

Silmäasema

Seurannan aloitus

9/2019

Ostotarjous luo erikoistilanteen

Aloitamme Silmäseman seurannan vähennä-suosituksella ja 6,2 euron tavoitehinnalla. Yhtiölle määrittämämme käypä arvo itsenäisenä yhtiönä on 5,6 euroa. Tilanne on tällä hetkellä poikkeuksellinen, sillä Silmäsema on käynnissä julkinen ostotarjous (6,0 euroa/osake), joka rajaa osakkeen lyhyen aikavälin laskuvaraa. Spekulaatiivisen elementin tarjoaa Coronarian mahdollinen ostotarjouksen korotus Silmäseman hankinnasta saataviin korkeisiin synergioihin perustuen.

Suomen johtava näkemisen ja silmäterveyden ketju

Silmäsema on Suomen johtava näkemisen ja silmäterveyden ketju, joka tarjoaa kaikki näkemisen ja silmäterveyden palvelut maanlaajuisen myymälä- ja silmäsaarialaverkoston sekä verkkokaupan kautta. Silmäsema on Suomen optisen vähittäiskaupan toiseksi suurin toimija (28 %:n markkinaosuudella) ja markkinajohtaja yksityisen sektorin taittovirhe- ja kaihihoikauksissa (48 %:n ja 50 %:n markkinaosuuksilla). Erityisesti optinen vähittäiskauppa on luonteeltaan defensiivinen ja alan kasvunäkymiä tukevat myös pitkän aikavälin rakenteelliset trendit, kuten väestön vanheneminen ja kasvanut kiinnostus omaa terveyttä kohtaan.

Voimakkaan verkoston kasvuvaiheen jälkeen yhtiön kannattavuudella on eväät parantua selvästi

Optinen vähittäiskauppa muodostaa Silmäseman liikevaihdosta 72 % (2018: 88 MEUR) ja Silmäklinikat 28 % (2018: 35 MEUR). Asiakassyöttö myymälöistä silmäklinikoille luo segmenttien välille myynnillisiä synergioita. Silmäsema on viime vuosina keskittynyt valtakunnallisen toimipisteverkoston kasvattamiseen. Optisen kaupan liikevaihto onkin kasvanut selvästi markkinan kasvua nopeammin, mutta myös kiinteät kustannukset ovat nousseet. Silmäklินิกoiden myynti ja kannattavuus ovat puolestaan viime vuosina kärsineet kilpailun kiristymisestä. Uuden johdon ja strategian myötä yhtiön fokus on keskittynyt myynnin kasvattamiseen mm. henkilöstön myynnillisyyttä vahvistamalla sekä mm. asiakasdataa sekä uusia myyntikanavia ja -konsepteja hyödyntämällä ja kehittämällä. Johdon fokus on siirtynyt myös aiempaa enemmän kannattavuuden parantamiseen, mikä on tarkoittanut mm. toimipisteverkoston optimointia ja kustannusten tehostamista.

Kannattavuus parantuu tasaisesti lähivuosina

Silmäseman tuotteiden ja palveluiden korkeista myyntikatteista (~56 %) johtuen kulurakenne skaalautuu tehokkaasti, jos lisämyyntiä saadaan 2019 alkuvuoden tapaan aikaan ilman kiinteiden kustannusten nousua. Odotamme Silmäseman liikevaihdon kasvavan keskimäärin 2 % vuosina 2019-2020 optisen kaupan vetämänä ja kasvun nousevan 3 %:iin, kun Silmäklinikat-segmentin liikevaihdon laskeva trendi saadaan käännettyä. Yhtiön kannattavuus parantuu ennusteissamme lähivuosina tasaisesti ja odotamme käyttökatte-%:n nousevan 19,3 %:iin vuoteen 2022 mennessä (2018: 15,5 % sis. IFRS-16). Ennustamme ovat strategiakauden 2020-2022 tavoitteiden alapuolella, jotka ovat 1) markkinakasvua nopeampi liikevaihdon kasvu ja 2) yli 20 %:n käyttökatetaso.

Silmäseman arvo on Coronarialle paljon suurempi kuin mitä Silmäsema on itsenäisenä yhtiönä

Silmäseman P/E-kertoimet 2019e 22x ja 2020 18x ovat koholla, vaikka ennustamamme voimakas tulosparannus 2018-2021 (18 % CAGR) tukeekin yhtiölle hyväksyttäviä kertoimia. DCF-laskelmamme arvo (5,6 euroa/osake) kuvaa mielestämme parhaiten Silmäseman käypää arvoa itsenäisenä yhtiönä. Ostotarjouksen tehneelle Coronarialle Silmäseman arvo on laskelmiemme mukaan huomattavasti korkeampi (7,2 euroa/osake) johtuen yhdistymisessä saavutettavista selkeistä kustannussynergioista. Ostotarjous rajaa osakkeen lyhyen aikavälin laskuvaraa, mutta samalla nousuvara nojaa tällä hetkellä spekulatiiviseen oletukseen siitä, että Coronaria korottaa tarjoustaan. Aloitamme seurannan vähennä-suosituksella, sillä positiivinen suositus nykytilanteessa nojaisi puhtaasti ostotarjouksella spekulointiin eikä yhtiön käypään arvoon itsenäisenä yhtiönä, minkä takia tuotto/riski-suhde jää ohueksi.

Analytikot



Olli Vilppo
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: -



6,2 EUR

Edellinen: -

Osakekurssi: 6,0 EUR

Potentiaali: 3,3 %

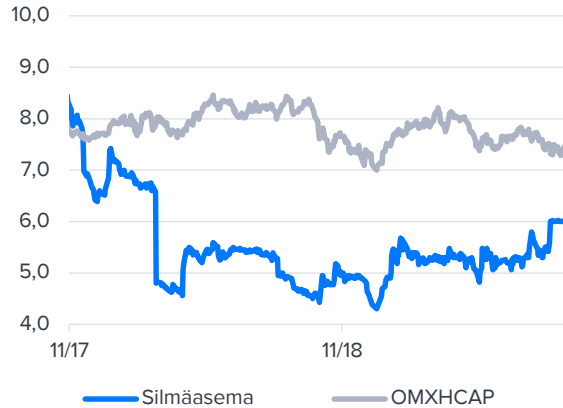
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	123	126	128	132
kasvu-%	4 %	2 %	2 %	3 %
EBIT (oik.)	5,8	7,4	8,8	10,5
EBIT-% (oik.)	4,8 %	5,9 %	6,8 %	8,0 %
Nettotulos	3,3	3,9	4,8	6,2
EPS (oik.)	0,25	0,27	0,34	0,44

P/E (oik.)	17,2	22,1	17,8	13,7
P/B	1,5	1,9	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	2,3 %	2,2 %	2,8 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	15,4	18,4	15,2	12,3
EV/EBITDA	7,8	6,5	5,9	5,3
EV/Liikevaihto	0,7	1,1	1,0	1,0

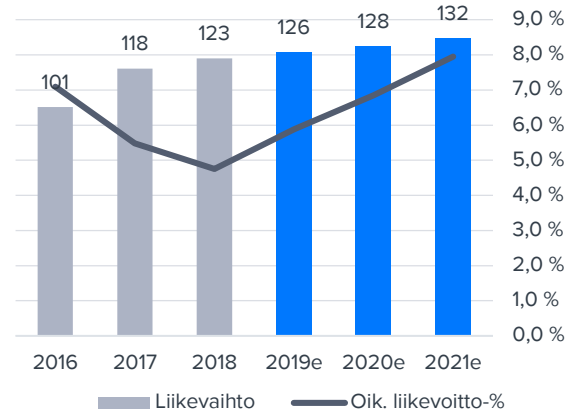
Lähde: Inderes

Osakekurssi



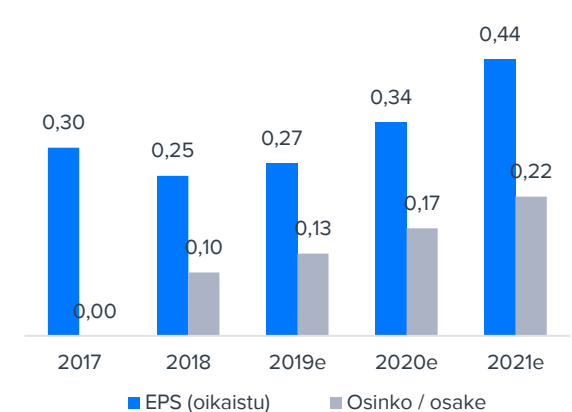
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

85

MEUR

EV

136

MEUR

EV/EBITDA

6,5

2019e

P/E (oik.)

22,1

2019e



Arvoajurit

- Myynnin kasvaessa kiinteä kulurakenne skaalautuu nopeasti
- Vanheneva väestö ja kasvanut kiinnostus omaa terveyttä kohtaan tukevat markkinan kasvua
- Asiakasvirtojen kasvattaminen optisen vähittäiskaupan ja silmäklinikoiden välillä
- Uuden strategian onnistunut implementointi
- Toiminnan tehostaminen nykyisen kuluohjelman puitteissa



Riskitekijät

- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Neuvotteluaseman heikkeneminen tavarantoimittajiin
- IT-järjestelmä uudistuksessa epäonnistuminen
- Asiantuntijaorganisaation kulttuurin muuttaminen myyntihenkilömpöön suuntaan voi epäonnistua
- Kuluttajaluottamuksen heikentyminen



Arvostus

- Yhtiön vuoden 2019e tulospohjaiset kertoimet ovat koholla
- Ennustamamme voimakas tulosparannus tukee kuitenkin hyväksyttävää kertoimia
- Negatiivisesta käyttö pääomasta johtuen DCF-mallimme antama 5,6 euroa kertoo mielestämme parhaiten yhtiön käyvästä arvosta.
- Arvostuskertoimet ovat pitkälti linjassa verrokkiryhmän kertoimiin

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Liiketoimintamalli	7-10
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	11-12
Toimiala	13-16
Taloudellinen kehitys	17-21
Sijoitusprofiili	22
Ennusteet	23-28
Arvonmääritys	29-35
Taulukot	36-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38-40

Silmäasema lyhyesti

Silmäasema on Suomen johtava näkemisen ja silmäterveyden ketju, joka tarjoaa kaikki näkemisen ja silmäterveyden tuotteet ja palvelut maanlaajuisen myymälä- ja silmäsaarialaverkoston sekä verkkokaupan kautta.

1975

Ensimmäinen myymälä avattiin

2017

Listautuminen

122,9 MEUR (+4 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

28 %

Markkinaosuus optisessa vähittäiskaupassa 2018

11,8 MEUR

Käyttökate (oik.) 2018

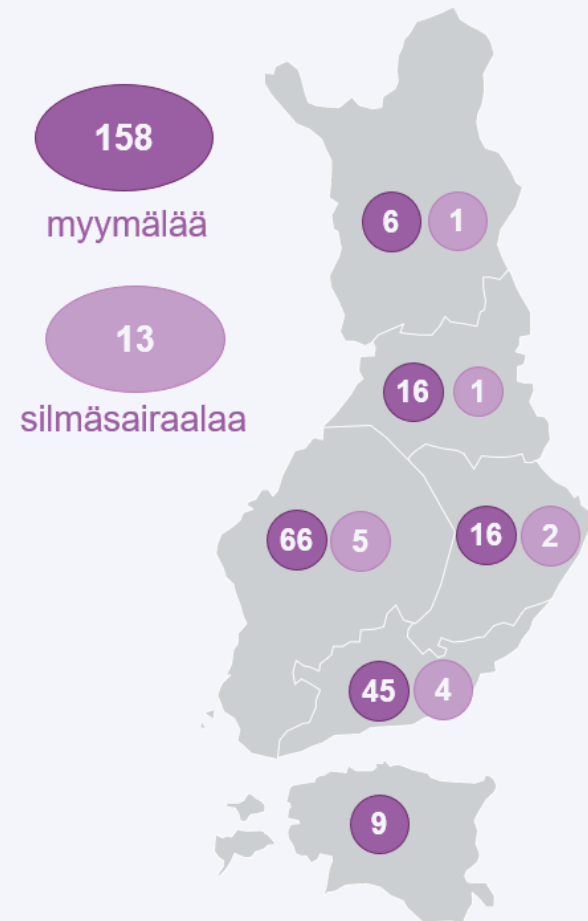
5,8 MEUR

Liikevoitto (oik.) 2018

1003

Henkilöstö 2018 lopussa

Silmäaseman myymälä- ja sairaalaverkosto kesäkuun 2019 lopussa



Yhtiökuvaus

Suomen johtava näkemisen ja silmäterveyden ketju

Silmäasema on Suomen johtava näkemisen ja silmäterveyden ketju. Yhtiö tarjoaa kaikki näkemisen ja silmäterveyden tuotteet ja palvelut maanlaajuisen myymälä- ja silmäsaarialaverkoston sekä verkkokaupan kautta.

Historia

Silmäaseman historia ulottuu aina vuoteen 1975, jolloin ensimmäinen Silmäasema-myymäälä perustettiin Kuopioon. Yhtiön liikeidea perustui asiakaslähtöiseen palveluun, optikkojen ja silmälääkäreiden yhteistyöhön ja kattavien näönhuollon palveluiden keskittämiseen saman katon alle.

Kuopion myymälän ylösajon jälkeen toimintaa laajennettiin systemaattisesti uusiin kaupunkeihin. Silmäasema teki vuosien varrella läheistä yhteistyötä alan itsenäisten yrittäjien kanssa. Yhtiö laajeni Silmäasema-ketjuksi vuonna 1991 ja sen yhteydessä ketjuyrittäjien omistamat myymälät liitettiin entistä tiiviimmin Silmäasema-brändin alle. Yhtiö jatkoi myymäläverkostonsa määrätietoista laajentamista yritysostoilla ja uusilla myymäläavauksilla.

Yksityiset silmäsaarialat yleistivät Suomessa 2000-luvun alussa, sillä julkisen sektorin resurssit eivät riittäneet tarjoamaan palveluita kohtuullisessa aikataulussa. Silmäasema päätti laajentaa palvelutarjontansa silmäkirurgiaan vuonna 2010 hankkimalla 3 silmäsaariaalaa.

Yhtiö uudisti strategiaansa ja hallintoaan huomattavasti vuosina 2010-2013, jonka seurauksena myymälöiden ja silmäsaarialoiden palvelukonseptit uudistettiin. Yhtiön uuden kasvustrategian fokuksessa olivat muun muassa tehokkuuden parantaminen siirtymällä kahdesta liiketoiminta-alueesta yhteen organisaatioon,

verkoston nopea kasvattaminen sekä optisen kaupan hinnoittelun, valikoiman ja markkinoinnin uudistaminen sekä digitalisaation tarjoamien mahdollisuuksien entistä parempi hyödyntäminen.

Vuonna 2014 Silmäaseman omistajarakenne muuttui merkittävästi, kun pääomasijoittaja Intera Equity Partnersin rahasto hankki enemmistöosuuden yhtiöstä. Yritysjärjestelyn myötä yhtiön silloisesta johdosta tuli yhtiön merkittävä vähemmistöomistaja. Silmäasema jatkoi uuden pääomistajan alaisuudessa kasvustrategian toteuttamista avaamalla silmäsaarialaan Jyväskylään vuonna 2014 ja kasvattamalla myymäläverkostoaan 21 myymälällä vuosina 2014-2015.

Silmäasema laajensi myymälä- ja silmäsaarialaverkostoaan vuonna 2016 14 uudella myymälällä ja 7 yritysostolla. Yhtiö investoi myös digitaalisiin ratkaisuihin ja avasi oman verkkokauppansa. Vuonna 2017 Silmäasema-ketju kasvoi 19 liikkeellä ja toiminta laajeni Viroon Tallinna Optika-ketju-yritysostolla.

Listautuminen 2017

Silmäasema listautui Helsingin pörssiin vuoden 2017 kesäkuussa 6,90 euron osakekohtaisella hinnalla. Listautumisanti koostui sekä osakeannista että vanhojen omistajien osakemyynnistä. Listautumisanti ylimerkittiin moninkertaisesti ja yhtiö keräsi annilla noin 35 MEUR:n bruttovarat. Silmäaseman osakkeenomistajien määrä oli listautumisannin jälkeen 5 500. Yhtiön osakekurssi on laskenut listautumisen jälkeen ja nykyisellä 6,00 euron kurssilla Silmäaseman markkina-arvo on noin 85 MEUR.

Silmäaseman suurimmaksi omistajaksi on noussut suomalainen terveydenhuoltoalan yritys Coronaria Oy. Coronarian omistusosuus nousi Silmäasemassa viime

lokakuussa 20,0 %:iin ja tämän vuoden elokuussa 33,2 %:iin. Omistusosuuden nousu yli 30 % rajan synnytti Coronarialle Arvopaperimarkkinalain mukaisen velvollisuuden tehdä pakollinen julkinen ostotarjous Silmäaseman kaikista osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista. Coronaria tarjosi ostotarjouksessa 6,00 euron käteisvastikkeen, joka vastasi noin 7,5 % preemiota tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän päivän päätöskurssiin nähden.

Ostotarjous on voimassa 5.-26.9.2019 ja tarjouksentekijä on varannut itselleen oikeuden pidentää tarjousaikaa. Kyseessä on käsityksemme mukaan vihamielinen ostotarjous eli Silmäaseman suurimpien omistajien tai hallituksen kanssa ei ostotarjouksesta ole keskusteltu etukäteen. Silmäaseman hallitus tiedotti myös 11.9.2019, että se on yksimielisesti päättänyt olla suosittelematta ostotarjouksen hyväksymistä.

Coronaria omistaa entuudestaan silmäkirurgian markkinakakkosesta Medilaserista enemmistön ja Silmäaseman yritysosto olisi sille strategisesti järkevä. Silmäaseman silmäklinikoiden ja optisen kaupan kokonaisuuden yhdistäminen Medilaseriin tarjoaisi Coronarialle arviomme mukaan sekä selviä myynnillisiä että kustannussäästöihin pohjautuvia synergioita.

Silmäaseman toiseksi suurin osakkeenomistaja on 16,7 % omistusosuudella pääomasijoittaja Intera Equity Partnersin rahasto. Yhtiön kolmanneksi suurin osakkeenomistaja on työeläkeyhtiö Varma (4,6 % osakkeista) ja neljänneksi suurin työeläkeyhtiö Ilmarinen (4,6 % osakkeista).

Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut tammikuusta lähtien Jussi Salminen. Silmäaseman talousjohtajana on toiminut puolestaan toukokuusta lähtien Sari Nordblad.

Liiketoimintamalli 1/2

Kaksi liiketoimintasegmenttiä

Silmäasema raportoi liiketoimintansa kahdessa liiketoimintasegmentissä, jotka ovat Optinen kauppa ja silmäterveydenhuolto (72 % liikevaihdosta) sekä Silmäklinikat (28 % liikevaihdosta).

Optinen kauppa ja silmäterveydenhuolto

Optinen kauppa ja silmäterveydenhuolto-segmenttiin sisältyy optisen vähittäiskaupan liiketoiminta. Segmentin palveluihin kuuluvat myös silmälääkäri- ja optikkopalvelut sekä työnäkemisen palvelut.

Optinen kauppa ja silmäterveydenhuolto-segmentin tuotteita ja palveluita tarjotaan Suomessa valtakunnallisesti 149 myymälässä, joista 18 on ketjumyymälöitä ja lisäksi Virossa on 9 omaa myymälää (tilanne H1'19 lopussa). Segmentin liikevaihto oli vuonna 2018 88 MEUR (72 % konsernin liikevaihdosta). Segmentin oikaistu käyttökate oli 7,7 MEUR (8,7 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 4,1 MEUR (4,6 % liikevaihdosta).

Silmäklinikat

Silmäklinikat-segmentti vastaa yhtiön silmäsairalapalveluista. Segmentin palveluihin lukeutuvat silmäkirurgiset leikkaukset (taittovirhe- ja kaihileikkaukset), silmälääkärien ja optikoiden vastaanottokäynnit, silmätutkimukset, silmäluomileikkaukset ja silmien alueen pientoimenpiteet. Segmentin maanlaajuisella silmäsairalaverkostolla on toimipisteitä 14 paikkakunnalla. Silmäklinikat-segmentin liikevaihto oli vuonna 2018 34,9 MEUR (28 % konsernin liikevaihdosta). Segmentin oikaistu käyttökate oli viime vuonna 4,1 MEUR (11,7 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto 1,7 MEUR (4,9 % liikevaihdosta).

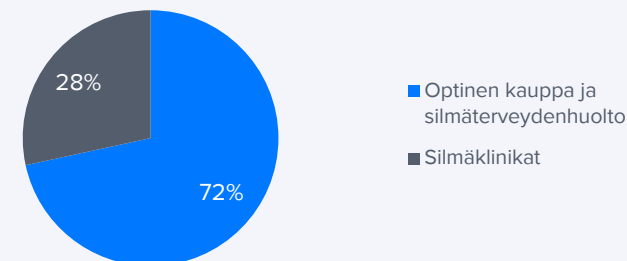
Liiketoiminta perustuu monikanavaiseen toimintamalliin

Liiketoiminta perustuu monikanavaiseen malliin, mikä tarkoittaa, että asiakas voi kohdata yhtiön palvelut myymälöissä ja silmäsaairoissa sekä verkkokaupan ja muiden verkkopalveluiden kautta. Silmäaseman digitaaliset palvelut mahdollistavat mm. ajanvarauksien tekemisen verkossa, leikkausneuvonnan sekä piilolinssien ja aurinkolasien ostamisen verkkokaupasta. Monikanavainen toimintamalli mahdollistaa laajan tuote- ja palveluvalikoiman tarjoamisen suurelle asiakaskunnalle useiden toimipisteiden kautta. Laajan tuote- ja palveluvalikoiman myötä asiakkaalla on mahdollisuus saada kaikki näkemisen ja silmäterveyden ratkaisut samalta palveluntarjoajalta. Toimintamalli eroaa merkittävästi kilpailijoista, jotka harjoittavat liiketoimintaa tyypillisesti vain joko optisessa vähittäiskaupassa tai silmäklinikkamarkkinalla. Monikanavainen toiminamalli onkin näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisin kilpailuetu.

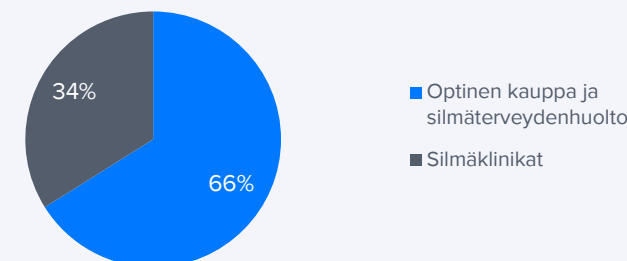
Yhtiö tuottaa palveluita myös julkiselle sektorille

Silmäasema tuottaa palveluita myös julkiselle sektorille. Yhtiö toimii kuntien palvelusetelilain mukaisena palveluntuottajana erityisesti kaihileikkauksissa. Silmäaseman silmäsaairoissa tehtiin vuonna 2018 yhteensä 7611 kaihileikkausta ja palvelusetelileikkausten osuus oli varsin merkittävä (24 %). Yhtiö tarjoaa myös ulkoistuksia tiettyjen silmäterveydenhuollon osa-alueiden osalta, joihin lukeutuvat mm. silmälääkäripalvelut lapsille ja opiskelijoille, suoja- ja erityistyölasien hankinta sekä lääkinnälliset kuntoutuspalvelut. Silmäasemalta palveluita ostavat muun muassa Helsingin ja Uudenmaan sairaanhoitopiiri.

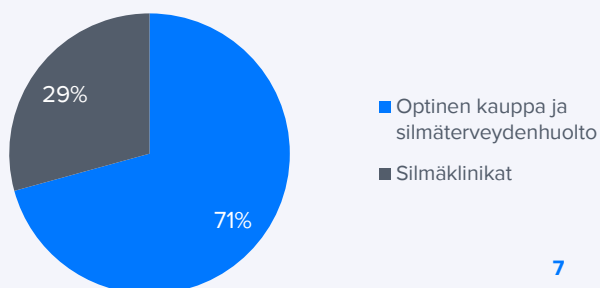
Liikevaihdon jakautuminen (2018)



Oikaistun käyttökateen jakautuminen (2018)



Oikaistun liikevoiton jakautuminen (2018)



Liiketoimintamalli 2/2

Keskitetty ketjuohjaus ja hankinta

Silmäaseman liiketoimintamalli perustuu keskitettyyn ketjuohjaukseen, jossa tuote- ja palveluvalikoiman hallinta, johtaminen, toimipisteverkoston kehittäminen, markkinointi ja muut toiminnot tehdään keskitetysti ketjuohjauksen kautta. Keskitetty ketjuohjaus tarjoaa Silmäasemalle merkittäviä skaalaetuja mm. markkinoinnissa ja ostotoiminnassa.

Silmäasema hankkii optisen alan vähittäiskauppatuotteet keskitetysti suomalaisilta ja kansainvälisiltä tavarantoimittajilta ja jälleenmyyjiltä. Yhtiö pyrkii ennakoimaan tuotteiden tulevan menekin ja toteuttaa ennakoidun kysyntäennusteen perusteella tuotevalikoimansa myymälöitä varten. Valittu tavarantoimittaja toimittaa mallikappaleet myymälöihin ja vastaa muutoin varastohallinnasta. Yhtiö pyrkii tilaamaan kehystuotteet toteutuneen kysynnän mukaisesti. Linssit toimitetaan asiakkaan tilauksen perusteella ja silmälasit kootaan valmistajan toimipaikoissa.

Keskitetyn ostotoiminnan ja kysyntälähtöisen tuoteryhmäjohtamisen ansiosta ostohinnat ja maksuehdot ovat parempia. Ostovelkojen ison osuuden ja matalien varastojen johdosta yhtiö operoikin negatiivisella nettokäyttöpääomalla. Negatiivisen nettokäyttöpääoman ansiosta yhtiö kykenee kasvattamaan liiketoimintaa ilman merkittävää pääoman sitoutumista.

Ketjumyymälät

Silmäasema hyödyntää liiketoiminnassaan omien myymälöiden lisäksi myös ketjumyymälöitä, joiden määrä on kuitenkin laskenut viime vuosina (s. 12). Ketjumyymälät ovat itsenäisten ketjuyritysten omistamia Silmäasema-tuotemerkin ja -

liiketoimintamallin mukaisesti johdettuja myymälöitä. Myymälöiden yhdenmukainen toiminta ja laadun ylläpitäminen perustuu ketjusopimukseen ja -ohjaukseen sekä yhtiön suorittamaan laadunvalvontaan.

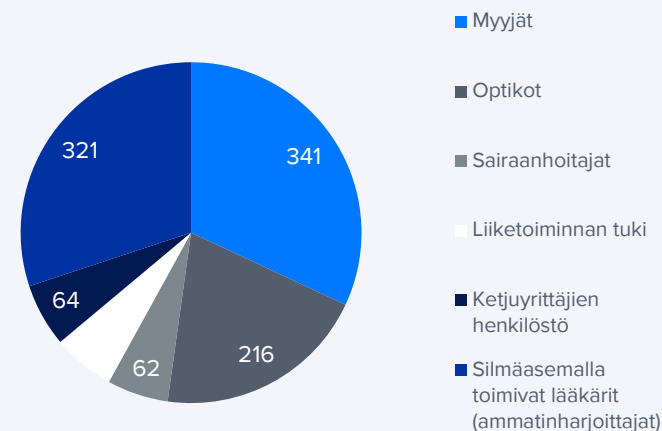
Silmäaseman ketjuyritykset toimivat omissa nimissään ja omalla riskillään ja vastaavat itse omista velvoitteista ja kustannuksista. Ketjuyritykset maksavat konseptin käyttöoikeudesta ja ketjutoiminnan tuottamista palveluista yhtiölle ketjumaksun. Vuonna 2018 ketjuyrityksiltä saadut ketjumaksut olivat 0,9 MEUR.

Liiketoiminta on henkilöstövaltaista

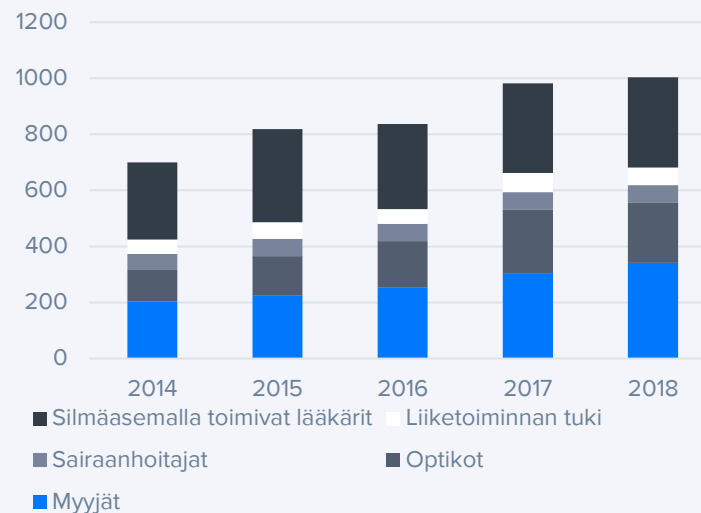
Silmäasema-ketjussa ja -konsernissa työskenteli vuonna 2018 yhteensä 1067 henkilöä. Ketjun ja konsernin henkilöstö koostuu myyjistä, optikoista, sairaanhoitajista, liiketoiminnan tukihenkilöistä, ketjuyritysten henkilöstöstä ja Silmäasemalla toimivista lääkäreistä.

Yhtiön omissa myymälöissä, silmäsaaloissa ja liiketoiminnan tukitoiminnoissa työskenteli yhteensä 682 henkilöä. Ketjuyritykset työllistivät vuonna 2018 yhteensä 64 henkilöä. Tämän lisäksi Silmäasema-ketjussa- ja konsernissa työskenteli viime vuonna 321 lääkärinä. Silmäaseman toimipisteissä työskentelevät lääkärit tuottavat yhtiölle lääkäripalveluita pääsääntöisesti itsenäisinä ammatinharjoittajina. Ammatinharjoittajina toimiville lääkäreille maksetut palkat ja lääkäreiden käyttämistä toimitiloista perityt vuokrat esitetään tuloslaskelmassa materiaali- ja palvelukustannuksissa ulkopuolisina palveluina.

Henkilöstöjakauma 2018



Henkilöstömäärän kehitys



*Alempi kuvaaja ei sisällä Ketjuyritysten henkilöstöä

Kilpailijat



Toimipisteet

Valtakunnallinen
myymäläverkosto 149 kpl



Silmäsairaalat
13 kpl



Myymäläverkosto Virossa 9 kpl

Resurssit

Myyjät 341 kpl



Optikot 216 kpl



Lääkärit 321 kpl



Sairaanhoitajat 62 kpl

Liiketoiminnan tuki 63 kpl



Ketjuyrittäjät (18 myymälää)

Liiketoimintaidea

Silmäasema on Suomen johtava näkemisen ja silmäterveyden ketju, joka tarjoaa kaikki näkemisen ja silmäterveyden tuotteet ja palvelut maanlaajuisen myymälä- ja silmäsairaalaverkostonsa sekä verkkokaupan kautta.

SILMÄASEMA

- Brändi
- Laaja toimipisteverkosto
- Monikanavamalli
- Asiakaskokemus
- Valikoimaosaaminen
- Asiantunteva henkilöstö
- Ristiinmyyntipotentiaali

Monikanavamalli



Myymälät



Silmäsairaalat



Verkkokauppa

Liikevaihtomix

Tuotemyynti 74,2 MEUR
(60 % liikevaihdosta)



Palvelumyynti 47,7 MEUR
(39 % liikevaihdosta)



Rojalit 0,9 MEUR
(1 % liikevaihdosta)



Palvelualueet

Optinen kauppa

Optiset tuotteet

Silmälääkäri- ja
optikkopalvelut

Työnäkemisen
palvelut

Silmäklinikat

Taittovirhe- ja kaihi-leikkaukset

Silmätutkimukset

Silmäluomileikkaukset

Palvelut kunnille

Palvelusetelileikkaukset

Silmälääkäripalvelut

Kustannusrakenne 2018



Materiaalit ja
palvelut
(45,4 %)



Työsuhde-etuksista
aiheutuvat kulut
(27,7 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(21,8 %)



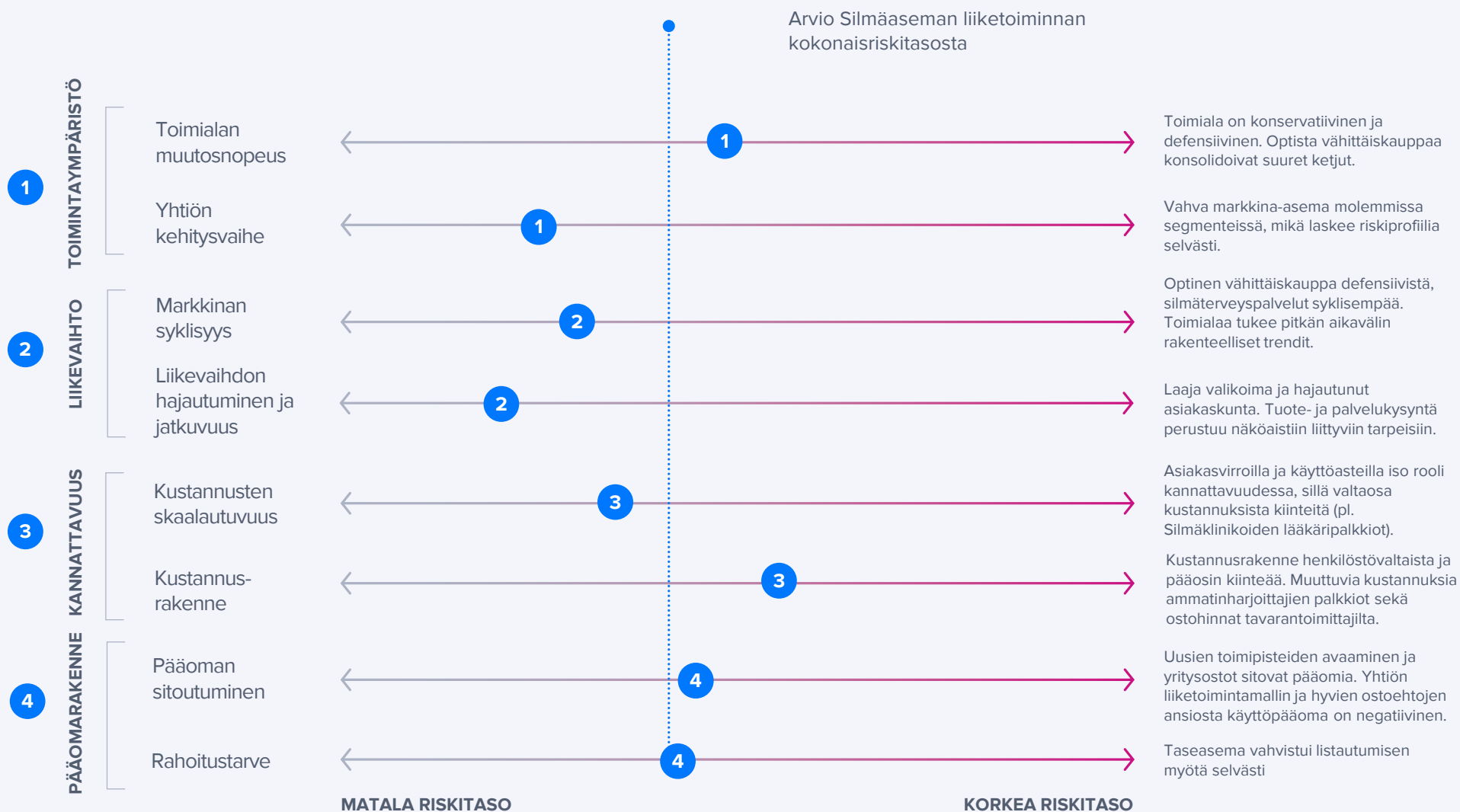
Poistot
(5,1 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 123 m€
EBITDA (oik.) 11,8 m€ (2018)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Päivitetty strategia ja taloudelliset tavoitteet kaudelle 2020-2022

Silmäasema julkaisi Q2'19-tuloksen yhteydessä päivitetyn strategiansa ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2020-2022. Yhtiön strategisina tavoitteina ovat asiakkaan halutuimpana kumppanina oleminen, näkemisen markkinan kasvattaminen, suorituskyvyn ja tuottavuuden parantaminen sekä toimialan uudistaminen.

Strategisiin tavoitteisiin Silmäasema pyrkii omilla strategisilla vahvuuksillaan, joita ovat huippuosaavat ihmiset, ainutlaatuinen ja kokonaisvaltainen palvelutarjoama sekä valtakunnallinen myymälä- ja sairaalaverkosto. Strategiassa korostuvat myös näkemisen markkinan uudistaminen ja kasvattaminen, teknologian ja asiakasdatan hyödyntäminen, tuottavuuden parantaminen sekä uudet myyntikanavat ja -konseptit. Vanhakantaista toimialaa yhtiö pyrkii uudistamaan tuomalla optisen alan asiantuntijatyöhön myyntihenkisyyden ja muiden toimialojen parhaat käytännöt.

Silmäaseman vuosien 2020-2022 taloudelliset tavoitteet koskevat kasvua, kannattavuutta, osakekohtaista tulosta ja osingonjakoa. Uuden strategiakauden tavoitteet ovat:

- Markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu
- Käyttökate yli 20 % liikevaihdesta
- Kasvava osakekohtainen tulos (EPS)
- Vuosittain kasvava osinko

Silmäaseman uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet voidaan nähdä jatkumona aiemmalle kasvustrategialle, joka keskittyi toimipisteverkoston

voimakkaaseen kasvattamiseen. Yhtiö tavoittelee uudella strategiakaudella markkinoita nopeampaa liikevaihdon kasvua näkemisen kokonaismarkkinaa kasvattamalla. Näkemisen kokonaismarkkinaa Silmäasema pyrkii kasvattamaan erityisesti asiakasdataa hyödyntämällä sekä uusia myyntikanavia ja -konsepteja kehittämällä, mikä mahdollistaa kokonaan uusien asiakkaiden tavoittamisen.

Silmäasema ei ole hyödyntänyt historiassaan asiakasdataan liittyvää potentiaalia täysimääräisesti ja se tarjoaa merkittäviä mahdollisuuksia esimerkiksi saavutettavuuden (aukioloaikojen optimointi, kohdennettu outbound-markkinointi) ja valikoiman kehittämisen suhteen. Silmäasema aloitti viime vuonna merkittävän IT-hankkeen, jonka odotetaan valmistuvan vuoden 2021 loppuun mennessä. Tietojärjestelmähanke käsittää mm. toiminnanohjaus- ja asiakkuudenhallintajärjestelmän, budjetointi- ja raportointityökalujen sekä myymälöiden kassajärjestelmien päivittämisen. Yhtiön mukaan se kykenee hyödyntämään osan asiakasdataan liittyvästä potentiaalista jo nykyisillä järjestelmillä, mutta tietojärjestelmäudistus on edellytyksenä datan ja analytiikan tarjoamien mahdollisuuksien täysimääräiselle hyödyntämiselle.

Yhtiö pyrkii kasvattamaan kokonaismarkkinaa tekemällä panostuksia jo olemassa olevia silmäterveydellisiä tarpeita (kuivasilmäisyys, lasten likinäkö, linssileikkaukset) vastaavien tuote- ja palvelukonseptien kehitykseen. Uusia asiakkaita yhtiö pyrkii tavoittamaan myös yritys- ja järjestöyhteistyötä sekä muita B2B-partnereuksia syventämällä.

Uuteen kannattavuustavoitteeseen Silmäasema pyrkii toimipisteverkoston myynti- ja kustannustehokkuutta parantamalla, tuottavuutta kehittämällä sekä

liikevaihdon ja asiakasvolyymin kasvusta seuraavalla liiketoiminnan skaalautumisella. Tuottavuuden parantamisessa avainasemassa on jatkuvan kehittämisen malli, jossa henkilöstö ja asiakkaat osallistetaan mukaan toiminnan jatkuvaan kehittämiseen. Tuottavuuskehityksessä pyritään hyödyntämään myös muiden toimialojen parhaita käytäntöjä ja omissa toimipisteissä havaittuja hyviä paikallisia toimintatapoja.

Silmäasema luopui strategiapäivityksen yhteydessä taseasemaa koskevasta taloudellisesta tavoitteesta (nettovelka/oik. käyttökate alle 2,5) ja yhtiön mukaan yhtiön nykyistä velkaantumistasetta (Q2'19: nettovelka/oik. käyttökate 3,1x) voidaan pitää eräänlaisena normaalitasona.

Silmäaseman strateginen kehitys

	2015	2016	2017	2018
Liikevaihto	93,3 MEUR	101,3 MEUR	118,3 MEUR	122,9 MEUR
Markkinaosuus optisessa vähittäiskaupassa	23,7 %	25,3 %	27,0 %	27,6 %
Liikevaihdon kasvu	-	8,6 %	16,8 %	3,8 %
Vertailukelpoinen liikevaihdon kasvu	-	-1,1 %	3,5 %	-1,6 %
Omien myymälöiden lkm	89	107	141	149
Ketjumyymälöiden lkm	39	33	18	18
Silmäsairaaloiden lkm	12	13	13	14
Oikaistu käyttökate-%	11,5 %	11,8 %	9,9 %	9,6 %
Nettovelat / Oik. käyttökate	4,5	4,9	2,9	2,4

Aiemman kasvustrategian painopistealueet -2019

- Myymäläverkoston nopea kasvattaminen yritysostoin ja myymäläavauksin
- Toimipaikkaverkoston kehittäminen
- Vertailukelpoisen liikevaihdon kasvattaminen
- Kannattavuuden parantaminen

Uuden asiakaskeskeisen strategian painopistealueet 2020-

- Näkemisen kokonaismarkkinan kasvattaminen
- Asiakasdatan ja teknologian hyödyntäminen
- Toimipisteverkoston myynti- ja kustannustehokkuuden parantaminen
- Uusien myyntikanavien ja -konseptien kehittäminen

Toimiala 1/3

Markkinarakenne

Näkemisen ja silmäterveyden kokonaismarkkina koostuu optisen alan vähittäiskaupasta ja silmäterveyspalveluista. Toimialajärjestö NÄE ry:n mukaan näkemisen ja silmäterveyden kokonaismarkkina oli vuonna 2018 noin 555 MEUR. Optisen alan vähittäiskaupan markkinakoko oli viime vuonna noin 330 MEUR (59 % kokonaismarkkinasta). Yksityisten silmäterveyspalveluiden markkinakoko oli viime vuonna noin 225 MEUR (41 % kokonaismarkkinasta).

Optisen vähittäiskaupan keskeisimpiä tuotteita ja palveluita ovat silmälasilinsit, kehykset, piilolinssit, aurinkolasit ja optikon tutkimukset. Optisesta vähittäiskaupasta valtaosan (83 %) muodostavat silmälasilinsien ja silmälasikehysten myynti. Piilolinssien ja laatuaurinkolasien osuus optisesta vähittäiskaupasta on puolestaan noin 14 %. Optikon tutkimukset ja muiden tuotteiden sekä palveluiden myynti on noin 3 % markkinasta.

Silmäterveyspalvelut käsittävät silmääläkärin vastaanottopalvelut, taittovirheleikkaukset ja silmäsauroksien hoidon (kaihi, glaukooma, diabetes ja ikärappeuma). Silmäsauroksien hoito muodostaa lähes 60 % silmäterveyspalveluiden kokonaismarkkinasta. Silmääläkärin vastaanottopalvelut edustavat vajaata kolmasosaa ja taittovirheleikkaukset noin 13 % silmäterveyspalvelumarkkinasta.

Defensiivinen toimiala

Optinen vähittäiskauppa on luonteeltaan defensiivistä, sillä tuote- ja palvelukysyntä perustuu pääasiassa kuluttajien terveyteen ja näköaistiin liittyviin tarpeisiin. Optisessa vähittäiskaupassa markkinakasvun

heilahtelut johtuvatkin pitkälti kilpailuympäristössä tapahtuvista muutoksista. Toimiala kärsi vuonna 2012 hetkellisestä kyllästymisestä, mikä johtui pääasiassa hintakilpailusta ja paljousalennuksista ("kaksi yhden hinnalla"-tarjoukset).

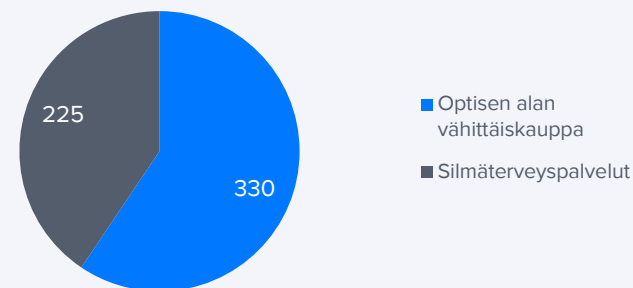
Optisen alan vähittäiskauppa on kasvanut vuosina 2012-2018 keskimäärin 2,3 % vuodessa (CAGR-%). Suomen kansantalous on kasvanut vastaavalla ajanjaksolla keskimäärin 1,1 % vuodessa, joten toimiala on kasvanut viime vuodet hieman yleistä talouskasvua nopeammin. Optisen vähittäiskaupan kasvu on ollut viimeisen seitsemän vuoden ajan positiivista vuosia 2013 (2012 tilanne heijastui alan kokonaismyyntiin) ja 2016 lukuunottamatta.

Kilpailutilanne optisessa vähittäiskaupassa

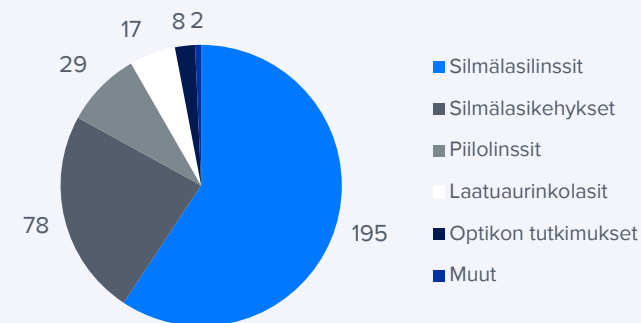
Optinen vähittäiskaupamarkkina jakautuu Suomessa suurten ketjujen (Instru Optiikka, Silmäasema ja Specsavers), pienempien ketjujen (Fenno Optiikka ja Synsam) ja yksityisten optiikkoliikkeiden kesken.

Optisen kaupan markkinajohtaja on yli 35 %:n markkinaosuudella Instru Optiikka (Instrumentarium, Keops ja Nissen), joka on osa kansainvälistä GrandVision-konsernia. Silmäasema on markkinan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus on noin 28 %. Optisen vähittäiskaupan kolmanneksi suurin ketju on 13 %:n markkinaosuudella vuonna 2007 Suomeen tullut Specsavers, joka on keskittynyt pääasiassa alhaiseen hintasegmenttiin ja suuriin paikkakuntiin. Kireästi kilpailtu toimiala on keskittynyt viime vuosina voimakkaasti, sillä kolmen suurimman ketjun yhteenlaskettu markkinaosuus on kasvanut vuosina 2015-2018 72 %:sta 76 %:iin ja kahden pienemmän ketjun yhteenlaskettu markkinaosuus on laskenut vastaavalla ajanjaksolla noin 3 %-yksikköä.

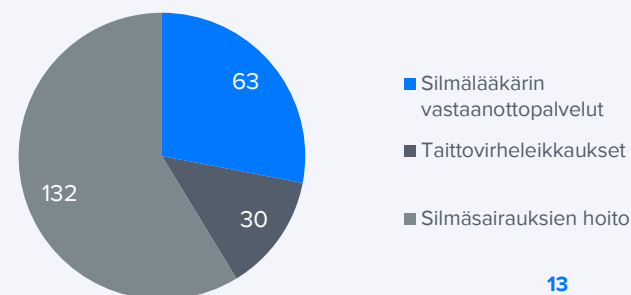
Näkemisen ja silmäterveyden kokonaismarkkina 2018 (MEUR)



Optisen alan vähittäiskauppa 2018 (MEUR)



Silmäterveyspalvelut 2018 (MEUR)



Toimiala 2/3

Optisessa vähittäiskaupassa konsolidaatiolle on olemassa selkeät perusteet, sillä suuret ketjut kykenevät hyödyntämään skaalaetuja, ylläpitämään laajempia valikoimia ja houkuttelemaan osaavia työntekijöitä. Silmäasema on johtanut viime vuosina alan konsolidaatiokehitystä ja se on kasvanut selvästi sekä markkinaa että toimialan suurimpia ketjuja nopeammin (2015-2018 CAGR 13,8 %).

Kolmen suurimman ketjun yhteenlasketun viime vuosien markkinaosuuden kasvu on perustunut puhtaasti Silmäaseman markkinaosuuksien voittamiseen (+4 %-yksikköä), sillä Instru optiikan ja Specsaversin yhteenlaskettu markkinaosuus on pysynyt muuttumattomana. Silmäaseman viime vuosien markkinaosuuden kasvun taustalla ovat uudet myymäläavaukset ja yritysostot, sillä optisen kaupan vertailukelpoinen liikevaihto on kasvanut vuosina 2016-2018 keskimäärin 3,2 % vuodessa.

Optisen vähittäiskaupan globaalissa kilpailukentässä on tapahtunut viimeisten vuosien aikana merkittäviä muutoksia, sillä maailman suurin silmälasilinssien valmistaja Essilor ja maailman suurin kehysvalmistaja Luxottica ilmoittivat vuonna 2017 yhdistymisestä, joka saatiin päätökseen viime vuoden lokakuussa. Heinäkuun lopussa EssilorLuxottica tiedotti puolestaan hankkineensa 76,7 % omistusosuuden GrandVisionista. Yritysjärjestely odottaa vielä kilpailuviranomaisen hyväksyntää, mutta toteutuessaan se vahvistaisi merkittävästi EssilorLuxottican markkina-asemaa Euroopan optisessa vähittäiskaupamarkkinassa.

Yritysjärjestelyllä on toteutuessaan näkemysmme mukaan vaikutuksia myös Suomen optisen vähittäiskaupan kilpailudynamiikkaan. Arvioimme, että Silmäaseman neuvotteluasema sen yhtä suurinta tavarantoimittajaa kohtaan (arvioimme noin 10 %

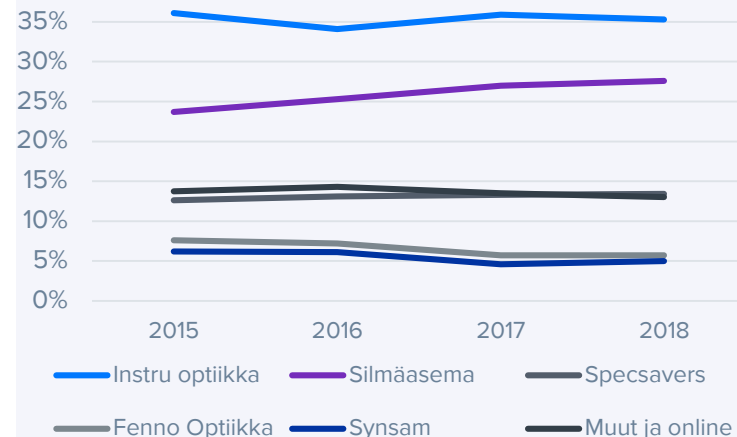
myyntivolyymista) heikkenee EssilorLuxottican saadessa Instru optiikan kautta omat myymäläketjut myös Suomessa. Käsityksemme mukaan Luxottican hankittua 2000-luvulla Yhdysvaltojen markkinoilla isoimmat optisen kaupan vähittäiskaupapakettit, se käytti uutta asemaansa häikäilemättä hyväkseen muita alan toimijoita vastaan. Silmäaseman selvästi suurin toimittaja on linssivalmistaja Hoya ja arvioimme tämän yhteistyön tiivistyvän, mikäli näin käy. EssilorLuxottican brändeihin lukeutuu erityisesti luksusbrändejä mm. Ray-Ban, Michael Kors, Oakley.

Kilpailutilanne silmäterveyspalveluissa

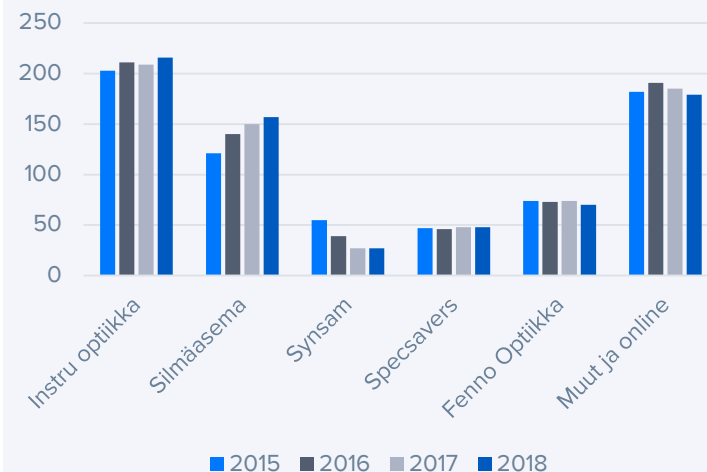
Silmäterveyspalvelumarkkinalla kilpailevat sekä yksityiset toimijat että julkinen sektori. Yksityiset toimijat voidaan jakaa silmäterveyspalveluihin erikoistuneisiin toimijoihin ja isoihin terveyspalveluiden yleistoimijoihin, joille silmäterveyspalvelut muodostavat vain pienen osan liiketoiminnasta. Isoihin terveyspalveluiden yleistoimijoihin lukeutuvat Mehiläinen, Terveystalo, Pihlajalinna sekä pääkaupunkiseudulle keskittynyt Lääkärikeskus Aava. Yksityisten toimijoiden lisäksi myös julkinen sektori tuottaa kattavasti silmäterveydenhuollon palveluita (pois lukien taittovirheleikkaukset ja esteettisistä syistä tehtävät silmäluomileikkaukset).

Silmäasema, Medilaser Oy (Coronaria) ja Silmäsaaraala Valo ovat käsityksemme mukaan Suomessa ainoat yksityiset toimijat, jotka ovat keskittyneet täysin silmäterveyspalveluihin. Medilaser on erikoistunut taittovirhe- ja kaihileikkauksiin ja sen toimipisteisiin kuuluu 10 omaa silmäklinikkaa ja 2 yhteistyöklinikkaa. Valo on perustettu 2017 ja se on Instrumentariumin asiakassyötön avulla nopeasti nostanut liikevaihtonsa yli 4 MEUR:oon. Coronarialla on lisäksi omat silmäsaaraalat Helsingissä ja Oulussa ja käsityksemme mukaan ne keskittyvät pääosin julkisiin asiakkuuksiin.

Optisen vähittäiskaupan markkinaosuudet 2015-2018



Myymälöiden lukumäärän kehitys



*Alempi kuvaaja ei sisällä ketjuliikkeitä

Toimiala 3/3

Silmäterveyspalveluissa kovin kilpailu kohdistuu taittovirhe- ja kaihileikkauksiin.

Taittovirheleikkausmarkkinat ovat kokonaan yksityisen sektorin tuottamat. Taittovirheleikkausmarkkinan koko on käsityksemme mukaan supistunut viime vuosina kilpailun kiristymisestä ja muutaman vuoden takaisen poikkeuksellisen korkean taittovirheleikkauskysynnän normalisoitumisesta johtuen.

Kiristynyt kilpailutilanne on heijastunut negatiivisesti taittovirheleikkausten keskihintojen kehitykseen ja käsityksemme mukaan taittovirheleikkausmarkkinan hintakilpailua on johtanut Medilaser-ketju. Näe ry:n mukaan Suomessa tehtiin viime vuonna 18 000 taittovirheleikkausta ja Silmäaseman markkinaosuus taittovirheleikkauksissa oli noin 48 %. Silmäasema ei ole mielestämme kyennyt reagoimaan riittävän ajoissa viime vuosina kiristyneeseen kilpailutilanteeseen ristiinmyynnillisin ja markkinoinnillisin toimenpitein ja yhtiö on arviomme mukaan menettänyt markkinaosuuksia taittovirheleikkauksissa.

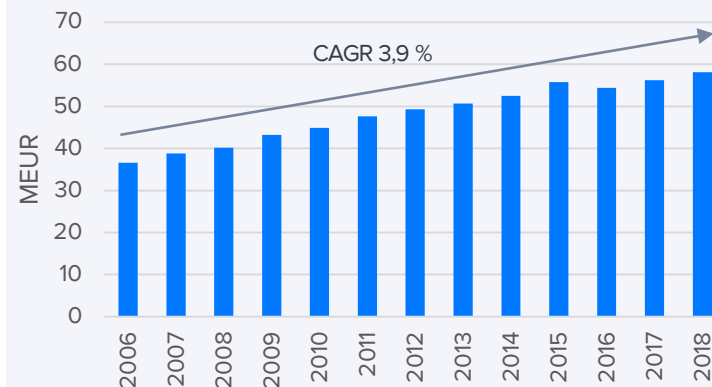
Kaihileikkaukset kuuluvat Suomessa julkisen terveydenhuollon piiriin, mutta kasvaneiden kaihipotilasmäärien ja tiukkojen julkisen puolen hoitopääsykriteerien myötä yhä useampi kaihileikkaus suoritetaan yksityisellä puolella. Kaihileikkausten määrä on Suomessa kasvanut viimeisen kahden vuosikymmenen aikana noin 2 %:n vuosivauhtia ja leikkausvolyymien kasvua tukee myös tulevaisuudessa vanheneva väestö. Silmäaseman arvion mukaan yksityiset toimijat suorittavat kaikista kaihileikkauksista noin 30 % ja noin 80 % kaihileikkauksista rahoitetaan julkisin varoin (sisältäen palvelusetelileikkaukset ja ulkoistukset). Silmäaseman markkinaosuus yksityisesti rahoitetuissa kaihileikkauksissa oli viime vuonna noin 50 %.

Toimialan trendit

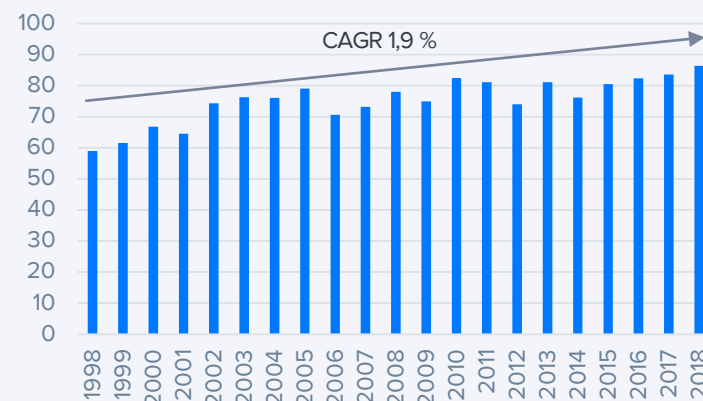
Näkemisen ja silmäterveyden markkinan kasvuun vaikuttavat positiivisesti seuraavat pitkän aikavälin rakenteelliset trendit:

- **Väestön vanheneminen.** Näkemisen ja silmäterveyden markkinoiden kysyntä kasvaa pitkällä aikavälillä väestön vanhetessa, sillä vanhenemisen myötä erilaiset silmäsairaudet yleistyvät ja näkökyky heikkenee. Tilastokeskus ennustaa yli 65-vuotiaiden osuuden väestöstä nousevan vuoteen 2030 mennessä yli 26 %:iin, mikä tarkoittaa yli 300 000 uutta 65-vuotiasta seuraavan kymmenen vuoden aikana.
- **Kasvanut kiinnostus yleistä hyvinvointia kohtaan.** Näkemisen ja silmäterveyden markkinan rakenteellista kasvua tukee ihmisten kasvanut kiinnostus hyvinvointia ja terveyttä kohtaan.
- **Yksityisen palvelutuotannon kasvu.** Kasvanut kiinnostus terveyttä ja hyvinvointia kohtaan nostaa terveydenhuollon palvelutason laatuvaatimuksia. Julkinen terveydenhuolto kärsii Suomessa resurssipulasta ja yhä useampi kuluttaja valitsee julkisen palvelutuottajan sijasta yksityisen toimijan.
- **Lisääntyvä mobiililaitteiden käyttö.** Ihmiset viettävät yhä suuremman osan ajasta mobiililaitteiden parissa. Lisääntynyt mobiililaitteiden käyttö ja näyttöpäätetyö rasittaa silmiä, mikä kasvattaa silmäterveyteen liittyvien tuotteiden ja palveluiden kysyntää.

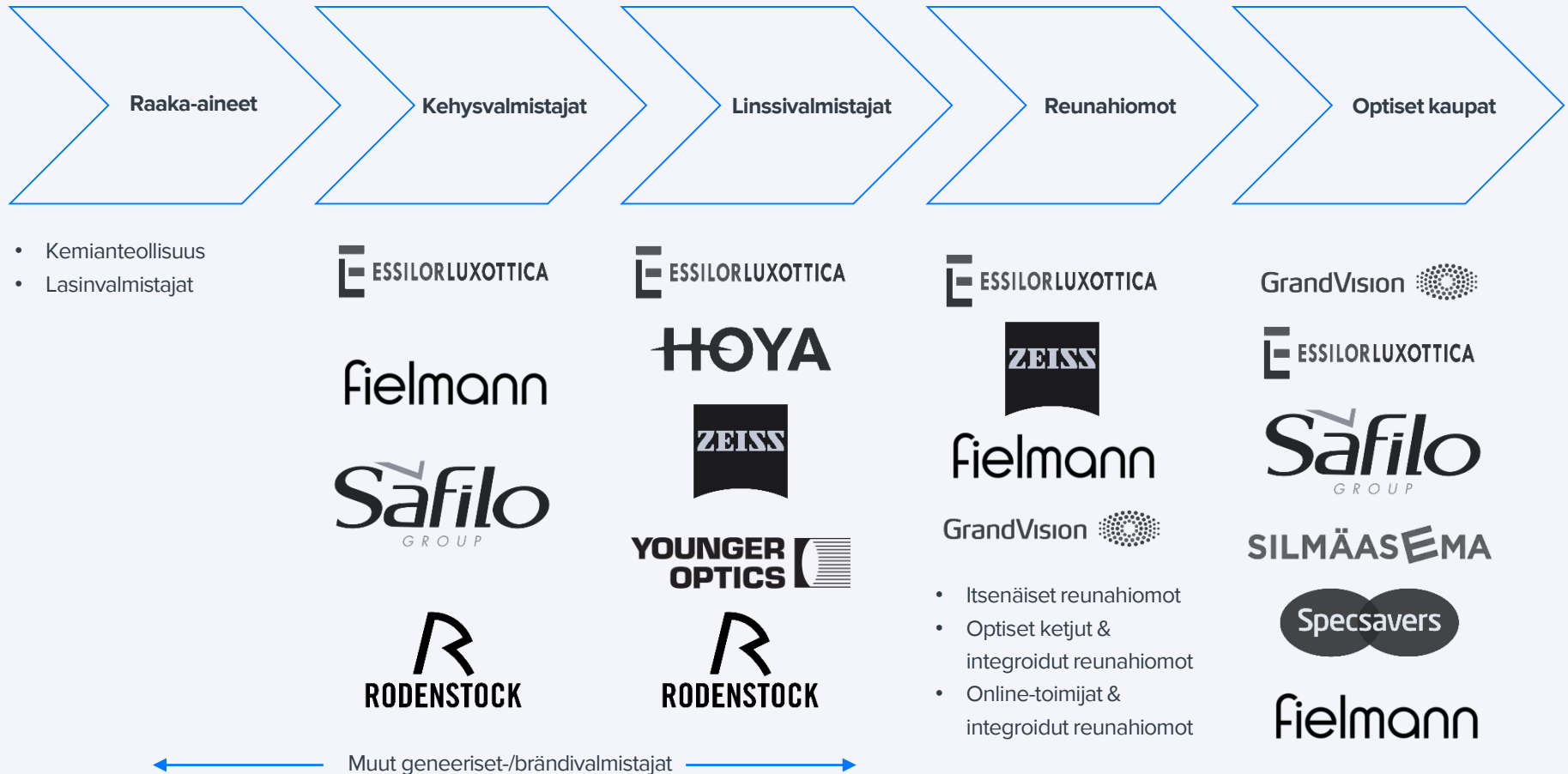
Silmätautien Kela-korvausten alaisuuteen kuuluvista toimenpiteistä perityt maksut



Kaihileikkaukset / 10 000 asukasta



Optisen kaupan arvoketju



Taloudellinen kehitys 1/5

Yhtiö kasvanut markkinaa selvästi nopeammin

Silmäaseman viimeisen 12 kk liikevaihto (LTM) oli 126 MEUR ja se on (2015-2019 H1) kasvanut noin 9 %:n vauhtia (CAGR). Kokonaisuutena kasvu on ollut markkinoiden kasvua nopeampaa. 2015-2018 markkinaosuuksien voitto on perustunut pitkälti toimipisteverkoston kasvattamiseen. Viimeisen 12kk myynnin kasvu 4,2 % ei kuitenkaan ole enää perustunut verkoston kasvuun, sillä myymälöitä on ajanjaksolla suljettu enemmän kuin avattu. Tarkastelujaksolla optisen kaupan omat myymälät ovat kasvaneet vuoden 2015 128:sta kesäkuun 2019 lopun 140:een ja silmäklinikat 12:sta 14:ään (tarkempi kuvaus vuosittaisesta kehityksestä sivulla 12).

Liiketoimintasegmentein tarkasteltuna Silmäaseman kasvusta on vastannut täysin optinen vähittäiskauppa, jonka viimeisen 12kk liikevaihto oli 92,3 MEUR (vuodesta 2015 CAGR 13 %). Silmäklinikat-segmentin kehitys on ollut puolestaan hyvin vaisua, sillä sen viimeisen 12 kk liikevaihto on 33,7 MEUR ja siten täsmälleen vuoden 2015 tasolla. Heikon liikevaihtokehityksen syinä ovat arviomme mukaan olleet kiristynyt kilpailu sekä selvä hintaeroosio taittovirheleikkausten markkinalla.

Yhtiö kertoo raporteissaan aina myös vertailukelpoisen kasvun kehityksen, johon lasketaan mukaan vain yli 12 kuukautta auki olleiden toimipaikkojen liikevaihto. Silmäaseman vertailukelpoinen kasvu on ollut kokonaisuutena selvästi sen liikevaihdon kasvua hitaampaa. Vuonna 2018 optisen kaupan vertailukelpoinen kasvu oli 0,1 % ja silmäklinikoiden -5,4 %. Vuoden 2019 ensimmäisellä puolikkaalla optisen kaupan vertailukelpoinen kasvu on piristynyt kuitenkin selvästi 7,7 %:iin, mutta silmäklinikoiden vertailukelpoinen liikevaihto on laskenut edelleen 5,3 %.

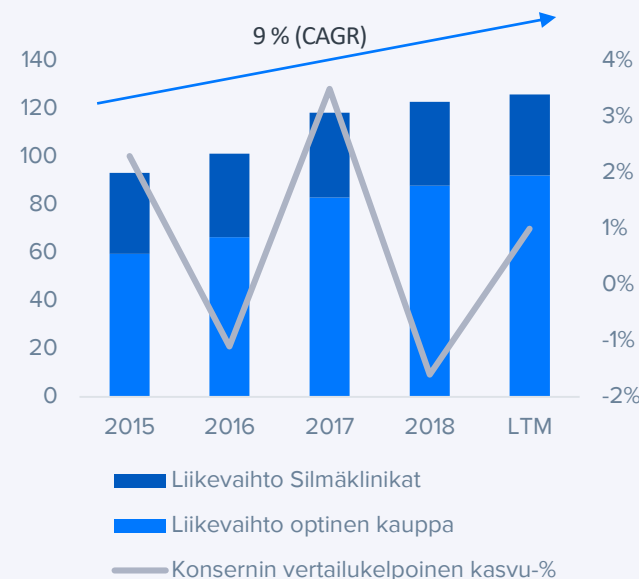
Kannattavuus seurailee vertailukelpoista kasvua

Yhtiön kiinteät kustannukset ovat voimakkaasti riippuvaisia toimipisteiden ja henkilöstön määrästä. Mikäli yhtiö saa vertailukelpoista kasvua aikaan, skaalautuvat kulut nopeasti johtuen yhtiön myymien tuotteiden ja palveluiden korkeista myyntikatteista (kts. seuraava sivu).

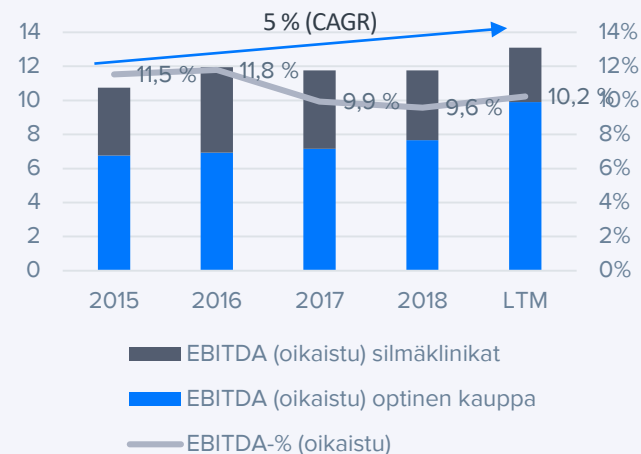
Absoluuttisesti tarkasteltuna optisen kaupan vertailukelpoinen oikaistu käyttökate (LTM) on kasvanut tarkastelujaksolla 9,9 MEUR:oon (2015: 6,8 MEUR) myynnin hyvän kehityksen ansiosta, mutta silmäklinikoiden vastaavasti laskenut 3,2 MEUR:oon (2015: 4,0 MEUR). Konsernin tasolla oikaistu käyttökate on noussut tarkasteluperiodilla 5 %:n vauhtia (CAGR) ja jäänyt kokonaisuutena jälkeen liikevaihdon kasvusta.

Kokonaisuutena EBITDA-marginaali (ei sis. IFRS-16 muutoksia) on laskenut vuoden 2015 11,5 %:sta viimeisen 12kk 10,2 %:iin. Silmäasema ohjeistaa oikaistun EBITDA-marginaalin kehitystä ja olemme peilanneet sen kehitystä yhtiön aiempiin ohjeistuksiin. Listautumisen yhteydessä annettu vuoden 2017 ohjeistus odotti oikaistun käyttökateprosentin paranevan (2016: 11,8 %). Yhtiö joutui kuitenkin vuoden lopussa alentamaan ohjeistustaan ja 2017 käyttökateprosentti jäi lopulta 9,9 %:iin. Kehityksen taustalla oli uusien avattujen sekä yrityskaupoilla hankittujen liikkeiden ennakoitua hitaampi kannattavuuden kehitys. Vuoden 2018 ohjeistus oli selvästi varovaisempi ja odotti liikevaihdon kasvavan ja oikaistun käyttökateprosentin olevan 9-13 %. Yhtiö jäi lopulta lähemmäksi kannattavuushaarukan alalaitaa eli 9,6 %:iin. Silmäaseman vuoden 2019 ohjeistus odottaa oikaistun käyttökateprosentin paranevan hieman vuodesta 2018 (ilman IFRS 16-standardin vaikutusta).

Liikevaihto



Kannattavuus



Taloudellinen kehitys 2/5

Myyntimix ja myyntikate

Silmäaseman suhteellinen myyntikate on kehittynyt tarkasteluperiodillamme positiivisesti 55,2 %:sta (2015) 56,6 %:iin (2018). Myyntikatteen kehitykseen vaikuttaa voimakkaasti yhtiön myyntimixin kehitys. Vuonna 2018 optisen kaupan myyntimix muodostui 74 MEUR:n tuotemyynnistä (2017: 70 MEUR) ja ketjuyrittäjien maksamista 0,9 MEUR:n rojalteista (2017: 1,0 MEUR) sekä 12,9 MEUR:n palvelumyynnistä (2017: 11,8 MEUR). Silmäklinikoiden vuoden 2018 myynti 34,9 MEUR on puhtaasti palveluita (2017: 35,3 MEUR).

Silmäaseman suhteellisen myyntikatteen nousua on tukenut erityisesti optisen kaupan tuotemyynnin osuuden kasvu kokonaisliikevaihdosta. Arviomme mukaan tuotemyynnin myyntikate on yli 60 % ja siten keskimääräistä katetta korkeampi. Yhtiön neuvotteluasema on myös parantunut suhteessa tavarantoimittajiin tuotevolymien kasvettua ja tämä näkyi erityisesti vuonna 2018 ostohintojen laskuna. Yhtiön materiaaliostot vuonna 2018 laskivat 29,1 MEUR:oon (2017: 29,4 MEUR) huolimatta tuotemyynnin 5 %:n kasvusta.

Rojaltit ovat ketjuyrittäjien maksamia maksuja konsernille ja niiden myyntikate on arviomme mukaan lähellä 100 %, sillä ne lasketaan suoraan liikevaihtoon mukaan. Rojaltimaksujen lievä lasku vaikutti arviomme mukaan lievästi negatiivisesti myyntikatteeseen viime vuonna.

Ulkopuolisten palvelujen osuus kustannuksista oli 24,3 MEUR (2017: 23,7 MEUR) ja ne kasvoivat suunnilleen samassa suhteessa kuin konsernin palvelumyynti. Käsityksemme mukaan valtaosa ulkopuolisista palveluista on yksityisille ammatinharjoittajille (lääkärit) maksettavia palkkioita. Myyntikatetaso palveluissa vaihtelee voimakkaasti niiden sisäisen mixin mukaan, mutta kokonaisuutena niiden myyntikate on arviomme mukaan alle 50 %.

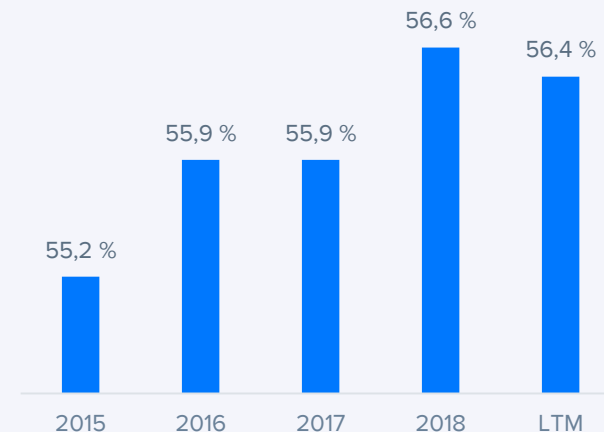
Myös kilpailutilanteen kehityksellä sekä kampanjoiden onnistumisella on merkittävää vaikutusta myyntikatteeseen. Arvioimme kilpailutilanteen pysyneen kireänä tarkasteluperiodillamme molemmissa segmenteissä ja tätä taustaa vasten suhteellisen myyntikatteen kasvu on ollut yhtiöltä hyvä suoritus.

Suuri osa kulurakenteesta kiinteää

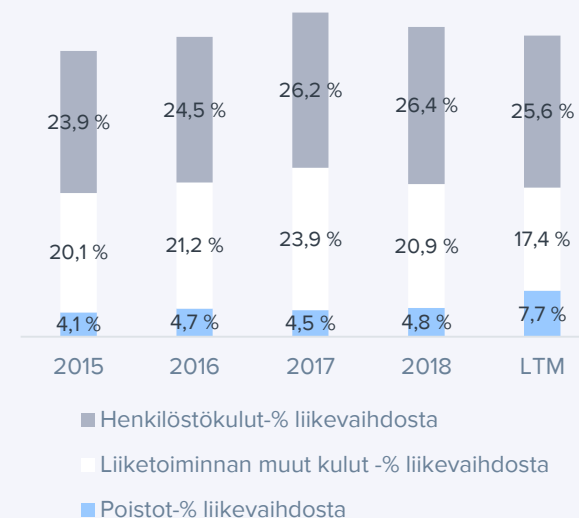
Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on tarkasteluperiodilla kasvanut vuoden 23,9 %:sta (2015) tasolle 26,4 % (2018). Myös liiketoiminnan muut kulut ovat kasvaneet liikevaihtoa nopeammin, sillä vuonna 2015 niiden osuus oli 20,1 % liikevaihdosta ja vuonna 2018 osuus oli 20,9 % liikevaihdosta. Kehitys on johtunut oman myymäläverkoston voimakkaasta kasvattamisesta ja samalla erityisesti 2016-2018 perustettujen sekä yritysostoilla ostettujen liikkeiden myynti ei ole kehittynyt yhtiön odotusten mukaisesti. Vuoden 2017 poikkeuksellisen korkeaa kulutasoa selittivät listautumisesta kertyneet kertaluontoiset kulut.

Positiivista kehitystä kulujen skaalautumisen suhteen on ollut havaittavissa H'19 aikana optisen kaupan piristyneen myynnin ansiosta. Yhtiö on samaan aikaan pienentänyt myymäläverkostoaan nettona yhdeksällä omalla myymälällä ja tämä on pysäyttänyt kiinteiden kulujen nousutrendin. Vuoden 2019 ensimmäisellä puoliskolla henkilöstökulut ja muut kulut olivat absoluuttisesti tarkasteltuna lähellä vertailukauden tasoa. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta oli kuitenkin laskenut 25,5 %:iin (H1'18 26,4 %) ja muiden kulujen osuus oli laskenut 20,2 %:iin (H1'18 20,9 %) ilman IFRS 16 muutoksia.

Myyntikate



Kulurakenne



Huom: LTM sisältää IFRS-16 vaikutuksen

Taloudellinen kehitys 3/5

Investoinnit

Silmäaseman vuotuiset investoinnit (ml. yritysostot) ovat olleet tarkasteluperiodilla 2015-2018 selvästi yli yhtiön poistotasojen (4-6 MEUR), mikä kertoo yhtiön voimakkaasta kasvufokuksesta. Viimeaikoina tahti on selvästi rauhoittunut ja päivitetyn strategian mukaisesti yhtiö keskittyy jatkossa enemmän kasvupanostusten kannattavuuteen. Yhtiö ei ole viimeisen 12 kk aikana tehnyt yritysostoja ja viereisessä taulukossa yrityskauppoihin liittyvät investoinnit (LTM) koskevat aiempien yritysostojen earn-out -maksuja.

Toimipisteiden määrän 2015-2018 nopea kasvattaminen on tapahtunut joko yritysostoin tai uusperustannan kautta. Yritysostostoina tehdyt investoinnit ovat kerryttäneet taseeseen myös merkittävästi liikearvoa. Silmäaseman Q2'19-raportissa liikearvon määrä oli 61,2 MEUR, mikä on 48 % taseen loppusummasta. Uusperustannat tarvitsevat operatiivisia investointeja tilojen muuttamiseksi Silmäaseman yleisilmeen mukaisiksi ja perustetut silmäklinikat tarvitsevat operatiivisia investointeja selvästi enemmän myös mm. hintaviin leikkauslaitteistoihin.

Nettokäyttöpääoman kehitys

Silmäaseman nettokäyttöpääoma on negatiivinen (2018 -7,5 MEUR eli -6 % liikevaihdosta) ja yhtiö kykenee rahoittamaan osan kasvustaan sen avulla. Negatiivinen nettokäyttöpääoma laskee selvästi yhtiön korollista nettovelkaa ja siten rahoituskuluja. Yhtiön ostovelat ovat korkeat (14,8 %) johtuen osto-organisaation keskittämisestä ja hyvästä neuvotteluvoimasta suhteessa toimittajiin. Yhtiön liiketoimintamalli ei myöskään sido merkittäviä varastoja (6,0 % liikevaihdosta), eikä myöskään myyntisaamisia (2,7 %) kerry taseeseen merkittävästi, sillä kuluttaja-asiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti nopeasti. Nettokäyttöpääoma historiallinen kehitys on esitetty sivulla 21

Tase vahvistui listautumisen myötä selvästi

Ennen pörssilistautumista Silmäasema operoi pääomasijoittajan omistuksessa korkealla velkavivulla ja matalalla omavaraisuusasteella. Listautuessaan yhtiö keräsi noin 31 MEUR:n nettovarat ja yhtiön tase vahvistui selvästi. Vuoden 2018 lopussa yhtiön korollinen nettovelka oli laskenut 28 MEUR:oon. Sen omavaraisuus oli vahvistunut H1'19 lopussa 43 %:iin ja nettovelka/oikaistu käyttökate suhde oli laskenut 1,9x.

Myös osakekohtainen tulos on heilunut

Silmäaseman raportoitu osakekohtainen tulos on heilahdellut 2015-2018 aikana. Taustalla ovat vaikuttaneet edellä esitetty kannattavuuskehitys, mutta myös kertaluonteiset kulut ovat heiluttaneet tulosta voimakkaasti. Vuoden 2017 osakekohtaisen tuloksen painumista negatiiviseksi selittivät pitkälti listautumisen kulut. Laskeneen nettovelan määrän sekä velkojen keskikoron (2018: 1,75 %), myötä yhtiön rahoituskulut ovat laskeneet selvästi, mikä on osaltaan tukenut osakekohtaista tulosta. Viimeisen 12kk osakekohtainen tulos onkin noussut 0,30 euroon hyvän kannattavuuskehityksen ansiosta.

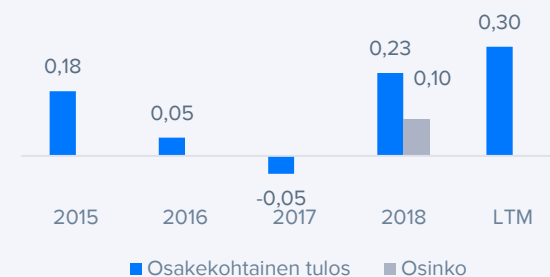
Osinkohistoria on vasta alussa

Aiemmin yhtiö panosti voimakkaasti verkoston kasvattamiseen ja ylimääräistä rahaa ei jäänyt omistajille jaettavaksi. Kiivaimman kasvuvaiheen jäätyä taakse yhtiö maksoi tarkasteluperiodin ensimmäisen osinkonsa viime tilikaudelta eli 0,10 euroa. Vastaava osingonjakosuhte raportoidusta tuloksesta oli 43 %.

Investoinnit



EPS- ja osinko



Taloudellinen kehitys 4/5

Taserakenne

Silmäaseman liiketoiminta sitoo itsessään vain rajallisesti pääomaa ja aineettomat omaisuuserät muodostavat yhtiön taseesta noin puolet. Taseessa oleva liikearvo (Q2'19: 61,2 MEUR) on syntynyt pääasiassa vuoden 2014 Silmäasema Fennica-konsernin hankinnasta ja muista pienemmistä yritysostoista. Liikearvoon ei ole kohdistunut arvonalentumisia, emmekä pidä alaskirjausriskiä erityisen merkittävänä, sillä yhtiön tilinpäätöksessä esitetyissä testausparametreissa on selvää turvamarginaalia. Aineettomat oikeudet (Q2'19: 3,2 MEUR) pitävät sisällään taseeseen aktivoituja erikseen hankittuja kilpailukieltosopimuksia, IT-järjestelmiä sekä tavaramerkkejä.

Aineellisten hyödykkeiden osuus on yhtiön taseesta 37,6 MEUR, josta valtaosa (27 MEUR) koostuu IFRS 16-standardin mukaisesta vuokratusta omaisuudesta. Muu käyttöomaisuus pitää sisällään pääasiassa optisten myymälöiden ja silmäsaaloitten leikkaus- ja tutkimustoimintaan liittyvää välineistöä ja vuokrattujen toimipisteiden uudistamiseen ja remontointiin liittyviä aktivoituja menoja.

Silmäaseman lyhytaikaiset varat koostuvat varastosta (Q2'19: 7,6 MEUR), saamisista (Q2'19: 4,7 MEUR) ja likvideistä varoista (Q2'19: 11,9 MEUR). Kysyntälähtöisen tuoteryhmäjohtamisen ja kuluttaja-asiakkaiden nopean maksuaikataulun ansiosta vaihto-omaisuuteen ja myyntisaamisiin sitoutuu vain vähän pääomia.

Silmäaseman oma pääoma oli Q2'19:n lopussa 42,8 MEUR. Yhtiöllä oli Q2:lla korollista velkaa 63,3 MEUR, joka koostuu pääasiassa pitkä- ja lyhytaikaisista pankkilainoista (Q2'19: 34,5 MEUR) sekä IFRS 16 vuokratuista. Silmäaseman pankkilainat ovat

vaihtuvakorkoisia ja yhtiö suojaa korkoriskejä koronvaihtosopimuksilla (Q2'19: 0,2 MEUR), jotka arvostetaan käypään arvoon tulosvaikutteisesti. Pankkilainat ovat kertalyhenteisiä ja niiden keskiporko oli vuoden 2018 lopussa 1,75 %. Silmäaseman muu vieras pääoma sisältää pääasiassa osto- ja muita velkoja.

IFRS 16-standardin vaikutukset

Vuoden 2019 alussa voimaan tullut IFRS 16 Vuokrasopimukset-standardi vaikutti merkittävästi Silmäaseman tuloslaskelmaan ja taseeseen, sillä suurin osa yhtiön optisen kaupan myymälöistä ja simäsaaloista toimii vuokratiloissa. IFRS 16-standardin myötä vuokrasopimuksiin liittyvien vastuiden nykyarvo on esitettävä taseen vastattavaa-puolella velkana ja vastaavaa-puolella omaisuuseränä.

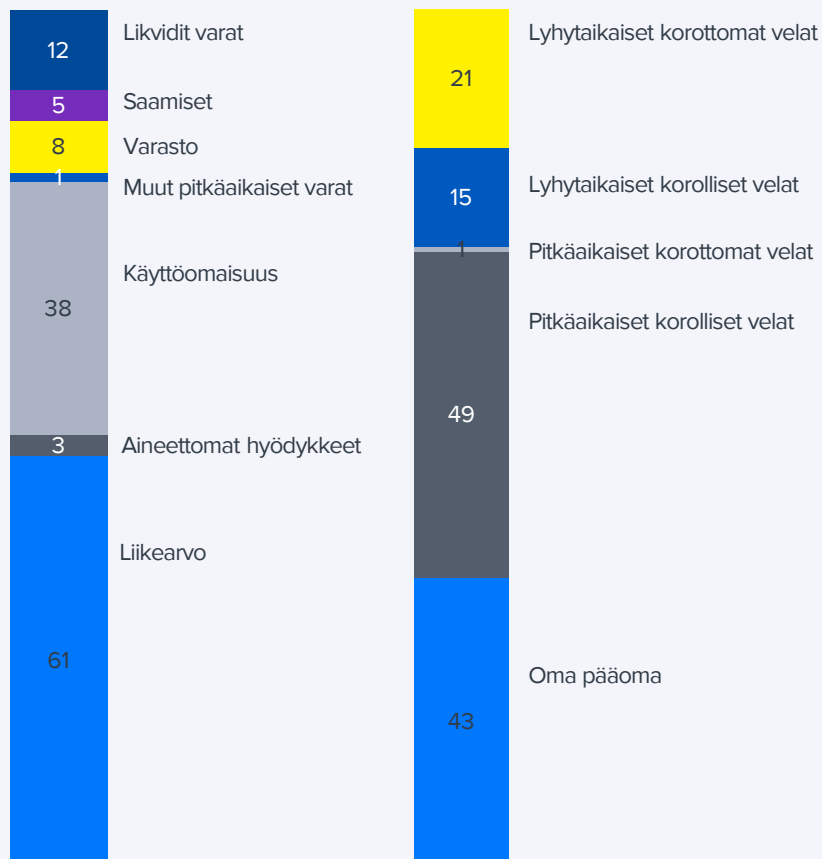
IFRS 16-standardin voimaantulo kasvatti Silmäaseman käyttöomaisuutta noin 27 MEUR:lla ja laskennallisia verosaamisia 51 tuhannella eurolla. Uusi kirjanpitostandardi kasvatti taseen pitkäaikaisia rahoitusvelkoja noin 20,7 MEUR:lla ja lyhytaikaisia rahoitusvelkoja puolestaan noin 6,6 MEUR:lla (Q2'19-tilanne).

Vuokrasopimusten uudella kirjanpitokäsittelyllä oli merkittäviä vaikutuksia taseen tunnuslukuihin ja Silmäaseman nettovelkaantumisaste oli Q2'19 lopussa 120 %. IFRS 16-vuokratuista oikaistuna yhtiön nettovelkaantumisaste oli Q2:lla noin 56 %. Silmäaseman lainojen kovenantit on sidottu oikaistun korollisen nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteeseen (ilman IFRS 16-vastuita). Yhtiön nettovelka/käyttökate-suhde oli Q2:lla 1,9x, kun lainojen kovenanttiehtona on nettovelka/käyttökate-suhteen pitäminen alle 3,5x tason.

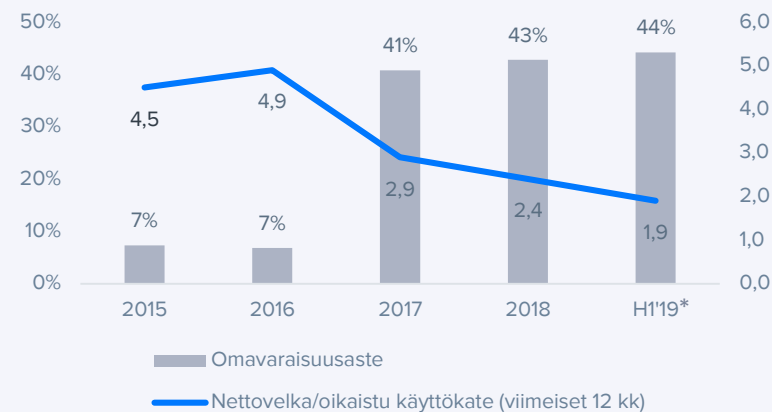
IFRS 16-standardin käyttöönoton myötä Silmäaseman toimipisteiden vuokratulot siirtyivät tuloslaskelmassa liiketoiminnan muista kuluista poistoihin ja rahoituskuluihin. Uusi kirjanpitokäytäntö kasvattaa vuositulosta oikaistua käyttökatetta noin 7,5 MEUR, oikaistua liikevoittoa noin 0,3 MEUR.

Taloudellinen kehitys 5/5

Tase 30.6.2019 (MEUR)

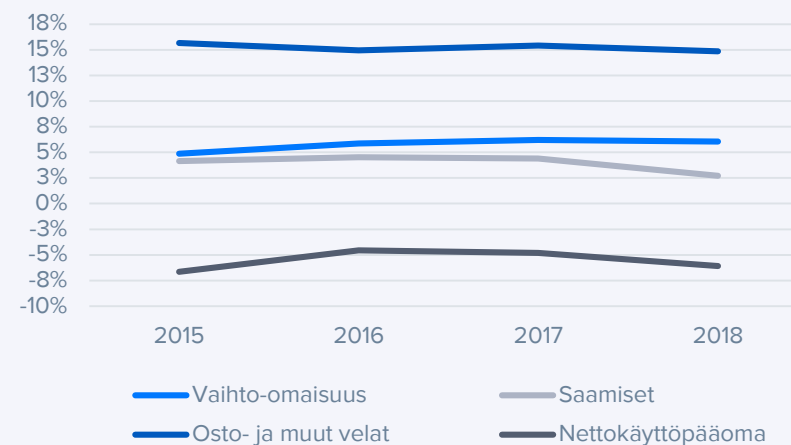


Taserakenne



H1'19* ilmoitettu ilman IFRS-16 vaikutuksia

Nettokäyttöpääoma (% liikevaihdosta)



Sijoitusprofiili



1.

Vahva markkina-asema näkemisen ja silmäterveyden markkinalla

2.

Defensiivistä toimialaa tukevat rakenteelliset trendit

3.

Kasvuvaiheen jälkeen johdon fokus kannattavuuden parantamisessa

4.

Pääomatehokkuus

5.

Kasvava osinko

6.

Coronaria-ostotarjous luo erikoistilanteen

Potentiaali

- Myynnin kasvaessa kiinteä kulurakenne skaalautuu nopeasti
- Vanheneva väestö ja kasvanut kiinnostus omaa terveyttä kohtaan tukevat markkinan kasvua
- Asiakasvirtojen kasvattaminen optisen vähittäiskaupan ja silmäklinikoiden välillä
- Silmäklinikoiden käyttöasteiden nosto
- Uuden strategian onnistunut implementointi
- Korkeamman ostotarjouksen mahdollisuus

Riskit



- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Neuvotteluaseman heikkeneminen tavarantoimittajiin
- IT-järjestelmäuudistuksessa onnistuminen: IT-järjestelmän uudistushankkeet voivat epäonnistuessaan saada koko organisaation sekaisin
- Kulttuuririskit: Asiantuntijaorganisaation kulttuurin muuttaminen myyntihenkisempään suuntaan voi epäonnistua
- Kuluttajaluottamuksen heikentyminen
- Käynnissä olevan Coronarian yritysvaltauksen nostama epävarmuus

Ennusteet: Optinen kauppa

Optinen kauppa kehittynyt erinomaisesti

Optisen vähittäiskaupan H1'19-liikevaihto kasvoi erinomaisesti 48,5 MEUR:oon (+9,7 %) ja oikaistu käyttökate nousi vahvan myynnin tukemana 8,5 MEUR:oon. Ilman IFRS 16 muutoksia oikaistu käyttökate olisi ollut 5,3 MEUR (H1'18: 3,3 MEUR). Arviomme mukaan alkuvuoden onnistumisen takana on omaa hyvää operatiivista tekemistä mm. markkinoinnin tehostamisessa ja asiakasdatan hyödyntämisessä. Yhtiön kasvuluvut ovat saaneet myös selvää tukea alkuvuoden 4,1 %:n markkinakasvusta (Lähde: Näe ry). H2'19:n kasvuennustemme jäävät vain 0,5 %:iin, sillä vastassa on vahva Q4'18 vertailukausi ja myös liikkeiden sulkemisilla on pieni negatiivinen vaikutus. Kokonaisuutena odotamme optisen kaupan liikevaihdon kasvun olevan 5 % vuonna 2019 ja liikevaihtoennustemme on 92,5 MEUR.

Mielestämme alkuvuoden yli 4 %:n markkinan kasvu on historialliseen tasoon nähden (2,3 % CAGR 2012-2018) korkeahko ja vuosien 2020-2022 liikevaihdon kasvuennustemme olettaa Silmäasemalle tasaista 3 %:n kasvua, joka on hieman yli odottamamme markkinan kasvun. Optisen kaupan myyntimixin ennustamme pysyvän suunnilleen ennallaan, emmekä odota yhtiön myyntikatetasoissa suuria muutoksia. Tähän oletukseen liittyy kuitenkin normaalia suurempaa epävarmuutta markkinan kilpailudynamiikan kehityksen osalta, jota käsittelimme sivulla 14.

Myymäläverkoston sulkemiset tukevat

kannattavuutta loppuvuonna

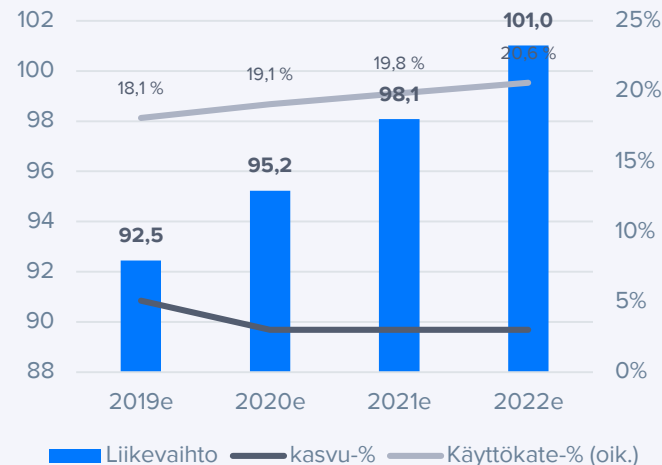
Silmäasema on alkuvuodesta sulkenut 9 tappiollista myymälää ja avannut 1 uuden myymälän. Kokonaisuutena niistä muodostuvat kustannussäästöt näkyvät ennusteessamme erityisesti Q3'19:sta alkaen. Käsityksemme mukaan yhtiö on myös samalla panostanut voimakkaasti uusien kanavien ja konseptien testauksiin. Odotamme tämän rajoittavan kulujen laskua. H1'19 aikana yhtiön kulut olivat suunnilleen vertailukauden tasolla ja H2:lla odotamme niiden laskevan noin 1 MEUR:lla vertailukauteen nähden. Jatkossa odotamme verkoston myymälämäärän pysyvän lähellä nykytasoaan, mutta sijaintien elävän.

Myös tehostamisohjelma laskee kuluja

Verkoston optimoinnista tulevien säästöjen lisäksi yhtiö on kertonut konserninlaajuisesta tehostamisohjelmasta, josta enemmistön arvioimme kohdistuva optiseen vähittäiskauppaan. Ohjelma tavoittelee vuosien 2019-2020 aikana noin 2 MEUR:n vuotuisia kulusäästöjä koostuen esim. vuokrien uudelleen neuvotteluista ja muiden sopimusten kilpailutuksista. Näistä säästöistä osa on käsityksemme mukaan tullut läpi jo H1'19 aikana.

Kokonaisuutena odotamme optisen kaupan segmentin oikaistun käyttökatemarginaalin nousevan 18,1 %:iin (2019e), 19,1 %:iin (2020e), 19,8 %:iin (2021e) ja 20,6 %:iin (2022e) kulurakenteen tehostamisen sekä liikevaihdon kasvun tukemana. Korkeasta myyntikatteesta johtuen kiinteät kulut skaalautuvat nopeasti.

Optinen kauppa ja silmäterveydenhuolto



Ennusteet: Silmäklinikat

Silmäklินิกoiden myynnin lasku pitää ensin pysäyttää

Silmäklินิกat-segmentin vertailukelpoisen myynnin lasku on ollut keskimäärin 7 % viimeiset viisi kvartaalia. Pidämme tätä huolestuttavana trendinä ja yhtiön pitäisi saada se nopeasti käännettyä säilyttääkseen vahvan markkina-asemansa. Klinikoiden myynnin parantamiseksi yhtiö on tunnistanut keinoikseen ristiinmyynnin vahvistamisen, asiakashankinnan tehostamisen sekä lääkäriyhteistyön kehittämisen. Pidämme erityisesti asiakasvirtojen vahvistamista optisesta kaupasta klinikoille yhtiön parhaana aseena. Arviomme mukaan myös hyvä asiakasvirta on tärkein yksittäinen elementti, jonka mukaan silmäkirurgi päättää kenen palveluksessa hän työskentelee.

Verkostomatemaattisia piirteitä omaavassa liiketoiminnassa asiakasvirran pitää kohdata avoimet lääkäriajat ja trendin pysäyttäminen vaatii siten onnistumista verkoston molempien puolien hallinnassa. Arvioimme yhtiön aloittamien toimenpiteiden vievän aikaa ennen kuin ne kantavat hedelmää. Silmäklินิกat-segmentin liikevaihtoennusteemme vuodelle 2019 on 33,3 MEUR (liikevaihto -5 %) ja odotamme myös vuodelta 2020 vielä 1 %:n liikevaihdon laskua 32,9 MEUR:oon. Vuosina 2021 ja 2022 odotamme myynnin kääntyvän noin 3 %:in kasvuun ja liikevaihtoennusteemme ovat 33,9 MEUR ja 34,9 MEUR.

Kuluttajaluottamuksen heikentyminen viivästyttää ennusteissamme myös käänteen etenemistä, sillä arviomme mukaan silmien

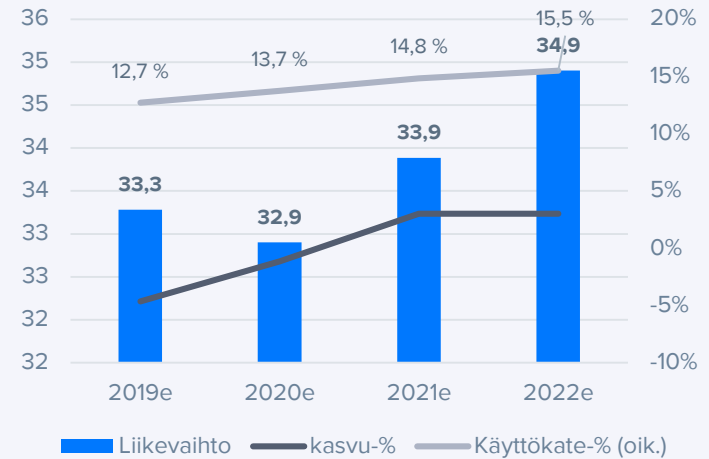
taittovirheleikkaus kuuluu niihin operaatioihin, joita lykätään, kun luottamus talouteen heikentyy.

Silmäklินิกoiden kiinteät kulut laskevat ennusteissamme

Lääkärit toimivat silmäklinikoilla lähes järjestäen ammatinharjoittajina ja ne ovat siten muuttuva kustannus operaatioiden määrän mukaan. Emme odota ennusteissamme suuria muutoksia yhtiön myyntikatteisiin ja odotamme leikkausten hintojen pysyvän lähellä nykytasojaan kireän kilpailun jatkuessa sekä ammatinharjoittajien palkkio-osuuden pysyessä ennallaan.

Vantaan klinikan sulkemisen jälkeen (arviomme Q3:n aikana) silmäklินิกoiden verkostoon kuuluu enää 13 klinikkaa. Tämä seurauksena kiinteiden kustannusten taso laskee ennusteissamme. Pidämme mahdollisena, että myös muita toisiaan lähellä olevia klinikoita yhdistetään (esim. Vaasa ja Seinäjoki), mutta emme ole ottaneet tätä huomioon ennusteissamme. Segmentin kannattavuus seurailee pitkälti liikevaihdon kasvua, sillä arviomme mukaan verkoston klínikoiden käyttöasteet ovat suhteellisen matalat ja paraneva käyttöaste tukisi kannattavuusparannusta nopeasti. Odotamme silmäklínikoiden oikaistun käyttökatemarginaalin nousevan 12,7 %:sta (2019e) 13,7 %:iin (2020e) kustannussäästöjen tukemana. Vuonna 2021 odotamme käyttökatemarginaalin paranevan 14,8 %:iin ja vuoden 2022 ennusteemme on 15,5 %. Näiden vuosien aikana saavutettu kannattavuusparannus nojaa ennusteissamme liikevaihdon kasvun tuomaan tukeen.

Silmäklíníkat



Kuluttajaluottamus Suomi*



*Lähde: Euroopan komissio

Ennusteet: Konserni

Liikevaihto kasvaa maltillisesti

Silmäaseman ennusteemme koostuvat edellä esitettyjen segmenttien yhteenlasketuista ennusteista. Odotamme Silmäaseman liikevaihdon kasvavan 2 %:n vauhtia 2019-2020 optisen kaupan vetämänä ja kasvun nousevan 3 %:iin, kun myös silmäklinikat alkavat jälleen palata kasvuun. Yhtiön oma tavoite on kasvaa yli Suomen näkemisen ja silmäterveyden markkinan kasvuvauhtia. Yhtiön mukaan se tarkoittaisi liikevaihdon yli 4 %:n vuotuista kasvua, jos vuoden 2019 markkinan kasvuvauhti jatkuisi.

Ennustamme Silmäaseman kannattavuuden parantuvan tasaisesti 2019-2022. Vuonna 2019 ennustamme käyttökate-%:n olevan 16,8 % ja nousevan vuoteen 2022 mennessä 19,3 %:iin. Yhtiö lähestyykin ennusteessamme oikaistun käyttökateen 20 %:n tavoitetta, mutta ei aivan saavuta sitä strategiakaudella. Mielestämme 20 %:n tavoite on myös optimiskenaariossa saavutettavissa, mutta se edellyttäisi erityisesti ennustamaamme nopeampaa myynnin kasvua.

Liikevaihdon kasvu skaalaa yhtiön kiinteää kulurakennetta tehokkaasti. Myös verkoston optimointi ja tehostamisohjelma laskevat ennusteessamme absoluuttisia kuluja vuosien 2018-2020 välillä noin 2 MEUR:lla ja pitävät myös vuosina 2021-2022 absoluuttisten kulujen nousun matillisena (n. 1 %/v).

Huomautamme sijoittajille, että olemme tehneet konsernitasolla IFRS-16 tilinpäätösstandardinmuutokset ennusteisiimme ja taseeseen vuodesta 2019 alkaen ja historialliset luvut eivät huomioi muutoksia. IFRS-

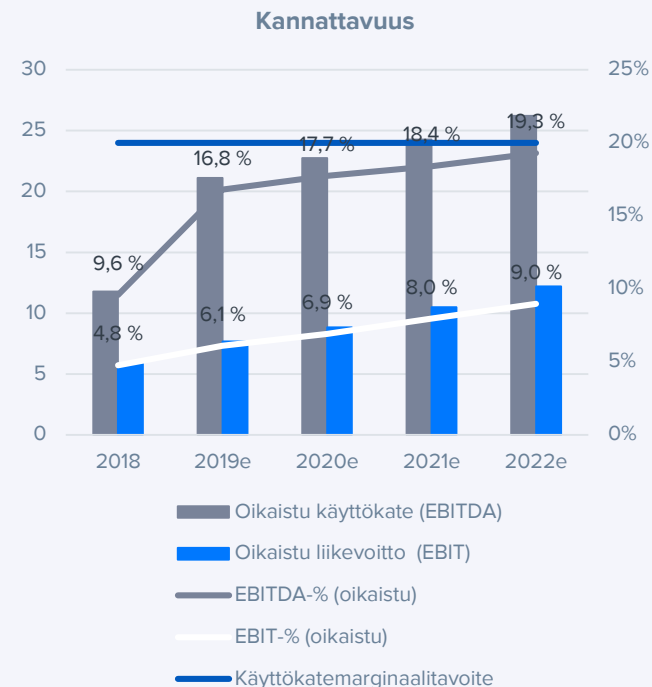
16 muutokset nostivat käyttökateä noin 7,4 MEUR/v sekä taseeseen kirjattavan käyttöoikeusomaisuuden ja vuokrasopimusvelan määrää noin 27 MEUR:lla.

Ohjeistus on varovainen suhteessa ennusteisiimme

Silmäaseman ohjeistus odottaa vuoden 2019 vertailukelpoisen liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla (122,9 MEUR) sekä oikaistun käyttökateprosentin olevan edellisvuoden tasolla tai paranevan hieman (2018: 9,6 %) ilman vuoden 2019 alusta käyttöön otetun IFRS 16-standardin vaikutusta.

Yhtiön vertailukelpoisen liikevaihdon kasvun odotamme olevan noin 2 % ja IFRS-16 muutoksista oikaistun käyttökatemarginaalin ennusteemme on 10,9 %. Mielestämme yhtiön 2018 tilinpäätöksen yhteydessä antama ohjeistus on varovainen ja näemme selvän positiivisen tulosvaroituksen mahdollisuuden.

Uskomme, että yhtiö on pitänyt ohjeistuksen varovaisena, sillä kilpailijoiden loppuvuoden toimista ja markkinan kehityksestä riippuu paljon, miten myynti ja kannattavuus kehittyvät H2:lla.



Ennusteet: Konserni

Osakekohtainen tulos nousee ripeästi

Yhtiön veroaste on ollut alkuvuodesta 2019 noin 27 % ja odotamme ennusteissamme sen pysyvän tällä tasolla myös jatkossa. Suomen yhteisöveroa (20 %) korkeampi veroaste johtuu arviomme mukaan, siitä että yrityskauppoihin liittyvät ppa-poistot eivät ole verovähennyskelpoisia ja yhtiöllä saattaa olla myös tappiollisia toimintoja, joita ei pystytä verotuksessa vähentämään.

Yhtiön rahoituskulut ovat 2019 ennusteissamme noin 2 MEUR/v ja säilyvät lähellä tätä tasoa myös jatkossa. Yhtiön osakekohtainen tulos (EPS) kehittyy ennusteissamme hyvin positiivisesti liikevaihdon kasvun sekä kannattavuuden parantuessa. 2019 ennusteemme raportoiduksi osakekohtaiseksi tulokseksi on 0,27 euroa, 2020e 0,34 euroa ja 2021 0,44 euroa. Aikavälin osakekohtaisen tuloksen kasvu on noin 18 %.

Osinkoa varaa nostaa selvästi paranevan tuloskehityksen mukana

Odotamme yhtiön maksavan taloudellisten tavoitteidensa mukaisesti vuosittain kasvavaa osinkoa. Vuoden 2018 tilikaudelta se maksoi ensimmäisen osinkonsa, joka oli 0,10 euroa/osake (osingonjakosuhte 43 %). Odotamme osingonjakosuhteen nousevan noin 50 %:iin, sillä yhtiön laskeneesta investointitasosta ja negatiivisesta nettokäyttöpääomasta johtuen osinkoa on mahdollista kasvattaa nopeastikin olettaen, että tuloskehitys pysyy ennusteidemme mukaisena.

Ennustamme Silmäaseman jakavan 0,13 euroa

osinkoa tilikaudelta 2019 (osingon jakosuhte 48 %) ja 0,17 euroa tilikaudelta 2020 (osingon jakosuhte 50 %).

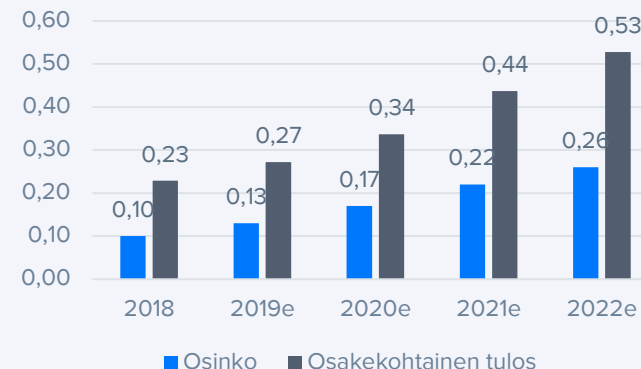
Investoinnit laskevat ja nettokäyttöpääoma pysyy selvästi negatiivisena

Odotamme yhtiön investointien olevan 2019-2022 historiallisia tasojen matalammat ja noin 7 MEUR/v. Investointien mix painottuu nykyisten ketjutoimipisteiden toimintaedellytysten parantamiseen (IT-järjestelmä ja remontit). Ennusteissamme verkoston kasvattamisen ja yritysostojen rooli investoinneissa pienentyy historiallisiin tasoihin verrattuna huomattavasti. Odotamme yhtiön omavaraisuuden kasvavan maltillisesti ja nettovelkaantumisasasteen pienenevän, huolimatta selvästi kasvavasta osingosta. Nettokäyttöpääoman odotamme jatkavan nykytasollaan selvästi negatiivisena ja olevan myös jatkossa noin -6 % liikevaihdesta.

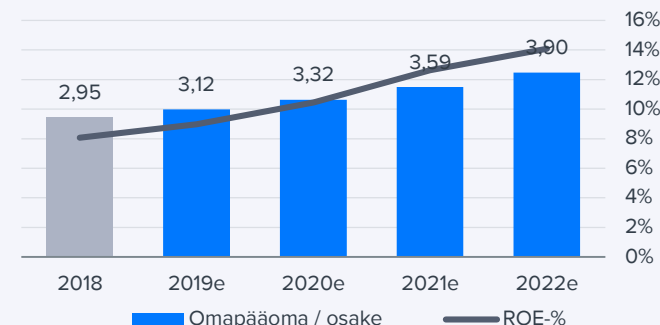
ROE-% nousee maltillisesti

Oman pääoman tuotto (ROE-%) kohoaa ennusteissamme asteittain tulosparannuksen myötä 8,1 %:sta (2018) 14,1 %:iin (2022e). Absoluuttisesti ROE-% ei voimakkaasta tulosparannuksesta ja negatiivisesta nettokäyttöpääomasta huolimatta nouse kuitenkaan järin korkeaksi johtuen taseeseen yritysostojen myötä kertyneestä korkeasta liikearvosta.

Osinkoennusteet



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	118	30,9	32,8	26,9	32,4	123	32,2	34,5	27,4	31,6	126	128	132	136
Optinen kauppa ja silmäterveydenhu	83,0	21,2	23,0	19,8	23,9	88,0	23,2	25,3	20,5	23,4	92,5	95,2	98,1	101
Silmäklinikat	35,3	9,6	9,7	7,1	8,5	34,9	8,9	9,2	6,9	8,2	33,3	32,9	33,9	34,9
Käyttökate	6,9	2,6	2,8	3,0	3,1	11,5	5,2	5,6	4,8	5,3	20,9	22,7	24,5	26,2
Poistot ja arvonalennukset	-5,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-3,3	-3,4	-3,4	-3,4	-13,5	-13,9	-14,0	-14,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,5	1,4	1,9	0,6	2,0	5,8	1,9	2,2	1,4	1,9	7,4	8,8	10,5	12,2
Liikevoitto	1,6	1,1	1,3	1,5	1,6	5,5	1,9	2,2	1,4	1,9	7,4	8,8	10,5	12,2
Optinen kauppa ja silmäterveydenhu	0,8	0,4	0,6	1,8	1,4	4,2	1,4	1,9	1,7	1,6	6,6	7,9	9,2	10,5
Silmäklinikat	2,6	0,7	0,7	-0,3	0,4	1,5	0,5	0,2	-0,3	0,3	0,8	0,9	1,3	1,7
Eliminoinnit ja kertaerät	-1,8	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-1,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-2,2	-2,1	-2,2
Tulos ennen veroja	-1,2	0,7	0,9	1,2	1,2	4,1	1,4	1,6	0,9	1,4	5,3	6,6	8,4	10,0
Verot	0,6	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,9	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-1,4	-1,8	-2,2	-2,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-0,6	0,5	0,7	0,9	1,2	3,3	1,0	1,2	0,6	1,0	3,9	4,8	6,2	7,5
EPS (oikaistu)	0,30	0,05	0,09	0,00	0,11	0,25	0,07	0,08	0,04	0,07	0,27	0,34	0,44	0,53
EPS (raportoitu)	-0,05	0,03	0,05	0,06	0,09	0,23	0,07	0,08	0,04	0,07	0,27	0,34	0,44	0,53

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	16,7 %	4,1 %	4,2 %	1,8 %	5,1 %	3,9 %	4,3 %	5,4 %	1,9 %	-2,4 %	2,3 %	1,9 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-9,8 %	-11,9 %	-33,4 %	-21,5 %	49,6 %	-9,9 %	34,9 %	17,2 %	125,8 %	-1,5 %	26,7 %	18,5 %	19,6 %	16,2 %
Käyttökate-%	5,8 %	8,5 %	8,5 %	11,2 %	9,6 %	9,4 %	16,2 %	16,2 %	17,5 %	16,9 %	16,6 %	17,7 %	18,6 %	19,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,5 %	4,6 %	5,7 %	2,3 %	6,1 %	4,8 %	5,9 %	6,3 %	5,1 %	6,1 %	5,9 %	6,8 %	8,0 %	9,0 %
Nettotulos-%	-0,5 %	1,6 %	2,1 %	3,2 %	3,8 %	2,7 %	3,2 %	3,4 %	2,3 %	3,2 %	3,1 %	3,7 %	4,7 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	78,5	78,7	105	105	105
Liikearvo	61,1	61,2	61,2	61,2	61,2
Aineettomat hyödykkeet	3,7	3,7	3,2	3,9	4,3
Käyttöomaisuus	12,0	12,5	39,4	38,8	38,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3
Vaihtuvat vastaavat	18,9	22,7	23,2	23,6	24,3
Vaihto-omaisuus	7,3	7,4	7,5	7,7	8,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,2	3,3	3,4	3,5	3,6
Likvidit varat	5,7	11,9	12,2	12,4	12,8
Taseen loppusumma	97,4	101	128	129	130

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	38,8	42,0	44,4	47,4	51,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,3	2,9	5,3	8,3	12,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	39,0	39,0	39,0	39,0	39,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	38,0	38,8	56,0	48,4	45,4
Laskennalliset verovelat	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	37,3	38,0	55,2	47,6	44,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	20,6	20,6	27,9	33,2	33,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	1,9	7,7	12,6	11,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,2	18,2	18,9	19,2	19,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,4	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	97,4	101	128	129	130

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Yhtiön tulos pohjaiset kertoimet ovat koholla

Ennusteidemme mukaiset kertaluonteisista eristä oikaistut 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 22x ja 18x ja ne ovat absoluuttisesti korkeita. Ennustamamme voimakas tulosparannus 2018-2021 (18 % CAGR) tukee kuitenkin yhtiölle hyväksyttäviä kertoimia. Mielestämme PEG-kerroin (P/E-luku jaettuna ennustetulla tuloskasvulla) on hyvä "reality check" yhtiölle hyväksyttävään arvostukseen. PEG-luvun antaessa yli 1,0x arvon osakkeen hinnoittelu on koholla. Silmäaseman PEG-kerroin 1,2x kertoo siten yhtiön korkeahkosta arvostuksesta.

Verrokkiryhmäämme suhteutettuna Silmäaseman 2019e ja 2020e P/E-kertoimet ovat linjassa laajan verrokkiryhmämme mediaanikertoimien kanssa. Verrokkiryhmän absoluuttisesti korkeat kertoimet perustuvat niiden toimialojen defensiivisyyteen ja erityisesti sote-toimialalla sekä optisessa kaupassa toimivien verrokkien hyviin kasvunäkymiin väestön ikääntyessä.

Suhteessa optisen kaupan verrokkeihin (Gran Vision, National Vision Holdings, New look vision, Safilo, EssilorLuxottica, Hoya, Fielmann AG) Silmäasemaa pitää mielestämme hinnoitella selkeällä alennuksella johtuen toimijoiden selvästi suuremmasta koosta ja paremmasta asemasta toimitusketjussa. Silmäaseman alennus näihin toimijoihin P/E-kertoimella tarkasteltuna on noin 20-30 %, eikä siinä ole nähdäksemme laskuvaraa.

Silmäaseman EV/EBITDA-kertoimet ovat puolestaan matalat sekä absoluuttisesti että

verrokkeihin nähden. 2019e ja 2020e EV/EBITDA-kertoimet ovat 6,5x ja 5,9x. Matalat EV/EBITDA-kertoimet selittyvät kuitenkin yhtiön korkeilla poistotasolla. Huomautamme, että tekemämme IFRS-16 muutokset ovat nostaneet suhteellisesti enemmän käyttökatetta (+7,4 MEUR) kuin nettovelkaa (+27 MEUR) ja siten osaltaan laskeneet EV/EBITDA-kertoimia. Ilman muutoksia EV/EBITDA-kertoimet olisivat noin (7,3x ja 6,8x). Yhtiön 2019e ja 2020e EV/EBIT-kertoimet puolestaan ovat (18x ja 15x) ja linjassa verrokkiryhmän kanssa. Nämä luvut olisivat IFRS-16 muutoksista oikaistuna (15x ja 12x) ja siten absoluuttisesti myös koholla.

Silmäaseman osinkotuotot 2019e ja 2020e tilikaudelta ovat 2,2 % ja 2,8 %. Ennustamastamme nopeasta osingon kasvusta huolimatta matala osinkotuotto ei itsessään tarjoa tukitaseja osakkeelle. Osaketuoton ajureita on kokonaisuutena havainnollistettu seuraavan sivun graafissa.

DCF-arvonmääritys antaa kokonais kuvan yhtiön käyvistä arvosta

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 5,6 euroa ja se tukee arviotamme osakkeen lievistä yliarvostuksesta. DCF-malli antaa mielestämme parhaan kuvan yhtiön käyvistä arvosta, sillä se huomioi negatiivisen käyttöpääoman vaikutuksen sekä investointitasot. Malli on kuitenkin herkkä oletuksille.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu on vuosina 2019-2020 keskimäärin 2 % optisen kaupan myynnin kasvun vetämänä ja strategia kauden lopussa 2021-2022 kasvu nousee 3

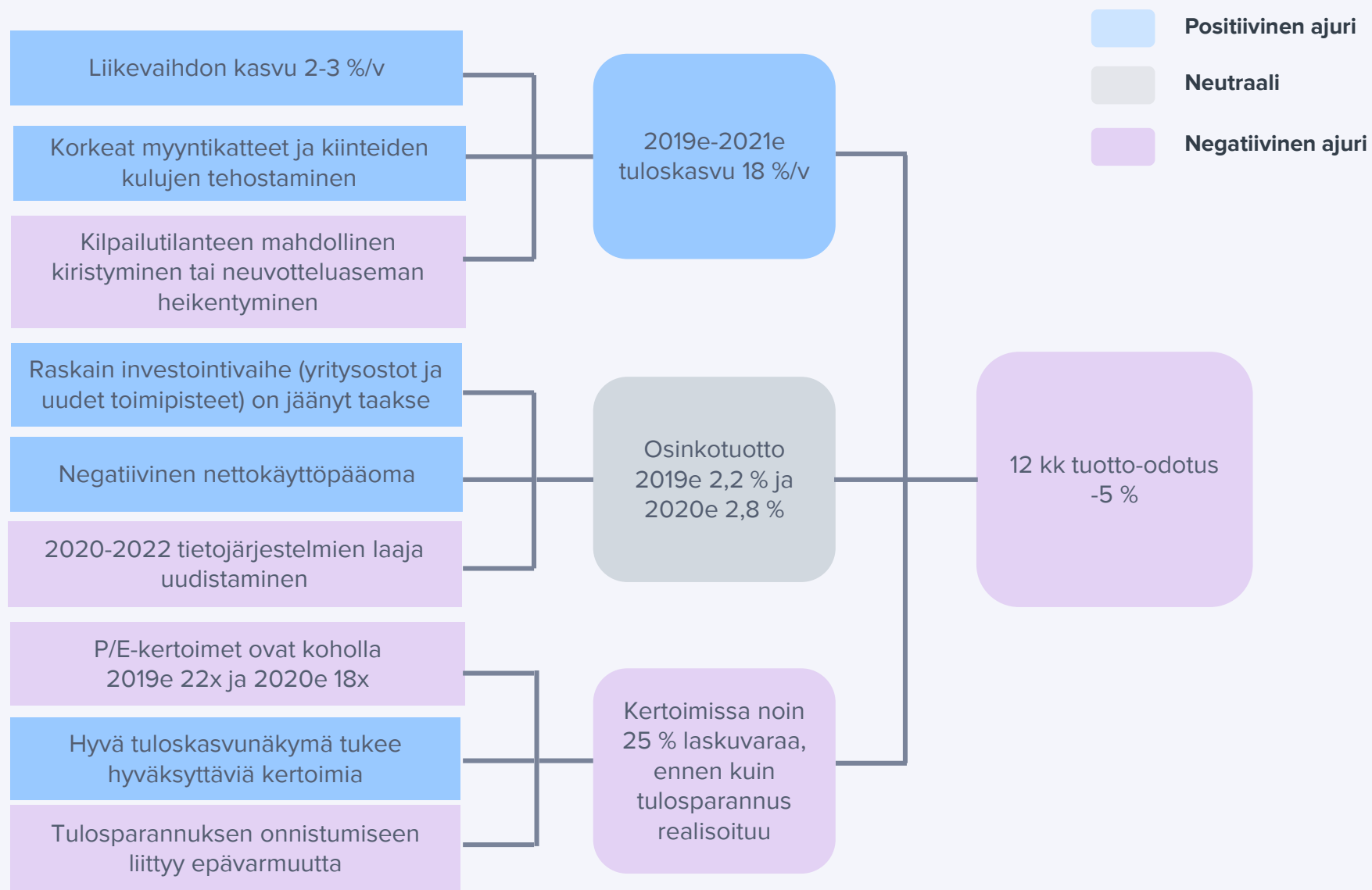
%:iin, kun Silmäklinikat-segmentin liikevaihdon laskeva trendi saadaan ennusteessamme käännettyä. 2023 alkaen yhtiön kasvu tasaantuu noin 2 %:n tasolle ja myös terminaalissa (2027 jälkeen) kasvuoletuksemme on 2 %/v.

Yhtiön käyttökate-% nousee vuoden 2018 15,5 %:sta (sis. IFRS 16-muutokset) tasaisesti 19,3 %:iin vuoteen 2022 mennessä. Tämän jälkeen 2023-2027 marginaali laskee lievästi 18,5 %:n tasolle ja terminaalissa oikaistu EBITDA-marginaali tasaantuu noin 18 %:n tasolle.

Huomautamme sijoittajille, että terminaalin oikaistu EBITDA-marginaali on alle yhtiön omien tavoitteiden ja se heijastelee lievästi kiristyvää kilpailutilannetta, jossa suuremman volyymin omaavat kansainväliset ketjut saavat kilpailuetua ja myös alan toimijoiden (EssilorLuxottica) vertikaalinen integraatio luo epävarmuutta Silmäaseman myyntikatteiden kehitykseen.

Operatiivisten investointien oletamme pysyvän lähellä yhtiön poistoja ja nettokäyttöpääoman jatkavan noin -6 %:ssa liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on malitillinen (52 %), sillä yhtiön vahva kasvufokus on siirtynyt kannattavuuden parantamiseen. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 %. Yhtiön toimialan defensiivisyys tukee tätä matalamman WACC:in valintaa, mutta toisaalta kilpailudynamiikan tulevaan kehitykseen liittyvä epävarmuus sekä se, että yhtiön tulosparannus on pääosin vielä todistamatta nostavat hyväksymäämme WACC-%:ia.

Osaketuoton ajurit ilman ostotarjouksen huomiointia



DCF-laskelma

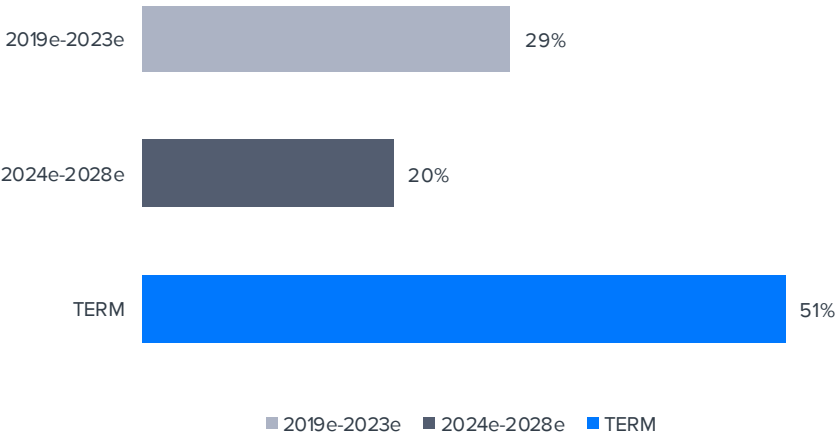
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	5,5	7,4	8,8	10,5	12,2	9,7	9,9	10,1	10,3	10,5	10,7	
+ Kokonaispoistot	6,0	13,5	13,9	14,0	14,0	14,4	14,3	14,2	14,1	14,1	14,1	
- Maksetut verot	-0,4	-1,4	-1,8	-2,2	-2,5	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,7	1,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Operatiivinen kassavirta	13,5	20,2	20,4	22,0	23,4	21,9	21,9	22,0	22,0	22,2	22,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,5	-40,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,9	-19,8	6,4	8,0	9,4	7,9	7,9	8,0	8,0	8,2	8,1	
+/- Muut	0,0	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,9	7,2	6,4	8,0	9,4	7,9	7,9	8,0	8,0	8,2	8,1	122
Diskontattu vapaa kassavirta		7,1	5,7	6,6	7,1	5,5	5,1	4,7	4,4	4,1	3,7	55,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		110	103	96,8	90,2	83,1	77,6	72,6	67,9	63,5	59,5	55,8
Velaton arvo DCF		110										
- Korolliset velat		-39,9										
+ Rahavarat		11,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,4										
Oman pääoman arvo DCF		80,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	24,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	22,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Huom: Vuoden 2019 bruttoinvestoinnit sisältävät laskennallisten 27 MEUR:n käyttöomaisuuserien tuonnin taseeseen IFRS16 muutosten myötä, mutta tämä on oikaistu kassavirrasta.

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Ostotarjous luo osakkeen hinnoitteluun erikoistilanteen

Coronarian omistusosuus Silmäasemassa nousi 16.8.2019 32,6 %:iin, mikä synnytti yhtiölle Arvopaperimarkkinalain mukaisen velvollisuuden tehdä pakollinen julkinen ostotarjous Silmäaseman kaikista osakkeista ja osakkeisiin oikeuttavista arvopapereista.

Coronaria julkisti pakollisen ostotarjouksen 27.8.2019, missä se tarjosi jokaisesta Silmäaseman osakkeesta 6,00 euron käteisvastikkeeseen. Ostotarjous on voimassa 5.-26.9.2019 ja tarjouksentekijä on varannut itselleen oikeuden pidentää tarjousaikaa. Coronaria pidätti itsellään oikeuden hankkia Silmäaseman osakkeita tarjousaikana julkisessa kaupankäynnissä tai muuta kautta. Coronaria on kasvattanut ostotarjousvelvollisuuden syntymisen jälkeen omistustaan 33,2 %:iin ja yhtiö on jatkanut Silmäaseman osakkeiden ostamista pörssistä 6,00 euron tarjoushinnalla.

Coronarian tekemää ostotarjousta voidaan pitää vihamielisenä ostotarjouksena, sillä yhtiö ei ole keskustellut ostotarjouksesta etukäteen Silmäaseman suurimpien omistajien tai hallituksen kanssa. Ostotarjous luo osakkeen hinnoitteluun erikoistilanteen, sillä ostotarjouksen läpimenemiseen liittyy epävarmuutta. Sijoittaja joutuukin sijoitus päätöksen yhteydessä arvioimaan ostotarjouksen mahdollisia lopputulemia ja niiden todennäköisyyksiä.

Silmäaseman hallitus tiedotti 11.9.2019, että se on yksimielisesti päättänyt olla suosittelematta ostotarjouksen hyväksymistä.

Ostotarjouksen läpimenon ei pitäisi kaataa kilpailuviranomaisiin tai rahoitukseen

Coronarian arvion mukaan kauppa ei edellyttäisi kilpailuviranomaisen hyväksyntää. Coronarian enemmistöomistama Medilaser-keiju, Coronaria Silmäklinitkat Oy ja Silmäasema kilpailevat samoista asiakkaista pääkaupunkiseudulla (Espoo ja Helsinki), Tampereella, Jyväskylässä, Kuopiossa, Oulussa, Seinäjoella ja Turussa. Koska Silmäasema on taittovirhe- ja kaihileikkausten markkinajohtaja ja Coronarian omistama Medilaser-keiju on markkinakakkonen, ostotarjouksen läpimenemisen myötä Coronarialle saattaisi käsityksemme mukaan muodostua määrävä markkina-asema ainakin osassa edellä mainituista kaupungeista. Kaupan läpimeno voisi täten edellyttää tiettyjen samoissa kaupungeissa toimivien silmäklinitkoiden sulkemista tai myyntiä kilpailijoille.

Arvopaperimarkkinalaki edellyttää, että ostotarjouksen tekijä kykenee suorittamaan täysimääräisesti ostotarjouksessa tarvittavan käteisvastikkeeseen. Coronaria ilmoitti ostotarjouksessa rahoittavansa järjestelyn kassavaroilla ja käyttämättömien luottojärjestelyjen yhdistelmällä. Yhtiön rahoituksellista liikkumavaraa tukee keväällä ruotsalaiselle Humanalle 71 MEUR:lla myyty hoivaliiketoiminta.

Yrityskauppa tarjoaisi Coronarialle merkittäviä synergioita

Silmäaseman yritysosto olisi Coronarialle strategisesti järkevä ja yritysoston teollinen logiikka on mielestämme selkeä. Silmäaseman

silmäklinitkoiden ja optisen kaupan kokonaisuuden yhdistäminen Coronarian silmäterveyspalveluihin (Medilaser ja Coronaria Silmäklinitkat) tarjoaisi arviomme mukaan sekä selviä myynnillisiä että kustannussäästöihin pohjautuvia synergioita.

Yritysjärjestelyn myötä Coronarian silmäterveyspalvelut laajentuisivat sekä Itä-Suomeen (Lappeenranta, Joensuu) että Lappiin (Rovaniemi) ja yhtiön silmäsaarialaverkostosta tulisi aidosti valtakunnallinen. Yritysosto tarjoaisi Coronarialle selviä myynnillisiä synergioita muun muassa kapasiteetin hallinnan (kysynnän ja tarjonnan välisen tasapainon parempi hallitseminen), hintakilpailun hillitsemisen sekä optisten myymälöiden ja sairaaloiden välisen asiakassyötön kasvattamisen avulla.

Yritysoston Coronarialle tarjoamat kustannussynergiat ovat mielestämme varsin ilmeiset. Molempien yhtiöiden silmäklinitkoiden käyttöasteet ovat käsityksemme mukaan matalat, mistä johtuen kiinteiden kustannusten osuus myynnistä on liian korkea. Toimintojen yhdistämisen jälkeen Coronaria saisi hoidettua saman asiakasmäärän huomattavasti pienemmillä kiinteillä kustannuksilla sulkemalla osan päällekkäisistä klinitkoista. Medilaser Oy:n 2018 liikevaihto oli noin 10 MEUR ja liikevoittomarginaali - 8 % ja Silmäaseman Silmäklinitkat-segmentin 2018 liikevaihto puolestaan oli noin 35 MEUR ja liikevoittomarginaali 2 %. Molempien myynti ja kannattavuus ovat olleet viime vuosina laskutrendillä.

Arvonmääritys ja suositus 3/3

Arviomme mukaan Coronaria kykenisi saavuttamaan noin 4-5 MEUR:n vuositason kustannussynergiat sulkemalla päällekkäisiä klinikoita kahdeksalta paikkakunnalta. Olemme arvottaneet kustannussynergiat 23 MEUR:oon suhteellisen matalalla EV/EBIT-kertoimella 5x, sillä niiden määrään liittyy epävarmuutta ja klinikoiden sulkemisesta koituu kertaluontoisia kustannuksia. Laskelmamme mukaan Silmäaseman velaton arvo (ilman IFRS 16-vuokravastuuvelkoja) on ostajalle eli Coronarialle noin 127 MEUR. Synergiat huomioiva velaton arvo perustuu näkemykseemme Silmäaseman velattomasta stand-alone-arvosta (104 MEUR) ja 23 MEUR:n arvoisiin kustannussynergioihin. Silmäaseman osake arvottuu laskelmassamme kustannussynergiat (1,60 euroa/osake) huomioiden 7,20 euroon.

Korostamme, että laskelma kuvastaa näkemystämme Silmäaseman osakkeen arvosta Coronarialle kustannussynergia potentiaali huomioiden. Teollisissa yritysjärjestelyissä arvonluonti perustuu saavutettavissa oleviin synergiaetuihin ja ostajan tavoitteena on luonnollisesti pitää mahdollisimman suuri osuus synergia potentiaalista itsellään (hankkimalla synergioita tarjoava omaisuus erä mahdollisimman edullisesti). Käynnissä olevassa vihamielisessä ostotarjouksessa neuvotteluvoima on ostajalla, sillä vain Coronaria kykenee realisoimaan synergia potentiaalin. Synergia potentiaalin ulosmittaaminen edellyttää Coronarialta kuitenkin täyden kontrollin saamista Silmäasemasta, johon liittyy epävarmuutta.

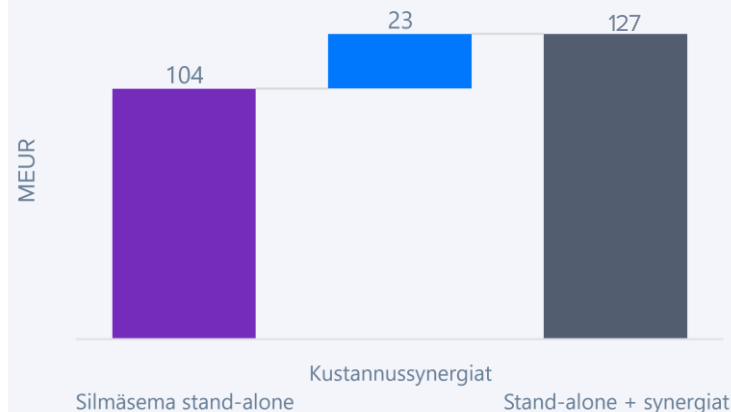
Yhteenveto, suositus ja tavoitehinta

Aloitamme Silmäaseman seurannan vähennäsuosituksella ja 6,2 euron tavoitehinnalla. Mielestämme Coronarian myöhemmin mahdollisesti tekemän korkeamman tarjouksen mahdollisuus (tai jokin muu mekanismi, jolla Silmäaseman omistaja saisi itselleen suuremman osan synergioista) nostaa tavoitehintaa lievästi yli nykyisen ostotarjouksen tason, mutta ei tarjoa riittävää 12 kk nousuvaraa positiiviseen suosituksen antamiseksi.

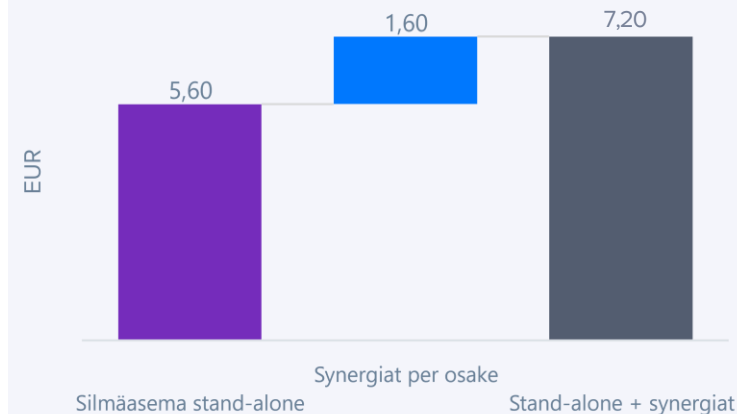
Mielestämme poikkeuksellisen tilanteen selvästi todennäköisin skenaario on se, että osa omistajista hyväksyy nyt tehdyn ostotarjouksen, mutta Coronarian osuus jää selvästi alle 90 %:n. Tämän jälkeen Coronaria jatkaa osakeostoja pörssistä 6,0 eurolla ja kasvattaa omistustaan hiljalleen. Tarjousasiakirjan mukaan, jos ostotarjousta seuraavina yhdeksänä kuukautena Coronaria maksaisi Silmäaseman osakkeista korkeamman hinnan, se joutuisi maksamaan erotuksen myös nyt ostotarjouksen hyväksyneille omistajille, mikä laskee tarjouksen korottamisen todennäköisyyttä tänä aikana.

Yhdeksän kuukauden jälkeen korkeamman tarjouksen mahdollisuus on olemassa, mikä tarjoaa mielestämme ohuen nousuvaran tavoitehinnamme ja nykyisen 6,0 euron ostotarjouksen välillä. Myös pieni riski Coronarian ostojen loppumiselle 6,0 eurolla on olemassa, jolloin selkeä tukitase häviää ja osake voisi laskea lähemmäksi määrittämääme arvoa (5,6 euroa) itsenäiselle Silmäasemalle.

Silmäaseman velaton arvo ostajalle kustannussynergiat huomioiden*



Silmäaseman arvo ostajalle kustannussynergiat huomioiden*



* Silmäaseman stand-alone arvo kuvastaa Inderesin näkemystä Silmäaseman käyvistä arvosta itsenäisenä yhtiönä. Velaton arvo esitetty ilman IFRS 16 –vuokravastuita vastaavaa velkaa (n. 27 MEUR).

Herkkyyssanalyysi

Kustannussynergioiden arvo eri EV/EBIT-kertoimilla ja synergia-arvioilla

		Vuotuiset kustannussynergiat (MEUR)				
		3	4	5	6	7
EV/EBIT	3x	8	11	14	17	20
	4x	10	14	18	22	26
	5x	13	18	23	28	33
	6x	15	21	27	33	39
	7x	18	25	32	39	46

Silmäaseman velaton arvo ostajalle eri EV/EBIT-kertoimilla ja synergia-arvioilla

		Vuotuiset kustannussynergiat (MEUR)				
		3	4	5	6	7
EV/EBIT	3x	112	115	118	121	124
	4x	114	118	122	126	130
	5x	117	122	127	132	137
	6x	119	125	131	137	143
	7x	122	129	136	143	150

Silmäaseman osakkeen arvo ostajalle eri EV/EBIT-kertoimilla ja synergia-arvioilla

		Vuotuiset kustannussynergiat (MEUR)				
		3	4	5	6	7
EV/EBIT	3x	6,14	6,35	6,56	6,77	6,98
	4x	6,32	6,60	6,88	7,16	7,44
	5x	6,50	6,85	7,20	7,55	7,90
	6x	6,68	7,10	7,52	7,94	8,36
	7x	6,86	7,35	7,84	8,33	8,82

Verrokkiryhmän arvostus

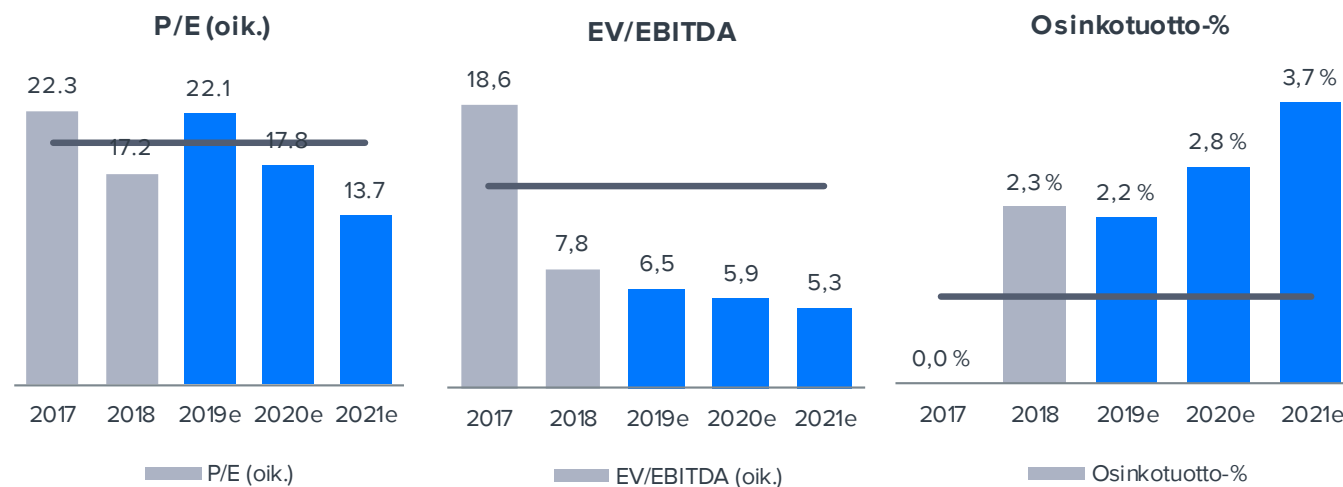
Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Ambea AB (publ)	73,70	652	1386	24,9	18,4	13,3	10,5	1,3	1,2	13,3	12,1	1,3	1,9	1,7
Attendo AB (publ)	44,68	674	1722	31,2	26,0	10,0	8,9	1,5	1,4	36,0	22,8	0,7	1,3	1,2
Fresenius SE & Co KGaA	45,47	25329	60366	12,9	12,1	9,1	8,6	1,7	1,6	13,7	12,7	1,8	1,9	1,5
Humana AB	49,85	248	612	16,5	13,5	9,0	7,7	0,9	0,8	12,6	9,1	1,5	2,8	1,2
Medicover AB	83,10	424	754	15,4	11,8	7,9	6,4	0,9	0,8	38,2	28,4	0,6	0,9	3,1
Pihlajalinna Oyj	10,30	233	431	25,4	15,7	8,7	7,0	0,8	0,8	22,3	14,3	1,1	2,4	1,9
Terveystalo Oyj	8,80	1127	1700	20,2	18,1	10,6	9,9	1,7	1,6	19,0	16,8	2,5	2,9	2,1
Clas Ohlson AB	99,30	556	757	20,4	14,0	19,5	7,2	0,9	0,9	20,5	15,3	6,3	6,0	3,3
EssilorLuxottica SA	129,95	56667	61879	23,1	21,4	16,6	15,2	3,6	3,4	29,0	26,6	1,7	1,8	1,7
Europris ASA	25,72	434	859	15,1	12,9	7,9	7,3	1,4	1,3	11,3	9,5	7,2	7,7	2,3
Fielmann AG	65,10	5468	5462	21,0	20,1	16,2	15,5	3,6	3,5	30,9	29,5	3,1	3,2	7,5
Grandvision NV	27,52	7007	9288	24,7	21,8	15,1	14,3	2,3	2,2	28,7	25,3	1,2	1,4	5,3
Hoya Corp	8940	28717	26624			17,8	16,6	5,6	5,4	27,9	26,0	1,0	1,0	5,6
Jins Holdings Inc	6320	1276	1252			15,8	13,7	2,4	2,1	36,7	28,4	0,8	0,9	6,6
Kamux Oyj	5,00	200	250	10,4	8,9	7,6	6,8	0,4	0,3	11,4	9,8	4,4	5,2	2,5
Kesko Oyj	58,16	5653	8554	18,9	17,7	9,2	8,8	0,8	0,8	20,7	20,3	4,2	4,4	2,9
National Vision Holdings Inc	32,00	2158	2615	28,9	24,8	15,6	13,7	1,7	1,5	44,1	38,1			3,1
New Look Vision Group Inc	31,76	342	451			11,4	10,8	2,2	2,1	23,0	21,6			
Oriola Oyj	2,07	372	522	17,0	11,8	7,2	6,2	0,3	0,3	18,0	12,2	4,5	5,3	2,0
Safilo Group SpA	1,03	283	324	52,7	13,3	6,5	4,2	0,3	0,3		20,6			0,5
Tokmanni Group Oyj	9,89	582	1013	15,5	13,7	8,1	7,5	1,1	1,0	13,4	11,7	5,7	6,5	3,2
Silmäasema (Inderes)	6,00	85	136	18,4	15,2	6,5	5,9	1,1	1,0	22,1	17,8	2,2	2,8	1,9
Keskiarvo				21,9	16,5	11,6	9,8	1,7	1,6	23,5	19,6	2,8	3,2	3,0
Mediaani				20,3	14,9	10,0	8,8	1,4	1,3	21,5	20,3	1,7	2,6	2,4
Erutus-% vrt. mediaani				-9 %	2 %	-35 %	-33 %	-21 %	-21 %	3 %	-12 %	26 %	9 %	-20 %

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,63	4,35	6,00	6,00	6,00	6,00
Osakemäärä, milj. kpl	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Markkina-arvo	94	62	85	85	85	85
Yritysarvo (EV)	128	90	136	133	129	125
P/E (oik.)	22,3	17,2	22,1	17,8	13,7	11,4
P/E	neg.	19,0	22,1	17,8	13,7	11,4
P/Kassavirta	neg.	9,0	11,8	13,3	10,7	9,1
P/B	2,4	1,5	1,9	1,8	1,7	1,5
P/S	0,8	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,7	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	18,6	7,8	6,5	5,9	5,3	4,8
EV/EBIT (oik.)	19,8	15,4	18,4	15,2	12,3	10,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	43,7 %	47,8 %	50,5 %	50,4 %	49,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,3 %	2,2 %	2,8 %	3,7 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	118,3	122,9	125,7	128,1
Käyttökate	6,9	11,5	20,9	22,7
Liikevoitto	1,6	5,5	7,4	8,8
Voitto ennen veroja	-1,2	4,1	5,3	6,6
Nettovoitto	-0,6	3,3	3,9	4,8
Kertaluontoiset erät	-4,9	-0,3	0,0	0,0

Tase	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	97,4	101,4	128,3	128,9
Oma pääoma	38,8	42,0	44,4	47,4
Liikearvo	61,1	61,2	61,2	61,2
Nettovelat	33,8	28,0	50,7	47,8

Kassavirta	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	6,9	11,5	20,9	22,7
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	2,7	1,3	0,1
Operatiivinen kassavirta	5,9	13,5	20,2	20,4
Investoinnit	-12,4	-6,5	-40,0	-14,0
Vapaa kassavirta	-6,6	6,9	7,2	6,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Coronaria Oy	33,2 %
Intera Fund II Ky	16,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,6 %
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,6 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Elo	4,4 %
Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt	3,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	-0,05	0,23	0,27	0,34
EPS (oikaistu)	0,30	0,25	0,27	0,34
Operat. kassavirta / osake	0,42	0,94	1,42	1,43
Vapaa kassavirta / osake	-0,46	0,48	0,51	0,45
Omapääoma / osake	2,72	2,95	3,12	3,32
Osinko / osake	0,00	0,10	0,13	0,17

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	17 %	4 %	2 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	26 %	67 %	82 %	8 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-10 %	-10 %	27 %	19 %
EPS oik. kasvu-%	-69 %	-15 %	8 %	24 %
Käyttökate-%	5,8 %	9,4 %	16,6 %	17,7 %
Oik. Liikevoitto-%	5,5 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %
Liikevoitto-%	1,4 %	4,5 %	5,9 %	6,8 %
ROE-%	-2,9 %	8,1 %	9,0 %	10,4 %
ROI-%	2,2 %	6,9 %	7,8 %	8,2 %
Omavaraisuusaste	39,8 %	41,4 %	34,6 %	36,8 %
Nettovelkaantumisaste	87,1 %	66,6 %	114,1 %	100,8 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	1,1	0,7	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	18,6	7,8	6,5	5,9
EV/EBIT (oik.)	19,8	15,4	18,4	15,2
P/E (oik.)	22,3	17,2	22,1	17,8
P/B	2,4	1,5	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,3 %	2,2 %	2,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12.9.2019	Vähennä	6,20 €	6,00 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**