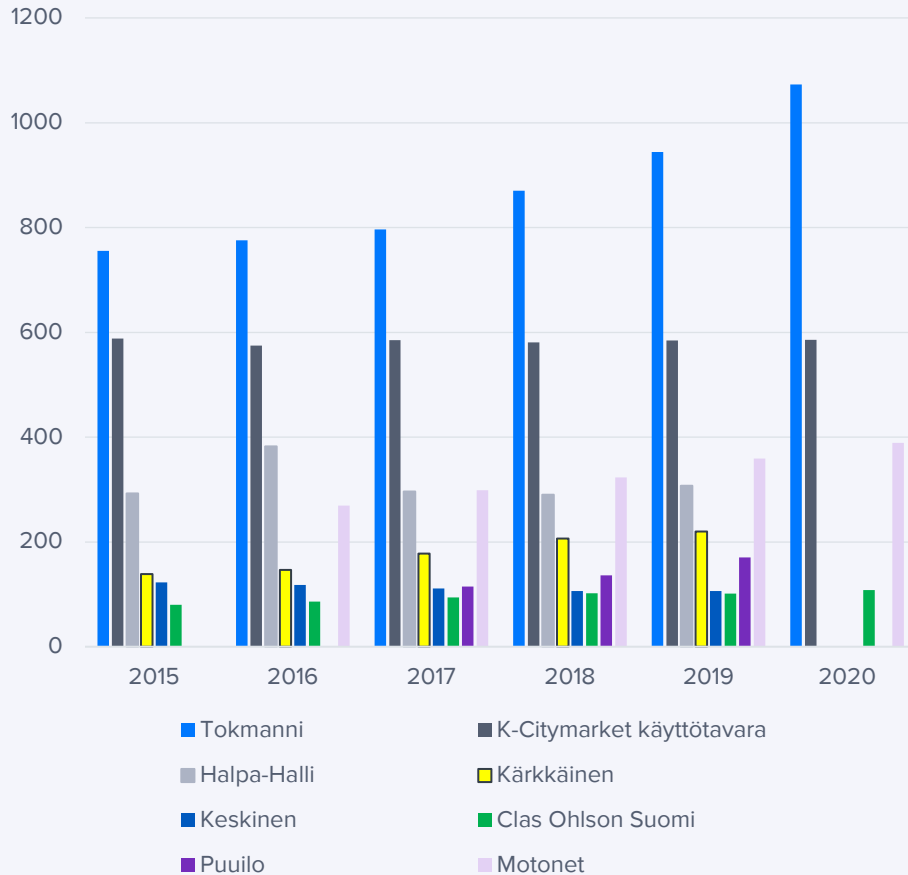


1) Sisältää K-Citymarketin, Prisman, Sokoksen, Stockmannin, Tokmannin ja Minimanin myynnin. Ei sisällä verkkokauppaa.

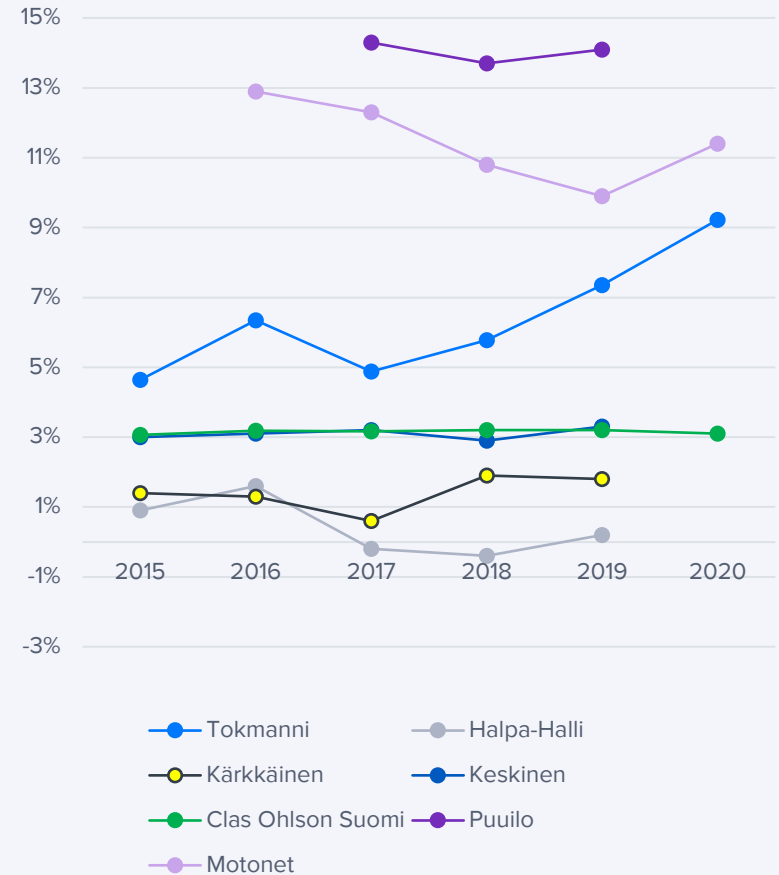
Lähde: PTY, Nielsenin Päivittäistavaramyymälärekisteri

Käyttötavarakaupan alan yritysten taloudellisia lukuja

Käyttötavarakauppojen liikevaihto (MEUR)



Käyttötavarakauppojen liikevoittomarginaali



Lähde: Asiakastieto, Clas Ohlson, Kesko, Tokmanni.
Joitain lukuja puutteellisesti saatavilla.

Toimiala ja markkinakatsaus

Suurin osa päivittäistavarakaupasta on elintarvikkeiden myyntiä

Päivittäistavaramarkkina koostuu arkisten tuotteiden mynnistä (elintarvikkeet, juomat, kodin paperit, lehdet, tupakkatuotteet, teknokemian tuotteet ja päivittäiskosmetiikka). Elintarvikemyynti tuo valtaosan (~2/3) päivittäistavarakaupan liikevaihdosta. Ruoka ja juoma muodostavat runsaan 80 %:n osuuden päivittäistavarakaupasta. Tokmanni jättää ison osan päivittäistavarakaupasta kohdemarkkinan ulkopuolelle, sillä ainoastaan 15 Tokmannin myymälää myy tuoreruokaa.

Kilpailutilanne päivittäistavarakaupassa on erittäin keskittynyt

Kilpailu Suomen päivittäistavarakaupassa on hyvin keskittynyttä ja uusia tulokkaita tulee harvoin. Suomen suurilla päivittäistavarakaupan ketjuilla on vahva asema ja alalle tulon esteet ovat korkeat. Markkinaosuudet muuttuvat alalla hitaasti, mutta etenkin Kesko on onnistunut kasvattamaan osuuttaan markkinasta viime vuosina. S-Ryhmä on alalla markkinajohtaja ja sen markkinaosuus vuonna 2020 oli 46,0 %. K-ryhmän markkinaosuus oli 36,9 % ja Lidlin markkinaosuus 9,5 %.

PTY:n mukaan vuonna 2020 Tokmannin osuus Suomen päivittäistavarakaupasta oli 3,2 % eli noin 640 MEUR (~60 % yhtiön liikevaihdosta). Pieni markkinaosuus on Tokmannin strateginen valinta, sillä yhtiö ei koe voivansa kasvaa markkinan suurimmaksi, eikä elintarvikkeita ole siksi valittu yhtiön ylivoimakategoriaksi. Uskomme yhtiön harkitsevan tuoreruoan tuomista valikoivasti myymälöihin, missä sille on selvästi kysyntää. On kuitenkin erikoista, että joissain yhtiön

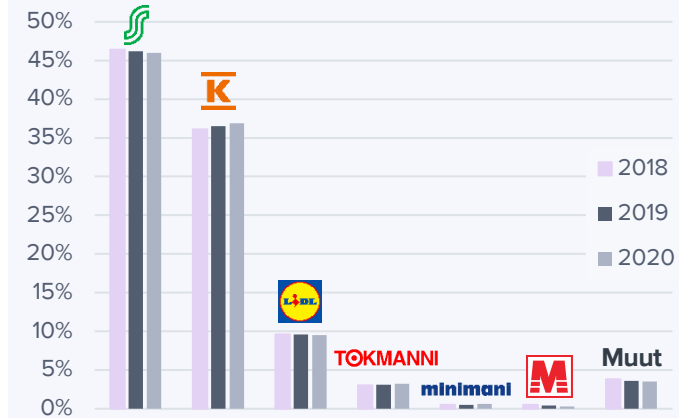
myymälöissä myydään tuoreruokaa ja joissain ei, joten emme ole täysin perillä siitä, mikä Tokmannin pidemmän aikavälin suunnitelma tuoreruuan osalta on. Tokmannia pienempiä toimijoita alalla ovat Minimani ja M-keijut 0,5 %:n ja 0,4 %:n markkinaosuuksillaan, kun taas muille yrityksille jää yhteensä 3,6 % markkinasta.

Päivittäistavarakaupat kasvavat ja ketjuuntuvat

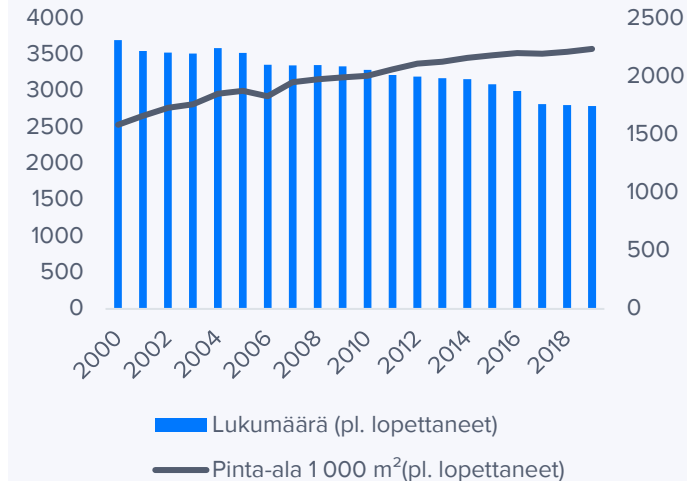
Pohjoismaissa päivittäistavarakaupassa on havaittavissa ketjuuntumista ja hankinnan sekä logistiikan keskittymistä. Tämä johtuu siitä, että suuret volyymit tukevat tehokkuutta. Suuret myymälät ovat lisäksi tyypillisesti pieniä kustannustehokkaampia, mikä on johtanut hypermarkettien yleistymiseen ja kyläkauppojen määrälliseen vähenemiseen.

Kilpailutilanne muuttuu isossa kuvassa hitaasti, mutta koronapandemia kiihdytti elintarvikemyynnin siirtymistä verkkoon. Vuonna 2020 verkkokaupan osuus päivittäistavarakaupasta nousi 0,6 %:sta 2 %:iin. Ruotsissa verkkokaupan osuus on käsityksemme mukaan kaksinkertainen Suomeen verrattuna ja Iso-Britanniassa sen osuus markkinasta on yli 10 %. Etenkin Kesko on hyötynyt päivittäistavarakaupan siirtymisestä verkkoon ja yhtiö on ilmoittanut hallitsevansa yli 50 % ruoan verkkokaupasta. Keskon vahvasta markkinaosuudesta ja nopeasta kasvusta (2020: +400 %) huolimatta, ruoan verkkokauppa tuo vasta ~3 % K-ryhmän päivittäistavaramyynnistä. Muuttuvaa kuluttajatrendiä ruoan verkkokaupassa pyrkivät hyödyntämään mm. suomalainen Wolt, Delivery Hero omistama Foodora, alkuvuodesta Suomeen laajentumisesta ilmoittanut norjalainen Oda ja Fodelian omistama Feeliaruokakauppa.fi

Päivittäistavarakaupan markkinaosuudet



Päivittäistavaramyymälöiden lukumäärä ja pinta-ala (pl. erikoismarkkinat)



Toimiala ja markkinakatsaus

Hinta on halpakaupan keskiössä

Halpakauppojen liikeideaan kuuluvat tuotteiden halpa hinta ja nopea varastonkierto. Halpakauppa on osa vähittäiskauppaa, mutta sen osuutta on vaikea rajata, mikä tekee koon arvioinnista haastavaa. Kuluttajien hintatietoisuus ja ”fiksun ostamisen” -trendit tukevat halpakaupan kasvua ja Tokmannin tyyliiset halpakaupan toimijat ovatkin olleet viime vuosina vähittäiskaupan kovimpia kasvujia. Tokmannin mukaan verkkokauppa on ainoa osa vähittäiskauppaa, joka kasvaa halpakauppaa nopeammin. Halpakaupassa oleellisia elementtejä ovat mielenkiintoisten tuotteiden löytäminen, yllätykset, houkuttelevat tarjoukset ja ainutlaatuiset vierailut. Halpakaupoilla

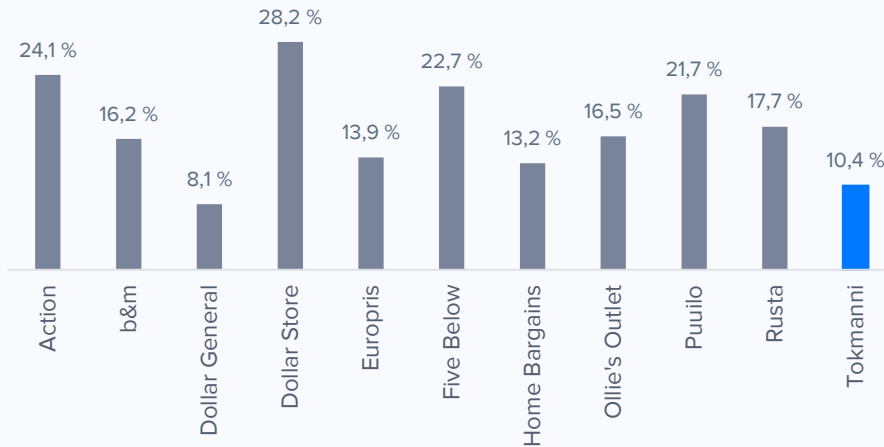
on globaalisti taipumus tulla miellytyksi tietyn tuoteryhmän ostamiselle, mikä selittää ylivoimakategorioihin ja omiin tuotemerkeihin panostamisen

Kansainväliset halpatavarakauppiat kasvavat avaamalla myymälöitä ja ovat hyvin kannattavia

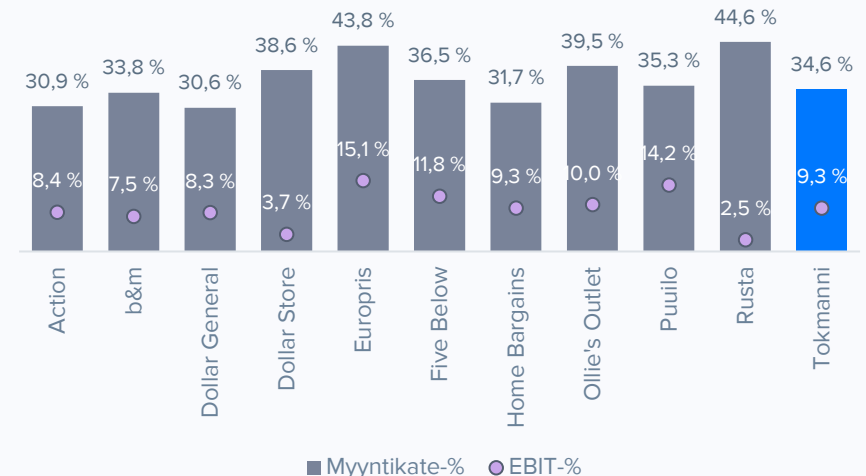
Tokmannin mukaan ~75 % halpakaupan kasvusta tulee uusien myymälöiden avaamisesta. Alalla verkkokauppa kasvaa nopeasti ja halpakaupan rakenteellinen kasvu mahdollistaa myymälöillekin noin 3-5 %:n vertailukelpoisen liikevaihdon kasvun. Halpakaupassa monikanavaisuus toimii tyypillisesti, kun on laaja myymäläverkosto. Kansainväliset halpakaupan verrokkiyhtiöt ovat kasvaneet viimeiset 3 vuotta noin 8-28 % vuodessa.

Toiminta on myös kannattavaa. Kansainväliset halpakaupan verrokkit ovat viimeisen 3 vuoden aikana tehneet 31-45 %:n bruttomarginaalia, mikä on hyvä taso vähittäiskaupan alalla. Nämä toimijat pyrkivät parantamaan kannattavuuttaan myyntimixin, korkean suoran tuonnin, omien tuotemerkkien ja suurten erätilausten kautta. Eroa marginaaleissa selittää vaihtelevat tuotemixit. Yhtiöt, joiden valikoima painottuu elintarvikkeisiin tekevät tyypillisesti alhaisempaa marginaalia. Liikevoiton kohdalla erot kannattavuudessa korostuvat ja verrokkit ovat tehneet viimeisen 3 vuoden aikana 3-15 %:n liikevoittomarginaalia. Liikevoiton tasolla eroihin vaikuttavat myös mm. yleinen kulurakenne, henkilöstökulut sekä markkinointipanostukset.

Halpakaupparokkien 3 vuoden liikevaihdon kasvu¹



Halpakaupparokkien kannattavuus²



1) 2016-2019, jos 2020 luvut eivät ole saatavilla 2) 2019, jos 2020 luvut eivät ole saatavilla

2) Lähde: Tokmanni

Historiallinen kehitys

Tokmannin historia

Tokmannin juuret juontavat Kyösti ja Kari Kakkosen vuonna 1989 perustamaan Okman Oy:hyn, jonka nimi muutettiin vuonna 1991 Tokmanniksi. Vuonna 2000 Itä-Suomessa toiminut Tokmanni lähti laajenemaan valtakunnalliseksi peluriksi uuden pääomistajan, CapManin alaisuudessa.

Kovan kasvun vuoksi Tokmanni-konserni muutti vuonna 2008 uuteen hallinto- ja logistiikkakeskukseen Mäntsälään. Yhtiön menestys huomattiin myös ulkomailla ja Ruotsalaisen Nordic Capitalin rahasto osti yhtiön vuonna 2012. Samaisena vuonna Tokmanni lanseerasi myös verkkokauppansa.

Kasvattaakseen näkyvyytään ja laajentaakseen omistuspohjaansa Tokmanni listautui Helsingin pörssiin vuonna 2016. Yhtiön nykyinen toimitusjohtaja, Mika Rautiainen astui yhtiön palvelukseen vuonna 2018. Liiketoiminnan kasvun myötä myös Tokmannin henkilöstömäärä on kasvanut ja Tokmannista on tasaista tahtia tullut Suomen suurimpia työnantajia. Tänä päivänä Tokmanni työllistää noin 4000 henkilöä.

Tokmanni on vauhdittanut kasvua yrityskaupoilla

Tokmanni on konsolidoinut halpakaupan alaa ahkerasti 2000-luvulla. Vuosina 2004-2007 Tokmannin ostokohteita olivat Vapaa Valinta, Robinhood, Tarjousmaxi, Milleri, Säästökuoppa ja Säästöporssi. Tokmanni oli osaomistajana Pick Import Finland nimisessä Aasian hankintaan

keskittyvässä yhtiössä usean eri halpakauppaketjun kanssa, mutta osti tuontiyhtiön kokonaan omaan omistukseen vuonna 2008. Hankintaa tehostettiin entisestään, kun Tokmanni perusti norjalaisen Europrisin kanssa yhteisen hankintayrityksen Shanghaihin vuonna 2013.

Vuonna 2015 Tokmanni toi kaikki myymälät Tokmanni-brändin alle ja vuonna 2016 yhtiö listautui Helsingin pörssin päällyställe.

Vuosina 2018-2020 Tokmanni jatkoi alan konsolidoimista ostamalla Ale-Makasiini -ketjun, Centtilän myymälän, Säästökuopan, kaksi Tex-myyvälää ja Perhemarket Pertti Heikkinen Ky-myyvälän. Yrityskaupoilla laajenemisen lisäksi Tokmanni on myös itse avannut uusia myymälöitä. Tokmannin liiketoimintaan kuuluu, että yhtiö myös aktiivisesti sulkee ja sijoittaa uudelleen olemassa olevia myymälöitään.

Liiketoimintaa on laajennettu useaan suuntaan

Tokmanni on lanseerannut useita uusia konsepteja viime vuosina, mikä osoittaa kykyä uudistua ja mukautua muuttuvaan toimintaympäristöön. Syksyllä 2020 Tokmanni sai paljon julkisuutta, kun se lisäsi eksklusiivisten huippubrändien kosmetiikkatuotteita verkkokauppansa tuotevalikoimaan. Tempaus sai ristiriitaisen vastaanoton mediassa, mutta arvioimme Tokmannin hyötynneen siitä. Arvostetut kosmetiikkabrändit herättivät käsityksemme mukaan kiinnostusta myös kuluttajien parissa, jotka eivät tyypillisesti asioi

Tokmannilla.

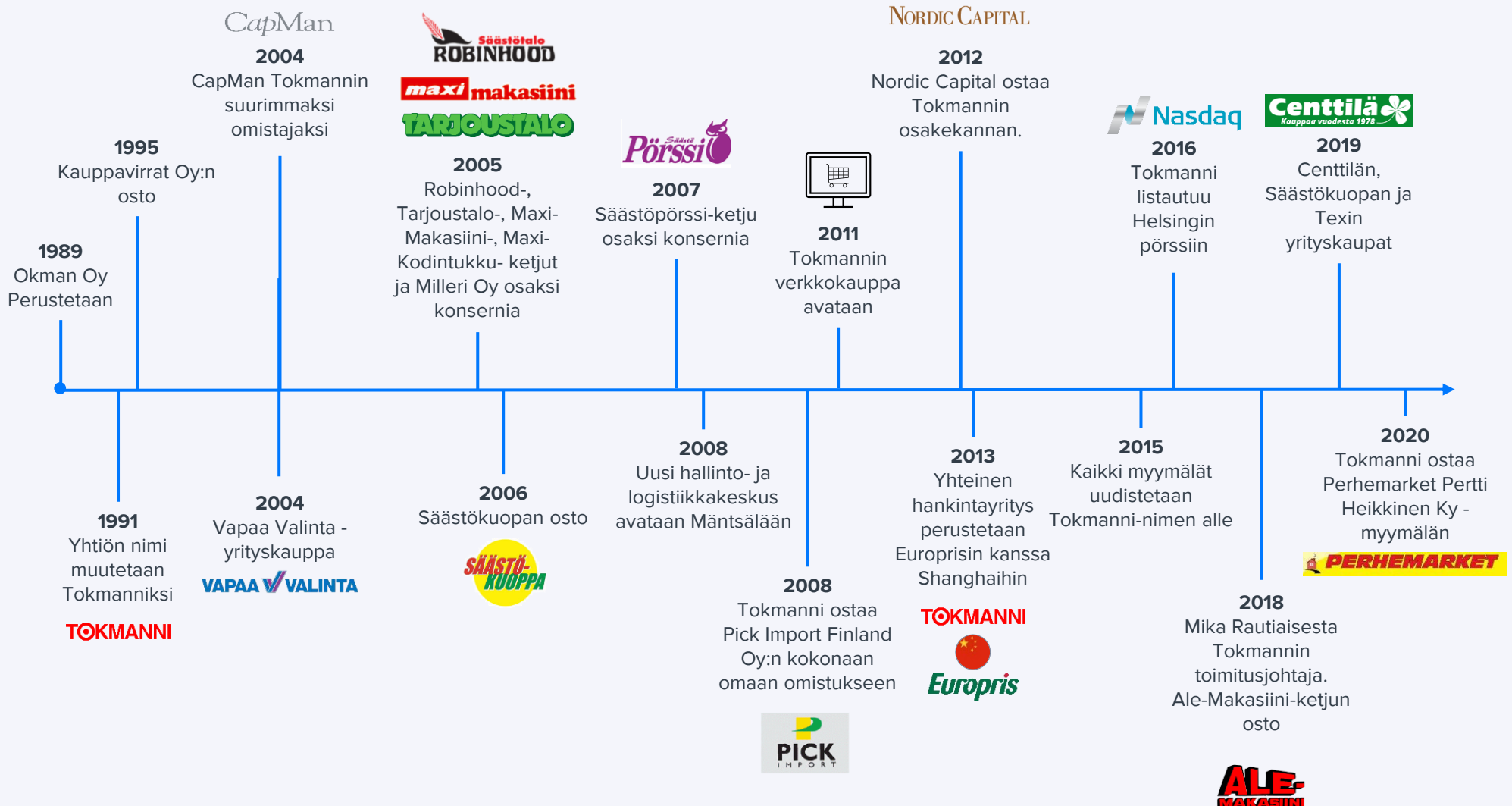
Vuonna 2020 Tokmannin asiakkaista ennätykselliset 20 % olivat uusia asiakkaita. Vastaavat erätuotteiden ympärille rakennetut kampanjat voivat hyvinkin herättää suurta kiinnostusta kuluttajissa ja arvioimme mukaan edesauttaa Tokmannia asiakaskunnan laajentamisessa.

Koronapandemian alkuvaiheessa Tokmanni lanseerasi riskiryhmiin kuuluville suunnatun Soita ja Nouda -palvelun, joka mahdollistaa tilauksen noudon myymälästä tai toimituksen kotiovelle saakka.

Yhtiö laajensi palvelutarjoamaansa vuonna 2019, kun se lanseerasi Tokmannin Autopesu -nimisen autopesulapalvelun. Pesulat tarjoavat harjattomia pesuja vuorokauden ympäri, joko yksikköhinnalla tai kuukausiveloituksella.

Uusien palveluiden lisäksi yhtiö on osallistunut mm. ”lemmikkivanhemmuus” -megatrendiin, tuomalla markkinoille omia private label -lemmikkieläintuotteita. Vaikka edellä mainittujen tulonlähteiden osuus on koko konsernin mittakaavassa rajallinen, näemme aktiivisen tarjonnan mukauttamisen kysyntään ja markkinatilanteeseen oleellisena yhtiön kiinnostavuuden ylläpitämiseksi sekä korkean kannattavuuden ja markkinaosuuden kasvattamiseksi.

Historiallinen kehitys



Taloudellinen kehitys

Liikevaihdon pitkän aikavälin kasvu ~5 %/v.

Tokmannin liikevaihto kasvoi 2010-2020 välillä 634 MEUR:sta 1073 MEUR:oon, mikä vastaa 5 %:n vuotuista kasvua (CAGR). Nykyjohtolla on myös hyvät näytöt kasvun saavuttamisesta, sillä kasvu välillä 2018-2020 on ollut 11 % vuodessa.

Tokmannin liikevaihto ei ole koskaan kasvanut erityisen nopeasti, mutta kasvu on ollut hyvin varmaa ja vakaata. Liikevaihto on kasvanut vuodesta 2010 lähtien 3-14 % vuodesta (kertaakaan laskematta), mikä osoittaa alan defensiivisyyden. Tokmannin eri tuotesegmenttien toisistaan poikkeavat kysynät tasoittavat toisiaan vähentäen eri kysyntäshokkien vaikutusta yhtiön liikevaihtoon ja kannattavuuteen.

Viimeisen 10 vuoden aikana vähittäiskauppa on kokenut useita ulkoisia markkinahäiriöitä, jotka ovat vaikuttaneet Tokmannin liiketoimintaan. Vuonna 2015 kilpailu elintarvikkeiden myynnistä kiristyi S-Ryhmän hinnanalennuskampanjan vuoksi. Vastaava shokki tapahtui vuonna 2016 Anttilan konkurssin yhteydessä. Anttilan konkurssin aiheuttama markkinahäiriö vaikutti hieman negatiivisesti Tokmannin liikevaihtoon ja kannattavuuteen, kun konkurssipesän varasto myytiin pois alhaisin hinnoin.

Koko vähittäiskaupan markkina koki rakenteellisen muutoksen, kun myymälöiden aukioloajat vapautettiin Suomessa vuonna 2016. Tällä muutoksella oli positiivinen vaikutus isojen myymälöiden ja hypermarkettien myynnissä pienten myymälöiden kärsiessä siitä. Alan kilpailukenttä muuttui vuonna 2018, kun

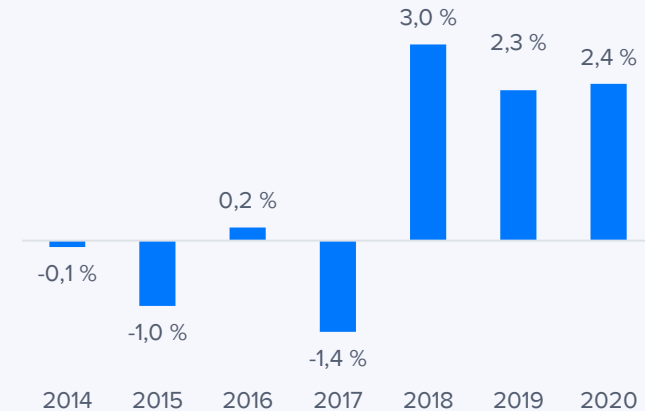
Ruotsalainen halpatavaraketju Rusta AB osti yrityssaneeraukseen hakeutuneen Hong Kong -ketjun. Entiset Hong Kong myymälät edustavat tänä päivänä Rusta-brändiä ja niiden konsepti on Tokmannin kanssa hyvin samankaltainen.

Vertailukelpoisten liikkeiden kehitys on myös ollut vahvaa viime vuosina

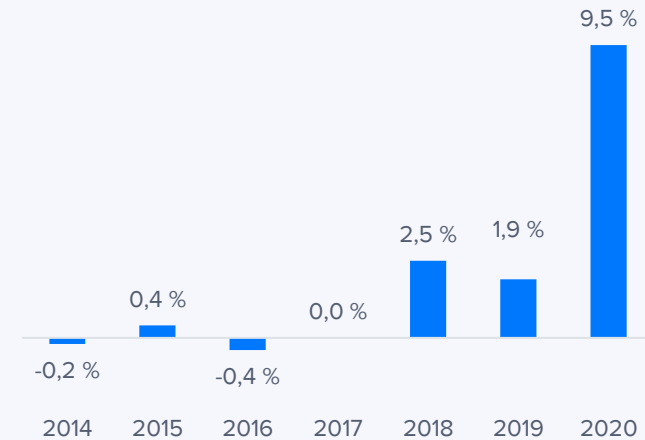
Tokmannin myymälämäärän kasvu on ollut yksi liikevaihdon kehityksen ajureista, muttei suinkaan ainoa. Kasvavan myymäläverkoston lisäksi vertailukelpoinen asiakasmäärän kasvu ja kasvava keskiostos ovat ajaneet liikevaihdon kasvua, etenkin 2018-2020. Tekijöitä vertailukelpoisen asiakasmäärän kasvun takana ovat esimerkiksi onnistunut markkinointi ja huomiota herättävä mielenkiintoinen tuotevalikoima. Siirtyminen suurempiin myymälätiloihin tuotevalikoiman laajentaminen ovat esimerkkejä tekijöistä, joiden avulla Tokmanni on tasaisesti onnistunut kasvattamaan keskiostosta.

Kasvussa on myös huomioitava Tokmannin verkkokauppa, joka on kasvanut erittäin vahvasti viime vuosina. Sen osuus myynnistä on kuitenkin vasta 1,4 % (2019: 0,6 %). Tämä luku aliarvioi käsityksemme mukaan verkkokaupan merkitystä, sillä verkosta tilatut tuotteet, jotka noudetaan ja maksetaan Tokmannin myymälässä, rekisteröidään myymälämyynniksi. Näemme Tokmannin verkkokaupassa vielä reilusti kasvupotentiaalia (ilman, että se kannibalisoisi myymälöiden myyntiä), sillä verkkokauppaan voi tuoda lukuisia uusia tuotekategorioita/palveluita, joita Tokmannin fyysisistä myymälöistä ei saa.

Vertailukelpoinen asiakasmäärän kehitys



Vertailukelpoinen myymälöiden keskiostoksen kehitys



Taloudellinen kehitys

Myyntikate 35 % liikevaihdosta

Tokmannin myyntikate vuonna 2020 oli 371 MEUR eli 34,6 % liikevaihdosta (2019: 34,4 %). Tokmannin myyntikatemarginaali on historiallisesti vaihdellut välillä 33-35 %. Parantunut myyntikatemarginaali on arviomme mukaan seurausta kasvaneesta suoran tuonnin osuudesta ja volyymikasvun kautta parantuneesta neuvotteluvoimasta. Yhtiö pyrkii kasvattamaan suoran tuonnin osuutta liikevaihdosta. Tässä on onnistuttu hyvin ja etenkin Shanghain tuontiyhtiön perustaminen vuonna 2013 ja sen kasvanut hyödyntäminen tuonnissa on tukenut kehitystä. Suoran tuonnin osuus myynnistä onkin kasvanut 2013-2020 16 %:ista 27 %:iin. Tokmanni on kertonut avaavansa uudet suoratuontia tukevat hankintayritykset Vietnamiin ja Bangladeshiin, jotka edelleen tukevat suoran tuonnin osuutta ja kannattavuutta.

Tokmanni on kertonut katteiden olevan koreammat omista tuotemerkeissä ja yhtiön tavoite on kasvattaa niiden osuutta myynnistä kannattavuuden parantamiseksi. Omien tuotemerkkien osuus liikevaihdosta on kuitenkin jo vuosia pysynyt karkeasti ennallaan, joten sen vaikutus myyntikatteeseen on ollut alhainen. Tässä on mielestämme hyödyntämätöntä potentiaalia ja Tokmanni on ilmoittanut lähivuosina lanseeraavansa useita uusia private label -merkkejä ja tuotekategorioita.

Tokmannin myyntikatemarginaaliin vaikuttaa myös myyntimix ja verkkokaupan myynti. Myyntikatemarginaalit ovat käsittääksemme selvästi alhaisemmat elintarvikkeissa ja muissa päivittäistavaroissa, joten myynnin painottuminen niihin alentaa marginaalia. Marginaalit ovat myös

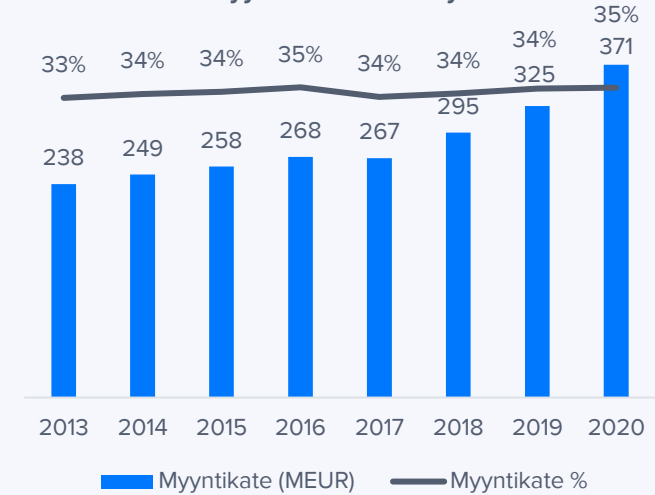
yleisesti alhaisempia verkkokauppamyynnissä, joten verkkokauppamyynnin kasvava rooli Tokmannin liiketoimintamallissa saattaa aiheuttaa luonnollista painetta myyntikatemarginaaliin (joskin kiinteä kulurakenne on verkkokaupassa myös matalampi).

Alhaisemmista katteistaan huolimatta päivittäistavara- ja verkkokauppamyynti on Tokmannille kannattavaa, joten niihin kannattaa panostaa. Uskomme Tokmannin muuttaneen kannattavuustavoitettaan marginaalista (vertailukelpoinen EBIT: 9 % liikevaihdosta) absoluuttiseen lukuun (vertailukelpoinen EBIT: 150 MEUR vuonna 2025), jotta verkkokaupan kasvava myynti tukisi tavoitteen saavuttamista.

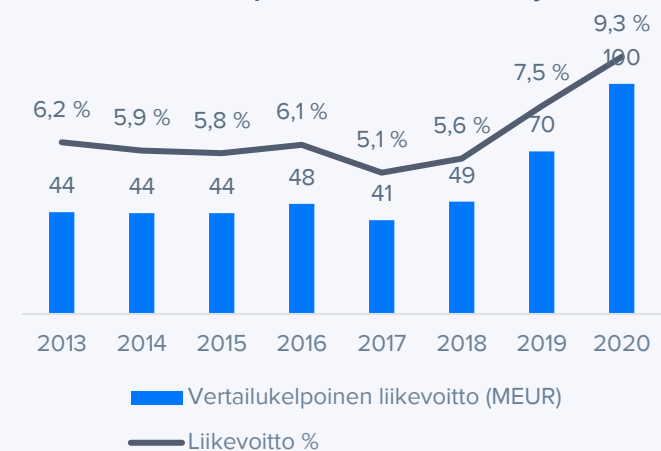
Liikevoittomarginaali on noussut 9 %:n tasolle

Vertailukelpoinen liikevoitto vuonna 2020 oli 100 MEUR eli 9,3 % liikevaihdosta (2019: 7,5 %). Liikevoittomarginaali on lähes kaksinkertaistunut 2017 tasosta, jolloin se oli 5,1 %. Vahvan liikevaihdon kasvun ja parantuneen suhteellisen kannattavuuden ansiosta euromääräinen liikevoitto on 2,5-kertaistunut 2017 tasolta (2017: 41 MEUR). Tokmannin liiketoimintamallissa pitkällä juoksulla tuloskasvua ajaa liikevaihdon kasvu. Suhteellisen myyntikatteen kasvu tukee omaltaan kasvavan liikevoiton kehitystä, mutta näemme siinä vain pientä nousuvaraa nykytasolta. Tämän lisäksi Tokmanni pyrkii kasvattamaan liikevoittoaan tehostamalla prosesseja ja hyödyntämällä skaalaetujaan. Yhtiön kasvaessa suurempaan kokoluokkaan voi tämä tehdä säästöjä suurempien hankintaerien kautta ja myös kiinteät kulut jakautuvat suuremmalle liikevaihtomassalle.

Myyntikatteen kehitys



Vertailukelpoisen liikevoiton kehitys



Taloudellinen kehitys

Kulurakenteen kehitys

Tokmannin liikevoittomarginaali on 2013-2020 aikana noussut 6 %:sta 9 %:iin. Kasvun kautta parantunut neuvotteluvoima, tiukka kulukuri ja kasvanut suorahankinnan suhteellinen osuus ovat arviomme mukaan tekijöitä, joilla yhtiö on onnistunut nostamaan kannattavuuttaan. Myös henkilöstökulut ovat laskeneet lievästi suhteessa liikevaihtoon, mikä voi johtua myynnin siirtymisestä suurempiin myymälöihin ja verkkoon.

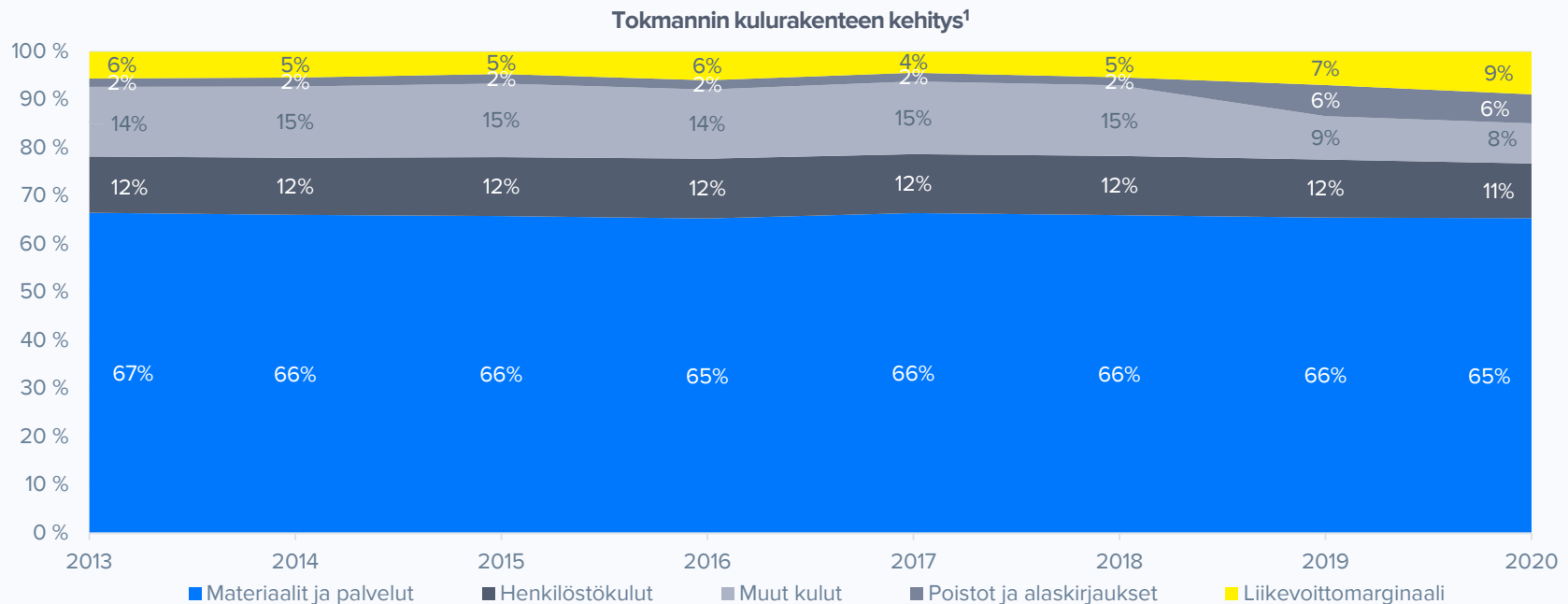
Kuten kuvasta voi huomata, ei millään yksittäisellä tekijällä ole ollut erityisen suurta vaikutusta kannattavuuteen, vaan se koostuu monesta

pienestä parannuksesta.

Kulurakenteessa tapahtui 2019 alussa pysyvä muutos IFRS-16 standardin myötä. Vuokratulot, jotka ovat aiemmin olleet osa liiketoiminnan muita kuluja, kirjataan nykyään tuloslaskelmaan poistoina. Siitä johtuen poistojen suhteellinen osuus kulurakenteessa on noussut, mutta toisaalta vastapainona myös liiketoiminnan muiden kulujen osuus on laskenut. Tämä on kuitenkin puhtaasti kirjapidollinen seikka.

Tokmanni tavoittelee paranevaa kannattavuutta kiinteiden kulujen skaalautumisella liikevaihdon kasvaessa. Tämä kehitys ei välttämättä heijastu

lyhyellä tähtäimellä luvuista, sillä iso osa kuluista on ”puolikiinteitä”. Vuokratulot ja henkilöstökulut ovat esimerkkejä kuluista, jotka ovat osittain kiinteitä ja osittain muuttuvia, sillä ne kasvavat myös aina portaittain uusia myymälöitä avatessa ja myynnin kasvaessa. Lyhyellä aikavälillä kulurakenteen kehityksessä voi näkyä uusien myymälöiden avaamistahti. Keskimäärin Tokmanni saa uuden myymälän kannattavaksi 12 kuukaudessa ja myymälän kannattavuus saavuttaa normaalitason 24 kuukaudessa. Nopea myymälöiden avaamistahti voi siten painaa lyhyellä aikavälillä konsernitason kannattavuutta.



1) Muiden kulujen laskun ja poistojen suhteellisen nousun taustalla on IFRS 16 –standardin implementointi

Taloudellinen kehitys

Vahva pääomarakenne

Tokmannilla on tavoite pitää nettovelka suhteessa vertailukelpoiseen käyttökateeseen alle 3,2x tasolla. Vuonna 2018 luku oli 3,5x josta se on laskenut tasolle 2,0x (2020). Velkaantumistaso on selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella, mikä antaa liikkumavaraa yrityskauppoihin, muihin investointeihin tai ylimääräiseen voitonjakoon. Yhtiön liiketoiminta generoi hyvin vakaata kassavirtaa, mikä myös tukee pitkän aikavälin osingonmaksukykyä.

Tokmanni ei omista liiketilojaan, vaan se on niissä vuokralaisena. Tämän seurauksena korollisten velkojen määrä nousi yli 200 MEUR:lla vuodesta 2019 lähtien, kun IFRS 16 -standardin myötä vuokravastuut kirjattiin velkana taseeseen. Kyseinen muutos on puhtaasti kirjanpidollinen eikä sillä ole vaikutusta yritysten käypiin arvoihin, mutta se saa etenkin omavaraisuusasteen kaltaiset puhtaasti tasepohjaiset tunnusluvut näyttämään Tokmannin tapauksessa liioitellun heikoilta. Mielestämme sijoittajan kannattaa keskittyä nettovelka/käyttökate-tunnuslukuun Tokmannin pääomarakennetta arvioitaessa.

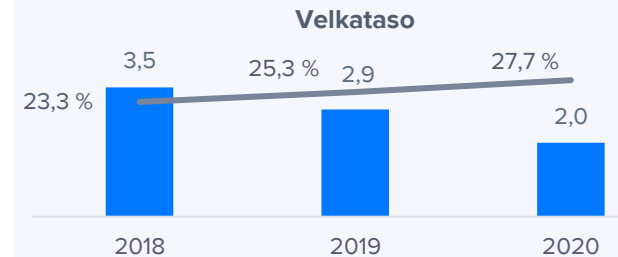
Matala investointitarve

Tokmannin vuotuinen investointitarve on alhainen. Investointitarve syntyy pääsääntöisesti myymäläverkoston laajentamisesta ja digitaalisten palveluiden kehittämisestä. Keskisuuren myymälän avaaminen vaatii yhtiöltä noin 0,55 MEUR:n investoinnin. Vuonna 2020 Tokmannin investoinnit olivat 13 MEUR. Yhtiön mukaan koronapandemia hidasti hieman investointitasoa. Nettorahavirta oli 151 MEUR. Tokmannilla on selvä tavoite lisätä

myymäläpinta-alaa noin 6 myymälän edestä per vuosi. Edessä olevat laajennusinvestoinnit saattavat kasvattaa Tokmannin investointitasoa väliaikaisesti lähivuosina. Mäntsälän logistiikkakeskus on käsittääksemme suunniteltu palvelemaan noin 200 myymälää, määrä, jonka Tokmannin myymäläverkosto kattaa pian. Suurin osa yhtiön tuotteista toimitetaan nyt myymälöihin Mäntsälästä, mutta etenkin kiirekaudella yhtiö hyödyntää myös Lempäälän ja Lahden varastoja väliaikaisesti Mäntsälän keskuksen tukemiseksi. Mäntsälän korkean käyttöasteen vuoksi Tokmanni on käynnistänyt selvityksen logistiikkakeskuksen laajentamismahdollisuuksista yhdessä kiinteistönomistajan ja Mäntsälän kunnan kanssa. Alustavien suunnitelmien mukaan varastotila kasvaisi noin kolmanneksella nykyiseen verrattuna. Toteutuessaan hanke korvaisi nykyisiä ulkopuolisia varastoja ja vaikuttaisi lähivuosien investointitasoon. Yhtiö ei kuitenkaan ole vielä kertonut tarkempia suunnitelmia.

Tuloskasvu on antanut varaa nostaa myös osinkoa

Tokmannin tavoitteena on jakaa noin 70 % tuloksestaan osinkoina. Osakekohtainen tulos on kasvanut yhtäjaksoisesti vuodesta 2017, mikä on tukenut kasvavaa osingonjakoa. Tilikaudella 2020 osakekohtainen tulos oli 1,21 euroa ja osinko 0,85 euroa, mikä vastaa 70 %:n osingonjakosuhdetta. Viime vuosina tulos on kasvanut jaettua osinkoa nopeammin, mikä on näkynyt myös taseen vahvistumisena. Vahva tase tukee osingon nostoa tulevaisuudessa ja antaa Tokmannille mahdollisuuden maksaa ylimääräisiä osinkoja, jos varoille ei löydy parempaa käyttöä.



■ Nettovelka / Oikaistu käyttökate
— Omavaraisuusaste (%)



■ Investoinnit (MEUR) ■ Liiketoiminnan nettorahavirta (MEUR)



■ Osinko ■ EPS — Osingonjakosuhte %

1) 2018 konvertoitu IFRS 16 mukaiseksi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Asiaksluottamus ja kustannustehokkuus strategian kulmakiviä

Tokmanni määrittelee tavoitteekseen jatkaa vahvaa kasvua. Yhtiön strategian kulmakivinä ovat asiaksluottamuksen ja -uskollisuuden kasvattaminen sekä kustannustehokkuus. Keskeisiksi toimenpiteiksi näiden saavuttamiseksi määritellään panostukset merkittävään valikoiman laajentamiseen, halpoihin hintoihin, asioinnin vaivattomuuteen, mielenkiintoiseen asiakaskokemukseen, myymäläverkoston laajentamiseen, henkilökuntaan, vastuullisuuteen ja toiminnan tehokkuuteen.

Tavoitteena tuotevalikoiman tuplaaminen

Tokmannilla on tavoitteena nostaa SKU-määrä nykyisestä 25 tuhannesta noin 50 tuhanteen. Taustalla on asiakaspalaute, missä kuluttajat haluavat yhtiöltä laajempaa tuotetarjoomaa. Valikoiman laajeneminen heijastuu ensisijaisesti yhtiön verkkokaupassa, mutta yhtiön panostaessa suurempiin myymälöihin kasvaa niidenkin tuotevalikoima. Varastonimikkeiden määrää kasvatetaan laajentamalla nykyisiä ylivoimakategorioita ja lanseeraamalla uusia omia merkkejä. Uusien ylivoimakategorioiden lanseeraaminen ajaa myös kasvavaa tuotevalikoimaa, mutta yhtiö ei ole vielä kertonut mitkä uudet ylivoimakategoriat tulevat olemaan.

Hintamielikuva on strategian keskiössä

Halpakaupassa hintamielikuva on erittäin tärkeää ja Tokmannin edellisen strategiakauden teema

olikin halpakaupan perusteisiin palaaminen ja hintamielikuvan parantaminen. Tässä yhtiö on onnistunut. Hintamielikuvan tukemiseksi yhtiöllä on käytössään algoritmi, jonka avulla se seuraa eri tuoteryhmien hintoja yli 600 kilpailijan myymälöissä, mikä auttaa pysymään ajan tasalla hintatasoista.

Kasvattamalla suoraa tuontia yhtiö kykenee parantamaan hintamielikuvaansa hankintaan liittyvien kulujen pienentyessä. Bangalदेशiin ja Vietnamiin perustettavat hankintayritykset tukevat suoran hankinnan kasvattamista. Hintamielikuvaa tuetaan myös järjestämällä erilaisia eräkampanjoita, joissa tuotteita tarjotaan erittäin kilpailukykyisin hinnoin.

Asioinnista pyritään tekemään vaivatonta

Asioinnin helpottamiseksi Tokmanni on panostanut verkkokauppaansa ja sen saumattomaan yhteistyöhön kivijalan kanssa. Mahdollisuus tarkistaa tuotteen saatavuus tai tilata tuote myymälään ja maksaa se noudon yhteydessä ovat verkkokaupan hyötyjä, jotka eivät heijastu sen kirjatuihin myyntiluvuihin. Vuoden 2021 aikana yhtiö on myös lanseeraamassa kanta-asiakasohjelman, jossa on yksilöityjä tarjouksia ja etuja. Lisäksi yhtiö pyrkii panostamaan sujuvampaan B2B asiointiin tämän segmentin kasvattamiseksi. Juuri nyt B2B asiakkaat tuovat vain ~3 % yhtiön liikevaihdosta.

Tavoitteena yli 220 myymälää Suomessa

Yhtiön tavoite uudella strategiakaudella 2021-2025 on saavuttaa yli 220 myymälän verkosto

Suomessa (aik. yli 200). Käsityksemme mukaan yhtiö on tunnistanut uusia potentiaalisia myymäläsjaintoja etenkin PK-seudulla, mikä on mahdollistanut tavoitteen alarajan nostamisen.

Henkilöstön kanssa pelataan pitkää peliä

Tokmanni pyrkii olemaan paras työnantaja vähittäiskaupassa ja huolehtimaan työntekijöistään, mikä näkyy myös verrattain pitkissä työsuhteissa. Panostukset henkilöstöön heijastuvat mm. siinä, että koronapandemian alussa yhtiö teki päätöksen olla lomauttamatta henkilökuntaa ja panosti entistä enemmän henkilöstön hyvinvointiin. Aiemman strategiakauden aikana johto panosti myös motivaatioon tuomalla koko henkilöstön suoritusperusteisen palkitsemisjärjestelmän alle. Vaikutukset henkilöstöpanostuksista ovat olleet rohkaisevia ja koko henkilöstön tuominen osaksi kannustinjärjestelmää on selvästi toiminut, sillä edellisen strategiakauden aikana Tokmannin vertailukelpoiset asiakasmäärät, asiakastyytyväisyys ja ostoskorin koko kohenivat kaikki vuodesta toiseen.

Vastuullisuudessa on selvät tavoitteet

Tokmannin julkisti kolmantena pohjoismaisena kaupan alan yrityksenä tieteeseen perustuvat ilmastotavoitteet, jotka ovat linjassa Pariisin ilmastopöytäkirjan kanssa ja 1.5 C asteen lämpötilan nousun kanssa. Yhtiön tavoitteena on tehdä sen omasta liiketoiminnasta hiilineutraali vuoteen 2025 mennessä ja hyödyntää esimerkiksi aurinkovoimaa investoimalla aurinkovoimaloita myymälöiden katoille.

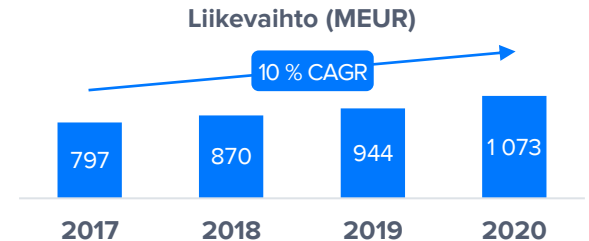
Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Tokmannin asettamat tavoitteet strategiakaudelle 2021-2025

Kasvu



1,5 miljardin euron liikevaihto
Kasvavan myymäläverkoston ja SKU-määrän tukemana



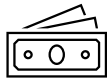
Myymäläverkosto



Yli 220 myymälää Suomessa
Tavoite lisätä myymälämäärää vuosittain noin kuudella uudella tai uudelleensijoitetulla myymälällä Suomessa

Vuosi	2017	2018	2019	2020
Myymälämäärä	175	186	191	192

Kannattavuus



150 MEUR:n vertailukelpoinen liiketulos
Liikevoiton odotetaan kasvavan myynnin kasvun kautta, parantamalla myyntikatemarginaalia ja pienentämällä liiketoiminnan kulujen osuutta liikevaihdosta

Vuosi	2017	2018	2019	2020
Liiketulos (MEUR)	41	49	70	100
Liiketulososuus (%)	(5,1%)	(5,6%)	(7,5%)	(9,3%)

Pääomarakenne



Säilyttää nettovelan suhde vertailukelpoiseen käyttökatteeseen alle 3,2x

Vuosi	2017	2018	2019	2020
Nettovelan suhde	2,4x	3,5x	2,9x	2,0x

Osinkopolitiikka



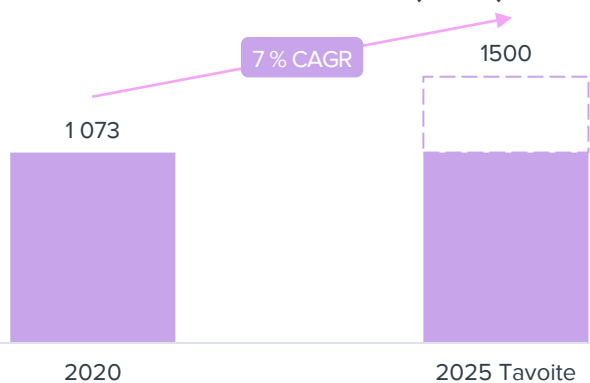
70 prosenttia nettotuloksesta
Mahdollisen osingon jakamisessa huomioidaan pääomarakenne, taloudellinen asema, taloudelliset ja liiketoiminnalliset olosuhteet ja tulevaisuuden näkymät

Vuosi	2017	2018	2019	2020
Osingon määrä (€)	0,41 €	0,50 €	0,62 €	0,85 €
Osingosuus (%)	(92%)	(82%)	(77%)	(70%)

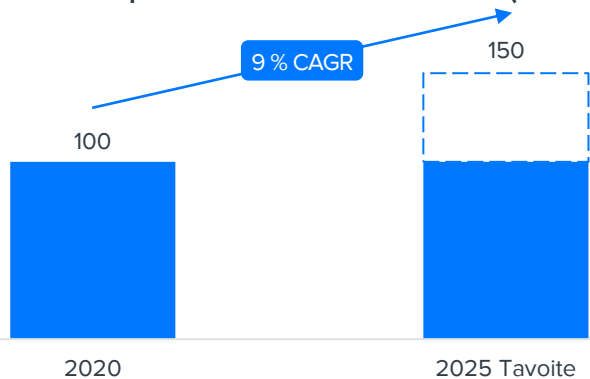
Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihdon kasvutavoite (MEUR)



Vertailukelpoisen liikevoiton kasvutavoite (MEUR)



Ajurit

Uusien myymälöiden avaaminen ja yrityskaupat

Laajempi tuotevalikoima ja uudet tuotekategoriat

Verkkokaupan ja kivijalan saumaton yhteistyö

Yritysmyyntin (B2B) kasvu

Liikevaihdon kasvu

Kiinteiden kulujen skaalautuminen

Kasvun tuoma vahvistuva neuvotteluvoima ja suuremmat hankintavolyymit

Omien tuotteiden myynnin osuuden kasvu

Toimitusketjun tehostaminen ja suoran tuonnin kasvattaminen

Ennusteet

Näkymät ja ennusteet vuodelle 2021

Covid-19 -pandemian aiheuttaman kotoilutrendin myötä vähittäiskaupalla oli poikkeukselliset olot vuonna 2020. Tokmannin liikevaihto kasvoi 14 % 1073 MEUR:oon ja oikaistu liikevoittomarginaali parani selvästi 9,3 %:iin (2019: EBIT 7,5 %). Vaikka vuosi 2020 oli erittäin vahva, Tokmanni ohjeistaa lievää liikevaihdon kasvua vuodelle 2021 ja konsernin euromääräisen kannattavuuden (vertailukelpoinen liikevoitto) odotetaan olevan edellisvuoden tasolla (2020: 100 MEUR). Huhtikuussa julkistettut Q1-luvut näyttivät, että Tokmanni on hyvässä vauhdissa.

Meidän ennusteissamme 2021 liikevaihto kasvaa 4 % 1115 MEUR:oon ja liikevoitto on 105 MEUR (EBIT 9,4 %). Liikevaihdon kasvun jatkumista tukevat rajoitetut mahdollisuudet liikkua ja matkustaa sekä kuluttajille kertyneet ylimääräiset säästöt. Tokmanni on vahvistanut vuodelle 2021 useita myymäläavauksia ja siirtoja isompiin tiloihin. Vaikka osa vuoden 2020 kasvusta oli varmasti aikaistettua kysyntää, uskomme yhtiön venyvän lievään liikevaihdon kasvuun myös vuonna 2021 uusien myymäläavausten myötä.

Strategiakauden liikevaihtoennusteet

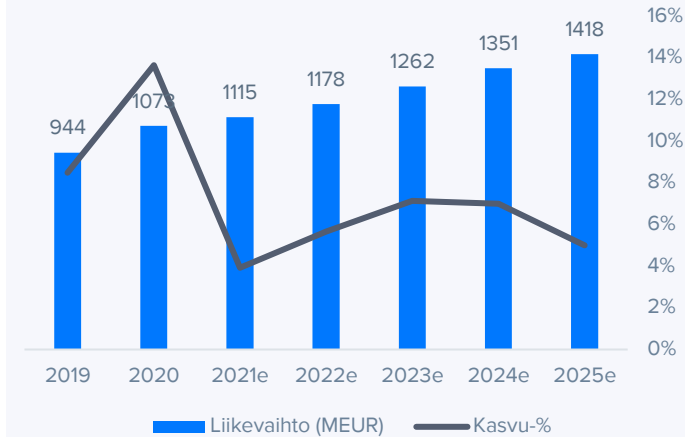
Ennustamme Tokmannin liikevaihdon kasvua pääasiassa myymälämäärän (ja sen kasvun) sekä arvioitun vertailukelpoisten myymälöiden liikevaihdon kasvuvauhdin kautta. Ennusteisiimme vaikuttavat yleinen talouden tilanne Suomessa, kuluttajaluottamuksen kehittyminen, vähittäiskaupan kilpailutilanne, yhtiön ilmoittamat uudet myymäläavaukset, yhtiön oma ohjeistus ja pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet. Ennusteemme pohjautuvat täysin orgaaniselle kasvulle, eivätkä ne sisällä mahdollisia yrityskauppoja.

Ennusteissamme liikevaihto kasvaa 1418 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä. Tämä tarkoittaa ~6 %:n vuotuista kasvua (CAGR). Meidän ennusteissamme liikevaihto jää hieman strategiakauden 2021-2025 tavoitteen (1,5 miljardia euroa) alapuolelle. Tokmanni on arvioinut pystyvänsä kasvattamaan liikevaihtoaan strategiakaudella uusien myymäläavausten, laajemman tuotevalikoiman, verkkokaupan ja B2B-myyntin kasvun avulla. Yhtiö on myös väläyttänyt tarkastelevansa mahdollisuuksia kansainväliselle laajentumiselle koronan helpottaessa, mutta tätä emme ole ottaneet huomioon ennusteissamme.

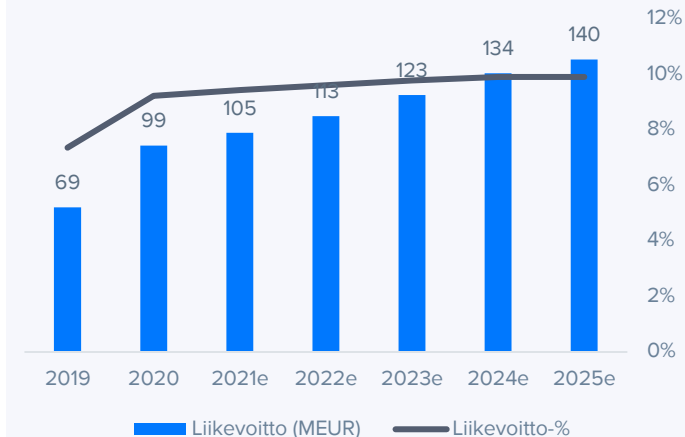
Strategiakauden kannattavuusennusteet

Tokmannin liikevoitto teki vuonna 2020 merkittävän hypyn (+43 %), mikä on näin suurelle ja vakiintuneella alalla toimivalle vähittäiskaupalle loistava suoritus. Liikevoittomarginaali nousi tämän johdosta 9,3 %:iin, mikä ylitti edellisen strategiakauden tavoitteen (EBIT 9 %). Yhtiö ei määrittänyt uudelle strategiakaudelle samanlaista liikevoittomarginaalitavoitetta, mutta 150 MEUR:n liikevoittotavoite (2025) indikoisi yhtiön tavoittelevan ~10 %:n EBIT-marginaalia. Tokmanni tavoittelee liikevoiton kasvua lähinnä liikevaihdon kasvun, toimitusketjun tehostamisen, kiinteiden kulujen skaalautumisen, kasvun tuoman vahvistuvan neuvotteluvoiman ja suurempien hankintavolyymien kautta. Yhtiö pyrkii kasvattamaan omien tuotteiden osuutta myynnistä sekä suoraa tuontia, millä on positiivinen vaikutus kannattavuuteen. Ylivoimaisesti suurin tuloskasvun ajuri on liikevaihdon kasvu, sillä yhtiö on tunnistanut suhteellisessa myyntikatteessa nousupotentiaalia 0,5-1,0 % (2020: 34,6 %) ja liiketoiminnan kuluissa suhteessa liikevaihtoon laskupotentiaalia 0,2-0,5 % (2020: 19,6 %). Meidän ennusteemme 2025-liikevoitolle on 140 MEUR (EBIT 9,9 %), mikä tarkoittaa 7 %:n vuotuista kasvua (CAGR).

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Ennusteet

EPS- ja osinkoennusteet

Tokmannin raportoitu osakekohtainen tulos vuonna 2020 oli 1,21 euroa, josta yhtiö jakoi osinkoa 70 %:n jakosuhteella eli 0,85 euroa per osake. Yhtiön osingonjakopolitiikka on jakaa noin 70 % tilikauden nettotuloksesta, joten Tokmanni oli hyvin linjassa tämän tavoitteen kanssa. Ennustamme Tokmannille strategijakson (2021-2025) aikana noin 7 %:n vuotuista tuloskasvua ja tasaista noin 70 %:n osingonjakosuhdetta. Tämä tarkoittaa, että yhtiön osakekohtainen tulos kasvaisi strategiakauden loppuun mennessä 1,78 euroon ja osakekohtainen osinko 1,24 euroon.

Tokmannilla on korkea pääoman tuotto, vahva tase ja alhainen investointitarve. Nämä ominaisuudet tekevät Tokmannista hyvän osingonmaksajan. Yhtiö taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu nettovelan ja käyttökatteen suhdeluku, joka on alle 3,2x. Vuoden 2020 lopussa velkaantumisen suhdeluku oli 2,0x, mikä on selvästi tavoiterajan alapuolella. Tämä voisi tukea jopa korkeampaa osingonjakosuhdetta lähivuosina, sillä nykyisillä ennusteillamme velkaantumisaste jatkaa laskuaan yhä pidemmälle yhtiön taloudellisesta tavoitteesta.

Pidämme mahdollisena, että Tokmanni laajentuu ulkomaille tämän strategiakauden aikana, mikä voisi vaatia yhtiöltä merkittäviä panostuksia. Emme ole ottaneet näitä huomioon ennusteissamme. Pidämme myös mahdollisena, että Tokmanni tulee lähivuosina investoimaan merkittävästi logistiikkakeskuksensa laajentamiseen, mutta yhtiö ei ole tästä kertonut tarkempia suunnitelmia tai aikataulua.

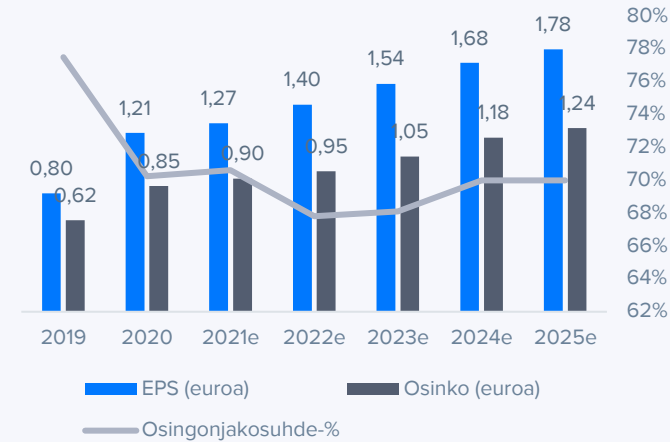
Ellei Tokmanni toteuta lähivuosina jotain suurempaa yritysostoa tai investointia, uskomme, että yhtiö saattaa jakaa ylimääräisiä osinkoja välttääkseen taseen ylikapitalisoitumisen.

Oman pääoma ja ROE-% -ennusteet

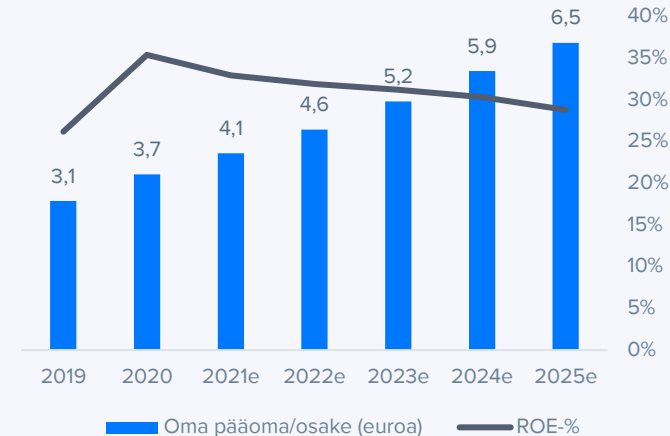
Tokmannin oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa 217 MEUR eli 3,7 euroa per osake. Meidän ennusteillamme yhtiö tekee hyvää tulosta ja kassavirtaa, mikä näkyy lähivuosina yli 30 %:n tasolla olevissa oman pääoman tuoton (ROE-%) ennusteissamme. Vahvan kannattavuuden ja maltillisen investointitarpeen vuoksi omaa pääomaa alkaa kumuloitua taseeseen nopeassa tahdissa, jos yhtiö jakaa osinkoa ennustamallamme 70 %:n jakosuhteella, eikä tee suurempia liikkeitä esim. yritysostojen, muiden investointien tai ulkomaille laajentumisen osalta.

Tokmannin osakkeenomistajien näkökulmasta tilanne on rauhoittava siinä mielessä, että yhtiön liiketoiminta luo tällä hetkellä jatkuvasti lisää taloudellista liikkumavaraa tulevaisuuden kasvuharppauksia varten. Hyvä tuloskasvu ja ennustamamme osingonjakosuhte alkaa näkyä ennusteperiodilla oman pääoman kumuloitumisena siten, että yhtiön on yhä vaikeampaa jatkossa ylläpitää erittäin vahvaa vuonna 2020 nähtyä oman pääoman tuottoa (2020 ROE: 37 %). Vaikka oman pääoman tuottoennusteemme laskevat trendinomaisesti ennusteperiodilla, on vuoden 2025 ROE-ennusteemme vielä erittäin hyvällä tasolla (ROE 2025e: 29 %).

EPS- ja osinkoennusteet



Oman pääoma ja ROE-% -ennusteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	944	199	286	262	327	1073	226	284	269	336	1115	1178	1262	1351
Konserni	944	199	286	262	327	1073	226	284	269	336	1115	1178	1262	1351
Käyttökate	131	15,7	46,6	40,4	60,9	164	24,2	47,0	43,0	56,8	171	181	193	208
Poistot ja arvonalennukset	-61,2	-16,1	-16,0	-16,3	-16,2	-64,6	-16,4	-16,4	-16,5	-16,6	-65,9	-67,5	-69,7	-73,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	70,4	0,3	30,6	24,0	45,4	100	6,8	30,7	26,5	40,2	104	113	123	134
Liikevoitto	69,4	-0,4	30,6	24,1	44,7	98,9	7,8	30,7	26,5	40,2	105	113	123	134
Konserni	69,4	-0,4	30,6	24,1	44,7	98,9	7,8	30,7	26,5	40,2	105	113	123	134
Nettorahoituskulut	-10,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-10,0	-2,6	-2,5	-2,5	-2,5	-10,1	-10,0	-9,8	-9,8
Tulos ennen veroja	58,9	-2,9	28,1	21,6	42,2	88,9	5,2	28,2	24,0	37,7	95,0	103	113	124
Verot	-11,8	0,6	-5,6	-4,3	-8,4	-17,7	-1,0	-5,6	-4,8	-7,5	-19,0	-20,6	-22,7	-24,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	47,1	-2,4	22,4	17,3	33,8	71,2	4,2	22,5	19,2	30,1	76,0	82,5	90,8	99,1
EPS (oikaistu)	0,82	-0,03	0,38	0,29	0,59	1,23	0,05	0,38	0,33	0,51	1,27	1,40	1,54	1,68
EPS (raportoitu)	0,80	-0,04	0,38	0,29	0,57	1,21	0,07	0,38	0,33	0,51	1,29	1,40	1,54	1,68

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	8,5 %	5,8 %	19,2 %	13,1 %	14,6 %	13,6 %	13,6 %	-0,7 %	2,8 %	2,9 %	3,9 %	5,7 %	7,1 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	40,0 %	-113,4 %	63,9 %	9,5 %	41,7 %	42,4 %	2244,8 %	0,3 %	10,3 %	-11,4 %	3,9 %	8,6 %	9,0 %	8,5 %
Käyttökate-%	13,8 %	7,9 %	16,3 %	15,4 %	18,7 %	15,2 %	10,7 %	16,6 %	16,0 %	16,9 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,5 %	0,1 %	10,7 %	9,2 %	13,9 %	9,3 %	3,0 %	10,8 %	9,8 %	12,0 %	9,3 %	9,6 %	9,8 %	9,9 %
Nettotulos-%	5,0 %	-1,2 %	7,8 %	6,6 %	10,4 %	6,6 %	1,8 %	7,9 %	7,1 %	9,0 %	6,8 %	7,0 %	7,2 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	460	460	465	480	501
Liikearvo	135	136	136	136	136
Aineettomat hyödykkeet	5,6	4,7	5,6	5,9	6,3
Käyttöomaisuus	315	315	319	333	353
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2
Vaihtuvat vastaavat	271	325	337	356	382
Vaihto-omaisuus	223	226	235	248	265
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,7	20,9	21,7	22,9	24,6
Likvidit varat	29,1	78,1	81,2	85,7	91,9
Taseen loppusumma	731	785	803	837	882

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	185	217	243	273	308
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	74,7	107	133	163	198
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	110	110	110	110	110
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	365	264	363	360	360
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	359	258	357	354	354
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,3	5,9	5,9	5,9	5,9
Lyhytaikaiset velat	181	304	196	204	215
Lainat rahoituslaitoksilta	50,2	153	39,7	39,3	39,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	127	141	147	155	166
Muut lyhytaikaiset velat	3,7	9,9	9,9	9,9	9,9
Taseen loppusumma	731	785	803	837	882

Huom. Lainat rahoituslaitoksilta -erät sisältävät mallissamme myös IFRS16-vuokravelat, sillä ne luokitellaan korollisiin velkoihin. Tokmannilla oli vuoden 2020 lopussa "oikeita" rahoituslaitos- ja yrityslainoja 100 MEUR ja loput ~300 MEUR korollisista veloista olivat IFRS16-standardin mukaisia vuokraveloja.

Osakkeen arvostus

Markkina-arvo on 1,28 miljardia euroa

Tokmannin markkina-arvo 21,7 euron osakekurssilla on 1,28 miljardia euroa. Konsernilla oli Q1'21 lopussa noin 400 MEUR korollista velkaa, josta 100 MEUR oli ”oikeita” rahoituslaitos- ja yrityslainoja ja loput ~300 MEUR IFRS16-standardin mukaisia vuokratelkoja. Yhtiöllä oli Q1'21 lopussa noin 40 MEUR rahavaroja, joten korolliset nettovelat (ml. IFRS16-vuokratelvat) ovat hieman yli 350 MEUR. Ilman IFRS16-vuokratelkoja Tokmanni on lähes nettovelaton.

Tulos pohjainen arvostus

Vuonna 2021 Tokmanni tekee ennusteidemme mukaan 1115 MEUR:n liikevaihdon ja 104 MEUR:n vertailukelpoisen liikevoiton (EBIT 9,3 %), mikä tarkoittaa 4 %:n kasvua vuodesta 2020. Vuoden 2021 ennusteidemme mukainen P/E-luku on 17,0x ja EV/EBITDA-kerroin 9,3x. Odotamme yhtiön liikevaihdon ja tuloskasvun kulmakertoimen kiihtyvän hieman vuonna 2022, minkä jälkeen P/E-luku laskee tasolle 15,5x ja EV/EBITDA laskee tasolle 8,8x.

Ottaen huomioon Tokmannin vahvan markkina-aseman, tasaisen kannattavuuden, hyvät pitkän aikavälin tuloskasvunäkymät ja nykyjohdon alaisuudessa esitetyt vahvat näytöt strategian ja taloudellisten tavoitteiden toteuttamisesta, pidämme tulos pohjaista arvostus hyvin houkuttelevana.

Tase pohjainen arvostus

Tokmannin taseen loppusumma 31.12.2020 oli 785 MEUR, josta omistajille kuuluva oma pääomaa oli 217 MEUR (3,7 euroa per osake). Markkina-arvon ja oman pääoman tasearvon välistä suhdetta kuvaava P/B-luku on tästä edellisvuoden taseesta laskettuna 5,7x. Tase pohjainen arvostus saattaa alkuun vaikuttaa

korkealta, mutta sitä arvioitaessa kannattaa ottaa huomioon yhtiön erittäin vahva oman pääoman tuotto (ROE-%), joka pysyy yli 30 %:n tasolla lähivuosien ennusteissamme. Ennustamallamme lähivuosien hyvällä tuloskasvulla, vahvalla kassavirralla ja ~70 %:n osingonjakosuhteella, oma pääoma kasvaa nopeasti, minkä vuoksi P/B-luvut laskevat lähivuosien ennusteillamme 4-5x maastoon.

Osinkopohjainen arvostus

Tokmannin osinkopolitiikassa yhtiö tavoittelee noin 70 %:n osingonjakosuhdetta. Tokmanni profiloituu defensiivisellä vähittäiskaupan toimialalla hyvää tulosta ja korkeaa oman pääoman tuottoa takovaksi kasvuyhtiöksi, jolla on kokoonsa nähden pieni vuotuinen investointitarve. Yhtiöllä on siten varaa pitää yllä korkeaa osingonjakosuhdetta, ilman että se vaarantaisi strategiakauden kasvutavoitteita.

Tokmannin velkaantumisaste (nettovelka/EBITDA 2,0x) on tällä hetkellä selvästi yhtiön tavoitetason (3,2x) alapuolella, eikä vakuuttava kasvuhistoria ole aiemminkaan merkittävästi haitannut kannattavuutta, vaatinut merkittäviä investointeja tai haitannut osingonjakoa. Yhtiöllä on standardoitu ja tehokas uusien myymälöiden avausprosessi, mikä on toiminut kasvualustana jo pitkään. Uskomme orgaanisen kasvun olevan pääasiallinen kasvustrategia myös lähivuosina ja tälle pohjalle myös ennusteemme on laadittu. Meidän ennusteissamme osingonjakosuhte pysyy lähivuosina noin 70 %:n tasolla (2020: 70 %), jolloin osinkotuotot lähivuosille ovat 4,2 % ja 4,4 %. Nämä ovat mielestämme hyvinkin houkuttelevat nykyiseen nollakorkoympäristöön ja Tokmannin pitkän aikavälin hyviin tuloskasvunäkymiin peilattuna.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	21,7	21,7	21,7
Osakemäärä, milj. kpl	58,9	58,9	58,9
Markkina-arvo	1276	1276	1276
Yritysarvo (EV)	1592	1584	1578
P/E (oik.)	17,0	15,5	14,1
P/E	16,8	15,5	14,1
P/Kassavirta	17,0	18,4	18,3
P/B	5,2	4,7	4,1
P/S	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	9,3	8,8	8,2
EV/EBIT (oik.)	15,3	14,0	12,8
Osinko/tulos (%)	69,7 %	67,8 %	68,1 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,4 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Lähivuosien osingonjakosuhteeseen saattaa vaikuttaa potentiaaliset yrityskaupat, mahdollinen ulkomaille laajentuminen ja muut investoinnit. Tokmanni kertoi kevään 2021 CMD:llä tarkastelevansa kansainvälistä kasvustrategiaansa kunhan koronapandemia hellittää, mutta näitä suunnitelmia ei ole toistaiseksi avattu yhtään sen enempää. Tokmanni on käynnistänyt selvityksen Mäntsälän logistiikkakeskuksen laajentamismahdollisuuksista yhdessä kiinteistönomistajan ja Mäntsälän kunnan kanssa. Alustavien suunnitelmien mukaan varastotila kasvaisi noin kolmanneksella nykyiseen verrattuna. Hankkeen mahdollisesti toteutuessa se korvaisi nykyisiä ulkopuolisia varastoja ja vaikuttaisi lähivuosien investointitasoon. Tokmannin investoinnit vuonna 2020 olivat 12,8 MEUR (2019: 15,4 MEUR) ja niiden odotetaan nousevan 16-18 MEUR:oon vuonna 2021. Jos Tokmanni päättäisi laajentaa logistiikkakeskusta, voisi investointi arviomme mukaan olla 30-40 MEUR:n pallokentällä. Investoinnista huolimatta Tokmanni pystyisi arviomme mukaan pitämään yllä noin 70 %:n osingonjakosuhdetta.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Valitsimme Tokmannin verrokkiryhmäksi useita vähittäiskauppaketjuja. Näistä Tokmannin kaltaisia halpakauppayhtiöitä ovat norjalainen Europris ja yhdysvaltalainen Dollar General. Vaikka Suomesta ei löydy toista halpakauppaan keskittyvää pörssi-yhtiötä, valitsimme kotimaisiksi verrokeiksi päivittäistavara-, käyttötavara-, rakennustarvike- ja autokauppaan keskittyvän

Keskon, viihde-elektroniikkaan ja kodinkoneisiin keskittyvän Verkkokauppa.comin, lemmikkieläintarvike-yhtiö Mustin ja käytettyjen autojen vähittäiskauppaan keskittyvän Kamuxin. Muut verrokkiryhtiöt ovat ruotsalaisia: rakennustarvikeketju Bygghem, kodintarvikeketju Clas Ohlson, Ruotsin suurin päivittäistavara-kaupan ketju ICA Gruppen ja päivittäistavarojen tukku- ja vähittäiskaupassa toimiva Axfood.

Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 21x ja 20x. Näihin verrattuna Tokmannin osaketta hinnoitellaan 20-23 %:n alennuksella. Verrokkiryhmän mediaani EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat 11x. Näihin verrattuna Tokmannin osaketta hinnoitellaan 13-18 %:n alennuksella. Tokmannin hyvä viime vuosien suorituskyky ja meidän lähivuosien kasvu- ja kannattavuusennusteet huomioiden, emme pidä nykyistä alennusta verrokkiryhmään nähden perusteltuna ja näemme tästä johtuen osakkeen arvostuskertoimissa nousuvaraa lähemmäs verrokkiryhmän tasoa.

Verrokkiryhmän mediaani osinkotuotot ovat 3,2 % ja 3,3 %. Tokmannin osinkotuotot (4,2 % ja 4,4 %) ovat 28-32 % verrokkiryhmän yläpuolella.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa ennusteillamme Tokmannin oman pääoman arvoksi 1,5 miljardia euroa (25,2 euroa per osake). Tämä tarkoittaa 16 %:n nousuvaraa nykyiseen 21,7 euron osakekurssiin nähden.

Mallissamme liikevaihdon kasvu on 2021-2025 välillä ~6 % vuodessa (EBIT 9,4→9,9 %), jonka jälkeen kasvuvauhti hidastuu 2026-2029 välillä 5 %:sta 2 %:iin (EBIT 9,9 %→9,5 %). Terminaalijaksossa liikevaihdon kasvuennuste on 2 % ja EBIT 9,5 %. Mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 6,9 %.

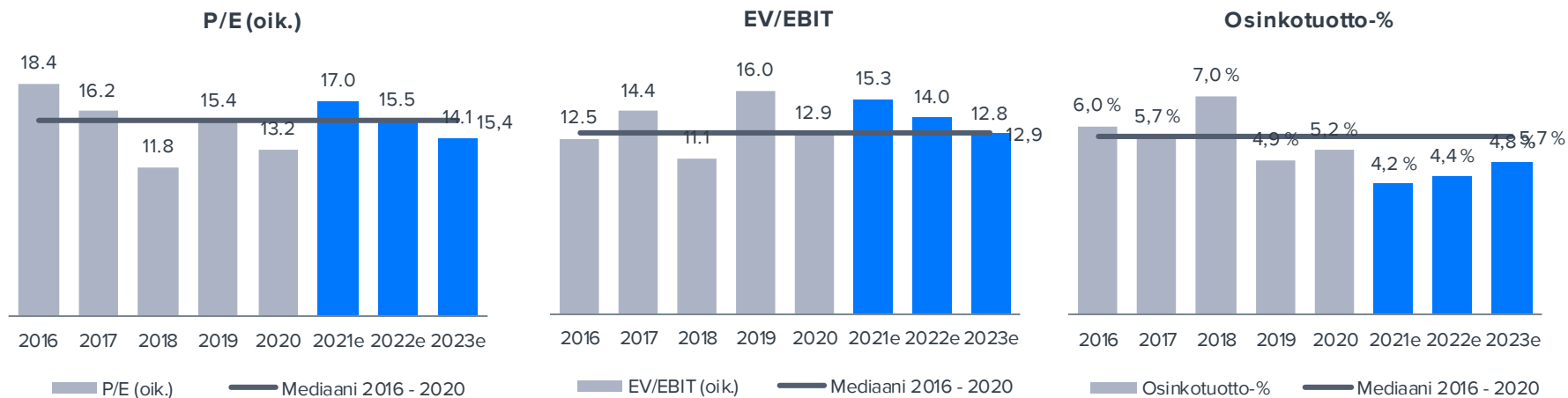
Tavoitehintaa ja suositus

Aloitamme Tokmannin seurannan 25,0 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Suosituksemme ja tavoitehintamme perustuvat Tokmannin strategian, taloudellisten tavoitteiden ja pitkän aikavälin kasvunäkymien perusteella tehtyjen ennusteidemme avulla laskettuihin arvostuskertoimiin, DCF-malliin ja verrokkiryhmän arvostukseen. Tokmanni on jo pidemmän aikaa kestäneiden vakuuttavien suoritusten, yhtiön vakaan kannattavuuden ja toimialan defensiivisen luonteen vuoksi todistanut liiketoimintamallinsa vahvuudet ja pidämme Tokmannin osakkeen riskiprofilia hyvin maltillisena. Lähivuosina (2021-2025) osakkeen tuotto-odotus koostuu ennustamastamme ~7 %:n vuotuisesta tuloskasvusta, ~4-5 %:n osinkotuotosta ja arvostuskertoimissa näkemästämme nousuvarasta lähemmäs verrokkiryhmän tasoa. Tavoitehinnallamme 25,0 euroa Tokmannin arvostus olisi lähes linjassa verrokkiryhmän kanssa tai hieman sen alapuolella. Yhtiön viimeaikaisten suoritusten ja meidän ennustamamme kasvu- ja kannattavuusprofiiliin näkökulmasta meidän on vaikea pitää nykyistä alennusta perusteltuna.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,50	7,25	7,18	12,6	16,2	21,7	21,7	21,7	21,7
Osakemäärä, milj. kpl	58,9	58,9	58,9	58,9	58,8	58,9	58,9	58,9	58,9
Markkina-arvo	500	427	423	743	956	1276	1276	1276	1276
Yritysarvo (EV)	616	561	558	1123	1288	1592	1584	1578	1570
P/E (oik.)	18,4	16,2	11,8	15,4	13,2	17,0	15,5	14,1	12,9
P/E	18,4	16,2	11,8	15,8	13,4	16,8	15,5	14,1	12,9
P/Kassavirta	10,0	25,7	15,5	neg.	10,2	17,0	18,4	18,3	16,5
P/B	3,0	2,6	2,4	4,0	4,4	5,2	4,7	4,1	3,7
P/S	0,6	0,5	0,5	0,8	0,9	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,6	1,2	1,2	1,4	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA (oik.)	9,6	10,6	8,6	8,6	7,9	9,3	8,8	8,2	7,6
EV/EBIT (oik.)	12,5	14,4	11,1	16,0	12,9	15,3	14,0	12,8	11,7
Osinko/tulos (%)	110,4 %	91,6 %	82,2 %	77,5 %	70,2 %	69,7 %	67,8 %	68,1 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	5,7 %	7,0 %	4,9 %	5,2 %	4,2 %	4,4 %	4,8 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

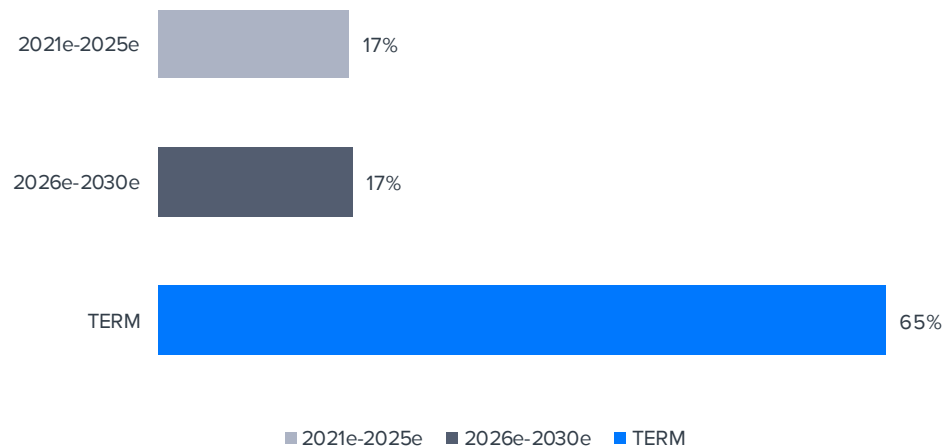
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Europris ASA	53,25	885	1218	11,5	11,1	7,2	6,9	1,4	1,3	13,0	13,2	4,5	4,7	3,6
Bygghem AB	75,85	452	615	12,9	17,1	6,5	7,2	0,9	1,0	12,2	16,1	4,0	3,2	2,2
Clas Ohlson AB	91,00	531	635	9,0	8,5	4,4	4,3	0,7	0,7	12,7	11,7	4,4	4,4	2,6
Axfood AB	221,00	4527	5108	19,1	18,9	10,1	10,0	0,9	0,9	23,3	23,3	3,5	3,6	9,7
Dollar General Corp	220,20	43317	45581	15,3	17,1	13,2	14,3	1,6	1,6	20,5	23,2	0,6	0,7	7,6
ICA Gruppen AB	400,70	7867	9549	18,4	17,8	9,4	9,1	0,8	0,8	19,2	18,8	3,3	3,4	2,2
Kesko Oyj	26,00	10059	12380	20,2	20,9	11,3	11,5	1,2	1,2	23,4	24,5	3,2	3,3	4,3
Musti Group Oyj	30,84	1026	1140	30,9	23,4	18,3	15,1	3,2	2,8	38,7	31,0	1,9	2,4	6,2
Verkkokauppa.com Oyj	8,50	380	372	17,1	14,9	14,0	12,4	0,7	0,6	22,2	19,1	3,1	3,3	9,5
Kamux Oyj	15,71	624	673	17,8	15,4	13,7	12,1	0,7	0,6	24,8	21,2	1,5	1,6	5,7
Tokmanni (Inderes)	21,68	1276	1592	15,3	14,0	9,3	8,8	1,4	1,3	17,0	15,5	4,2	4,4	5,2
Keskiarvo				17,2	16,5	10,8	10,3	1,2	1,1	21,0	20,2	3,0	3,1	5,4
Mediaani				17,5	17,1	10,7	10,7	0,9	0,9	21,4	20,2	3,2	3,3	5,0
Erotus-% vrt. mediaani				-12 %	-18 %	-13 %	-18 %	55 %	45 %	-20 %	-23 %	28 %	32 %	5 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	98,9	105	113	123	134	140	145	147	149	150	153	
+ Kokonaispoistot	64,6	65,9	67,5	69,7	73,9	78,2	81,2	83,5	85,1	85,8	86,5	
- Maksetut verot	-18,1	-19,0	-20,6	-22,7	-24,8	-26,1	-27,0	-27,7	-28,1	-28,5	-29,2	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4	
+ 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	15,2	-4,1	-6,2	-8,3	-8,7	-6,6	-5,6	-4,4	-3,0	-3,0	-3,1	
Operatiivinen kassavirta	159	146	152	160	172	184	191	197	201	203	206	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-64,3	-70,9	-82,3	-90,1	-95,0	-93,0	-92,6	-91,2	-88,7	-89,4	-95,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	94,0	74,9	69,5	69,9	77,1	90,9	98,7	106	112	113	111	
+/- 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	94,0	74,9	69,5	69,9	77,1	90,9	98,7	106	112	113	111	2320
Diskontattu vapaa kassavirta		71,8	62,2	58,6	60,5	66,7	67,7	68,0	67,6	63,8	58,4	1221
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1866	1794	1732	1673	1613	1546	1478	1410	1343	1279	1221
Velaton arvo DCF		1866										
- Korolliset velat		-410,9										
+ Rahavarat		78,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-50,0										
Oman pääoman arvo DCF		1483										
Oman pääoman arvo DCF per osake		25,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,9 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Tokmanni luo tasaisesti omistaja-arvoa

Tokmanni on kasvanut tasaisesti vuodesta toiseen talouden kehityksestä ja kilpailuympäristön shokeista huolimatta. Yhtiöllä on useita hyvän sijoituskohteen piirteitä, kuten tasainen kasvu, vahva markkina-asema, korkea pääoman tuotto, vuolas kassavirta ja hyvä pitkän aikavälin osingonmaksukyky. Halpakauppa on toimialana todella suhdannekestävä ja Tokmanni on kasvanut Suomessa alan suurimmaksi toimijaksi, mikä rajoittaa sen riskiprofiilia. Tunnetun brändin ja hintamielikuvan seurauksena kuluttaja ei välttämättä edes vertaile hintoja, kun he tietävät tuotteen olevan tarjolla Tokmannilla. Verkkokaupan alhainen penetraatioaste suojelee halpakauppoja kansainväliseltä kilpailulta, koska myynti tapahtuu verkkokauppajättien ulottumattomissa. Lisäksi kattava myymäläverkosto mahdollistaa tilauksen nopean toimituksen myymälään, minkä kanssa puhtaasti verkossa toimivien yhtiöiden on vaikea kilpailla.

Suomessa rajallisesti tilaa kasvaa

Tokmannin johto on esittänyt selvät askelmerkit liikevaihdon ja tuloksen kasvattamiselle ja pidämme johdon asettamia tavoitteita strategiakaudelle 2021-2025 uskottavina. Koemme kuitenkin, ettei Suomessa uusien perinteisten myymälöiden avaamiseen nojautuva kasvustrategia pysty loputtomiin tukemaan yhtiön kannattavaa kasvua ja potentiaalisia yritysostokohteitakin on kotimaassa vain rajallinen määrä. Yhtiöllä on vielä varaa kasvaa ja kehittää kannattavuuttaan, esim. tuotevalikoimaa kasvattamalla, tuomalla muiden myyjien tuotteita tarjolle omaan verkkokauppaansa, lisäämällä private label -tuotteiden myyntiä ja suoraa hankintaa, prosesseja tehostamalla yms.

Vaikka tuloskasvua voi saavuttaa edellä mainituilla tekijöillä, koemme Suomen markkinan rajoittavan mahdollisuutta kasvulle etenkin nykyisen strategiakauden lopussa. Alan hitaan kasvun ja Tokmannin suuren koon vuoksi ajan myötä sen kasvuajurit tulevat painottumaan kasvavassa määrin mahdollisuuteen laajentua Suomen ulkopuolelle tai täysin uusiin tuotekategorioihin.

Halpakaupan stigma näkyä arvostuskertoimissa?

Tokmannin osake on hinnoiteltu selvällä alennuksella pohjoismaiseen kaupan alan verrokkiryhmään nähden. Alihinnoittelu voi johtua halpakauppaan liittyvästä negatiivisesta maineesta, sillä Tokmannin norjalainen verrokki Europris kärsii vastaavasta ”ongelmasta”, vaikka molempien yhtiöiden taloudellinen suorittaminen on ollut viime aikoina ensiluokkaista. Vastaavaa alihinnoittelua olemme aiemmin nähneet mm. käytettyjä autoja myyvässä Kamuxissa, missä sijoittajien kysymysmerkit ovat liittyneet yhtiön maineeseen, vähittäiskauppaketjun näennäiseen kilpailuetujen puuttumiseen, pidemmän aikavälin kasvunäkymiin tai nykyisen kannattavuustason kestävyteen alati kiristyvässä vähittäiskaupan ympäristössä.

Tokmannin viimeaikaisten suoritusten ja meidän ennustamamme kasvu- ja kannattavuusprofiilin näkökulmasta meidän mielestämme Tokmannin osake ei ansaitse tulla hinnoitelluksi alennuksella pohjoismaiseen kaupan alan verrokkiryhmään. Tokmannin suhdannekestävään kysyntään ja vahvaan markkina-asemaan nähden sen riski- ja arvostustaso ovat maltilliset ja näemme vahvuuksien ja mahdollisuuksien painavan vaakakupissa selvästi enemmän kuin heikkouksien ja uhkien.



SWOT-analyysi sijoituskohteesta

Vahvuudet	Heikkoudet
<ul style="list-style-type: none">Liiketoiminnan suhdannekestävyysHyvä asiakaspitoKoon tuoma vallihautaHyvä kannattavuus ja korkea pääoman tuotto	<ul style="list-style-type: none">Rajallinen markkinapotentiaali SuomessaAlhainen skaalautuvuusStigma halpakaupan ympärillä
<ul style="list-style-type: none">Uusiin tuoteryhmiin laajeneminenToimialan konsolidaatioSuoran tuonnin ja PL-myyntin kasvattaminenUlkomaille laajeneminen	<ul style="list-style-type: none">Muutos kuluttajien käytöksessäKilpailun kiristyminen hypermarkettien ja verkkokauppojen kanssaMaineriski
Mahdollisuudet	Uhat

Sijoitusprofiili

Potentiaali ja arvoajurit

Uudet myymäläavaukset

Yhtiön tavoite uudella strategiakaudella 2021-2025 on saavuttaa yli 220 myymälän verkosto Suomessa (2020: 192). Uudet myymäläavaukset (tai nykyisten myymälöiden laajennukset) tarjoavat mahdollisuuden hyvälle orgaaniselle liikevaihdon kasvulle. Lisäksi Tokmannin tehokkaaksi hioutunut uusien myymälöiden avaamisprosessi sekä niiden kääntäminen voitolliseksi (keskimäärin ensimmäisen 12kk aikana) tukevat tuloskasvua.

Suhdannekestävä kysyntä

Tokmannin liiketoiminta on ennustettavaa ja suhdannekestävä. Suhdannevaihteluilla on selvä vaikutus vähittäiskauppaan, mutta niiden vaikutus halpakauppaan on huomattavasti pienempi. Vakaan kysynnän, merkittävien skaalaetujen ja korkean kannattavuuden ansiosta Tokmannilla on alhainen riskiprofiili.

Tuotevalikoiman laajentaminen

Uudella strategiakaudella Tokmanni pyrkii tuplaamaan varastonimikkeiden (SKU) määrän valikoimassaan. Niiden määrää kasvatetaan laajentamalla nykyisiä ylivoimakategorioita, lanseeraamalla uusia ylivoimakategorioita ja tuomalla valikoimaan uusia private label -merkkejä ja tunnettuja kolmansien osapuolten tuotteita. Tuotevalikoiman laajenemisen myötä uskomme yhtiön saavan huomiota myös kuluttajilta, jotka eivät ole aikaisemmin asioineet Tokmannilla.

Yhtiö on tehnyt selväksi, ettei se ole nostamassa elintarvikkeita ylivoimakategoriaksi, koska se ei näe markkinajohtajuuden saavuttamista mahdollisena. Koemme tämän loogisena päätöksenä S-Ryhmän ja Keskon vahvaa markkina-asemaa ja tuotekategorian veristä kilpailua ajatellen.

Suoran tuonnin osuuden kasvattaminen

Tokmanni pyrkii kasvattamaan suoran tuonnin osuutta myynnistä, missä se on viime vuosina onnistunut hyvin. Yhtiö on avaamassa uudet hankintayhtiöt Bangladeshiin ja Vietnamiin tukeakseen suoran tuonnin kehitystä. Suora tuonti painottuu Tokmannin omiin tuotemerkkeihin. Korkea suoran tuonnin osuus tukee yhtiön kannattavuutta, koska bruttomarginaali näissä tuotteissa on selvästi korkeampi.

Verkkokaupan hyödyntämätön potentiaali

Tokmannin liikevaihdesta vuonna 2020 vain 1,4 % tuli verkkokaupasta. Näemme Tokmannin omassa verkkokaupassa paljon hyödyntämätöntä potentiaalia, sillä se kasvaa erittäin nopeasti (2020: +124 %) ja yhtiö pystyy käyttämään verkkokauppaansa myös alustana muiden yhtiöiden tuotteille/palveluille. Tokmannin johto on maininnut, että tulevina vuosina kasvava SKU-määrä tulee näkymään etenkin verkkokaupassa. Tuotevalikoiman laajentaminen verkkokaupassa on tapa tarjota Tokmannin asiakkaille mielenkiintoisempaa ja laajempaa valikoimaa sekä kasvattaa keskiostoksen kokoa. Verkkokaupan kasvua pystytään saavuttamaan myös ilman, että se kannibalisoisi fyysisten

myymälöiden myyntiä. Tokmannin verkkokauppa myy paljon sellaisia tuotteita, joita ei myymälöistä saa, joten ne täydentävät hyvin toisiaan. Laajan tuotevalikoiman lisäksi kattava myymäläverkosto mahdollistaa nopean toimituksen verkkokaupasta tilatuille tuotteille.

Asiakkaiden parempi sitouttaminen

Tokmanni on lanseeraamassa vuoden 2021 aikana uuden Tokmanni Club -kanta-asiakasohjelman. Sen tarkoituksena on palvella asiakkaita paremmin heille suunnatuilla tarjouksilla ja sitouttamalla heidät entistä tiukemmin asioimaan Tokmannilla. Yritysmyynti (B2B) on toinen alue, mihin Tokmannin johto on kertonut aikovansa panostaa vahvemmin nykyisellä strategiakaudella. Viime vuosina noin 3 % Tokmannin liikevaihdesta on tullut yritysasiakkailta, mutta yhtiö näkee siinä runsaasti hyödyntämätöntä potentiaalia.

Vähittäiskaupan konsolidoituminen

Vähittäiskaupan konsolidoituminen tarjoaa Tokmannin kaltaisille suurille toimijoille mahdollisuuksia. Pienet ja epätehokkaat toimijat eivät kykene kilpailemaan brändeillään ja hintamielikuvillaan Tokmannin kaltaisten yhtiöiden kanssa. Suuruuden ekonomiasta tulevat hyödyt ovat kaupan alalla merkittäviä, minkä seurauksena pienten toimijoiden vaikea pärjätä kilpailussa pidemmällä aikavälillä vahvasti kasvavia suurempia toimijoita vastaan. Tokmannin markkinalla tämä heijastuu halpakauppaketjujen määrän tasaiseen laskuun mm. yrityskauppojen ja konkurssien seurauksena.

Sijoitusprofiili

Optio kansainväliselle laajenemiselle

Maaliskuussa 2021 järjestetyllä CMD:llä Tokmanni kertoi aloittavansa aktiivisen kartoituksen kansainväliselle yhteistyölle ja laajenemiselle, kun koronapandemia alkaa hellittää. Uutinen oli mielestämme suuri, koska yhtiö on aiemmin ollut hyvin vähäsanainen laajenemisesta ulkomaille. Kansainvälistä laajenemista ei kuitenkaan laskettu mukaan yhtiön taloudellisiin tavoitteisiin uudelle strategiakaudella, minkä perusteella tulkitsemme, ettei sen suhteen hoppuilla turhaan. Tämä voi siis tulla optioina nykyisten ennusteidemme päälle.

Norjalainen Europris vaikuttaa mielestämme luonnolliselta kumppanilta tässä, koska yhtiöiden liiketoiminnoissa on paljon samankaltaisuuksia ja ne tekevät jo tiivistä yhteistyötä keskenään. Laajeneminen ulkomaille muuttaisi mielestämme Tokmannin sijoitustarinaa merkittävästi, koska se poistaisi Suomen koon aiheuttaman rajoituksen myymälämäärälle ja antaisi selvän vastauksen sille, miten kasvua saavutetaan jatkossa, kun 220 myymälän rajapyykki lähestyy.

Riskit

Riippuvuus Mäntsälän logistiikkakeskuksesta

Riippuvuus Mäntsälän logistiikkakeskuksesta on arviomme mukaan oleellinen riski Tokmannin sijoitusprofiilia ajatellen. Suurin osa myymälöihin tulevista tuotteista toimitetaan Mäntsälän logistiikkakeskuksesta, kuten myös tilaukset verkkokaupasta. Mikäli logistiikkakeskuksen toiminnassa aiheutuisi pidempikestoisia häiriöitä voisi sillä olla negatiivinen vaikutus Tokmannin

taloudelliseen kehitykseen ja asiakaspalvelun laatuun.

Kilpailudynamiikan muutokset

Yksi vähittäiskaupan alan keskeisimpiä trendejä viime vuosina on ollut myynnin siirtyminen verkkoon. Verkkokaupan yleistyminen avaa rajat ulkomaisille kilpailijoille, joilla voi olla hyvinkin kilpailukykyiset hinnat ja laajat tuotevalikoimat. Pitääkseen kiinni kilpailueduistaan, Tokmannin on onnistuttava monikanavaisen liiketoimintamallin kehittämisessä, missä kivijalkamyymälät ja verkkokauppa toimivat saumattomassa yhteistyössä keskenään. Verkkokaupan tuoma kilpailu heijastuu pahimmillaan kivijalassa mm. vähenevien asiakasmäärien ja kiristyvän hinnoittelupaineen muodossa. Aggressiivinen hintakilpailu verkkokauppojen, hypermarkettien ja muiden halpakauppojen kanssa voi vaikuttaa Tokmannin kannattavuuteen negatiivisesti. Uskomme Tokmannin kuitenkin olevan verrattain vahvassa asemassa oman matalan kulurakenteen, skaalaetujen ja tehokkaan hankinnan ansiosta. Digitalisaatio tarjoaa Tokmannin kaltaiselle laajan kivijalkamyymäläverkoston omaavalle toimijalle uhkia, mutta myös mahdollisuuksia.

Maine- ja hintamielikuariskit

Tokmannin liiketoimintamallissa edullinen hintamielikuva on elinehto. Mikäli yhtiön hintamielikuva rapistuisi kuluttajien silmissä, olisi tällä selvä negatiivinen vaikutus asiakasmäärän kehitykseen. Yhtiön brändi ulottuu kuitenkin hintamielikuvaa pidemmälle ja esimerkiksi kohut yhtiön maineeseen voivat vaikuttaa sen

liiketoimintaan negatiivisesti. Tästä johtuen päätös tuoda koko henkilökunta kannustinjärjestelmän alle ja selvät pyrkimykset oli mielestämme hyvä ratkaisu. Kannustinjärjestelmästä aiheutunut korotus henkilöstökuluissa on alhainen, hyvän asiakaspalvelun luomaan brändiarvoon verrattuna.

Riippuvuus Suomen yleisestä talouskehityksestä

Pitkällä ajanjaksolla talouskasvu ja vähittäiskaupan kasvu kulkevat käsi kädessä. Tokmanni toimii tällä hetkellä pelkästään Suomessa ja yhtiö on riippuvainen Suomen yleisestä talouskehityksestä, kuluttajien ostovoiman kehitymisestä ja kuluttajaluottamuksesta. Suomen vähittäiskauppa on pitkällä aikavälillä kasvanut noin 3 %:n vauhtia, mutta viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on ollut tätä hitaampaa. Meidän arviomme mukaan Tokmannin kohdemarkkinan kasvu tulee strategiakaudella (2021-2025) olemaan selvästi hitaampaa kuin mitä yhtiön liikevaihtotavoite vaatisi. Taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen nojaa siten vahvasti markkinaosuuksien voittamiseen. Tämä ei välttämättä ole kilpaillussa vähittäiskaupan ympäristössä kovinkaan helppoa ja se vaatii Tokmannin johdolta hyvää strategian toteuttamista.

Muutokset kuluttajien käytöksessä

”Fiksun ostamisen” trendin kasvu on tukenut Tokmannin myyntiä viime vuosina. Mikäli kuluttajien hintatietoisuus ja kiinnostus tarjouksia kohtaan vähenisi, olisi tällä negatiivinen vaikutus koko halpakaupan alaan. Nykytietojen valossa koemme tämän riskin kuitenkin melko pieneksi.

Sijoitusprofiili

1.

Edellytykset tasaiseen kasvuun, joka syventää vallihautoja ja vahvistaa skaalaetuja

2.

Defensiivinen toimiala ja vahva markkina-asema

3.

Verkkokauppa tarjoaa mahdollisuuden vahvalle kasvulle, mutta lisää myös kilpailua

4.

Optiona kansainvälinen laajeneminen

5.

Kokonaisuutena alhainen riskiprofiili

Potentiaali



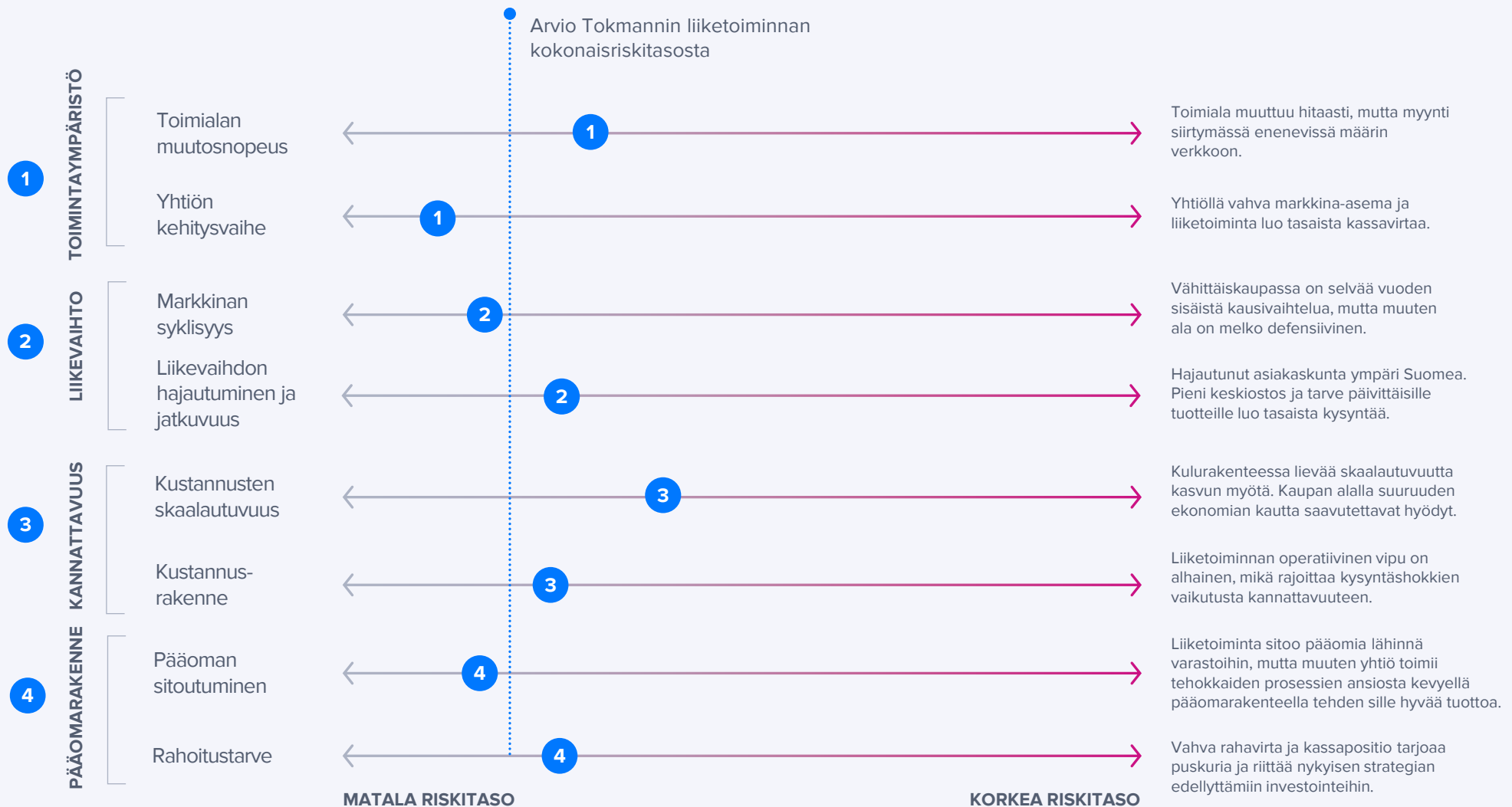
- Orgaaninen kasvu myymälöiden avaamisen ja verkkokaupan kehittymisen myötä ja mahdolliset yritysostot tukevat kasvua
- Hyvin asemoitunut kaupan alalla, joka konsolidoituu ja muovautuu suuria yhtiöitä suosivaksi
- Varastonimikkeiden määrän lisääminen ja uusien omien tuotemerkkien lanseeraaminen
- Verkkokaupan ja yritysmyynnin hyödyntämätön potentiaali
- Suoran tuonnin osuuden kasvattaminen
- Optiona mahdollisuus kansainväliselle laajenemiselle

Riskit

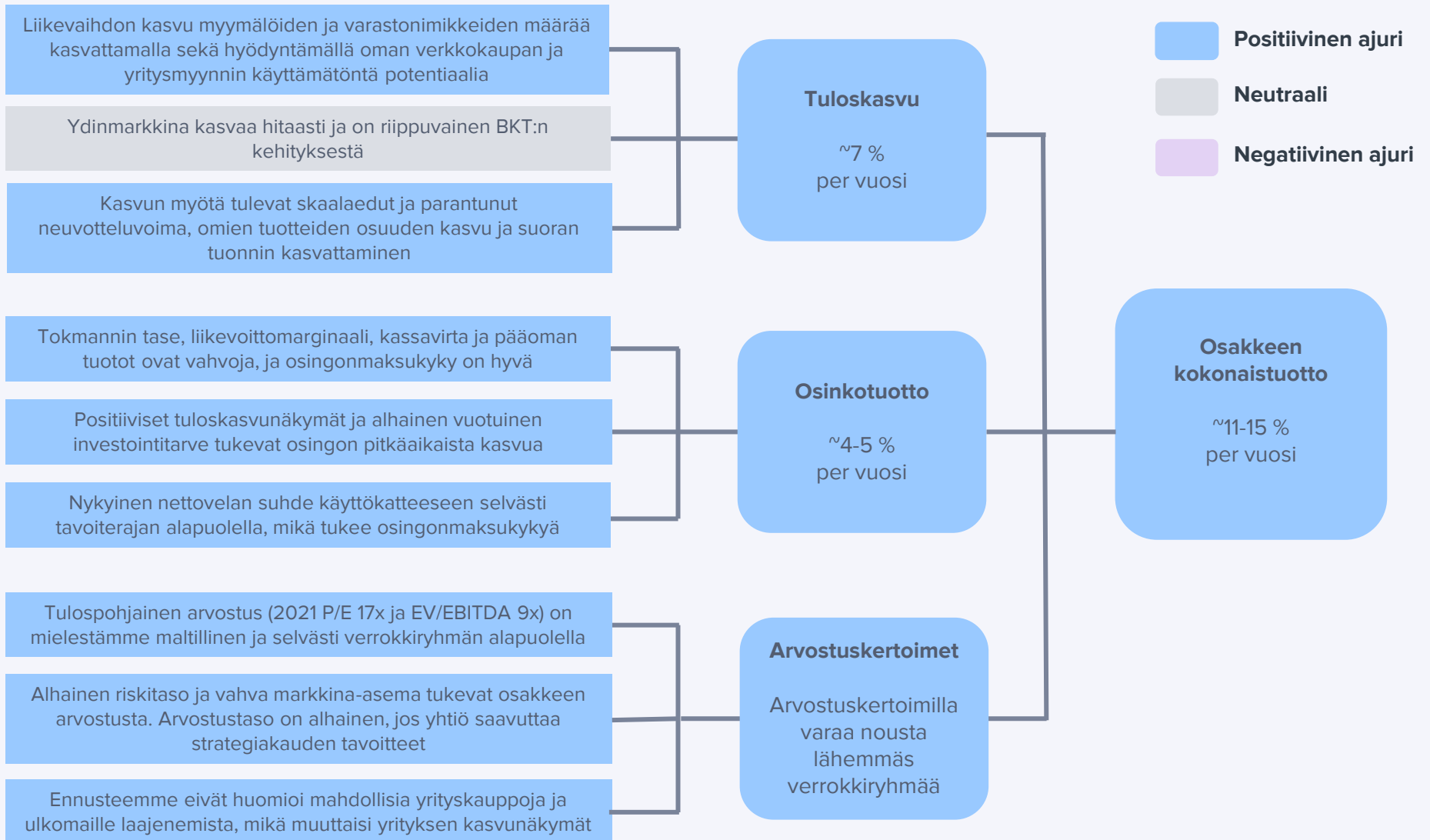


- Kiristynyt kilpailu vähittäiskaupassa ja uudet ulkomaalaiset haastajat
- Maine- ja hintamielikuvariskit
- Verkkokaupan murroksessa epäonnistuminen
- Muutos kuluttajien ostokäyttäytymisessä
- Riippuvuus Mäntsälän keskusvarastosta
- Riippuvuus Suomen yleisestä talouskehityksestä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Osaketuoton ajurit 2021e-2025e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osaakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	870,4	944,3	1073,2	1115,2	1178,2	EPS (raportoitu)	0,61	0,80	1,21	1,29	1,40
Käyttökate	65,0	130,6	163,6	171,0	180,6	EPS (oikaistu)	0,61	0,82	1,23	1,27	1,40
Liikevoitto	50,3	69,4	98,9	105,1	113,1	Operat. kassavirta / osake	0,85	1,54	2,70	2,48	2,58
Voitto ennen veroja	44,7	58,9	88,9	95,0	103,1	Vapaa kassavirta / osake	0,46	-3,39	1,60	1,27	1,18
Nettovoitto	35,8	47,1	71,2	76,0	82,5	Omapääoma / osake	2,96	3,14	3,69	4,13	4,63
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,0	-1,3	1,0	0,0	Osinko / osake	0,50	0,62	0,85	0,90	0,95
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	480,2	730,9	785,0	802,7	836,6	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	8 %	14 %	4 %	6 %
Oma pääoma	174,5	184,7	217,3	243,4	272,8	Käyttökateen kasvu-%	22 %	101 %	25 %	5 %	6 %
Liikearvo	134,6	135,0	135,8	135,8	135,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	30 %	40 %	42 %	4 %	9 %
Nettovelat	135,1	380,2	332,8	315,9	307,4	EPS oik. kasvu-%	36 %	34 %	51 %	3 %	10 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	7,5 %	13,8 %	15,2 %	15,3 %	15,3 %
Käyttökate	65,0	130,6	163,6	171,0	180,6	Oik. Liikevoitto-%	5,8 %	7,5 %	9,3 %	9,3 %	9,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,4	-23,7	15,2	-4,1	-6,2	Liikevoitto-%	5,8 %	7,3 %	9,2 %	9,4 %	9,6 %
Operatiivinen kassavirta	50,1	90,8	158,6	145,9	151,8	ROE-%	21,2 %	26,2 %	35,4 %	33,0 %	32,0 %
Investoinnit	-22,2	-289,9	-64,3	-70,9	-82,3	ROI-%	14,6 %	14,7 %	16,2 %	16,6 %	17,3 %
Vapaa kassavirta	27,3	-199,6	94,0	74,9	69,5	Omavaraisuusaste	36,3 %	25,3 %	27,7 %	30,3 %	32,6 %
						Nettovelkaantumisaste	77,4 %	205,9 %	153,1 %	129,8 %	112,7 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
				%- osakkeista		EV/Liikevaihto	0,6	1,2	1,2	1,4	1,3
Seppo Saastamoinen				18,1 %		EV/EBITDA (oik.)	8,6	8,6	7,9	9,3	8,8
Varma Mutual Pension Insurance Company				3,8 %		EV/EBIT (oik.)	11,1	16,0	12,9	15,3	14,0
Elo Mutual Pension Insurance Company				3,6 %		P/E (oik.)	11,8	15,4	13,2	17,0	15,5
Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company				2,7 %		P/B	2,4	4,0	4,4	5,2	4,7
OP Fonder				2,7 %		Osinkotuotto-%	7,0 %	4,9 %	5,2 %	4,2 %	4,4 %
Nordea Fonder				2,2 %							

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/05/2021	Osta	25,00 €	21,68 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**