



Verkkokauppa.com

Seurannan aloitus

Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportilla esitetyt tiedot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon kanssa käytyihin syventäviin haastatteluihin.

Inderes Osaketutkimus & Yritystutkimus

Inderes on vuonna 2009 perustettu osake- ja yritystutkimukseen keskittynyt analyysiyhtiö. Edistämme pääomamarkkinoiden toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä.

Osaketutkimuksemme on palkittu pankkiiritoiminnasta riippumaton analytikkotiimi. Yli 60 Helsingin pörssin yhtiötä käsittävä seurantamme palvelee sijoittajayhteisöä päivittäin.

Yritystutkimuksemme palvelee kaikenkokoisia yrityksiä ja institutionaalisia sijoittajia arvonnäilytyksen, riskianalyysien, rahoitusrakenteen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla.

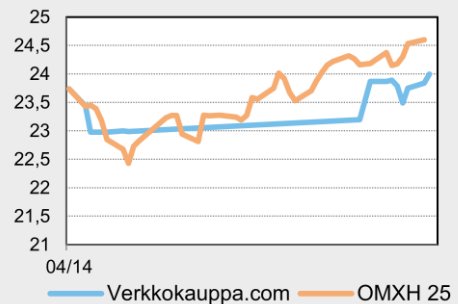
Verkkokauppa.com

18.6.2014

Seurannan aloitus

- Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön strategia rakentuu verkkokaupan pohjalle ja sitä tukemaan yhtiö on rakentanut myös kivijalkakauppaa. Yhtiön kilpailuedut perustuvat edulliseen kustannusrakenteeseen, vahvaan brändiin ja omaan IT-järjestelmään.
- Verkkokauppa.com on kasvuyhtiö ja yhtiö tulee näkemyksemme mukaan olemaan kiistattomia voittajia kaupan digitalisoitumisen megatrendissä. Yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuuksien voittamista Suomen kodintekniikkamarkkinoilla ja laajentumaan myös täysin uusille tuotealueille. Samaan aikaan yhtiön myyntikate tulee nousemaan asteittain. Yhdessä kasvu ja parantuva myyntikate kasvattavat tulosta voimakkaasti ja odotamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan keskimäärin 26 % seuraavan viiden vuoden aikana.
- Ennusteillamme Verkkokauppa.comin P/E-kertoimet kahdelle seuraavalle vuodelle ovat 30x ja 18x. Kertoimet ovat mielestämme kohtuulliset ja heijastelevat yhtiön erinomaista kilpailupositiota ja vahvoja kasvunäkymiä. Johtuen Suomen vähittäiskaupan heikoista näkymistä emme näe osakkeessa lyhyellä aikavälillä nousuvaraa. Nykyistä korkeampi arvostus vaatisi taakseen ennusteiden nostoa. Käytännössä tämä tarkoittaa joko konkreettisia suunnitelmia uusille tuotealueille laajentumisesta tai Suomen talouden elpymistä. Näin ollen aloitamme seurannan vähennä-suosituksella ja asetamme tavoitehintamme 24,0 euroon.

Suositus: Vähennä



Kohdeyhtiö: Verkkokauppa.com

Tavoitehintaa: 24,0 EUR

Osakekurssi: 24,0 EUR

Markkina-arvo: 180 MEUR

Kaupankäyntitunnus: VERK

www.verkkokauppa.com

Analyytikko

Sauli Vilén

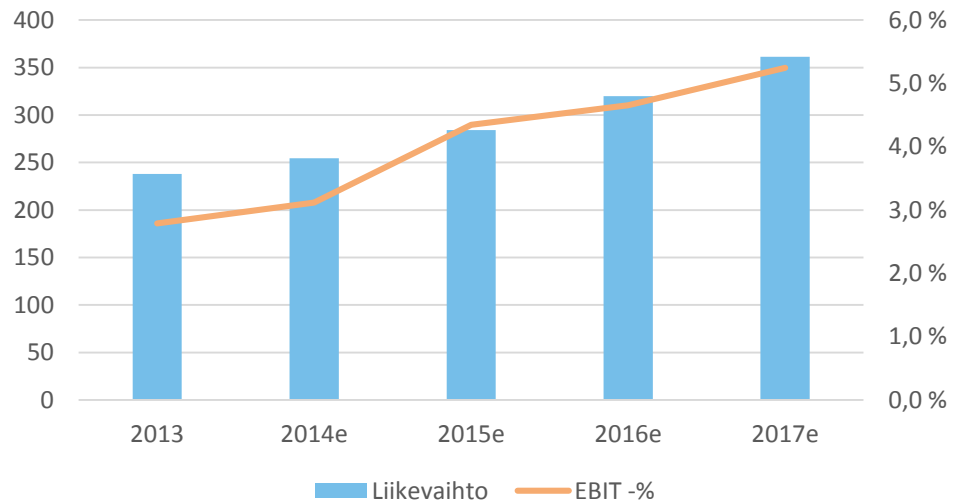
sauli.vilen@inderes.com

+358 44 025 8908

Suositusportaikko: Myy, Vähennä, Lisää, Osta

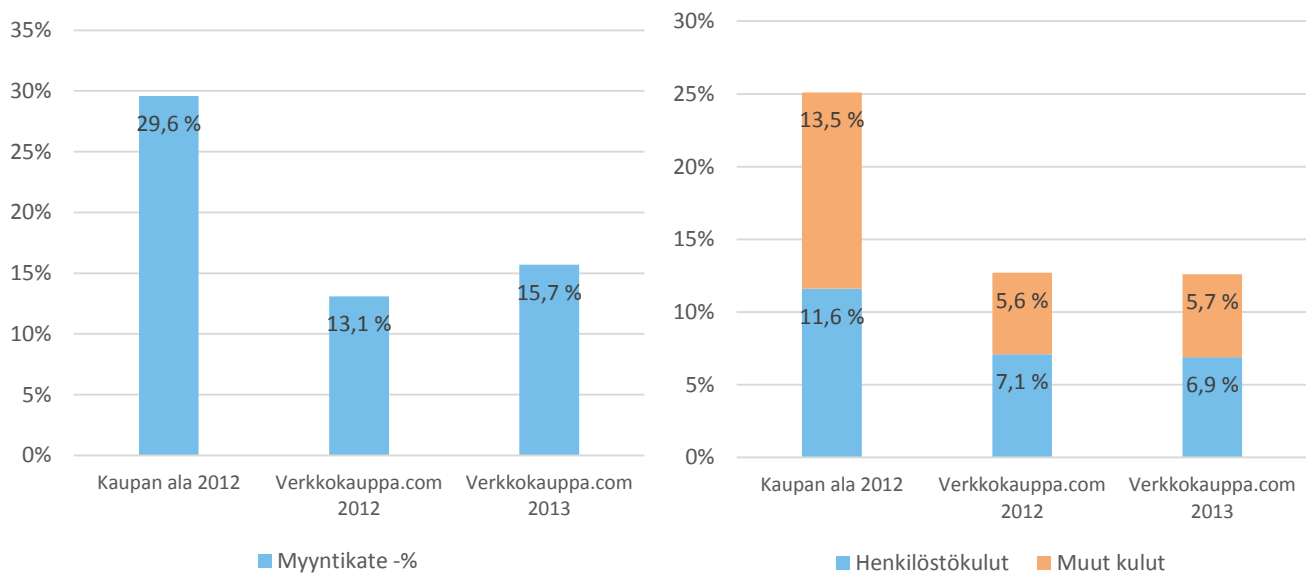
	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja MEUR	Tulos/osake EUR	P/E (x)	EV/LV (x)	P/Kassavirta (x)	EV/EBIT (x)	Osinko/osake EUR
2012	225	0	0.0%	-1	-0.12	0.0	0.0	0.0	-164.4	0.02
2013	238	7	2.8%	5	0.80	0.0	-0.1	0.0	-2.3	0.04
2014e	254	10	3.9%	7	0.79	30.4	0.6	15.5	14.1	0.15
2015e	284	13	4.4%	12	1.30	18.4	0.5	12.5	10.2	0.25
2016e	320	15	4.8%	15	1.58	15.2	0.4	10.3	7.5	0.35
Markkina-arvo, MEUR			180	Oma pääoma / osake 2014E, EUR		4.0	CAGR EPS 2013-16, %			25.4
Nettovelka 2014E, MEUR			-41	Price/book 2014E		6.0	CAGR Liikevaihto 2013-16, %			10.4
Yritysarvo, MEUR			141	Osinkotuotto 2014E, %		0.6	ROE 2014E, %			31.2

Liikevaihto ja liikevoitto-% 2013-2017e



Lähde: Inderes Oy

Verkkokauppa.comin kulurakenne ja myyntikate suhteessa kaupan alan vastaaviin



Lähde: Verkkokauppa.com

Sisällysluettelo

1 Yhteenveto	5
2 Yhtiökuvaus.....	7
2.1 Liiketoimintamalli.....	8
3 Toimiala & kilpailijat.....	10
3.1 Suomen talouden näkymät	10
3.1.1 Kuluttajien näkymät	11
3.2 Suomen vähittäiskauppamarkkina	12
3.3 Kodinelektroniikkamarkkina Suomessa	12
3.3.1 Kodintekniikkamarkkinan tulevaisuuden näkymät.....	14
3.4 Verkkokaupan trendit	14
3.5 Kilpailijat	16
4 Strategia & kilpailuedut.....	18
4.1 Strategia.....	18
4.1.1 Uudet tuotealueet.....	19
4.1.2 Omat tuotteet	20
4.1.3 Asiakasrahoitus.....	21
4.2 Kilpailuedut.....	22
5 Taloudellinen tilanne.....	25
5.1 Historiallinen kehitys.....	25
5.2 Tase- ja rahoitusasema	26
5.3 Taloudelliset tavoitteet.....	28
6 Tulevaisuuden ennusteet.....	30
6.1 Arvostus	33
7 Merkittävimmät riskit.....	35
Liitteet	37
Vastuuvapauslauseke.....	42

1 Yhteenveto

Aloitamme Verkkokauppa.comin seurannan 24,0 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella

Arviomme mukaan yhtiö tulee olemaan kaupan alan kiistattomia voittajia Suomessa pitkällä aikavälillä

Lyhyellä aikavälillä yhtiön kehitystä painaa kuitenkin Suomen kaupan erittäin heikko tila ja näin ollen emme näe osakkeessa lyhyellä aikavälillä nousuvaraa

Verkkokauppa.comin kilpailuetu perustuu kulurakenteeseen, brändiin ja omaan IT-järjestelmään

Verkkokauppa.com on kasvuyhtiö ja odotamme yhtiön kiihdyttävän kasvuaan laajentamalla uusiin tuotealueisiin

Yhtiön tulokasvu tulee olemaan voimakasta johtuen kasvavasta liikevaihdosta ja parantuvasta myyntikatteesta

Yhtiö on positioitunut erinomaisesti hyötymään kaupan alan meneillään olevasta murroksesta

Lyhyellä aikavälillä osake on mielestämme oikein arvostettu

Aloitamme Verkkokauppa.comin seurannan vähennä-suosituksella ja 24,0 euron tavoitehinnalla. Pidämme Verkkokauppa.comin kasvutarinaa erittäin mielenkiintoisena ja uskomme, että se tulee kuulumaan kaupan alan kiistattomiin voittajiin Suomessa seuraavan vuosikymmenen aikana. Kasvun ajureina ovat kaupan digitalisoitumisen myötä tapahtuva historiallisen suuri murros kaupan alalla, minkä myötä kauppa siirtyy verkkoon kasvavissa määrin. Uskomme Verkkokauppa.comin hyödyntävän tätä trendiä laajentamalla tuotevalikoimaansa merkittävästi tulevien vuosien aikana.

Verkkokauppa.comin kilpailuedut perustuvat sen edulliseen kulurakenteeseen, vahvaan brändiin ja omaan IT-järjestelmään. Yhtiön kulurakenne suhteessa sen tärkeimpiin verrokkeihin on hyvin suotuisa, mikä mahdollistaa selvästi kilpailijoita edullisemmat myyntihinnat. Tämä kilpailuetu tulee kasvamaan tulevaisuudessa yhtiön liiketoiminnan volyymin kasvun myötä. Yhtiön nettibrändi on Suomen tunnetuin ja sen verkkokauppa on Suomen suosituin. Brändin erinomainen tunnettavuus ja sivuston suuret kävijävolyymit auttavat yhtiötä rakentamaan itsestään Suomen verkkokaupan hypermarketia.

Verkkokauppa.comin historiallinen kasvu vauhti on ollut vakuuttavaa ja yhtiö on kasvanut perustamisensa (1992) jälkeen keskimäärin 36 % vuodessa. Odotamme yhtiön jatkavan kasvu-uralla myös tulevaisuudessa ja ennustamme liikevaihdon kasvavan seuraavan viiden vuoden aikana hieman yli 10 % vuodessa. Kasvu syntyy markkinaosuuksien voittamisesta Suomen kodinelektroniikkamarkkinoilla ja uusiin tuoteryhmiin laajentumisesta. Uskomme yhtiön kertovan vielä vuoden 2014 aikana laajentumisestaan uusiin tuoteryhmiin.

Johtuen myyntikatteen asteittaisesta parantumisesta ja kulurakenteen säilymisestä suotuisalla tasolla, tulee yhtiön tulos kasvamaan voimakkaasti. Ennustamme vuosien 2014-2018 keskimääräisen tulokasvun olevan 25 % vuodessa. Ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet vuosille 2014 ja 2015 ovat 30x ja 18x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 13x ja 10x. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.com on tällä hetkellä voimakkaassa kasvuvaiheessa ja yhtiö keskittyy ennen kaikkea liiketoimintansa volyymin kasvattamiseen ja kilpailuasemansa vankistamiseen kaupan digitaalisessa murroksessa.

Yhtiö on myös kilpailuetujensa ansiosta hyvässä asemassa hyötymään verkkokaupan kiihtyvistä megatrendistä. Näin ollen osaketta tulee hinnoitella kasvuyhtiön kertoimin ja selkeällä preemiolla suhteessa kaupan perinteisiin toimijoihin, joiden strategia rakentuu kivijalkakaupan ympärille.

Yhtiön osake on mielestämme tällä hetkellä oikein arvostettu, kun se suhteutetaan nykyisen liiketoiminnan näkymiin ja Suomen talouden erittäin heikkoon tilaan. Korkeammat arvostuskertoimet vaatisivat taakseen liikevaihdon kasvun kiihtymistä. Käytännössä tämä tarkoittaa lisätietoja uusista laajentumishankkeista tai Suomen talouden piristymistä.

Vahvat kilpailuedut

- Edullinen kustannusrakenne
- Oma brändi
- Oma IT-järjestelmä

Kasvustrategia

- Kauppa digitalisoituminen ja siirtyminen verkkoon
- Laajentuminen uusiin tuoteryhmiin kodinelektroniikan ulkopuolelle
- Merkittävää kasvupotentiaalia Suomen kauppamarkkinoilla
- Kannattavuus paranee liiketoiminnan volyymin kasvun myötä

Osakkeen arvostus

- Lyhyellä aikavälillä osake on oikein hinnoiteltu
- Yhtiön tulos tulee kasvamaan voimakkaasti seuraavan 5v aikana
- Suhteessa pitkän aikavälin potentiaaliin yhtiö on houkuttelevasti hinnoiteltu

Suositus: Vähennä
Tavoitehintaa: 24,0 EUR

2 Yhtiökuvaus

Verkkokauppa.com on perustettu vuonna 1992

Yhtiön tuotevalikoima on hyvin laaja ja se keskittyy tällä hetkellä pitkälti kodinelektroniikkaan

Yhtiön liiketoiminta nojaa verkkokauppaan, mutta sen tueksi sillä on myös kolme myymälää

Tuotteiden jakelu hoidetaan yhteistyökumppaneiden, sekä Itellan ja Matkahuollon kautta

Verkkokauppa.comin markkinaosuus Suomen kodinelektroniikkamarkkinalla oli vuonna 2013 noin 13 %

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras itsepalveluun perustuva ja verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus

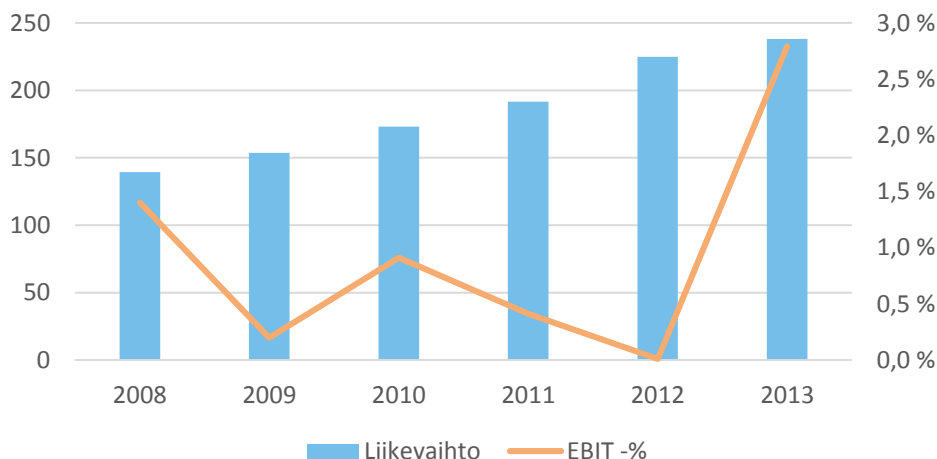
Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön tuotevalikoima keskittyy tällä hetkellä pitkälti kodintekniikkaan. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 22 päätuotealuetta, joiden alta löytyy noin 50000 nimikkeen tuotevalikoima, jota yhtiö myy kuluttajille oman verkkokaupansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiön päätuotealueet olivat vuoden 2014 alussa GPS ja urheilu, grillaus ja kokkaus, hifi ja audio, kaapelit, kamerat, kodinkoneet, komponentit, koti ja piha, lelut, musiikki, muut tuotteet, oheislaitteet, ohjelmistot, palvelut, pelit, pienet kodinkoneet, puhelimet, ruoka ja juoma, tarvike/ toimisto, tietokoneet, TV/ video ja verkko. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa.

Yhtiön verkkokaupan kautta myytävien tuotteiden jakelu hoidetaan yli 2500 jakelupisteen kautta (Itella ja Matkahuolto). Lisäksi yhtiö tarjoaa myös kotiinkuljetuspalveluja yhteistyökumppaneidensa kautta. Kävijämäärältään yhtiön verkkokauppa on Suomen suurin verkkokauppa ja vuonna 2013 yhtiön verkkokaupassa oli noin 35 miljoonaa käyntiä (FY'12: 30,5 miljoonaa). Yhtiön oman arvion mukaan sen kolme myymälää ovat myös Suomen kolme suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Verkkokauppa.comin päämarkkina on Suomi ja vain murto-osa sen liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta. Yhtiön markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinoilla oli vuonna 2013 noin 13 %. Vuoden 2013 lopussa Verkkokauppa.com työllisti 411 henkilöä. Vuonna 2013 yhtiön liikevaihto oli 238 MEUR ja käyttökate 7,5 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 taloudellinen kehitys 2008-2013



Lähde: Verkkokauppa.com

2.1 Liiketoimintamalli

Verkkokauppa.comin liiketoimintamalli nojaa verkko- ja kivijalkakaupan integraatioon

Yhtiön toimintamalli poikkeaa merkittävästi kaupan perinteisestä kivijalkakaupan ympärille rakentuvasta liiketoimintamallista

Verkkokauppa.comilla kivijalkakaupat toimivat etenkin näyteikkunoina ja tuotteiden esittelytiloina

Yhtiön tuotevalikoima on hyvin laaja ja vuoden 2014 alussa sillä oli noin 50 000 tuotteen valikoima

Omien brändien alla yhtiöllä on myynnissä noin 3000 tuotetta

Yhtiön asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa hyvin yhtiön toimintamallia

Verkkokauppa.com saa myös liikevaihtoa myymällä päämiehille mainos- ja myymälätilaa verkosta ja kivijalkakaupoista

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 ja tämä mahdollistaa täysin perinteisestä kaupan toimintamallista poikkeavan toimintamallin.

Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina ja esittelytiloina ja kokonaisuutena ne tukevat yhtiön verkkoliiketoimintaa. Verkkokauppa.com pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä yli 80 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota siellä myytävistä tuotteista. Lisäksi tuotekohtaiset tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja huoltoprosentit julkaistaan yhtiön verkkokaupassa. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa jostain tietystä tuotteesta.

Yhtiön tuotevalikoima on niin ikään hyvin laaja ja vuoden 2014 alussa sen valikoimissa oli noin 50 000 tuotetta. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 3000 omien brändien alta myytävää tuotetta. Näitä tuotteita myydään usean eri brändin alla ja tuotteita ovat mm. mikit (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 tuotekehityksen itse. Pääasiallisesti yhtiö kuitenkin ostaa valmiita tuotteita OEM-valmistajilta.

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

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 yli 2500 jakelupisteen 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 kostuu yhtiön myymistä tuotteista, sekä myymälän ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämies (esim. Apple, HP tai Lenovo) maksavat yhtiölle näkyvyydestä

Verkkokaupan merkitys yhtiölle on erittäin suuri ja kivijalka on tarkoitettu tukemaan verkkokauppaa

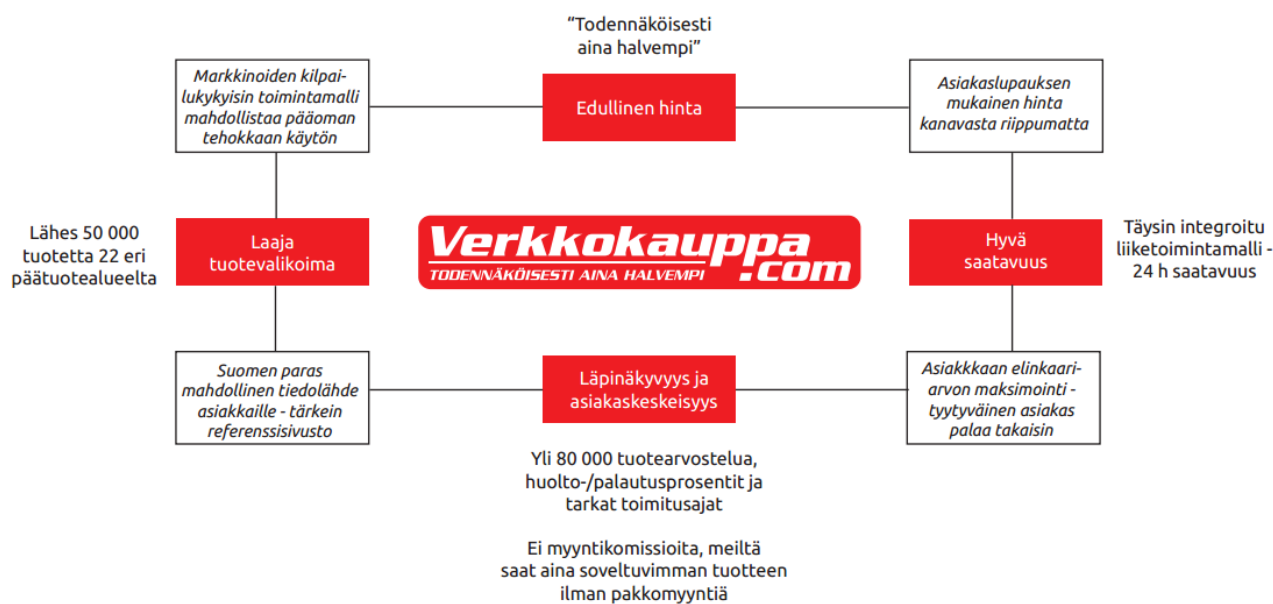
Yhtiöllä on oma IT-järjestelmä jonka ympärillä pyörivät sen kaikki kriittiset operaatiot

liikkeissä ja verkossa, sekä päämiehen tuotteisiin erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo vain pienen osan yhtiön liikevaihdosta (alle 10 %).

Vuoden 2013 tilauksista arviolta puolet tapahtui suoraan verkon välityksellä ja 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 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.comin asiakaslupaus



Lähde: Verkkokauppa.com

Verkkokauppa.com toimii tällä hetkellä vain Suomessa, emmekä odota sen laajentuvan Suomen ulkopuolelle lähivuosina

Verkkokauppa.com toimii tällä hetkellä ainoastaan Suomessa eikä yhtiöllä tällä hetkellä ole kiinnostusta laajentaa Suomen ulkopuolelle. Tämä on mielestämme loogista, sillä yhtiön markkinaosuus Suomen kodinelektronikkamarkkinasta on edelleen vain noin 13 % ja koko Suomen vähittäiskaupamarkkinasta ainoastaan 0,6 %. Näin ollen yhtiöllä on Suomessa edelleen merkittävää kasvupotentiaalia.

3 Toimiala & kilpailijat

3.1 Suomen talouden näkymät

Suomen talouden kehitys on jäänyt selvästi jälkeen euroalueen keskiarvosta ja alueen hauras elpyminen ei ole tarttunut Suomeen

Vuoden 2014 osalta talouskasvu tulee jäämään nollan tuntumaan ja vuodelta 2015 on odotettavissa vain noin 1 % kasvu

Suomen talouden suurimpina ongelmina ovat heikentynyt kilpailukyky ja teollisuuden meneillään oleva rakennemuutos

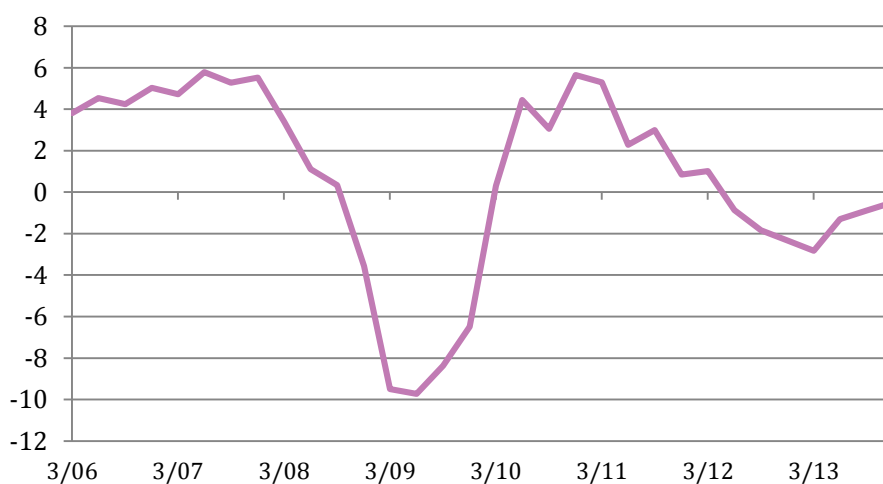
Suomen talouskasvu on jäänyt selvästi euroalueen keskiarvosta viimeisen parin vuoden aikana. Vuoden 2014 ensimmäisellä kvartaalilla bruttokansantuote supistui 0,8 % vuodentakaisesta, kun euroalueella keskimäärin pystyttiin 0,9 %:n kasvuun. Suomen kasvunäkymät ovat edelleen heikot ja kuluvana vuonna BKT:n kasvu jää arviomme mukaan lähelle nollaa.

Ensi vuonna Suomenkin talous saanee pientä vetoapua kansainvälisen talousympäristön piristymisestä ja talouskasvu kiihtyy, kuitenkin vain n. prosentin tietämillä. Heikkoihin talousnäkyymiin on kolme keskeistä syytä: 1) ulkomaankaupan lasku, 2) Suomen talouden rakenteelliset ongelmat ja 3) heikko kotimainen kysyntä.

Suomen vienti on takellellut aina finanssikriisin tuomista talousongelmista lähtien ja sen alamäki jatkui myös alkuvuonna. Yksi keskeinen syy viennin heikkoudelle euroalueen ulkopuolella on vahva euro, joka on heikentänyt koko euroalueen hintakilpailukykyä muuhun maailmaan nähden. Tämän vuoksi Suomen vienti on yhä riippuvaisempi euroalueesta. Esimerkiksi huhtikuussa 2014 viennin kasvu oli euroalueelle 6 %, kun taas alueen ulkopuolinen vienti väheni 14 %). Loppuvuonna ja ensi vuodesta lähtien kansainvälisen talousympäristön elpymisen pitäisi jälleen hiljalleen tukea myös vientiä.

Suomen pitkän aikavälin haasteena on kilpailukyvyn parantaminen, johon on havahduttu vasta aivan viime aikoina. Teollisuuden meneillään oleva rakennemuutos sekä väestön ikääntymisestä aiheutuvat ongelmat työn tarjontaan ja huoltosuhteeseen tulevat rasittamaan julkista taloutta ja yritysten toimintaympäristöä tulevaisuudessa. Vaikka yritysverotusta on laskettu, kuluttajien verotaakka on kasvanut ja tulee kasvamaan edelleen, mikä lisää epävarmuutta ostopäätöksiä tehdessä. Tämä on haaste etenkin vähittäismyyntisektorille, joka on jo joutunut tekemään sopeutustoimia markkinatilanteen huononnettua.

Suomen talouskasvu (vuositaso -%)



Lähde: Tilastokeskus

3.1.1 Kuluttajien näkymät

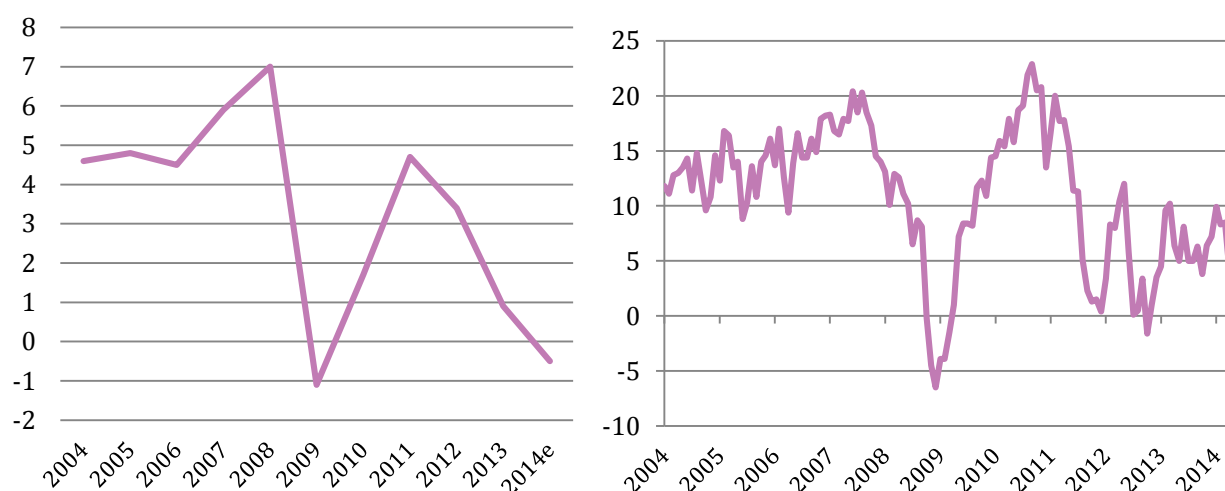
Johtuen heikoista talousnäkyistä tulee myös kuluttajien asema pysymään vaikeana

Kuluttajaluottamus tulee pysymään paineessa ja ostovoiman kehitys jää vaisuksi

Euroalueen hyvin hidas elpyminen ja jatkuneet epävarmuudet ovat rokoittaneet suomalaiskuluttajien ja yritysten talousluottamusta, mikä on heijastunut kotimaiseen kysyntään. Kuluttajaluottamus nousi hieman toukokuussa, mutta on edelleen selvästi 11:ssä olevaan pitkän aikavälin (10 v) keskiarvoa alempana (ks. kuvio). Euroalueen heikko sisäinen kauppa ja mm. Ukrainan kriisin tuomat epävarmuustekijät ovat heikentäneet kuluttajien kysyntänäkymiä.

Kotimaan ongelmana kuluttajan näkökulmasta on paitsi edelleen hyvin korkeana pysyttelevä työttömyys, myös ansiotulojen hidas kehitys. Suomalaisten julkisen ja yksityisen sektorin yhteenlasketun palkkasumman nousu on jäänyt alle prosentin tuntumaan, kun se oli vielä ennen vuotta 2010 selvästi positiivinen (ks. kuvio). Tulojen heikko kehitys rokoittaa 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.

Suomen palkkasumman kehitys (vuosimuutos -%) ja kuluttajaluottamus (oik.)



Lähde: Tilastokeskus, Inderes

Myös keskipitkällä aikavälillä Suomen talouden näkymät ovat heikot ja talouskasvu jää parhaassakin tapauksessa alle kahteen prosenttiin

Keskipitkällä aikavälillä Suomen talouden näkymät ovat varsin heikot. Rakenteelliset ongelmat ovat edelleen ratkaisematta, mikä tulee arviomme mukaan heikentämään Suomen talouskasvua keskipitkällä aikavälillä. Myös Euroopan vaatimattomat talouskasvunäkymät tulevat väistämättä heikentämään Suomenkin kasvua. Näin ollen Suomen taloudelta voidaan parhaassakin tapauksessa odottaa korkeintaan 2 %:n kasvua. Tämä heijastuu väistämättä myös ostovoimaan, joten odotamme ostovoiman kasvun jäävän varsin vaisuksi keskipitkällä aikavälillä. Johtuen talouden rakenteellisista ongelmista on myös mielestämme mahdollista, että ostovoiman kehitys jää hieman yleistä BKT kehitystä heikommaksi.

3.2 Suomen vähittäiskauppamarkkina

Suomen vähittäiskauppamarkkinan koko oli vuonna 2013 38 miljardia ja se jakautui lähes puoliksi päivittäistavara sekä erikois- ja tavaratalokaupan kanssa

Verkkokauppa on jatkuvasti kasvattanut osuuttaan kaupasta ja erikois- ja tavaratalokaupan osuus oli H1'13 aikana 17,5 %

Vähittäiskaupan kehitys on sidoksissa yleiseen talouskehitykseen ja näin ollen vähittäiskaupan näkymät ovat myös vaisut

Vähittäiskaupassa on syklisen taantuman lisäksi menossa merkittävä rakenteellinen murros kaupan digitalisoitumisen myötä

Verkkokauppa kasvattaa markkinaosuuttaan jatkuvasti ja pitkällä aikavälillä lähes kaikki tuotteet tulevat siirtymään verkkoon tavalla tai toisella

Vähittäiskauppamarkkina voidaan Suomessa jakaa päivittäistavarakauppaan, erikois- ja tavaratalokauppaan sekä etänä tapahtuvaan verkkokauppaan. Suomen vähittäiskauppamarkkinan koko oli vuonna 2013 noin 38 miljardia euroa jakautuen lähes puoliksi päivittäistavaran ja erikois- ja tavaratalokaupan kanssa. Etänä tapahtuvan kaupan osuus oli vuonna 2013 noin 3,3 miljardia ja näin ollen sen osuus koko vähittäiskaupasta oli noin 7 %. 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 erikois- ja tavaratalokaupassa oli vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla 17,5 %.

Vähittäiskaupan kehitys on suorassa korrelaatiossa Suomen yleiseen talouskehitykseen. Tämän myötä myös lähivuosien näkymät ovat hyvin vaisut. Vuoden 2014 osalta Kaupan liitto odottaa 0,5 %:n kasvua ja vuoden 2015 osalta 1,5 %:n kasvua. Myös tästä eteenpäin kasvu tulee olemaan melko vaatimatonta, sillä Suomen talouden kasvuvauhdin ei odoteta ylittävän 2 %:n tasoa lähivuosina.

Arvioidessa Suomen vähittäiskauppamarkkinaa 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 2013 kasvu, joka oli TNS Gallupin mukaan Suomessa 9 %. Sen sijaan perinteisen kivijalkakaupan puolella kasvu tulee jäämään erittäin heikoksi. On selvää, että lähes kaikki tuoteryhmät tulevat jollain aikajänteellä siirtymään ainakin osittain verkkokauppaan. Tuoteryhmien välillä on kuitenkin valtavia eroja. Esimerkiksi digitaalisessa muodossa myytävien tuotteiden (esim. musiikki, ohjelmistot & pelit) osalta verkkokaupan osuus on jo nyt erittäin merkittävä ja se tulee kasvamaan entisestään tulevaisuudessa. Vastaavasti logistisesti haastavammat tuotteet, kuten esimerkiksi tuore ruoka, tulevat siirtymään verkkokauppaan huomattavasti hitaammin.

Verkkokaupan kasvua tukee myös se, että yhä useampi ihminen siirtyy verkkokaupan piiriin ja luottamus verkosta tehtävää ostamista kohtaan kasvaa. Vuoden 2013 lopussa lähes 3,3 miljoonaa suomalaista oli ostanut tuotteita tai palveluita verkosta. Euromonitor Internationalin arvion mukaan verkossa tapahtuvan kaupan vuotuinen kasvu tulee olemaan Suomessa noin 6,4 % välillä 2013-2017.

3.3 Kodinelektroniikkamarkkina Suomessa

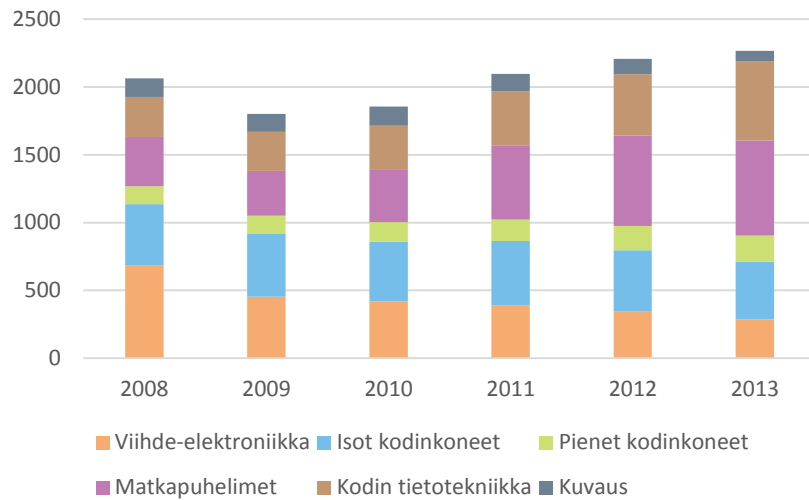
Kodinelektroniikkamarkkinan näkymä Suomessa on hieman yleistä vähittäismarkkinaa parempi

Kodintekniikkamarkkina on kasvanut vuosien 2008-2013 välillä noin 1,5 % vuodessa ja markkinan koko vuonna 2013 oli noin 2,3 miljardia euroa. Kasvua ovat vetäneet etenkin matkapuhelimet (kalliimmat älypuhelimet) ja kodin tietotekniikka (tabletit). Vastaavasti kodin muu viihde-elektroniikka ja kuvaukseen liitännäiset tuotteet ovat olleet selvässä laskussa. Vuoden 2013

Kuluttajien arki digitalisoituu ja tämän myötä kuluttajat allokoivat menoistaan jatkuvasti suuremman osan kodinelektroniikkaan

osalta markkina kasvoi noin 3 % yleisen kulutuskysynnän laskusta huolimatta. Kodinelektroniikkamarkkinan kasvua tukee kuluttajien arjen digitalisoituminen ja tähän liittyvien laitteiden myynnin kasvu.

Kodinelektroniikan markkinan kehitys Suomessa 2008-2013

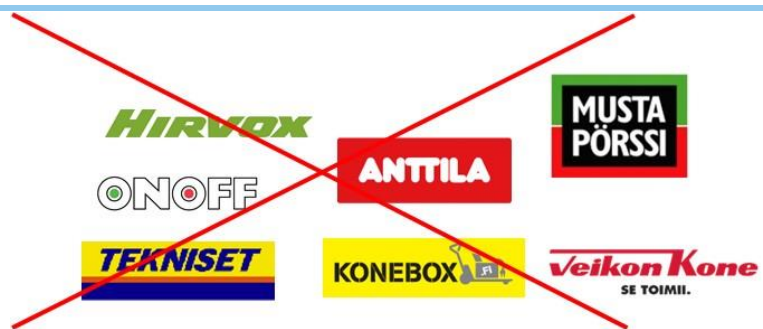


Lähde: Kotek

Markkinalla on käyty rajua pudotuspeliä ja merkittävä määrä pelureita on pudonnut pois viimeisten vuosien aikana

Vaikka kodinelektroniikan markkina on kasvanut viimevuosina kohtuullisesti, on Suomen kodinelektroniikka markkinalla 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 ja Mustan Pörssin kauppaverkoston voimakas supistaminen.

Kodinelektroniikka markkinan voittajat ja häviäjät



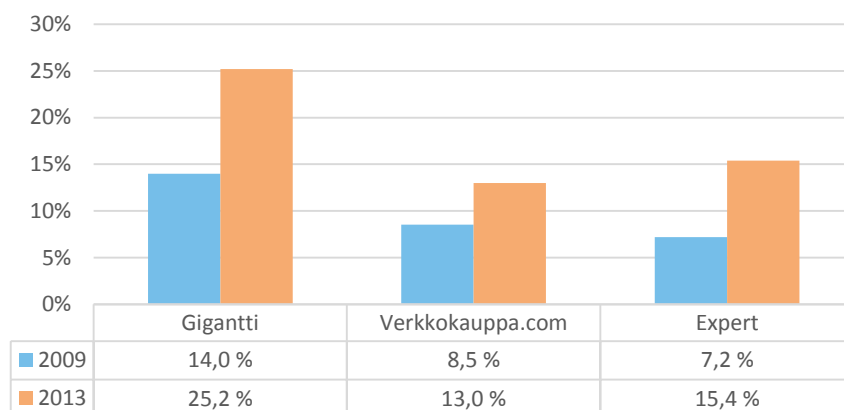
Lähde: Inderes Oy

Markkinalla on ollut kolme selkeää voittajaa: Verkkokauppa.com, Gigantti ja Expert

Kaikki kolme ovat kasvattaneet markkinaosuuksiaan selvästi

Alan viimevuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com ja Expert, jotka ovat kukin onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan. Gigantti on kasvattanut markkina-osuuttaan selvästi eniten ja sen markkina-osuus oli vuoden 2013 lopussa arviomme mukaan noin 25 %. Expert (sisältää Expert ASA Oy:n ja Expert Finland Oy:n) on myös kasvattanut markkinaosuuksiaan merkittävästi ja sen markkina-osuus oli vuoden 2013 lopussa arviomme mukaan noin 15 %. Expert on vauhdittanut kasvuaan yritysostoin. Verkkokauppa.com on markkinan kolmanneksi suurin peluri ja sen markkina-osuus vuonna 2013 oli kodinelektroniikassa noin 13 %.

Kodinelektroniikka markkinan voittajat



Lähde: Inderes & Kotek

3.3.1 Kodintekniikkamarkkinan tulevaisuuden näkymät

Kodinelektroniikkamarkkinan ennustetaan kasvavan FY'14 noin 3 prosenttia

Keskipitkällä aikavälillä uskomme kasvun ylittävän hieman yleisen talouskasvun

Kodintekniikassa kasvu painottuu pitkälti verkkokauppaan ja ostopäätöksiä ohjaavana tekijänä on entistä voimakkaammin hinta

Uskomme pudotuspelin jatkuvan ja pienempien kilpailueduttomien pelureiden jatkavan putoamistaan pois

Vaikka Suomen talousnäkymät ovat lähivuosille hyvin vaisut ja kuluttajien ostovoima ei tule merkittävästi kasvamaan, ennustetaan kodintekniikkamarkkinan jatkavan kasvuaan. Kotekin mukaan kodintekniikan markkinan odotetaan vuonna 2014 jatkavan vuoden 2013 kaltaista kasvuaan (2013: 3 %). Vuoden 2014 ensimmäisen kolmen kuukauden aikana markkina laski 1,2 % vuodentakaisesta. Loppuvuoden aikana markkina tulee kuitenkin saamaan vetoapua älypuhelinvalmistajien uusien lippulaivamallien lanseerauksista (iPhone 6, Galaxy S6) ja näin ollen markkinalla on arviomme mukaan edelleen mahdollisuudet saavuttaa koko vuoden ennustetut kasvunumerot.

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 2015-2017 kasvun olevan noin 3 %:n tuntumassa.

Kodintekniikkamarkkinalla kasvu tulee painottumaan hyvin voimakkaasti verkkokauppaan, sillä tuotteiden homogeenisyydestä johtuen kuluttajien ostopäätöksiä ohjaavat tekijät ovat etenkin hinta ja helppo saatavuus. Näin ollen uskomme, että markkinoiden voimakas jakautuminen voittajiin ja häviäjiin tulee jatkumaan. Tavarantoimittajat ovat finanssikriisin jälkeen pyrkineet keskittämään myyntiään vain rajatulle määrälle toimittajia, mikä on myös omiaan jyrkentämään kuilua suurten ja pienten pelureiden välillä.

3.4 Verkkokaupan trendit

Verkkokaupassa on menossa useita voimakkaita trendejä:

Verkkokaupasta tulee nyt meneillään olevan vähittäiskaupan digitalisoitumisen myötä merkittävä uusi jakelukanava perinteisen

kivijalkakaupan rinnalle. Arviomme mukaan sijoittajien on tärkeä ymmärtää tähän murrokseen liittyvät trendit:

1) Kuluttajien hintatietoisuus kasvaa verkkokaupan tuoman läpinäkyvyyden myötä

1) Kuluttajien hintatietoisuus kasvaa. Johtuen erilaisista hintavertailu palveluista ja kaupan siirtymisestä verkkoon, ovat tavaroiden hinnat huomattavasti läpinäkyvämpiä ja helpommin vertailtavia verkossa, kuin mitä ne ovat tavallisessa kivijalkakaupassa. Kuluttajat ovat verkossa myös huomattavasti herkempiä vaihtamaan liikettä, sillä liikkeen vaihto ei edellytä fyysistä siirtymistä. Tämä hintatietoisuuden kasvu tulee johtamaan kiristyvään hintakilpailuun.

2) Asiakkaat preferoivat verkossa pienempää määrää toimijoita kuin kivijalkakaupassa ja näin ollen verkossa kauppa keskittyy harvempien toimijoiden käsiin

2) Asiakkaiden käyttämien kauppojen lukumäärä laskee. Verkkokauppa on luonteeltaan selvästi kivijalkakauppaa keskittyneempi ja siellä luotettavan sekä uskottavan tuotemerkin merkitys on perinteistä kivijalkakauppaa suurempi. Tämä on luonnollista, sillä verkon yli tapahtuvassa ostotilanteessa ostaja ei voi nähdä lopullista tuotetta. Näin ollen verkossa korkeintaan viittä toimijaa käyttävien asiakkaiden osuus on 73 %, kun se perinteisessä kivijalkakaupassa on 43 %. 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 ääntään kuuluviin.

3) Verkossa ostavien kuluttajien määrä kasvaa demografian ja verkkokaupan luottamuksen kasvun kautta

3) 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 vahvempia sukupolvia enemmän), luottamuksen kasvu verkkokauppaa kohtaan, verkkokaupoissa myytävien tuotteiden saatavuuden parantuminen (kohta 4) ja verkkokauppojen toimintamallien parantuminen (kohta 5).

4) Yhä useampi tuoteryhmä tulee siirtymään verkkoon ja pitkällä aikavälillä käytännössä kaikki tuotteet siirtyvät tavalla tai toisella verkkoon

4) 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 kodinelektroniikka. Vastaavasti esimerkiksi tuoreruoka tulee siirtymään verkkoon viiveellä, sillä se on logistisesti haastavampi ja kuluttajat haluavat nähdä tuotteet ennen ostotapahtumaa.

5) Verkkokaupan toimintamallit jatkavat kehittymistään ja niiden tarjoama asiointikokemus tulee paranemaan merkittävästi tulevaisuudessa

5) 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, logistiikkakustannukset tulevat pienentymään ja itse ostotapahtuma tulee olemaan entistä vähemmän kellonajasta riippuvainen. Esimerkkinä tästä kehityksestä voidaan nostaa esiin Verkkokauppa.comin Jätkäsaareissa sijaitsevan 24/7 kioskin tai yhtiön pääkaupunkiseudulle lanseeraaman 3h:n pikatoimituksen.

3.5 Kilpailijat

Verkkokauppa.comin pääkilpailijoita ovat kodinelektroniikkamarkkinan pelurit ja tulevaisuudessa tämä kenttä laajenee koko vähittäiskauppasektoriin

Kaupan alan toimijoita vertailtaessa paras lähtökohta on yhtiöiden kulurakenne

Kulurakenne määrittää myyntikatteen ja kuluttajille tarjottavan lopputuotteen hinnan

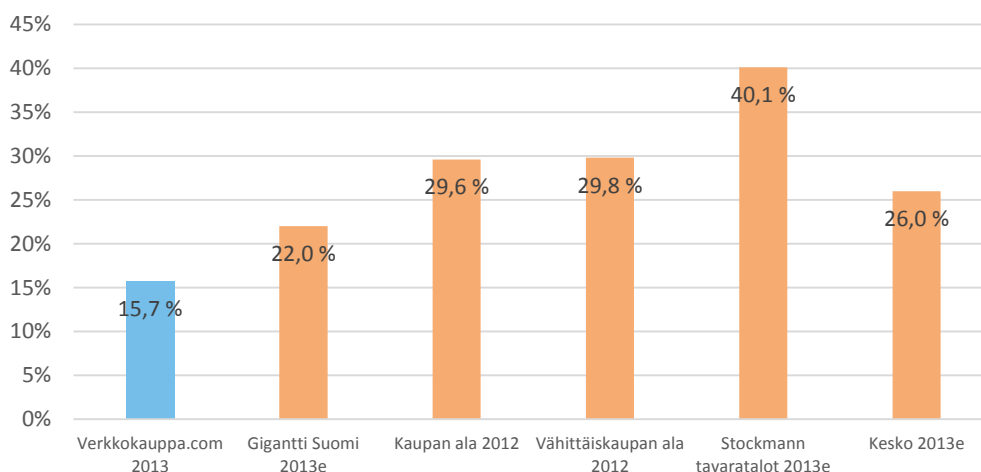
Verkkokauppa.comin kulurakenne on selvästi sen kilpailijoita edullisempi ja kestää myös kansainvälisen vertailun

Verkkokauppa.comin pääkilpailijoita ovat Suomen kodinelektroniikkamarkkinan keskeiset toimijat eli Gigantti, Expert, S-Ryhmä, Kesko ja Tekniset. Yhtiön laajentaessa uusiin tuoteryhmiin perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle kasvaa myös sen kilpailijakenttä koko Suomen vähittäiskauppakenttään.

Kaupan alan eri toimijoita vertailtaessa mielestämme paras lähtökohta on niiden myyntikatteen tarkastelu. Kaupan myyntikatteen ohjaavana tekijänä toimii kaupan kulurakenne. Myyntikate on sen sijaan lopulta ohjaavana tekijänä lopputuotteiden hinnoissa. Suomen kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli vuonna 2012 noin 29,6 % ja se on säilynyt verrattain vakaana noin 29 %:ssa viimeisen 5 vuoden aikana. Vähittäiskaupan puolella myyntikate oli vuonna 2012 noin 30 %. Verkkokaupan keskeisimmän kilpailijan Gigantin myyntikate oli vuonna 2013 Inderesin ennusteen mukaan 22 %. Hyvänä osoituksena kulurakenteen ja myyntikatteen vahvasta korrelaatiosta on Stockmannin tavaratalot, joiden myyntikate oli vuonna 2013 40 % kiinteiden kulujen ollessa noin 38 %.

Johtuen verkkokaupan erittäin merkittävästä roolista yhtiön liiketoiminnassa, on Verkkokauppa.comin kulurakenne erittäin kevyt. Yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2013 12,6 %, mikä on selvästi matalampi taso kuin muilla kaupan alan toimijoilla. Tämän avulla Verkkokauppa.com kykenee pitämään yllä myös selvästi toimialan keskiarvoa matalampaa myyntikatetta, joka oli vuonna 2013 15,7 %.

Kaupan alan eri toimijoiden myyntikate suhteessa liikevaihtoon



Lähde: Verkkokauppa.com, Kesko & Gigantti ovat Inderesin ennusteita, Stockmann, Kaupan liitto

Kaupan digitalisoituminen tulee asettamaan merkittäviä paineita perinteisille toimijoille ja niiden kustannusrakenteille

Esimerkkinä tavaratalot: Stockmann, Anttila ja Sokos, jotka ovat kaikki ajautuneet kriisiin

Näkemyksemme mukaan verkkokaupan yleistymisen ja kasvu tulevat asettamaan paineita kaupan alan myyntikatteita kohtaan. Kuluttajien hintatietoisuus tulee väistämättä verkkokaupan yleistymisen myötä 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.

Suomessa kaupan ala on siirtynyt verkkoon melko hitaasti ja Suomi on keskeisillä verkkokauppareilla jäljessä verrokkimaitaan

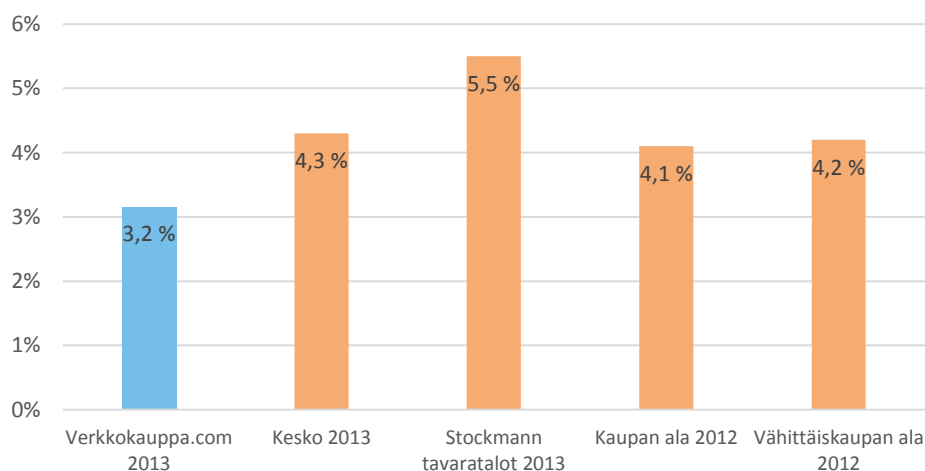
Verkkokaupan kasvun myötä kaupan kilpailukentästä tulee lokaalin sijaan globaali

Tämä kasvattaa paineita myyntikatteita ja tätä kautta kulurakenteita kohtaan ja uskomme, että moni toimija Suomessa joutuu muuttamaan toimintamalliaan selvästi menestyäkseen tulevaisuudessa

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. Esimerkiksi väestön osuus, jotka ovat ostaneet edellisen 3 kk:n aikana verkosta, oli meillä Eurostatin mukaan vuoden 2013 lopussa 49 %, kun Tanskassa se on 65 %, Ruotsissa 57 % ja Norjassa 56 %.

Ehkä kaikista merkittävämpänä asiana kaupan kilpailukentän murroksessa on kuitenkin se, että kilpailukenttä muuttuu lokaalista globaaliksi verkkokaupan yleistymisen myötä. Verkkokaupan myötä kuluttajat voivat esimerkiksi käydä sovittamassa kenkiä tavaratalossa Helsingissä ja tilata samat kengät verkkokaupasta Saksasta. Tämä lisää entisestään hintakilpailua ja kaupan kulurakenteen täytyykin olla kunnossa, jotta se voi olla kilpailukykyinen globaalilla pelikentällä. Suomen kaupan suurille toimijoille tämä tulee aiheuttamaan suuria haasteita, sillä historiallisesti niiden kilpailuetu ei ole perustunut kustannustehokkuuteen vaan ennen kaikkea mittakaavan mukanaan tuomiin hyötyihin.

Kaupan alan eri toimijoiden käyttökate suhteessa liikevaihdosta



Lähde: Verkkokauppa.com, Kesko & Gigantti ovat Inderesin ennusteita, Stockmann, Kaupan liitto

Kaupan alan käyttökateista vertailtaessa on hyvä muistaa, että perinteisillä toimijoilla kiinteistöjen kustannukset ovat usein merkittävät

Näin ollen Verkkokauppa.com on käyttökateessa-%:ssa selvästi Stockmannin tavarataloja jäljessä, mutta liikevoitto-%:lla mitattuna sitä kannattavampi

Kaupan alan käyttökate oli vuonna 2012 Suomessa 4,1 % ja vähittäiskaupan alalla 4,2 %. Keskon ja Stockmannin tavaratalojen vastaavat luvut olivat 4,3 % ja 5,5 %. Perinteisiä kauppia 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 käyttökateita heikompia. Esimerkiksi Kesko konsernin ja Stockmannin tavaratalojen liikevoittomarginaalit olivat vuoden 2013 osalta 2,7 % ja 2,1 %. Vastaavasti Verkkokauppa.comin kaltaisten digitaalisuuden ja verkkokaupan ympärille perustuvilla toimijoilla kiinteistöihin sidottu poistomassa on olematon ja liikevoittomarginaali on hyvin lähellä käyttökateä. Verkkokauppa.comin liikevoittomarginaali oli vuonna 2,8 % ja käyttökate 3,2 %.

4 Strategia & kilpailuedut

4.1 Strategia

Verkkokauppa.comin strategia voidaan kiteyttää neljään kohtaan:

Verkkokauppa.comin strategian keskiössä on yhtiön verkkokauppa ja tämän ympärille rakennettu kivijalkakauppa sekä näiden kahden osan saumaton integraatio. Yhtiön tärkein strateginen prioriteetti on liiketoiminnan kasvu ja yhtiö onkin profiloitunut sijoittajien silmissä kasvuyhtiöksi. Verkkokauppa.com on tällä hetkellä keskittynyt voimakkaasti kodinelektroniikkaan ja tähän liitännäisiin tuotteisiin. Yhtiön strategian keskiössä on kuitenkin laajentaa tuotevalikoimaansa tämän segmentin ulkopuolelle ja yhtiön tavoitteena onkin olla internetin hypermarket. Yhtiön strategia voidaan mielestämme kiteyttää neljään tekijään:

- 1) Edullinen hinta
- 2) Laaja tuotevalikoima
- 3) Tuotteiden hyvä saatavuus
- 4) Asiakaskeskeisyys

1) Edullinen hinta. Yhtiö pyrkii asiakaslupauksensa mukaisesti tarjoamaan markkinan edullisimmat hinnat

Yhtiön strategian kulmakivenä on sen asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetunsa edullisten hintojen ympärille ja se pyrkii välttämään laajentumista tuotealueille, missä se ei kykene täyttämään asiakaslupastaan. Asiakaslupauksen täyttämiseksi yhtiön tavoitteena on kolmen suurimman joukossa kaikissa päätuoteryhmissä, sillä vain tätä kautta yhtiö voi saavuttaa riittävät ostovolyymit kilpailukykyisten hintojen ylläpitämiseksi.

2) Laaja tuotevalikoima. Yhtiön tuotevalikoimassa oli vuoden 2014 alussa noin 50 000 tuotetta ja sen valikoima on kokonaisuutena hyvin laaja

Yhtiön tuotevalikoima on tällä hetkellä jo erittäin laaja ja se sisälsi vuoden 2014 alussa noin 50 000 tuotetta. Lukumäärä on myös kansainvälisessä vertailussa hyvin laaja, sillä esimerkiksi Euroopan suurimman kodinelektroniikkaliikkeen Media Marktin nettikaupan valikoimista löytyi vuoden 2013 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 markkinaosuusien voittamisen kautta nykyisissä tuoteryhmissä. Yhtiö pyrkii laajentamaan tuotevalikoimaansa jatkuvasti, mitä olemme käsitelleet kappaleissa 4.1.1 ja 4.1.2.

3) Tuotteiden hyvä saatavuus. Verkkokauppa.com on pyrkinyt parantamaan tuotteidensa saatavuutta jatkuvasti ja yhtiö on mm. tuonut valikoimiinsa erilaisia kotiinkuljetuksia ja 24/7 auki olevan kioskin, josta tuotteet voi noutaa

Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat erittäin keskeisimpiä tekijöitä yhtiön menestyksen kannalta. Tuotteiden saatavuus on kyettävä pitämään hyvänä, mutta varastotasojen ei toisaalta voida nostaa liikaa sillä korkeat varastot heikentävät pääoman tuottoa ja 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.

Uskomme, että kaupan digitalisoituminen ja verkkokaupan kasvu tulevat avaamaan täysin uusia mahdollisuuksia parantaa tuotteiden saatavuutta esimerkiksi kotiinkuljetusten 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 tästä ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kiosk, jonka kautta kuluttajat voivat ostaa ja noutaa yhtiön varastossa olevia tuotteita tai 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 standardi-toimintatapoja ja näin ollen uskommekin, 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.

4) Asiakaskeskeisyys. Verkkokauppa.com on läpi historiansa kehittänyt itseään hyvin asiakaslähtöisesti ja uskomme sen pysyvän yhtiön strategian keskiössä myös tulevaisuudessa

Asiakaskeskeisyys on ollut Verkkokauppa.comin ytimessä sen perustamisesta asti. Hyvänä esimerkkinä tästä ovat yhtiön omat verkkosivut, minkä ykkösprioriteettina on tarjota asiakkaalle 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 ja yhtiön tavoitteena onkin tarjota asiakkaille mahdollisimman vaivaton ja mukava kaupankäyntimahdollisuus. Uskomme, että yhtiö tulee myös jatkossa kehittämään toimintaansa asiakaskeskeisyys edellä.

4.1.1 Uudet tuotealueet

Verkkokauppa.comin strategiassa on laajentaa sen nykyistä tuotevalikoimaa uusille tuotealueille lähivuosien aikana

Uskomme yhtiön pyrkivän laajentumaan tuotealueisiin, missä kilpailu ei toimi kunnolla ja missä sillä on mahdollisuus päästä hintajohtajan asemaan ja täyttää oma asiakaslupauksensa

Lisäksi uskomme, että uudet tuotealueet pyritään löytämään siten, että ne menevät yhtiön nykyisen logistiikkaketjun läpi

Verkkokauppa.comin strategiana on laajentaa sen tuotetarjontaa uusille tuotealueille lähivuosien aikana. Osakeannin yhtenä tarkoituksena oli juuri vahvistaa yhtiön tasetta ja kasvattaa sen liikkumavaraa laajentumisen suhteen. Yhtiö ei ole paljastanut tarkkoja suunnitelmia uusien tuotealueidensa suhteen, mutta se on osakeantinsa yhteydessä kertonut tutkivansa mm. seuraavia tuotealueita: lemmikkieläintarvikkeet, elektroniikkakomponentit, urheilu, matkailu, lastenhoito ja päivittäistavarakauppa. Kokonaisuutena 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.

Verkkokauppa.comin laajentuminen on huomattavasti kivijalkakauppaa vähäriskisempää, sillä verkkokaupassa kiinteiden kustannusten määrää ei tarvitse kasvattaa erityisen korkealle ennen myynnin aloittamista

Myös epäonnistuneen tuoteryhmän poisvetäminen on huomattavasti halvempaa ja rajoittuu lähinnä varaston alaskirjauksiin

Uusien tuotealueiden jakeluportaaseen murtautuminen on yhtiölle historiallisesti ollut haaste, sillä useat jakelijat pelkäävät yhtiön edullisten myyntihintojen vaikutusta markkinaan

Kokonaisuutena uudet tuoteryhmät sisältävät yhtiön kannalta merkittävää potentiaalia ja ne ovat keskeinen osa yhtiön kasvutarinaa

Yhtiö on myös panostanut omien tuotemerkkien markkinoille tuontiin ja vuoden alussa noin 7 % sen valikoimasta oli omia tuotemerkkejä

Yhtiö on aikaisemminkin laajentunut perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle, mistä esimerkkinä voidaan käyttää musiikki-instrumentteja. Yhtiö aloitti niiden myynnin vuosikymmenen vaihteessa ja se on noin neljässä vuodessa saavuttanut markkinajohtajan aseman.

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 12-24kk 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.

Historiallisesti Verkkokauppa.comilla on arviomme mukaan ollut selkeitä haasteita murtautua uusien tuotealueiden jakeluportaaseen. Tämä johtuu etenkin yhtiön kevyen kulurakenteen mahdollistamasta matalan myyntikatteen politiikasta. Yhtiö pystyy kulurakenteensa ansiosta painamaan myyntikatteensa erittäin kilpailukykyiselle tasolle ja tämä aiheuttaa ongelmia alan perinteisten toimijoiden keskuudessa. Uskomme, että tämä ongelma helpottaa tulevaisuudessa, kun Verkkokauppa.comin uskottavuus ja kiinnostavuus jakelijoiden silmissä kasvaa sen liiketoiminnan skaalan kasvun myötä.

Kokonaisuutena uskomme, että uudet tuoteryhmät sisältävät merkittävää potentiaalia yhtiön kannalta. Useilla nyt tutkituista tuoteryhmistä myyntikatteet liikkuvat arviomme mukaan 25-40 % 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.

4.1.2 Omat tuotteet

Yhtiö on myös panostanut viime vuosien aikana entistä voimakkaammin oman tuotemerkkinsä alla myytävien tuotteiden myyntiin ja vuoden 2014 alussa noin 7 % yhtiön tuotevalikoimasta oli sen omia tuotteita. Omien tuotemerkkien osalta liiketoimintalogiikka poikkeaa selvästi kolmansien osapuolten tuotteiden myynnistä. Omissa tuotteissa Verkkokauppa.com kantaa logistiikasta sekä markkinoinnista syntyvät kulut ja tekee joidenkin

Omilla tuotteilla yhtiö pystyy täydentämään tuotevalikoimaansa ja niiden kate on keskimääräistä parempi, sillä yhtiö saa niistä sekä brändi- että kanavamarginaalin

Uskomme yhtiön pyrkivän kasvattamaan omien tuotteiden osuutta selvästi ja pyrkivän tuomaan entistä korkeamman lisäarvon tuotteita omiin valikoimiinsa (esim. hiljattain markkinoille tuodut ProCaster-televisiot)

Verkkokauppa.com on myös kertonut harkitsevansa asiakasrahoituksen laajentamista

Asiakasrahoituksessa tarkoituksena olisi oman taseen hyödyntäminen ja marginaalien parantaminen

Tämä kasvattaa jossain määrin yhtiön riskiprofiilia, mutta oman IT-järjestelmän ja aikaisemman asiakasrahoituksen "harjoittelun" vuoksi pidämme tätä riskiä maltillisena

tuotteiden osalta myös itse kehitystyön. Valtaosin yhtiö kuitenkin ostaa valmiita tuotteita OEM-valmistajilta ja keskittyy ostojen, varastojen ja logistiikan hallintaan. Vastaavasti omien tuotemerkkien alta myytävien tuotteiden katteet ovat selvästi kolmansien osapuolten tuotteita korkeampia, sillä yhtiö saa niissä sekä brändi- että kanavamarginaalin.

Yhtiön kasvustrategian yhtenä painopistealueena onkin omien tuotteiden määrän kasvattaminen. Uskomme, että yhtiö pyrkii sekä täydentämään, että laajentamaan nykyistä tuotevalikoimaansa omilla tuotemerkeillä. Omissa tuotteissa yhtiö tulee arviomme mukaan keskittymään tuotteisiin jotka ovat tuotekehitysmielessä saavuttaneet jo kypsän vaiheen ja näin ollen niiden teknologinen kehitys on verrattain hidasta. Esimerkkinä voidaan nostaa televisiot, jossa yhtiö hiljattain toi markkinoille tuotteen oman ProCaster tuotemerkkinsä alla. Televisiot ovat tuotekehitys näkökulmasta hyvin kypsässä vaiheessa ja uudet innovaatiot ovat pieniä. Vastaavasti esimerkiksi älypuhelimissa teknologinen kehitys on edelleen hyvin ripeää ja tämän myötä tuotteisiin liittyvä riskiprofiili on selvästi korkeampi, sillä teknologisesti kovassa kehitysvaiheessa ovat tuotteet vanhenevat nopeasti.

Uskomme myös, että lähitulevaisuudessa yhtiö pyrkii laajentamaan omien tuotteiden valikoimaansa entistä korkeamman lisäarvon tuotteisiin. Osoituksena tästä on esimerkiksi hiljattain myyntiin tullut ProCaster-televisio.

4.1.3 Asiakasrahoitus

Uusien tuotealueiden lisäksi Verkkokauppa.com on kertonut, että se harkitsee nykyisen asiakasrahoituksensa merkittävää laajennusta. Tällä hetkellä Verkkokauppa.com tarjoaa osamaksupohjaista omaa asiakasrahoitusta, mutta sen volyyymi on arviomme mukaan verrattain pieni ja valtaosan Verkkokauppa.comin asiakasrahoituksesta hoitaa Klarna. Asiakasrahoituksen tarkoituksena olisi ennen kaikkea pääoman tuoton ja marginaalien parantaminen, sillä yhtiön johto on korostanut, että päämääränä ei ole liikevaihdon nostaminen taseriskiä kasvattamalla.

Esimerkkinä asiakasrahoituksen potentiaalista voidaan käyttää yhtiön tällä hetkellä käyttämää Klarnaa. Klarna tarjoaa alle 500e ostoksiin 12 kk:n rahoitusta noin 30 %:n vuosikorolla ja yli 1000e ostoksiin noin 15 %:n vuosikorolla. Jos ajatellaan yksinkertaistettuna esimerkkinä, että Asiakas A ostaa Verkkokauppa.comista tuotteen 1000 eurolla ja rahoittaa sen kokonaan asiakasrahoituksella 12kk:n osamaksulla. 12kk päästä Verkkokauppa saa tuotteestaan viimeisen erän ja sen saama kokonaisrahamäärä on noin 1150 euroa (1000e tuote + 150e korkoja). Jos oletetaan, että tuotteen alkuperäinen myyntikate oli vuoden 2013 keskimääräinen 15,7 % tai 157 euroa, tarkoittaisi tämä 150e korkotuotto myyntikatteen tuplaantumista. Negatiivisella puolella ovat toki pääoman kiertonopeuden heikentyminen ja luottotappioriski. Korkokuluja yhtiölle ei tästä tule, sillä uskomme yhtiön hoitavan asiakasrahoituksen täysin omalla pääomallaan.

Näkemyksemme mukaan asiakasrahoitus tarjoaa yhtiölle niin ikään merkittävää potentiaalia, mutta samalla se sisältää myös merkittävää riskiä,

mikäli yhtiö epäonnistuu luottotappioriskien hallinnassa. Luottotappioriskin hallinnan kannalta keskiössä on asiakkaiden ja heihin liittyvän riskiprofiilin tunteminen. Verkkokauppa.comilla on oman IT-järjestelmänsä avulla erittäin laaja tietämys nykyisistä asiakkaista ja lisäksi yhtiö saa PINS-ohjelmaan liittymisen kautta merkittävästi tietoa valtavasta joukosta kotimaisia kuluttajia. Yhtiö on myös pyörittänyt jo pidemmän aikaa omaa pienimuotoista asiakasrahoitusta ja näin ollen ”harjoitellut” sen käytännön pyörittämistä. Näin ollen uskomme, että yhtiön lähtökohdat luottotappioriskien hallintaan ovat verrattain hyvät. Lisäksi riskiä pienentää se, että yhtiö rahoittaa arviomme mukaan koko asiakasrahoituksen oman pääomansa kautta velkavivun sijaan.

4.2 Kilpailuedut

Verkkokaupan keskeiset kilpailuedut ovat: Verkkokauppa.comin kilpailuetu voidaan mielestämme jakaa kolmeen osaan:

- 1) edullinen kustannusrakenne**
- 2) oma itse kehitetty IT-järjestelmä**
- 3) vahva brändi**

1) Edullinen kustannusrakenne, jonka avulla yhtiö kykenee tarjoamaan tuotteita sen kilpailijoita matalammilla hinnoilla

2) Oma IT-järjestelmä, joka mahdollistaa kilpailijoita paremman operatiivisen tehokkuuden

3) Vahva brändi, jonka avulla yhtiö erottuu kilpailijoistaan

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset olivat vuonna 2013 12,6 % liikevaihdosta, kun ne kaupan alalla keskimäärin olivat 25,1 %. Kiinteiden kulujen merkittävä ero johtuu 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.

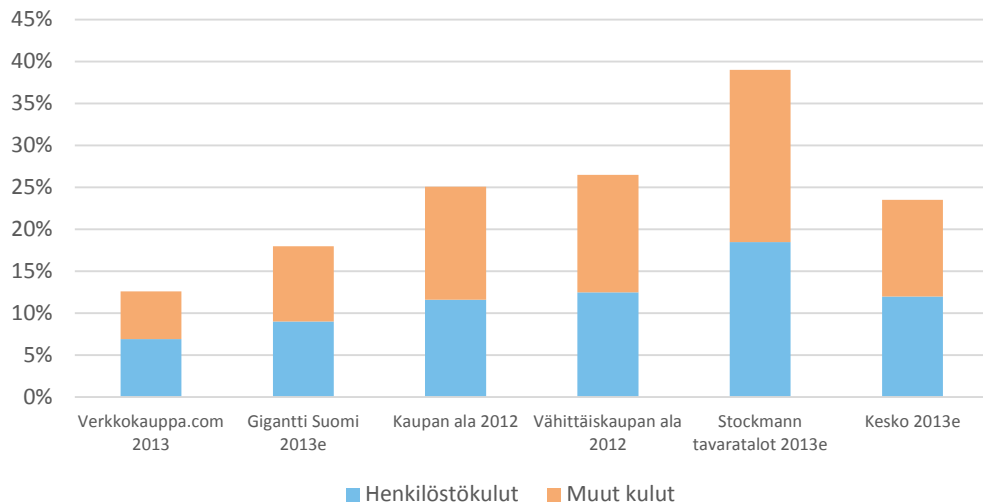
2) Verkossa tapahtuva kauppa vaatii perinteistä kauppaa vähemmän henkilöstöä ja näin ollen henkilöstökulut ovat pienemmät.

3) Yhtiölle ei sen nuoren iän vuoksi ole kertynyt historiallista kulutaakkaa (pääallekkäisiä IT-järjestelmiä, raskaita kanta-asiakasohjelmia, monikerroksista hallintoa 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 kulurakenne on selvästi kaupan alaa matalampi ja kulurakenne kestää myös kansainvälisen vertailun

Verkkokauppa.comin kulurakenne onkin selvästi kaupan alaa keskiarvoa matalampi. Verkkokauppa.comin kiinteistä kuluista 6,9 %-yksikköä syntyy henkilöstökulujen kautta ja 5,7 %-yksikköä muiden kiinteiden kulujen kautta (logistiikka, markkinointi, vuokrat, hallinto yms.). Kiinteiden kulujen taso on pysynyt verrattain vakaana kaupan alalla keskipitkällä aikavälillä. Suomen Gigantin kiinteät kulut olivat vuonna 2013 arviomme mukaan noin 18 %. Stockmannilla tavaratalojen kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2013 arviomme mukaan noin 39 %. Stockmannin asiakaslupaus on tarjota asiakkaille erittäin korkealaatuinen palvelukokemus, mikä heijastuu myös erittäin korkeana kulurakenteena. Kokonaisuutena uskomme, että kustannustehokkuus on oleellinen osa yhtiön yrityskulttuuria.

Kaupan alan eri toimijoiden kulurakenne



Lähde: Verkkokauppa.com, Kesko & Gigantti ovat Inderesin ennusteita, Stockmann, Kaupan liitto

Kulurakenne on mielestämme yhtiön tärkein kilpailuetu ja se toimii kulmakivenä yhtiön asiakaslupauksen täyttämiseksi

Kulurakenteeseen pohjautuva kilpailuetu on verrattain kestävä, sillä emme näe realistisena, että kaupan alan perinteiset toimijat voisivat saavuttaa vastaavan kulurakenteen ilman liiketoimintamallinsa merkittäviä muutoksia

Yhtiön brändi on myös vahva kilpailuetu, sillä kuluttajat suosivat verkossa pienempää määrää toimijoita kuin perinteisessä kivijalkakaupassa

Suurimpana kysymysmerkinä brändin suhteen pidämme sen kestävyyttä kodinelektroniikan ulkopuolella

Verkkokauppa.comin kilpailueduista selvästi tärkein onkin mielestämme sen kustannuskilpailuetu. Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteensa 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 merkittävästi 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 ilman liiketoimintamallin merkittäviä muutoksia.

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 hyvällä tasolla myös kansainvälisestikin mitattuna.

Verkkokauppa.comin toinen merkittävä kilpailuetu on yhtiön brändi. Yhtiön verkkokauppa oli vuonna 2013 Suomen suosituin verkkokauppa ja Taloustutkimuksen mukaan Verkkokauppa.com on Suomen vahvin nettibrändi. Yhtiön verkkokaupassa oli vuonna 2013 noin 35 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 erittäin 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, eivätkä niinkään ulkopuolisiin uhkiin.

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 on yhtiön itsekehittävä IT-järjestelmä

Oman IT-järjestelmän avulla yhtiöllä on mahdollisuus saavuttaa kilpailijoita parempi operatiivinen tehokkuus

IT-järjestelmä sisältää myös riskejä, sillä yhtiön liiketoiminta on siitä hyvin riippuvainen

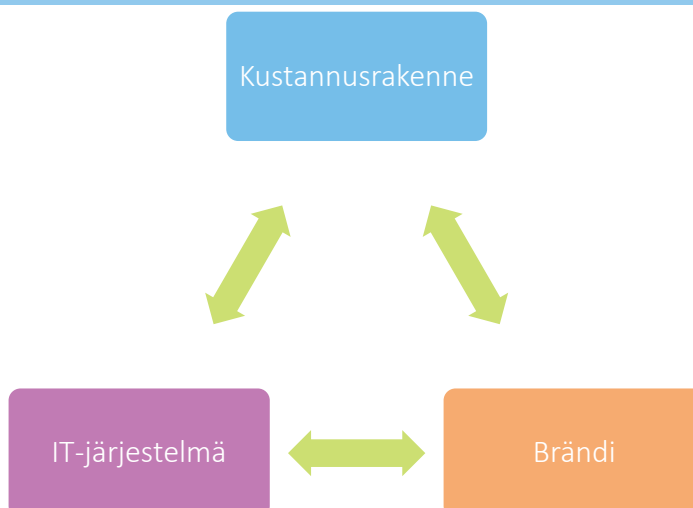
Kolmas kulmakivi Verkkokauppa.comin kilpailuedussa on sen itse kehittämä IT-järjestelmä jonka kautta yhtiön kaikki tärkeät toiminnot pyörivät. Verkkokauppa on verrattain nuori yritys ja yhtiö on koko historiansa ajan toiminut oman IT-järjestelmänsä puitteissa. Yhtiö ei myöskään ole laajentunut yritysostoin 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 liittyy luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen siitä: mikäli yhtiö epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä, yhtiön kilpailukyky heikkenisi merkittävästi.

Kokonaisuutena pidämme yhtiön kilpailuetuja vahvoina ja ne tarjoavat sille erinomaisen aseman kaupan alan murroksessa

Kokonaisuutena pidämme Verkkokaupan kilpailuetuja erittäin vahvoina ja näkemyksemme mukaan yhtiö on poikkeuksellisen hyvässä kilpailuasemassa 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.

Verkkokauppa.comin kilpailuedut



Lähde: Inderes Oy

5 Taloudellinen tilanne

5.1 Historiallinen kehitys

Verkkokauppa on perustettu vuonna 1992

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 läpi koko historiansa voimakkaasti ja vuosien 1992-2013 välillä keskimääräinen vuosikasvu on ollut 36 %

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi sen historian ja vuosien 1992-2013 välillä keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut 36 %. Yhtiön kannattavuus on läpi sen historian ollut melko vaatimattomalla tasolla, sillä yhtiön on keskittänyt resurssinsa pitkän aikavälin kasvuun lyhyen aikavälin kannattavuuden optimoinnin sijaan.

Yhtiön on voittanut jatkuvasti markkinaosuuksiaan ja vuoden 2013 osalta yhtiön markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinalla oli noin 13 %

Vuosien 2008 ja 2013 välillä liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 12 %. Samaan aikaan Suomen kodintekniikkamarkkina on kasvanut noin 1,5 % 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 hyvänä suorituksena. Kokonaisuutena Verkkokauppa.com on viime vuosien aikana voittanut jatkuvasti markkinaosuuksia kilpailijoiltaan, ennen kaikkea kilpailijoiden markkinoilta poistumisen myötä.

Vuonna 2010 yhtiö rakennutti itselleen uuden pääkonttorin, päävaraston ja lippulaivamyymälän Jätkäsaareen

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. Jätkäsaareen 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 keskittänyt kasvattamaan liiketoimintansa volyyymiä kannattavuuden sijaan.

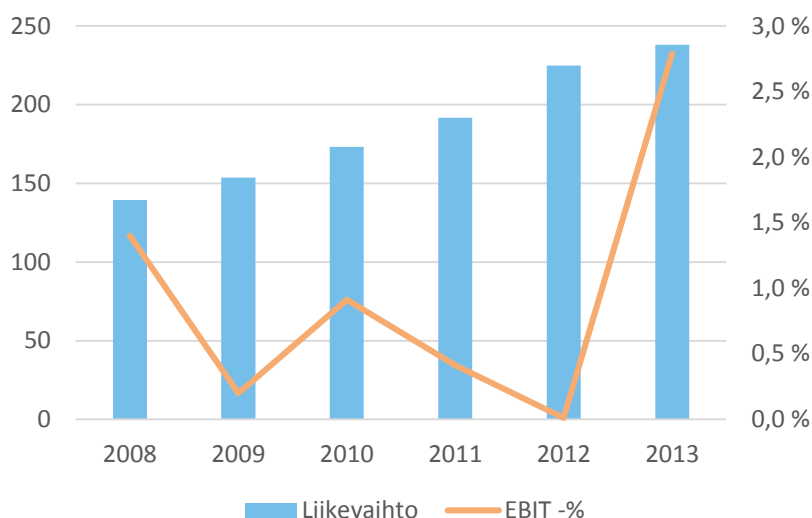
Jätkäsaaren rakennusprojekti ja muutto heijastuvat yhtiön vuosien 2011 ja 2012 tulosluvuissa

Vuosi 2013 oli Verkkokauppa.comille monelta osin normaali ja yhtiö kasvoi markkina nopeammin ja kannattavuus nousi lähihistorian parhaalle tasolle

Vuosi 2013 oli Verkkokauppa.comille kokonaisuutena hyvä vuosi. Erittäin heikosta markkinatilanteesta huolimatta yhtiön liikevaihto kasvoi 6 % 238 MEUR:oon. Myös kannattavuus parani merkittävästi ja yhtiö teki historiansa parhaan liike-tuloksen 6,6 MEUR (2,8 %:n liikevoittomarginaali). Parantuneen

liiketuloksen taustalla oli parantunut myyntikate. Yhtiön myyntikate nousi vuoden 2012 12,9 % tasolta 15,7 %:iin. Nousseen myyntikatteen taustalla oli tuotemixin parantuminen ja liiketoiminnan kasvanut volyymi.

Verkkokauppa.com taloudellinen kehitys 2008-2013



Lähde: Verkkokauppa.com

5.2 Tase- ja rahoitusasema

Verkkokaupan tase on erittäin selkeä ja liiketoimintamallista johtuen erittäin kevyt

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Tase on nettovelaton ja ainoat merkittävät omaisuuserät liittyvät käyttöpääomaan.

Pitkä-aikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juuri ole

Pitkä-aikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juurikaan ole, sillä vuoden 2013 lopussa yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkä-aikaiset varat olivat yhteensä 3,4 MEUR. Sijoittajien on hyvä huomata, että Verkkokauppa.com ei omista itse omia myymälöitään ja Jätkäsaaren myymälään sillä on vuoteen 2027 ulottuva vuokrasopimus.

Varasto on yhtiön selvästi suurin omaisuuserä ja se oli vuoden 2013 lopussa 9,7 % liikevaihdosta

Yksittäisistä tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2013 lopussa 23,2 MEUR tai 9,7 % liikevaihdosta (FY'12: 9,7 %). Varastojen määrä on laskenut vuoden 2011 jälkeen selvästi, kun yhtiö muutti uusiin toimitiloihin ja paransi merkittävästi varastonhallintaansa. Tulevaisuudessa yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset kasvattaa varastonkiertoa nykyisestä liiketoiminnan volyymikasvun ja organisaation nousevan oppimiskäyrän myötä. Vastaavasti omien ”private label”-tuotteiden kasvu ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin tulevat heikentämään varastonkiertoa. Kokonaisuutena odotamme varastonkiertonopeuden parantuvan lähivuosina hieman.

Saamiset olivat vuoden 2013 lopussa noin 3,3 % liikevaihdosta

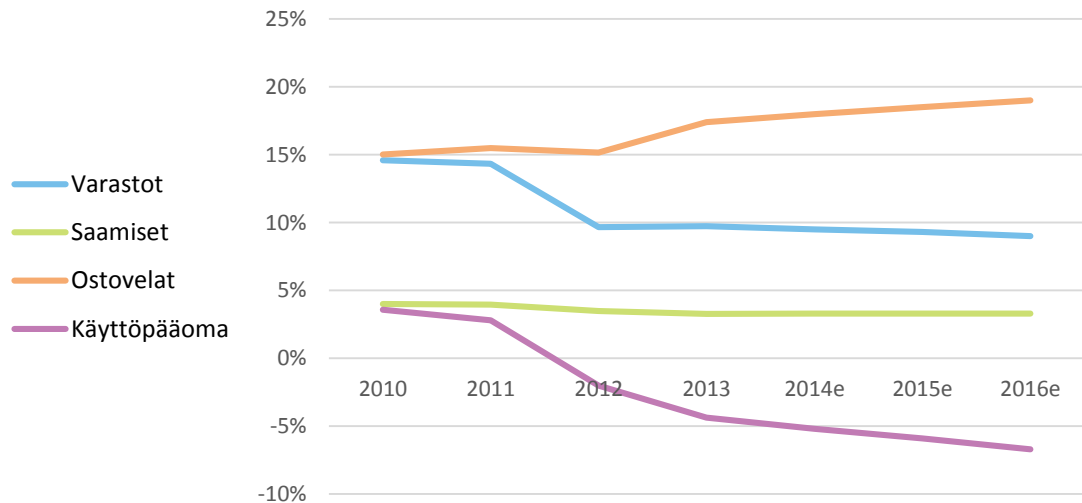
Saamiset olivat puolestaan 7,8 MEUR tai 3,3 % liikevaihdosta vuoden 2013 lopussa ja ne ovat pysyneet vakaana koko yhtiön lähihistorian ajan. Arviomme mukaan saamisissa ei tule tapahtumaan suurempia muutoksia nykyliiketoiminnan puitteissa. Suuremmat muutokset ovat mahdollisia, mikäli

Yhtiön kassatilanne on erittäin vahva ja annin jälkeen sen kassassa on lähes 40 MEUR käteistä

yhtiö päättää laajentaa asiakasrahoitustaan merkittävästi. Tässä tilanteessa käyttöpääoman heikentyminen tarkoittaisi kuitenkin parantuneita liikevoittomarginaaleja.

Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2013 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 22,7 MEUR. Kassatilanne on vahvistunut entistään H1'14 aikana toteutetun osakeannin myötä. Osakeannin positiivinen nettovaikutus yhtiön kassaan oli 17,3 MEUR, mikä näkyy yhtiön taseessa Q2'14 alkaen.

Verkkokauppa.com käyttöpääoman kehitys 2010-2016e



Lähde: Inderes & Verkkokauppa.com

Yhtiön tase on nettovelaton ja käyttöpääoma negatiivinen

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön omapääoma oli vuoden 2013 lopussa 8,1 MEUR, mutta osakeannin myötä se kasvaa noin 25 MEUR:oon.

Käyttöpääoma on saatu painettua negatiiviseksi etenkin ostovelkojen kasvattamisen kautta

Osakeannin jälkeen yhtiön tase on nettovelaton ja Q1 aikana se on maksanut takaisin pääomalainansa. Vastaavien puolelta merkittävien omaisuuserä ovat ostovelat, joiden määrä vuoden 2013 lopussa oli 41,4 MEUR tai 17,5 % liikevaihdosta. Ostovelat ovat kasvaneet selvästi vuoden 2013 aikana ja toisin sanoen yhtiö on saanut parempia maksuehtoja toimittajiltaan. Uskomme, että myös ostovelkojen suhteen yhtiöllä on edelleen paljon kehitettävää, sillä liiketoiminnan kasvava volyyymi ja pörssilistauksen mukanaan tuoma uskottavuus tarjoavat yhtiölle hyvät lähtökohdat parempien maksuaikojen neuvotteluun.

Odotamme käyttöpääoman jatkavan parantumistaan yhtiön liiketoiminnan volyymikasvun kautta

Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2013 lopussa noin 10 MEUR negatiivinen. Uskomme käyttöpääoman parantuvan jatkossa, sillä yhtiö kykenee arviomme mukaan laskemaan sekä varastojen määrää, että kasvattamaan ostovelkojen määrää. Uskomme negatiivisen käyttöpääoman määrän tuplaantuvan seuraavan 3 vuoden aikana noin 20 MEUR:oon.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että negatiivisen käyttöpääoman ansiosta yhtiön kasvu ei sido uutta pääomaa ja

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että negatiivinen käyttöpääoma mahdollistaa sen että Verkkokauppa.comin liiketoiminnan kasvu ei sido uutta

yhtiön asiakkaat sekä tavarantoimittajat itseasiassa rahoittavat kasvun

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 yhtiön pyrkivän pitämään taseensa nettovelattoman myös tulevaisuudessa, sillä velaton tase pienentää yhtiön riskiprofiilia tavarantoimittajien suuntaan

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.

5.3 Taloudelliset tavoitteet

Verkkokauppa.comilla on neljä taloudellista tavoitetta:

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

Yhtiö pyrkii kasvamaan keskipitkällä aikavälillä yli 10 % vuodessa. Mielestämme tavoite on realistinen ja uskomme, että se olisi saavutettavissa pelkästään nykyisen tuotevalikoiman puitteissa

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

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

Yhtiö pyrkii parantamaan käyttökatettaan vuoden 2013 tasosta keskipitkällä aikavälillä. Ennustamme yhtiön kannattavuuden parantuvan merkittävästi ja se paranee kohentuvan myyntimixin ja liiketoiminnan volyymin kasvun myötä

Kannattavuus: 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.

Yhtiö pyrkii säilyttämään yli 25 % omavaraisuusasteen. Uskomme yhtiön pyrkivän pitämään taseensa velattomana ja vahvana myös jatkossa

Tase-asema: 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 viisaana ratkaisuna. Näkemyksemme mukaan velaton ja vahva tase pienentävät yhtiön riskiprofiilia selvästi ja varmistavat taloudellisen liikkumavaran heikommassakin tilanteessa.

Yhtiö investoi valtaosan tuloksestaan kasvuun ja osinkoa jaetaan vasta kasvuinvestointien jälkeen. Tämä on mielestämme viisasta johtuen yhtiön vahvoista kasvunäkymistä

Osinkopolitiikka: Yhtiön mukaan sen liiketoiminnan pääpaino on liiketoiminnan kehittämisessä. Yhtiö arvioi vuosittain edellytyksiä osingonjakoon siten, että mahdollinen voitonjako ei vaaranna yhtiön strategiassa määriteltyä 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.

6 Tulevaisuuden ennusteet

Odotamme Verkkokauppa.comin jatkavan voimakasta kasvuaan myös tulevaisuudessa. Yhtiön keskeiset ajurit ovat:

1) Kaupan siirtyminen verkkoon 2) laajentuminen uusiin tuoteryhmiin 3) markkinaosuuksien voittaminen kulurakenteen turvin

Vuoden 2014 osalta odotamme liikevaihdon kasvun jäävän strategisesta 10 %:n tavoitteesta johtuen Suomen vähittäiskaupan erittäin heikosta tilanteesta

Odotamme yhtiöltä ilmoitusta uusiin tuoteryhmiin laajentumisesta kuluvan vuoden aikana

Myyntikate tulee arviomme mukaan kasvamaan myyntimixin parantumisen johdosta ja tämän myötä myös liikevoitto kasvaa selvästi

Odotamme Verkkokauppa.comin jatkavan ripeää kasvuaan lyhyellä ja pitkällä aikavälillä Suomen vähittäiskaupan heikosta markkinatilanteesta huolimatta. Näkemyksemme mukaan yhtiön kasvun ajureina toimivat ennen kaikkea:

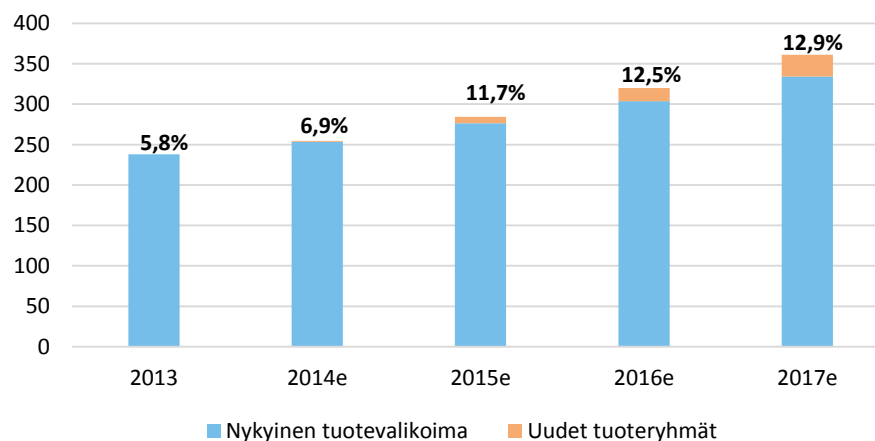
- 1) kaupan siirtyminen verkkoon
- 2) yhtiön laajentuminen uusiin tuoteryhmiin
- 3) yhtiön kustannusrakenne, jonka avulla se kykenee jatkuvasti kasvattamaan markkina-osuuttaan

Näiden tekijöiden ansiosta yhtiö kykenee kasvamaan selvästi markkinaa nopeammin ja voittamaan markkinaosuuksia kodintekniikan perinteisiltä toimijoilta. Vuoden 2014 osalta odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 6,9 %. Liikevaihdon kasvu jää yhtiön strategisesta 10 %:n tavoitteesta, johtuen Suomen erittäin heikosta taloustilanteesta ja laskevasta ostovoimasta. Yhtiön kasvu on kuitenkin selvästi ripeämpää kuin muilla kaupan alan toimijoilla ja Verkkokauppa.com tulee kasvattamaan markkinaosuuttaan niin kodinelektroniikan, kuin koko vähittäiskaupan osalta.

Odotamme yhtiön ilmoittavan kuluvan vuoden aikana laajentumisesta yhteen tai kahteen uuteen tuoteryhmään. Uusiin tuoteryhmiin laajentuminen vie aina aikansa ja arviomme mukaan uuden tuoteryhmän pääseminen täyteen potentiaaliin kestää noin 4-5 vuotta. Näin ollen uusien tuoteryhmien liikevaihtovaikutus on ensimmäisten vuosien osalta vielä melko rajallinen. Koska yhtiön suunnitelmat uusien tuoteryhmien suhteen ovat edelleen hämärän peitossa, olemme ennusteissamme hyvin varovaisia.

Kiinteiden kulujen suhteessa liikevaihtoon odotamme laskevan hieman edellisvuodesta johtuen liiketoiminnan volyymin kasvusta. Myyntikatteen taas ennustamme parantuvan 16,6 %:iin (FY'13: 15,7 %) johtuen parantuneesta myyntimixistä ja liiketoiminnan volyymin kasvun kautta saatavista edullisemmista ostohinnoista. Kertaluontoisista eristä oikaistun liikevoittomarginaalin ennustamme nousevan 3,7 %:iin (FY'13: 2,8 %). Yhtiö kirjaa vuodelta 2014 arviolta 1,9 MEUR kertaluontoisia rahoituskuluja liittyen osakeantiin, mikä heikentää koko vuoden raportoitua tulosta selvästi.

Liikevaihdon ennustettu kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes Oy

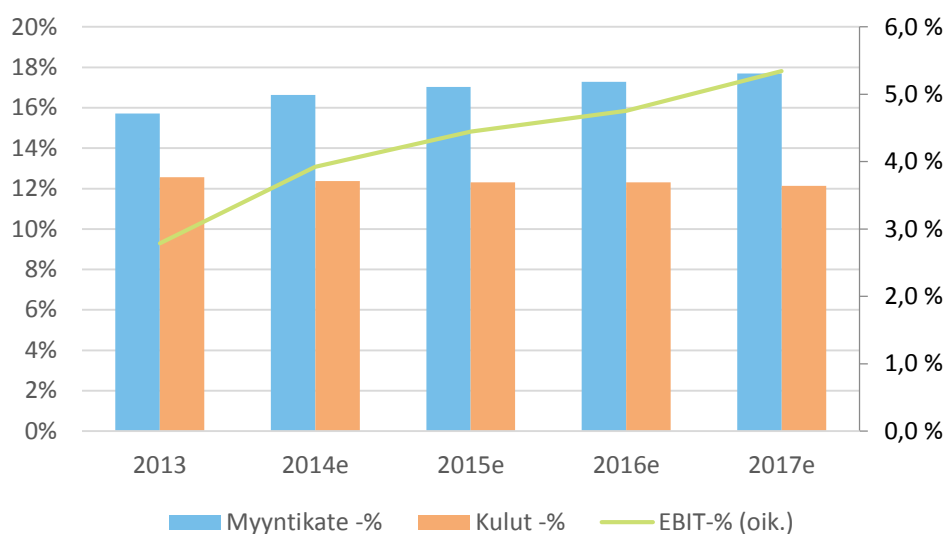
Vuoden 2015 osalta liikevaihdon kasvu kiihtyy, kun Suomen talous elpyy hieman ja uudet tuoteryhmät kasvattavat yhtiön liikevaihtoa

Vuoden 2015 osalta odotamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän, kun Suomen talouden kääntyminen varovaiseen kasvuun piristää yleistä kulutuskysyntää ja yhtiön laajentuminen uusiin tuoteryhmiin tukee yhtiön kasvua. Odotamme liikevaihdon kasvavan 11,7 % 284 MEUR:oon. Vuoden 2015 osalta odotamme myös yhtiön ilmoittavan uusista tuoteryhmälajennuksista.

Liikevoittomarginaali jatkaa parantumistaan myyntikatteen parantumisen myötä

Liikevoittomarginaalin ennustamme parantuvan selvästi 4,3 %:iin. Liikevoittomarginaalin parantumisen taustalla on myyntikatteen parantuminen (FY'15e: 17 %) ja kulujen liikevaihtoa hitaampi kasvu. Myyntikatetta tukee jälleen liiketoiminnan volyymin kasvaminen ja laajentuminen uusiin korkeamman myyntikatteen tuoteryhmiin.

Kannattavuuden kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes Oy

Pitkä aikaväli 2016 alkaen

Vuodesta 2016 eteenpäin odotamme yhtiön jatkavan kasvuaan ja ennustamme kasvun olevan 12-13 %:n tuntumassa

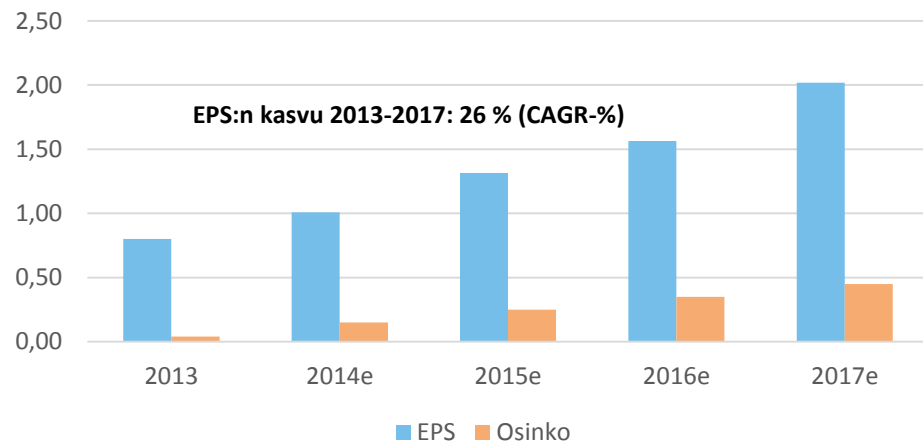
Pidemmällä aikavälillä (2016 eteenpäin) yhtiön kehityskaari pysyy hyvin samanlaisena. Odotamme yhtiön vuotuisen kasvun olevan noin 12-13 %:n tuntumassa. Kasvun ajureina toimivat tuotevalikoiman laajentuminen, vuosien 2014-2015 aikana ilmoitettujen uusien tuoteryhmien voimakas kasvu ja markkinaosuuksien voittaminen kodintekniikan puolella. Uskomme, että yhtiön markkinaosuus tulee kodintekniikassa ylittämään 20 %:n rajapyykin ennen vuosikymmenen loppua. Vastaavasti negatiivisella puolella on Suomen yleinen talouskehitys, jonka ennustetaan olevan vaisua myös pidemmällä aikavälillä rakenteellisten haasteiden takia.

Kannattavuus jatkaa parantumistaan myyntimixin ja liiketoiminnan skaalan kasvaessa

Kannattavuus jatkaa parantumistaan kohoavan myyntikatteen myötä. Myyntikatetta tukevat uusien tuoteryhmien korkeammat katteet ja liiketoiminnan volyymin kasvu, joka parantaa yhtiön ostovoimaa. Myös kulujen odotamme pysyvän hyvin kurissa ja kulut suhteessa liikevaihtoon laskevat ennusteissamme hieman. Uusien tuoteryhmien myyntikatteiden

suhteen olemme ennusteissamme hyvin varovaisia, sillä näkyvyys näihin hankkeisiin on edelleen heikko.

EPS:n ja osingon kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes Oy

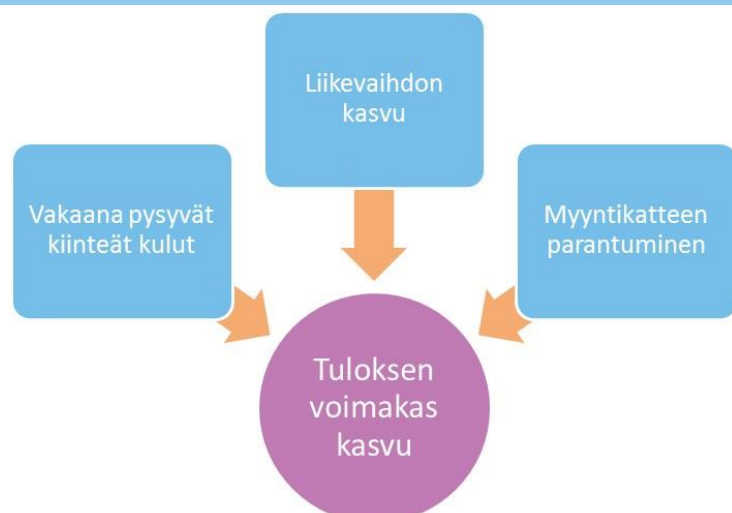
Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.comin tapauksessa liikevaihdon kasvu, vakaana pysyvä kulurakenne ja parantuva myyntikate antavat tulokselle huomattavaa vipua

Odotamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 26 % per vuosi seuraavan 5 vuoden aikana

Kasvavan liikevaihdon ja parantuvan kannattavuuden myötä yhtiön tulos kasvaa voimakkaalla vivulla lähivuosina. Sijoittajien on tärkeää ymmärtää, että liikevaihdon kasvun ja samanaikaisesti parantuvan kannattavuuden myötä syntyvä vipuvaikutus on erittäin voimakas ja Verkkokauppa.comin sijoitustarinan kannalta keskeinen tekijä. Ennustamamme tuloskasvu on erittäin ripeää, sillä vuosien 2013-2017 välillä ennustamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 26 % per vuosi. Osinko tulee niin ikään kasvamaan erittäin voimakkaasti ja odotamme osingonjakosuhteen nousevan hitaasti kohti 30 % tasoa, jonka arvioimme olevan keskipitkällä aikavälillä yhtiölle sopiva taso.

Korostamme, että olemme nykyisissä ennusteissamme uusien tuoteryhmien suhteen erittäin varovaisia sekä liikevaihdon että myyntikatteen suhteen. Uskomme, että uusiin tuoteryhmiin liittyvissä ennusteissamme on selkeitä nousupaineita sekä liikevaihdon, että liikevoiton osalta, kun yhtiö kertoo tarkemmin suunnitelmistaan. Myös asiakasrahoitukseen laajentuminen muuttaisi merkittävästi ennusteitamme, sillä yhtiön tase laajentuisi selvästi ja se mahdollistaisi selvästi nykyistä korkeampien marginaalien ansaitsemisen.

Yhtiön tuloskasvun ajurit



Lähde: Inderes Oy

6.1 Arvostus

Verkkokauppa.comia analysoitaessa sijoittajien on tärkeä suhteuttaa sen arvostus kansainvälisiin verkkokauppapohjaisiin verrokkeihin kotimaisten kivijalkatoimijoiden sijaan

Arviomme mukaan Verkkokauppa.com on arvostettu oikein suhteessa sen lyhyen aikavälin näkymiin

Korkeampi arvostus vaatisi taakseen tulosennusteiden nostoa

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. CDON, 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.

Arviomme mukaan Verkkokauppa.com on lyhyellä tähtäimellä oikein arvostettu nykyisten tulosennusteidemme valossa. Kuluva ja ensi vuoden P/E kertoimet ovat 30x ja 18x, jotka ovat mielestämme yhtiön kannalta käyvät kertoimet varsinkin kun otetaan huomioon Suomen talouden erittäin heikot näkymät. Arviomme mukaan korkeampi arvostus vaatisivat taakseen liikevaihdon ennustettua ripeämpää kasvua ja ennusteiden nostoa. Ennusteiden nosto taas vaatisi mielestämme taakseen yhtiöltä uutta tietoa sen uusista laajentumishankkeista. Näin ollen lyhyellä aikavälillä pidämme osaketta oikein arvostettuna.

Verkkokauppa.comin arvostuskertoimet

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	-	24,0	24,0	24,0	24,0
EV	-	140,7	128,2	113,7	98,6
Markkina-arvo	-	180,3	180,3	180,3	180,3
Oma pääoma/osake	1,50	4,02	5,17	6,50	8,16
EV/Sales	-	0,55	0,45	0,36	0,27
P/Sales	-	0,71	0,63	0,56	0,50
EV/EBITDA	-	12,9	9,5	7,1	4,9
EV/EBIT	-	14,1	10,2	7,5	5,1
P/E	-	30,4	18,4	15,2	11,9
P/B	-	6,0	4,6	3,7	2,9
EPS	0,80	0,79	1,30	1,58	2,01
Osinko per osake	0,04	0,15	0,25	0,35	0,45
Osinkotuotto -%	-	0,63 %	1,04 %	1,46 %	1,88 %
Osingonjako-%	5 %	19 %	19 %	22 %	22 %

Lähde: Inderes Oy

Pitkällä aikavälillä pidämme arvostusta houkuttelevana, sillä voimakas tuloskasvu painaa arvostuksen edulliselle tasolle

Pitkällä aikavälillä pidämme yhtiön arvostusta houkuttelevana. Arvostus laskee nopeasti johtuen ennustamastamme voimakkaasta tuloskasvusta. Yhtiön tulos tulee arviomme mukaan kasvamaan noin 26 % vuodessa seuraavan 5 vuoden aikana ja näin ollen pitkän aikavälin arvostuskertoimet näyttävätkin hyvin houkuttelevilta. Yhtiön liiketoiminnan volyymin kasvaessa ja Suomen markkinatilanteen parantumisen myötä yhtiölle voidaan myös tulevaisuudessa argumentoida nykyistä korkeammat arvostuskertoimet riskiprofiilin pienentymisen kautta.

Yhtiö on kasvuyhtiö ja se heijastuu myös yhtiön osingonjakopoliitiikassa

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. Tämä on mielestämme kuitenkin positiivinen asia, sillä yhtiö kykenee investoimaan pääomat takaisin liiketoimintaansa osakemarkkinoita korkeammalla tuotto-odotuksella.

Vertailuryhmän arvostuskertoimet

	EV/EBITDA		EV/Sales	
	2014e	2015e	2014e	2015e
Yoox Group	22	18	2,10	1,80
CDON.com	30	18	0,56	0,52
Amazon	40	22	1,67	1,31
LDLC.com	10	9	0,43	0,40
LightInTheBox Holding	-	20	0,48	0,36
AO World	53	34	2,20	1,65
ASOS	39	22	2,30	1,90
JD.com	-	-	2,20	1,40
Verkkokauppa.com	13	10	0,55	0,45
MEDIAANI	30	19	1,67	1,31
KESKIARVO	30	19	1,39	1,09

Lähde: Inderes, CapitalIQ

Suhteessa vertailuryhmään Verkkokauppa.com on hinnoiteltu selvällä alennuksella

Suhteessa yhtiön vertailuryhmään Verkkokauppa.com on hinnoiteltu selvällä alennuksella. On kuitenkin tärkeä muistaa, 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 korkeammalla kertoimilla kuin kaupan alan perinteiset toimijat.

Myös DCF-analyysin mukainen arvo on selvästi nykykurssia korkeampi ja kuvastaa mielestämme liiketoiminnan potentiaalia

Myös DCF-analyysimme mukainen arvio kuvastaa yhtiön liiketoiminnan tulevaisuuden potentiaalia. DCF-mallimme mukainen arvo Verkkokauppa.comin osakkeelle on noin 33,50 euroa, eli selvästi nykyistä osakekurssia enemmän. On kuitenkin syytä huomioida, että yli 50 % osakkeen tulevasta kassavirroista ennustetaan syntyvän vuoden 2024 jälkeen.

Malli olettaa yhtiön kannattavuuden parantuvan tasaisesti vuoteen 2017 asti ja stabiloituvan tämän jälkeen. Liikevaihdon kasvun ennustamme pysyvän yli 10 % tasolla vuoteen 2018 asti, jonka jälkeen kasvu hidastuu. Ikuisuusoletuksena olemme käyttäneet 3,5 % liikevaihdon kasvua ja 4 % liikevoittomarginaalia. Käyttämämme diskonttauskorko on 9,8 %. Diskonttauskorko on melko korkea, sillä yhtiö rahoitetaan täysin omalla pääomalla ja näin ollen sen rahoitusrakenne ei hyödynnä velkavipua. Tarkempi DCF-analyysi löytyy liitteistä sivulta 40.

7 Merkittävimmät riskit

Yhtiön keskeiset riskit ovat mielestämme:

Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin osakkeeseen liittyy useita merkittäviä riskejä. Yhtiötä arvioitaessa sijoittajien on mielestämme syytä kiinnittää huomiota ainakin seuraaviin asioihin:

1) Riippuvuus toimitusjohtajasta

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 yrittäjähenkinen kulttuuri on myös voimakkaasti sidoksissa häneen. Johtuen Seppälän merkittävästä omistussuudesta (49,9 %), emme pidä hänen lähtöä yhtiöstä realistisena skenaariona ja näin ollen riski on kokonaisuutena verrattain pieni.

2) Suomen heikot talousnäkymät

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.

3) Uusien kilpailijoiden tuleminen markkinoille

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.

4) Yhtiön brändin kantavuus uusille tuote-alueille

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 tuotetarjontaansa kodinelektroniikan ulkopuolella ja brändi on kantanut näille tuote-alueille hyvin (esim. musiikki-instrumentit).

5) Liiketoiminnan painottuminen vuoden viimeiselle neljännekselle

Liiketoiminnan kausivaihtelu: Verkkokauppa.comin tuloksenteko nojaa vahvasti vuoden viimeisen kvartaaliin ja joulumyyntiin. Tämä asettaa merkittäviä paineita yhtiön liiketoiminnalle mm. varastohallinnan ja ostojen osalta. Joulusesongissa epäonnistuminen heikentäisi merkittävästi yhtiön sen vuoden tulosta ja vastaavasti kasvattaisi varastoja, mikä puolestaan lisää alaskirjausriskiä.

6) Oikeudenkäynti Teostoa vastaan, missä yhtiö voidaan tuomiota korkeintaan 3,5 MEUR korvauksiin ja korkoihin

Oikeudenkäynti Teostoa vastaan: Verkkokauppa.comilla on tällä hetkellä menossa oikeudenkäynti Teosto Ry:tä vastaan. Teoston vaatima korvaussumma on kokonaisuudessaan 3,5 MEUR + korot. Vuoden 2014 alussa summa oli kokonaisuudessaan 4,1 MEUR. Tapaus on tällä hetkellä korkeimmassa oikeudessa ja odotamme päätöksen syntyvän vuoden 2014 loppuun mennessä. Käräjäoikeus hylkäsi vuonna 2010 Teoston vaatimukset,

mutta hovioikeus kumosi vuonna 2013 käräjäoikeuden päätöksen. Näin ollen korkeimman oikeuden päätöstä on mielestämme täysin mahdoton ennakoida. Sijoittajien kannalta tärkeää on se, että korvaussumma ei enää voi nousta nykyisestä ja se, että korvaussumma on verrattain pieni, ettei sen mahdollisella maksamisella ole vaikutusta Verkkokauppa.comin rahoitusasemaan.

Liitteet

KVARTAALILUVUT

MEUR	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2013	2014Q1	2014Q2e	2014Q3e	2014Q4e	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	57	49	57	75	238	61	52	61	81	254	284	320
Käyttökate	2	0	2	4	8	2	1	3	5	11	13	16
Käyttökate (%)	2.7	0.7	2.9	5.3	3.2	3.9	2.0	4.5	5.9	4.3	4.7	5.0
Liikevoitto (EBIT)	1	0	1	4	7	2	1	3	5	10	13	15
Liikevoitto (%)	2.3	0.3	2.5	5.0	2.8	3.5	1.6	4.2	5.6	3.9	4.4	4.8
Nettorahoituskulut	0	0	0	0	-1	0	-2	0	0	-3	0	0
Voitto ennen veroja	1	0	1	3	5	2	-1	2	4	7	12	15
Verot	0	0	0	-1	-1	0	0	0	-1	-2	-2	-3
Veroaste (%)	26.4	-60.7	30.4	22.0	25.6	22.0	20.0	20.0	20.0	20.4	20.0	20.0
Nettotulos	1	0	1	3	4	1	-1	2	4	6	10	12
Osakekohtainen tulos (EPS)	0.16	-0.02	0.15	0.51	0.80	0.17	-0.11	0.25	0.47	0.79	1.30	1.58
EPS oikaistu (dilutoitu osakemäärä)	0.16	-0.02	0.15	0.51	0.80	0.17	-0.11	0.25	0.47	0.79	1.30	1.58
Osinko per osake	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.25	0.35
LIKEVAIHTO, MEUR												
Verkkokauppa.com	57	49	57	75	238	61	52	61	81	254	284	320
Yhteensä	57	49	57	75	238	61	52	61	81	254	284	320
LIKEVAIHDON KASVU, V/V %												
Verkkokauppa.com	0.0	0.0	0.0	-66.6	5.8	6.1	6.0	6.5	8.3	6.9	11.7	12.5
Yhteensä	0.0	0.0	0.0	-66.6	5.8	6.1	6.0	6.5	8.3	6.9	11.7	12.5
LIKEVOITTO, MEUR												
Verkkokauppa.com	1	0	1	4	7	2	1	3	5	10	13	15
Yhteensä	1	0	1	4	7	2	1	3	5	10	13	15
LIKEVOITTOMARGINAALI, %												
Verkkokauppa.com	2.3	0.3	2.5	5.0	2.8	3.5	1.6	4.2	5.6	3.9	4.4	4.8
Yhteensä	2.3	0.3	2.5	5.0	2.8	3.5	1.6	4.2	5.6	3.9	4.4	4.8

TULOSLASKELMA, MEUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	0	173	192	225	238	254	284	320
<i>Liikevaihdon kasvu (%)</i>	<i>0.0</i>	<i>0.0</i>	<i>10.7</i>	<i>17.4</i>	<i>5.8</i>	<i>6.9</i>	<i>11.7</i>	<i>12.5</i>
Kulut	0	-171	-190	-224	-230	-244	-271	-304
Raportoitu käyttökate	0	2	2	1	8	11	13	16
Kertaluontoiset erät käyttökatteessa	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Käyttökate (%)</i>	<i>0.0</i>	<i>1.4</i>	<i>0.9</i>	<i>0.4</i>	<i>3.2</i>	<i>4.3</i>	<i>4.7</i>	<i>5.0</i>
Poistot	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITA	0	2	1	0	7	10	13	15
Liikearvon alaskirjaukset / arvonalennukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Raportoitu liikevoitto	0	2	1	0	7	10	13	15
<i>Liikevoitto (%)</i>	<i>0.0</i>	<i>0.9</i>	<i>0.4</i>	<i>0.0</i>	<i>2.8</i>	<i>3.9</i>	<i>4.4</i>	<i>4.8</i>
Nettorahoituskulut	0	-1	-1	-1	-1	-3	0	0
Voitto ennen veroja	0	1	0	-1	5	7	12	15
Kertaluontoiset erät	0	0	0	0	0	0	0	0
Verot	0	0	0	0	-1	-2	-2	-3
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	0	1	0	-1	4	6	10	12
TASE, MEUR								
Vastaavaa								
Kiinteä omaisuus	0	3	3	4	3	3	3	4
Liikearvo	0	0	0	0	0	0	0	0
Varastot	0	25	27	22	23	24	26	29
Saatavat	0	7	8	8	8	8	9	11
Likvidit varat / käteinen	0	2	3	14	23	41	53	67
Taseen loppusumma	0	38	42	47	57	77	92	110
Vastattavaa								
Oma pääoma	0	4	4	4	8	30	39	49
Siirretyt verovelat	0	0	0	0	0	0	0	0
Korollinen velka	0	7	8	10	7	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	26	30	34	41	46	53	61
Muut korottomat velat	0	0	0	0	0	0	0	0
Yhteensä vastattavaa	0	38	42	47	57	77	92	110
KASSAVIRTA, MEUR								
+ EBITDA	0	2	2	1	8	11	13	16
- Nettorahoituserät	0	-1	-1	-1	-1	-3	0	0
- Verot	0	0	0	0	-1	-2	-2	-3
- Käyttöpääoman muutos	0	-6	1	10	6	3	4	5
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0
= Liiketoiminnan kassavirta	0	-5	2	10	11	10	14	17
- Investoinnit	0	-4	-1	-1	0	-1	-1	-1
- Yrityssotot	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Yritysmyyntit	0	0	0	0	0	0	0	0
= Vapaa kassavirta	0	-9	1	9	11	9	13	16
+/- Korollisten velkojen muutos	0	7	0	2	-2	-7	0	0
+/- Annit / omien osakkeiden ostot	0	4	0	0	0	17	0	0
- Maksetut osingot	0	0	0	0	0	0	-1	-2
+/- Lainasaatavien muutos	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassavarojen muutos	0	2	1	11	9	18	12	14

AVAINLUVUT	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Markkina-arvo	0	0	0	0	180	180	180
Nettovelka (korollinen)	5	4	-4	-16	-41	-53	-67
Yritysarvo	5	4	-4	-16	141	128	114
Liikevaihto	173	192	225	238	254	284	320
Käyttökate	2	2	1	8	11	13	16
Liikevoitto	2	1	0	7	10	13	15
Voitto ennen veroja	1	0	-1	5	7	12	15
Nettotulos	1	0	-1	4	6	10	12
Substanssiarvo	4	4	3	8	30	39	49
ARVOSTUSKERTOIMET							
Yritysarvo (EV) / Liikevaihto	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.6	0.5	0.4
EV / Käyttökate	2.0	2.6	-4.7	-2.1	12.9	9.5	7.1
EV / EBITA	3.1	5.6	-164.4	-2.3	14.1	10.2	7.5
EV / Liikevoitto	3.1	5.6	-164.4	-2.3	14.1	10.2	7.5
EV / Operatiivinen kassavirta	-1.2	1.8	-0.4	-1.3	12.1	8.9	6.5
EV / Vapaa kassavirta	3.2	5.7	-16.8	-3.1	20.6	12.1	9.0
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	30.4	18.4	15.2
P/E (oikaistu kertaeristä)	0.0	0.0	0.0	0.0	30.4	18.4	15.2
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	4.6	3.7
P/S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.6	0.6
P/Kassavirta	0.0	0.0	0.0	0.0	15.5	12.5	10.3
Tavoitehinnalla EV/EBIT	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.1	-4.2	-4.4
Tavoitehinnalla P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tavoitehinnalla P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
OSAKEKOHTAISET LUVUT							
Osakkeiden lukumäärä	5 255	5 255	5 255	5 255	7 511	7 511	7 511
Osakemäärä (dilutoitu)	5 255	5 255	5 255	5 255	7 511	7 511	7 511
Osakekohtainen tulos (EPS)	0.11	-0.06	-0.12	0.80	0.79	1.30	1.58
EPS (oikaistu)	0.11	-0.06	-0.12	0.80	0.79	1.30	1.58
Kassavirtapohjainen EPS	0.29	0.15	0.05	0.94	0.91	1.41	1.68
Operatiivinen kassavirta / osake	-0.77	0.48	2.06	2.23	1.55	1.92	2.34
Sijoitettu pääoma / osake	1.78	1.66	-0.11	-1.42	-1.38	-1.85	-2.43
Substanssiarvo / osake	0.83	0.75	0.65	1.50	4.02	5.17	6.50
Substanssi ilman liikearvoa	0.83	0.75	0.65	1.50	4.02	5.17	6.50
Osinko / osake	0.00	0.02	0.02	0.04	0.15	0.25	0.35
Osinko / tulos, %	0.0	-32.8	-16.6	5.0	19.0	19.2	22.2
Osinkotuotto, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.0	1.5
PÄÄOMATEHOKKUUS							
Oman pääoman tuotto (ROE), %	0.0	-7.7	-17.2	74.5	31.2	28.4	27.0
Sitoutuneen pääoman tuotto (ROCE), %	26.9	6.7	0.2	46.6	43.8	36.4	34.6
TALOUDELLISET TUNNUSLUVUT							
Investoinnit / Liikevaihto, %	2.3	0.6	0.7	0.1	0.3	0.3	0.3
Investoinnit / Poistot ilman liikearvoa, %	482.3	122.7	164.9	37.7	88.9	100.4	136.6
Nettovelka / Käyttökate	2.0	2.6	-4.7	-2.1	-3.7	-3.9	-4.2
Velka / Oma pääoma	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Omavaraisuusaste	11.9	10.3	7.9	14.1	39.7	42.4	44.5
Nettovelkaantumisaste (Gearing-%)	1.1	1.0	-1.2	-1.9	-1.3	-1.4	-1.4
Työntekijöiden lukumäärä (keskiarvo)	0	354	405	411	460	495	550
Liikevaihto / työntekijä, EUR	0	541 234	555 217	579 105	553 067	574 270	581 618
Liikevoitto / työntekijä, EUR	0	2 227	65	16 156	21 708	25 518	27 661

VALUAATIO		NORMAALI SKENAARIO		TAUSTAOLETUKSET		WACC	
Nykyinen osakekurssi	24.00	Kassavirran nykyarvo	105	Pitkän ajan kasvu, %	3.5	Riskitön korko, %	4.50
DCF-arvo	32.09	Terminaaliarvo	121	WACC, %	9.8	Riskipreemio, %	4.8
Nousupotentiaali, %	33.7	Vähemmistöosuudet	-1	Spread, %	0.5	Velan riskipreemio, %	0.5
Maksimi arvo	34.6	Mark.eht. sijoitukset	23	Minimi WACC, %	9.3	Equity beta	0.90
Minimi arvo	30.0	Velka - Osingot	-7	Maksimi WACC, %	10.3	Tavoiteltu velka-aste, %	0
Terminaaliarvo, %	53.5	Osakkeen arvo	241	Osakemäärä (milj.)	7.5	Efekt. veroaste, %	20

DCF-VALUAATIO, MEUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminaali
Liikevaihto	238	254	284	320	361	397	437	476	515	540	559	579
Liikevaihdon kasvu, %	5.8	6.9	11.7	12.5	12.9	10.0	10.0	9.0	8.0	5.0	3.5	3.5
Liikevoitto (EBIT)	7	10	13	15	19	20	22	24	26	22	22	23
Liikevoitto-%	2.8	3.9	4.4	4.8	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	4.0	4.0
+ Poistot + arvonalennukset	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
- Tuloverot	-2	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-5	-5	-4	-4	
- Käyttöpääoman muutos	6	3	4	5	3	4	3	3	3	2	1	
NWC / Liikevaihto, %	-4.4	-5.2	-5.9	-6.7	-6.7	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2	
+ Muutos muissa vastaavissa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investoinnit	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2
Investoinnit / Liikevaihto, %	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
- Muut erät	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Vapaa kassavirta (FCF)	12	11	14	17	18	20	20	22	23	19	19	306
= Diskontattu FCF (DFCF)		10	12	13	13	13	12	12	11	9	8	125
= DFCF min WACC		10	12	13	13	13	12	12	12	9	8	142
= DFCF max WACC		10	12	13	13	13	12	11	11	8	7	111

YRITYSKUVAUS:

Suomen tunnetuin ja vierailluin verkossa toimiva suomalainen vähittäiskauppa, Verkkokauppa.com, tarjoaa yli 48 000 tuotetta ja yli 70 000 tuotearviotietoa 22 eri päätuotealueelta todennäköisesti aina halvemmalla.

Yhtiö toimittaa tuotteitaan asiakkailleen kolmen jättimymälän ja yli 2500 noutopisteen kautta, sekä myös kotiinkuljetettuna ja asennettuna. Yhtiön toimintahistoria ulottuu vuoteen 1992 ja sillä on yli 400 työntekijää kolmessa toimipisteessä.

Verkkokauppa.comin pyrkii olemaan liiketoiminnassaan mahdollisimman avoin, läpinäkyvä ja myös markkinajohtaja. Yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä vuosittain keskimäärin 10 % kasvua, parempaa käyttökatetta sekä vähintään 25 % omavaraisuusastetta. Yhtiö pyrkii jatkuvasti tutkimaan mahdollisuuksia tuoda uusia tuotteita ja tuotealueita myyntiin edullisin hinnoin.

OMISTUSRAKENNE	SHARES	MEUR	%
Samuli Seppälä	3 747 965	89.951	49.9%
Rite Ventures Finland Ab	769 121	18.459	10.2%
Ilmarinen	465 679	11.176	6.2%
Varma	247 861	5.949	3.3%
OP-Delta	180 263	4.326	2.4%
Ville Skogberg	105 153	2.524	1.4%
Seb Finlandia	97 642	2.343	1.3%
Fondita Equity Spice	90 131	2.163	1.2%
OP-Suomi pienyhtiöt	82 620	1.983	1.1%
Hartwall Capital Oy	82 620	1.983	1.1%
10 suurinta	5 869 058	140.857	78%
Jäljelle jäävät	1 641 894	39.405	22%
Yhteensä	7 510 952	180.263	100%

RAPORTOINTI AJANKOHDAT

August 08, 2014

Q2 report

October 24, 2014

Q3 report

February 13, 2015

FY 2014 Results

MUUT TAPAHTUMAT

February 20, 2015

AGM

YRITYKSEN JOHTO / KONTAKTIT

CEO: Samuli Seppälä

Tyynenmerenkatu 11 00220 Helsinki

CFO: Jussi Tallgren

Tel: 0103 095 555

IR: Samuli Seppälä

SUOSITUSHISTORIA, VIIMEISET 12 KUUKAUTTA

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehintaa	Osakekurssi
18.6.2014	Vähennä	24,0	24,0

Vastuuvapauslauseke

Disclaimer

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonnäytymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kuukauden 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 laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>



Inderes Oy
Melkonkatu 22 B
00210 Helsinki, Suomi
Puhelin: +358 10 219 4690
etunimi.sukunimi@inderes.com
www.inderes.fi



Research never sleeps

twitter.com/indres