Toiveita herättävä Q3-raportti

Stockmannin odotuksia parempi Q3-raportti paransi tuloskäänteen onnistumisen todennäköisyyttä. Käänteen riskit ovat kuitenkin edelleen korkealla ja epävarmuus myynnin kääntymiseen suurta. Nevsky Centerin myynti nostaa toiveita osien summassa piilevän arvon asteittaisesta purkautumisesta emmekä näe osakkeessa enää selvää laskuvaraa. Nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy) ja tarkistamme tavoitehintamme 6,5 euroon (aik. 6,0 euroa).

Q3-raportti oli odotuksia parempi

Q3:lla Retailissa kulurakenne laski odotuksiamme nopeammin säästötoimien ansiosta ja myyntikate parani vertailukaudesta myyntimixin parantumisen ja hintakurin myötä. Lindexin tulos oli myös odotuksia parempi ja yhtiön kulut laskivat odotuksiamme nopeammin Venäjän tappiollisten myymälöiden karsimisen myötä. Lindexin kulurakenne alkaakin olla erinomaisella tasolla ja se tarjoaa erinomaisen alustan kannattavalle kasvulle.

Nevskyn myynti on askel oikeaan suuntaan

Numeroiden ulkopuolelta tärkein yksittäinen asia oli, kun yhtiö kertoi harkitsevansa Nevsky Centerin (tasearvo 181 MEUR) myyntiä. Myynti on mielestämme loogista, sillä se ei kuulu ydinliiketoimintaan ja sen avulla yhtiö kykenisi pienentämään raskasta velkataakkaansa ja toisaalta maksamaan pois kalliin hybridilainan (84,3 MEUR). Nevskyn myynti nostaa myös toiveita uusista kiinteistömyynneistä, jotka ovat avainasemassa yhtiön osissa piilevän arvon purkamiseen ja matalan oman pääoman tuoton nostamiseen.

Ennusteisiin vain pieniä muutoksia

Ensi vuonna Stockmannin EPS nousee vihdoin voitolliseksi (2017e: 0,38 euroa), kun Retailin tappiot supistuvat ja Lindex jatkaa vahvaa kannattavaa kasvuaan. 2018 yhtiön tulos nousee hyvälle tasolle (2018e: EPS 0,59 euroa), kun Retailin tulos yltää nollatasolle ja Lindex ylläpitää erinomaista kannattavuuttaan. Ennusteemme nojaa oletukseen siitä, että Retailin myynnin lasku pysähtyy ja kääntyy varovaiseen kasvuun 2017-2018 aikana. Retailin kulurakenne alkaa ilmoitetut kulusäästöt huomioiden olla järkevällä tasolla ja mielestämme kulurakenne tarjoaa ensimmäistä kertaa realistiset edellytykset liiketoiminnan kääntymiselle. Tämä vaatii kuitenkin myynnin kääntymistä kasvuun ja tulevien kvartaalien myynnissä olisikin ensiarvoisen tärkeä nähdä merkkejä laskun hidastumisesta ja lopulta kääntymisestä. Mikäli myynti jatkaa jyrkässä laskussa vielä useamman kvartaalin, joutuu yhtiö jälleen aloittamaan uuden saneerauksen.

Arvostuksessa ei 12kk tähtäimellä nousuvaraa

Stockmannin lyhyen aikavälin tuloskertoimet ovat korkeita ja ne laskevat järkevälle tasolle vasta 2018 (P/E 11x, EV/EBITDA 8x). Tulosparannukseen liittyvän suuren epävarmuuden huomioiden, emme pidä kertoimia erityisen houkuttelevana ja näkemyksemme mukaan riski/tuotto-suhde ei ole houkutteleva. P/B-kerroin on matala 0,4x ja Nevskyn mahdollinen myynti nostaa toiveita tämän potentiaalin purkautumisesta. Pidämme Helsingin kiinteistön myyntiä kuitenkin epätodennäköisenä seuraavan 12kk:n aikaperiodilla emmekä anna tälle optiolle juurikaan arvoa toistaiseksi.

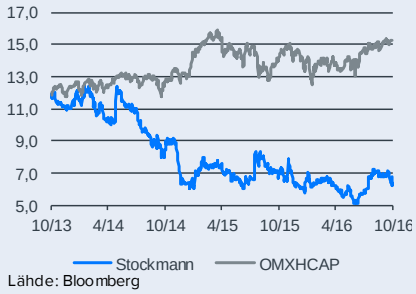
Analyytikko

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

Suositus
Vähennä

Edellinen: Myy

Tavoitehinta **6,50 EUR**
Edellinen: 6,00



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös	**6,74 EUR**
12 kk vaihteluväli	**5,06-7,98 EUR**
Potentiaali	**-7,1 %**

Ohjeistus

2016 liikevaihto laskee vuodesta 2015 käynnissä olevien strategisten toimenpiteiden johdosta. Liiketuloksen ilman kertaeriä odotetaan olevan hieman positiivinen.

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

Avainluvut

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto-marginaali %	Tulos ennen veroja (PTP) MEUR	Tulos/ osake EUR	Osinko/ osake EUR	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBITDA (x)	EV/ EBIT (x)	P/E (x)	Osinko-tuotto %
2014	1 844	-94	-5,1 %	-115	-1,55	0,00	0,7	95,3	-22,2	-6,3	0,0 %
2015	1 435	-53	-3,7 %	-74	-1,23	0,00	0,8	20,6	-50,2	-7,3	0,0 %
2016e	1 324	22	1,7 %	3	-0,24	0,00	0,9	15,4	55,7	-29,5	0,0 %
2017e	1 207	65	5,4 %	44	0,38	0,10	1,0	10,0	18,7	18,3	1,5 %
2018e	1 240	84	6,8 %	62	0,59	0,20	1,0	8,4	14,1	11,8	2,9 %

Markkina-arvo, MEUR	493	OPO / osake 2016e, EUR	14,42	CAGR EPS, 2015-2018, %	-178 %
Nettovelka 2016e, MEUR	757	P/B 2016e	0,5	CAGR kasvu, 2015-2018, %	-5 %
Yritysarvo (EV), MEUR	1250	Nettovelkaisuusaste 2016e, %	72,9 %	ROE 2016e, %	-1,6 %
Taseen koko 2016e, MEUR	2198	Omavaraisuusaste 2016e, %	47,3 %	ROCE 2016e, %	1,2 %

Hyvä Q3-raportti

Lindex erinomaisessa iskukunnossa

Stockmannin Q3-raportti oli kokonaisuutena hyvä ja toiveita herättävä. Q3-liikevaihto oli ennakkotietojen mukaisesti 289 MEUR. Jatkuvien tuote- ja liiketoiminta-alueiden osalta myynti laski 5,5 %. Liikevoitto nousi odotusten vastaisesti 3 MEUR plussalle (konsensus -3,6 MEUR) johtuen odotuksia matalammista kuluista sekä kertatuotoista. Isosta velkataakasta johtuvat rahoituskulut painoivat kuitenkin osakekohtaisen tuloksen 0,12 euroa tappiolle (Q3'16e: -0,10 euroa).

Retailin osalta -18 MEUR:n liiketulos oli odottamaamme -21 MEUR parempi. Vaikka myyntikate 40,2 % jäikin 41 %:n odotuksistamme, oli yhtiön kulumassa lähes 6 MEUR odotuksiamme matalampi ja yhtiön säästöohjelmien vaikutus on ollut aiempaa arviotamme suurempi. Kulumassan ripeä lasku parantaa Retailin näkymiä jonkin verran, mutta ei muuta tilannetta siltä osin, että segmentin myynnin on pakko kääntyä kasvuun tuloskäänteen onnistumiseksi. Yhtiö on katsauskaudella jatkanut aktiivisia toimenpiteitä tähän liittyen, mutta toistaiseksi tulokset ovat jääneet vaisuiksi.

Lindex jatkoi vahvaa suorittamistaan ja sen liikevoitto 15,7 MEUR. Tämä ylitti 12,2 MEUR:n ennusteemme selvästi. Myyntikate 62,8 % oli yllättävän korkea (Inderes 62 %) ja sitä selittävät osin kertaluontoiset tekijät. Myös kulurakenne laski selvästi odotuksiamme enemmän johtuen tappiollisten myymälöiden sulkemisesta ja kulusäästöistä. Lindexin kulujen jatkuva lasku on yhtiön tulospotentiaalin kannalta kriittistä ja yhtiö tulee kuluvana vuonna tekemään erinomaisen tuloksen.

Raportin kolmas kuluyllätys nähtiin konsernin kuluissa, missä kulut olivat yllättäen 0,2 MEUR plussalla (Q3'16e: -1,5 MEUR).

Tätä selittää pienet myyntivoitot (1,3 MEUR) Kirjavälityksestä ja Espoon Friisinkeskuksen liikekiinteistöstä.

Real Estaten osalta numerot eivät tarjonneet yllätyksiä, mutta ilmoitus Nevsky Centerin mahdollisesta myynnistä oli selkeä yllätys. Nevsky Centerin tasearvo oli Q3'16:n lopussa 181 MEUR ja Venäjän tavaratalotoiminnan myynnin jälkeen se on selkeästi ydinliiketoimintaan kuulumaton osa. Myymällä Nevskyn yhtiö saisi kevennettyä raskasta velkataakkaansa ja fokusoiduttua entistä selkeämmin ydinliiketoimintaan. Pidämme Nevskyn mahdollista myyntiä positiivisena yhtiön kannalta, joskin myyntiajankohta on varsin epäsuotuisa Venäjän taloustilanteen vuoksi. Uskomme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset myydä kauppakeskus sen tasearvolla. Irtaantumisen myötä yhtiön liikevoitto tulisi laskelmiemme mukaan laskemaan noin 10 MEUR:lla, mutta vastaavasti kalliin hybridilainan (84,3 MEUR) mahdollinen takaisimaksu yhdessä velkataakan kevennyksen kanssa korvaisi lähes vastaavan summan rahoituskuluissa.

Stockmann toisti ohjeistuksensa (liikevaihto laskee ja oikaistu EBIT hieman positiivinen) ja vahvan Q3-tuloksen jälkeen ei ohjeistuksen saavuttamisessa ole ongelmia.

Ennustetaulukko	Q3'15	Q3'16	Q3'16e	Q3'16e	Konsensus			Erotus (%)	2016e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin		Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	351	289	290	290	281	-	299	0 %	1324
Liikevoitto (oikaistu)	-12,8	3,0	-5,2	-3,6	-6,0	-	1,0		22,5
Liikevoitto	-16,0	3,0	-11,0	-3,6	-6,0	-	1,0		22,5
Tulos ennen veroja	-21,6	-2,1	-16,5	-8,5	-11,0	-	-4,0		3,5
EPS	-0,54	-0,12	-0,10	-0,11	-0,13	-	-0,07		-0,24
Liikevaihdon kasvu-%	-13,4 %	-17,7 %	-17,4 %	-17,4 %	-20 %	-	-15 %	-0,3 %-yks.	-7,7 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	-3,6 %	1,0 %	-1,8 %	-1,2 %	-2 %	-	0 %	2,8 %-yks.	1,7 %

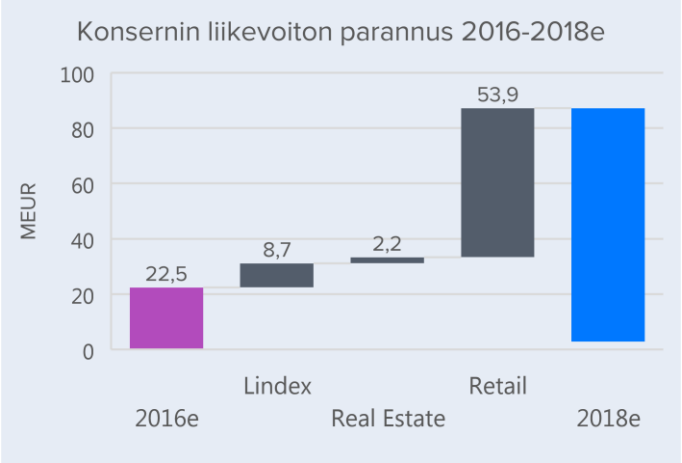
Lähde: Inderes & SME (konsensus)

Ennusteita tarkistettu ylöspäin

Retailin ennusteissa merkittävää epävarmuutta

Olemme tehneet lähivuosien ennusteisiimme vain pieniä muutoksia. Ensi vuonna Stockmannin osakekohtainen tulos tulee vihdoin nousemaan voitolliseksi (2017e: 0,38 euroa), kun Retailin tappiot supistuvat ja Lindex jatkaa vahvaa kannattavaa kasvuaan. 2018 yhtiön tulos nousee hyvälle tasolle (2018e: EPS 0,59 euroa), kun Retailin tulos yltää nollatasolle ja Lindex ylläpitää erinomaista kannattavuuttaan.

Ennusteemme nojaa oletukseen siitä, että Retailin myynnin lasku pysähtyy ja kääntyy varovaiseen kasvuun 2017-2018 aikana. Retailin kulurakenne alkaa, ilmoitetut kulusäästöt huomioiden, olla järkevällä tasolla ja mielestämme kulurakenne tarjoaa ensimmäistä kertaa realistiset edellytykset liiketoiminnan kääntymiselle. Tämä vaatii kuitenkin myynnin kääntymistä kasvuun ja tulevien kvartaalien myynnissä olisikin ensiarvoisen tärkeä nähdä merkkejä laskun hidastumisesta ja lopulta kääntymisestä. Mikäli myynti jatkaa nykyisenkaltaisessa laskussa vielä useamman kvartaalin, joutuu yhtiö jälleen aloittamaan uuden saneerauksen. Johtuen liiketoiminnan rajusti supistuneesta kokoluokasta tarkoittaisi seuraava saneerauskierros todennäköisesti myös tavarataloverkoston tarkastelua ja mahdollista uutta tavaratalon sulkemista. Korostamme, että myynnin kääntymiseen liittyy suurta epävarmuutta ja tähänastiset näytöt myynnin kehityksestä eivät ole olleet rohkaisevia. Vaikka Suomen taloudessa onkin nähty lievää piristymistä ja yhtiö on jatkanut omia aktiivisia toimia myynnin kääntämiseksi, ei jatkuvien toimintojen liikevaihdossa ole ollut nähtävissä oleellisia merkkejä paremmasta.



Ennustemuutokset	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1309	1324	1 %	1220	1207	-1 %	1269	1240	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	22,5	103 %	58,5	65,2	11 %	85,3	84,5	-1 %
Liikevoitto	5,2	22,5	328 %	58,5	65,2	11 %	85,3	84,5	-1 %
Tulos ennen veroja	-14,1	3,5	-124 %	36,7	43,7	19 %	62,5	62,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,23	-0,24	3 %	0,31	0,38	23 %	0,58	0,59	2 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,10	0,10	0 %	0,20	0,20	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	642	641	0 %	521	507	-3 %	533	517	-3 %
Fashion Chains	666	652	-2 %	686	672	-2 %	707	692	-2 %
Real Estate	60	59	-1 %	61	60	-1 %	62	61	-1 %
Eliminoinnit	-32	-28	-13 %	-32	-32	0 %	-30	-30	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	-60	-54		-22	-16		1,0	0,2	
Fashion Chains	64	61	-4 %	67	67	1 %	69	70	2 %
Real Estate	23	22	-6 %	24	23	-4 %	25	24	-4 %
Eliminoinnit	-16	-7	-54 %	-10	-10	0 %	-10	-10	0 %

Lähde: Inderes

Tulospohjaisesti osake on kallis

Osissa piilevä arvo tulisi saada esiin

Stockmannin lyhyen aikavälin tuloskertoimet ovat korkeita ja ne laskevat järkevälle tasolle vasta 2018 (P/E 11x, EV/EBITDA 8x). Tulosparannukseen liittyvän suuren epävarmuuden huomioiden, emme pidä kertoimia erityisen houkuttelevana ja näkemyksemme mukaan riski/tuotto-suhde ei ole houkutteleva.

Verrokkiyhtiöitä hinnoitellaan tällä hetkellä ensi vuoden ennusteilla P/E 16x ja EV/EBITDA 8x tasoilla. Jos sovellamme näitä kertoimia Stockmannin vuoden 2018 ennusteisiimme ja annamme molemmille kertoimille 50 %:n painoarvon, saamme käyväksi arvoksi 6,4 euroa. Laskelmamme heijastelee yhtiön nykykurssiin ladattuja korkeita odotuksia ja mielestämme osakkeen nousuvara nykytasolta vaatisikin Retailin tuloksen nousemisen selvästi voitolliseksi. Liiketoiminnan rajusti supistuvasta volyymistä johtuen suhteellisen kannattavuuden pitäisi nousta historiallisen hyvälle tasolle, jotta osakkeen tulospotentiaali saadaan houkuttelevaksi suhteessa nykykurssiin. Ottaen huomioon Retailin käänteeseen liittyvän epävarmuuden, on Retailin tulospotentiaalista puhuminen nykytilanteessa täysin ennenaikaista ja spekulatiivista.

Osien summassa merkittävää potentiaalia

Stockmannin tasepohjainen arvostus on erittäin matala (P/B 0,4x) ja osien summassa on selkeää potentiaalia. Laskelmiemme mukaan yhtiön osien summan on noin 10,0 euroa osake Retailin arvon ollessa nolla. Retailin arvottaminen nykyisellä kannattavuudella on mielestämme mahdotonta ja mielestämme nolla-arvon soveltaminen Retailiin on perusteltua niin kauan, kunnes käänteen onnistumisesta on nähtävissä lisää merkkejä.

Tällä hetkellä kuitenkin yhtiön suurin omaisuusmassa (kiinteistöt) on pääosin alistettu tappiolliselle tavarataloliiketoiminnalle ja toinen merkittävä omaisuuserä Lindex kuittaa tällä hetkellä käytännössä Retailin tappiot. Tästä johtuen yhtiön oman pääoman tuotto jää heikoksi. Myös vuoden 2018 oman pääoman tuotto jää erittäin matalalle noin 4 %:n tasolle.

Mielestämme onkin selvää, että rakennejärjestelyt ovat ainoa tapa saada yhtiön osissa piilevä arvo esiin. Loogisin askel tämän arvon purkamiselle olisi kiinteistöjen myynti. Kiinteistöjen omistaminen osana nykyistä konsernia ei mielestämme ole järkevää, sillä Stockmann ei nykyrakenteella saa kiinteistöyhtiön hyötyjä, vaan lähinnä sen haitat. Kiinteistöjen myyminen tulee entistä järkevämmäksi, kun Retailin tulos nousee edes lähelle nollatasoa ja riski divisioonan uudelleen kriisiytymisestä pienenee. Myymällä kiinteistöt Stockmann olisi käytännössä nettovelaton ja nykyiselle 500 MEUR:n markkina-arvolle jäisi vastapuolelle Lindex sekä tavaratalotoiminta. Tavaratalotoiminnan noustessa lähelle nollatulosta sitä voidaan alkaa jälleen hinnoitella jonkinlaisella arvolla ja näiden osien arvo ylittäisi arviomme mukaan selvästi noin 500 MEUR:n markkina-arvon.

Nevskyn mahdollinen myynti nostaa toiveita tämän potentiaalin purkautumisesta pidemmällä aikavälillä. Pidämme Helsingin kiinteistön myyntiä kuitenkin epätodennäköisenä seuraavan 12kk:n aikaperiodilla emmekä anna tälle optiolle juurikaan arvoa toistaiseksi.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Stockmann	6,74	487	1270	107,0	30,6	17,8	12,5	1,0	1,0		45,2	0,6	1,6	0,5
Nordstrom	48,20	8249	9942	12,2	11,4	7,1	6,6	0,7	0,7	19,0	17,2	3,0	3,5	9,5
Brown Group	2,12	610	946	9,5	9,4	7,1	6,9	0,9	0,9	8,5	8,3	7,2	7,4	1,1
Marks & Spencer	3,83	6255	8506	10,6	11,0	5,9	6,0	0,7	0,7	11,6	11,8	6,0	6,2	1,7
Next	54,70	7882	9070	9,6	9,8	8,4	8,5	1,9	1,8	11,4	11,1	3,8	3,9	17,0
Hennes & Mauritz	25,94	42817	42293	17,6	15,3	13,3	11,5	2,2	2,0	22,9	20,0	3,9	4,2	7,0
Kesko	45,27	4428	4821	17,9	15,0	11,8	10,3	0,5	0,4	21,2	19,1	4,6	4,6	2,2
Ted Baker	28,10	1237	1367	18,2	16,1	14,3	12,6	2,3	2,1	22,5	19,7	2,4	2,8	
Hyundai Department Stores	96,03	2239	3012	9,5	8,8	6,8	6,4	2,0	1,9	9,7	8,9	0,6	0,7	0,7
Lifestyle International	1,22	1946	583	2,4	2,3	2,3	2,1	1,0	1,0	12,5	10,3	5,6	5,7	10,6
Kappahl	4,69	361	376	9,4	8,8	6,9	6,6	0,8	0,7	12,6	11,4	4,0	4,7	1,8
Debenhams	0,61	753	1084	7,7	8,3	4,1	4,2	0,3	0,3	7,9	8,5	6,4	7,0	0,6
Adler Modemarkte	4,77	90	135	19,7	9,0	5,7	4,2	0,2	0,2	76,1	12,7	6,3	7,6	0,9
Myer Holdings	0,81	666	736	8,8	8,1	4,9	4,7	0,3	0,3	12,4	11,1	5,5	6,3	0,9
Verkkokauppa.com	6,80	306	277	22,2	16,5	20,6	15,3	0,7		33,2	25,2	3,4	3,8	8,0
Supergroup	14,96	1220	1092	11,8	10,6	8,2	7,4	1,5	1,3	16,5	15,0	2,2	2,7	
Tokmanni Group	9,04	530	688	14,5	12,8	10,9	9,9	0,9		18,4	13,7	5,0	6,0	3,2
Stockmann (Inderes)	**6,74**	**493**	**1250**	**55,7**	**18,7**	**15,4**	**10,0**	**0,9**	**1,0**	**-29,5**	**18,3**	**0,0**	**1,5**	**0,5**
Keskiarvo				**18,1**	**12,0**	**9,2**	**8,0**	**1,1**	**1,0**	**19,8**	**15,8**	**4,2**	**4,6**	**4,4**
Mediaani				**11,8**	**10,6**	**7,1**	**6,9**	**0,9**	**0,9**	**14,5**	**12,7**	**4,0**	**4,6**	**1,8**
Erotus-% vrt. mediaani				**373 %**	**77 %**	**116 %**	**44 %**	**7 %**	**11 %**		**44 %**	**-100 %**	**-69 %**	**-73 %**

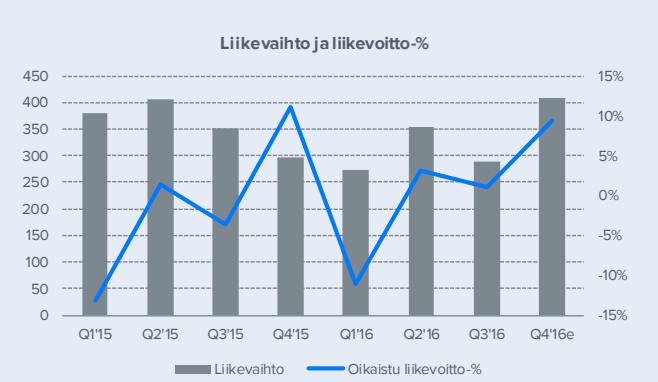
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

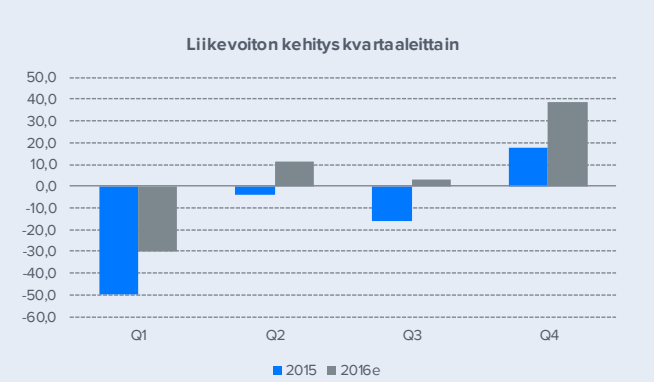
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	**1844,3**	**380,4**	**405,8**	**350,9**	**297,7**	**1434,8**	**273,1**	**352,8**	**288,9**	**409,6**	**1324,4**	**1206,9**	**1240,1**
Retail	*1075,3*	*232,6*	*224,0*	*178,1*	*106,1*	*740,8*	*135,2*	*168,7*	*124,2*	*212,5*	*640,6*	*507,1*	*517,2*
Fashion Chains	*743,2*	*142,2*	*175,3*	*166,3*	*184,6*	*668,4*	*130,2*	*175,6*	*156,1*	*190,1*	*652,0*	*671,6*	*691,7*
Real Estate	*59,4*	*14,6*	*15,2*	*15,1*	*14,4*	*59,3*	*14,8*	*14,8*	*14,9*	*14,9*	*59,4*	*60,2*	*61,1*
Eliminoinnit	*-33,6*	*-9,0*	*-8,7*	*-8,6*	*-7,4*	*-33,7*	*-7,1*	*-6,3*	*-6,3*	*-8,0*	*-27,7*	*-32,0*	*-30,0*
Käyttökate	**-23,0**	**-29,5**	**14,8**	**6,5**	**38,0**	**29,8**	**-16,3**	**26,3**	**17,6**	**53,7**	**81,3**	**122,0**	**140,8**
Poistot ja arvonalennukset	-71,0	-20,4	-18,9	-22,5	-20,5	-82,3	-14,0	-15,2	-14,6	-15,0	-58,8	-56,8	-56,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	**-57,6**	**-49,9**	**5,7**	**-12,8**	**33,0**	**-24,0**	**-30,3**	**11,1**	**3,0**	**38,7**	**22,5**	**65,2**	**84,5**
Liikevoitto	**-94,0**	**-49,9**	**-4,1**	**-16,0**	**17,5**	**-52,5**	**-30,3**	**11,1**	**3,0**	**38,7**	**22,5**	**65,2**	**84,5**
Retail	*-68,6*	*-30,5*	*-21,7*	*-34,2*	*13,5*	*-72,9*	*-25,3*	*-20,5*	*-18,0*	*10,1*	*-53,7*	*-15,5*	*0,2*
Fashion Chains	*0,0*	*-23,0*	*17,7*	*15,3*	*20,5*	*30,5*	*-8,5*	*28,1*	*15,7*	*26,1*	*61,4*	*67,4*	*70,2*
Real Estate	*15,9*	*4,6*	*5,5*	*4,5*	*1,7*	*16,3*	*6,0*	*5,4*	*5,1*	*5,4*	*21,9*	*23,2*	*24,1*
Eliminoinnit	*-41,3*	*-1,0*	*-5,6*	*-1,6*	*-18,2*	*-26,4*	*-2,6*	*-2,0*	*0,3*	*-3,0*	*-7,2*	*-10,0*	*-10,0*
Nettorahoituskulut	-21,4	-5,3	-4,8	-5,6	-5,5	-21,2	-4,3	-4,6	-5,1	-5,0	-19,0	-21,4	-22,0
Tulos ennen veroja	**-115,4**	**-55,2**	**-8,9**	**-21,6**	**12,0**	**-73,7**	**-34,6**	**6,5**	**-2,1**	**33,7**	**3,5**	**43,7**	**62,5**
Verot	3,8	-1,0	1,8	0,3	-16,2	-15,1	3,0	-8,2	-5,2	-3,4	-13,8	-9,6	-13,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,6	-6,6
Nettotulos	**-111,6**	**-56,2**	**-7,1**	**-21,3**	**-4,2**	**-88,8**	**-33,3**	**-3,4**	**-9,0**	**28,6**	**-17,1**	**27,5**	**42,7**
EPS (oikaistu)	**-1,04**	**-0,78**	**0,04**	**-0,25**	**0,16**	**-0,84**	**-0,46**	**-0,05**	**-0,12**	**0,40**	**-0,24**	**0,38**	**0,59**
EPS (raportoitu)	**-3,64**	**-0,78**	**-0,10**	**-0,30**	**-0,06**	**-2,90**	**-0,46**	**-0,05**	**-0,12**	**0,40**	**-0,56**	**0,90**	**1,40**

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,5 %	*-3,9 %*	*-18,1 %*	*-13,4 %*	*-45,7 %*	-22,2 %	*-28,2 %*	*-13,1 %*	*-17,7 %*	*37,6 %*	-7,7 %	-8,9 %	2,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-205,8 %	*6,6 %*	*850,0 %*	*-24,9 %*	*484,0 %*	-58,3 %	*-39,3 %*	*94,6 %*	*-123,6 %*	*17,2 %*	-193,6 %	190,1 %	29,6 %
Käyttökate-%	-1,2 %	*-7,8 %*	*3,6 %*	*1,9 %*	*12,8 %*	2,1 %	*-6,0 %*	*7,5 %*	*6,1 %*	*13,1 %*	6,1 %	10,1 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-3,1 %	-13,1 %	1,4 %	-3,6 %	11,1 %	-1,7 %	-11,1 %	3,1 %	1,0 %	9,4 %	1,7 %	5,4 %	6,8 %
Nettotulos-%	-6,1 %	-14,8 %	-1,8 %	-6,1 %	-1,4 %	-6,2 %	-12,2 %	-1,0 %	-3,1 %	7,0 %	-1,3 %	2,3 %	3,4 %

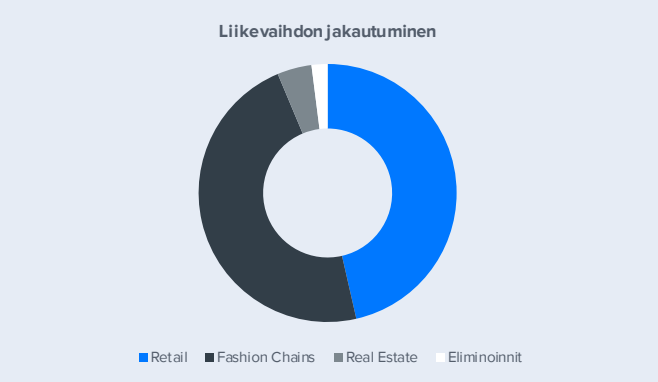
Lähde: Inderes



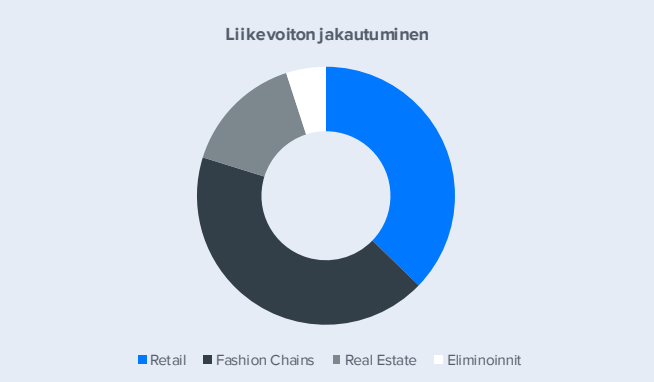
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

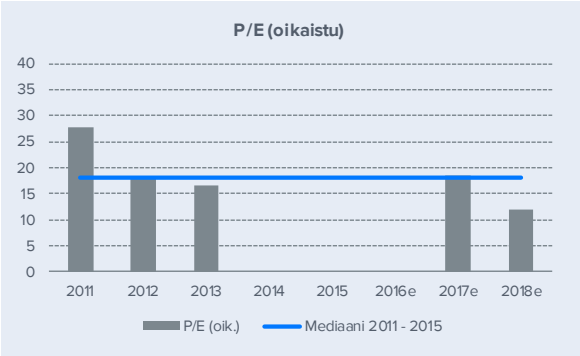


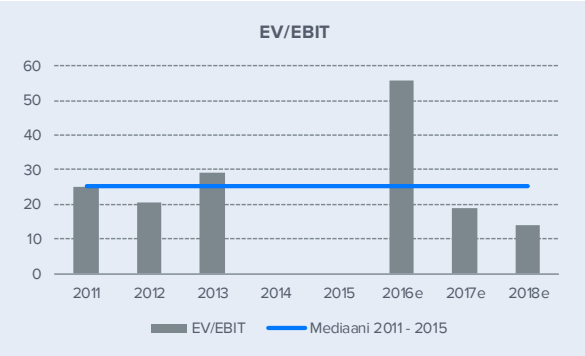
Lähde: Inderes

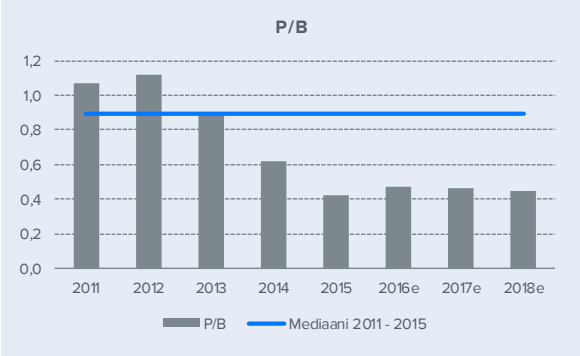
Arvostus

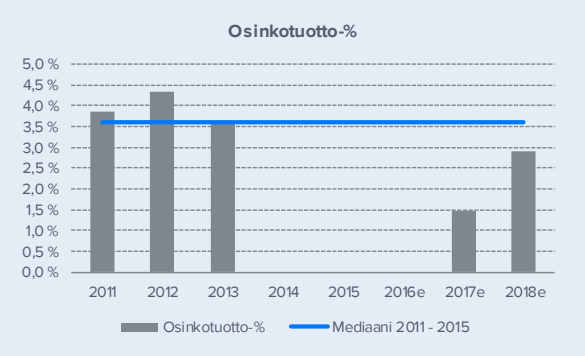
Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	11,98	13,60	11,04	6,55	6,10	7,00	7,00	7,00
Markkina-arvo	929	1000	796	472	439	493	493	493
Yritysarvo (EV)	1759	1812	1577	1277	1204	1250	1217	1187
P/E (oik.)	27,9	18,2	16,4	neg.	neg.	neg.	18,3	11,8
P/E	27,9	18,3	16,4	neg.	neg.	neg.	18,3	11,8
P/Kassavirta	39,1	12,7	8,0	23,6	18,4	16,8	8,8	8,0
P/B	1,1	1,1	0,9	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4
P/S	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0
EV/EBITDA	11,9	11,2	12,2	95,3	20,6	15,4	10,0	8,4
EV/EBIT	25,1	20,6	29,0	neg.	neg.	55,7	18,7	14,1
Osinko/tulos (%)	116,2 %	80,9 %	59,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	26,2 %	33,7 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,3 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %	2,9 %

Lähde: Inderes

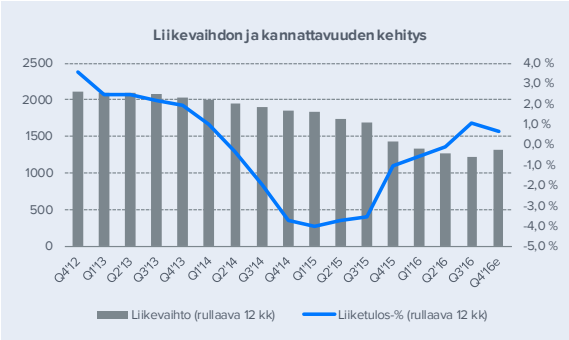


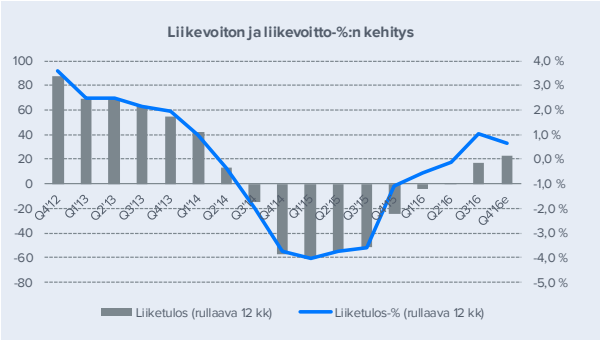






Tulostrendi (rullaava 12 kk)



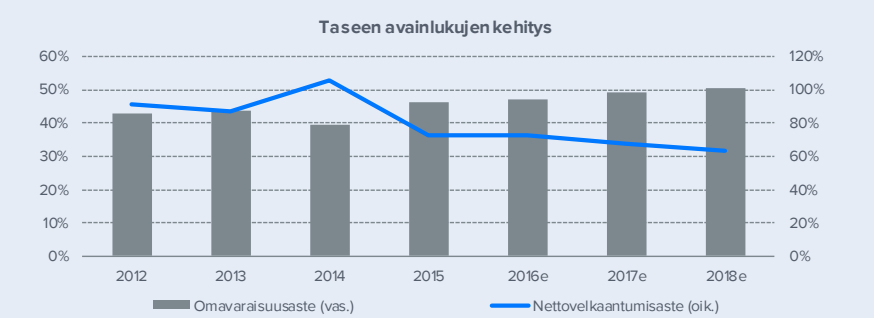


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	**1604**	**1588**	**2028**	**1966**	**1954**
Liikearvo	793	748	765	765	765
Aineettomat oikeudet	169	164	153	146	147
Käyttöomaisuus	617	591	1016	1004	992
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	8	56	39	5	5
Muut pitkäaikaiset varat	1	3	10	1	1
Laskennalliset verosaamiset	17	26	45	45	45
Vaihtuvat vastaavat	**441**	**349**	**245**	**232**	**217**
Varastot	286	239	171	152	139
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	121	80	56	53	54
Likvidit varat	34	29	19	26	24
Taseen loppusumma	**2045**	**1936**	**2274**	**2198**	**2171**

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	**895**	**760**	**1047**	**1039**	**1066**
Osakepääoma	144	144	144	144	144
Kertyneet voittovarat	267	138	-27	-35	-8
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	-6	-4	-4	-4
Muu oma pääoma	484	484	934	934	934
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	**531**	**676**	**703**	**790**	**762**
Laskennalliset verovelat	62	62	164	164	164
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	469	613	535	627	599
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	5	0	0
Lyhytaikaiset velat	**618**	**501**	**523**	**369**	**343**
Lainat rahoituslaitoksilta	345	221	249	157	150
Lyhytaikaiset korottomat velat	273	268	231	212	193
Muut lyhytaikaiset velat	0	12	44	0	0
Taseen loppusumma	**2045**	**1936**	**2274**	**2198**	**2171**

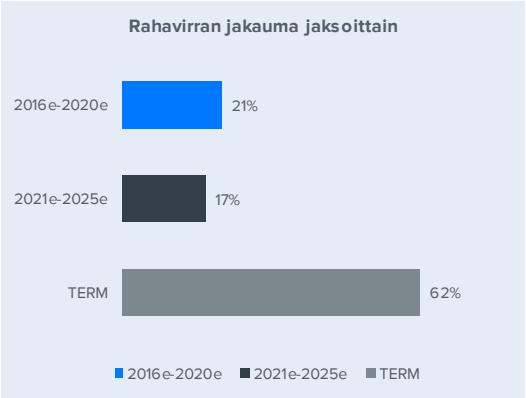


Lähde: Inderes

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	**-52,5**	**22,5**	**65,2**	**84,5**	**94,6**	**92,2**	**88,2**	**83,1**	**84,7**	**79,2**	**80,0**	
+ Kokonaispoistot	82,3	58,8	56,8	56,3	56,6	56,8	57,0	57,1	57,2	57,3	57,4	
- Maksetut verot	67,5	-13,8	-9,6	-13,1	-13,3	-13,5	-13,2	-12,4	-13,0	-12,0	-12,4	
- verot rahoituskuluista	4,4	-4,0	-4,7	-4,6	-4,7	-5,0	-5,3	-5,1	-4,8	-4,6	-4,4	
+ 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	87,9	-41,8	-6,6	-6,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	**189,5**	**21,7**	**101,0**	**116,9**	**133,0**	**130,4**	**126,5**	**122,6**	**124,0**	**119,8**	**120,5**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,5	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-503,7	3,6	-45,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-55,0	-56,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**-309,7**	**20,5**	**56,0**	**61,9**	**78,0**	**75,4**	**71,5**	**67,6**	**69,0**	**64,8**	**64,1**	
+/- Muut	333,5	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	23,8	29,4	56,0	61,9	78,0	75,4	71,5	67,6	69,0	64,8	64,1	1356,1
Diskontattu vapaa kassavirta		37,9	52,4	54,8	65,3	59,7	53,5	47,8	46,2	40,9	38,3	810,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		**1298,5**	**1269,4**	**1217,0**	**1162,2**	**1096,9**	**1037,2**	**983,8**	**935,9**	**889,8**	**848,8**	**810,6**
Velaton arvo DCF		**1298,5**										
- Korolliset velat		-783,4										
+ Rahavarat		19,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		**534,2**										
Oman pääoman arvo DCF per osake		**7,41**										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	5,8 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	2037	1844	1435	1324	1207
EBITDA	129	-23	30	81	122
EBITDA-marginaali (%)	6,3	-1,2	2,1	6,1	10,1
EBIT	54,4	-94,0	-52,5	22,5	65,2
Voitto ennen veroja	26,8	-115,4	-73,7	3,5	43,7
Nettovoitto	48,4	-111,6	-174,9	-8,3	27,5
Kertaluontoiset erät	0,0	-36,4	-28,5	0,0	0,0

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,67	-1,55	-1,23	-0,24	0,38
EPS oikaistu	0,67	-1,04	-0,84	-0,24	0,38
Operat. kassavirta per osak	1,72	0,92	2,63	0,30	1,40
Tasearvo per osake	12,42	10,55	14,53	14,42	14,80
Osinko per osake	0,40	0,00	0,00	0,00	0,10
Voitonjako, %	60	0	0	0	26
Osinkotuotto, %	3,6	0,0	0,0	0,0	1,4

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	2045	1936	2274	2198	2171
Oma pääoma	895	760	1047	1039	1066
Liikearvo	793	748	765	765	765
Korolliset velat	815	834	783	783	748

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	128,9	-23,0	29,8	81,3	122,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-14,5	94,4	87,9	-41,8	-6,6
Operatiivinen kassavirta	124,1	66,4	189,5	21,7	101,0
Vapaa kassavirta	100,1	20,0	23,8	29,4	56,0

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	16,5	neg.	neg.	neg.	17,9
P/B	0,9	0,6	0,4	0,5	0,5
P/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
P/CF	6,4	7,1	2,3	23,2	5,0
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0
EV/EBITDA	12,2	neg.	40,4	15,4	10,0
EV/EBIT	29,0	neg.	neg.	55,7	18,7

Yhtiökuvaus

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

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.12.2014	Lisää	8,00 €	6,80 €
19.12.2014	Vähennä	6,00 €	6,70 €
16.2.2015	Vähennä	6,60 €	7,00 €
29.4.2015	Vähennä	6,60 €	7,20 €
12.8.2015	Vähennä	7,00 €	7,00 €
28.10.2015	Vähennä	7,00 €	6,80 €
4.12.2015	Vähennä	7,50 €	7,50 €
15.1.2016	Vähennä	6,50 €	6,05 €
18.2.2016	Myy	5,00 €	6,20 €
2.5.2016	Vähennä	5,50 €	6,10 €
14.6.2016	Vähennä	5,50 €	5,95 €
15.8.2016	Myy	6,00 €	7,18 €
30.10.2016	Vähennä	6,50 €	6,74 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

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