

Verkkokauppa.com

Yhtiöpäivitys

10/2015

Kasvutarina jatkuu

Tarkistamme Verkkokauppa.comin tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 5,83 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme hieman ylöspäin ja suhtaudumme aiempaa luottavaisemmin yhtiön lähivuosien kasvupotentiaaliin. Suhteessa vahvoin tulospotentialiin ja yhtiön erinomaisiin kilpailuetuihin on nykyinen arvostustaso edelleen varsin houkutteleva.

Vahvat kilpailuedut tärkeimpänä ajurina

Verkkokauppa.comin liiketoiminta nojaa sen vahvoin kilpailuetuihin. Näkemyksemme mukaan yhtiön tärkein kilpailuetu liittyy sen liiketoimintamalliin ja erittäin kilpailukykyiseen kulurakenteeseen. Liiketoimintamallin kilpailuetu kasvaa toiminnan kasvun myötä johtuen sen skaalautuvuudesta. Muut kilpailuedut ovat yhtiön brändi ja oma IT-järjestelmä. Brändi on erittäin vahva etenkin kodinelektronikan puolella, mutta sen kestävyys uusissa tuote- ja asiakasryhmissä on vielä kysymysmerkki. Oman IT-järjestelmän tärkein kilpailuetu on näkemyksemme mukaan sen tarjoama ketteryys ja matala kustannusrakenne.

Lähivuosina tiedossa vahvaa tulospotentialia

Ennustamme Verkkokauppa.comilta voimakasta tulospotentialia lähivuosina. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihto tulee pysymään selvällä kasvu-uralla, kun yhtiö jatkaa markkinaosuuden voittamista kodinelektronikkamarkkinalla ja samalla laajentaa tarjontaansa uusiin tuoteryhmiin. 2015-2018e välinen keskimääräinen liikevaihdon kasvu on noin 19 %. Tulos kasvaa selvästi tätä voimakkaammin johtuen myyntikatteen noususta ja kulurakenteen skaalautuvuudesta. Myyntikatteen nousu perustuu myyntimixin parantumiseen ja liiketoiminnan mittakaavaetuihin. Ennustamme EPS:n kasvavan keskimäärin 45 %. Vahvojen kilpailuetujen vuoksi pidämme tulospotentialiin liittyvää riskiä varsin maltillisena. Markkinatilanne Suomessa tulee säilymään erittäin vaisuna, mikä heijastuu yhtiön etenkin marginaalipaineina.

Vahva kasvu tukee arvostusta

Vaikka lähivuosien tulospotentialiset kertoimet ovat varsin korkeat, pidämme Verkkokauppa.comin arvostusta edelleen varsin houkuttelevana. Erittäin ripeästä tulospotentialista johtuen kertoimet laskevat nopeasti ja vuoden 2018 kertoimet ovat jo erittäin houkuttelevalla tasolla (P/E 10x, EV/EBITDA 5x). Nykyistä arvostusta tukee myös osakkeen selkeä alennus suhteessa sen verrokkiryhmään. Vaikka tietty alennus suhteessa verrokkiryhmään on perusteltu, on nykyinen noin 30 %:n alennus mielestämme liian suuri. Verkkokauppa.com vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä ja potentiaalin realisoitumista kannattaa tarkastella vuositason kvartaalisen sijaan.

Analytiikko

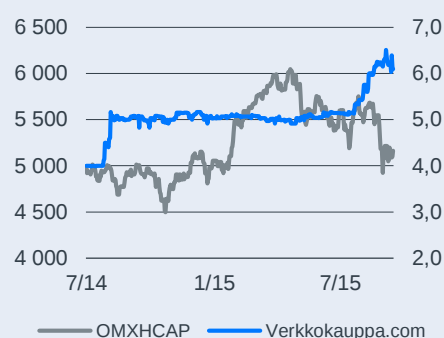
Sauli Vilén
+ 358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus

Lisää

Tavoitehintaa: 7,00 €



Eilisen päätös

6,02 EUR

12 kk vaihteluväli

4,50-7,00 EUR

Potentiaali

+15 %

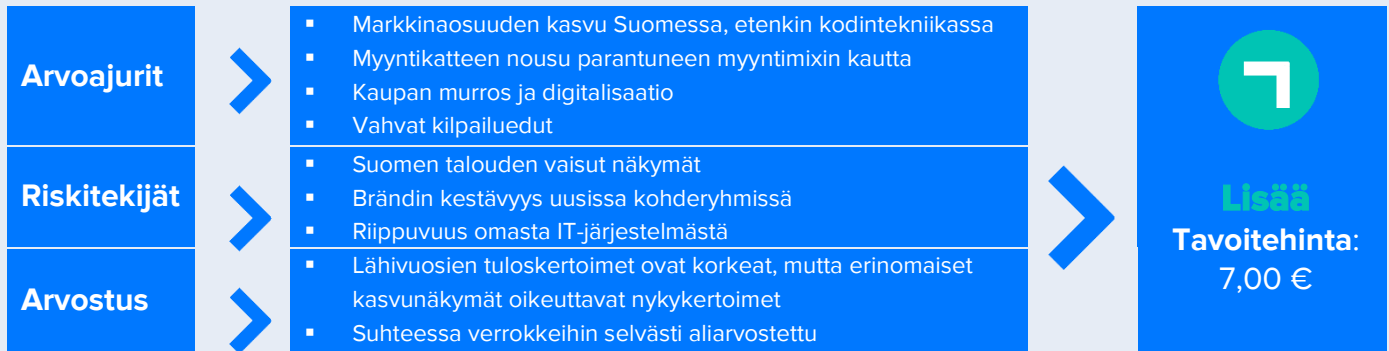
Avainluvut

	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	275,8	345,7	414,6
kasvu-%	15,9 %	25,3 %	19,9 %
EBIT	7,5	5,9	16,8
EBIT-%	2,7 %	1,7 %	4,1 %
PTP	5,6	4,8	16,8
EPS	0,12	0,08	0,30
Osinko	0,17	0,10	0,12
P/E	50,7	39,1	20,2
P/B	6,3	8,1	6,4
EV/S	0,7	0,7	0,5
EV/EBITDA	22,5	22,7	12,6
Osinkotuotto-%	2,8 %	1,7 %	2,0 %

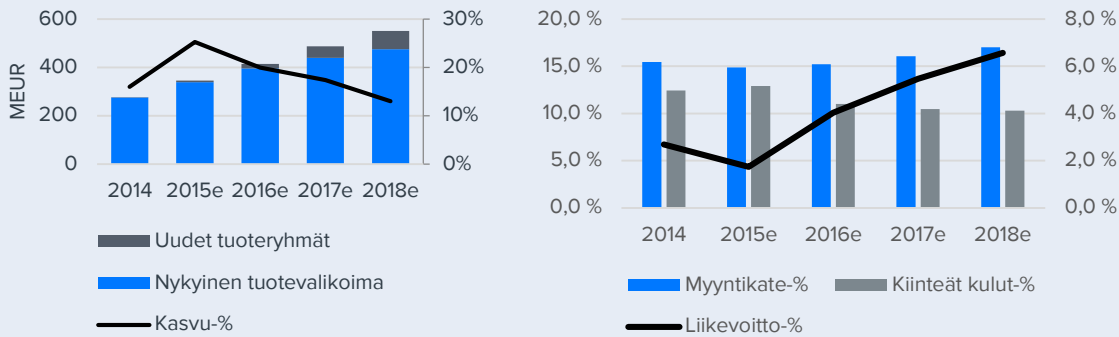
Lähde: Inderes

Verkkokauppa.com yhteenveto

Sijoitusnäkemys

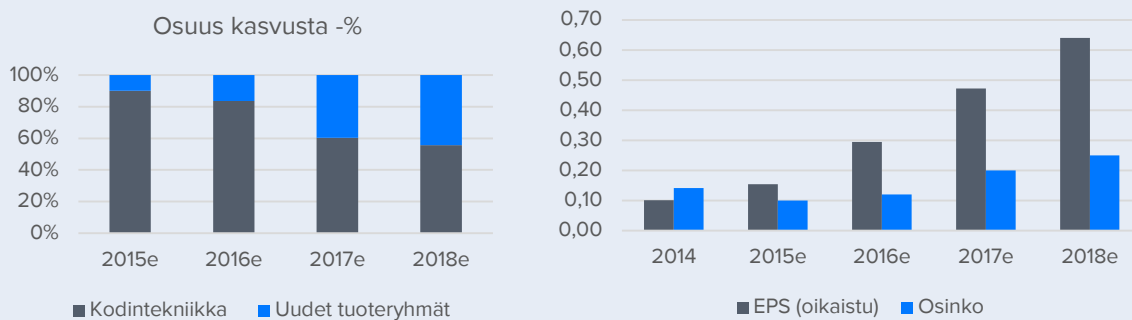


Liiketoiminnan kehitys



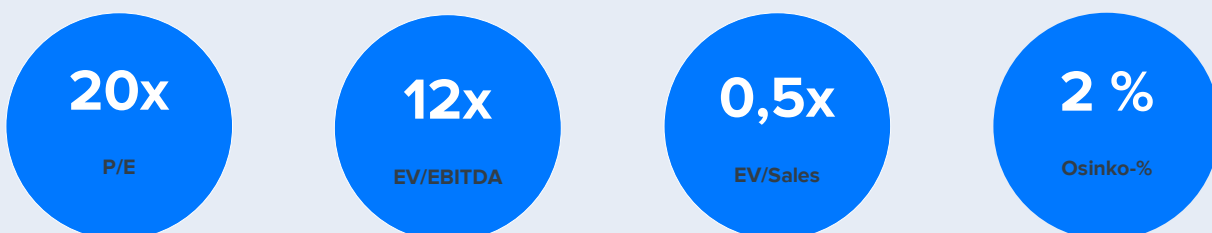
Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Liiketoimintarakenne



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Verkkokauppa.com yhteenveto	3
Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys	5
Liiketoimintamalli	10
Toimiala ja kilpailijat	11
Toimialan yhteenveto	17
Strategia ja riskit	18
Strategia	22
Taloudellinen tilanne	23
Tase	26
Tulevaisuuden ennusteet	27
Ennusteet yhteenveto	30
Arvostus	31
Verrokit	33
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli	34
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä	35
Vastuuvapauslauseke	37

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön kantavana ajatuksena on toiminnan aloittamisesta asti ollut edullinen kustannusrakenne ja halvat hinnat. Yhtiön liiketoimintamalli nojaa verkkokaupan ja kivijalan integraatioon ja yhtiön liiketoimintaa kehitetään sekä johdetaan verkkokaupan ehdoilla. Tästä johtuen yhtiön kustannusrakenne on myös poikkeuksellisen kevyt. Yhtiöllä on kaupan alan yhtiöksi myös erittäin vahvat kilpailuedut.

Yhtiökuvaus

Suomen suurimpia kodintekniikkamyymiä

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön tuotevalikoima keskittyy tällä hetkellä pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti kodintekniikan ulkopuolelle ja uusina tuoteryhminä on tuotu mm. vauvat & perhe, ruoka & juoma sekä laukut ja matkailu. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 25 päätuotealuetta. Niiden alta löytyy yli 50 000 nimikkeen tuotevalikoima, jota yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiön päätuotealueet olivat vuoden 2015 syksyllä: grillaus ja kokkaus, hifi ja audio, kaapelit, kamerat, kellot, kodinkoneet, komponentit, koti ja piha, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, muut tuotteet, oheislaitteet, ohjelmistot, pelit ja viihde, pienkoneet, puhelimet, ruoka ja juoma, tarvike/toimisto, tietokoneet, TV/video, työkalut, urheilu ja ravinteet, vauvat ja perhe sekä verkko. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa. Yhtiön oman arvion mukaan sen kolmesta myymälästä kaksi ovat myös Suomen kaksi suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Yhtiön verkkokaupan kautta myytävien tuotteiden jakelu hoidetaan Itellan, Matkahuollon kautta, joiden avulla jakelu kattaa yli 2500 noutopistettä. Lisäksi yhtiö tarjoaa myös kotiinkuljetuspalveluja yhteistyökumppaneidensa kautta. Kävijämäärältään yhtiön verkkokauppa on Suomen suurin verkkokauppa ja vuonna 2014 yhtiön verkkokaupassa oli noin 40 miljoonaa käyntiä (FY'13: 35 miljoonaa).

Verkkokauppa.comin päämarkkina on Suomi ja arviomme mukaan vain murto-osa sen liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta. Yhtiön markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinoilla oli vuonna 2014 noin 15 %. Q2'15 lopussa Verkkokauppa.com työllisti 550 henkilöä. Vuonna 2014 yhtiön liikevaihto oli 276 MEUR ja käyttökate 8,7 MEUR. Yhtiö listautui Helsingin pörssin First North -listalle huhtikuussa 2014.

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras itsepalveluun perustuva ja verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus, joka muodostuu tuotteiden edullisesta hinnasta, laajasta valikoimasta, hyvästä saatavuudesta sekä toiminnan läpinäkyvyydestä. Yhtiön perustaja ja pääomistaja (omistusosuus 49,9 %) Samuli Seppälä toimii yhtiön toimitusjohtajana.

Liiketoimintamalli

Verkkokaupan ehdoilla

Verkkokauppa.comin liiketoimintamalli perustuu verkko- ja kivijalkakaupan integraatioon. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.comin tapauksessa kivijalka on rakennettu verkkokaupan ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla verkkokauppaa rakennetaan kivijalan ympärille kivijalan ehdoilla. Merkittävänä erona tässä on se, että Verkkokauppa.comin liiketoimintaa johdetaan verkkokaupan ehdoilla, mikä mahdollistaa täysin perinteisestä kaupan toimintamallista poikkeavan toimintamallin.

Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina, noutopisteinä ja kokonaisuutena ne tukevat yhtiön verkkoliiketoimintaa. Verkkokauppa.com pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä yli 130 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota siellä myytävistä tuotteista. Lisäksi tuotekohtaiset tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja huoltoprocentit julkaistaan yhtiön verkkokaupassa. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa jostain tietyistä tuotteista.

Yhtiön tuotevalikoima on niin ikään hyvin laaja ja vuoden 2014 alussa sen valikoimissa oli yli 50 000 tuotetta. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 4000 sen omien brändien alta myytävää tuotetta. Näitä tuotteita myydään usean eri brändin alla ja tuotteita ovat mm. mukit (Verkkokauppa.com), lumilapiot, pölynimurit (Green Cyclone), kaapelit (Fuj:tech) ja tv-/video-/audiotuotteet (ProCaster). Omien tuotteiden

osalta Verkkokauppa.com kantaa niihin liittyvät markkinointi- ja logistiikkakulut itse ja osassa tuotteista yhtiö myös tekee tuotesuunnittelun/tuotekehityksen itse. Pääasiallisesti yhtiö kuitenkin ostaa valmiita tuotteita OEM-valmistajilta. Arviomme mukaan omien tuotemerkkien alla myytävien tuotteiden osuus yhtiön kokonaismyynnistä on jotain prosentteja.

Yhtiön asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa myös hyvin yhtiön toimintamallia. Yhtiö pyrkii olemaan hintajohtaja kaikissa myymissään tuoteryhmissä ja pyrkii välttämään tuoteryhmiä, joissa se ei kykene täyttämään asiakaslupaustaan. Näin ollen yhtiön tavoitteena on luonnollisesti myös konvertoida tietoa hakevia käyttäjistä mahdollisimman suuri osa asiakkaisiksi.

Yhtiön tavoitteena on tarjota asiakkaalle tuote samaan hintaan kanavasta riippumatta. Tuotteiden jakelu pyritään myös tekemään mahdollisimman helpoksi ja asiakas voi joko itse hakea tuotteet vähittäismyymälöistä tai pääkaupunkiseudulla yhtiön Jätkäsaaren myymälän yhteydessä sijaitsevasta 24/7 auki olevasta myymälästä. Tuotteet voidaan myös toimittaa asiakkaalle Matkahuollon ja Itellan kautta tai suoraan kotiinkuljetuksella. Pääkaupunkiseudulla Verkkokauppa.com on myös lanseerannut uuden arkisin toimivan kuljetuspalvelun, jonka tarkoituksena on toimittaa tuote asiakkaalle 3 tunnin sisään tilauksesta.

Verkkokauppa.comin myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista, sekä myymälän ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämiehet (esim. Apple, HP tai Lenovo) maksavat yhtiölle näkyvyydestä liikkeissä ja verkossa sekä päämiehen tuotteisiin erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo yhtiön liikevaihdosta jotain prosentteja, mikä kokonaisuuden kannalta varsin pienen osa.

Arviomme mukaan yhtiön tilauksista noin puolet tapahtuu suoraan verkon välityksellä ja noin puolet kivijalkakaupan kautta. Kivijalkakaupan tilausten osalta on kuitenkin syytä huomata, että näistä tilauksista merkittävässä osassa asiakas on tehnyt ostopäätöksensä jo etukäteen internetin välityksellä ja käyvät noutamassa tai tarkistamassa tuotteen paikan päällä myymälässä. Näin ollen yhtiön verkkokauppa näyttää arviomme mukaan kivijalkakauppaa huomattavasti suurempaa roolia yhtiön liiketoiminnassa.

Yhtiö on itse kehittänyt myös oman IT-järjestelmänsä (Private) ja sen ympärillä pyörivät kaikki yhtiön kannalta kriittiset funktiot, kuten esimerkiksi logistiikka, varastonhallinta, ostot, kassajärjestelmä ja toiminnanohjausjärjestelmä (ERP). Oman IT-järjestelmän avulla Verkkokauppa.com pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan ja saamaan kilpailuetua.

Verkkokauppa.com toimii tällä hetkellä ainoastaan Suomessa eikä yhtiöllä tällä hetkellä ole kiinnostusta laajentaa Suomen ulkopuolelle. Tämä on mielestämme loogista, sillä yhtiön markkinaosuus Suomen

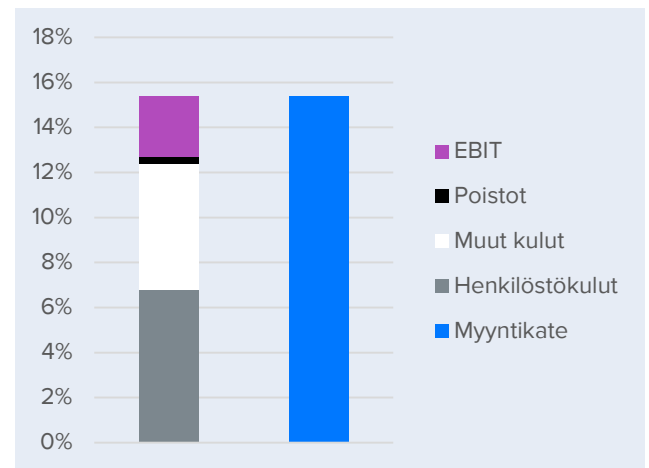
kodinelektroniikkamarkkinasta on edelleen vain noin 15 % ja koko Suomen vähittäiskauppamarkkinasta ainoastaan 0,6 %. Näin ollen yhtiöllä on Suomessa edelleen merkittävää kasvupotentiaalia. Pidemmällä yli 10 vuoden aikajänteellä näemme kansainvälistymisen yhtiölle realistisena vaihtoehtona.

Kustannusrakenne

Poikkeuksellisen edullinen kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kustannusrakenne on erittäin yksinkertainen. Myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen ja vuonna 2014 myyntikate oli 15,4 %. Myyntikatteen alla yhtiön kulut jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin.

Kulurakenne 2014



Lähde: Verkkokauppa.com

Henkilöstökulut olivat vuonna 2014 6,8 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2014 lopussa 520 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus noin 40 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet viime vuosina johtuen yhtiön skaalautuvasta liiketoimintamallista.

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, markkinoinnin ja IT:n. Arviomme mukaan näistä kuluista noin puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. markkinointi, logistiikka ja IT) ja vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin liikevaihdon kasvun myötä (mm. vuokrat). Vuonna 2014 liiketoiminnan muut kulut olivat 5,6 % tai 15,5 MEUR. Poistomassa on yhtiöllä varsin pieni ja arviomme mukaan noin 1 MEUR vuodessa.

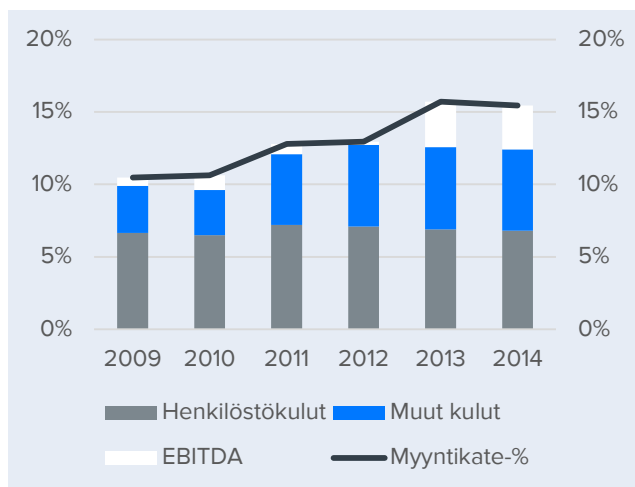
Yhtiön marginaalien kasvun kannalta keskeisessä osassa on myyntikate. Arviomme mukaan kulurakenne tulee asteittain skaalautumaan alaspäin henkilöstön ja muiden kulujen osalta, mutta suurin nousuvara pohjautuu yhtiön erittäin

matalaan myyntikatteeseen. Yhtiön kodinelektroniikan myyntikate on selvästi kilpailijoiden alapuolella ja yhtiön myyntimix on tällä hetkellä arviomme mukaan myös hieman toimialan keskiarvoa epäedullisempi. Yhtiön myynti on painottunut kilpailijoita enemmän mm. matkapuhelimiin ja tietokoneisiin (matalakatteista myyntiä) ja vastaavasti mm. suuret ja pienet kodinkoneet (parempi katetaso) ovat olleet pienemmällä painolla yhtiön myyntimixissä. Uskomme myyntimixin siirtyvän asteittain kohti toimialan keskiarvoja yhtiön jatkaessa markkinaosuuden voittamista. Lisäksi myyntimixiä tukee private label tuotteiden astettainen lisääntyminen tuotevalikoimassa.

Toisena myyntikatetta tukevana tekijänä toimivat uudet tuoteryhmät joiden myyntikate on lähtökohtaisesti kodinelektroniikkaa korkeampi. Kolmantena tekijänä voidaan nostaa esiin yhtiön kokoluokan kasvu ja tämän kautta tulevat paremmat ostoehdot.

Sijoittajien kannalta myyntikatteiden kehitystä kannattaa seurata pidemmällä aikavälillä, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön omat strategiset hinnoittelupäätökset saattavat vaikuttaa katteeseen ja vastaavasti tuotemixissä tapahtuvat muutokset heijastuvat katteisiin varsin hitaasti.

Kulurakenteen kehitys 2009-2014



Lähde: Verkkokauppa.com

mielestämme kolmesta tekijästä: 1) Verkkokauppa.comin strategia rakentuu verkkokaupan ympärille ja kivijalan osuus on huomattavasti verkkokauppaa pienempi. Tämän myötä sen kiinteistöihin liittyvät kulut ovat myös hyvin pienet suhteessa kivijalkaan pohjautuvaan toimintamalliin. 2) Verkossa tapahtuva kauppa vaatii perinteistä kauppaa vähemmän henkilöstöä ja näin ollen henkilöstökulut ovat pienemmät. 3) Yhtiölle ei sen nuoren iän vuoksi ole kertynyt historiallista taakkaa (pääallekkäisiä IT-järjestelmiä, raskaita kanta-asiakasohjelmia yms.). Yhtiö on toki liittynyt PINS-kanta-asiakasohjelmaan, mutta se on yhtiön kannalta erittäin kustannustehokas ja suurimpana hyötynä tässä on yhtiön saama ilmainen näkyvyys ja merkittävä määrä käyttäjätietoa.

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan kilpailijoita edullisempia hintoja. Arviomme mukaan Verkkokauppa.comin kulurakenteeseen perustuva kilpailuetu on erittäin vahvalla pohjalla. Ero keskeisiin kilpailijoihin ja kaupan alaan yleensä on merkittävä ja arviomme mukaan kaupan alan toimijoiden, joiden liiketoiminta perustuu kivijalkakauppaan, on erittäin vaikea leikata kulurakennettaan tuntuvasti ilman liiketoimintamallin täydellistä muutosta. Tämä johtuu siitä, että niin sanotuilla kivijalkakaupan toimijoilla kulurakenteesta merkittävä osa syntyy kiinteistöistä ja henkilöstön määrä on myös vahvasti sidoksissa liiketoiminnan volyymiin. Näin ollen emme pidä realistisena sitä, että perinteiset kaupan toimijat pystyisivät painamaan kulurakenteensa Verkkokauppa.comin tasolle.

Verkkokauppa.comin kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu tulee arviomme mukaan kasvamaan tulevaisuudessa, kun yhtiön liiketoiminnan volyymi kasvaa, mikä painaa kustannuksia suhteessa liikevaihtoon entisestään. Verkkokauppa.comin kulurakenne kestää näkemyksemme mukaan myös Suomen ulkopuolelta tulevan kilpailun ja yhtiön kulurakenne on erinomaisella tasolla myös kansainvälisesti mitattuna.

Kilpailuetu

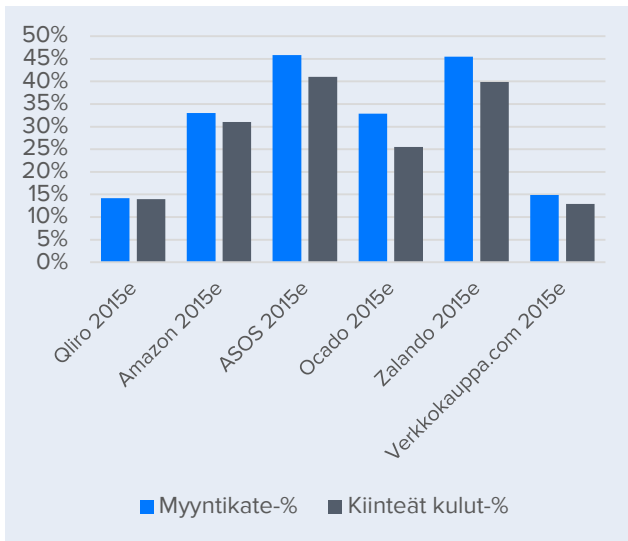
Erittäin vahvat kilpailuedut

Verkkokauppa.comin kilpailuetu voidaan mielestämme jakaa kolmeen osaan:

- poikkeuksellisen edullinen kustannusrakenne
- oma IT-järjestelmä
- vahva brändi

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset olivat vuonna 2014 12,4 % liikevaihdosta, kun ne kaupan alalla keskimäärin olivat noin 25 %. Kiinteiden kulujen merkittävä ero johtuu

Kulurakenne suhteessa verrokkeihin



Lähde: Bloomberg, Inderes

Verkkokauppa.comin toinen merkittävä kilpailuetu on yhtiön brändi. Yhtiön verkkokauppa oli vuonna 2014 Suomen suosituin verkkokauppa ja Taloustutkimuksen mukaan Verkkokauppa.com on Suomen vahvin nettibrändi. Yhtiön verkkokaupassa oli vuonna 2014 noin 40 miljoonaa käyntiä, mikä on arviomme mukaan selvästi enemmän kuin sen lähimmillä kilpailijoilla. Verkossa tapahtuvassa kaupassa kuluttajat suosivat huomattavasti pienempää määrää toimijoita ja näin ollen menestyäkseen toimijan on oltava tunnetuimpien pelureiden joukossa.

Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan brändin, joka nojaa ennen kaikkea sen asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista. Näkemyksemme mukaan kaupan muiden toimijoiden on äärimmäisen vaikea murtaa tämä mielikuva, sillä niiden kulurakenne ei mahdollista hintatason alentamista Verkkokauppa.comin tasolle. Näin ollen riskit brändin heikentymisestä liittyvät lähinnä yhtiön omiin toimiin. Suurimpana kysymysmerkkinä yhtiön brändin suhteen pidämme sitä, että se on melko voimakkaasti sidoksissa kodinelektroniikkaan. Näin ollen brändin kestävyys täysin uusissa kohderyhmissä ja tuotealueissa on edelleen kysymysmerkki.

Kolmas kulmakivi Verkkokauppa.comin kilpailuedussa on sen itse kehittämä IT-järjestelmä, jonka kautta yhtiön kaikki tärkeät toiminnot pyörivät. Verkkokauppa on verrattain nuori yritys ja yhtiö on koko historiansa ajan toiminut oman IT-järjestelmänsä puitteissa. Yhtiö ei myöskään ole laajentunut yritysostoin eikä sille näin ollen ole kertynyt niin sanottua historiallista taakkaa IT-järjestelmistä (esim. päällekkäisiä tai rinnakkaisia järjestelmiä). Uskomme, että tämä oma IT-järjestelmä on yhtiölle merkittävä kilpailuetu, sillä sen liiketoiminta on alusta asti rakennettu järjestelmän ympärille. Yhtiön oma IT-järjestelmä on myös täysin uniikki ja näin ollen kilpailijoilla ei ole mahdollista ostaa vastaavaa kolmannelta osapuolelta (SAP, Oracle yms.).

Omaan IT-järjestelmään liittyä luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen siitä ja mikäli yhtiö

epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä, yhtiön kilpailukyky heikkenisi merkittävästi.

Kokonaisuutena pidämme Verkkokaupan kilpailuetuja erittäin vahvoina ja näkemyksemme mukaan yhtiö on poikkeuksellisen hyvässä asemassa suhteessa sen kilpailijoihin. Uskomme, että kilpailuetujensa turvin yhtiöllä on erinomaiset mahdollisuudet jatkaa markkinaosuuksien voittamista Suomen kodinelektroniikan markkinoilla ja vastaavasti laajentua täysin uusille tuotealueille poikkeuksellisen hyvistä lähtökohdista.

Historiallinen kehitys

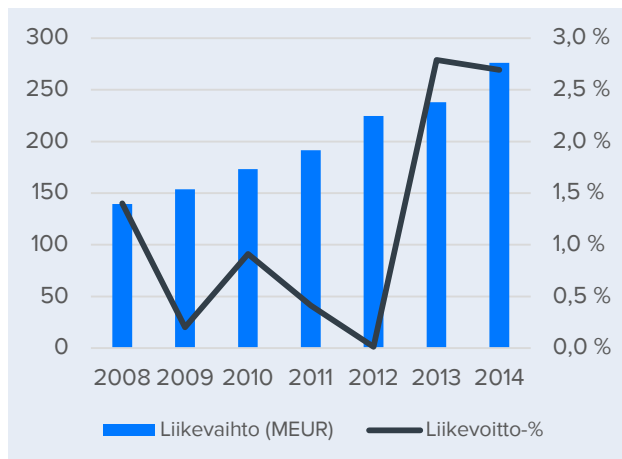
Kasvu-yhtiö alusta alkaen

Verkkokauppa.com on perustettu vuonna 1992 Samuli Seppälän toimesta. Yhtiö aloitti alun perin tietokoneiden ja niihin liittyvien oheislaitteiden kauppana, mutta on myöhemmin laajentunut lähes kaikkiin kodintekniikkaan liittyviin tuoteryhmiin. Yhtiön kantavana ajatuksena sen perustamisesta asti on ollut tarjota kuluttajille tuotteet erittäin kustannustehokkaasti ja vaivattomasti. Tätä kuvastaa myös yhtiön vuosien 1992-2009 välillä käytössä ollut tunnuslause ”Osta viisaammin, Osta nopeammin”. Sähköinen internetin kautta tapahtuva kaupankäynti on ollut alusta asti yhtiön liiketoiminnan keskiössä ja sen verkkokauppa on yksi Suomen vanhimpia.

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi sen historian ja vuosien 1992-2014 välillä keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut 35 %. Yhtiön kannattavuus on läpi sen historian ollut melko vaatimattomalla tasolla, sillä yhtiö on keskittänyt resurssinsa pitkän aikavälin kasvuun lyhyen aikavälin kannattavuuden optimoinnin sijaan.

Vuosien 2008 ja 2014 välillä liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 12 %. Samaan aikaan Suomen kodintekniikkamarkkina on kasvanut noin 1 %:n vuodessa, kun heikko taloustilanne ja heikentynyt ostovoima ovat rasittaneet kuluttajia. Kun huomioidaan, että kyseiseen periodiin osuvat myös finanssikriisi ja eurokriisi, voidaan yhtiön saavuttamaa kasvua pitää erittäin hyvänä suorituksena. Kokonaisuutena Verkkokauppa.com on viime vuosien aikana voittanut jatkuvasti markkinaosuuksia kilpailijoiltaan, ennen kaikkea kilpailijoiden markkinoilta poistumisen myötä.

Taloudellinen kehitys 2008-2014



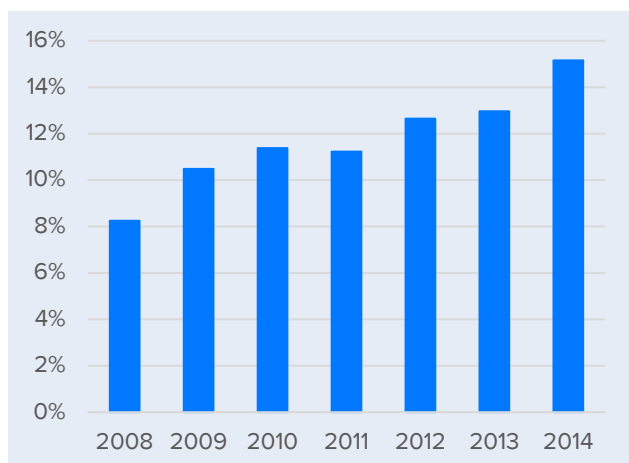
Lähde: Verkkokauppa.com

Vuonna 2010 Verkkokauppa.com teki yhden sen historian suurimmista päätöksistä, kun yhtiö päätti rakentaa itselleen uuden lippulaivamyymälän, keskusvaraston ja pääkonttorin Helsingin Jätkäsaareen. Kiinteistön rakennuttamisen on hoitanut sen silloinen omistaja Kiinteistö Tapiola Oy ja Verkkokauppa.com on ollut kiinteistössä alusta asti vuokralla (nykyinen omistaja ELO). Jätkäsaaren myymälä avattiin lopulta vuoden 2011 lopulla. Jätkäsaaren muutto oli yhtiölle erittäin raskas ja sen vaikutukset heijastuvat vuosien 2011 ja 2012 tulosnumeroissa. Vuosien 2011 ja 2012 kannattavuus oli heikko ja yhtiön liike-tulos vain hieman positiivinen. Jätkäsaaren muuton lisäksi on hyvä muistaa, että yhtiö on läpi koko historiansa panostanut kasvuun kannattavuuden optimoinnin sijaan. Yhtiö on pitänyt hintansa erittäin alhaisella tasolla ja tämän avulla maksimoinut liiketoiminnan kasvun. Samanlaista lähestymistapaa on käyttänyt mm. Amazon, joka on läpi koko historiansa keskittynyt kasvattamaan liiketoimintansa volyymiä kannattavuuden sijaan.

Vuosi 2013 oli Verkkokauppa.comille kokonaisuutena hyvä vuosi. Vaisusta markkinatilanteesta huolimatta yhtiön liikevaihto kasvoi 6 % 238 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua painoi vaisun markkinan lisäksi yhtiön noussut myyntikate, joka johtui osittain yhtiön omista hinnoittelupäätöksistä. Yhtiön myyntikate nousi 15,7 %:iin (2012: 12,9 %) ja yhtiö teki historiansa parhaan liike-tuloksen 6,6 MEUR (2,8 %:n liikevoittomarginaali). Uskomme, että yksi ajuri myyntikatteen noston taustalla oli vuoden 2014 listautuminen, jota varten yhtiö halusi parantaa kannattavuuttaan.

Vuosi 2014 oli yhtiölle erittäin hyvä ja se siirtyi takaisin vahvalle kasvu-uralle. Yhtiön liikevaihto kasvoi 15,9 % 276 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun taustalla oli yhtiön jatkuva markkinaosuuden voittaminen Suomen kodinelektroniikkamarkkinalla ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin. Yhtiön myyntikate ja liikevoittomarginaali säilyivät edellisvuoden tasolla (15,5 % ja 5,6 %) ja näkemyksemme mukaan yhtiö pyrki aggressiivisella hinnoittelulla kasvattamaan markkinaosuuttaan ja hyödyntämään näin heikkoa markkinatilannetta.

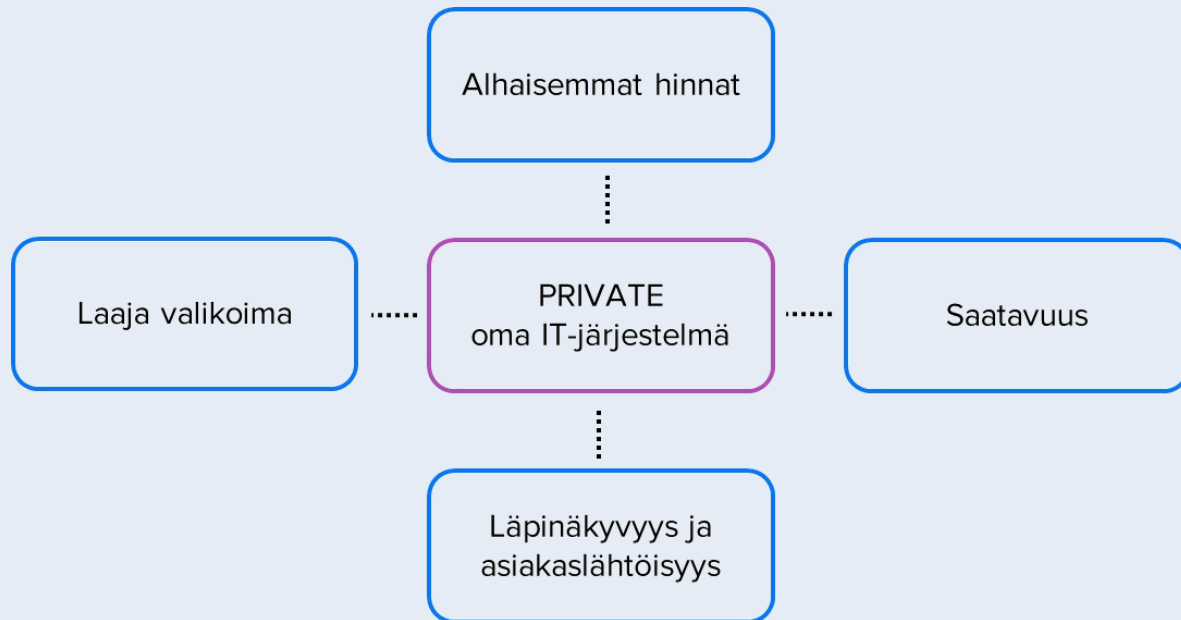
Markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinalla



Lähde: Verkkokauppa.com, Kehittyvä Kauppa

Liiketoimintamalli

Verkkokauppa.com liiketoimintamalli



Lähde: Verkkokauppa.com

Toimiala ja kilpailijat

Suomen kodintekniikkamarkkina on kärsinyt viime vuosina Suomen talouden heikosta tilanteesta. Myös lähivuosien näkymät ovat vaisut ja parhaassakin tapauksessa markkinan kasvu tulee jäämään vaimeaksi. Heikon markkinatilanteen ja markkinan murroksen myötä kodintekniikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli ja markkina on keskittynyt voimakkaasti suurimmille toimijoille. Uskomme tämän kehityksen jatkuvan myös lähivuosina ja pitkällä aikavälillä kolme suurinta peluria tulevat arviomme mukaan jakamaan koko markkinan.

Makrokatsaus

Suomen talousnäkymä on synkkä

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna pysyvän vuoden 2014 tasolla ja vuodesta 2015 on muodostumassa neljäs peräkkäinen vuosi, kun Suomen talous polkee paikallaan. Vuoden 2008 kokonaistuotannon tasosta ollaan edelleen hyvin kaukana ja konsensusennusteiden mukaan tämä taso tullaan saavuttamaan vasta vuosikymmenen loppupuolella.

Suomen talouden keskeisiä ongelmia ovat korkea ja jäykkä kustannusrakenne, valtion ylisuuri rooli, teollisuuden rakennemuutos ja investointien puute. Lisäksi Suomen tärkeiden vientimarkkinoiden Euroopan ja Venäjän talousongelmat heikentävät Suomen talousnäkymiä entisestään. Kokonaisuutena ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia ja näkemyksemme mukaan Suomen taloudella ei ole edellytyksiä ripeään kasvuun ilman rakenteita korjaavia toimenpiteitä.

Suomen BKT:n kehitys (vuosimuutos -%)



Lähde: Suomen Pankki, 2015-2017 Inderes ennusteet

Vuoden 2016 osalta ennustelaitokset odottavat Suomen talouden jatkavan vaisua kehitystään, mutta talouskasvun kääntyvän vihdoinkin lievästi positiiviseksi Euroopan talouskasvun kiihtymisen myötä. Huomionarvoista on

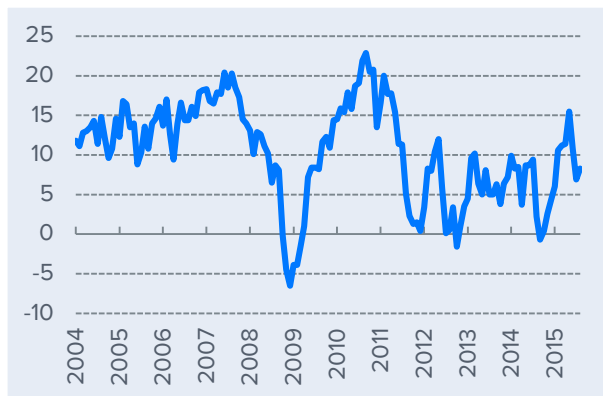
kuitenkin se, että Suomi pääsee hyötymään Euroopan kasvusta vain osittain. Tämä johtuu näkemyksemme mukaan maamme heikosta kustannuskilpailukyvyistä, rakenteellisista ongelmistamme ja viennin rakenteen painottumisesta investointitarvotuihin, joiden kysyntä Euroopassa on edelleen vaisua. Pidämme mahdollisena, että Suomen kasvu kiihtyy lähemmäs Euroopan keskiarvoa 2016 loppupuolella, mikäli poliittiset päättäjät saavat luotua Suomelle uskottavan ohjelman kilpailukyyn palauttamiseksi ja jos toisaalta Euroopan talouskasvu heijastuisi asteittain myös investointihyödykkeisiin. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla (yli 9 %) johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta.

Pidemmillä aikavälillä keskeinen huolestamme Suomen talouden suhteen liittyy siihen, että poliittinen päätöksenteko on liian hidasta ja tarvittavia uudistuksia ei ehditä täysimääräisesti toteuttaa nykyisessä syklissä. Tämä tarkoittaisi käytännössä sitä, että Suomen talous ei osallistuisi nykyiseen Euroopan elpymiseen käytännössä ollenkaan ja seuraavassa syklisessä laskusuhdanteessa (arviolta 2018) maa joutuisi ponnistamaan entistä syvemmästä kuopasta. Kokonaisuutena suhtaudummekin varsin pessimistisesti Suomen talouden lyhyen ja pidemmän aikavälin näkymiin.

Kuluttajien näkymät

Euroalueen hidas elpyminen ja Suomen talouden ongelmat ovat rokottaneet suomalaiskuluttajien ja yritysten talousluottamusta, mikä on heijastunut kotimaiseen kysyntään.

Suomen kuluttajaluottamus



Lähde: Tilastokeskus

Kotimaan ongelmana kuluttajan näkökulmasta on paitsi edelleen nouseva työttömyys, myös ostovoiman lievä heikentyminen. Suomalaisten julkisen ja yksityisen sektorin yhteenlaskettujen palkkasummien nousu on jäänyt alle prosentin tuntumaan, kun se oli vielä ennen vuotta 2010 selvästi positiivinen (ks. kuvio). Tulojen heikko kehitys rokottaa yksityistä kulutusta ja tätä kautta talouskasvua. Lisäksi julkisen talouden epätasapaino lisää painetta veronkorotuksille myös lähivuosina ja heikentää tätä kautta kuluttajien kysyntänäkymiä. Näin ollen kysyntään ei ole luvassa nopeaa piristymistä ja suomalainen kuluttaja tulee olemaan paineessa myös lähivuodet.

Suomen koko talouden palkkasummakuvaaja



Lähde: Tilastokeskus, 2010=100

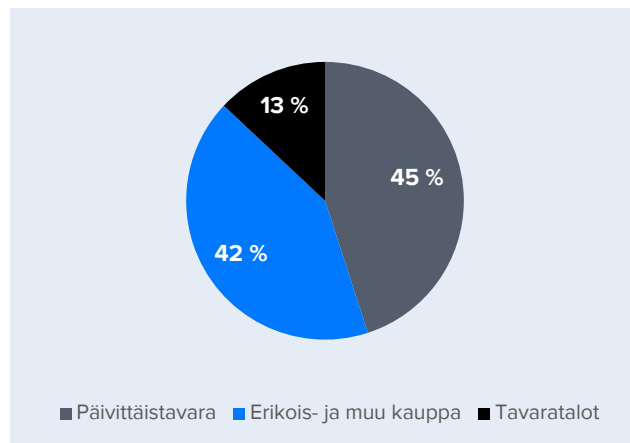
Myös pidemmällä aikavälillä suomalaisen kuluttajan näkymät ovat varsin vaatimattomat. Uskomme, että parhaassakin skenaariossa Suomen talouskasvu tulee jäämään vaatimattomaksi ja ostovoiman kehitys tulee pysymään vaisuna. Lähdemme ennusteissamme siitä, että suomalaisen kuluttajien ostovoima tulee kasvamaan hieman yleistä talouskasvua hitaammin johtuen valtion merkittävistä veronkorotuspaineista ja kilpailukyyn parantamiseen tähtäävistä toimenpiteistä, joilla on todennäköisesti ostovoimaa heikentävä vaikutus.

Markkinakatsaus

Suomen vähittäiskaupamarkkina

Vähittäiskaupamarkkina voidaan Suomessa jakaa päivittäistavarakauppaan, erikois- ja muuhun kauppaan sekä tavaratalokauppaan. Suomen vähittäiskaupamarkkinan koko oli vuonna 2014 noin 38 miljardia euroa jakautuen seuraavasti:

Vähittäiskaupan jakautuminen Suomessa '14



Lähde: Kaupan Liitto

Päivittäistavarakaupan osuus koko Suomen vähittäiskaupasta on noin 45 %, Erikois- ja muun kaupan osuus 42 % ja tavaratalokaupan noin 13 %. Etänä tapahtuvan kaupan osuus oli vuonna 2014 arviomme mukaan noin 2 miljardia euroa eli noin 5 % koko kaupasta. On kuitenkin hyvä muistaa, että päivittäistavarakaupassa verkkokaupan osuus on edelleen erittäin matala ja näin ollen käytännössä koko verkkokauppa syntyy erikois- ja tavaratalokaupan puolelta. Näin ollen verkkokaupan osuus erikoiskaupassa oli vuonna 2014 arviomme mukaan noin 10 %. Suurimpia tuoteryhmiä verkossa myytävistä tuotteista ovat Kaupan Liiton mukaan elektroniikka ja kodintekniikka ja vaatteet.

Vähittäiskaupan kehitys on suorassa korrelaatiossa Suomen yleiseen talouskehitykseen. Tämän myötä myös lähivuosien näkymät ovat hyvin vaisut. Vuoden 2015 osalta Kaupan Liitto odottaa 0,5 %:n laskua ja vuoden 2016 osalta 0,5 %:n kasvua. Myös tästä eteenpäin kasvu tulee olemaan melko vaatimatonta, sillä Suomen talouden kasvuvauhdin ei odoteta ylittävän 1,5 %:n tasoa lähivuosina.

Arvioidessa Suomen vähittäiskaupamarkkinaa on tärkeää erottaa toisistaan taloudellisesta taantumasta johtuva syklinen heikkous ja kaupan digitalisoitumisesta johtuva rakenteellinen murros. Vähittäiskaupan kasvu tulee lähivuosina painottumaan hyvin voimakkaasti verkkoon, mistä osoituksena on verkkokaupan vuoden 2014 kasvu, joka oli Ecommerce European mukaan 6,1 %. Sen sijaan perinteisen kivijalkakaupan puolella kasvu tulee jäämään erittäin heikoksi.

Kaupan trendit

Kaupan alalla on parhaillaan menossa merkittävä murros, kun digitalisaatio muuttaa kaupan perinteisiä rakenteita. Näkyvin näistä muutoksista on verkkokaupan voimakas kasvu ja muodostuminen merkittäväksi jakelukanavaksi perinteisen kivijalkakaupan rinnalle. Merkittävimmät kaupan murrokseen liittyvät trendit tällä hetkellä ovat mielestämme:

- **Kuluttajien hintatietoisuus kasvaa.** Johtuen erilaisista hintavertailupalveluista ja kaupan siirtymisestä verkkoon, ovat tavaroiden hinnat huomattavasti läpinäkyvämpiä ja helpommin vertailtavia kuin mitä ne ovat aikaisemmin olleet. Kuluttajat ovat verkossa myös huomattavasti herkempiä vaihtamaan liikettä ja tutkimaan muita vaihtoehtoja, sillä liikkeen vaihto ei edellytä fyysistä siirtymistä. Tämä hintatietoisuuden kasvu tulee johtamaan kiristyvään hintakilpailuun yhä useammalla tuote-alueella.
- **Kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi.** Historiallisesti kauppa Suomessa on ollut hyvin lokaalia ja ulkomaiselta kilpailulta suojassa ja ulkomaiset toimijat ovat joutuneet pelaamaan samoilla pelisäännöillä kuin kotimaiset toimijat. Digitalisaation myötä kaupan pelikenttä muuttuu yhä selvemmin lokaalista globaaliksi, kun kuluttajat voivat verkkokauppaa hyödyntämällä tilata tuotteensa vaivattomasti ulkomailta. Tämän myötä kaupan alan toimijat kohtaavat painetta entistä enemmän myös ulkomaisilta toimijoilta, jotka voivat osallistua Suomen markkinaan ilman merkittävää etabloitumista ja pelata näin ollen osittain eri pelisäännöillä. Näkemyksemme mukaan tämä tulee korostamaan kaupan kustannuskilpailukyvyyn tärkeyttä.
- **Yhä useampi kuluttaja ostaa verkosta.** Verkkokaupan yleistymisen myötä yhä useampi kuluttaja tulee siirtymään verkko-ostamisen piiriin. Ajureina tässä kehityksessä ovat mm. demografia (nuoremmat sukupolvet käyttävät verkkoa vanhempia sukupolvia enemmän), luottamuksen kasvu verkkokauppaa kohtaan, verkkokaupoissa myytävien tuotteiden saatavuuden parantuminen ja verkkokauppojen toimintamallien parantuminen.
- **Yhä useampi tuoteryhmä siirtyy verkkoon.** Pidemmällä aikavälillä on selvää, että yhä useampi tuoteryhmä tulee tavalla tai toisella siirtymään verkkoon. Tämä ei tarkoita, että verkkokauppa syrjäyttäisi perinteisen kivijalkakaupan, mutta verkosta muodostuu uusi jakelukanava kivijalkakaupan rinnalle. Tuoteryhmistä verkkoon siirtyvät tai ovat siirtyneet ensimmäisenä digitaaliset, ei fyysistä liikuttelua vaativat tuotteet kuten esimerkiksi musiikki ja pelit, sekä homogeeniset tuotteet, kuten kodinelektronikka. Vastaavasti esimerkiksi tuoreruoka tulee siirtymään verkkoon viiveellä, sillä se on logistisesti haastavampi ja kuluttajat haluavat nähdä tuotteet ennen ostotapahtumaa.
- **Verkkokaupan kehittyvät toimintamallit helpottavat verkosta ostamista.** Uskomme, että verkkokaupan

kasvun myötä kaupan alan toimijat tulevat enenevässä määrin panostamaan verkkokauppojensa kehitykseen ja palveluun. Tämän kehityksen seurauksena uskomme, että verkkokaupassa tapahtuva ostokokemus tulee parantumaan merkittävästi seuraavan vuosikymmenen aikana. Ostaminen tulee muuttumaan vaivattomammaksi, kun käyttöliittymät parantuvat ja logistiikkakustannukset tulevat pienentyneeseen kasvavien volyymien myötä.

- **Asiakasymmärryksen kasvu.** Digitalisaatio ja ennen kaikkea ns. "big datan" hyödyntäminen tarjoavat kauppoille entistä enemmän mahdollisuuksia parantaa asiakasymmärrystä. Lisäksi digitaaliset kanavat mahdollistavat asiakkaan entistä yksilöllisemmän palvelun ja mm. räätälöidynnän ja tarkoin kohdistetun mainostamisen. Tämä on kotimaisille kauppoille selkeä kilpailuetu suhteessa ulkomaisiin ei markkinaa etabloituneisiin toimijoihin.
- **Kauppaa käydään kellon ympäri.** Digitaalisiaation ja verkkokaupan kasvun myötä on selvää, että kuluttajat tulevat jatkossa asioimaan kaupassa entistä enemmän perinteisten jäykkien aukioloaikojen ulkopuolella oman arkiakataulunsa ehdoilla. Kaupan pitää reagoida tähän varmistamalla, että kuluttaja saa miellyttävän ostokokemuksen kellon ajasta riippumatta.
- **Logistiikkaratkaisut lyhentävät toimitusaikoja.** Verkkokaupan keskeisiä haasteita on alusta asti ollut toimitusajat ja niiden pituus. Monilla kuluttajilla tarve tuotteen saamiselle voi olla hyvin nopea ja näin ollen ei olekaan ihme, että click&collect tyyppinen verkkokauppa on ollut keskeisiä voittajia kaupan murroksessa. Kauppa panostaa tällä hetkellä voimakkaasti logistiikan kehittämiseen ja uskomme, että logistiset innovaatiot tulevat jatkossa lyhentämään toimitusaikoja selvästi. Lisäksi volyymin kasvun myötä myös erilaiset perinteisemmät jakeluratkaisut muuttuvat entistä houkutteleviksi.
- **Asiakkaiden käyttämien kauppojen lukumäärä laskee.** Verkkokauppa on luonteeltaan selvästi kivijalkakauppaa keskittyneempi ja siellä luotettavan sekä uskottavan brändin merkitys on perinteistä kivijalkakauppaa suurempi. Tämä on luonnollista, sillä verkon yli tapahtuvassa ostotilanteessa ostaja ei voi nähdä lopullista tuotetta ja toimitukseen liittyy aina tiettyä epävarmuutta. Tästä johtuen verkossa korkeintaan viittä toimijaa käyttävien asiakkaiden osuus onkin yli 70 %, kun se perinteisessä kivijalkakaupassa on vain hieman yli 40 %. Tämä on luonnollista myös siitä näkökulmasta, että pieni ja tuntematon kivijalkakauppa voi sijainnillaan vaikuttaa asiakasvirtoihin merkittävästi. Verkkokaupassa taas pienen ja tuntemattoman kaupan on äärimmäisen vaikea saada nimeään esille ilman merkittäviä markkinointipanostuksia.

Kokonaisuutena voidaan todeta, että kaupan ala on tällä hetkellä merkittävän muutoksen keskellä. Digitalisaatio ja verkkokauppa tulee olemaan kaupassa arviomme mukaan jopa postimyyntiin tulevista suurempi muutos ja toimialan

vanhoja toimintamalleja tullaan ravistelemaan merkittävästi. Kuluttajien kannalta muutos on erittäin positiivista, sillä kuluttajan valinnanvara, hintataso ja palvelu tulevat parantumaan oleellisesti. Mielestämme tähän murrokseen parhaiten asemoituneita yrityksiä ovat ne jotka:

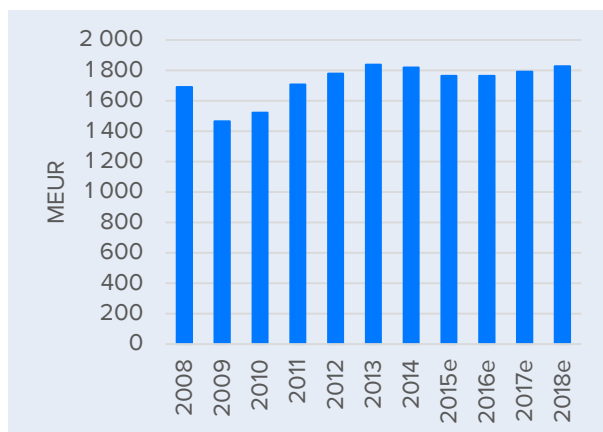
- Kykenevät reagoimaan muuttuvaan ympäristöön
- Operoivat kevyellä/kiilpailukykyisellä kulurakenteella
- Ovat valmiit uudistamaan toimintatapojaan
- Hyödyntävät omia vahvuuksiaan

Kodinelektroniikkamarkkina Suomessa

Kodintekniikkamarkkina Suomessa on erittäin kilpailtu toimiala. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihinnista johtuen kuluttajien hintaherkkyys on erittäin korkea. Brändien merkitys on pääosin vähäinen ja käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta. Tämän seurauksena alan keskimääräinen myyntikate on erittäin alhainen ja arviomme mukaan alan kolmen suurimman toimijan myyntikatteet Suomessa ovat keskimäärin noin 20 % (kaupan ala keskimäärin 29 %). Matalasta myyntikate-asteesta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja merkittävällä volyymillä.

Tuoteryhmien välillä myyntikatteissa on merkittäviä eroja ja esimerkiksi matkapuhelimissa myyntikatteet ovat arviomme mukaan noin 5-10 %:n välillä, tietokoneissa 10-15 %:n tasolla, televisioissa noin 20 % ja suuremmissa kodinkoneissa 20-30 %:n välillä.

Kodinelektroniikkamarkkina kehitys



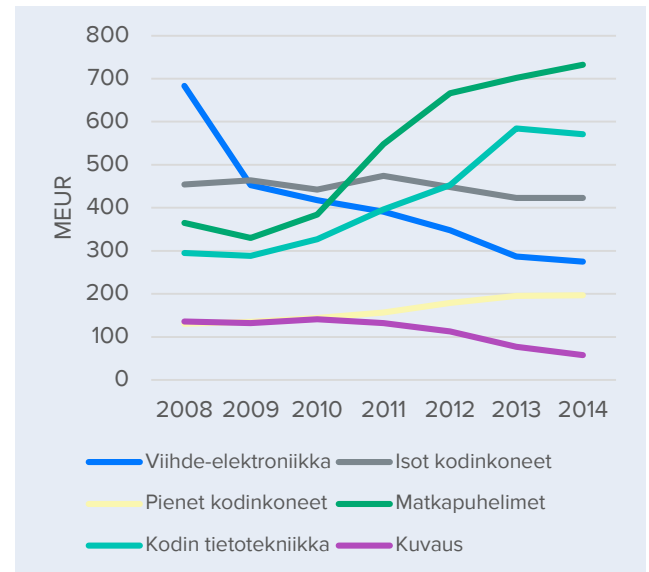
Lähde: Kehittyvä kauppa, Inderes

Kodintekniikkamarkkina on kasvanut vuosien 2008-2014 välillä noin 1 %:n vuodessa ja markkinan koko vuonna 2014 oli noin 1,8 miljardia euroa (ei sisällä arvonlisäveroa). Tuoteryhmistä ovat kasvaneet etenkin matkapuhelimet (kalliimmat älypuhelimet) ja kodin tietotekniikka (tabletit). Vastaavasti Kodin muu viihde-elektroniikka ja kuvaukseen liitännäiset tuotteet ovat olleet selvässä laskussa.

Vuoden 2014 osalta markkina laski noin 1 %:n yleisen kulutuskysynnän laskusta johtuen. Vaikka kodinelektroniikan määrä kuluttajien arjessa kasvaa

jatkuvasti, laskee elektroniikan hintataso samalla. Näin ollen siihen käytettävä rahamäärä kasvaa vain hieman yleistä kulutuskysyntää nopeammin.

Kodinelektroniikan tuoteryhmien kehitys

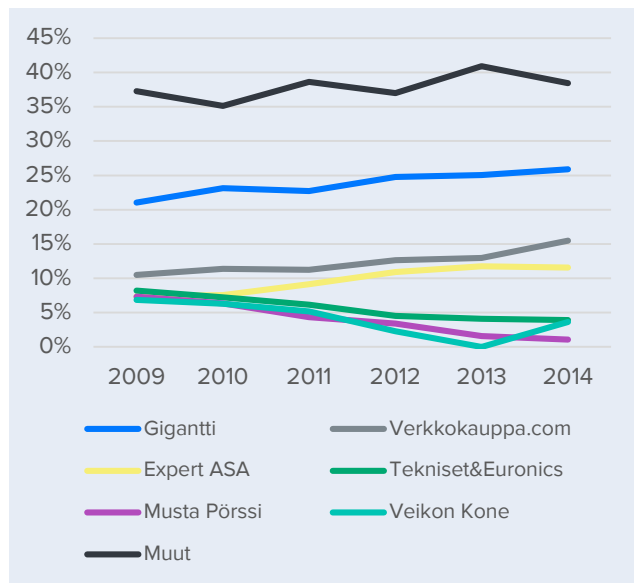


Lähde: Kehittyvä kauppa

Vaikka kodinelektroniikan markkina on kasvanut viime vuosina kohtuullisesti, on Suomen kodinelektroniikkamarkkinalla käyty rajua pudotuspeliä. Alan kilpailutilanne on pysynyt erittäin kireänä homogeenisistä tuotteista johtuen.

Viimeisen muutaman vuoden aikana useampi toimija on joko lopettanut tai supistanut toimintojaan rajusti. Esimerkkeinä voidaan mainita Veikon Koneen alasajo, Mustan Pörssin kauppaverkoston voimakas supistaminen, Stockmannin luopuminen kodinelektroniikasta, Hirvoxin konkurssi, Koneboxi.fi alasajo ja ON/OFF-ketjun vetäytyminen. Alan viime vuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com ja Expert ASA, jotka ovat kukin onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

Kodinelektroniikan markkinaosuudet



Lähde: Kehittyvä Kauppa, Inderes, Asiakastieto

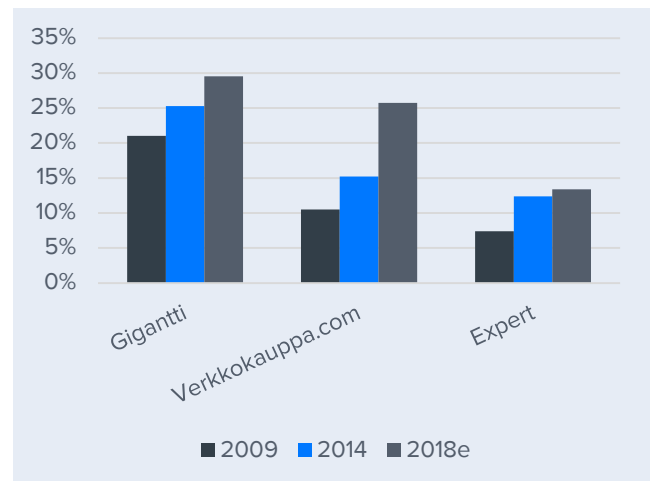
Gigantti on kasvattanut markkina-osuuttaan selvästi eniten ja sen markkina-osuus oli vuoden 2014 lopussa arviomme mukaan noin 26 %. VerkkoKauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus oli vuoden 2014 lopussa arviomme mukaan hieman yli 15 %. Expert ASA (ei sisällä uutta Veikon Konea) on markkinan kolmonen noin 12 %:n markkinaosuudellaan. Kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on noussut vuoden 2009 39 %:sta vuoden 2014 53 %:iin. Suurimmat häviäjät ovat arviomme mukaan olleet Veikon Kone, Kesko (Koneboxi ja Musta Pörssi), Tekniset, Stockmann (Hobby Hall ja oma tavaratalokauppa) ja pienet paikalliset toimijat.

Suomen erittäin vaisut talousnäkymät heijastuvat myös kodinelektroniikkamarkkinaan. Ennustamme kodinelektroniikkamarkkinan kasvun jäävän kuluvaan vuonna noin 3 % negatiiviseksi ja jäävän myös ensi vuonna nolnaan. Näkemyksemme perustuu alkuvuonna kodinelektroniikka markkinalla nähtyyn 2,2 %:n laskuun (lähde: GfK). Keskipitkällä aikavälillä uskomme kodintekniikkamarkkinan kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin johtuen kuluttajien arjen niin sanotusta digitalisoitumisesta ja tähän liittyvien laitteiden kasvavasta määrästä. Kokonaisuutena kodintekniikkamarkkinan kehitys on kuitenkin voimakkaasti sidoksissa yleiseen kansantalouden kehitykseen Suomessa. Johtuen Suomen heikoista näkymistä uskomme vuosien 2017-2020 kasvun olevan noin 1,5 %:n tuntumassa.

Markkinaosuuksien osalta raju polarisoituminen tulee jatkumaan. Uskomme, että Gigantti, VerkkoKauppa.com ja Expert ASA tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa voimakasta voittamista ja ennustamme, että näiden kolmen yhteenlaskettu markkinaosuus tulee nousemaan vuosikymmenen loppuun mennessä yli 70 %:iin kokonaismarkkinasta. Uskomme, että Musta Pörssi tulee luopumaan kodintekniikan myynnistä seuraavan 2 vuoden aikana ja Veikon Koneen sekä Tekniset & Euronicsin liikevaihdot ja verkostot tulevat pysymään lasku-uralla.

Ottaen huomioon alan karut reunaehdot (matala bruttokate, homogeeniset tuotteet, korkea hintasensitiivisyys yms.) emme näe realistista skenaariota, jossa joku pienemmistä toimijoista saisi markkinaosuutensa nousuun ja alkaisi haastamaan kolmea suurinta toimijaa. Tavarantoimittajat ovat finanssikriisin jälkeen pyrkineet keskittämään myyntiään vain rajatulle määrälle myyjiä, mikä on myös omiaan jyrkentämään kilua suurten ja pienten pelureiden välillä.

Kodinelektroniikan markkinaosuudet



Lähde: Kehittyvä Kauppa, Inderes, Asiakastieto

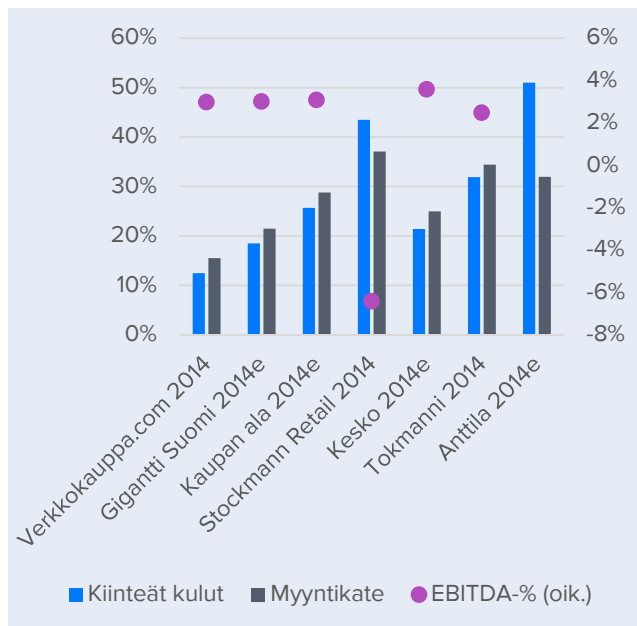
Verkkokaupan kasvu tulee kodintekniikassa jatkumaan voimakkaan ja uskomme, että verkkokauppa ottaa jatkuvasti markkinaosuutta perinteiseltä kivijalalta johtuen tuotteiden homogeenisyydestä ja helposta toimitettavuudesta.

Kaupan kulurakenne

Verkkokauppa.comin laajentaessa uusiin tuoteryhmiin perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle kasvaa myös sen kilpailijakenttä koko Suomen vähittäiskaupakenttään. Verkkokauppa.comin pääkilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan kodinelektroniikkamarkkinan suuret toimijat Gigantti ja Expert ASA sekä kaupan alan suuret toimijat eli S-ryhmä ja Kesko.

Kaupan alan eri toimijoita vertailtaessa mielestämme paras lähtökohta on niiden myyntikatteiden tarkastelu. Kaupan myyntikatteiden ohjaavana tekijänä toimii kaupan kulurakenne. Myyntikate on sen sijaan lopulta ohjaavana tekijänä lopputuotteiden hinnoissa. Suomen kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli vuonna 2014 arviomme mukaan noin 28,8 % ja se on säilynyt kohtuullisen vakaana noin 29 %:ssa viimeiset vuodet. Verkkokaupan keskeisimmän kilpailijan Gigantin myyntikate oli vuonna 2014 Inderesin ennusteen mukaan 21,5 %. Hyvänä osoituksena kulurakenteen ja myyntikatteiden vahvasta korrelaatiosta on Stockmannin Retail-segmentti, jonka myyntikate oli vuonna 2014 37,1 % ja kiinteiden kulujen osuus noin 43,5 %.

Eri kaupan alan toimijoiden kannattavuudet



Lähde: Inderes, Asiakastieto, yhtiöt
Huom: Anttilan 2014e EBITDA-%: -19%

Johtuen verkkokaupan erittäin merkittävästä roolista yhtiön liiketoiminnassa, on Verkkokauppa.comin kulurakenne erittäin kevyt. Yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2014 12,4 %, mikä on selvästi matalampi taso kuin muilla kaupan alan toimijoilla. Keskeisellä kilpailijalla ja niin ikään erittäin kustannustehokkaalla Gigantilla kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2014 arviomme mukaan noin 18,5 %. Yhtiö on kuitenkin tilikauden 2014 aikana toteuttanut etupainotteisia kasvuinvestointeja ja Gigantin normalisoitu kiinteä kulutaso on arviomme mukaan noin 17 %. Erittäin matalien kiinteiden kulujen ansiosta Verkkokauppa.com kykenee pitämään yllä myös selvästi toimialan keskiarvoa matalampaa myyntikattea. Vuonna 2014 yhtiön myyntikate oli 15,5 %, mikä on lähes puolet kaupan alan vastaavaa matalampi taso.

Kaupan alan käyttökate oli vuonna 2014 Suomessa arviomme mukaan 3,1 %. Keskon ja Stockmann Retailin vastaavat luvut olivat 3,6 % ja -6,4 %. Perinteisiä kauppiaa analysoidessa on kuitenkin tärkeä muistaa, että niiden liiketoiminta on alun perin rakennettu kivijalkakaupan ympärille ja näin ollen niiden kiinteistöihin liittyvä poistomassa on merkittävä. Näin ollen niiden liikeluokset ovat myös selvästi käyttökatteita heikompia. Verkkokauppa.comin kaltaisten digitaalisuuden ja verkkokaupan ympärille perustuvilla toimijoilla kiinteistöihin sidottu poistomassa on olematon ja liikevoittomarginaali on hyvin lähellä käyttökate. Verkkokauppa.comin liikevoittomarginaali oli vuonna 2014 2,7 % ja käyttökate 3,0 %. Keskeisen kilpailijan Gigantin käyttökate oli 2014 arviomme mukaan noin 3,0 % ja liikevoittomarginaali noin 1,7 %.

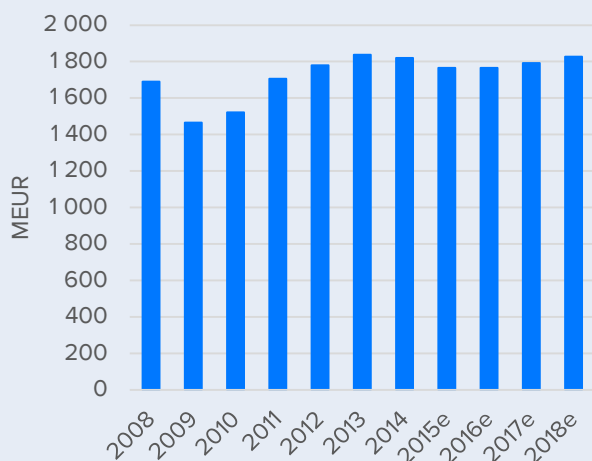
Näkemyksemme mukaan meneillään olevat kaupan alan trendit tulevat asettamaan paineita kaupan alan myyntikatteita kohtaan. Kuluttajien hintatietoisuus tulee väistämättä kasvamaan ja samalla verkkokaupan kasvu

tulee mahdollistamaan erilaisten matalan kulurakenteen toimintamallien yleistymisen. Monille kaupan alan toimijoille tämä tulee asettamaan valtavia haasteita ja niiden on pakko muuttaa toimintamallejaan merkittävästi. Esimerkiksi perinteiset tavaratalot, kuten Anttila, Stockmann ja Sokos ovat Suomessa ajautuneet kriisiin, kun kuluttajat ovat kyseenalaistaneet niiden tarpeellisuuden verkkokauppojen, erikoiskauppojen ja halpahallien välissä. Laskeva myyntikate tulee myös väistämättä asettamaan paineita kaupan kulurakenteille ja tämän kautta myös kannattavuuksille.

Suomessa kaupan ala on siirtynyt verkkoon melko hitaasti, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin siitä, että kaupan alan suuret pelurit eli Kesko ja S-Ryhmä ovat olleet verrattain hitaita omien verkkokauppojen kehityksen suhteen. Suomi onkin useilla eri mittareilla verrokkimaitamme (Ruotsi, Norja, Tanska) jäljessä verkkokaupassa.

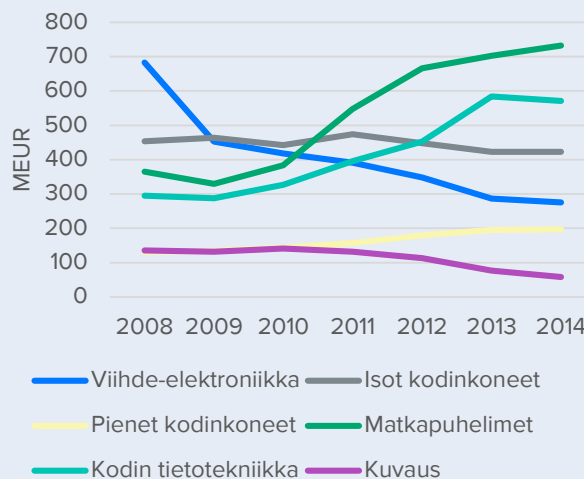
Toimialan yhteenveto

Kodintekniikkamarkkinan kehitys 08-18e



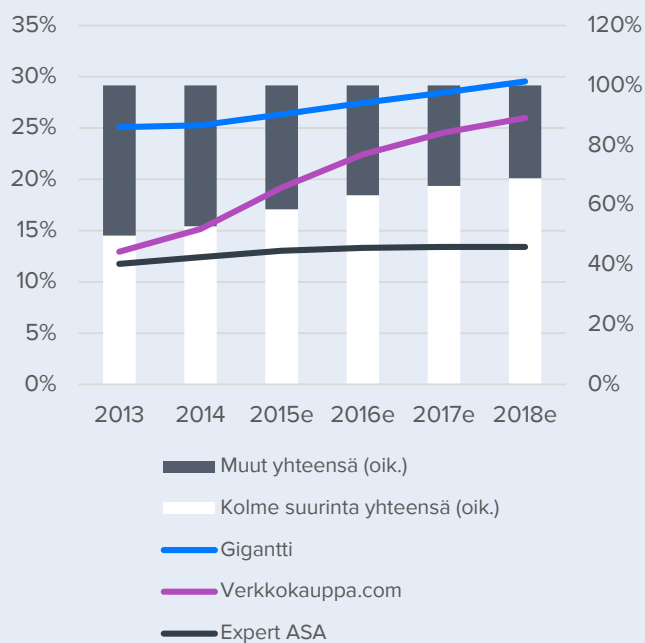
Lähde: Inderes, Kehittyvä kauppa, Kaupan Liitto

Markkinan kehitys tuoteryhmittäin



Lähde: Kehittyvä kauppa, Kaupan Liitto

Markkinaosuuksien kehitys



Lähde: Kehittyvä kauppa, Kaupan Liitto, Inderes

Strategia ja riskit

Verkkokauppa.comin strategian keskiössä on alusta asti ollut kasvu. Yhtiö on kasvattanut markkinaosuuttaan Suomen kodintekniikkamarkkinoilla ja samalla laajentunut uusiin tuoteryhmiin kasvun kiihdyttämiseksi. Lähivuosien kasvun osalta kodintekniikka näyttelee vielä isoa roolia, mutta pidemmällä aikavälillä uudet tuoteryhmät nousevat selvästi nykyistä suurempaan rooliin. Strategisista hankkeista asiakasrahoitus ja hankintayhteistyö ovat sijoittajan kannalta lyhyellä aikavälillä kaikista kriittisempiä.

Strategia

Kasvu strategian keskiössä

Verkkokauppa.comin strategian keskiössä on yhtiön verkkokauppa ja tämän ympärille rakennettu kivijalkakauppa sekä näiden kahden osan integraatio. Yhtiön tärkein strateginen prioriteetti on liiketoiminnan kasvu ja yhtiö onkin profiloitunut sijoittajien silmissä kasvuyhtiöksi. Verkkokauppa.com on tällä hetkellä keskittynyt voimakkaasti kodinelektroniikkaan ja siihen liitännäisiin tuotteisiin. Yhtiön kasvu voidaan näkemysksemme mukaan jakaa kahteen osaan: markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin. Näiden lisäksi yhtiöllä on parhaillaan menossa useita merkittäviä strategisia hankkeita, joiden tarkoituksena on tukea yhtiön kasvua ja parantaa kannattavuutta pitkällä aikavälillä. Käsitlemme näitä kasvuhankkeita tarkemmin seuraavalla sivulla.

Isossa kuvassa yhtiö on tällä hetkellä muutosvaiheessa siirtymässä puhtaasta kodintekniikkamyyjästä kohti laajempaa tuotetarjontaa ja eräänlaista ”verkon tavarataloa”. Pääpaino yhtiön kasvulla tulee olemaan verkkokaupassa ja kivijalkakaupan suhteen yhtiöllä on vain rajallisia tarpeita laajennukselle. Uskomme, että yhtiö tulee todennäköisesti keskipitkällä aikavälillä laajentamaan kivijalkaverkostoaan muutamalla lisämyymälällä. Suomen suurista kaupungeista yhtiöllä ei ole myymälää Turussa ja jollain aikavälillä myös toisen myymälän avaaminen pääkaupunkiseudulle voisi olla perusteltua.

Yhtiön strategian kulmakivet voidaan mielestämme kiteyttää neljään tekijään:

- Edullinen hinta
- Laaja tuotevalikoima
- Tuotteiden hyvä saatavuus
- Asiakaskeskeisyys

Yhtiön strategian kulmakivenä on sen asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetunsa edullisten hintojen ympärille ja se pyrkii välttämään laajentumista tuotealueille, joissa se ei kykene täyttämään asiakaslupaustaan. Asiakaslupauksen täyttämiseksi yhtiön tavoitteena olla kolmen suurimman joukossa kaikissa päätuoteryhmissä, sillä vain tätä kautta

yhtiö voi saavuttaa riittävät ostovolyymit kilpailukykyisten hintojen ylläpitämiseksi.

Yhtiön tuotevalikoima on tällä hetkellä jo erittäin laaja ja se sisälsi H1’15:n alussa yli 50 000 tuotetta. Lukumäärä on myös kansainvälisessä vertailussa hyvin laaja, sillä esimerkiksi Euroopan suurimman kodinelektroniikkaliikkeen Media Marktin nettikaupan valikoimista löytyi vuoden 2014 lopulla noin 30 000 tuotetta. Uskomme, että yhtiön tuotevalikoima tulee jatkossa kasvamaan etenkin uusille tuotealueille laajentumisen ja omien tuotemerkkien määrän kasvun myötä. Kodinelektroniikkamarkkinassa yhtiön nykyinen tuotevalikoima kattaa käytännössä kaikki keskeiset tuotteet ja näin ollen kasvu siellä syntyy etenkin markkinaosuuksien voittamisen kautta nykyisissä tuoteryhmissä.

Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat erittäin keskeisiä tekijöitä yhtiön menestyksen kannalta. Tuotteiden saatavuus on kyettävä pitämään hyvänä, mutta varastotasojen ei toisaalta voida nostaa liikaa, sillä korkeat varastot sitovat pääomaa ja heikentävät siten pääoman tuottoa sekä kasvattavat varastoon liittyviä riskejä. Verkkokauppa.com on Jätkäsaaren muuttonsa jälkeen onnistunut pitämään tuotteidensa saatavuuden hyvällä tasolla johtuen etenkin päävaraston ja kaupan välisestä integraatiosta. Uskomme, että jatkossa yhtiö kykenee kokoluokkansa kasvun myötä parantamaan toimitusehtojaan tavarantoimittajia kohtaan ja näin ollen parantamaan tuotteiden saatavuutta myös tätä kautta.

Kaupan digitalisoitumisen myötä saatavuus ei enää tarkoita pelkästään sitä, että tuote on kaupan hyllyssä saatavilla vaan myös sitä, että tuote on helposti saatavilla verkkokaupassa ja se kyetään toimittamaan asiakkaalle nopeasti ja kustannustehokkaasti. Yhtiö on panostanut voimakkaasti tuotteidensa saatavuuden parantamiseen, mistä osoituksena ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kiosk, jonka kautta kuluttajat voivat ostaa ja noutaa yhtiön varastossa olevia tuotteita, ja yhtiön pääkaupunkiseudulle lanseeraamaa 3h tilauksesta ovelle -toimituspalvelu.

Uskomme, että yhtenä strategian painopistealueena tulevaisuudessa onkin saatavuuden merkittävä kehittäminen. Digitaalisessa maailmassa tuotteiden saatavuuden suhteen ei ole vielä luotu selkeitä standarditoimintatapoja ja näin ollen uskomme, että tulevaisuudessa tulemme näkemään yhtiöltä uudenlaisia

toimintamalleja tämän asian suhteen. Toimitukset tulevat varmasti lisääntymään merkittävästi ja korkeamman volyymin avulla myös niiden hintaa voidaan painaa selvästi nykyistä matalammalle tasolle.

Asiakaskeskeisyys on ollut Verkkokauppa.comin ytimessä sen perustamisesta asti. Hyvinä esimerkkinä tästä ovat yhtiön omat verkkosivut, joiden ykkösprioriteettina on tarjota asiakkaille tarkat ja läpinäkyvät tiedot tuotteista ja vasta toissijaisena asiana on itse kaupan tekeminen. Tämän avulla Verkkokauppa.com pyrkii kasvattamaan oman sivustonsa asiakasvirtaa ja edullisen hintatasonsa turvin se uskoo, että asiakas päätyy lopulta ostamaan tuotteen siltä. Kokonaisuutena asiakaskeskeisyys kiteytyy pitkälti kolmeen edelliseen kohtaan eli saatavuuteen, hintaan ja tuotevalikoimaan, minkä myötä yhtiön tavoitteena onkin tarjota asiakkaille mahdollisimman vaivaton ja mukava kaupankäyntimahdollisuus. Uskomme, että yhtiö tulee myös jatkossa kehittämään toimintaansa asiakaskeskeisyys edellä.

Markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa

Verkkokauppa.com on tasaisesti voittanut markkinaosuutta Suomen kodinelektroniikkamarkkinassa ja yhtiön markkinaosuus on noussut keskimäärin noin 1 %-yksikön vuodessa viimeisen 10 vuoden aikana. Yhtiön markkinaosuuden voittamisen taustalla on sen edullinen kustannusrakenne ja tästä johtuvat matalat myyntikatteet ja edulliset hinnat. Johtuen markkinan polarisoitumisesta ja alan keskeisistä trendeistä uskomme, että yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuutensa voittamista myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan tähän markkinaosuuden voittamiseen liittyy vain rajallisia riskejä ja markkinaosuuden kasvun pysähtyminen vaatisi mielestämme yhtiöltä strategisia virheitä (mm. hintojen nostamista, logistiikkaongelmia yms.).

Uudet tuoteryhmät

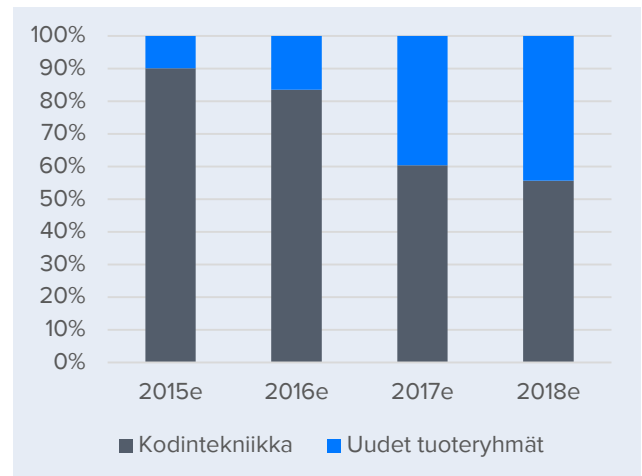
Verkkokauppa.com on aktiivisesti viimeisten vuosien aikana laajentanut tuotetarjontaansa perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle. Yhtiön kodinelektroniikan ulkopuolisia päätuotealueita ovat: grillaus & kokkaus, koti ja piha, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, ruoka ja juoma, työkalut, urheilu ja ravinteet sekä vauvat ja perhe. Vaikka yhtiön päätuoteryhmistä noin kolmasosa on kodintekniikan ulkopuolisia, on näiden tuoteryhmien osuus yhtiön myynnistä vielä varsin rajallinen. Arviomme mukaan näiden osuus yhtiön kokonaismyynnistä on noin 5 %. On hyvä huomioida, että yhtiön on laajentanut useisiin näistä tuoteryhmistä vasta viimeisen vuoden aikana ja uuden tuoteryhmän nouseminen sen täyteen myyntipotentiaaliin kestää yleensä useamman vuoden.

Uskomme, että kantavana ajatuksena yhtiöllä on laajentua tuotealueille, joissa kilpailu on rajoittunutta ja hinnanmuodostus ei tämän myötä ole tehokasta. Nämä olosuhteet tarjoavat Verkkokauppa.comille hyvät

edellytykset pitää kiinni asiakaslupauksestaan ja tarjota kuluttajille markkinoiden edullisimmat hinnat. Uskomme niin ikään, että yhtiö pyrkii etsimään aluksi tuotealueita, jotka menevät sen nykyisen logistiikkaketjun läpi helposti. Aikaisemmin mainituista tuoteryhmistä nykyisen logistiikkaketjun läpi menevät kaikki muut paitsi ruoka, joka vaatii erikseen kylmäketjun ja on näin ollen logistisesti huomattavasti haastavampi toteuttaa. Yhtiö on aikaisemminkin laajentunut perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle, mistä esimerkkinä voidaan käyttää musiikki-instrumentteja. Niiden myynnin yhtiö aloitti vuosikymmenen vaihteessa ja se on noin neljässä vuodessa saavuttanut markkinajohtajan aseman vähittäismyynnissä.

Uskomme, että yhtiö tulee jatkamaan laajentamista uusiin tuoteryhmiin ja odotamme sen lanseeraavan vuosittain 1-2 uutta tuoteryhmää. Uusien tuoteryhmien merkitys yhtiön kasvussa tulee kasvamaan tulevina vuosina. Etenkin pidemmällä aikavälillä (2018 jälkeen) yhtiön kasvu kodinelektroniikkamarkkinalla tulee väistämättä hidastumaan, kun sen markkinaosuus on noussut riittävän korkeaksi. Näin ollen nyt tehdyt laajentumiset uusiin tuoteryhmiin ovat yhtiön kannalta kriittisiä sillä ne luovat pohjaa yhtiön pitkän aikavälin kasvun jatkumiselle. Arviomme mukaan uudet tuoteryhmät tulevat asteittain kasvattamaan merkitystään yhtiön kasvussa ja vuosikymmenen lopussa niiden kontribuutio yhtiön kasvuun pitäisi olla jo selvästi yli 50 %.

Kasvun jakautuminen tuoteryhmien kesken



Lähde: Inderes

Suurin huolestamme uusiin tuoteryhmiin laajentamisen osalta liittyy yhtiön brändin kestävyys uusilla tuotealueilla ja uusissa kohderyhmissä. Yhtiön brändi on perinteisesti ollut hyvin vahvasti sidoksissa kodinelektroniikkaan ja uskomme tämän heijastuvan myös yhtiön nykyiseen asiakaskuntaan. Etenkin laajeneminen tuotealueille missä ostajina ovat pääosin naiset (esim. vauvat ja perhe) sisältää arviomme mukaan selkeää epävarmuutta, koska arviomme mukaan yhtiön nykyisestä asiakaskunnasta selvä enemmistö on miehiä.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.comin laajentuminen uusille tuotealueille sisältää huomattavasti vähemmän riskejä kuin perinteinen kivijalkakaupan laajentuminen. Perinteisessä kivijalkakaupassa valtaosa kiinteistä kustannuksista (vuokrat & palkat) on pakko ajaa ylös ennen itse myynnin aloittamista. Siten kivijalkakaupalla ensimmäiset 12-24 kk ovat tyypillisesti taloudellisesti hyvin raskaita ja todennäköisesti tappiollisia. Myös kysynnän todellisesta määrästä ei ole mitään takeita ja näin ollen kauppa ottaa huomattavan riskin kivijalkalaajentumisen kanssa. Myös epäonnistuneen kaupan lopettaminen on huomattavan kallista, sillä vuokrat ja palkat juoksevat vielä lopetusilmoituksen jälkeen ja varastojen alasajosta syntyy tappioita. Verkkokauppa.comin tapauksessa laajentuminen sitoo alussa hyvin maltillisesti kiinteitä kuluja, sillä se ei tarvitse uutta liiketilaa tai merkittävästi uutta henkilöstöä. Lisäksi yhtiö kykenee näyttelyikkunaan perustuvalla toimintatavallaan pitämään varastotasot perinteistä kivijalkakauppaa matalampina. Yhtiö testaa myös normaalisti markkinoiden kysyntää myymällä uutta tuotetta verkossa ja myymälässä hyvin pienissä määrissä ennen sen siirtymistä päätuoteryhmäksi.

Kokonaisuutena uskomme, että uudet tuoteryhmät sisältävät merkittävää potentiaalia yhtiön kannalta. Useilla nyt tutkituista tuoteryhmistä myyntikatteet liikkuvat arviomme mukaan 25-50 %:n välillä ja uskomme, että Verkkokauppa.comilla on toimintamallinsa puitteissa hyvät edellytykset laajentua näille alueille. Sijoittajien on myös tärkeä ymmärtää, että näiden uusien tuoteryhmien myyntikatteet ovat selvästi kodinelektroniikan vastaavia korkeampia ja näin ollen niihin laajentumisella on selkeä positiivinen vaikutus koko yhtiön myyntikatteeseen. Laajentumisen kulmakivenä ovat yhtiön kilpailuedut, joita käsittelemme tarkemmin seuraavassa kappaleessa

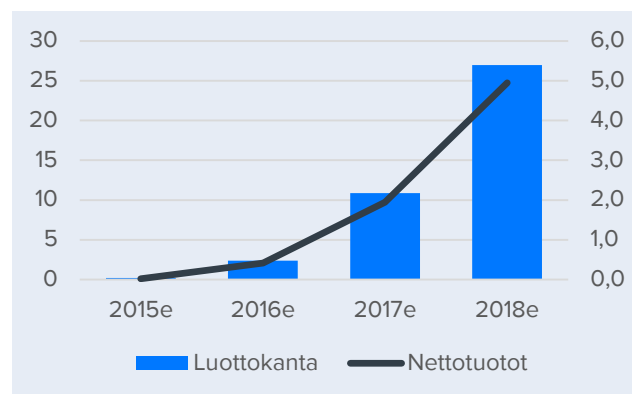
Asiakasrahoitus

Verkkokauppa.com lanseerasi syyskuussa 2015 oman Apuraha-nimellä kulkevan asiakasrahoituksensa. Oman asiakasrahoituksen tarkoituksena on nostaa yhtiön myyntikatteita ja yhtiön omien kommenttien mukaan toimialalla tyypillisesti asiakasrahoitus nostaa myytävän tuotteen myyntikatetta 3-6 %-yksikköä. Lisäksi asiakasrahoituksen tarkoituksena on tukea yhtiön myyntiä tarjoamalla asiakkaille erilaisia rahoitusvaihtoehtoja. Yhtiö on aikaisemmin hoitanut asiakasrahoituksen Klarnan kautta ja näin ollen asiakkailla on ollut myös aikaisemmin mahdollisuus saada rahoitusta hankintoihinsa. Omassa asiakasrahoituksessa kumppanina toimii Lindorff.

Asiakasrahoituksen prosessi on täysin automatisoitu ja Verkkokauppa.comin järjestelmä tekee luottopäätökset ilman manuaalista työtä. Verkkokauppa.comin kannalta asiakasrahoituksen potentiaali riippuu yksinkertaistettuna siitä, että kuinka moni asiakas käyttää asiakasrahoitusta, minkälaiset ehdot yhtiö lainoilleen antaa (maksuaika ja korko) sekä luottotappioiden määrä. Lisäksi Verkkokauppa.comin ja Lindorffin suhde riskin kantamisessa vaikuttaa oleellisesti Apurahan potentiaaliin.

Suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Apurahaan ja näkemysksemme mukaan se tarjoaa yhtiölle merkittävää ansaintapotentiaalia pitkällä aikavälillä. Taseriskit ovat kuitenkin merkittäviä ja nostavat yhtiön riskiprofiilia. Uskomme kuitenkin, että alkuvaiheessa Apuraha tullaan toteuttamaan pitkälti Lindorffin taseella ja näin ollen Verkkokauppa.comin oma riski ja samalla myös tuottopotentiali jäävät hyvin pieniksi. Odotamme Apurahan roolin kasvavan asteittain. Vuoden 2016 osalta Lindorff todennäköisesti kantaa vielä valtaosan riskistä ja Verkkokauppa.comin tuotot jäävät vaatimattomiksi. 2017 on arviomme mukaan ensimmäinen vuosi, kun Apuraha näkyy yhtiön numeroissa kunnolla ja ennustamme sen nettotuottojen olevan noin 2 MEUR. Tämä luku huomioi luottotappiot ja sovellettu korkotaso on 20 %. 2018 aikana Lindorffin osuus jatkaa pienentymistään ja Verkkokauppa.com kasvattaa astetta omaa riskiään. Ennustamme nettotuottojen nousevan 5 MEUR:n tasolle ja luottokannan noin 25 MEUR:oon. Ennustamme luottokannan duraatiolle on 12kk. Apurahan ennustamme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme eritele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä.

Apurahan luottokanta ja nettotuotot Verkkokauppa.comille



Lähde: Inderes

Uskomme, että yhtiö tulee lähtemään Apurahan kanssa liikkeelle varsin maltillisella riskiprofiililla. Lisäksi uskomme, että yhtiö pyrkii säilyttämään negatiivisen käyttöpääoman myös pitkällä aikavälillä, mikä asettaa tiettyjä reunaehdot luottokannan kasvulle Verkkokauppa.comin taseessa. Ennustamme ovat varsin konservatiiviset ja heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofiilia hankkeeseen liittyen. Korostamme, että pidemmällä aikavälillä Apurahan potentiaali on huomattavasti ennusteamme suurempi (osuus yhtiön liikevoitosta vuonna 2018 noin 10 %).

C2C-kauppapaikka

2014 syksyllä Verkkokauppa.com kertoi tutkivansa mahdollisuutta kuluttajien välisen kauppapaikan luomiseen. Käytännössä tämä tarkoittaisi palvelua missä kuluttajat keskenään käyvät kauppaa käytetyillä tavaroilla (esim. Huuto.net, Tori.fi ja Ebay). Hanke tullaan arviomme mukaan toteuttamaan Verkkokauppa.comin brändin alle ja hankkeen strategisena tarkoituksena on arviomme mukaan kasvattaa

Verkkokauppa.comin kävijämäärää ja kasvattaa yhtiön asiakasymmärrystä. Lisäksi uskomme, että toimivalla C2C-kauppapaikalla olisi myös välillinen positiivinen vaikutus yhtiön omaan myyntiin, sillä yhtiö voisi kauppapaikalla tuoda esiin myös omia tuotteitaan.

Käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole hankkeessa suoraa ansaintaa esimerkiksi erilaisten ilmoituspalkkioiden tai provisioiden muodossa vaan hyödyt ovat puhtaasti strategisia ja välillisiä. Suhtaudumme hankkeeseen varsin positiivisesti, sillä näemme sen riski/tuotto-suhteen erinomaisena. Hanke maksaa Verkkokauppa.comille vain rajallisesti (arviomme mukaan alle 1 MEUR) ja sen mahdolliset hyödyt voivat olla merkittäviä. Riskit ovat hyvin rajalliset ja esimerkiksi vastuiden osalta yhtiöllä ei olisi riskiä, sillä kauppaa käydään kuluttajien välillä ja yhtiö ei ole mukana itse transaktiossa. Riskinä onkin lähinnä investointipanostuksen menetys ja yhtiön resurssien mahdollinen hukkakäyttö. Uskomme, että Verkkokauppa.comin C2C-alustalla on lähtökohtaisesti hyvät mahdollisuudet menestyä, sillä yhtiö brändi on yksi Suomen tunnetuimpia verkkobrändejä ja sen sivut ovat vierailuimmat internet-sivut Suomessa. Tulossennusteisiin hankkeella ei ole toistaiseksi materiaalista vaikutusta.

Hankintayhteistyö

Verkkokauppa.com on listautumisestaan asti suunnittelut hankintayhteistyötä. Hankintayhteistyö on mielestämme yhtiölle luonnollinen askel, sillä sen kautta yhtiö kykenisi parantamaan neuvotteluvoimaansa tavarantoimittajiin nähden ja se kykenisi neuvottelemaan mm. parempia hintoja ja pidempiä maksuaikoja. Hyötyjen suuruus riippuu pitkälti hankintayhteistyön kokoluokasta. Jos yhtiö osallistuisi merkittävästi omaa kokoluokkaansa suurempaan hankintayhteistyöhön, olisi sen mahdollisuus painaa hankintakustannuksia (käänteisesti nostaa myyntikatetta) merkittävästi. Toisaalta osana suurempaa hankintayhteistyötä myös yhtiön oma päätösvalta hankintoihin saattaisi supistua ja uskomme, että yhtiö pyrkii tässä hankkeessa säilyttämään täyden autonomian päätöstensä kanssa.

Todennäköisempänä vaihtoehtona pidämme sitä, että Verkkokauppa.com päättyy hankintayhteistyöhön jonkun tai joidenkin pienempien toimijoiden kanssa, minkä kautta yhtiön täysi autonomia ostopäätöksissä säilyisi, mutta yhteistyö tarjoaisi silti yhtiölle isompia muskeleita hankintoja tehtäessä. Tässä tärkeässä osassa olisi Pohjoismaiden kattava hankintayhteistyö, sillä useille päämiehillä laajemman markkina-alueen kattaminen on absoluuttisia ostomääriä tärkeämpää. Johtuen hankintayhteistyöhön liittyvästä epävarmuudesta, emme ole sisällyttäneet sitä tulossennusteisiimme.

Merkittävimmät riskit

Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin osakkeen merkittävimmät riskit ovat:

Riippuvuus yhtiön toimitusjohtajasta. Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.com on hyvin riippuvainen yhtiön toimitus- ja ostojohtaja Samuli Seppälästä. Seppälä on arviomme mukaan operatiivisesti yhtiön tärkein työntekijä ja uskomme, että yhtiön yrittäjähenkilinen kulttuuri on myös voimakkaasti sidoksissa häneen. Johtuen Seppälän merkittävästä omistusosuudesta (49,9 %), emme pidä hänen lähtöä yhtiöstä realistisena skenaariona ja näin ollen riski on kokonaisuutena verrattain pieni.

Suomen heikon taloustilanteen jatkuminen. Suomen talouden kehityksellä ja tämän kautta kuluttajien ostovoimalla on suora yhteys Verkkokauppa.comin taloudelliseen menestykseen, sillä käytännössä koko yhtiön liikevaihto tulee Suomesta. Mikäli Suomen talouden heikko kehitys jatkuu, on tällä suoria negatiivisia vaikutuksia Verkkokauppa.comin liiketoimintaan.

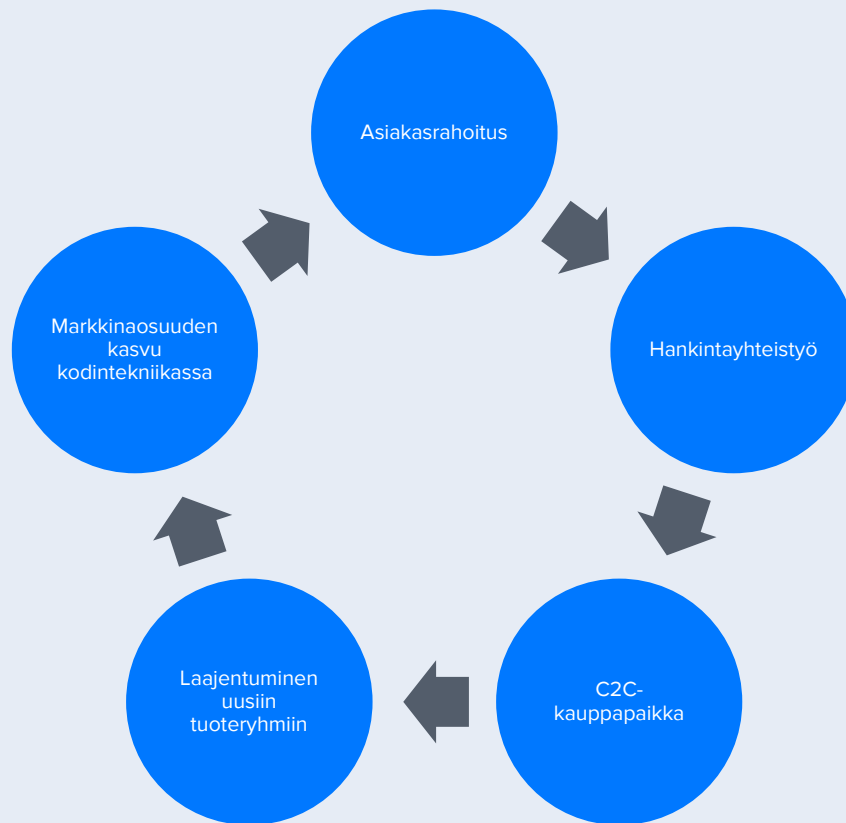
Uusien kilpailijoiden tulo markkinoille. Kilpailupaineen lisääntyminen on vähittäiskaupassa aina merkittävä riski. Verkkokaupan yleistymisen myötä kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi ja näin ollen uusien kilpailijoiden alalle tulokynnys laskee merkittävästi. Verkkokauppa.comin asemia tässä parantaa yhtiön erittäin alhainen kulurakenne, joka on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen myös globaaleja verkkokauppapohjaisia pelureita vastaan. Pidämme epätodennäköisenä, että Suomen kodinelektroniikkamarkkinalle etabloituisi uusia merkittäviä toimijoita lyhyellä aikavälillä johtuen markkinan pienestä koosta, kireästä kilpailutilanteesta ja Suomen markkinan syrjäisestä sijainnista.

Yhtiön brändin kantavuus uusille tuote-alueille. Arviomme mukaan Verkkokauppa.com brändi on tällä hetkellä vahvasti profiloitunut kodinelektroniikkaan. Mielestämme on edelleen hyvin epäselvää miten täysin eri kohderyhmien (esimerkiksi lastenhoidon) edustajat mieltävät yhtiön brändin uusien tuoteryhmien ostospaikkana. Tähän asti Verkkokauppa.com on pienissä määrin onnistunut onnistuneesti laajentamaan tuotetarjontansa kodinelektroniikan ulkopuolella ja brändi on kantanut näille tuote-alueille hyvin (esim. musiikki-instrumentit).

Yhtiön oma IT-järjestelmä. Verkkokauppa.comin koko toiminta nojaa omaan Private IT-järjestelmään. Vaikka oma IT-järjestelmä on yhtiön keskeinen kilpailuetu, on se myös merkittävä riski. Mikäli yhtiö epäonnistuisi IT-järjestelmän kehittämisessä muodostuisi siitä nopeasti yhtiölle kilpailuhaitta kilpailuedun sijaan. Lisäksi erilaiset järjestelmähäiriöt kasvattavat oman IT-järjestelmän riskiä. Ottaen huomioon yhtiön pitkän historian oman IT-järjestelmän kehittämisestä, pidämme tätä riskiä kohtuullisen pienenä.

Asiakasrahoituksen riskit. Asiakasrahoituksen myötä Verkkokauppa.comin taseriski kasvaa selvästi. Pahimmassa skenaariossa luottotappioiden kasvu ja epäonnistuminen riskin hinnoittelussa voisi aiheuttaa yhtiölle merkittäviä tappioita. Kuitenkin yhtiö tulee etenemään asiakasrahoituksen suhteen varsin pienellä riskillä ja alkuvaiheissa kumppani Lindorff kantaa arviomme mukaan valtaosan riskistä. Näin ollen emme pidä tätä riskiä realistisena muutaman vuoden tähtäimellä.

Strategia



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Verkkokauppa.com operoi erittäin kevyellä taseella ja tase on nettovelaton. Näkemyksemme mukaan yhtiön normalisoitu käyttöpääoman taso on negatiivinen ja näin ollen kasvu ei sido uutta pääomaa. Tämä on sijoittajien kannalta erittäin tärkeää ja käyttöpääoman kehitys yksi keskeisiä indikaattoreita pitkällä aikavälillä. Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat kokonaisuutena melko varovaisia ja tarjoavat vain heikkoa indikaatiota yhtiön tulevaisuuden potentiaalista.

Taserakenne

Kevyt ja nettovelaton tase

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Tase on nettovelaton ja ainoat merkittävät omaisuuserät liittyvät käyttöpääomaan. Taseen loppusumma oli vuoden 2014 lopussa 77,4 MEUR.

Pitkäaikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juurikaan ole, sillä vuoden 2014 lopussa yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkäaikaiset varat olivat yhteensä noin 3 MEUR. Sijoittajien on hyvä huomata, että Verkkokauppa.com ei omista itse omia myymälöitä ja Jätkäsaaren myymälään sillä on vuoteen 2027 ulottuva vuokrasopimus. Oulun ja Tampereen myymälöiden vuokrasopimukset ulottuvat vuoteen 2018 asti ja yhteensä taseen ulkopuoliset vuokravastuut ovat noin 38 MEUR.

Yksittäisistä tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2014 lopussa 30,9 MEUR tai 11,2 % liikevaihdosta (2013: 9,7 %). Varastojen määrä on laskenut vuoden 2011 jälkeen selvästi, kun yhtiö muutti uusiin toimitiloihin ja paransi merkittävästi varaston hallintaansa. Vuonna 2014 yhtiön varastot nousivat arviomme mukaan väliaikaisesti johtuen laajentumisesta uusiin tuoteryhmiin ja kausivaihtelusta. Tulevaisuudessa yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset kasvattaa varaston kiertonopeutta nykyisestä liiketoiminnan volyyimikasvun myötä. Vastaavasti omien "private label"-tuotteiden kasvu ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin tulevat heikentämään varastonkiertonopeutta. Kokonaisuutena odotamme varastonkiertonopeuden parantuvan lähivuosina hieman. Pitkällä aikavälillä näemme yhtiön kestävän varastotason olevan noin 10 % suhteessa liikevaihtoon.

Saamiset olivat puolestaan 8,0 MEUR tai 2,9 % liikevaihdosta vuoden 2014 lopussa ja ne ovat pysyneet vakaana koko yhtiön lähihistorian ajan. Arviomme mukaan yhtiön saamiset tulevat kasvamaan lähivuosina selvästi, kun se ajaa omaa asiakasrahoitusliiketoimintaa ylös. Ennustamme saamisten määrän suhteessa liikevaihtoon kasvavan noin 8 %:iin vuoteen 2018 mennessä. Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Tarkemmat laskelmat asiakasrahoituksesta löytyy

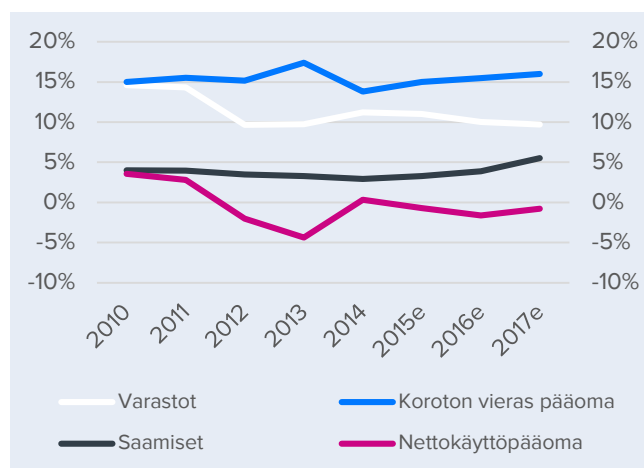
edellisestä kappaleesta. Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2014 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 35,3 MEUR.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön omapääoma oli vuoden 2014 lopussa 36,6 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä oli noin 2 MEUR.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2014 lopussa 38 MEUR tai 14 % liikevaihdosta. Nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja kokonaisuutena laskemme ne mukaan yhtiön käyttöpääomaan. Ostovelkojen määrä laski selvästi vuonna 2014 johtuen kassa-alennusten täysimääräisestä hyödyntämisestä ja uskomme kassa-alennusten hyödyntämisen heikentävän ostovelkojen määrää vielä 2016 aikana. Uskomme, että operatiivisesti yhtiöllä on ostovelkojen suhteen edelleen paljon kehitettävää, sillä liiketoiminnan kasvava volyymi ja mahdollinen ostoyhteistyö tarjoavat mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin.

Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2014 lopussa noin nollan tuntumassa. Uskomme käyttöpääoman parantuvan vuoden 2014 tasolta kassa-alennusten määrän laskiessa ja yhtiön normalisoidun käyttöpääoman olevan keskipitkällä aikavälillä negatiivinen.

Käyttöpääoman kehitys



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa sen että Verkkokauppa.comin liiketoiminnan kasvu ei sido uutta pääomaa ja yhtiön asiakkaat ja tavarantoimittajat itseasiassa rahoittavat kasvun. Koska negatiivisen käyttöpääoman määrä kasvaa liiketoiminnan volyymin kasvaessa, tarjoaa liiketoiminnan volyymin kasvu yhtiölle jatkuvasti uutta pääomaa uusiin kasvuhankkeisiin. Näin ollen käyttöpääoman kehitys ja ennen kaikkea sen pysymisen negatiivisena on sijoittajille erittäin tärkeä ja seuraamisen arvoinen tekijä.

Uskomme, että Verkkokauppa.com pyrkii pitämään taseensa nettovelattomana myös tulevaisuudessa, sillä velaton tase ja pieni rahoitusriskiprofiili heijastuvat yhtiön käyttöpääomaan parempien maksuehtojen kautta. Käytännössä siis Verkkokauppa.comin oma riskiprofiili vaikuttaa suoraan sen saamiin maksuehtoihin. Tästä johtuen pääoman tuoton parantaminen velkavivun avulla heikentäisi suoraan yhtiön käyttöpääomaa. Vaikka rahoituspalvelut tulevatkin heikentämään yhtiön käyttöpääomaa, emme näe niiden nostavan yhtiön käyttöpääomaa positiiviseksi ainakaan ennen vuotta 2018.

Vaikka tase vaikuttaa lukujen valossa ylikapitalisoituneelta (2014 nettovelkaantumisaste -91 %), on sijoittajien tärkeä muistaa, että hyvien maksuehtojen saamiseksi ja rahoituspalveluiden riskiprofiilin hallitsemiseksi yhtiön taseessa pitää olla selkeää puskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan esim. voitonjaon kautta lähivuosina ja uskomme, että yhtiö haluaa säilyttää merkittävän taloudellisen liikkumavaran.

Taseen riskit ovat toistaiseksi varsin maltilliset ja mm. varastoon tai saamisiin liittyvät riskit ovat hyvin rajalliset. Rahoituspalveluiden kasvu nostaa yhtiön taseeseen liittyvää riskiprofiilia, mutta nykyisillä ennusteillamme taseen riski pysyy varsin kohtuullisena myös tulevina vuosina.

Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

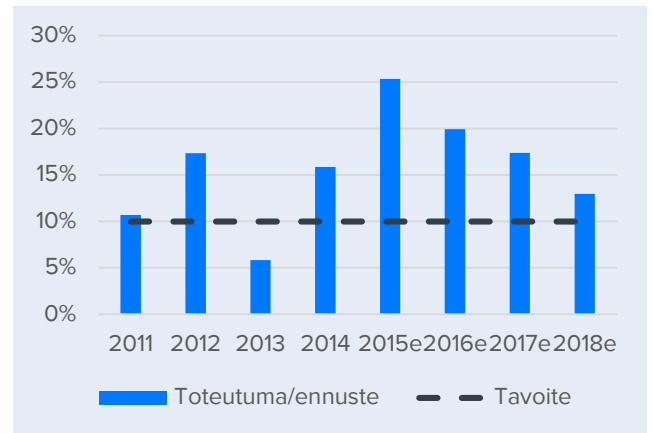
Verkkokauppa.com on määrittänyt itselleen neljä taloudellista tavoitetta. Osa taloudellisten tavoitteiden määritelmät poikkeavat merkittävästi pörssissä yleisesti käytetyistä kiinteistä numeerisista tavoitteista.

Yhtiö pyrkii kasvamaan toimintamarkkinoitaan nopeammin ja tavoittelee keskipitkällä aikavälillä yli 10 %:n vuotuisia liikevaihdon kasvua.

Kasvun suhteen pidämme tavoitetta hyvin realistisena ja jopa hieman vaatimattomana, kun huomioidaan yhtiön historiallinen kasvuvauhti (36 %). Arviomme mukaan yhtiön pitäisi kyetä yli 10 % vuotuisen kasvuun jo pelkästään nykyisten kodinelektronikkaan keskittyneiden tuoteryhmien avulla, sillä markkinan kasvu, verkkokaupan yleistyminen ja yhtiön hintajohtajan asema tarjoavat riittävät edellytykset yli 10 %:n vuotuiselle kasvulle. Arviomme mukaan selvästi tätä

ripeämpi liikevaihdon kasvu syntyy laajentamalla yhtiön tarjontaa uusiin tuoteryhmiin.

Liikevaihdon kasvu ja tavoite

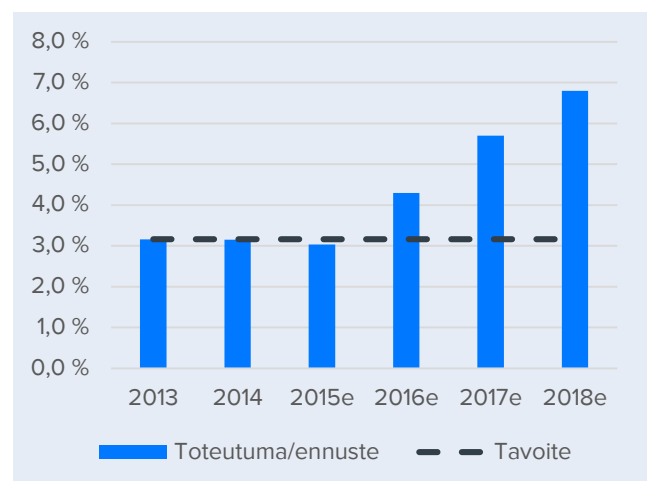


Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan liiketoimintavolyymin kasvaessa. Keskipitkällä aikavälillä tavoitteena on parantaa käyttökateprosenttia vuoden 2013 tasosta

Näkemyksemme mukaan yhtiön kannattavuus parannus syntyy etenkin myyntimixin parantumisen ja tämän myötä parantuvan myyntikatteen kautta. Kulurakenne on jo nyt erinomainen ja uskomme sen laskevan enää hyvin maltillisesti nykytasolta, liikevaihdon volyymin kasvun myötä. Myyntikatetta puolestaan kasvattavat liikevaihdon kasvu ja tämän myötä kasvavat mittakaavaedut, sekä laajentuminen uusiin korkeamman myyntikatteen tuotealueisiin.

Kannattavuus ja tavoite



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Yhtiö pyrkii varmistamaan riittävän omavaraisuusasteen liiketoimintansa kasvun rahoittamiseksi ja pyrkii ylläpitämään yli 25 %:n omavaraisuusastetta ottaen

huomioon yhtiön toimialan luonteen ja liiketoiminnan kausiluonteisuuden

Yli 25 %:n omavaraisuusaste tarkoittaa nykyisellä taserakenteella velatonta tasetta. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii pitämään taseensa velattomana ja näin ollen pitämään taseriskinsä hallinnassa taloustilanteesta riippumatta. Johtuen yhtiön erittäin kapeista liikevoittomarginaaleista pidämme tätä järkevänä ratkaisuna. Näkemyksemme mukaan velaton ja vahva tase pienentävät yhtiön riskiprofiilia selvästi ja varmistavat taloudellisen liikkumavaran heikommassakin tilanteessa.

Yhtiön mukaan sen liiketoiminnan pääpaino on liiketoiminnan kehittämisessä. Yhtiö arvioi vuosittain edellytyksiä osingonjakoon siten, että mahdollinen voitonjako ei vaaranna yhtiön strategiassa määriteltä kasvutavoitetta tai muita yhtiön taloudellisia tavoitteita

Käytännössä yhtiön osinkopolitiikka tarkoittaa näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö investoi edelleen valtaosan tulorahoituksestaan kasvuun ja osinkoja jaetaan, jos yhtiö ei keksi rahoille parempia investointikohteita. Pidämme tätä strategiaa järkevänä, sillä yhtiöllä on erinomaisia kasvumahdollisuuksia sen nykyisen kustannusrakenteen ja markkinaposition kautta. Kuitenkin käyttöpääoman pysyessä negatiivisena ja asiakasrahoituksen sitoessa vain rajallisesti pääomaa, ei yhtiö arviomme mukaan toistaiseksi tarvitse tulovirtaansa liiketoiminnan kehittämiseen. Näin ollen yhtiö voisi arviomme mukaan jakaa valtaosan tulovirrastaan osinkoina.

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	3,9	3,4	3,1	3,2	3,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,6	0,7	1,0	1,2	1,2
Käyttöomaisuus	3,3	2,7	2,1	2,0	2,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	43,4	53,7	74,3	94,4	103,9
Varastot	21,7	23,2	30,9	38,0	41,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,8	7,8	8,0	11,4	16,1
Likvidit varat	13,8	22,7	35,3	44,9	46,3
Taseen loppusumma	47,3	57,0	77,4	97,6	107,3

Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Oma pääoma	3,4	7,9	36,6	33,6	42,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,7	6,8	11,0	8,0	16,7
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,7	1,0	25,5	25,5	25,5
Vähemmistöosuus	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,1	6,7	1,8	7,0	0,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,4	0,7	0,7	0,7
Lainat rahoituslaitoksilta	7,1	6,3	1,1	6,2	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	36,6	42,3	39,0	57,0	64,3
Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	0,9	0,9	5,1	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,1	41,4	38,1	51,9	64,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,4	57,0	77,4	97,6	107,3

Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Tulevaisuuden ennusteet

Verkkokauppa.comin keskeisenä teemana lähivuosina on liikevaihdon kasvu. Yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuuden voittamista kodinelektroniikassa samalla kun se rakentaa uuden kasvun pohjaa laajentamalla uusiin tuoteryhmiin. Odotamme yhtiön tulospääsyn kiihtyvän selvästi lähivuosina, kun myös myyntikate alkaa nousta parantuvan myyntimixin ja liiketoiminnan rakenteellisen tulospääsyn myötä. Ennustamme ovat selvästi konsensuksen yläpuolella, mikä myös puoltaa positiivista näkemystämme yhtiöstä.

Voimakas kasvu jatkuu

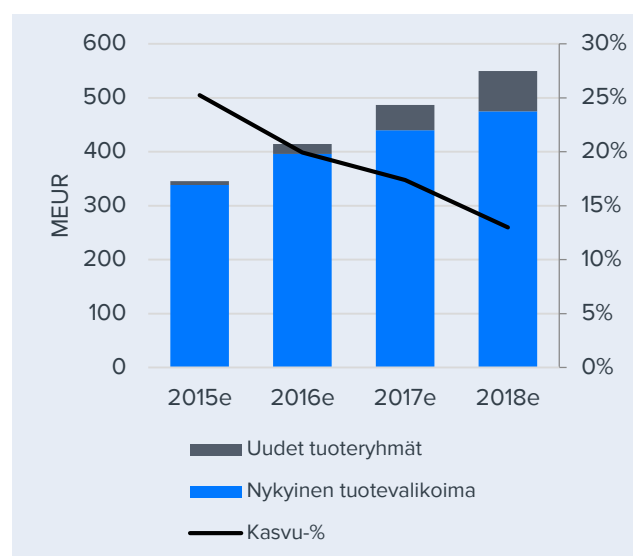
2015 on muodostumassa yhtiölle erinomainen

Verkkokauppa.comin H1'15 on sujunut erittäin hyvin. Vaikka kodintekniikkamarkkina on H1'15:n aikana laskenut 2,2 %, onnistui yhtiö kasvattamaan liikevaihtoaan 26 % 153 MEUR:oon. Liikevaihdon erittäin vahvan kehityksen taustalla on ollut markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikkamarkkinoilla ja yhtiön laajentuminen uusiin tuoteryhmiin. Lisäksi Q2:lla yhtiö teki poikkeuksellisen paljon tukkukauppaa, joka voidaan tulkita eräänlaisena kertaluontoisena myyntinä.

Myyntikate laski 15,2 %:iin (H1'14: 16,1 %) johtuen arviomme mukaan etenkin yhtiön aggressiivisesta hinnoittelusta ja kireästä hinnoitteluympäristöstä kodintekniikkamarkkinoilla. Yhtiön myyntimix on arviomme mukaan kehittynyt alkuvuoden aikana neutraalisti. Liikevoitto ilman kertaeriä pysyi edellisvuoden tasolla 3,3 MEUR:ssa. Raportoitu liikevoitto laski nolleen, sillä yhtiö hävisi oikeudenkäynnin Teostoa vastaan. Tästä yhtiö kirjasi 3,4 MEUR:n korvaukset ja 0,9 MEUR korkokuluja H1:lle.

Odotamme yhtiön vahvan kehityksen jatkuvan myös H2'15:n aikana. Suomen talouden heikkous ja kuluttajien matala luottamus nostavat entisestään kuluttajien hintaherkkyyttä, minkä uskomme heijastuvan positiivisesti hintajohtaja Verkkokauppa.comin myyntiin. Uusien tuoteryhmien vaikutus yhtiön vuoden 2015 myyntiin jää vielä varsin vaatimattomaksi. Ennustamme 2015 liikevaihdon kasvavan 22,7 % 346 MEUR:oon. Myyntikate laskee 14,9 %:iin johtuen yhtiön aggressiivisesta hinnoittelusta ja kireästä hinnoitteluympäristöstä. Kulurakenteen skaalautuvuudesta johtuen liikevoitto ilman kertaeriä kasvaa 9,5 MEUR:oon (2014: 7,4 MEUR). Oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa 0,15 euroon vuodentakaisesta 0,10 eurosta. Osingon ennustamme olevan 0,10 euroa (2014: 0,14 euroa). Osinkoennusteeseemme liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta, sillä yhtiön tase on selvästi ylikapitalisoitunut ja arviomme mukaan yhtiön rahoitustarve on lähivuosille minimaalinen johtuen negatiivisesta käyttöpääomasta. Näin ollen yhtiö voisi jakaa vuoden 2014 tapaan selvästi osakekohtaista tulosta korkeamman osingon, mutta epäselvästä voitonjakopolitiikasta johtuen olemme varovaisempia osinkoennusteemme kanssa.

Liikevaihdon kasvu 2015-2018e



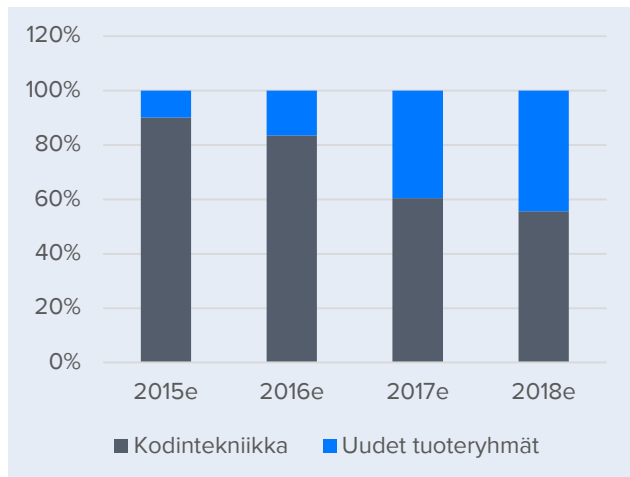
Lähde: Inderes

2016 - kasvu jatkuu vaikeassa markkinassa

Arviomme mukaan vuodesta 2016 on muodostumassa yhtiölle hyvin vuoden 2015 kaltainen. Suomen markkinatilanne tulee pysymään vaikeana ja kodinelektroniikkamarkkina tulee pysymään edellisvuoden tasolla. Odotamme kodinelektroniikka-alan kahtiajakautuksen jatkuvan voimakkaana ja arviomme mukaan useampi pienempi toimija tulee poistumaan markkinalta. Esimerkiksi Hobby Hall ja Anttila tulevat arviomme mukaan vetäytymään kodinelektroniikasta vuoden 2016 aikana. Verkkokauppa.com jatkaa aggressiivista hinnoitteluaan ja ennustamme yhtiön markkinaosuuden jatkavan selkeää kasvuaan.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 20 % 415 MEUR:oon. Uusien tuoteryhmien myynti alkaa heijastua yhtiön myyntiin ja arviomme mukaan vuoden 2016 kasvusta noin 25 % tulee kodinelektroniikan ulkopuolisista tuotteista.

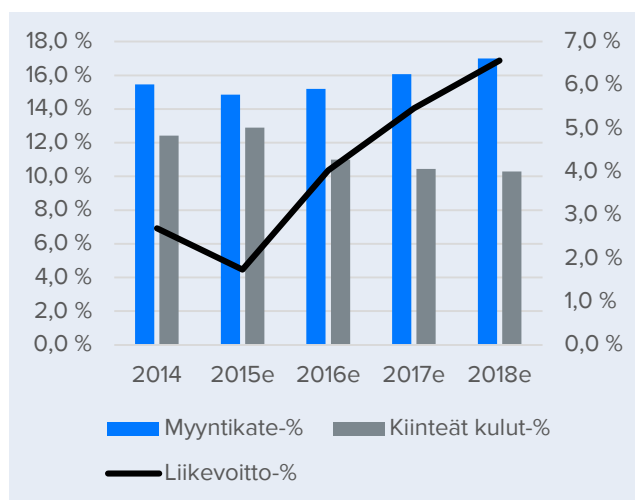
Kasvun jakautuminen tuoteryhmien kesken



Lähde: Inderes

Myyntikate nousee hieman 15,2 %:iin johtuen tuotemixin muutoksista. Tuotemixiä tukevat kodintekniikan kasvun painottuminen mm. isoihin ja pieniin kodinkoneisiin sekä uusien korkeamman katteen tuotealueiden myynnin kasvu. Myyntikattea puolestaan painaa yhtiön aggressiivinen hinnoittelu kodinelektronikassa sekä kodinelektronikan kireänä jatkuva hinnoitteluympäristö. Liikevoittomarginaali nousee selvästi 4,0 %:iin (2015e: 2,7 %) johtuen korkeammasta myyntikatteesta ja kulurakenteen skaalautuvuudesta. Osakekohtainen tulos on ennusteissamme 0,29 euroa ja osinko 0,12 euroa.

Kannattavuuden kehitys 15-18e



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

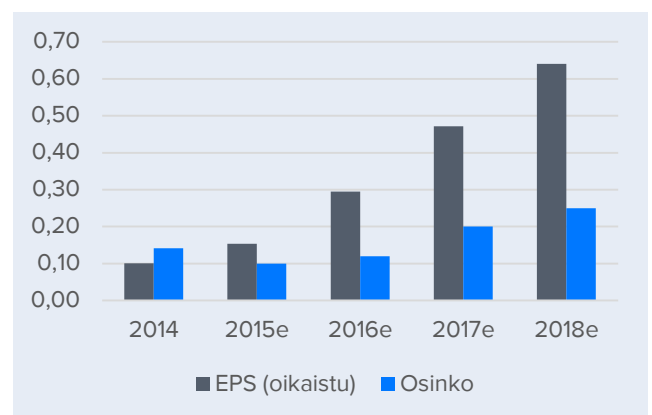
2017 - markkinatilanne piristyy hieman

Odotamme markkinatilanteen parantuvan hieman vuonna 2017, kun Suomen talouden pitäisi vihdoin päästä kasvuun kiinni muun Euroopan ja sisäisten rakennemuutosten myötä.

Ennustamme kodinelektronikkamarkkinan kääntyvän hienoiseen kasvuun (+1,5 %), mikä tulee heijastumaan pienentyneenä hintapaineena. Tästä huolimatta uskomme, että Verkkokauppa.com jatkaa varsin aggressiivista hinnoitteluaan ja preferoi edelleen kasvun kannattavuuden sijaan.

Liikevaihdon ennustamme kasvavan 17,4 % 487 MEUR:oon. Kasvusta noin 40 % syntyy uusista tuoteryhmistä. Myyntikatteen ennustamme parantuvan 16,1 %:iin johtuen parantuvasta myyntimixistä ja suotuisammasta hinnoitteluympäristöstä. Liikevoittomarginaali jatkaa skaalautumistaan ja ennustamme marginaalin nousevan 5,5 %:iin. Osakekohtainen tulos nousee merkittävän tulosvivun vuoksi 0,47 euroon ja osinko 0,20 euroon.

EPS ja osinko 2014-2018e



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

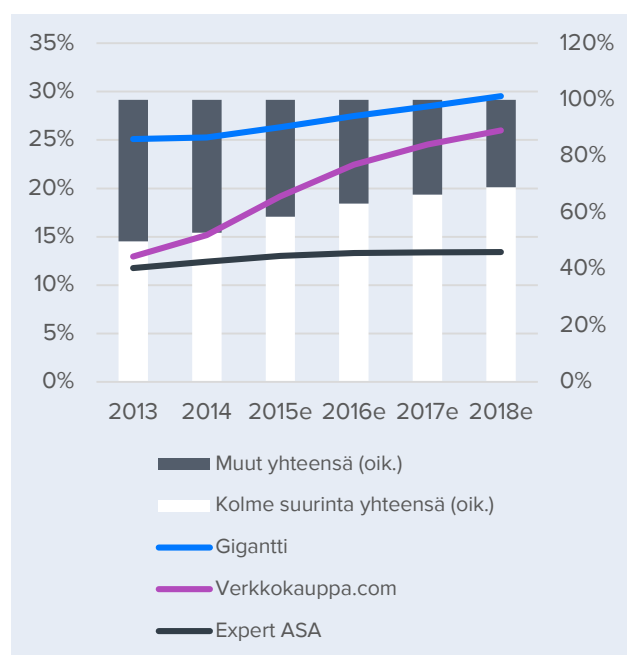
2018 osalta tilanne on hyvin samankaltainen kuin 2017. Markkina elpyy edelleen varovasti ja hintapaine hellittää. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 13 % 550 MEUR:oon. Tästä kasvusta yli 40 % syntyy uusista tuoteryhmistä. Myyntikate nousee 17 %:iin ja liikevoittomarginaali 6,6 %. Vuosi 2018 on ensimmäinen vuosi, kun asiakasrahoitus alkaa todella tukea yhtiön marginaaleja ja sillä on noin 0,5 %:n parantava vaikutus koko konsernin liikevoittoon. Osakekohtainen tulos jatkaa ripeää kasvuaan marginaalin kasvun kautta ja ennustamme sen nousevan 0,64 euroon.

Pitkällä aikavälillä uusien tuoteryhmien merkitys kasvaa

Vuoden 2018 jälkeen Verkkokauppa.comin markkinaosuus Suomen kodinelektronikkamarkkinalla on ennusteemme mukaan 26 % ja näkemyksemme mukaan markkinaosuuden kasvattaminen tästä eteenpäin alkaa muodostua haastavaksi. Tämä johtuu siitä, että kolmen suurimman toimijan yhdistetty markkinaosuus on tässä vaiheessa jo noin 70 %. Valtaosa heikosta kilpailusta on tässä vaiheessa poistunut markkinoilta ja pienistä pelureista jäljellä ovat etenkin pienet ja lokaalit toimijat, joiden kilpailuedun ytimenä ovat muut tekijät kuin hinta (paikallisuus, asiakassuhteet yms.).

Pitkällä aikavälillä Verkkokauppa.com kykenee arviomme mukaan kasvattamaan markkinaosuuttaan 0,5-1,0 %-yksikköä vuodessa. Kun tämä yhdistetään kodinelektroniikkamarkkinan normalisoituun kasvuun (1,5-2,0 %) saadaan yhtiön kodinelektroniikan kasvuksi noin 4-6 %. Näin ollen yhtiön pitää tukeutua kasvussaan entistä voimakkaammin kodinelektroniikan ulkopuolisiin tuoteryhmiin. Ennusteessamme uudet tuoteryhmät tuovat vuoden 2018 kasvusta jo yli 40 % ja näin ollen uskomme, että yhtiöllä on edellytykset yltää tavoittelemansa yli 10 %:n kasvu myös jatkossa. Lähivuosien osalta sijoittajien kannalta on erittäin tärkeä seurata yhtiön laajentumista uusiin tuote-alueisiin ja vastaavasti näiden myynnin kehitystä. Ennustamme yhtiön laajentuvan 1-2 uuteen päätuoteryhmään vuosittain tulevina vuosina.

Markkinaosuuksien kehitys kodinelektroniikassa



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com, Kehittyvä Kauppa

Muistutamme sijoittajia, että Verkkokauppa.com on tällä hetkellä voimakkaassa kasvuvaiheessa ja lähivuosien kannattavuutta huomattavasti tärkeämpää on yhtiön kasvuvauhti. Etenkin vuosien 2015 ja 2016 osalta annamme kannattavuudelle hyvin rajallisesti painoarvoa, sillä yhtiön omistaja-arvon kannalta on mielestämme tärkeintä, että se maksimoi markkinaosuutensa meneillään olevassa markkinamurroksessa.

Pidemmällä aikavälillä yhtiön kannattavuuden pitäisi kuitenkin alkaa systemaattisesti parantua, sillä liikevaihdon kasvun pitäisi tuoda kevyen kulurakenteen liiketoimintamallin sisältämä tulosvipu väistämättä esiin.

Ennustemme ovat selvästi konsensuksen yläpuolella

Omat ennustemme ovat selvästi markkinoiden konsensuksen yläpuolella. Verkkokauppa.comin konsensus sisältää tällä hetkellä kolme ennustetta. Olemme oikaisseet nykyisestä konsensuksesta pois omat ennustemme ja yritämme tämän avulla havainnollistaa, miten selvästi omat ennustemme ovat konsensuksen yläpuolella.

Liikevaihdon osalta ennustemme ovat kuluvaan vuoden osalta 5 % yli konsensuksen ja ero kasvaa tulevina vuosina johtuen kumulatiivisesta vaikutuksesta. Vuoden 2017 osalta ero ennusteissa on noin 20 %. Pidämme konsensusennustetta selvästi liian alhaisena ja arviomme mukaan sen toteutuminen tarkoittaisi, että Verkkokauppa.comin markkinaosuuden kasvu kodinelektroniikassa hidastuisi selvästi ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin jäisi odotuksia vaisummaksi.

	Liikevaihto	2015e	2016e	2017e
Konsensus		330	372	409
Inderes		346	415	487

Ero-% (nderes vs. konsensus) 5 % 11 % 19 %

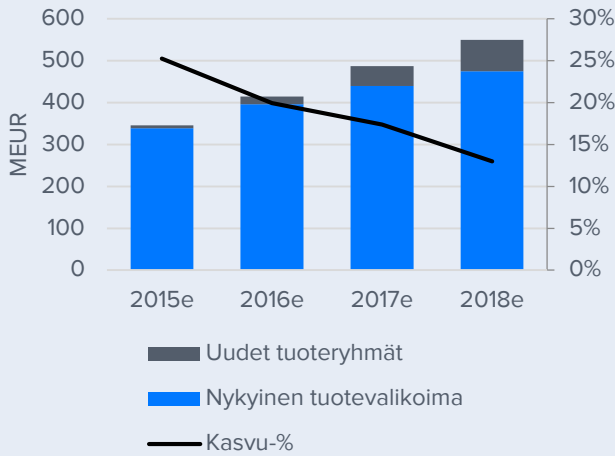
Liikevoiton osalta ennustemme ovat niin ikään selvästi konsensuksen yläpuolella. Arviomme mukaan taustalla on etenkin korkeampi liikevaihto ja liiketoiminnan realisoituvuus tulosvipu.

	Liikevoitto	2015e	2016e	2017e
Konsensus		7,55	12,3	15,1
Inderes		9,5	16,7	26,6

Ero-% (nderes vs. konsensus) 26 % 36 % 76 %

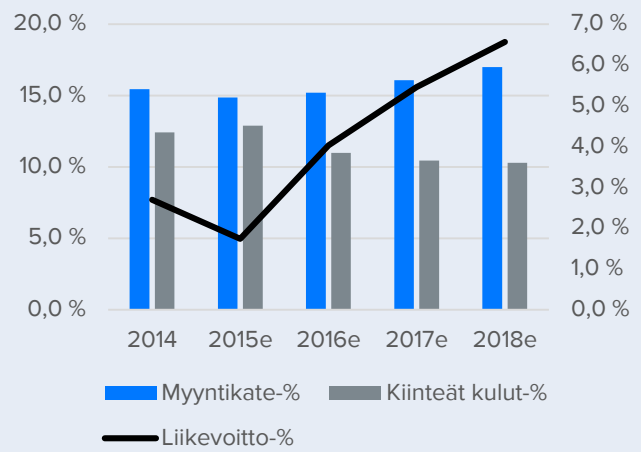
Ennusteet yhteenveto

Myyntin kehitys



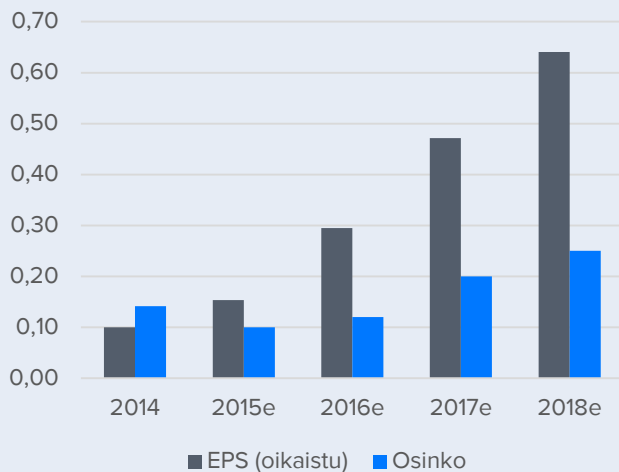
Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Liikevoiton ja katteen kehitys



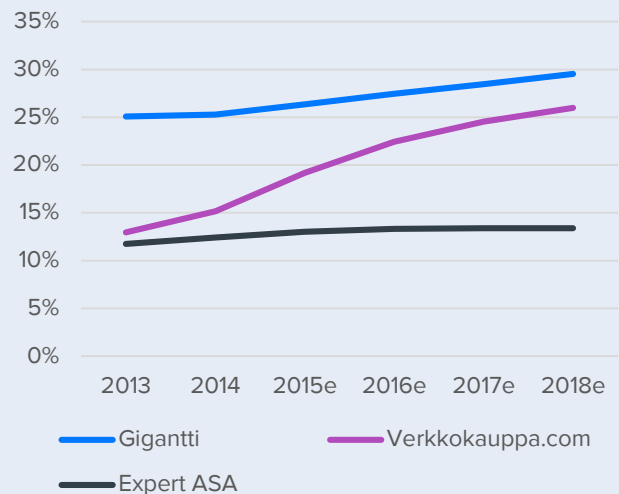
Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

EPS ja osinko



Lähde: Inderes

Markkinaosuudet



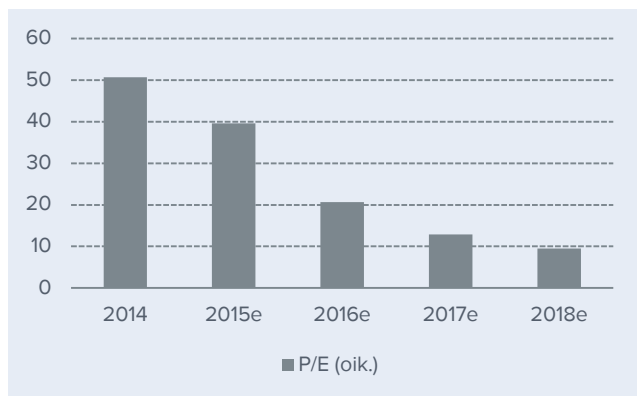
Arvostus

Päivitettyjen tulosennusteidemme valossa Verkkokauppa.com on edelleen varsin kohtuullisesti arvostettu. Lähivuosien korkeat kertoimet ovat perusteltavissa yhtiön erinomaisilla kasvunäkymillä ja vahvasta tuloskasvusta johtuen kertoimet laskevat nopeasti houkuttelevalle tasolle. Suhteessa verrokkiryhmään osake on selvästi aliarvostettu ja näkemyksemme mukaan yhtiö tarjoaa kärsivälliselle sijoittajalle edelleen hyvän ostopaikan.

Kasvuyhtiö vahvalla kilpailuedulla

Päivitettyjen tulosennusteidemme valossa Verkkokauppa.com on edelleen varsin kohtuullisesti hinnoiteltu. Vaikka lähivuosien tulosperusteiset kertoimet ovatkin varsin korkeat, on sijoittajien tärkeä ymmärtää, että yhtiö on voimakkaassa kasvuvaiheessa ja painopiste on kasvussa kannattavuuden sijaan. Mielestämme strategia on täysin oikea ja omistaja-arvon kasvattamisen kannalta yhtiön markkinaosuuden maksimointi ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin ovat kannattavuutta tärkeämpää lyhyellä tähtäimellä. Lisäksi yhtiön liiketoimintamalliin sisään rakennettu tulosvipu pitää huolen siitä, että liikevoittomarginaali parantuu asteittain automaattisesti. Korostamme sijoittajille, että Verkkokauppa.comin potentiaalin realisointi vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä. Realisointia tulee seurata myös mieluummin vuosittain yksittäisten kvartaalien sijaan.

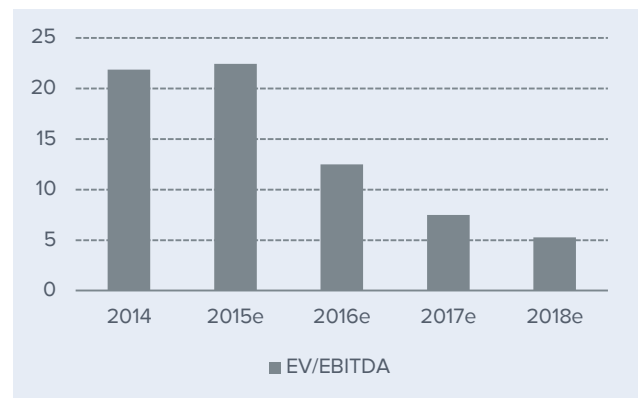
P/E-kertoimet 2014-2018e



Lähde: Inderes

P/E-kerroin on kuluvalle vuodelle noin 40x ja ensi vuodelle hieman yli 20x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 25x ja 14x. Ennusteissamme Verkkokauppa.comin keskimääräinen kasvuvauhti välillä 2015-2018 on noin 19 % ja vastaava osakekohtaisen tuloksen kasvu 45 %. Näiden erittäin vahvojen kasvulukujen perusteella yhtiön nykyiset arvostuskertoimet ovat mielestämme perusteltuja ja arvostuskertoimet laskevat ripeästi vahvasta tuloskasvusta johtuen. Vertailun vuoksi vuoden 2018 vastaavat kertoimet ovat 10x ja 6x.

EV/EBITDA-kertoimet 2014-2018e



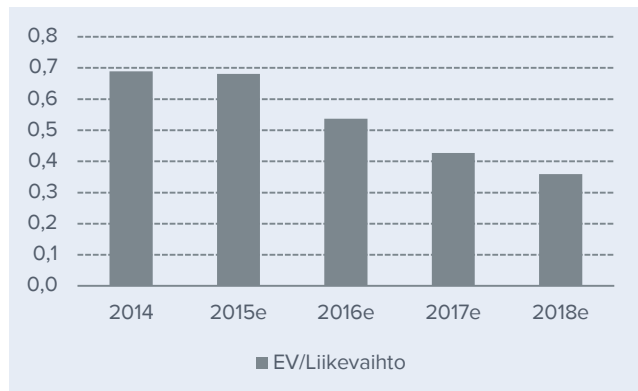
Lähde: Inderes

Suurin riski yhtiössä liittyy sijoittajan kannalta sen voimakkaaseen tuloskasvuun. Nykyinen osakekurssi heijastelee voimakkaita kasvuodotuksia lähivuosilta ja mikäli kasvu jää odotettua vaisummaksi tulee osakkeen tuotto jäämään heikoksi matalasta osinkotuotosta johtuen. Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin lähivuosien kasvuun liittyy poikkeuksellisen vähän riskiä johtuen yhtiön erittäin vahvoista kilpailueduista. Yhtiön poikkeuksellinen kulurakenne ja vahva brändi yhdessä kodinelektroniikkamarkkinan murroksen kanssa pitävät huolen siitä, että yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuuden voittamista kodinelektroniikassa. Markkinaosuuden voittaminen toimii tärkeimpänä kasvuaikurina vuoteen 2018 saakka ja näin ollen lyhyen aikavälin ennusteperiodilla riskit ovat rajalliset. Pidemmällä aikavälillä kasvun riskiprofiili nousee, kun yhtiön kasvusta yhä suurempi osa tulee kodinelektroniikan ulkopuolelta. Vuoden 2018 ennusteissa kodinelektroniikka on edelleen täysin dominoiva (osuus liikevaihdosta +80 %) ja näin ollen nykyinen arvostustaso voidaan perustella ja puhtaasti pääosin kodintekniikkaan keskittyvillä tuloskasvunäkymillä.

Verkkokauppa.comin arvostustasoa haarukoidessa sijoittajien on tärkeää ymmärtää, että sen hinnoittelua ei tule verrata perinteisiin vähittäiskaupan kivijalkastrategiaan nojaaviin pelureihin (esim. Kesko tai Stockmann) vaan ennemmin verkkokaupan kasvun megatrendistä nauttiviin verkkokauppoihin (esim. Qliro Group, Amazon). Nämä yhtiöt pystyvät tulevaisuudessa kasvattamaan markkinaosuuksiaan merkittävästi ja tulevat olemaan kaupan alalla voittajien puolella. Perinteiset kivijalkakaupan

toimivat joutuvat taas vastaavasti keksimään monessa tapauksessa liiketoimintamallinsa täysin uudestaan ja näin ollen on luonnollista, että ne hinnoitellaan täysin erilaisilla kertoimilla.

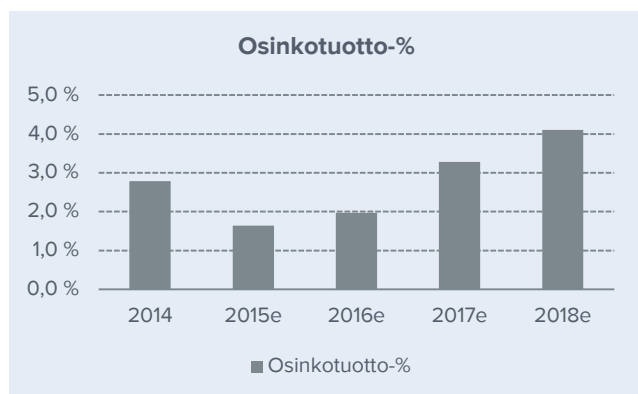
EV/liikevaihto-kertoimet 2014-2018e



Lähde: Inderes

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.com on tällä hetkellä voimakkaan kasvun vaiheessa ja näin ollen yhtiö investoi valtaosan tulorahoituksestaan kasvun vauhdittamiseen. Tämän vuoksi yhtiön osingonjako tulee olemaan maltillista ja osingon kovasta kasvusta huolimatta tuotto prosentit jäävät vaatimattomiksi.

Osinkotuotto 2014-2018e



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Selvällä alennus suhteessa verrokkeihin

Suhteessa yhtiön vertailuryhmään Verkkokauppa.com on hinnoiteltu selvällä alennuksella. Vertailuryhmän yhtiöissä on hyvä huomioda, että vertailuryhmän sisällä liiketoimintomalleissa on merkittäviä eroja. Osa toimijoista toimii puhtaasti verkossa ja vain tietyissä tuoteryhmissä ja osa taas erilaisilla kivijalan ja verkkokaupan hybridimalleilla. Lisäksi useat pelurit toimivat globaalilla perspektiivillä ja näin ollen markkinat ovat valmiita hyväksymään niille

korkeammat kertoimet. Vertailuryhmän osalta haluamme korostaa sijoittajille, että verkkokaupan ympärille strategiaansa rakentavat toimijat tulee hinnoitella selvästi korkeammilla kertoimilla kuin kaupan alan perinteiset toimijat. Verkkokauppa.comin tulospohjainen alennus suhteessa verrokkeihin vaihtelee 15-60 %:n välillä ja keskimääräinen alennus on noin 30 %. Vaikka tietty alennus suhteessa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltua johtuen mm. maariskistä, pienestä koosta ja tuoteryhmäriippuvuudesta, on nykyinen alennus mielestämme selvästi liian korkea. Näin ollen näemme osakkeessa nousuvaraa jo kertoimien nousun kautta. Verrokkitaulukko löytyy seuraavalta sivulta.

DCF-analyysi

Myös DCF-analyysimme mukainen arvio kuvastaa yhtiön liiketoiminnan tulevaisuuden potentiaalia. DCF-mallimme mukainen arvo Verkkokauppa.comin osakkeelle on noin 9,4 euroa, eli selvästi nykyistä osakekurssia enemmän. On kuitenkin syytä huomioda, että yli 60 % osakkeen tulevista kassavirroista ennustetaan syntyvän vuoden 2024 jälkeen. Näin ollen DCF-mallin luotettavuus on varsin rajallinen ja jätämme sen vähälle painoarvolle. DCF-mallin arvon painottuminen periodin loppupuolelle kuitenkin kuvastaa yhtiöön ladattuja kasvuodotuksia ja toisaalta kasvuun liittyviä riskejä.

Malli olettaa yhtiön kannattavuuden parantuvan tasaisesti vuoteen 2018 asti ja stabiloituvan tämän jälkeen. Liikevaihdon kasvun ennustamme pysyvän yli 10 % tasolla vuoteen 2018 asti, jonka jälkeen kasvu hidastuu. Ikuisuusoletuksena olemme käyttäneet 2,5 % liikevaihdon kasvua ja 5,5 % liikevoittomarginaalia. Käyttämämme diskonttauskorko on 8,8 %. Diskonttauskorko on melko korkea, sillä yhtiö rahoitetaan täysin omalla pääomalla ja eikä sen rahoitusrakenne ei hyödynnä velkavipua. Tarkempi DCF-analyysi löytyy liitteistä.

Verrokit

Yhtiö	Osakekurssi EUR	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e
Verkkokauppa.com	6,09	274	241	29,8	17,7	30,3	16,2	0,7	0,6	36,5	26,5	2,7	3,3	8,6
Marks & Spencer	6,85	11168	13635	12,5	11,6	7,3	7,0	1,0	0,9	14,3	13,1	4,1	4,4	2,5
Kesko	31,53	3069	2786	11,5	9,8	7,5	6,6	0,3	0,3	17,0	15,1	5,9	6,1	1,4
Stockmann	6,90	492	1379		56,3	24,7	13,2	0,8	0,9		2346,7	0,1	1,1	0,5
Ebay	21,86	27009	24382	10,1	9,4	7,9	7,4	3,2	3,0	13,9	12,9			3,9
Ocado	4,45	2559	2704	90,0	69,3	24,7	20,4	1,8	1,5	168,4	114,3			8,0
Asos	38,09	3172	3082	49,0	38,4	33,4	26,5	2,0	1,6	63,4	51,1	0,0	0,0	9,9
Yoox	26,93	1674	1683	60,6	42,6	28,0	21,4	2,7	2,3	93,9	68,0			9,8
AO World	2,26	938	886		67,6	179,3	41,1	1,1	0,9		102,8			
Alibaba	52,74	132763	119600	31,7	22,0	17,2	13,5	8,8	6,7	22,9	17,6			4,6
Qliro	1,13	169	143		13,3	55,7	9,7	0,2	0,2	1750,0	20,7		0,3	1,2
Zalando	29,72	7319	6302	50,4	34,0	39,3	27,5	2,2	1,8	73,0	50,8			5,9
JD.com	23,31	32624	28663				105,3	1,2	0,8		137,7			7,2
Verkkokauppa.com (Inderes)	6,09	274	235	25,1	13,3	22,4	12,5	0,7	0,5	39,6	20,7	1,6	2,0	10,6
Keskiarvo				38,4	32,7	37,9	24,3	2,0	1,7	225,3	229,0	2,5	2,5	5,3
Mediaani				31,7	28,0	26,4	16,2	1,2	0,9	49,9	50,8	2,7	2,2	5,2
Erotus-% vrt. mediaani				-21 %	-52 %	-15 %	-23 %	-41 %	-42 %	-21 %	-59 %	-38 %	-9 %	103 %

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

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	225	238	276	346	415	487
Kulut	-224	-230	-267	-339	-397	-459
EBITDA	0,9	7,5	8,7	7,0	17,8	27,8
Poistot	-0,9	-0,9	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2
Liikevoitto	0,0	6,6	7,5	5,9	16,7	26,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-3,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,0</i>	<i>6,6</i>	<i>7,5</i>	<i>9,4</i>	<i>16,7</i>	<i>26,6</i>
Rahoituserät	-3,8	-4,2	-3,1	-1,2	-0,1	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-0,6	5,5	5,6	4,8	16,6	26,6
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	-1,4	-1,1	-1,4	-3,3	-5,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,6	4,2	4,5	3,4	13,3	21,3
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-0,6</i>	<i>4,2</i>	<i>4,5</i>	<i>6,9</i>	<i>13,3</i>	<i>21,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-0,6	4,2	4,5	3,4	13,3	21,3
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-0,12</i>	<i>0,80</i>	<i>0,60</i>	<i>0,08</i>	<i>0,29</i>	<i>0,47</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	-0,12	0,80	0,60	0,15	0,29	0,47

Tase

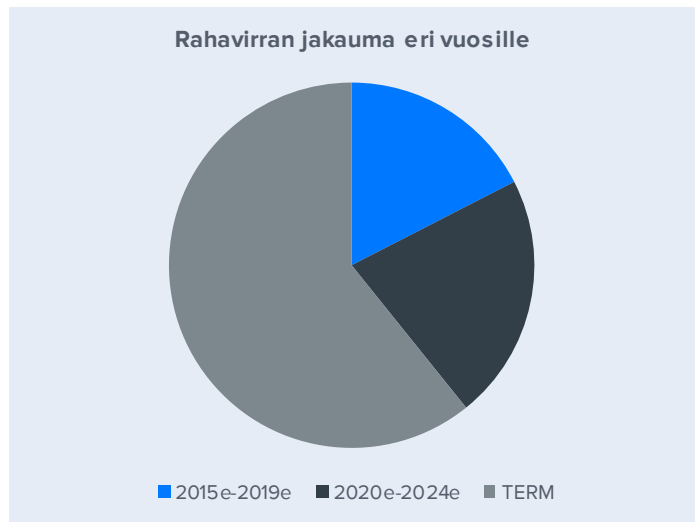
Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	3,9	3,4	3,1	3,2	3,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,6	0,7	1,0	1,2	1,2
Käyttöomaisuus	3,3	2,7	2,1	2,0	2,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	43,4	53,7	74,3	94,4	103,9
Varastot	21,7	23,2	30,9	38,0	41,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,8	7,8	8,0	11,4	16,1
Likvidit varat	13,8	22,7	35,3	44,9	46,3
Taseen loppusumma	47,3	57,0	77,4	97,6	107,3

Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Oma pääoma	3,4	7,9	36,6	33,6	42,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,7	6,8	11,0	8,0	16,7
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,7	1,0	25,5	25,5	25,5
Vähemmistöosuus	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,1	6,7	1,8	7,0	0,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,4	0,7	0,7	0,7
Lainat rahoituslaitoksilta	7,1	6,3	1,1	6,2	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	36,6	42,3	39,0	57,0	64,3
Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	0,9	0,9	5,1	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,1	41,4	38,1	51,9	64,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	47,4	57,0	77,4	97,6	107,3

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	7,5	5,9	16,8	26,6	36,1	39,2	41,9	43,8	46,0	40,5	41,5	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	
- Maksetut verot	-1,1	-1,4	-3,4	-5,3	-7,2	-7,8	-8,4	-8,8	-9,2	-8,1	-8,3	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-11,3	3,3	4,3	-3,0	-14,2	-2,6	-2,8	-3,0	-3,1	-3,1	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	-4,0	8,6	18,8	19,5	16,0	30,1	32,2	33,6	35,3	31,0	34,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,9	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,6	7,4	17,5	18,0	14,4	28,5	30,5	31,8	33,4	29,0	31,9	
+/- 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	-4,6	7,4	17,5	18,0	14,4	28,5	30,5	31,8	33,4	29,0	31,9	520,8
Diskontattu vapaa kassavirta		7,2	15,8	14,9	10,9	20,0	19,6	18,8	18,2	14,5	14,7	239,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		394,5	387,3	371,5	356,6	345,7	325,7	306,0	287,2	269,0	254,5	239,8
Velaton arvo DCF		394,5										
- Korolliset velat		-2,0										
+ Rahavarat		35,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,4										
Oman pääoman arvo DCF		421,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,35										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %



Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	238,0	60,6	60,6	68,0	86,6	275,8	72,9	80,0	85,0	107,8	345,7	414,6	486,7
Verkkokauppa.com	238,0	60,6	60,6	68,0	86,6	275,8	72,9	80,0	85,0	107,8	345,7	414,6	486,7
Käyttökate	7,5	2,3	1,2	1,9	3,3	8,7	-1,3	1,8	2,6	3,9	7,0	17,8	27,8
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,6	2,1	1,0	1,7	2,7	7,5	2,0	1,5	2,4	3,6	9,4	16,7	26,6
Liikevoitto	6,6	2,1	1,0	1,7	2,7	7,5	-1,5	1,5	2,4	3,6	5,9	16,7	26,6
Verkkokauppa.com	6,6	2,1	1,0	1,7	2,7	7,5	-1,5	1,5	2,4	3,6	5,9	16,7	26,6
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,4	-1,4	-0,1	0,0	-1,9	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	-1,1	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	5,5	1,7	-0,4	1,6	2,7	5,6	-2,4	1,5	2,3	3,5	4,8	16,6	26,6
Verot	-1,4	-0,4	0,0	-0,1	-0,6	-1,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,7	-1,4	-3,3	-5,3
Vähemmistöosuudet	0,1	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	4,2	1,3	-0,4	1,5	2,1	4,5	-2,4	1,2	1,8	2,8	3,4	13,3	21,3
EPS (oikaistu)	0,80	0,17	-0,06	0,20	0,28	0,60	0,02	0,03	0,04	0,06	0,15	0,29	0,47

Tunnusluvut	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu-%	5,8 %	6,1 %	24,2 %	19,3 %	15,3 %	15,9 %	20,3 %	32,0 %	24,9 %	24,5 %	25,3 %	19,9 %	17,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	61,0 %	607,5 %	15,3 %	-26,8 %	13,0 %	-6,7 %	47,8 %	42,0 %	31,3 %	25,2 %	77,8 %	59,1 %
Käyttökate-%	3,2 %	3,9 %	2,0 %	2,8 %	3,8 %	3,2 %	-1,7 %	2,2 %	3,1 %	3,6 %	2,0 %	4,3 %	5,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,8 %	3,5 %	1,6 %	2,5 %	3,2 %	2,7 %	2,7 %	1,8 %	2,8 %	3,3 %	2,7 %	4,0 %	5,5 %
Nettotulos-%	1,8 %	2,2 %	-0,7 %	2,2 %	2,5 %	1,6 %	-3,3 %	1,5 %	2,1 %	2,6 %	1,0 %	3,2 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	225	238	276	346	415
EBITDA	0,9	7,5	8,7	7,0	17,9
EBITDA-marginaali (%)	0,4	3,2	3,2	2,0	4,3
EBIT	0,0	6,6	7,5	5,9	16,8
Voitto ennen veroja	-0,6	5,5	5,6	4,8	16,8
Nettovoitto	-0,6	4,2	4,5	3,4	13,4
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-3,5	0,0

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	47,3	57,0	77,4	87,2	107,5
Oma pääoma	3,7	8,1	36,6	33,6	42,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	9,5	7,2	2,0	1,0	0,0

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	0,9	7,5	8,7	7,0	17,9
Nettokäyttöpääoman muutos	9,9	5,9	-11,3	3,3	4,3
Operatiivinen kassavirta	10,8	11,7	-4,0	8,6	18,8
Vapaa kassavirta	9,3	11,8	-4,6	7,4	17,5

Yhtiökuvaus
Suomen tunnetuin ja vierailuin verkossa toimiva suomalainen vähittäiskauppa, Verkkokauppa.com, tarjoaa yli 50 000 tuotetta ja yli 120 000 tuotearvostelua 26 eri päätuotealueelta todennäköisesti aina halvemmalla. Vuonna 2014 liikevaihto oli 276 miljoonaa euroa.

Osakekohtaiset luvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	-0,12	0,80	0,60	0,08	0,30
EPS oikaistu	-0,12	0,80	0,60	0,15	0,30
Operat. kassavirta per osak	2,06	2,23	-0,53	0,19	0,42
Tasearvo per osake	0,65	1,50	4,87	0,75	0,94
Osinko per osake	0,02	0,04	0,85	0,10	0,12
Voitonjako, %	-17	5	141	131	40
Osinkotuotto, %			2,8	1,7	2,0

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E	0,0	0,0	50,7	79,1	20,2
P/B	0,0	0,0	6,3	8,1	6,4
P/Liikevaihto	0,0	0,0	0,8	0,8	0,7
P/CF	0,0	0,0	neg.	31,7	14,4
EV/Liikevaihto	0,0	-0,1	0,7	0,7	0,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	22,5	34,0	12,6
EV/EBIT	neg.	neg.	26,1	40,3	13,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	30.9.2015
Samuli Seppälä	49,9 %	
Rite Ventures Finland Ab	10,3 %	
Ilmarinen	5,1 %	
Varma	4,6 %	
Keva	3,3 %	

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.6.2014	Vähennä	4,0	4,0
8.8.2014	Vähennä	4,2	4,0
24.10.2014	Vähennä	5,0	5,1
2.12.2014	Vähennä	5,0	5,2
16.2.2015	Vähennä	5,3	5,0
24.4.2015	Lisää	5,5	5,2
7.8.2015	Lisää	5,8	5,3
13.10.2015	Lisää	7,0	6,1

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 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 tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



2008, 2010, 2012

#1 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**