

VERKKOKAUPPA.COM

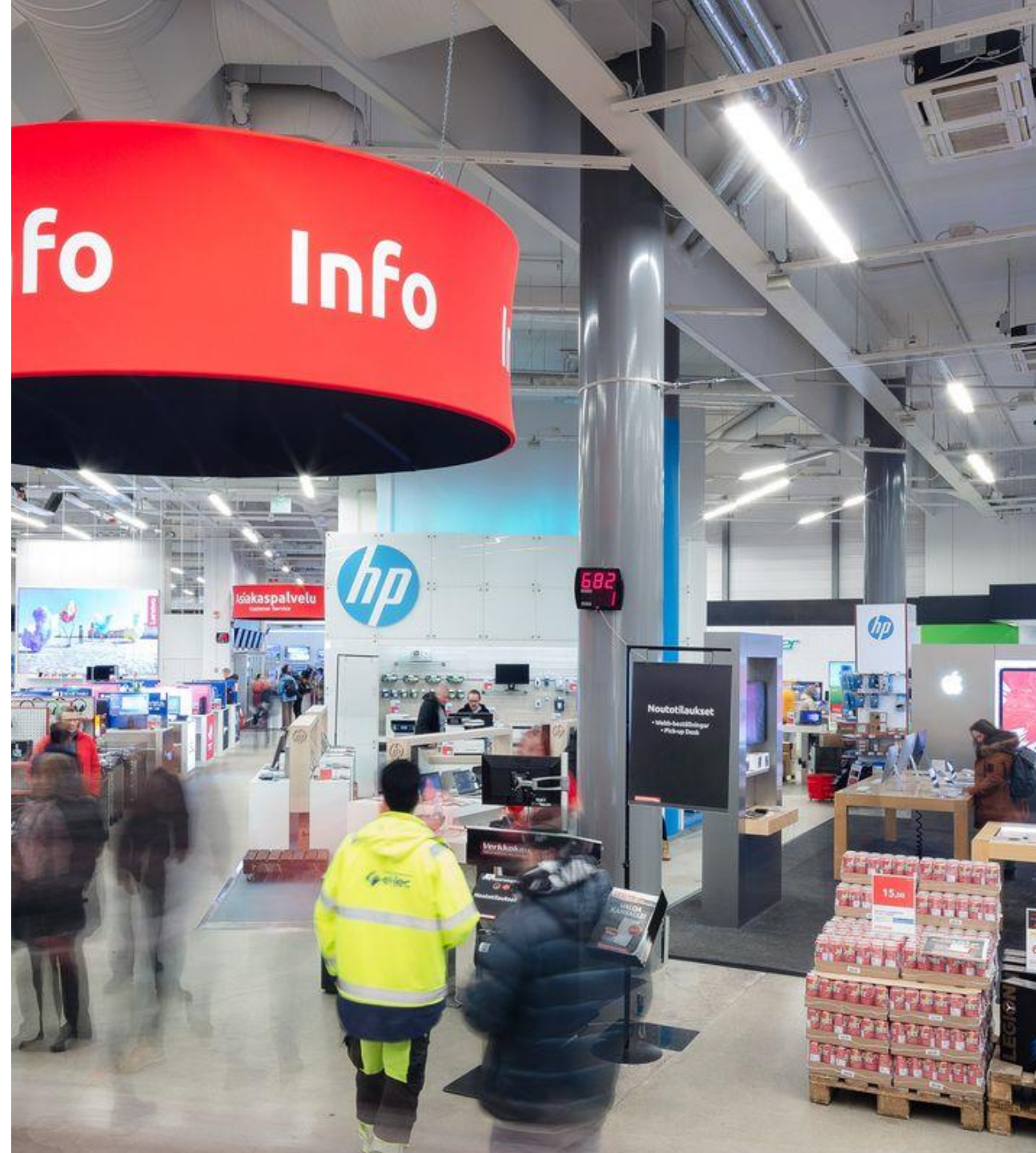
09.04.2025 21.00 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Verkkosiirtymän kiihtymistä jahtaamassa

Vuosi 2025 tulee jäämään yhtiölle väli vuodeksi, kun markkinakäänteelle ja kuluttajaluottamuksen nousulle luo painetta kauppasodan uhan vaikutukset talouteen. Keskipitkällä aikajänteellä tulospuskun edellytykset ovat kuitenkin näkemyksemme mukaan hyvät, jonka ajamana osakkeen houkutteleva tuotto-odotus tarjoaa mielestämme riittävän vastapainon lyhyen tähtäimen epävarmuustekijöille. Toistamme lisää-suosituksen ja 1,9 euron tavoitehinnan maltillisen arvostuskuvan ja houkuttelevan riski/tuotto-suhteen myötä.

Kasvuyhtiön liikevaihto on ollut laskussa viime aikoina

Kuluttajaelektroniikan verkkokauppaan keskittyvän Verkkokauppa.comin vahva historiallinen kasvu pysähtyi vuoden 2021 lopulla ja kääntyi laskuun 2022 aikana korona-ajan ylikulutuksen ja heikon markkinakehityksen vetämänä. Siitä lähtien myynnin kehitykselle tärkeä ajuri eli kuluttajaluottamus on ollut heikolla tasolla mm. heikentyneestä ostovoimasta johtuen. Heikko kuluttajaluottamus on puolestaan pitänyt markkinan laskussa ja kiristänyt toimialalla käytävää hintakilpailua. Näiden yhdistelmänä Verkkokauppa.comin 2022-24 tulos on ollut pinteessä.

Strategisista hankkeista lisätukea hitaalle markkinakasvulle

Yhtiön strategian ytimessä on verkkosiirtymä sekä nykyisen valikoiman mukaiset pikatoimitukset, mutta yhtiö on nostanut esiin myös uusia kasvun lähteitä. Pikatoimitusverkosto kattaa nyt 30 % Suomen väestöstä ja jatkossa sen osuus tulee olemaan suurempi. Helmikuussa 2025 yhtiö kertoi aikomuksestaan laajentua Ruotsiin Amazon alustan kautta. Tätä myötä kansainvälisten markkinoiden potentiaali otti suurharppauksen eteenpäin, sillä Amazonin kautta yhtiölle aukeaa hurja markkinapotentiaali. Nähdäksemme kansainvälistymisen prosessi tulee olemaan pitkä (>5 vuotta) ja epävarma, mutta onnistuessaan saattaa se toimia osakkeen arvoajurina. Tähän liittyvä epävarmuus on kuitenkin suurta, jolloin pidämme odotuksemme onnistumisen suhteen hyvin maltillisina.

Tulospuskun edellytykset keskipitkällä jänteellä hyvin vankat

Nähdäksemme Verkkokauppa.comin tulospuskun edellytykset ovat parantuneet. Ennakoimme mahdollisen kauppasodan vaikutuksen olevan yhtiölle negatiivinen, mutta rajallinen esimerkiksi vientiyrityksiin nähden. Uskomme Euroopassa yleistyneen sentimentin puolustusbudjettien lisäämisestä sekä investoinneista infrastruktuuriin parantavan myös Suomen talouden kasvuedellytyksiä vuosina 2026-27. Näkemyksemme mukaan tätä kautta nousevan työllisyyden pitäisi kääntää myös kuluttajaluottamus nousuun tukien siten Verkkokauppa.comin kysyntää. Matalalle viritetty kulurakenne sekä vuosien 2026-27 aikana saavutettava kasvu antavan mielestämme edellytykset Verkkokauppa.comin tuloksen moninkertaistumiselle.

Osake tarjoaa houkuttelevan riski/tuotto-suhteen

Vuoden 2025 ennusteillamme Verkkokauppa.comin arvostuskertoimet (P/E 35x ja EV/EBIT 19x) ovat selvästi mukavuusalueemme yläpuolella, johtuen vielä matalahkosta tulostasosta. Vuoteen 2026 katsottaessa ovat hinnoittelukertoimet verkkosiirtymästä hyötyvälle ja arvoa luovalle (2026e ROIC-% 17 %) yhtiölle mielestämme maltilliset (P/E 14x ja EV/EBIT 10x). Yhtiön tulospuskuedellytysten parantumisen (aiempaa kannattavampi valikoima, kustannussäästöt, hiljattain piristynyt toimintaympäristö) myötä osakkeelle voi mielestämme hetkellisesti hyväksyä hieman venyneet arvostuskertoimet. Lisäksi oik. PEG-kerroin (2024: 0,9x) viestii osan ennustamastamme tulospuskusta olevan vielä hinnoittelematta kurssiin, mikä puoltaa osakkeen maltillista arvostuskuvaa. Nousupotentiaalista niin ikään viestii noin 2 euron tasolla sijaitseva DCF-arvo, joka ylittää nykykurssin selvästi. Usean arvostusmenetelmän yhdistelmänä osakkeen käypä arvo arviomme mukaan sijaitsee 1,7-2,2 euron haarukassa. Osakkeen riski/tuotto-suhde kääntyykin näillä parametreilla houkuttelevaksi, mikä puoltaa positiivista näkemystä osakkeen suhteen.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

1,90 EUR

(aik. 1,90 EUR)

Osakekurssi:

1,76

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	467,8	465,7	501,9	532,1
kasvu-%	-7 %	0 %	8 %	6 %
EBIT oik.	1,8	4,9	9,1	10,0
EBIT-% oik.	0,4 %	1,0 %	1,8 %	1,9 %
Nettotulos	-0,8	2,3	5,7	6,4
EPS (oik.)	0,01	0,05	0,12	0,14

P/E (oik.)	>100	34,9	14,1	12,5
P/B	2,2	2,6	2,3	2,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,0 %	5,0 %	5,6 %
EV/EBIT (oik.)	38,1	18,9	10,1	9,1
EV/EBITDA	9,4	7,7	5,6	5,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2

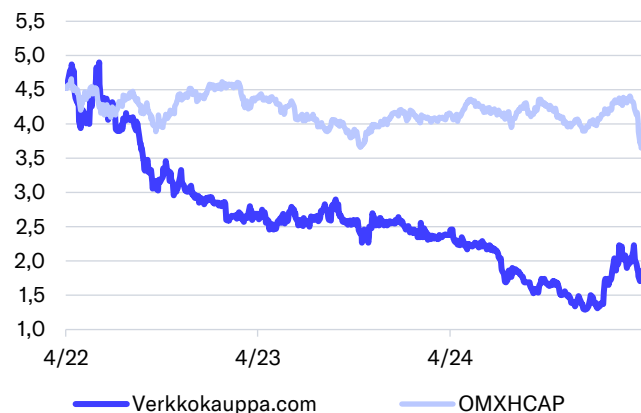
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

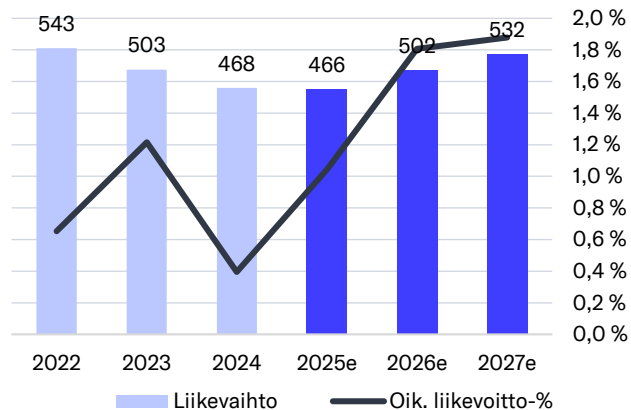
Yhtiö odottaa 2025 liikevaihdon (2024: 468 MEUR) ja vertailukelpoisen liiketuloksen (2024: 1,8 MEUR) kasvavan vuodesta 2024.

Osakekurssi



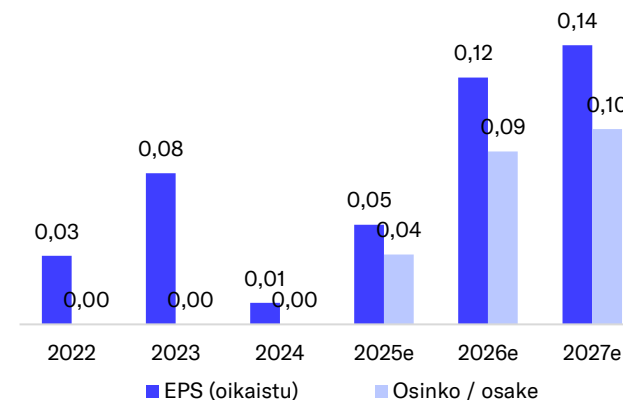
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Verkkoosiirtymä ja uudet liiketoimintamahdollisuudet
- Brändi on vahvistunut selvästi kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Yritysasiakkaissa markkinaosuudella vielä tilaa kasvaa
- Myyntimixin parantuminen
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Sisäisen tehokkuuden parantaminen

Riskitekijät

- Reaalitalouden aiheuttamien shokkien vaikutus kuluttajien luottamukseen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Uusissa liiketoiminnoissa sekä pääoman allokoinnissa epäonnistuminen
- Brändin heikentyminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,76	1,76	1,76
Osakemäärä, milj. kpl	45,3	45,3	45,3
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	92	92	91
P/E (oik.)	34,9	14,1	12,5
P/E	34,9	14,1	12,5
P/B	2,6	2,3	2,2
P/S	0,2	0,2	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	7,7	5,6	5,2
EV/EBIT (oik.)	18,9	10,1	9,1
Osinko/tulos (%)	70 %	70 %	70 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	5,0 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-11
Rahoituspalveluiden kehitys	s. 12
Sijoitusprofiili	s. 13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-22
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 23-27
Taloudellinen asema	s. 28-29
Ennusteet	s. 30-36
Arvonmääritys	s. 37-45
Vastuuvapauslauseke	s. 47

Verkkokauppa.com lyhyesti

Verkkokauppa.com on suomalainen verkkokauppaan fokusoitunut vähittäiskauppias. Yhtiö perustettiin vuonna 1992, kun se aloitti aluksi kuluttajaelektroniikan jälleenmyyjänä, mutta myöhemmin laajeni muihin verkkoon sopiviin tuotekategorioihin.

1992

Verkkokauppa.comin perustamisvuosi

468 MEUR (-7 % v/v)

Liikevaihto viim. 12 kk

1,8 MEUR (0,4 % liikevaihdosta)

Vertailukelpoinen liikevoitto viim. 12 kk

#1-2

Markkina-asema Suomen kuluttajaelektroniikassa

615

Henkilöstö 2024 lopussa

4 / #1

Neljä megastore –myymälää ja Suomen suosituin verkkokauppa

1992-2010-luvun alku

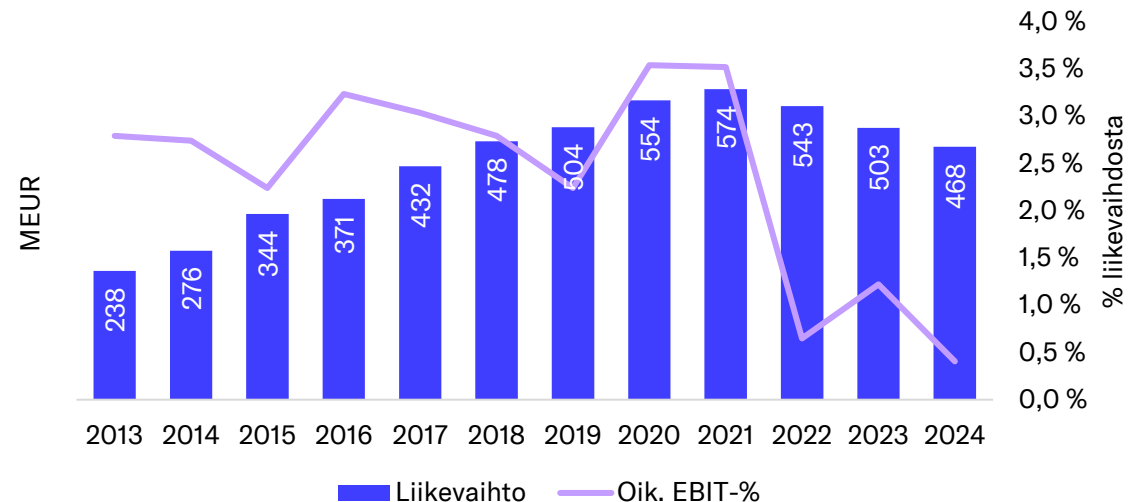
- Keskittyminen aluksi kuluttajaelektroniikan verkkokauppaan
- Voimakas liikevaihdon kasvu ja markkinaosuuden merkittävä voittaminen
- Myymäläverkoston kehittäminen 2000- ja 2010-luvuilla

2010-luku

- Pörssiin listautuminen
- Uusien tuotekategorioiden kasvattaminen
- Ration myymälän avaaminen 2018
- Keskimääräinen kasvu yli 10 %
- Kilpailu kiristyy vuosikymmenen loppua kohden

2020-luku

- Fokus kannattavassa kasvussa
- Korona-pandemia siirsi kysyntää verkkoon ja kiihdytti tavarakulutusta
- Liikevaihto ensimmäistä kertaa laskuun heikon markkinan lopputulemana
- Enemmän panostuksia kansainvälistymiseen ja muihin liikevaihdon lähteisiin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

Verkkokaupan edelläkävijä

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääosin Suomen kuluttajamarkkinoilla toimiva vähittäiskaupan yhtiö. Yhtiön liikevaihto vuonna 2024 oli 468 MEUR, josta valtaosa syntyi Suomessa kuluttaja-asiakkaiden toimesta (2024: 68 %). Yhtiöltä löytyy kuluttajakaupan lisäksi kotimaisia ja eurooppalaisia yritysasiakkaita (2024: 29 % myynnistä).

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja vuosina 2013-24 keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 6,3 %. Moinen laajentuminen Suomen vähittäiskaupassa on onnistunut markkinaosuuksia valtaamalla varsin hitaasti kasvavalla markkinalla. Verkkosiirtymä, halpojen hintojen asiakaslupaus ja valikoiman laajentaminen ovat joitakin tekijöitä monen joukossa, joiden avulla yhtiö on saavuttanut markkinajohtajuuden kuluttajaelektroniikan markkinalla.

Asiakaslupaus liiketoiminnan ytimessä

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus sekä luoda uusi tapa ostaa ja omistaa. Visio muodostuu nopeimmista toimituksista, helpoimmasta asiointista, voittavasta asiakkaat vakuuttavasta valikoimasta, tuotteiden edullisesta hinnasta ja hyvästä saatavuudesta, toiminnan läpinäkyvyydestä sekä asiakkaan puolella toimimisesta.

Verkkokauppa.comin asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa yhtiön toimintamallia. Yhtiön tavoitteena on olla hintajohtaja myymissään tuoteryhmissä alhaista kulurakennettaan hyödyntäen. Avoimesta toiminnasta kertoo yhtiön sivuilla julkaistut sadat tuhannet asiakkaiden antamat

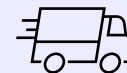
tuotearviot. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa tuotteesta.

Valikoimassa korostuu verkkoysteensopivuus

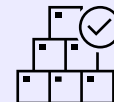
Yhtiön tarkoituksena on muodostaa valikoimansa niistä tuotteista, jotka sopivat verkossa myytäväksi. Lisäksi se pyrkii karttamaan tuotekategorioita, jotka seuraavat vahvasti trendejä (muoti) tai joiden käyttöikä erääntyy nopeasti (tuore-elintarvikkeet). Suuri osa yhtiön myynnistä koostuu sen ydinkategorioista (2024: 86 %), jotka voidaan pitkälti kategorisoida kuluttajaelektroniikkaan. Tämän lisäksi yhtiö myy tuotteita, joiden verkkopenetraatio on vielä matala, mutta joilla on potentiaali kiihdyttää yhtiön kasvua verkkosiirtymän avulla. Parhaiten verkossa suoriutuneet muiden kategorioiden alasegmentit ovat esimerkiksi Lelut, Musiikki ja Matkailutarvikkeet.

Yhtiön tarkoituksena on jatkuvasti lisätä tuotenimikkeiden määrää. Aiemmasta poiketen emme usko yhtiön laajenevan täysin uusiin tuotekategorioihin, vaan syventävän jo olemassa olevia kategorioitaan. Historiasta löytyy esimerkkejä epäonnistuneista kategorialaajennuksista, sillä yhtiö joutui vetäytymään lemmikkitarvikkeiden kategoriasta heikon menekien vuoksi. Lisäksi nimikemäärän nostaminen tulisi arviomme mukaan tapahtumaan enenevässä määrin suoratoimituksin, sillä se on vähäriskinen tapa testata tuotteen suosiota alustalla. Tällä hetkellä yhtiön alustalla on noin 60 tuhatta nimikettä myynnissä, joista osa toimitetaan suoraan tavarantoimittajan varastolta.

Asiakaslupaus



Suomen nopeimmat ja helpoimmat kuljetukset



Voittava valikoima



Todennäköisesti aina halvempi



Intohimoisesti asiakkaan puolella

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Tuotekategorioittaisen myyntijakauman historiallisesta kehityksestä ei löydy kattavaa tietoa (raportoitu vuodesta 2021 lähtien), mutta näkemyksemme mukaan muiden kategorioiden kehitys on kaavailtuun potentiaaliin ja markkinointipanostuksiin nähden ollut vaisua, sillä niiden kehittäminen on aloitettu jo ennen yhtiön listautumisvuotta 2014. Tähän on arvioidemme mukaan saattanut vaikuttaa yhtiöltä Verkkokauppa.comin vahva leimautuminen kuluttajaelektroniikkaan, mutta toisaalta muiden kategorioiden alhainen verkkopenetraatio ja vahvat (kivijalka) kilpailijat kullakin alasegmentillä. Muut kategoriat ovat kuitenkin kasvaneet selvästi ydinkategorioita nopeammin, mikä on vauhdittanut konsernin kasvua.

Mielestämme yhtiö on valikoiman laajentamisessaan kohdannut joitakin haasteita ja verkkoyhteensopivuuden linjan noudattaminen on osaltaan herpaantunut, kun sen valikoimasta on viime vuosina löytynyt myös sellaisia tuotteita, jotka eivät verkkoon ole sopineet (esim. paljut), joista on sittemmin luovuttu. Tästä syystä pidämme uuden strategian mukaista valikoiman terävöittämistä (kts. s. 17) positiivisena signaalina, etenkin huomioiden sen, että muista kannattavimmista kategorioista syntynyt katehyöty on arvioidemme mukaan jäänyt konsernitasolla arvioitua laihemmaksi.

Yli puolet myynnistä tulee verkon kautta

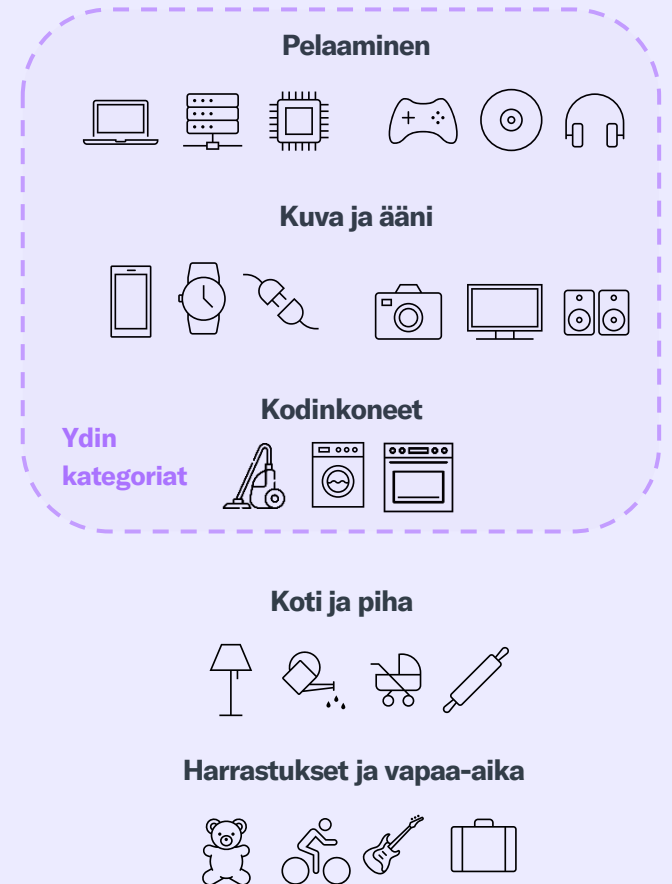
Vuonna 2024 64 % yhtiön myynnistä syntyi verkon välityksellä. Useiden mittausten perusteella Verkkokauppa.comin verkkosivu on Suomen suosituin (Kaupan liitto, Postin tutkimus). Koronapandemia kiihdytti

kuluttajien verkkosiirtymää sekä tavaroiden kulutusta, mitkä tukivat yhtiön kehitystä vuosina 2020-21. Hetkittäisen verkkoharppauksen sekä kasvaneen palvelukulutuksen myötä verkkomyynnin kehitys on hidastunut vuodesta 2022 lähtien, minkä vertailukelpoisuutta toisaalta heikentää erikoiskaupan taantuma.

Kivijalkamyymälät tukevat verkkokauppaa

Verkkokauppa.comin toiminta alkoi puhtaana verkkokauppihana keskittyen aluksi kuluttajaelektroniikkaan. Myöhemmin 2000-luvulla yhtiö alkoi kehittää myymäläverkostoaan verkkokaupan tueksi. Tänäpä yhtiöllä on neljä mega store -myymälää Suomen Helsingissä, Raisiossa, Pirkkalassa ja Oulussa. Jokainen Verkkokauppa.comin neljästä megastore-myymälästä on pinta-alaltaan suuri, ja ne sijaitsevat Suomen kasvukeskuksissa tai niiden läheisyydessä. Kivijalkamyymälät on rakennettu verkkokaupan ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla liiketoimintaa rakennetaan kivijalan ehdoilla. Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina ja noutopisteinä tukien näin verkkoliiketoimintaa. Myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista ja palveluista, sekä myymälä- ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämiehet maksavat yhtiölle näkyvyydestä liikkeissä ja verkossa sekä päämiehen tuotteisiin erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo yhtiön liikevaihdosta joitain prosentteja, mikä on kokonaisuuden kannalta pieni osa. Tällä on kuitenkin positiivinen vaikutus tulokseen.

Valikoima



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)

Kuluttajan vointi suurin liikevaihdon ajuri

Kuluttajille yhtiön myynnistä suuntautui noin 70 %, kun taas lähes 30 % liikevaihdosta syntyi yritysasiakasmyynnistä. Siten kotimaisen kuluttajan vointi määrittää pitkälti Verkkokauppa.comin kohdemarkkinan kehitystä. Yritysmyynti oli pitkään voimakkaassa kasvussa ennen Euroopassa syttynyttä sotaa sekä kuluttajaluottamuksen laskua, ja markkina on arvioidemme mukaan ollut laskussa siitä lähtien. Yhtiön yritysmyynnistä suurin osa syntyy PK-yrityksiltä, joiden kulutuskäyttäytyminen heijastelee kuluttajaa. PK-yritysten viime vuosia on värittänyt epävarmuus ja heikompi taloussuhdanne, joiden arvioimme vaikuttaneen Verkkokauppa.comin B2B-myyntiin. B2B-segmentti sisältää myös yhtiön kansainvälisen liiketoiminnan (arviolta <10 % liikevaihdosta), jota olemme tarkemmin käsitelleet strategiakappaleessa sivulla 18.

Investoinnit logistiikkaan parantaneet kilpailukykyä

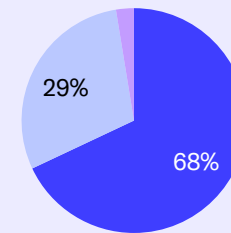
Vuonna 2021 Verkkokauppa.com aloitti toisena suomalaisena vähittäismyyjänä investoinnin automatisoituun pienartikkelivarastoon, joka sijoitettiin yhtiön Jätkäsaaren päämyymälän yläpuolelle. AutoStore – pienartikkelivarasto otettiin käyttöön vuoden 2022 kesällä, ja automatisoitu pakkaamispiste myöhemmin syksyllä. Investointi kokonaisuudessaan oli noin 4 MEUR:n arvoinen, jonka takaisinmaksuajan yhtiön johto on kertonut olevan nopea.

Pienartikkelivarasto mahdollistaa tehokkaamman varastokeräilyn ja nopeammat toimitukset sekä kotiin että myymälän sisäiseen noutopisteeseen. Jätkäsaaren myymälän varastokapasiteetin lisääminen puolestaan mahdollisti Vantaalla sijaitsevan vuokravaraston käyttöasteen pienentämisen. Volyymilaskutteinen vuokravarasto nosti logistiikkakustannuksia koronan aikaisen kysyntäpiikin aikaan merkittävästi ja mielestämme oman varastotilan lisääminen onkin kustannustehokkaampaa, kunhan sen käyttöaste on tarpeeksi korkealla.

Hankinnassa hyödynnetään useita kanavia

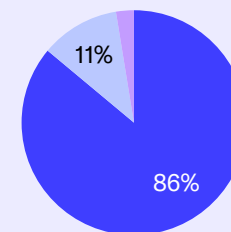
Yhtiö ostaa valmiita tuotteita sekä tukkureilta että OEM-valmistajilta. Lisäksi yhtiöllä on oma hankintaorganisaatio Kiinassa tehokkaampaa omien tuotemerkkien kehittämistä ja hankintaa varten. Tavarantoimittajia on yhteensä noin 800 kappaletta. Omien tuotemerkkien määrä on ollut kasvussa, ja niiden osuus liikevaihdosta oli 2024 reilu 6 %. Omia tuotteita myydään usean brändin alla mm. Ströme, Green Cyclone, Fujitech, ProCaster, Anton Oliver ja GZR. Omien tuotteiden osalta Verkkokauppa.com kantaa niihin liittyvät markkinointi- ja logistiikkakulut itse ja osassa tuotteista yhtiö myös tekee tuotesuunnittelun/-kehityksen itse. Tällä kuitenkin ohitetaan arvoketjun tukkukauppiaat ja maahantuojat, jonka myötä omien tuotemerkkien tuomakate on A-brändin tuotteita huokeampi matalammasta hintapisteestä huolimatta.

Asiakassegmentit (2024)



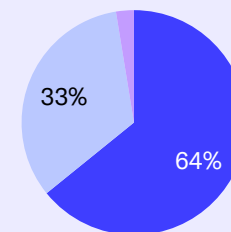
■ Kuluttaja ■ B2B ■ Muut

Tuotekategoriat (2024)



■ Ydinkategoriat ■ Muut kategoriat ■ Muut

Myyntikanavat (2024)



■ Verkkokauppa ■ Kivijalkakauppa ■ Muut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Arviomme mukaan omien tuotemerkkien potentiaalia heikentää toimialan korkea brändiuskollisuus, emmekä usko yhtiön omien tuotemerkkien osuuden kasvavan esimerkiksi halpakaupan 20-30 %:n tasoille. Omien tuotemerkkien kasvua on kuitenkin vauhdittanut viime vuosien heikko talousympäristö ja siitä seurannut ostovoiman lasku sekä yhtiön omat toimenpiteet myynnin edistämiseksi.

Rahoitus ja muut palvelut tukevat katteita

Verkkokauppa.com tarjoaa asiakkailleen useita asiakaskokemusta tukevia ja katteita parantavia palveluita. Pitkään valikoimassa olleiden toimitus-, asennus- ja huoltopalveluiden rinnalle on vuosien saatossa noussut muita palvelukokonaisuuksia, kuten asiakasrahoitukseen, kierrättämiseen ja tuotteiden käyttöönottoon liittyvät palvelut. Viimeisimpänä yhtiö lanseerasi Vaihtokauppa-elinkaaripalvelun, jossa asiakkaalla on mahdollisuus saada korvaus käytetystä, mutta toimivasta tuotteesta. Toimialan ensimmäisenä toimijana Verkkokauppa.com tarjoaa elinkaaripalvelun täysin verkon ylitse. Arviomme mukaan asiakasrahoitus on kuitenkin selvästi kannattavin kaikista yhtiön palveluista, ja sillä on ollut merkittävä vaikutus yhtiön tulokertymään. Rahoituspalveluita olemme käsitelleet syvemmin sivulla 12.

Oma IT-järjestelmä takaa joustavuuden

Yhtiön verkkosivut ja IT-järjestelmä ovat sen itsensä kehittämät ja näin räätälöidyt vastaamaan pelkästään

Verkkokauppa.comin vaateita. Järjestelmä tarjoaa myös lisäjoustavuutta reagoida muuttuviin tilanteisiin nopeasti, toisin kuin kilpailijoiden kolmansien osapuolien kehittämissä järjestelmissä. Omalla järjestelmäkehittämisellä yhtiö pyrkii välttämään myynnin menetystä ja jopa katkoksista koituvaa mainehaittaa maksimoimalla verkkokaupan sujuvan toimimisen myös korkeiden kysyntäpiikkien aikaan (esim. Black Friday). Näin ollen toimivalla verkkokaupalla voi saavuttaa etua kilpailijoihin nähden.

Verkkokauppa.com hyödyntää transaktioista syntyvää dataa ja analytiikkaa asiakaskokemuksen parantamiseksi sekä sen myymälöissä että verkkokaupassa. Tämän avulla yhtiö tuntee asiakkaansa paremmin ja pystyy palvelemaan asiakkaita personoidummin. Analytiikkaa hyödynnetään myös muissa toiminnoissa kuten markkinoinnissa, varaston hallinnassa, hankinnassa ja muissa prosesseissa.

Kampanjat ja sesonkimyynti korostuvat liiketoiminnassa

Verkkokauppa.comin liikevaihto ja tulos painottuu loppuvuodelle johon ajoittuvat kuluttajakaupan suurimmat kampanjat ja sesongit, kuten Black Friday ja joulumyynti. Vaikka alennukset kampanjoissa ovat tyypillisesti hintamielikuvaltaan halpoja, on ne kuitenkin yhtiön tulosta ajatellen suunniteltu suhteellisen terveellä katteella. Erikseen on varastojen laskun takia tehtävät alennukset, jolloin tuotteita saatetaan myydä jopa nolla-katteilla. Vuosina 2020-24 varastoon tehdyt arvonalentumiset olivat keskimäärin 0,5 % liikevaihdosta.

Suosituimmat private label-brändit

Anton Oliver.



Grillit ja tarvikkeet

Pienkodinkoneet



Pyöräily



Viihde-elektroniikka

Palvelutarjoama



Rahoituspalvelut



Toimitus- ja noutopalvelut



Kierrätys- ja elinkaaripalvelut



Asennus- huolto-, ja käyttöönottopalvelut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Tietyt asiakkaita houkuttelevat ja ”sisäänheitto” tuotteet saatetaan myydä minimikatteilla ympäri vuoden tyypillisesti korkeasta ostohinnasta johtuen (esim. iPhone). Samaan ostoskoriin pyritään myymään tuotetta täydentäviä tuotteita (lisä-/varaosa) tai palveluita (liittymä, vakuutus), jolloin asiakkaan tuoma kate pystytään pitämään positiivisena.

Kiinteät kulut vain reilu 10 % liikevaihdosta

Verkkokauppa.comin liiketoimintamalli nojaa mataliin kiinteisiin kuluihin, mikä mahdollistaa alhaisten tuotehintojen asiakaslupauksen. Suuren verkkomyynnin ja rajallisen myymäläverkoston ansiosta Verkkokauppa.comin kiinteät kulut ovat alhaiset, keskimäärin noin 12 % liikevaihdosta (2013-24). Muuttuvat kulut ovat kuitenkin erittäin suuret, mikä kääntäen tarkoittaa matalaa myyntikatemarginaalia (15,3 % keskimäärin vuosina 2013-24). Suhteellisesti korkeat muuttuvat kustannukset selittyvät toimialan tyypillisen heikon hinnoitteluvoiman myötä. Materiaali ja palvelukustannukset olivat 84 % liikevaihdosta vuonna 2024 ja keskimäärin 85 % vuosina 2013-24.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2024 8 % liikevaihdosta kun taas vuosien 2013-24 aikana ne ovat olleet keskimäärin 7 %. Verkkokauppa.comin henkilöstökulut ovat selvästi lähimpiä kilpailijoita matalammat, jota pitkälti selittää kilpailijoita suppeampi myymäläverkosto. Muut kulut olivat vuonna 2024 7 % liikevaihdosta kun taas vuosien 2013-23 aikana ne ovat olleet keskimäärin 6 %. Muihin kuluihin sisältyy esimerkiksi markkinoinnin ja logistiikan kulut, joista

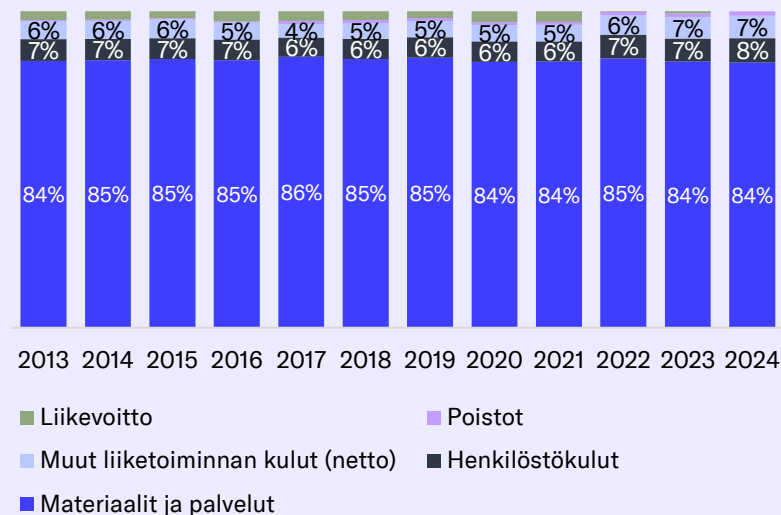
jälkimmäistä pienentää Jätkäsaaren automaatiovaraston ylösajon myötä keventynyt vuokravaraston kapasiteetti.

Kokonaisuudessaan yhtiön kulurakenne painaa liikevoittomarginaalin hyvin matalaksi, mikä tosin on toimialalle tyypillistä. Vuosien 2020-21 aikana yhtiön kannattavuus nousi historiallisen korkealle reilu 3 %:n tasoille. Kannattavuusparannuksen taustalla mielestämme oli koronapandemian vauhdittama kysyntä ja suhteellisen helppo hinnoitteluympäristö, ts. hintakilpailua ei markkinalla hirveästi nähty. Toisaalta pandemian jälkeen marginaali painui hyvin matalaksi (< 1 %) yhtiön liiketoimintamallin (matalat kiinteät kulut) ja laskevan myynnin yhdistelmän takia. Keskimäärin yhtiö on vuosien 2013-24 aikana tehnyt 2,4 %:n marginaalia. Tätä kokonaisuutta peilaten pidämme normalisoidun kannattavuustason sijaitsevan pikemminkin 2 %:n tienoilla.

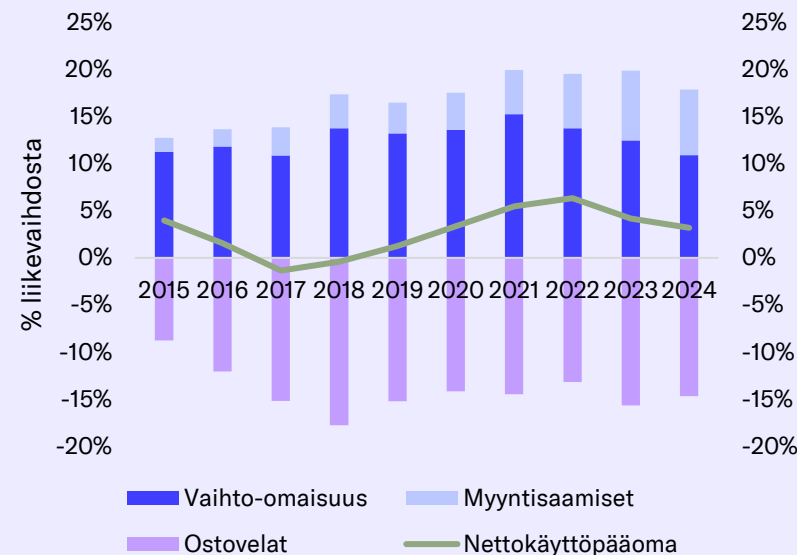
Pääoman sitoutuminen vähäistä

Yhtiön liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa, sillä investointitarpeet ovat pienet ja varaston kierto on tehokasta. Yhtiön oman pääoman tuotto-% onkin säilynyt historiallisista tulosaasteista huolimatta erinomaisella tasolla (>20 %). Tunnusluku on kuitenkin heikentynyt parin edellisen tilikauden aikana, jolloin tulostasoa on laskenut haastava kuluttajaelektroniikan markkinaympäristö.

Kustannusrakenne



Nettokäyttöpääoma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

Nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina lähellä nollaa, mikä tarkoittaa sitä, että tavarantoimittajille maksetaan suunnilleen samaan aikaan, kun asiakkaat maksavat laskunsa. Yhtiö hyödyntää myös vahvaa kassaansa sekä tavarantoimittajien että asiakkaiden suuntaan. Asiakkaiden rahoituspalvelujen kasvun myötä myyntisaamisten osuus on noussut, mutta kasvu on tukenut samalla yhtiön myyntikatetta. Yhtiö hyödyntää myös hyvien tilaisuuksien tullessa kassa-alennuksia, joiden myötä ostovelat voivat laskea hetkellisesti, mutta positiivinen vaikutus nähdään myyntikatteessa. Esimerkiksi menneellä Q4:llä yhtiö onnistui varastonhallinnassaan erinomaisesti sekä hyödyntämään kassa-alennuksia, jolloin myyntikate-% kohosi ennätystasolleen (16,6 %).

Yhtiön perustaja omistaa kolmanneksen yhtiöstä

Verkkokauppa.comin suurin osakkeenomistaja on yhtiön perustanut Samuli Seppälä, joka parhaillaan toimii yhtiön hallituksen jäsenenä. Tällä hetkellä Seppälä omistaa Verkkokauppa.comin osakkeista sekä äänistä noin 29 %, mutta omistusosuus on vuosien mittaan laskenut ja esimerkiksi vuonna 2014 Seppälän ollessa vielä toimitusjohtajan paikalla oli hänen omistusosuus 49,9 %. Muuten kymmenen suurimman osakkeenomistajan osuus jakautuu melko tasaisesti institutionaalisten sijoittajien ja rahastojen kesken. Omistajaluettelo on päivitetty 31.3.2025.

Johdon omistus pientä toimitusjohtajaa lukuun ottamatta

Verkkokauppa.comin johtoryhmä koostuu pitkään kaupanalalla tai kuluttajatuotteiden parissa työskennelleistä henkilöistä. Toimitusjohtaja Panu Porkka aloitti Verkkokauppa.comilla vuonna 2018, jota ennen hän toimi muissa kaupanalan yhtiöiden johtotehtävissä mm. Suomalaisen Kirjakaupan toimitusjohtajana sekä Tokmannin ja Lidl Sveitsin myyntijohtajana. Talousjohtaja Jesper Blomster saapui taloon vuonna 2024. Verkkokauppa.comia ennen Blomster toimi talousjohdon tehtävissä mm. Fiskarsilla ja Peak Performancella. Johtoryhmässä on ollut melko suurta vaihtuvuutta, mikä ei tietenkään liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta ole kovin toivottavaa. Porkan jälkeen ”vanhin” johtoryhmän jäsen on vuonna 2021 aloittanut myyntijohtaja Pekka Litmanen. Siten myös johtoryhmän omien osakkeiden omistus (163t kpl) on pitkälti Porkan (73 % johtoryhmästä) varassa. Näkisimme mielellämme muun johtoryhmän nostavan omistusosuuttaan, mikä korostaisi johtamistyössä pitkäjänteisen osakkeenomistajan näkökulmaa.

Osakkeenomistajat (31.3.2025)

Omistaja	Osakkeet	Osuus-% / Äänet-%
Samuli Seppälä	13 347 000	29,4 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4 365 932	9,6 %
Evli Finnish Small Cap Fund	2 557 380	5,6 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2 174 309	4,8 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	2 112 900	4,7 %
Nordea Nordic Small Cap Fund	1 418 669	3,1 %
Skogberg Ville Johannes	634 266	1,4 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva	506 325	1,1 %
Säästöpankki Kotimaa - Sijoitusrahasto	503 933	1,1 %
Eq Pohjoismaat Pienyhtiö	427 496	0,9 %

Rahoituspalvelut

Yhtiö tarjoaa rahoituspalveluita kolmessa eri muodossa:

- 1) Rahoituspalvelu **Apuraha** on tuotteiden ostamiseen tarkoitettu kulutusluotto. Apuraha-rahoitusta voi saada korkeimmillaan 3 tuhannen euron edestä 3-36 kuukaudeksi. Apuraha rahoitetaan yhtiön omasta taseesta.
- 2) Luottokortin tapainen **Tili**-rahoituspalvelu tarjoaa 14-45 päiväksi korotonta ja kulutonta maksuaikaa 3 000 euroon asti. Tiliä voidaan käyttää useiden eri tuotteiden ostamiseen kun taas Apuraha tyypillisesti sidotaan tuotekohtaisesti. Tili on rahoitettu yhtiön omasta taseesta
- 3) Kolmannen osapuolen rahoittama **Laina** tarjoaa kuluttajille jopa 60 tuhannen arvosta lainarahoitusta tuoteostojen rahoittamiseen.

Rahoituspalveluiden perimmäisenä tarkoituksena on nostaa asiakaskohtaisia katteita ja tarjota asiakkaille mahdollisuus ostaa korkean hintapisteen tuotteita. Rahoituspalvelut ovat resurssitehokasta liiketoimintaa, sillä prosessi ja luottopäätökset ovat automatisoitu. Rakenteellisesti matalakatteisen tuotemyynnin takia rahoituspalvelut ovat yhtiön tuloksen kannalta olennainen ajuri.

Verkkokauppa.comin kannalta asiakasrahoituksen potentiaali riippuu yksinkertaistettuna siitä, kuinka moni asiakas käyttää asiakasrahoitusta, minkälaiset ehdot yhtiö lainoilleen antaa (maksuaika ja korko) sekä luottotappioiden määrästä. Tällä hetkellä rahoituksesta syntyvä riski jää rajalliseksi, sillä yli 60 päivällä myöhästyneet saamiset yhtiö myy kolmannelle osapuolelle. Huomautamme kuitenkin, että myöhästyneet saamiset myydään alle lainan käyvän arvon, jolloin niistä

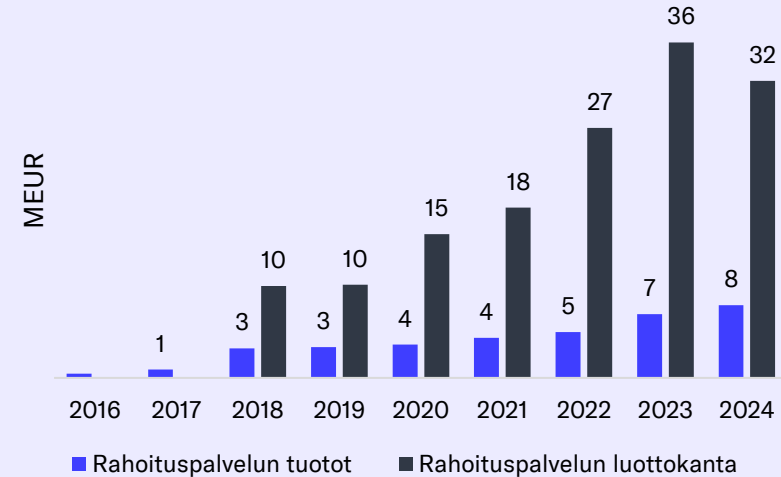
seuraa pieniä tappioita.

Luottokortin tapainen Tili-palvelu lanseerattiin vuoden 2022 alussa. Tilin myötä maksukokemus on saatu lähelle luottokortin käyttöä ja sen aloitus vaikuttaa lupaavalta. Tili on nopeasti kerryttänyt käyttäjäkuntaansa, johon tällä hetkellä lukeutuu arviomme mukaan reilu 50 tuhatta aktiivista asiakasta. Tili-palvelulla on myös asiakasta sitova elementti, sillä luoton saaminen on nopeaa ja helppoa ja sen käyttö onnistuu vain Verkkokauppa.comin myyntikanavissa.

Suhtaudumme positiivisesti rahoituspalveluihin ja näkemyksemme mukaan ne tarjoavat yhtiölle selkeää ansaintapotentialiaa pitkällä aikavälillä. Alkuvaiheessa Apuraha toteutettiin pitkälti kumppanien taseilla ja Verkkokauppa.comin oma riski (ja samalla tuotto) jäi hyvin pieneksi. Verkkokauppa.com on asteittain skaalannut Apurahaa ylös ja vuoden 2024 lopussa yhtiöllä oli rahoituspalveluihin (Apuraha ja Tili) liittyviä saamisia jo 32 MEUR:n edestä taseessaan. Rahoituspalvelut ovat hyvin kannattavaa liiketoimintaa, sillä luottokannalle saatu nettotuotto (luottotappiot huomioiden) liikkuu tänä päivänä 15 %:n tienoilla.

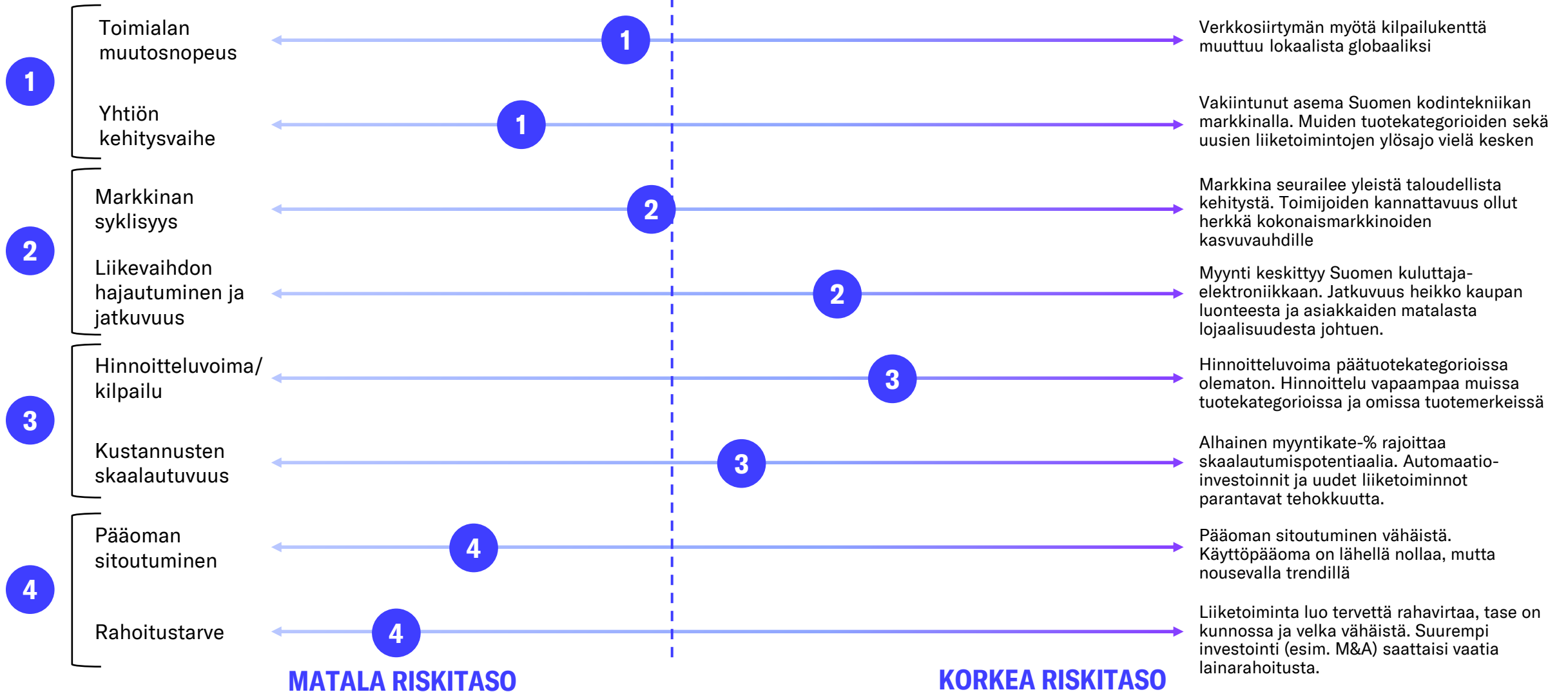
Viime vuonna yhtiön saamat tuotot rahoituspalveluista kasvoivat 7,8 MEUR:oon (2023: 6,8 MEUR), samalla kun luottotappiot (2024 3,0 vs. 2023: 3,3 MEUR) sekä lainakanta laskivat (2023: 36 MEUR). Vuosien 2023-24 aikana kasvu tuotoissa on ollut vahvaa, johtuen arviomme mukaan kuluttajien heikosta ostovoimasta ja siitä johtuvasta luottokannan kasvusta sekä viitekoron lisäämisestä asiakasrahoituksen tuottoihin.

Rahoituspalvelut



Liiketoiminnan riskiprofiili

Arvio Yhtiön liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili

1

Vahva brändi ja Suomen suurin verkkokauppa

2

Kilpailijoita matalampi kustannusrakenne mahdollistaa kilpailukykyisen hintatason

3

Verkkosiirtymän ehdoton hyötyjä

4

Kilpailukyvyn vahvistaminen kasvun ja tehokkuuspanostusten avulla

5

Vahva kassavirtaprofiili normaalissa markkinaympäristössä

Potentiaali

- Verkkosiirtymä ja uudet liiketoimintamahdollisuudet
- Brändi on vahvistunut kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Yritysassiakaissa markkinaosuudella vielä tilaa kasvaa
- Myyntimixin parantuminen omien tuotemerkkien kasvulla
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Sisäisen tehokkuuden paraneminen

Riskit

- Reaalitalouden aiheuttamien shokkien vaikutus kuluttajien luottamukseen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Uusissa liiketoiminnoissa sekä pääoman allokoinnissa epäonnistuminen
- Brändin heikentyminen

Sijoitusprofiili – Verkkokauppa.comin kilpailuedut

Arvostettu brändi suomalaisten keskuudessa

Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan brändin etenkin kodintekniikan kaupassa, joka nojaa asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista. Yhtiön vahvasta asemasta verkossa kertoo se, että se on myynnillisesti Suomen suurin verkkokauppa ja yhtiön verkkovierailujen määrän oli vuonna 2024 74 miljoonaa (2013: 35 M). Verkkokauppa.com on myös valittu Suomen innovatiivisimpien yritysten joukkoon peräkkäin vuosina 2021, 22 ja 23 Hankenin tutkimuksessa.

Verkkokauppa.com on edellisten vuosien aikana valikoitunut asiakastutkimuksissa arvostetuimpien kaupanalan brändien kärkipäähän. Tästä viestii myös asiakastytyväisyysmittari NPS, joka yhtiön tapauksessa on ollut 70 tasolla pitkään (KV-vertailuryhmän mediaani 38). Myös yhtiön alhainen suhteellisen stabiilina pysynyt tuotteiden palautusprosentti (0,7 %) kertoo onnistuneesta asiointikokemuksesta.

Brändi on saavuttanut hyvän aseman myös pienten ja keskisuurten yritysasiakkaiden parissa ja yritysten asiointikokemukseen on myös panostettu viime vuosina. Yhtiön yli 60 000 yritysasiakasta arvostavat erityisesti hyvää saatavuutta, helppoutta ja toimitusnopeutta.

Matala kustannusrakenne mahdollistaa halvat hinnat

Yksi tärkeimmistä Verkkokauppa.comin kilpailuedun tekijöistä on sen matala kustannusrakenne. Ilman sitä se ei kykenisi vastaamaan kilpailijoidensa hintapaineeseen. Kilpailijoiden on mielestämme hankala nykyrakenteillaan

kopioida Verkkokauppa.comin mukaista kustannusrakenteeseen kohdistuvaa kilpailuetua, sillä Gigantin ja Powerin liiketoimintamallit perustuvat laajaan myymäläverkostoon eikä niinkään verkkomyyntiin. Toisaalta nämä toimijat ovat myös panostaneet verkkokäyväisyyksiinsä, joka lisää verkossa kohdattavaa kilpailua.

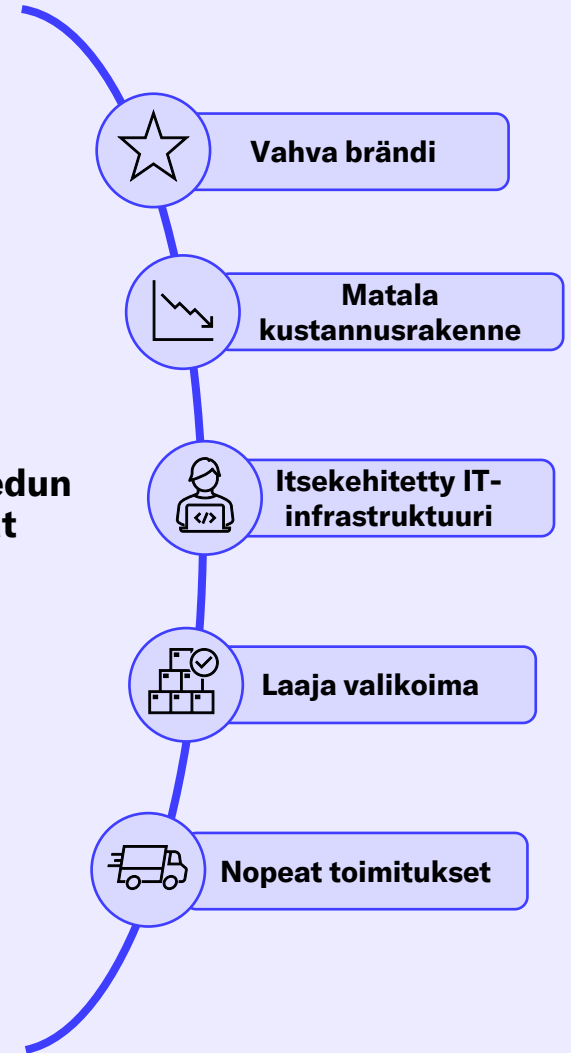
Nopeat toimitukset erottava tekijä tulevaisuudessa

Gloaalien megatrendien mukaisesti nopeat kuljetukset tulevat tulevaisuudessa olemaan tärkeä ominaisuus osana verkko-ostamista, ja Verkkokauppa.comin pikatoimitukset ovat olleet yhtiön kasvulähde myös heikon markkinatilanteen aikaan. Nopeat toimitukset mielestämme vähentävät ulkomaisten verkkokauppojen kilpailu-uhkaa ja on yksi erottautumistekijä paikallisiin kilpailijoihin nähden. Uskomme nopeimpien toimitusten tarjoavan Verkkokauppa.comille etua kilpailijoihinsa nähden pidemmällä aikavälillä (verkkopenetraation noustessa), mutta se vaatii jatkuvaa toimitusverkoston kehittämistä ja kilpailijoiden edellä pysymistä.

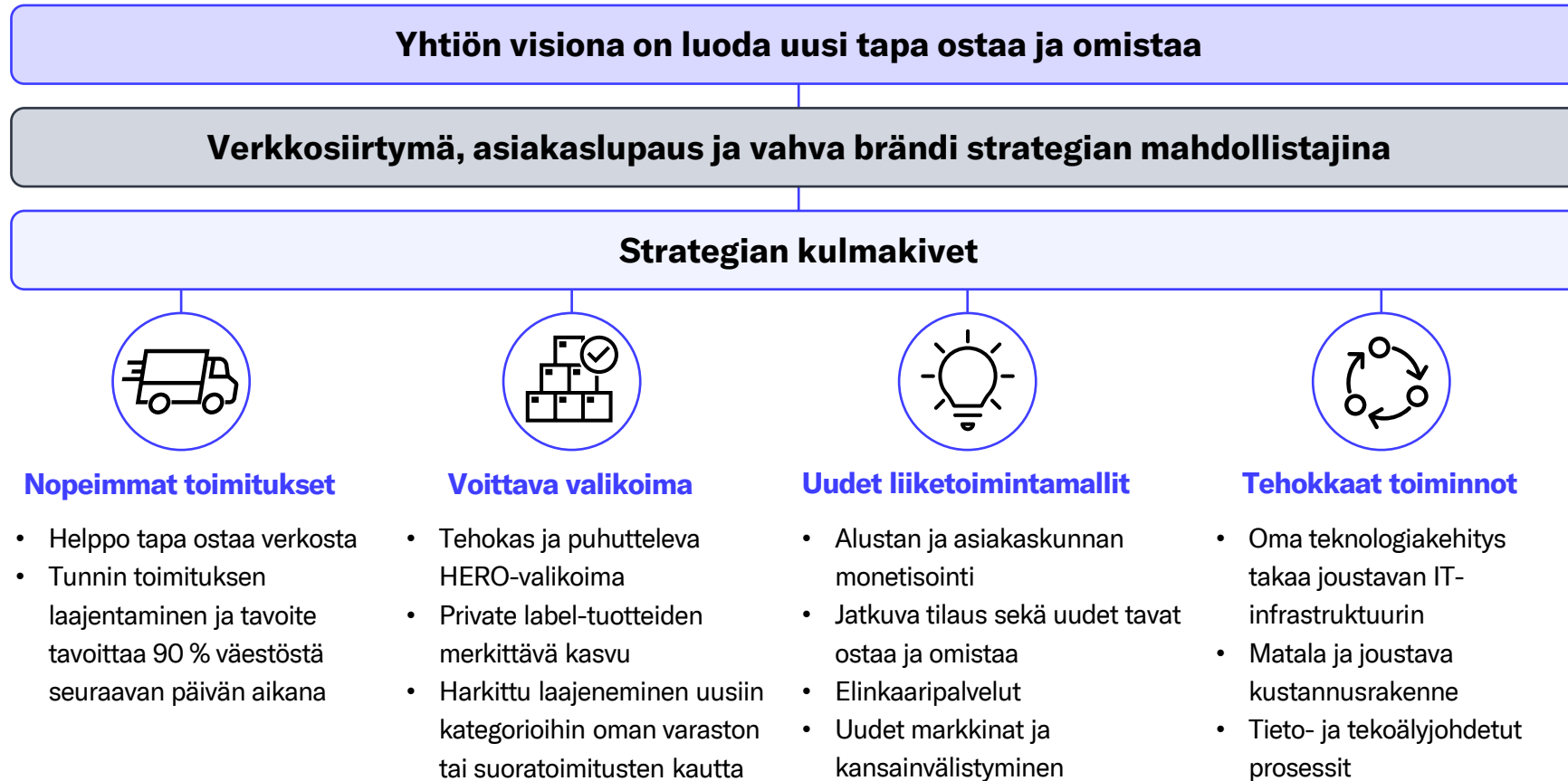
Valikoiman laajentamisella lisäkasvua

Vaikka laaja valikoima ei itsessään tarjoa merkittävää kilpailuetua mahdollistaa se asiakasvirran ylläpitämisen ja houkuttelemisen sekä ostoskorin kasvattamisen. Yhtiö korostaa laajaa kuluttajaelektroniikan valikoimaa (hyvin kiertävät tuotteet) ja lisäkasvun saavuttamista todistetuista ja uusista tuotekategorioista. Kuluttajat arvostavat ”saman katon alta” -ostamista, joka kuitenkin korostuu etenkin kivijalkakaupoissa.

Kilpailuedun tekijät



Strategia (1/4) - 2024-28 strategian yhteenveto



Strategia (2/4)

Markkinaosuuden kasvattaminen nopeimmilla toimituksilla

Useiden kuluttajatutkimusten mukaan kuluttajien verkkoasioinnissa korostuu tarve mahdollisimman nopeille ja vaivattomille tavaratoimituksille. Osana strategiaansa ja asiakaslupaustaan yhtiö pyrkii parantamaan toimituskyvykkyksiään. Ensiaskeleet yhtiö on ottanut Suomen kasvukeskuksissa (PK-seutu sekä Tampereen, Oulun ja Turun seutu), sillä se kykenee tänään toimittamaan yli 1,7 miljoonalle (>30 % Suomen väestöstä) kuluttajalle tilauksen tunnin sisällä ja tuotteen nouto myymälästä onnistuu parhaimmillaan 15 minuutin sisällä tilauksesta. Tällä hetkellä pikatoimitusten valikoima koostuu noin 30 tuhannesta suositusta tuotteesta ja käsityksemme mukaan yhtiö tulee tulevaisuudessa laajentamaan pikatoimitettavien tuotenimikkeiden määrää. Tämä vaatii myymälöiden valikoimien laajentamista ja arviomme mukaan myymälöiden varastojen laajentamista ja logistiikan tehostamista, jotta verkkokaupassa parhaiten kiertävät tuotteet saadaan toimitettua asiakkaille nopeasti. Pienvarastolaajennuksien myötä vuokravaraston käyttöaste tulee pienenemään tuoden asteittaisia kustannussäästöjä.

Suhtaudumme lyhyellä aikavälillä nopeisiin toimituksiin neutraalisti, mutta uskomme näiden tuovan yhtiölle etua etenkin ulkomaisiin verkkokauppoihin, mutta myös lokaaleihin kilpailijoihin nähden pidemmällä aikavälillä verkkopenetraation noustessa. Tämä vaatii kuitenkin Gigantin ja Powerin jatkuvaa edellä pysymistä.

Valikoimastrategiaa yksinkertaistettiin

Uuden strategian myötä yhtiön valikoimaa tullaan tarkastelemaan liiketoiminnoittain, mikä suurin piirtein jakautuu 1) oman taseen kautta rahoitettavien, hyvän varaston kierron tuotteiden hankintaan ja jakeluun ja 2) pienemmän varaston kierron tuotteiden markkinointiin ja myyntiin (jakelu saattaa tapahtua kumppanin varaston kautta). Ensimmäistä yhtiö kutsuu HERO-kategoriana, joiden tuotteissa korostuu korkean varaston kierron lisäksi relevanttius ja asiakkaiden aito tarve. Toisen luokan valikoima saattaa sisältää niitäkin tuotteita, joita yhtiön valikoima tällä hetkellä sisältää, mutta ne saattavat jatkossa olla toimitettu suoraan valmistajan varastosta. HERO-kategoriat pyritään pitämään kompaktina ja tehokkaana eikä niitä haluta paisuttaa suuriksi. Tällöin valikoiman laajentaminen tapahtuisi suoratoimituksin kumppanin varaston kautta.

Edellä mainittujen lisäksi yhtiö pyrkii lisäämään omien tuotemerkkien osuutta merkittävästi strategiakauden aikana. Omia tuotemerkkejä voidaan sisällyttää sekä HERO-kategoriaan tai niitä voidaan hyödyntää esimerkiksi kansainvälistymisessä (seuraavalla sivulla).

Näemme kategorialaajennuksen kasvun kannalta positiivisena seikkana, mutta suhtaudumme varauksella sen tuomaan katevaikutukseen, sillä yhtiön kate on junnannut pitkään paikoillaan parempikatteisten tuotteiden kasvusta huolimatta.

Strategiassa korostuu operatiivinen tehokkuus

Yhtiön kustannusrakenne on monikanavaisesti asiakkaita palvelevalla toimijalla poikkeuksellinen. Tämän mahdollistaa verkkomyynnin suuri osuus ja skaalautuva myymälämalli. Lisäksi kustannusrakennetta on virtaviivaistettu toimintaa tehostavien investointien avulla. Näihin lukeutuu Jätkäsaaren automaatiovarasto sekä teknologiakehitykseen allokoitut rahavirrat. Nämä mahdollistavat tehokkaat sisäiset prosessit niin hallinnossa, myynnissä kuin sisälogistiikassa. Strategiakauden aikana yhtiön tulee kuitenkin kiinnittää tarkkaa huomiota kulurakenteensa kehittymiseen ja tarvittaessa tehostaa tätä. Liikevaihdon herätessä kasvuun on kustannustehokkuudella riski herpaantua. Toisaalta uusien kannattavien liiketoimintojen ylösajon myötä luonnollista skaalautumista pitäisi syntyä korkeamman myyntikatteen sekä vähäisten resurssitarpeiden kautta. Toistaiseksi odotuksemme kustannusrakenteen merkittävästä alenemisesta ovat vähäiset.

Uudet liiketoiminnot luovat kasvupotentiaalia

Nopeuttaakseen kasvua ja kannattavuutta yhtiö pohtii vaihtoehtoisia tapoja monetisoida alustansa ja asiakaskuntaansa. Näihin lukeutuu valikoiman laajentaminen, mediamyynti, ostamisen eri vaihtoehdot ja kansainvälistyminen, joita olemme tarkastelleet seuraavalla sivulla. Positiivista uusissa liiketoiminnoissa on niiden skaalautumispotentiaali perinteiseen kuluttajaelektroniikkaan nähden. Suhtaudumme uusiin liiketoimintoihin positiivisesti, sillä näillä on huomattava pitkän aikavälin potentiaali parantaa yhtiön kannattavuutta.

Strategia (3/4)

”Retail media” eli vähittäiskaupan mediamyynti

Mainostilan myyminen on perinteinen tapa lisätä verkkoalustan tuottavuutta. Yhtiön alustan kävijämäärät ovat arviomme mukaan saavuttaneet tason, jonka myötä mainostilan myyminen on yhtiölle relevantti vaihtoehto. Verkkokauppa.comin alustan asiakastapahtumat luovat sekä myyjän että tuotteiden valmistajien kannalta olennaista tietoa, josta esimerkiksi tuotteen tarkempi potentiaali ja performanssi on seurattavissa päivä tai jopa tuntitasolla. Yhtiö on tunnistanut mahdollisuuden myydä alustan generoimaa tietoa sitä tarvitseville tavarantoimittajille, joka on tunnettu malli vähittäiskaupassa. Mediamurroksen myötä retail media on ollut kasvussa maailmanlaajuisesti ja uskomme markkinan kasvavan myös Suomessa.

Suoratoimitusten lisääminen

Yhtiö pyrkii lisäämään tuotenimikkeiden määrää alustallansa suoratoimittajien avulla, jolloin myyty tuote toimitetaan asiakkaalle valmistajan varastosta. Tämä ei arviomme mukaan sisällä C2C-myyntiä, vaan toimittajat valikoidaan tuotteidensa verkkosopivuuden perusteella. Suoratoimituksen positiivisena puolena voimme nostaa esille varastoriskin vähenemisen, mutta samaan aikaan kate tyypillisesti jää omarahoitteista myyntiä matalammaksi. Suoratoimitusten myötä arvoketjun hallinta jää Verkkokauppa.comin osalta pienemmäksi ja esimerkiksi toimitus ja sen nopeuden varmistaminen on suoratoimittajan vastuulla. Tämän takia yhtiön tuleekin mielestämme kiinnittää tarkkaa huomiota suoratoimittajia valikoidessaan, että niiden toimintamallit ovat yhtiön arvojen ja tavoitteiden mukaiset.

Omistamisen ja maksamisen eri vaihtoehdot

Globaalien megatrendien mukaisesti yhtiö on tarjonnut asiakkailleen useita eri maksu- ja omistusvaihtoehtoja. Rahoituspalvelut sitovat jonkin verran pääomaa, mutta se nostaa asiakkaan tuomaa katetta. Puhutellakseen kestävän kulutuksen perään kuuluttavia asiakkaita yhtiö on lanseerannut Suomen ensimmäisen verkossa toimivan elinkaaripalvelu Vaihtokaupan. Omistamisen eri vaihtoehtoja yhtiö pyrkii lisäämään jatkuvilla tilauspalveluilla, joka arviomme mukaan tarkoittaa tuotteen osamaksamista tai tuotteen ”myöhemmin-palautusoikeutta” ennalta sovittua rahasummaa vastaan. Emme toistaiseksi usko yhtiön aloittavan perinteistä ”product-as-a-service” liiketoimintamallia, jossa palveluna myytävät tuotteet jäisivät yhtiön taseeseen.

Kansainvälistyminen

Lisäksi yhtiö kartoittaa mahdollisuuksia laajentaa sen kansainvälistä liiketoimintaa Euroopan sisällä. Suunniteltu kansainvälistyminen tapahtuisi kuitenkin strategisia kumppaneita hyödyntämällä, sillä Verkkokauppa.com on toistaiseksi huonosti tunnettu verkkoalusta ulkomailla. KV-liiketoiminnan potentiaalia yhtiön mukaan nostaa ulkomaiden korkeammat tuotteiden listahinnat. Siten yhtiön saama kate pysyy jokseenkin terveellä tasolla myös kumppanin veloittama palkkio huomioiden. Yhtiö aloitti pilotoinnin Tallinnassa kumppani Woltin alustalla 2024 kesällä. Yhtiö kertoi hiljattain laajenevansa Ruotsiin Amazonin alustalla, jonka kaupallista potentiaalia olemme käyneet läpi laajemmin seuraavalla sivulla.

Uusien liiketoimintojen potentiaali vuoteen 2028 mennessä*

	Liikevaihto	Tulos	Kommentti
Retail media	++	+++	Liikevaihtopotentiaali kohtalainen, kyseessä erittäin korkean kannattavuuden liiketoimintaa.
Valikoiman laajentaminen suoratoimituksilla	+++	+++	Kategoria-laajennuksella saavutettu kasvua. Omissa tuotemerkeissä hyvä kannattavuus, A-brändien kate pienentynee aiemmasta (riski vähenee).
Kansainvälistyminen	+++	+++	Kumppanuuksia kokeiltu esim. CDON:in kanssa ja Tallinnan pilotoinnilla. Tasonosto Ruotsin Amazonin kautta? Katetaso linjassa konsernin kannattavuuteen.
Uudet maksutavat	++	++	Lisäpalvelu, jolla mahdollisuus parantaa asiakastytyväisyyttä ja –pitoa sekä katetta.

* Inderesin arvio (kuvastaa potentiaalia liikevaihdon ja tuloksen nykytasoon nähden)

+ vähäinen vaikutus, ... , ++++ merkittävä vaikutus

Strategia (4/4)

Ruotsiin laajentuminen vielä suuri kysymysmerkki, mutta markkinapotentiaali valtava

Ruotsi omaa valtavan potentiaalin, sillä maan kodinelektroniikan markkina on Suomeen nähden kaksinkertainen. Lisäksi maan talous kasvaa Suomea nopeammin. Kumppanin kautta laajeneminen on mielestämme turvallinen keino, madaltaen kansainvälistymisen riskitasoa. Huonossa tapauksessa yhtiö voisi vetäytyä alustalta, sillä sopimus ei käsityksemme mukaan sido yhtiötä lähes mihinkään. Liiketoiminta ei myöskään sido varsinaista varastoa, sillä tuotteet toimitetaan Jätkäsaaren varastolta. Markkinaosuuksien saavuttaminen on mielestämme monen mutkan takana, tosin johto on luetellut tekijöitä jotka voisivat tukea yhtiön alustalla pärjäämistä.

Yhtiön mukaan Amazon-sopimus on kaupallisesti kannattava, sillä Ruotsin tuotteiden listahinnat ovat Suomea korkeammat, mikä mahdollistaa Verkkokauppa.comille hintakilpailukykyä Ruotsissa. Olettaen, että tuotteet myydään hieman markkinahintoja matalammilla tasoilla, jäisi yhtiölle katetta myös Amazonin alustamaksujen jälkeen. Amazonin sisäinen kilpailu vaikuttaa olevan kuluttajaelektroniikassa toistaiseksi pientä tai kilpailu keskittyy todella kapeaan tuoteryhmään. Siten yhtiön >10 tuhannen valikoima täydentää alustaa, josta myös Amazon itse hyötyy. Ensisijassa tähän tuotekapeikkoon yhtiö tulee vastaamaan A-brändeillä, joskin siltä löytyy varmasti halu myydä alustalla mahdollisimman paljon paremman katepotentiaalin omaavia omia tuotemerkkejä.

Yhtiön kilpailukykyä toisaalta heikentää paikallisen varaston puute, joka arviomme mukaan hidastaa tilausten

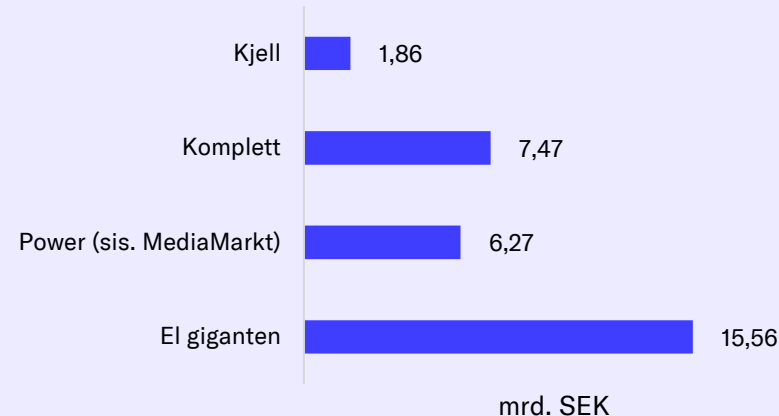
toimitusnopeutta. Siten yhtiö ei mielestämme pysty alkuvaiheessa saavuttamaan samaa nopeiden toimitusten kilpailuetua joka sillä on Suomessa. Mikäli myynti lähtee alustalla onnistuneesti käyntiin, uskomme yhtiön avaavan (vuokratun) välivaraston Ruotsiin melko tiiviillä aikataululla. Tällöin yhtiö on vähintään linjassa tai jopa nopeampi toimitusvauhdin suhteen verrattuna perinteisiin kilpailijoihin.

Statistan mukaan Ruotsin Amazonin alustalla myytiin tuotteita vuonna 2023 1,8 mrd. dollarin edestä (GMV, gross merchandise value), mikä tekee siitä Ruotsin suurimman verkkokauppa-alustan. Verkkokauppa.comin olemassa olevaan kumppaniin CDON:iin (115 MUSD) nähden volyyymi Amazonissa yli 15-kertainen. Siten Amazon tarjoaa Verkkokauppa.comille merkittävästi suuremmat asiakasvolyymit, joiden tulisi tukea yhtiötä asiakashankinnassa. Tosin Amazon ei vielä ole kovin tunnettu kuluttajaelektroniikan toimittaja Ruotsissa (ts. valikoima on kapea), joten myynnin kasvattaminen tulee vaatimaan sekä yhtiöltä että Amazonilta markkinointipanostuksia.

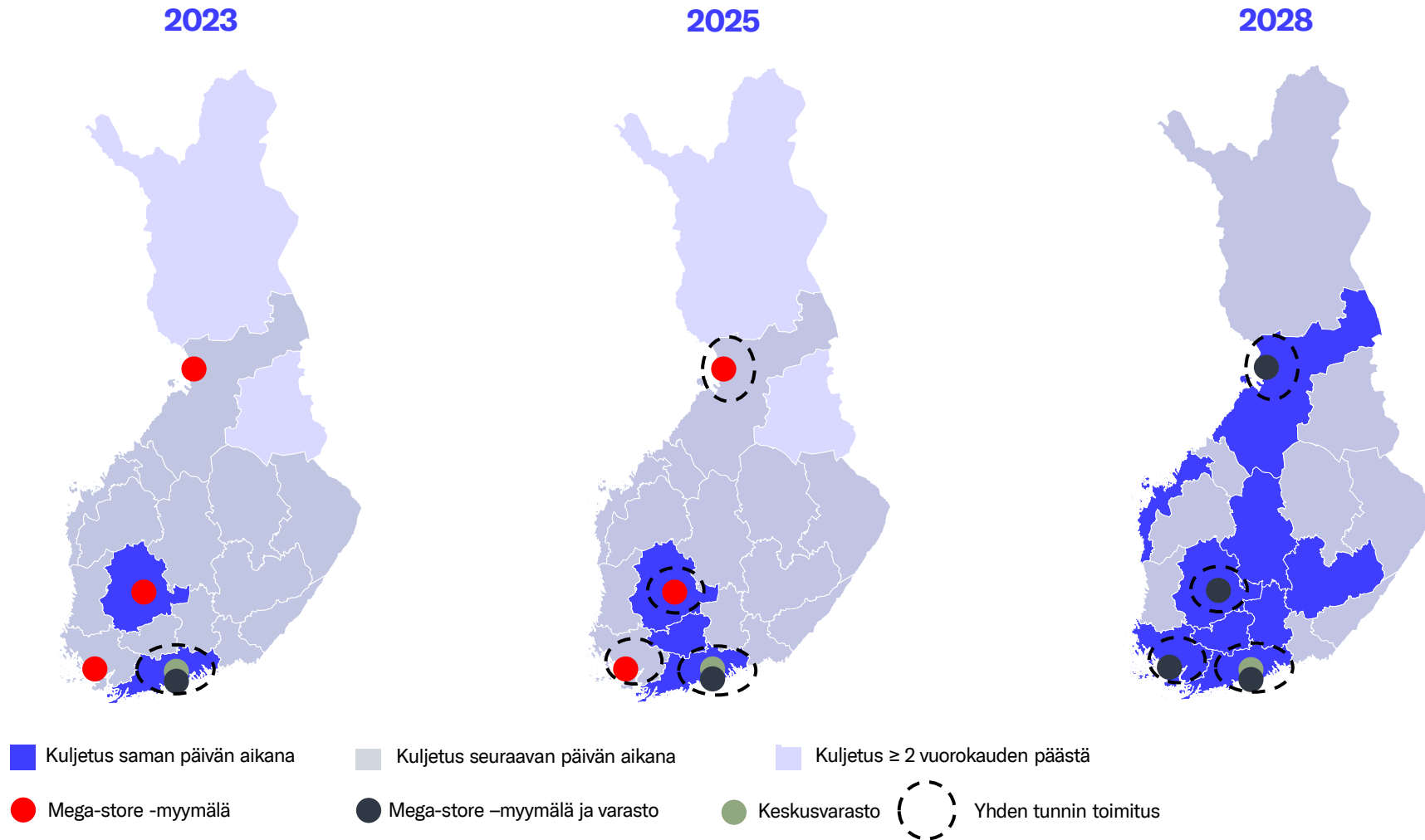
Ruotsin markkinaa hallitsee El Giganten lähes 16 (1,4) mrd. SEK (mrd. EUR) liikevaihdollaan. Markkinan toiseksi suurin on norjalainen Komplet NetOnNet ja Webhallen konsepteillaan. Kompletin liikevaihto Ruotsissa oli 7,5 mrd. SEK (~680 mrd. EUR) vuonna 2024. Power osti Ruotsin MediaMarkt:n myymälät vuonna 2023, jolloin sen liikevaihto kohosi maassa 6,3 mrd. SEK:iin (~570 EUR:oon).

Kansainvälistyminen ei toistaiseksi ole merkittävä ennusteidemme kasvuajuri, sillä siihen liittyy huomattavaa epävarmuutta.

Ruotsin kuluttajaelektroniikan suurimmat yhtiöt



Verkkokauppa.comin toimitusverkosto*



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

* Kartat ovat havainnollistavia

Taloudelliset tavoitteet (1/2)

Verkkokauppa.com muutti sen taloudellisia tavoitteita osana joulukuussa 2023 julkaistua strategiauudistusta. Huomautamme, että kyseiset tavoitteet kytkeytyvät tiukasti kiinni toisiinsa ja mikäli yksi näistä tavoitteista jää yhtiön odotuksista on hyvin todennäköistä, että toinenkin tavoite jää saavuttamatta.

Kasvutavoite on mielestämme saavutettavissa

Verkkokauppa.com tavoittelee vuosittaista yli 5 %:n liikevaihdon kasvua strategiaperiodin 2024-28 aikana. Edellisinä vuosina yhtiön kasvutavoite on lähennellyt 10 % tai jopa sitä suurempaa kasvua, mikäli poissuljemme 2022 alkaneen heikon talousympäristön vaikutuksen. Mielestämme kasvutavoitteen madaltaminen viestii yhtiön olevan meidän kanssa samaa mieltä kuluttajaelektroniikan kasvupotentiaalin kapenemisesta johtuen pääosin saturoituneesta markkinasta, mutta myös kiristyneestä kilpailutilanteesta. Pidämme kasvutavoitetta realistisena ja sen olevan saavutettavissa uusien liiketoimintojen avustuksella. Painetta tavoitteen saavuttamiselle asettaa heikkona jatkunut kuluttajaelektroniikan markkinaympäristö, mikä rajoittaa yhtiön kasvuedellytyksiä myös vuonna 2025.

Yhtiön tavoite on suurin piirtein linjassa haarukoimaamme markkinakasvuun nähden (s. 23). Huomioiden vielä vaisuksi jäänevä 2025 kasvu, odotamme yhtiön jäävän kuitenkin tavoitellusta 5 %:n kasvutavoitteestaan (2023-28e CAGR: 2 %). Ilman vuosia 2023-24 olisi vuosittainen kasvuennustemme (4,5 %/v) suurin piirtein linjassa yhtiön tavoitteisiin nähden. Vaikka olemmekin huomioineet uudet

liiketoiminnot ennusteissamme, on niiden todellinen potentiaali vielä varsin hankalasti ennustettavissa ja merkittävämpi vaikutus todennäköisesti ennusteperiodin ulkopuolella (>2028).

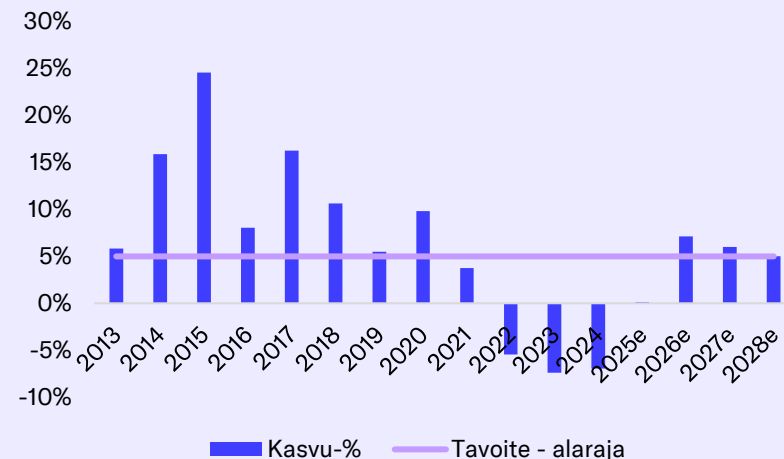
Kiinteät kulut paineessa

Vaikka yhtiön kulurakenne onkin varsin matala, pyrkii yhtiö sitä vielä tiukentamaan. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on laskea kiinteiden kulujen suhdetta liikevaihdosta alle 10 %:iin. Tämä tavoite on sama kuin edellisellä strategiaperiodilla. Historiaan peilaten tavoitetta on kerran hipaistu vuonna 2017 (10,3 %), kun taas keskimääräinen kulusuhde on ollut 12 %:n tuntumassa vuosien 2013-2024 aikana. Emme toistaiseksi usko yhtiön saavuttavan tavoittelemansa alle 10 %:n suhdetta vaan tämän jäävän ~13 %:n tasolle jatkuneen kulupaineen aiheuttamana. Mahdoton tavoite ei kuitenkaan ole, sillä norjalainen verrokki Komplet Group on operoinut alle 10 %:n kulusuhteella.

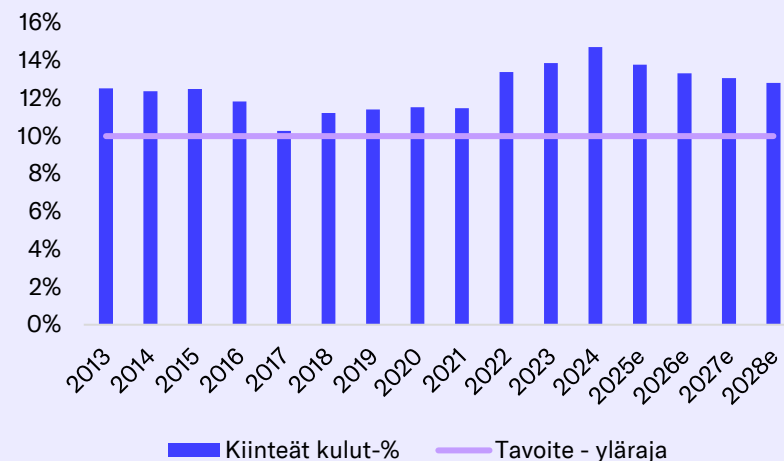
Kannattavuustavoitteeseen vielä matkaa

Yhtiö tavoittelee vuoden 2028 päätteeksi yli 5 %:n liikevoittomarginaalia. Tämä tavoite on mielestämme kunnianhimoinen, emmekä odota yhtiön tähän yltävän nykyliiketoimintarakenteellaan. Tällöin uusien esiteltujen liiketoimintojen rooli korostuu, joilla arviomme mukaan on potentiaalia parantaa yhtiön myyntikatetta ja kulutehokkuutta. Emme toistaiseksi voi kuitenkaan nojata täysin uusien liiketoimintojen potentiaaliin, sillä näytöt niiden toimivuudesta ovat vähäiset.

Yli 5 %:n keskimääräinen kasvu-%



Kiinteät kulut alle 10 %



Taloudelliset tavoitteet (2/2)

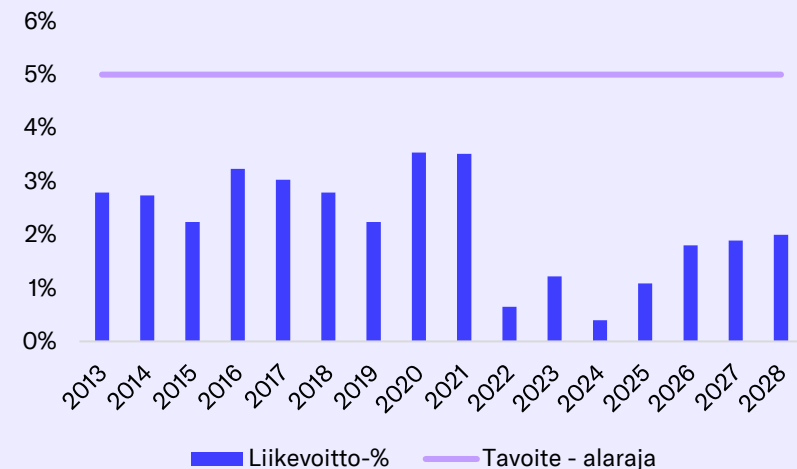
Yhtiön liikevoitto-% on vuosien 2013-24 välillä liikkunut keskimäärin 2,5 %:n paikkeilla. Parhaimmillaan marginaali on noussut 3,5 %:n tasolle korona-pandemian kuumen kulutusympäristön aikana kun yhtiö saavutti voimakkaan liikevaihdon kasvun. Tämä periodi ei kuitenkaan ole mielestämme vertailukelpoinen tavanomaiseen markkinaympäristöön nähden. Ennustemme kohoavat 2 %:n tasolle strategiakauden viimeisenä vuotena nykyiseltä noin 0,6 %:n tasolta. Toisin sanoen, luottamuksemme yhtiön tavoitetasoon on hyvin vähäinen, johtuen mm. kiristyneestä kilpailutilanteesta ja vähäisistä näytöistä kestävän marginaalitason nostamisesta lähelle historiallisia tasoja.

Paluu osingonmaksajaksi

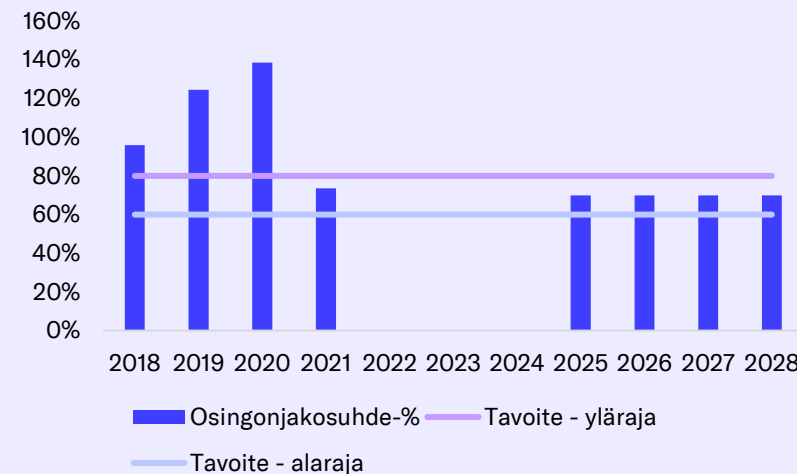
Yhtiö on historiassaan profiloitunut osinkoa maksavaksi yhtiöksi hyvän kassavirran ja vähäisten investointitarpeiden tähden. Yhtiö onkin keskimäärin jakanut lähes koko nettotuloksensa osakkeenomistajille. Heikosta markkinaympäristöstä seuranneen tuloslaskun takia yhtiön osingonjako tulee olemaan kolmatta vuotta putkeen tauolla, ja uskomme yhtiön palaavan parantuneen taseaseman myötä osingonmaksuun tilikaudella 2025 (maksetaan 2026). Uusien taloudellisten tavoitteiden mukaisesti Verkkokauppa.com pyrkii jakamaan 60-80 % nettotuloksestaan omistajille. Tämä on historiallisiin tasoihin nähden pieni madallus, mikä arviomme mukaan kertoo terveen taseaseman peräänkuuluttamisesta ja varautumisesta mahdollisiin toimitusverkostoinvestointeihin. Kolmen peräkkäisen kuivan osinkovuoden jälkeen

ennakoimme yhtiön jatkavan voitonjakoa vuodesta 2025 lähtien noin 70 %:n osingonjakosuhteella.

Yli 5 %:n liikevoittomarginaali



60-80 % osingonjakosuhte



Toimiala ja kilpailutilanne (1/5)

Pieni osa valtavaa vähittäiskaupan markkinaa

Verkkokauppa.com toimii Suomen vähittäiskaupan markkinalla fokusoituen erityisesti verkossa tapahtuvaan kaupankäyntiin. Suomen vähittäiskaupan markkina on valtava (~45 mrd. EUR**) ja se käsittää kategorioita joita yhtiön valikoima ei sisällä. Suurin osa yhtiön liikevaihdosta syntyy sen ydinkategorioista eli pelkistään kuluttajaelektroniikan tuotteista. Näin ollen tarkastelemme Verkkokauppa.comin markkinaosuuksia ydinmarkkinan kautta, mutta yhtiön tarinan edetessä voi suuremman markkinan huomioonottaminen nousta relevantiksi.

Kuluttajaelektroniikan kasvuvara on kaventumassa

Kuluttajaelektroniikan markkina on saturoitunut ja kasvu markkinalla on ollut viime aikoina hitaan puoleista. GfK:n tilastojen perusteella kodintekniikan myynti on kehittynyt vuosien 2008-2024 aikana noin 2 %:n vuosittaista kasvuvauhtia. Tämä vastaa suurin piirtein koko vähittäiskaupan arvonkehitystä, joskin kuluttajaelektroniikan kasvu oli 2000-luvulla vähittäiskauppaa voimakkaampaa. Kuluttajaelektroniikan myynti Suomessa viimeisten 12kk aikana oli 2,6 miljardia euroa.

Markkina on hyvin keskittynyt kolmelle suurimmalle pelurille (Verkkokauppa.com, Gigantti ja Power), jotka yhdessä vastaavat noin 60 % toimialan myynnistä. Kaiken kukkuraksi jokainen näistä toimijoista lupaa halvimpia hintoja ja kunkin pyrkimys on kasvattaa liiketoimintaa. Rankka kilpailu 2 %:n kasvuvauhdista on pitkään näkynyt heikkoina myyntikatteina. Toimialan keskimääräinen myyntikate-% onkin vain noin 16 %, kun kaupanalan keskimääräinen kate on 30 % liikevaihdosta.

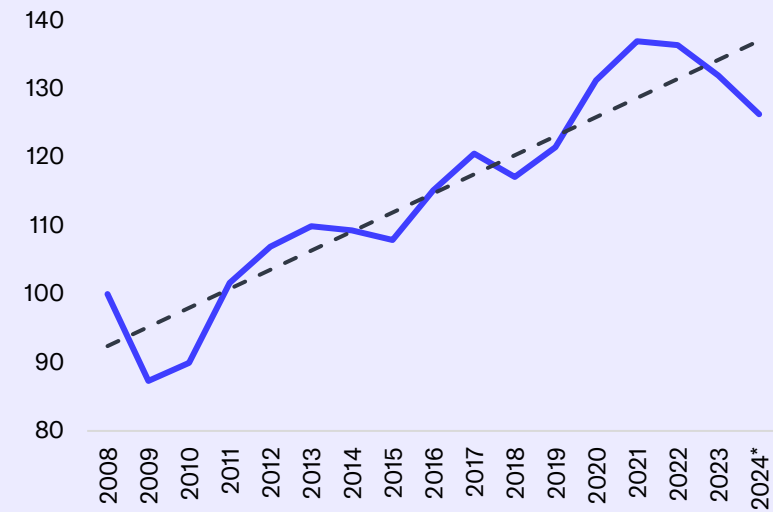
Koronan aikaistettua kysyntää sulateltu usean vuoden ajan

Suomen kuluttajaelektroniikan markkina kasvoi pitkän aikavälin trendikasvua nopeammin vuosina 2019-21 hyvän kuluttajasentimentin johdattelemana ja markkinakehitys oli vuosien 2020-21 aikana pitkän aikavälin trendiä korkeammalla. Markkinan lasku alkoi vuonna 2022 ja se on jatkunut vuoden 2025 puolelle. Vuosien 2020-21 aikana paisutettua kuluttajien kysyntää on hetken aikaa jo sulateltu, ja vuoden 2024 toteuma on painunut jo trendilinjan alapuolelle. Uskomme markkinan kuitenkin pohjaavan vuoden H1'25:n aikana ja palaavan kasvuun H2'25:n kuluttajien kohentuvan ostovoiman seurauksena. Ostovoiman parantumista mielestämme tukee taantunut inflaatio, maltilliset palkankorotukset sekä 2024 puolella alkaneet koronlaskut, joiden vaikutuksen pitäisi vahvistua loppuvuodesta 2025.

Uudet liiketoiminnot luovat merkittävää markkinapotentiaalia

Laskemme uuden strategian mukaisen markkinan koostuvan ydinkategorioiden käsittämän markkinan lisäksi muiden kategorioiden ja retail median mukaisista markkinoista. Verkkomainostamisen markkina Suomessa on noin 700 MEUR ja se kasvaa noin 5-10 %:n vuositahtia***. Arvioimme uuden strategian mukaisen markkinan olevan arvoltaan noin 6 mrd. EUR, josta noin puolet koostuu ydinkategorioista, noin 2 mrd. EUR muista kategorioista ja loput retail mediasta. Kansainvälistymisen markkinapotentiaali on erittäin suuri, mutta toisaalta vaikeasti saavutettava ja arvioitava, jonka takia jätämme sen markkinapotentiaalin haarukoinnista pois.

Kodinelektroniikan markkinan kasvu-%



Markkinapotentiaali



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

* Inderes arvio, ** Kaupan liitto, *** Kantar TNS

Toimiala ja kilpailutilanne (2/5)

Ydinmarkkina tulee jatkossakin kehittymään noin BKT:n kasvun mukaisesti, kun taas retail median markkinan arvioimme kasvavan noin 10 % vuodessa. Muiden kategorioiden mukainen kasvu tulee ylittämään talouskasvun ja oletamme markkinan kasvavan keskipitkällä aikavälillä reilu 5 %:n vauhtia verkkosiirtymän tukemana. Näin ollen Verkkokauppa.comin kokonaismarkkinan kasvu saavuttaa noin 5 %:n vuosittaisen tason.

Kilpailu kuluttajaelektronikassa voimakasta

Kilpailu yhtiön kohdemarkkinoilla on tiukkaa. Kuluttajaelektronikan tuotteiden homogeneisyyden ja korkeiden keskihintojen takia kuluttajien hintaherkkyys on tavanomaista vähittäiskauppaa korkeampi. Käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta.

Matalasta katetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja isoilla ostovolyymillä. Tukeakseen katteita ja houkutellakseen uusia asiakkaita toimijat ovat laajentaneet valikoimaansa kodinelektronikan ulkopuolisiin kategorioihin sekä palveluihin. Näissä kategorioissa kilpailu vaihtelee tuoteryhmittäin sekä riippuen myyntikanavasta. Lelujen ja musiikin alakategorioiden kilpailu verkossa on arvioidemme mukaan melko maltillista, jonka myötä yhtiöllä on hyvät edellytykset vallata markkinaa verkkosiirtymän avittamana. Puolestaan urheilussa, jossa on muita verkossa toimivia pelureita, kilpailu on kireämpää.

Kun kilpailu kivijalassa on tyypillisesti paikallista, laajenee kilpailukenttä verkossa monikansalliseksi. Ulkomaisiin kauppoihin (esim. Amazon) nähden Verkkokauppa.comin etu

on nopeat toimitusajat sekä paikallinen asiakastuntemus. Ulkomailta tilattaessa seuraavan päivän toimitus maksaa tyypillisesti normaalia toimitusmaksua enemmän ja normaalin toimituksen kesto on useita päiviä. Poikkeuksen toimitusmaksuihin on tuonut kiinalaisverkkokaupat ilmaisilla toimituksillaan. Emme tosin näe kiinalaisten verkkokauppojen muodostavan yhtiölle huomattavaa kilpailu-uhkaa poikkeavien tuotevalikoimien takia.

Ulkomailta tuleva kilpailu toistaiseksi pientä

Vaikka kuluttajaelektronikan kauppa Suomessa on pääosin kotimaista, suuntautuu osa kuluttajien varoista ulkomaisille kaupoille, joista yksi suurimmista on Amazon. Amazon on verkkokaupan valtiasta monella suuremmalla markkinalla länsimaissa. Yhtiö toimii itse myymiensä tuotteiden lisäksi verkkokauppa-alustana kolmannelle osapuolelle (markkinapaikka). Liiketoimintamalli mahdollistaa sille suuret myyntivolyymit, mikä lisää logistiikan käyttöasteita pääomatehokkaasti.

Toistaiseksi Ruotsi on ensimmäinen Amazonin päänavaus Pohjoismaissa. Mikäli verkkokauppajätti suunnittelee laajenemista, uskomme sen tapahtuvan vauraammissa Tanskassa ja Norjassa ennen Suomea. Vaikka Amazon laajentuisi Suomeen Ruotsin välivaraston avulla emme usko yhtiön pääfokuksen olevan kuluttajaelektronikassa. Tämä oletus pohjautuu siihen, ettei Amazon ole Ruotsissa saavuttanut vahvaa asemaa kuluttajaelektronikan kapealla valikoimallaan ja se, että Verkkokauppa.comista on tulossa kauppajätin kumppani naapurimaassamme.

Kuluttajaelektronikkaan fokusoituneet kilpailijat



Kuluttajaelektronikassa toimivat "generalistit"



HobbyHall.fi

Toimiala ja kilpailutilanne (3/5)

Hinta on tärkeä tekijä kuluttajaelektronikassa

Pääkilpailija Gigantin ja Powerin etu Verkkokauppa.comiin nähden on näiden emoyhtiöiden kautta saavutettavat suuremmat ostovolyymit ja niiden kautta matalammat ostohinnat. Verkkokauppa.comin matala kustannusrakenne toimiikin tämän kilpailuvalltina, jonka avulla se kykenee vastaamaan pääkilpailijoidensa hintakilpailuun. Tässä pienet pelurit ovat epäonnistuneet ja markkina on käytännössä keskittynyt kolmen suurimman toimijan (Verkkokauppa.com, Gigantti ja Power) sekä joidenkin erikois- ja tavaratalokauppojen jakamaksi. Näemmekin edullisen hinnan olevan hintaherkissä tuotteissa markkinalla pärjäämisen elinehto.

Muissa kategorioissa asiakkaiden hintatietoisuus ei ole yhtä korostunut kuin ydinkategorioissa. Halpa hinta ei ole välttämättä enää ensisijainen ostopäätöstekijä vaan kilpailuetua edistäviksi tekijöiksi nousee muut tekijät kuten brändi. Arviomme mukaan keskimääräinen suomalainen kuluttaja suhtautuu skeptisesti sille tuntemattomiin verkkokauppoihin, jolloin tunnetulla brändillä voi saavuttaa etua muihin, etenkin ulkomaisiin, pelureihin nähden. Myös hyvä saavutettavuus (nopeat toimitukset, verkkokaupan helppokäyttöisyys tai hyvä fyysinen kauppapaikka) ja laaja tuote-/palveluvalikoima luovat edellytykset asiakasmäärän kasvun saavuttamiselle. Vaikka asiakaspito on toimialalla pieni, voi ensiluokkaisella asiakaskokemuksella vahvistaa asiakkaan uudelleenasiointia. Verkossa ensiarvoisen tärkeä asia on toimitusnopeus ja -vaihtoehdot sekä erilaiset

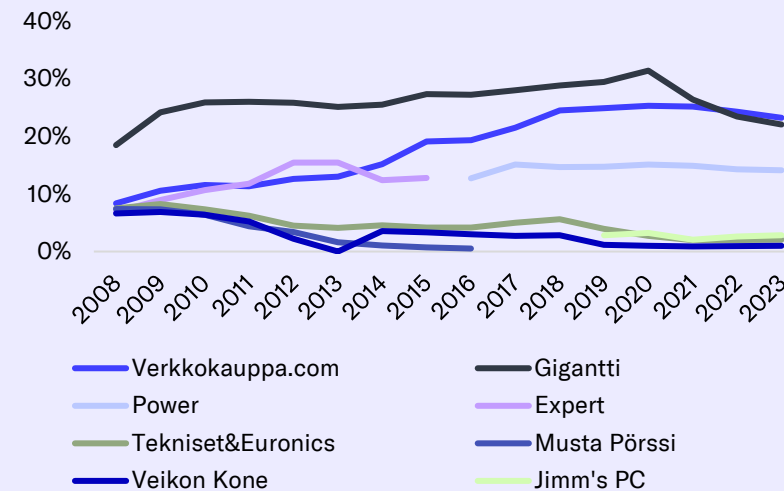
joustavat maksutavat, joihin Verkkokauppa.com on viimevuosina panostanut.

Markkinajohtaja kuluttajaelektronikan kaupassa

Gigantti hallitsi pitkään Suomen kuluttajaelektronikan markkinoita, kun taas vuonna 2022 Verkkokauppa.com ohitti tämän liikevaihdolla mitattuna laskumarkkinan aikaan. Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida se, että osa Gigantin myymälöiden vähittäismyynnistä jää liikevaihdon ulkopuolelle kauppiasmallin takia. Tämä viittaa siihen, että myynnillisesti mitattuna asiakkaat asioivat Gigantin jakelukanavissa useammin kuin Verkkokauppa.comin. Viimeisten markkinatietojen perusteella markkinasta >60 % oli kolmen suurimman pelurin hallitsema ja trendi on ollut vuosia nousujohteinen.

Markkinaosuuksien kehityksestä näkee selvästi markkinan keskittymisen trendin, kun vuodesta 2008 Verkkokauppa.comin osuus on kasvanut yli 10 %-yksiköllä 25 %:iin. Samaan aikaan Gigantin markkinaosuus kasvoi 20 %:sta n. 25 %:iin. Powerin mukaantulo vuonna 2016 on kuitenkin hidastanut Verkkokauppa.comin markkinavaltuutta. Verkkokauppa.comin ja Gigantin asiakaslupausten tapaan Powerin pääsijaisena tarkoituksena on tarjota asiakkaille halpoja hintoja, mikä luonnollisesti tarjoaa asiakkaille useita vaihtoehtoja ja lisää toimialan sisäistä kilpailua.

Kuluttajaelektronikan markkinaosuudet



Toimiala ja kilpailutilanne (4/5)

Gigantin kannattavuus ollut kilpailijoita matalampi

Gigantin emoyhtiö on verrokkiryhmästämme löytyvä Currys, joka toimii Isossa-Britanniassa ja Pohjoismaissa. Currysilla on pelkästään Pohjoismaissa kilpailijoita korkeammat volyymit (edellistilikauden liikevaihto noin 4,2 mrd. EUR), mikä edesauttaa sitä saamaan hyviä ostohintoja ja -ehtoja. Alueen logistiikkaan yhtiö hakee skaalaetuja automatisoidulla Nordic -keskusvarastolla, joka sijaitsee Jönköpingissä. Pitkään markkinajohtajana olleella Gigantilla on silti ollut yllättävän isoja haasteita pitää kiinni marginaaleistaan juurikin Suomessa. Suomen Gigantin liikevoittomarginaalin kehityksen vertailu konsernin Pohjoismaiseen tulokseen (liikevoitto ~3 %) kertoo omaa kieltään Suomen selvästi kireämmästä kilpailutilanteesta.

Gigantin liiketoiminnassa korostuu laaja myymäläverkoston peitto sekä palveluiden merkitys. Gigantilla on Suomessa 38 myymälän verkosto, joka laskee edellisvuodesta 4 kappaleella mm. franchise-yrittäjän konkurssien takia. Myymälöistä noin puolet toimii franchise- eli kauppiasmallilla, tarkoittaen sitä, että Gigantti toimii tietyille kauppiaskaupoille tukkumyyjänä ja konseptin toimittajana. Näissä tapauksissa yhtiön tavaramyynti on tavanomaista ketjumyymlää vähempikatteisempaa, mutta franchising-maksut ovat tyypillisesti korkean katteen liikevaihtoa. Järjestäen kauppiaiden kannattavuudet (3-5 % liikevoitto-%) ovat niiden emoyhtiön, eli Gigantin, lukuja paremmat. Nämä eivät keskenään ole vertailukelpoisia, sillä kauppiaiden kulurakenne poikkeaa emoyhtiöstä joiltakin osin (hallinto,

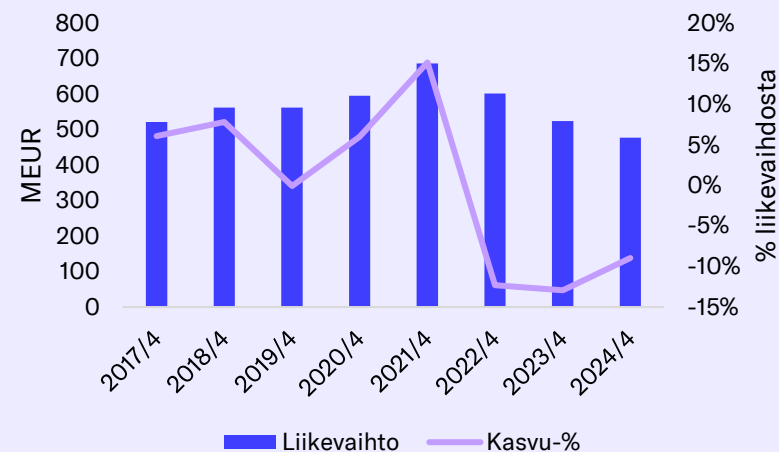
markkinointi, logistiikka tms.).

Currysin Pohjoismaiden (Elkjop) verkkomyyntin osuus on noin 25 %, mikä arviomme mukaan kuvastaa melko hyvin myös Suomen toimintojen verkko-osuutta. Gigantti on vuosien saatossa panostanut verkkokyvykkyyksiinsä ja emoyhtiö painottaakin monikanavaista tulokulmaa strategiassaan.

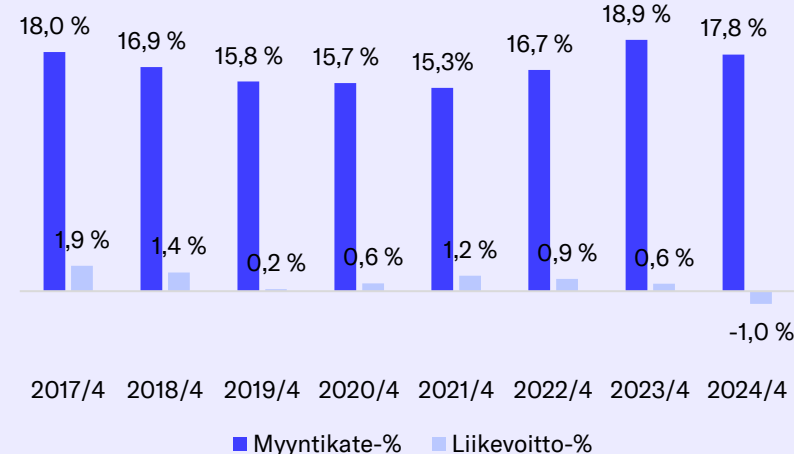
Gigantti on viime vuosina lanseerannut kanta-asiakkuusohjelman Pohjoismaissa ja noin puolet alueen kotitalouksista kuuluu jo siihen. Sen myötä asiakaskohtaista myyntiä on saatu kasvatettua selvästi. Yhtiö on viime aikoina investoinut myös verkon asiakaskokemukseen (mm. Live-myyjä-palvelu) ja sen strategiana on ollut laajentaa tuotevalikoimaa elektroniikassa. Samaan aikaan yhtiö on kasvanut hyvin tarjoamissaan palveluissaan, joissa arviomme mukaan on tuotemyyntiä paremmat katteet.

Gigantin liikevaihto laskee markkinan myötäisesti päättyneellä tilikaudella (2023/24) tuloksen painuessa nollan alapuolelle. Vuoden 2021 tasolta mitattuna Gigantin liikevaihdosta on supistunut 30 %. Tätä lukua hieman rumentaa tilinpäätöstulkinnan muutokset vuosina 2021-22, jotka laskivat liikevaihtoa teknisistä syistä johtuen jonkin verran. Joka tapauksessa näemme Gigantin kärsineen heikosta markkinasta kolmesta kilpailijasta eniten.

Gigantin liikevaihto



Gigantin kannattavuus



Lähde: Asiakastieto

Toimiala ja kilpailutilanne (5/5)

Powerin suoritus on ollut tasaisen vahvaa

Power Finland kuuluu norjalaiseen listaamattomaan Power International AS:ään (liikevaihto noin 1,4 mrd. EUR), jolla on myymälöitä Norjassa, Tanskassa, Ruotsissa ja Suomessa. Konsernin mittakaavaedut näkyvät myös Suomen liiketoiminnan tarjoamissa halvoissa hinnoissa sekä toimialalle erinomaisessa myyntikatteessa (~24 % liikevaihdosta). Power lanseerattiin Suomessa keväällä 2016, kun emoyhtiö hankki Expert-ketjun. Powerin valtakunnallinen jakeluverkosto koostuu 42 myymälästä sekä kivijalkaa tukevasta verkkosivustosta.

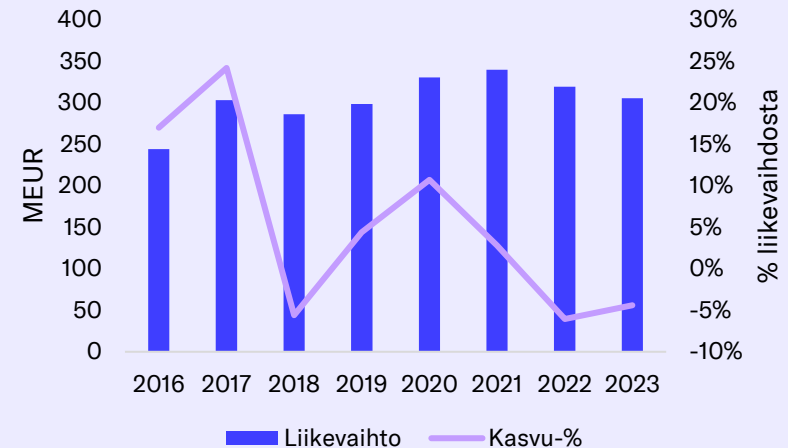
Power on hiljattain uudistanut kauppakonseptin ilmettä ja korvannut joitakin pienempiä yksiköitä lähes 10 tuhannen neliön suurmyymälöillä. Kivijalkapainotteisen strategiansa lisäksi Power panostaa myös voimakkaasti Click & Collect -toimintojensa kehittämiseen, mikä on loogista verkkokaupan osuuden kasvaessa. Muiden pelureiden tapaan Power hyötyi korona-ajan tuomasta ylikysynnästä ja on selvästi pärjännyt parhaiten tästä seuranneesta kuivasta kaudesta. Gigantin ja Verkkokauppa.comin tulokset lähes sulivat samaan aikaan kun Power onnistui sopeuttamaan kulurakennettaan tehokkaammin ja yhtiön suhteellinen kannattavuus parani vuonna 2022.

Suomessa Powerin liikevaihto on kasvanut 3 %:n vuosivauhtia (2026-23 CAGR-%) 300 MEUR:n kokoluokkaan. Myyntikatemarginaali on selvästi Verkkokauppa.comin yläpuolella, ja vuoden 2023 aikana

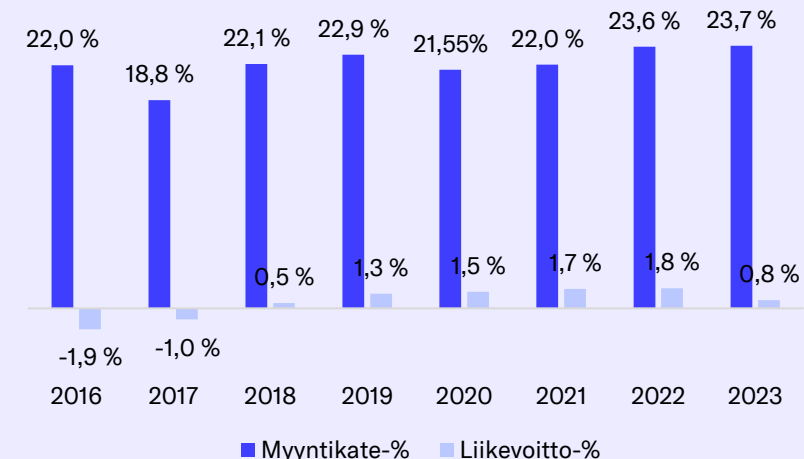
Power saavutti lähes 24 %:n suhteellisen myyntikatteen. Kyse ei vaikuta olevan hetkellisestä noususta vaan edellisen vuoden suhteellinen katekertymä oli samoilla tasoilla. Kuluttajaelektroniikkaan asemoituneen pelurin tapauksessa tämä on erittäin hyvä taso, sillä uskoaksemme Powerin myynnin jakauma ei merkittävästi poikkea Verkkokauppa.comin vastaavasta. Uskomme erotuksen johtuvan Powerin Verkkokauppa.comia suuremmista ostovolyymeistä Pohjoismaisesti keskitettyjen ostotoimintojen ansiosta. Powerin parempaa katetta suhteessa Eljopiin on hankala vajavaisilla tiedoilla arvioida, mutta vaikuttaa siltä, että Power tekee hankintaansa tehokkaammin, sillä hinnoitteluvoimassa yhtiöllä ei mielestämme ole eroa.

Power on keskittänyt viime vuosina myös paljon aiemmin maakohtaisia toimintoja koko konsernin yhteisiksi toiminnoiksi (ostot Norjassa, varasto Ruotsissa, taloushallinto Vilnassa ja verkkosivujen kehitys Suomessa), minkä ansiosta toimintojen kiinteät kulut skaalautuvat paremmin. Toimintojen keskittäminen on arviomme mukaan nostanut myös Power Suomen kilpailukykyä, mikä näkyy liikevoittomarginaalin tasaisena parantumisena tappiollisesta lähes 2 %:iin. Vuonna 2023 kannattavuus (0,8 % liikevaihdosta) heikkeni trendin vastaisesti, joka oli seurausta kasvaneista kiinteistä kuluista. Varmaa syytä kasvaneille kiinteille kuluille meillä ei ole, mutta Powerin myymäläverkostossa tapahtui kyseisenä vuonna muutoksia (esim. pinta-alaltaan nelinkertaistunut Itiksen POWER+ -myymälä), jotka saattoivat nostaa kuluja.

Power Finland liikevaihto



Power Finland kannattavuus



Lähde: Asiakastieto

Taloudellinen tilanne (1/2)

Tase ei sisällä merkittäviä riskejä

Verkkokauppa.comin taseen loppusumma oli tilikauden 2024 lopussa 178 MEUR. Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin tase on tilanteeseen nähden hyvässä kunnossa, joskin osa seuraavien vuosien aikana kertyvästä rahavirrasta arviomme mukaan suuntautuu omavaraisuusasteen nostamiseen.

Pitkäaikaista omaisuutta yhtiön taseessa oli ennen IFRS16 -vastuita niukasti, sillä yhtiö ei itse omista myymälöitään. Taseen aineettomiin eriin sisältyy e-ville.com yritysosaston (2022) myötä kapitalisoitu yritysarvo.

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on varasto, joka oli vuoden 2024 lopussa 51 MEUR. Taseen riskisin erä onkin vaihto-omaisuus sen suuren osuuden myötä, joskaan emme näe alaskirjauksen todennäköisyyttä kovin suurena. Tämä pohjautuu näkemykseemme, että yhtiö on tehostanut valikoimaansa ja välittää nykyään korkeaa varastoriskiä kantavia tuotteita suoraan valmistajan varastolta.

Suurin osa yhtiön 55 MEUR:n saamisista sitoutuu myyntisaamisiin eli asiakasrahoitukseen (Apuraha, Tili, jne.). Arviomme mukaan yhtiön myyntisaamiset tulevat kehittymään lähivuosina hieman liikevaihtoa hitaammin, kun yhtiö tulee todennäköisesti lieventämään taseriskiään myymällä saamisiaan kumppaneille. Korostamme sijoittajille, että raportoiduista myyntisaamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle

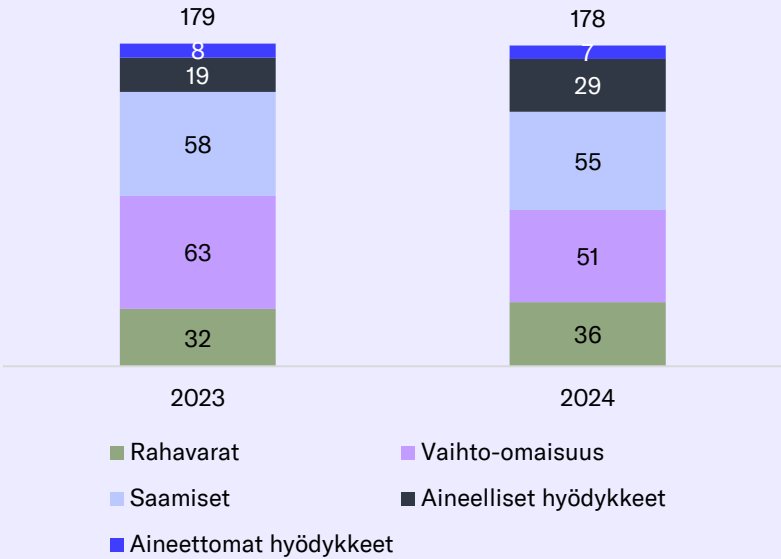
tulovirtaa. Yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa rahavaroja 36 MEUR:n edestä, jonka näemme hyvin terveenä tasona mahdollistaen kassa-alennusten käyttämisen suotuisampien ostoehdojen saamiseksi.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2024 lopussa 28 MEUR vastaten 16 %:n omavaraisuusastetta. Omavaraisuusastetta heikentää IFRS 16-aktivoinnit, joista oikaistuna tunnusluku sijaitsee 18 %:n tienoilla.

Tilikauden 2024 lopussa korollista rahoitusvelkaa yhtiön taseessa oli 19 MEUR:n edestä. IFRS 16-vastuisiin liittyvää velkaa yhtiöllä oli noin 26 MEUR:n edestä. Yhdessä nämä vastaavat 1,1x nettovelan (9,8 MEUR) ja käyttökatteen (oik. 8,7 MEUR) suhdetta, mikä viestii velka-aseman olevan kunnossa ja vielä kaukana rahoittajien määrittelemistä kovenanttirajoista (arviomme mukaan 3,5-4x).

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli tilikauden 2024 lopussa 105 MEUR, joista suurinta osaa vastaa ostovelat.

Vastaavaa



Vastattavaa



Taloudellinen tilanne (2/2)

Kassavirta normaalissa markkinassa tehokasta

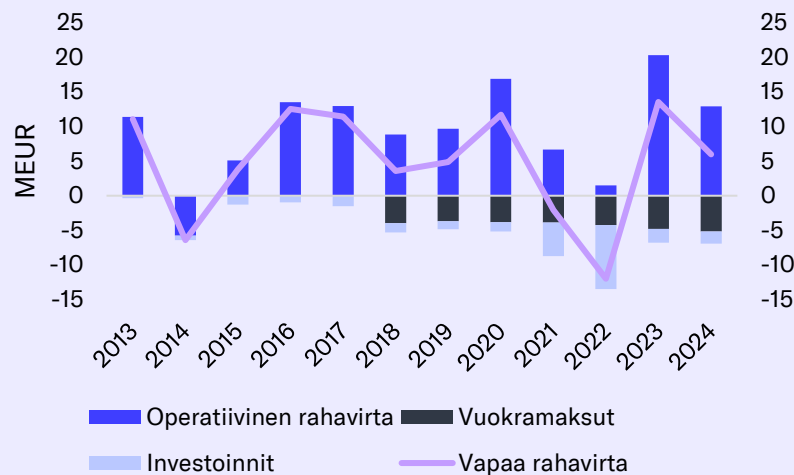
Keskimäärin Verkkokauppa.comin operatiivinen kassavirta on ollut 9,5 MEUR ja vapaa kassavirta 4,8 MEUR vuosina 2013–2024. Operatiivisen kassavirran osalta tämä kääntyy 70 %:n kassakonversioksi, joka viestii osan käyttökatteesta sitoutuvan liiketoiminnan pyörittämiseen esimerkiksi käyttöpääoman muodossa. Vaikka Verkkokauppa.comin liiketoiminta on pääsääntöisesti ollut pääomakevyttä, on vuosien 2021–22 investoinnit (logistiikka ja yritysosto) painaneet vapaan kassavirran matalaksi tai jopa negatiiviseksi. Näemmekin yhtiön kykenevän tekemään tehokasta vapaata kassavirtaa normaalissa markkinaympäristössä, jolloin kasvun rahoittaminen onnistuu omavaraisesti.

Vuosien 2021–22 kassavirtaa heikensivät erityisesti kolme asiaa: 1) matala käyttökate (vuonna 2022), 2) sitoutunut käyttöpääoma kohonneiden varastotasojen tähden sekä 3) suuremmat investoinnit. Tilanne ei ollut täysin yhtiön kontrollissa, sillä varastotasojen nousu johtui välillisesti koronapandemian aiheuttamasta tavarapulasta. Päälle tullut kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja markkinan pysähdys eivät auttaneet suurten varastotasojen purkamisessa ja täten yhtiö päätyi tehostamaan toimintaansa sekä operatiivisesti sekä valikoiman osalta turvatakseen kilpailukykynsä. Vuosien 2023 ja 24 aikana tehdyt toimenpiteet (tulostason parantamiseksi sekä käyttöpääoman vapauttamiseksi) ovat nostaneet vapaan rahavirran lähelle historiallisia tasoja.

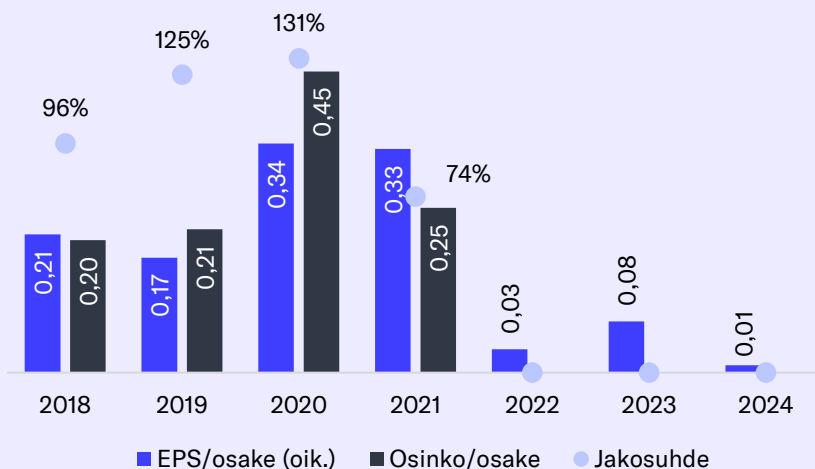
Kasvava kvartaaliosinko joutui paussille

Verkkokauppa.comin tavoitteena on ollut jakaa kasvavaa kvartaaleittain maksettavaa osinkoa. Vuosien 2016–21 aikana se onnistuikin kun yhtiö jakoi keskimäärin koko tuloksensa omistajille. Lisäksi vuoden 2020 tuloksesta yhtiö jakoi ylimääräisen 0,22 euron (per osake) osingon omistajilleen. Heikon markkinan lopputulemana yhtiö joutui laittamaan osingon paussille vuoden 2022 osalta, ja uudessa strategiassa se pyrkii arviomme mukaan olemaan maltillisempi voitonjaon suhteen. Tulevalle strategiakaudelle yhtiö on linjannut 60–80 %:n osingonjakosuhteen politiikan, mikä antaa liikkumavaraa, mikäli vapaa kassavirta olisi esimerkiksi investointien takia matalalla tasolla.

Vapaa rahavirta



Osinko



Ennusteet (1/5)

Ennustamme liikevaihtoa liiketoimintasegmenteittäin

Mallinnamme Verkkokauppa.comin liikevaihdon kehitystä liiketoiminta-segmenteittäin (Kuluttaja ja B2B). Tämän lisäksi ennustamme myynnin jakautumista myyntikanavittain (Verkko ja Kivijalka) ja tuotekategorioittain (Ydin- ja muut kategoriat). Internetin markkinatietolähteet tarjoavat tukea lyhyen aikavälin ennusteisiimme. Lisäksi peilaamme ennusteitamme kuluttajan tilaan (kuluttajaluottamus), Pohjoismaiden kehitykseen sekä yhtiön verrokkiyhtiöiden raportoihin lukuihin. Näihin lukeutuu kuluttajaelektroniikan markkinatilastot, Tilastokeskus, EK ja verrokkiryhmästäamme Currys, Kjell Group ja Komplett sekä muut kaupanalan yhtiöt.

Tulosennusteemme rakentuvat kuluriveittäin

Verkkokauppa.com raportoi kulurivinsä konsernitasolla. Tästä syystä ennustamme kannattavuutta liikevaihdosta poiketen konsernitasolla. Myyntikatteella voi olla

huomattava vaikutus yhtiön tulokseen, sillä materiaalikustannukset vastaavat pääsääntöisesti yli 80 % liikevaihdosta. Ennustamme myyntikatetta konsernitasolla, mutta huomioimme tässä myyntijakauman painottumisen niiden erisuuruisen katetason takia (ydin vs. muut kategoriat), alennusten määrän (kampanjat vs. sesongit) ja yleisen materiaali-inflaation. Muut liiketoiminnan kulut ennustamme peilaten niitä liikevaihdon ennustettuun kasvuun ja yleiseen kustannusinflaatioon. Henkilöstökulut ennustamme keskimääräistä henkilöstökulua (palkka) ja henkilöstömäärää hyödyntäen. Huomioimme samalla mahdollisen palkkainflaation. Poistot perustuvat tiettyyn oletettuun poistotasoon.

Ennustamme nettorahoituskulut erikseen kuluriveittäin (korolliset rahoitusvelat vs. IFRS 16-velat). Verot perustuvat ennustettuun veroprosenttiin. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia tulevia yrityskauppoja, sillä niiden toteutumista

on mahdotonta ajoittaa.

Ennustemallimme saattaa ajan myötä muuttua yhtiön lanseeraamien uusien liikevaihdon lähteiden myötä, mikäli yhtiö rupeaa raportoimaan näitä ydinliiketoiminnastaan erillisinä erinä. Lähivuosina uusien liiketoimintojen ennustaminen on hankalaa, sillä niiden lyhyen aikavälin potentiaali sisältää paljon epävarmuutta.

Teimme lieviä ennustemuutoksia

Kauppasodan aiheuttaman uhan takia laskimme ennusteitamme (liikevoitto -5 %) lievästi vuoden 2025 osalta. Nähdäksemme vuoden 2026 ennallaan pysyneitä ennusteitamme tukee Euroopan hyvä kasvunäkymä mm. julkisten investointien tähden ja kuluttajan paranevan ostovoiman myötä. Lisäksi nostimme osakkeen tuottovaatimusta kauppasotaan liittyvän epävarmuuden vuoksi. Lisää tullien vaikutuksesta sivuilla 33 ja 34.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	468	466	-1 %	502	502	0 %	532	532	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,1	4,9	-5 %	9,0	9,1	0 %	10,0	10,0	0 %
Tulos ennen veroja	3,1	2,9	-8 %	7,1	7,1	0 %	8,0	8,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,05	0,05	-8 %	0,12	0,12	0 %	0,14	0,14	0 %
Osakekohtainen osinko	0,04	0,04	-8 %	0,09	0,09	0 %	0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet (2/5)

Lavea ohjeistus kertoo epävarmuudesta

Yhtiö odottaa vuoden 2025 liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton nousevan vertailukaudesta (2024: 468 ja 1,8 MEUR). Historiassa yhtiö on ohjeistanut numeerisesti, mikä viestii nykyisen markkinaympäristön aiheuttavan liiketoimintaan epävarmuutta.

2025: Vuoden tulisi olla paria edeltävää parempi

Näemme markkinamielessä vuoden 2025 omaavan paremmat edellytykset vakaalle vuodelle. Tätä yhtäältä tukee näkemys paranevasta taloudellisesta toimintaympäristöstä sekä kuluttajien ostovoiman parantumisesta (matalampi inflaatio ja laskeva korkotaso). Tämän pitäisi heijastua lähes suoraan myös Verkkokauppa.comin kehitykseen. Odotamme yhtiön liikevaihdon (2025e: 466 MEUR) olevan vertailukauden mukainen, joskin vuoden sisäinen kehitys jakautuu alkuvuoden liikevaihdon laskuun ja loppuvuoden lievään kasvuun (H2'25: ~1 % v/v). Kasvu/(lasku)-ennustemme eivät poikkea oleellisesti toisistaan segmenteittäin. Yhtäältä piristynvä kuluttajaluottamus saattaa tukea kuluttajamyyntiä, mutta toisaalta paraneva rekrytointimarkkina heijastuisi puolestaan B2B-myyntiin. Emme toistaiseksi ole ladanneet suuria oletuksia kansainvälistymisen kasvulle, vaikkakin yhtiö ilmoitti laajentuvansa kohtuullisen suurella valikoimalla (>10k nimikettä) Ruotsiin Amazonin kautta.

Vuosi 2024 oli katemielessä hyvä (etenkin Q4'24), jonka emme usko parantuvan vuoden 2025 aikana. Siten ennustamme suurin piirtein vertailukauden tasoista 16,3 %:n

myyntikatemarginaalia. Näkemyksemme mukaan hyvää katetasoa ylläpitää varastoon tehdyt tehostamistoimet sekä kannattamattoman myynnin karsinta, mutta toisaalta painaa oletus tullien (lisää sivulla 34) nostaessa inflaatiota.

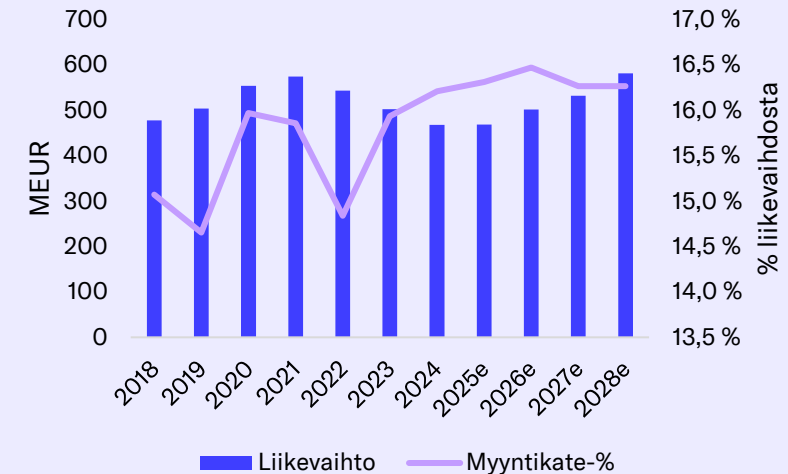
Yhtiö aloitti muutosneuvottelut vuoden 2024 lopulla, joidenka uskomme kantavan hedelmää vuoden 2025 suhteelliseen kulurakenteeseen. Kiinteissä kuluissa, etenkin palkoissa, on kuitenkin havaittavissa myös kustannusinflaatiota, joka rajoittaa säästöjen ja loppuvuoden kasvun tuomaa tulosparannusta. Ennustamme yhtiön oik. liikevoiton kohoavan 4,9 MEUR:oon, joka vastaa vielä matalaa 1,0 %:n marginaalia.

Uskomme nettorahoituskustannusten pysyvän stabiilina, jota selittää Jätkäsaaren vuokrasopimuksen uudelleenneuvottelun myötä kohonneet taseen IFRS 16-erät, mutta myös laskeva kesikorko (riippuvainen marginaalista, viitekorosta ja nettovelka/käyttökate -suhteesta) ja pienentyvä nettovelka. Veroprosentin oletamme olevan normaalilla tasollaan noin 20 %:ssa. Siten ennustamaamme tulosparannusta (2025e EPS 0,04 euroa) ajaa pääosin vertailukautta korkeammalla oleva kannattavuusennustemme.

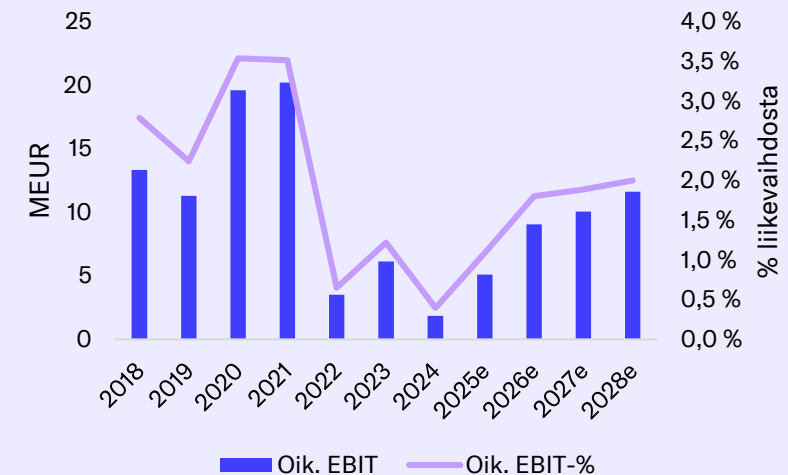
2026-27: Skaalautuva kasvu kiihtyy

Vuosien 2026-27 osalta odotamme markkinan virkoavan selvään kasvuun paremman taloudellisen toimintaympäristön sekä melko matalien vertailulukujen siivittämänä. Tämä heijastuu Verkkokauppa.comin kasvuennusteisiimme, sillä odotamme yhtiön kasvavan vuonna 2026 8 % ja 2027 6 %.

Liikevaihto ja myyntikate



Kannattavuus



Ennusteet (3/5)

Nämä tasot ovat määrittelemäämme markkinakasvua (~5 %) korkeammalla, jota pääosin selittää yhtiön laajentuminen uusiin liikevaihdon lähteisiin (KV, uudet tuotekategoriat, retail media). Tässä vaiheessa yhtiön kunkin liiketoimintasegmentin pitäisi olla jo tuntuvasa nousussa.

Odotamme vain lievää myyntikatemarginaalin parannusta vuosina 2026-27. Nähdäksemme marginaalia parantavat tehostamistoimet on pitkälti tehty, jolloin kateparannus jää omien tuotemerkkien osuuden nousun ja retail median potentiaalin varaan. Toistaiseksi näemme retail median liian pienenä liiketoimintana, jotta se yltäisi nostamaan konsernin myyntikatetta huomattavasti. Odotamme vuosien 2026-27 myyntikatemarginaalin olevan keskimäärin 16,4 % (2024: 16,2 %).

Nähdäksemme Verkkokauppa.comin kulurakenne on vuoden 2024 muutosneuvotteluiden/rakennemuutosten myötä trimmattu melko tiukkaan kuntoon, jolloin liikevaihdon kasvun tulisi skaalautua voimakkaasti parantaen siten yhtiön suhteellista kannattavuutta. Vaikka odotamme yhtiön kiinteiden kulujen suhteessa liikevaihtoon laskevan (2026-27 13,4 ja 13,1 %), vaatisi tavoitteiden mukainen alle 10 %:n kulusuhde nähdäksemme ennusteitamme vahvempaa kasvua.

Näillä parametreilla oik. liikevoiton ennusteemme asettuvat 9 (1,8 % liikevaihdosta) ja 10 (1,9 % liikevaihdosta) MEUR:oon, jääden yhtiön tavoitteleman 5 %:n marginaalin alapuolelle.

Vuoden 2025 tapaan odotamme nettorahoituskustannusten kehittyvän tasaisesti, jolloin tuloskasvua ajaa liikevaihdon

kasvu ja kulurakenteen joustaminen. Ennustamme yhtiön EPS:n monikertaistuvan vuoteen 2027 mennessä matalilta kantaluviulta.

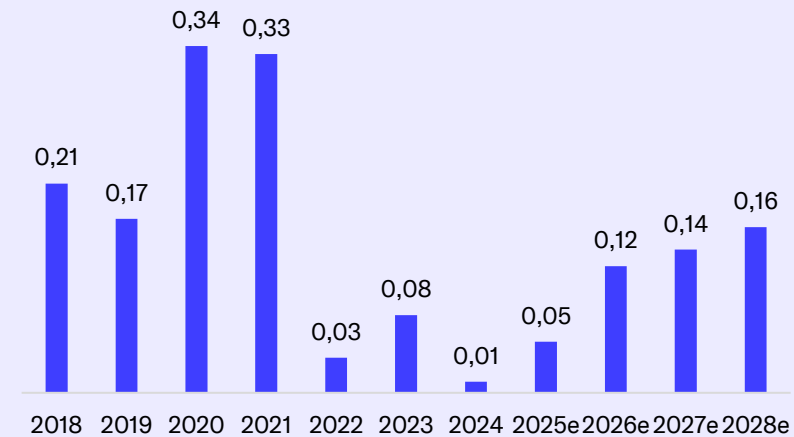
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2027 eteenpäin ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 4-5 % aina vuoteen 2030 asti, jonka jälkeen ennustamme kasvu laskee 2-3 %:n tasolle. Suhteessa hahmottelemamme markkinakasvuun nähden jälkimmäinen jakso vaikuttaa maltilliselta, joskin se on linjassa tai hieman korkeampi kuin Suomen vähittäiskaupan keskimääräinen vuosittainen kasvu. Samalla ennusteperiodilla odotamme yhtiön liikevoitto-%:n kohoavan 2,0-2,5 %:iin, eli yhtiön historialliselle tasolle. Marginaaliparannusta ajaa liikevaihdon kasvu ja sen myötä hiljalleen pienentyvä suhteellinen kulurakenne.

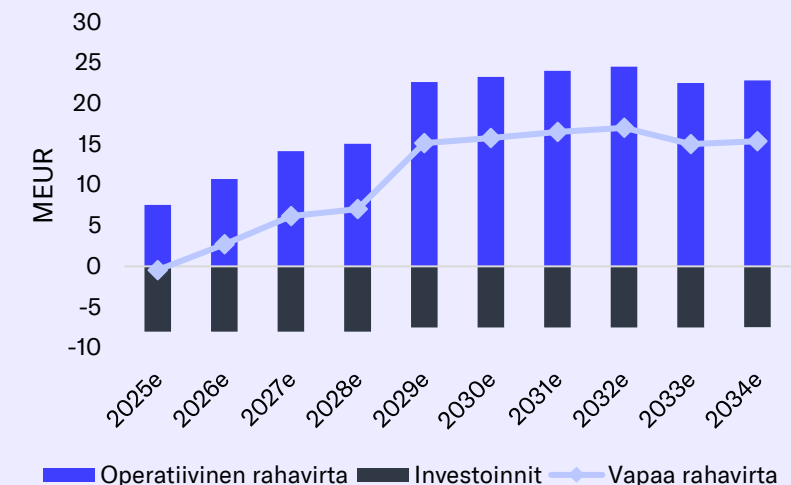
Rahavirta paranee tuloskasvun avulla

Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin nykyliiketoiminnan potentiaalinen vapaan rahavirran taso sijaitsee noin 10 MEUR:ssa. Tämä jakautuu noin 15-20 MEUR:n operatiiviseen rahavirtaan vähennettynä noin 8 MEUR:n investoinneilla (sis. vuokramaksut). Yhtiön liiketoiminta sitoo varsin vähän käyttöomaisuutta, jonka tähden myös aineelliset ja aineettomat investoinnit (<1 % liikevaihdosta) ovat suhteessa liikevaihtoon pienet. Lähivuosina yhtiön tulos on vielä nousuvaiheessa, joten uskomme yhtiön täyden rahavirtapotentialinsa vasta vuonna 2030.

EPS/osake (oik.)



Rahavirta



Ennusteet (4/5)

Taseasema vahvistuu ja tehostuu

Pitkään nettokassalla operoineen Verkkokauppa.comin velkaantuneisuus nousi vuoden 2022 alussa toteutetun yritysoston sekä heikentyneen toimintaympäristön seurauksena. Nettovelan suhde käyttökatteeseen on sittemmin laskenut terveelle noin 1x tasolle, jonka uskomme vuosien edetessä laskevan. Myös omavaraisuus heikkeni edellä mainituista syistä, jonka jälkeen se on pysytellyt melko matalalla tasolla reilussa 15 %:ssa. Ennustamme vakavaraisuuden kohoavan kasvavan tuloksen mukana ja ennusteillamme omavaraisuusaste saavuttaa 20 %:n tason vuonna 2028 (vs. 2018-21 keskimäärin 22 %).

Taseen tuottoa puolestaan tehostaa yhtiön nouseva tulos, joka on viime vuosien aikana laahannut todella matalalla haastavasta markkinaympäristöstä johtuen. Tämän seurauksena pääoman tuottoluvut (k.a. ROIC ~19 % 2026-30e) nousevat ennusteissamme vuodesta 2026 lähtien selvästi yli asettamamme pääoman kustannuksen (WACC 9 %), mikä tarkoittaa liiketoiminnan luovan arvoa matalasta marginaalitasosta huolimatta.

Paluu voitonjakoon

Voitonjako oli pitkään osa yhtiön sijoittajatarinaa, mikä joutui paussille matalan tulostason ja heikentyneen omavaraisuusasteen tähden. Tulostason noustessa uskomme yhtiön jatkavan osingonjakoa noin 70 %:n

suhteella.

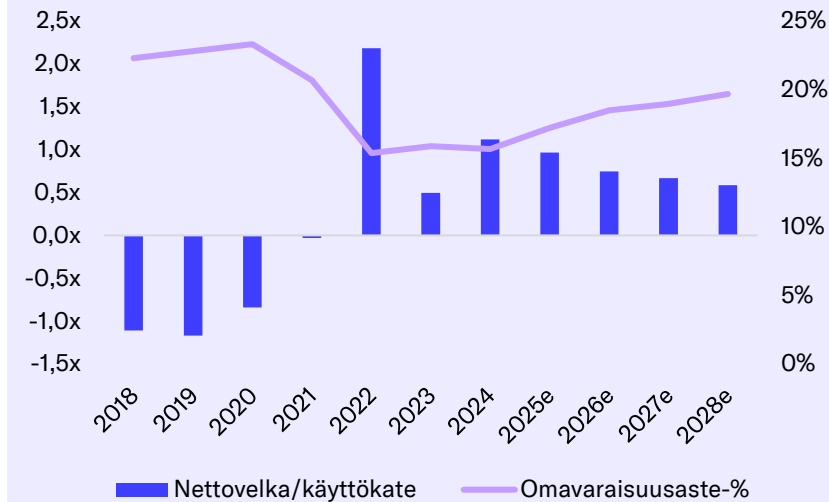
Ennusteriskit

Ennusteidemme keskeisimmät riskit liittyvät epävarmuutta viime vuosina aiheuttaneeseen toimintaympäristön parantumiseen. USA:n tulliuhkaukset muodostavat merkittävän epävarmuustekijän, jota olemme käsitelleet seuraavassa kappaleessa. Mikäli kuluttajaluottamus ja kysyntä kodinelektronikalle jatkuu laskujohteisena voivat ennusteemme osoittautua liian optimistisiksi. Lisäksi yhtiön todelliseen kannattavuuspotentiaaliin liittyy epävarmuutta, johtuen rakenteellisesti matalasta katerakenteesta. Toisin sanoen pienet muutokset liikevaihdossa tai myyntikatemarginaalissa saattavat heiluttaa suhteellista kannattavuutta merkittävästikin. Taseen puolella emme näe merkittäviä riskejä, sillä yhtiö on kyennyt tekemään suhteellisen tervettä vapaata rahavirtaa myös heikomman markkinan aikaan.

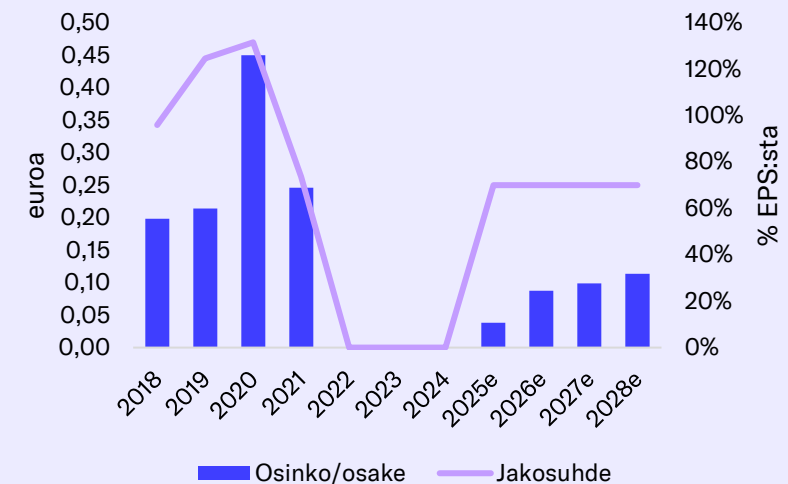
Kauppasodan vaikutukset Verkkokauppa.comiin

Nähdäksemme Verkkokauppa.com ei ole suoraan altis mahdolliselle kauppasodalle USA:n tulliuhkausten myötä, sillä se ei vie tavaraa USA:han ja suurin osa tuotteista hankintaan USA:n ulkopuolelta. Tullit kuitenkin synnyttävät epäsuoria vaikutuksia, joille yhtiö on näkemysemme mukaan altis. Seuraavalla sivulla lisää tullien vaikutuksesta Verkkokauppa.comiin.

Velkaantuneisuus ja omavaraisuus



Voitonjako



Ennusteet (5/5)

Tullit ovat luonteeltaan inflatorisia, joka saattaa nostaa inflaatiota myös Suomessa. Toimialalla on paljon USA:laisia elektroniikkayhtiöitä, joiden tuotteiden valmistus ja kokoonpano tapahtuu käsityksemme mukaan suurimmilta osin Aasiassa. Esimerkiksi Applella on tuotantoa Kiinassa, joka todennäköisesti tulee kohtaamaan kustannuspainetta tariffien toteutuessa, mikä saattaa johtaa tuotehintojen nousuun. Myös skenaariossa jossa Apple (tai joku muu USA:lainen tuottaja) siirtäisi tuotantoa tai kokoonpanoa USA:han tulisi tuotehinnat arviomme mukaan nousemaan, sillä USA:n tuotannontekijöiden (esim. palkka) kustannukset ovat merkittävästi halpatyömaita korkeammat.

USA:n ennustetaan painuvan taantumaan, mikäli tuontitullit toteutuvat [ennalta ilmoitetussa mittakaavassa](#). Mikäli taantuma realisoituu, niin uskomme tämän vaikuttavan myös EU:n ja Suomen talouteen negatiivisesti. Tämä yhdessä nousevan inflaation kanssa tulee todennäköisesti myös vaikuttamaan suomalaisten tai ruotsalaisten kuluttajien luottamukseen, joka on negatiivista Verkkokauppa.comin kannalta.

Valuuttakurssien muutokset saattavat vaikuttaa yhtiön tulokseen hankintatoimien kautta (euro vahvistuu → tulos nousee ja päin vastoin), sillä yhtiö ei suojaa ulkomaan valuutalla tehtyä hankintaansa. Suurin osa hankinnasta tehdään kuitenkin euromääräisenä, jolloin valuuttakurssiriski on nähdäksemme rajattu. Aasian

hankintahinnoissa toisaalta saatetaan nähdä lyhyellä tähtämellä lievää laskupainetta, sillä markkinalle on syntynyt tai syntymässä ylitarjontaa USA:laisten ostajien vähentäessä hankintaa etenkin Kiinasta.

Toisaalta negatiivisten uutisten vastapainona näemme Euroopassa kasvaneen sentimentin puolustusbudjettien lisäämisestä sekä esimerkiksi Saksan infrastruktuuri-investointiohjelmasta, joiden uskomme nostavan Euroopan työllisyyttä sekä taloudellista aktiiviteettia. Siten myös Suomen kuluttajaluottamus arviomme mukaan saa tukea paremman työllisyysnäkömän myötä, joka on Verkkokauppa.comin kannalta positiivinen seikka.

Perusolettamamme on, että tullit toteutuvat hieman ennakoitua lievemmin. Tämä nostaa Verkkokauppa.comin kohtaamaa kustannusinflaatiota ja syö osan tulosparannuksen vaikutuksesta vuonna 2025. Näkemyksemme mukaan kuluttajaelektronikkamarkkina tulee heräämään kasvuun vuonna 2026, ja tullien negatiivista vaikutusta tulee mielestämme kompensoimaan Euroopan paraneva työllisyys ja kasvunäkymä lisääntyneiden julkisten investointien avittamana (puolustus ja infrastruktuuri). Tästä syystä vuosien 2026-27 ennusteemme säilyivät ennallaan. Korostamme, että tilanteeseen liittyy huomattavaa epävarmuutta, ja lisätiedon ilmaantuessa saattaa ennusteisiimme kohdistua muutospainetta niin suuntaan jos toiseen.

Kauppasodan mahdolliset vaikutukset pähkinänkuoressa

- Ei suoria vaikutuksia, sillä yhtiö ei käy kauppaa (tai osta tuotteita*) suoraan USA:ssa sijaitsevien (tai tuotteita valmistavien) yritysten tai kuluttajien kanssa.
- Epäsuorat vaikutukset:
 - Kustannustason nousu
 - Globaali taantuma → kuluttajaluottamus heikkenee
 - Valuuttakurssimuutokset (vaikutus rajallinen)
- Vastapainona puolestaan Euroopan taloudellista aktiiviteettia ja työllisyyttä saattaa nostaa julkiset investoinnit puolustustusteollisuuteen ja infrastruktuuriin
- Inderesin oletamat tullien vaikutuksesta Verkkokauppa.comiin
 - Hidastuva BKT:n kasvu USA:ssa ja globaali hintatason nousu pitää kuluttajaluottamuksen heikkona 2025 ajana → 2025 ei kasveta, mutta tulos paranee tehokkuuden noustessa
 - Euroopan positiivinen näkömä tukee yhtiön kehitystä 2026 eteenpäin

Lähde: Inderes

* Saattaa tapahtua pienissä määrin, mutta ei näy luvuissa

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	503	108	106	114	140	468	106	103	115	142	466	502	532	559
Käyttökate	10,9	1,3	-0,2	1,8	4,7	7,5	2,1	1,4	5,1	3,4	12,0	16,5	17,5	18,5
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-1,7	-1,8	-1,7	-1,7	-6,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-7,1	-7,4	-7,5	-7,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,1	0,5	-1,7	-0,7	3,8	1,8	0,3	-0,4	3,4	1,6	4,9	9,1	10,0	11,3
Liikevoitto	4,7	-0,4	-2,0	0,1	3,0	0,6	0,3	-0,4	3,4	1,6	4,9	9,1	10,0	11,3
Nettorahoituskulut	-1,9	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Tulos ennen veroja	2,8	-0,9	-2,4	-0,6	2,5	-1,4	-0,2	-0,9	2,9	1,1	2,9	7,1	8,0	9,3
Verot	-0,7	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,0	0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-1,4	-1,6	-1,9
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	2,1	-1,0	-2,0	-0,3	2,6	-0,8	-0,2	-0,7	2,3	0,9	2,3	5,7	6,4	7,4
EPS (oikaistu)	0,08	0,00	-0,04	-0,02	0,07	0,01	0,00	-0,02	0,05	0,02	0,05	0,12	0,14	0,16
EPS (raportoitu)	0,05	-0,02	-0,05	-0,01	0,06	-0,02	0,00	-0,02	0,05	0,02	0,05	0,12	0,14	0,16

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-7,4 %	-11,5 %	-6,5 %	-2,8 %	-6,9 %	-7,0 %	-1,7 %	-2,6 %	0,7 %	1,2 %	-0,5 %	7,8 %	6,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	72,7 %	-68,3 %	-264,2 %	-131,1 %	153,0 %	-69,8 %	-39,9 %	-75,7 %	-596,4 %	-56,2 %	162,8 %	86,8 %	10,2 %	12,6 %
Käyttökate-%	2,2 %	1,2 %	-0,2 %	1,6 %	3,3 %	1,6 %	1,9 %	1,4 %	4,4 %	2,4 %	2,6 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,2 %	0,4 %	-1,6 %	-0,6 %	2,7 %	0,4 %	0,3 %	-0,4 %	2,9 %	1,2 %	1,0 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %
Nettotulos-%	0,4 %	-0,9 %	-1,9 %	-0,3 %	1,8 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,7 %	2,0 %	0,6 %	0,5 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	36,4	45,6	46,5	47,1	47,6
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	5,0	4,5	5,7	6,7	7,5
Käyttöomaisuus	19,2	29,3	29,0	28,6	28,3
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	8,2	7,1	7,1	7,1	7,1
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,8	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	143	133	129	138	146
Vaihto-omaisuus	62,7	51,1	51,2	55,2	58,5
Muut lyhytaikaiset varat	11,0	13,2	13,2	13,2	13,2
Myyntisaamiset	37,3	32,6	32,4	34,9	37,0
Likvidit varat	31,9	35,6	32,6	35,1	37,2
Taseen loppusumma	179	178	176	186	194

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	28,5	27,9	30,2	34,2	36,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,5	2,1	4,4	8,5	10,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Muu oma pääoma	27,6	26,2	26,2	26,2	26,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	31,6	40,0	39,1	41,8	43,1
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Korolliset velat	30,5	39,6	38,8	41,4	42,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	119	110	107	110	114
Korolliset velat	7,5	5,8	5,7	6,1	6,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	79,0	68,7	65,2	67,8	71,8
Muut lyhytaikaiset velat	32,7	35,7	35,7	35,7	35,7
Taseen loppusumma	179	178	176	186	194

Arvonmääritys (1/5)

Yhteenveto – Lisää 1,9 euron tavoitehinnalla

Toistamme Verkkokauppa.comin lisää-suosituksen 1,9 euron tavoitehinnalla. Osakkeen keskipitkän aikavälin arvostus vaikuttaa silmäämme houkuttelevalta voimakkaan tulokasvun tukemana. Lyhyen tähtäimen tuottopotentiaalia rajaa vielä haastava kuluttajaelektroniikan markkina sekä kauppasodan oletetut seuraamukset. Tulokasvun myötä maltillisiksi putoavat arvostuskertoimet tarjoavatkin mielestämme osakkeelle houkuttelevan riski/tuotto-suhteen lyhyen tähtäimen epävarmuustekijöiden vastapainoksi.

Arvonmääritysmalli

Tarkastelemme Verkkokauppa.comin arvostusta useasta eri näkökulmasta. Heikon markkinaympäristön vaikuttaessa yhtiön tulostasoon vielä vuonna 2025, katsomme kertoimia yli vuoden aikajänteellä, mikä antaa mielestämme realistisemman kuvan yhtiön tulospotentiaalista. Lisäksi tarkastelemme arvostusta skenaarioanalyysillä normalisoidun liikevoitto-%:n perusteella, joka mielestämme määrittää huomattavan osan osakkeen nykyarvosta kuluvan vuoden matalan kannattavuuspotentiaalin takia. Peilaamme yhtiön arvostusta perinteisin tulokertoimin, hakien tukitasot hyväksytyille kertoimille yhtiön historiallisen sekä kaupanalan verrokkien arvostustasojen perusteella. Myös EV/S-kerroin antaa mittakaavaa yhtiön nykyarvostukselle etenkin suhteuttaen sitä liiketoiminnan kannattavuuspotentiaaliin sekä yhtiön omiin tavoitteisiin. Tarkastelemme myös tasepohjaista arvostusta EV/IC-kertoimen ja pääoman tuoton suhteella. Varmennamme kerroin pohjaista arvoa peilaamalla sitä DCF-mallin pohjustamaan käypään arvoon. Lisäksi

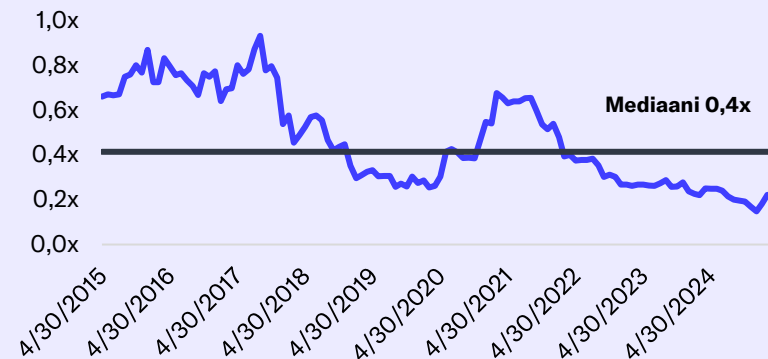
vedämme arvostuskuvan yhteen muodostamalla osakkeelle käyvän arvon.

Historiallisissa kertoimissa tapahtunut käänne

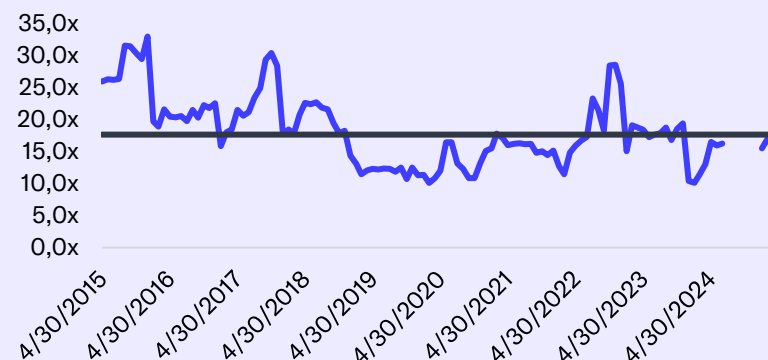
Yhtiö on historiassa kasvanut verkkosiirtymän turvin syömällä markkinaosuutta, jonka tähden osaketta on hinnoiteltu pörssin keskimääristä yhtiötä korkeammilla kertoimilla. Vuosien 2015-24 aikana, yhtiön eteenpäin katsovat P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat olleet keskimäärin 24x ja 18x. Valtaosaa otosperiodista on leimannut alhainen korkoympäristö, jonka myötä luvut eivät ole suoraan verrannollisia tämän päivän hinnoitteluympäristöön. Muutosta parhaiten (ts. tuottovaateet ovat nousseet) kuvastaa EV/S-kerroin, joka on laskenut vuosien 2017-18 n. 1x tasoilta niinkin alhaiselle tasolle kuin 0,1x. Näemme markkinan konsolidaatioasteen nousseen ja kilpailun kiristyneen, jolloin markkinaa vauhdikkaamman kasvun saavuttaminen on entistä hankalampaa. Näiden tekijöiden myötä yhtiötä on mielestämme perusteltua hinnoitella historiaa matalammilla kertoimilla.

Osakkeen hyväksytyjä arvostuskertoimia puolestaan tukee markkinajohtajuus verkkokaupassa, joka pitkällä aikavälillä kasvaa vähittäiskaupan markkinaa nopeammin. Tämän lisäksi yhtiö on kyennyt tekemään hyvää tuottoa sen pääomille, ROE-%:n ollessa keskimäärin 25 %:n tasolla. Tehokas pääomankäyttö ja verkkosiirtymän mahdollistama kasvupotentiaali mielestämme antaa perusteet hyväksyä yhtiölle pörssin keskimääristä arvostustasoa korkeammat kertoimet. Hyväksymme Verkkokauppa.comille 14-16x ja 10-12x P/E- ja EV/EBIT-kertoimet.

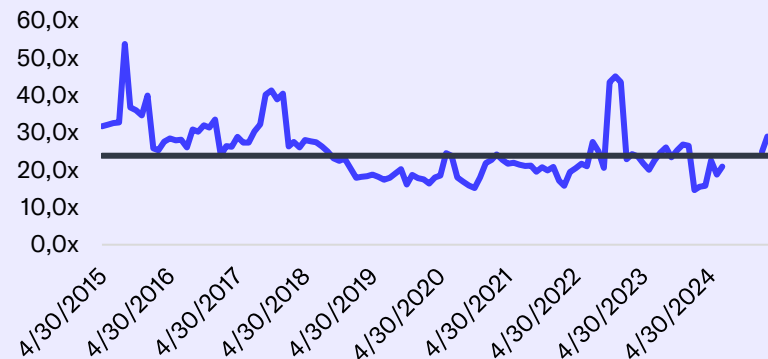
Historiallinen EV/S*



Historiallinen EV/EBIT*



Historiallinen P/E*



Arvonmääritys (2/5)

Arvostuskertoimia pitää tarkastella yli vuoden jänteellä

Vuoden 2025 ennusteillamme Verkkokauppa.comin P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 35 ja 19x, ollen historiallisten tasojen yläpuolella. Tätä selittää vuoden 2025 vaisuksi jäänevä tulostaso. Yhtiölle on mielestämme perusteltua hyväksyä hetkellisesti korkeat kertoimet vahvan tuloskasvunäkymän myötä. Katseemme kääntyykin vuoden 2026 kertoiimiin, jotka näkemyksemme mukaan huomioivat oletuksemme paranevasta markkinaympäristöstä mm. kuluttajan ostovoiman ja Euroopan taloudellisen aktiviteetin ja työllisyyden tukemana. Tästä näkökulmasta peilattuna kertoimet (P/E 14x ja EV/EBIT 10x) vaikuttavat silmäämme maltillisilta. Maltillista arvostuskuvaa niin ikään tukee hyvin matalalla tasolla oleva EV/S-kerroin (2026e 0,2x), joka mielestämme jättää osan potentiaalisesta kannattavuusparannuksesta hinnoittelematta. Myös 0,9x tasolla oleva PEG-kerroin viestii ennustamamme tuloskasvun vajaasta hinnoittelusta. Tasepohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan (2026e EV/IC 1,9x) preemiolla, joka on mielestämme perusteltua hyvän ja tuottovaatimusta korkeamman pääoman tuottonäkymän myötä (2026e ROIC 17 % ja 2027-30e ~21 %).

Yhtiötä arvotetaan linjassa vertaisiinsa nähden

Pörssissä olevat pohjoismaiset kaupanalan yhtiöt muodostavat mielestämme varsin kelvollisen verrokkiryhmän Verkkokauppa.comin arvostustason haarukointiin. Vaikka yhtiöt toimivat vähittäiskaupan eri

toimialoilla, toimii niiden liiketoiminnat samojen lainalaisuuksien mukaisesti (pääomakevyt liiketoimintamalli) ja näin ollen ovat mielestämme vertailukelpoiset. Verrokkiryhmämme yhtiöjoukko ja niiden arvostustasot on nähtävillä sivulla 44. Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimelle. EV-pohjaisten kertoimien vertailtavuutta verrokkiryhmän sisällä heikentää nettovelkaan vaikuttavien IFRS-16 vuokrasopimusten pituuksien eroavaisuudet yhtiöiden välillä.

Verkkokauppa.comia hinnoitellaan linjassa verrokkiryhmän mediaaniin (2026e P/E 14,7x) nähden. Tätä kautta suhteellinen arvostus puoltaa neutraalia arvostuskuvaa. Annamme kuitenkin arvonmääritysmallissamme painoarvoa myös muille menetelmille, joiden summana osakkeen tuotto-odotus kääntyykin houkuttelevaksi.

Kassavirtamalli indikoi maltillisesta kurssinoususta

Käytämme kassavirtamallin antamaa käypää arvoa osana työkalupakkiamme. Hetkellisistä tulosongelmista huolimatta pitkällä jänteellä yhtiön tulisi tehdä melko vakaata kassavirtaa ja näin ollen näemme kassavirtamallin sopivana yhtiön käyvän arvon haarukointiin.

Kassavirtamallimme antama käypä arvo asettuu noin 2 euroon, joka on reilu 10 % osakekurssin yläpuolella. Kuten seuraavan sivun marginaalista ilmenee, on yhtiön käypä arvo hyvin riippuvainen tulevaisuuden kestävästä marginaalitasosta, joka on nykyennusteillamme vielä selvästi yhtiön tavoitteleman tason alapuolella.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,76	1,76	1,76
Osakemäärä, milj. kpl	45,3	45,3	45,3
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	92	92	91
P/E (oik.)	34,9	14,1	12,5
P/E	34,9	14,1	12,5
P/B	2,6	2,3	2,2
P/S	0,2	0,2	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	7,7	5,6	5,2
EV/EBIT (oik.)	18,9	10,1	9,1
Osinko/tulos (%)	70 %	70 %	70 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	5,0 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys (3/5)

Mikäli nostaisimme pitkän aikavälin (2029-33e ~2-2,5 %) kannattavuusolettamaamme 1 %-yksiköllä, nousisi DCF-mallin osakekohtainen arvo tällöin 3 euroon, tarkoittaen yli 60 %:n nousupotentiaalia nykykurssiin nähden.

Nostimme tuottovaadettamme eli pääoman keskimääräistä kustannusta (WACC) mahdollisen kauppasodan tuoman epävarmuuden myötä. WACC mallissamme on 9,7 % (aik. 9,4 %), josta oman pääoman kustannus (CoE) on 10,0 % (aik. 9,7 %). Nämä mielestämme kuvastavat yhtiön kohonnutta riskitasoa (kilpailu, markkinan epävakaus, kestävä tulostaso). Odotamme terminaalissa kasvun olevan noin vähittäiskaupan kasvun mukainen 2 % ja kannattavuuden 2 %.

Skenaarioanalyysi: Marginaaliparannus on huomattava kurssiajuri

Olemme sivun marginaalissa hahmotelleet Verkkokauppa.comin osakkeen arvostuksen riippuvuutta liikevoitto-%:n tasosta. Asetamme liikevaihdon 550 MEUR:n tasolle, joka on mielestämme keskipitkällä aikavälillä saavutettavissa oleva taso. Mikäli marginaali jäisi nykytasolleen noin 0,5-1 %:iin, olisi osakkeessa vielä laskupainetta. Uskomme kestävän kannattavuustason kuitenkin sijaitsevan tämän yläpuolella reilussa 2 %:ssa, jonka takia annamme skenaarioanalyysille myös painoarvoa osakkeen käypää arvoa määriteltessä. Tällöin osaketta näkemyksemme mukaan hinnoiteltaisiin 2–4 euron välillä (todennäköisesti lähempänä ylälaitaa, mikäli kasvunäkymä on hyvä), joka mielestämme tarjoaa osakkeelle houkuttelevan tuotto-odotuksen keskipitkällä jännteellä.

Omien tavoitteiden mukaisen 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaessaan yhtiön osakekurssin potentiaali arviomme mukaan liikkuu 6–9 euron tuntumassa. Tämä tarkoittaa markkina-arvon moninkertaistumista, mihin meidän on vielä tässä vaiheessa mahdotonta nojata, sillä uusien liiketoimintojen potentiaali on toistaiseksi hankalasti mitattavissa ja viime vuosien näytöt viitoittavat selvästi matalampaan kannattavuustasoon.

Skenaarioanalyysin perusteella osakkeen riski/tuotto-suhde muodostuu houkuttelevaksi, sillä edes lievällä marginaaliparannuksella (jota pidämme todennäköisenä) osakkeen tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksemme.

Tuotto-odotus on keskipitkällä tähtäimellä houkutteleva

Matalasta tulostasosta johtuen osakkeen toteutuneella tuloksella mitattu arvostus on korkea. Siten osakkeen tuotto-odotuksen ajuriksi muodostuu ennustamamme tuloksen moninkertaistuminen vuoteen 2027 mennessä. Ennustamamme tilikaudella 2025 (maksetaan 2026) palaava osingonjako (osinkotuotto keskimäärin 3,3 %/v) tuo pientä tukea tuotto-odotukselle, muttei itsessään riitä kattamaan asettamaamme tuottovaatimusta (~10 %). Toisin sanoen kurssinousu edellyttää tulosparannuksen jatkumista, josta Q4:n toteuma antoi mielestämme luottamusta lisääviä näyttöjä. Arvioimme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen olevan 10-15 %/v, joka ylittää asettamamme tuottovaateen. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeen riski/tuotto-suhde on houkuttelevalla tasolla tarjoten mielestämme hyvän vastapainon lyhyen tähtäimen epävarmuustekijöiden tueksi.

Keskipitkän aikavälin skenaario

	Liikevoitto-%					
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %
8x	0,5	1,3	2,0	2,8	3,6	4,4
10x	0,6	1,6	2,6	3,5	4,5	5,5
12x	0,7	1,9	3,1	4,2	5,4	6,6
14x	0,9	2,2	3,6	4,9	6,3	7,7
16x	1,0	2,5	4,1	5,6	7,2	8,7
18x	1,1	2,9	4,6	6,3	8,1	9,8

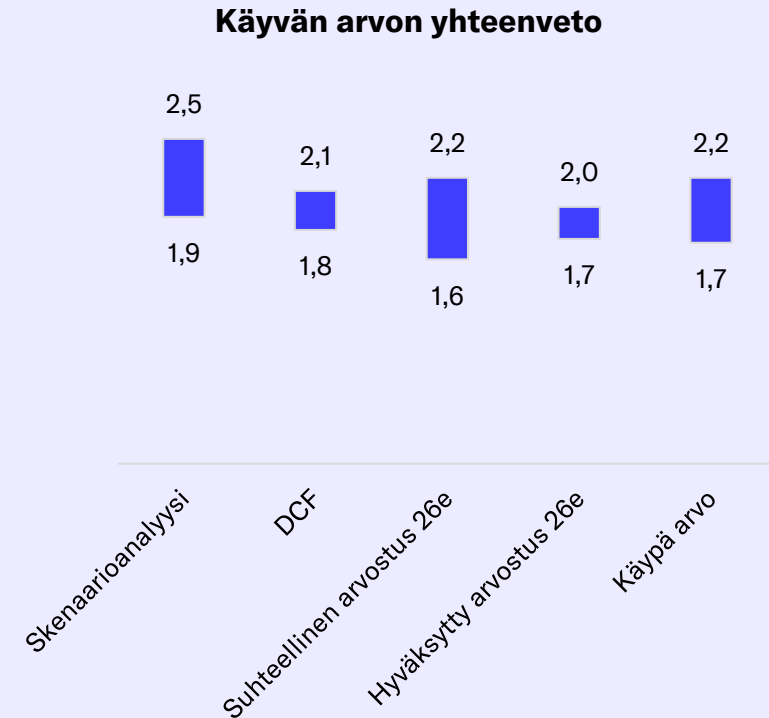
Oletukset:

Liikevaihto 550 MEUR, nettorahoituskulut 2 MEUR, veroaste 20 %

Arvonmääritys (4/5)

Käyvän arvon yhteenveto eri menetelmillä

Neljä mielestämme soveltuvinta arvostusmenetelmää Verkkokauppa.comille ovat kassavirtapohjainen analyysi (DCF), tulospohjaisiin kertoiin perustuvat suhteellinen ja absoluuttinen arvostus sekä skenaarioanalyysin perusteella johdettu arvo. Luettelemiemme arvostusmenetelmien yhteenvetona määritämme Verkkokauppa.comin osakkeen käyvän arvon sijaitsevan 1,7-2,2 euron välillä, jonka keskikohta on 1,9 euron tavoitehintamme mukainen.



Oletukset ylä- ja alarajalla:

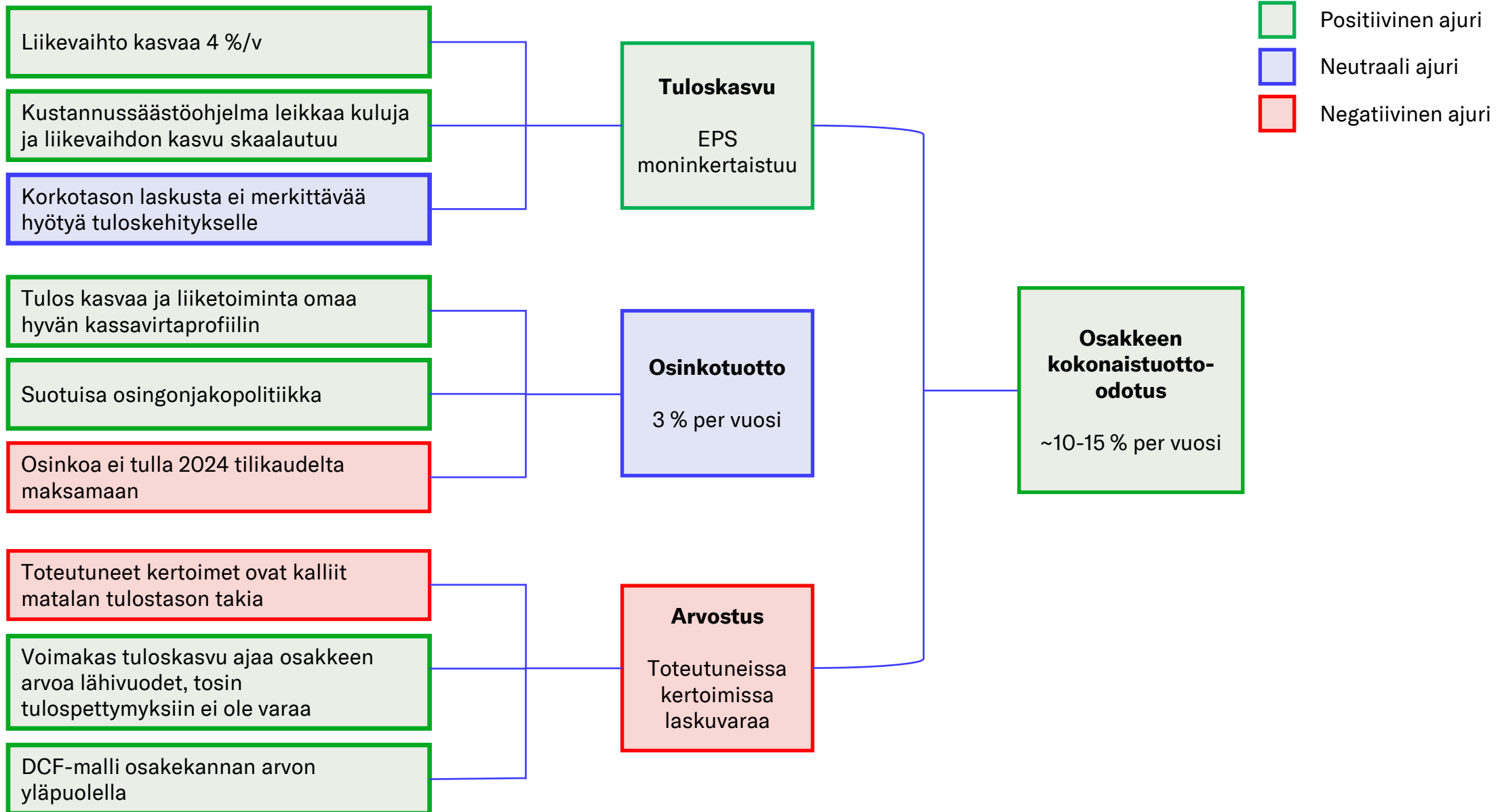
Skenaarioanalyysi: Liikevaihto 550 MEUR ja liikevoitto-% 2,0 %

DCF: WACC 9,2 % tai 10,2 %

Suhteellinen arvostus: 15 %:n alennus tai preemio suhteessa verrokkimediaaniin

Hyväksytty arvostus: P/E 14x tai 16x

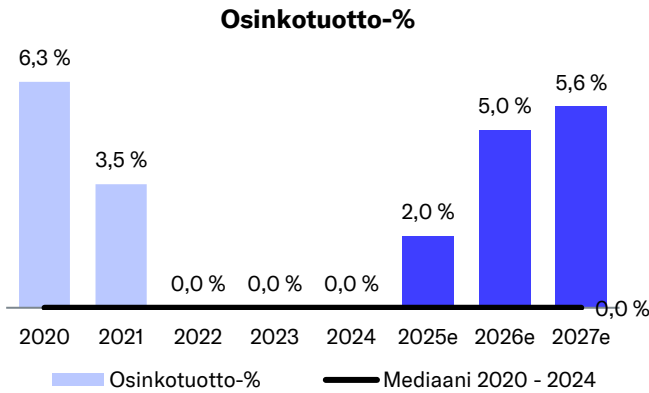
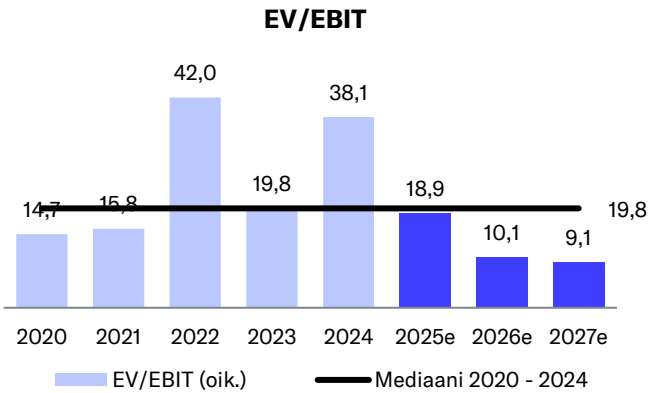
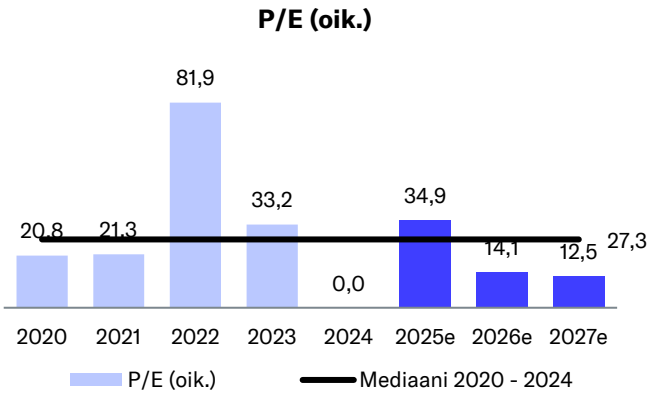
Arvonmääritys (5/5) - Osaketuoton ajurit 2024-27e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,12	7,13	2,84	2,54	1,34	1,76	1,76	1,76	1,76
Osakemäärä, milj. kpl	45,1	45,1	45,4	45,4	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3
Markkina-arvo	321	321	129	115	61	80	80	80	80
Yritysarvo (EV)	300	321	149	121	70	92	92	91	90
P/E (oik.)	20,8	21,3	81,9	33,2	>100	34,9	14,1	12,5	10,8
P/E	21,9	21,3	>100	55,7	neg.	34,9	14,1	12,5	10,8
P/B	7,9	9,0	4,9	4,0	2,2	2,6	2,3	2,2	2,0
P/S	0,6	0,6	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	12,2	12,7	19,1	11,1	9,4	7,7	5,6	5,2	4,9
EV/EBIT (oik.)	14,7	15,8	42,0	19,8	38,1	18,9	10,1	9,1	8,0
Osinko/tulos (%)	138,7 %	73,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	70,0 %	70,0 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	3,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	5,0 %	5,6 %	6,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Kesko Oyj	7363	10284	14,9	13,9	8,0	7,6	0,8	0,8	15,8	14,5	5,1	5,5	2,6
Tokmanni Group	709	1525	13,2	11,8	6,2	5,8	0,9	0,8	11,1	9,3	6,5	7,6	2,5
Musti Group	668	853	15,8	13,8	9,0	8,2	1,7	1,6	16,9	14,9	4,0	4,5	3,3
Puuhilo Oyj	934	1049	16,4	13,9	12,6	10,9	2,7	2,4	19,7	16,6	4,1	5,0	9,3
Clas Ohlson AB	1472	1523	14,5	13,6	8,6	8,2	1,4	1,4	18,1	17,1	3,2	3,4	6,1
Currys PLC	1282	2235	8,7	8,4	3,9	3,8	0,2	0,2	9,3	9,0	1,3	2,2	0,5
XXL ASA	63	328		100,5	8,9	5,0	0,5	0,5					0,8
Europris ASA	1151	1504	12,9	11,1	7,4	6,7	1,2	1,2	14,7	12,3	4,4	4,8	3,1
Rusta AB	936	1446	18,1	14,8	8,6	7,5	1,3	1,2	19,9	15,0	2,1	3,0	4,5
Kjell Group													
Verkkokauppa.com (Inderes)	80	92	18,9	10,1	7,7	5,6	0,2	0,2	34,9	14,1	2,0	5,0	2,6
Keskiarvo			14,3	22,4	8,1	7,1	1,2	1,1	15,7	13,6	3,9	4,5	3,6
Mediaani			14,7	13,8	8,6	7,5	1,2	1,2	16,3	14,7	4,1	4,6	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			28 %	-26 %	-11 %	-25 %	-84 %	-84 %	113 %	-4 %	-50 %	7 %	-16 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

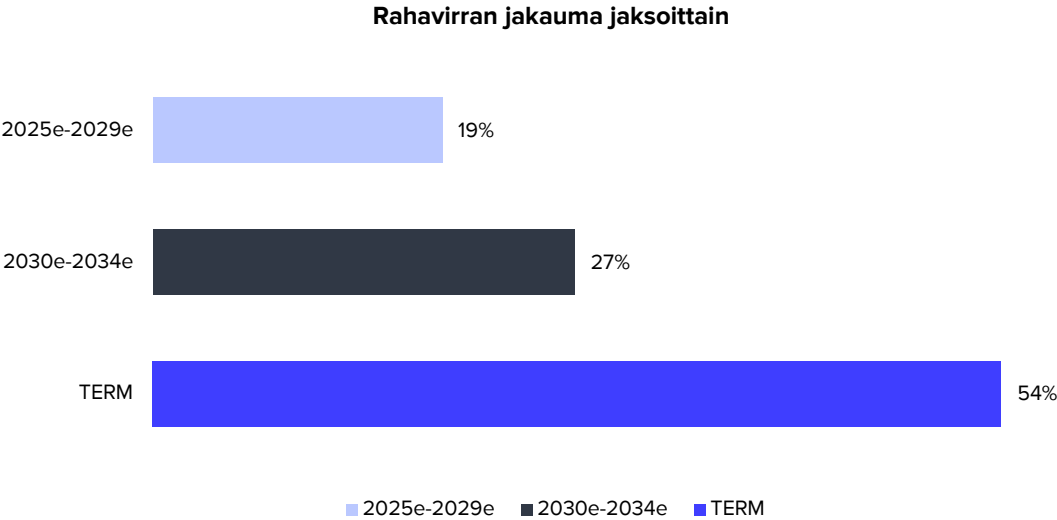
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-7,0 %	-0,5 %	7,8 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,1 %	1,0 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto	0,6	4,9	9,1	10,0	11,3	14,5	15,1	15,6	16,0	13,1	13,3	
+ Kokonaispoistot	6,9	7,1	7,4	7,5	7,2	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	
- Maksetut verot	0,0	-0,6	-1,4	-1,6	-1,9	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,8	-3,4	-3,9	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,6	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	13,9	7,5	10,7	14,2	15,0	18,0	18,4	19,0	19,4	17,3	17,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-15,5	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,3	-0,5	2,7	6,2	7,0	10,5	10,9	11,5	11,9	9,8	10,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,3	-0,5	2,7	6,2	7,0	10,5	10,9	11,5	11,9	9,8	10,0	133
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,4	2,3	4,8	5,0	6,8	6,4	6,2	5,8	4,4	4,1	54,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		99,2	99,7	97,3	92,6	87,6	80,8	74,4	68,2	62,4	58,1	54,0
Velaton arvo DCF		99,2										
- Korolliset velat		-45,4										
+ Rahavarat		35,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		89,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,0										

Pääoman kustannus (WACC)

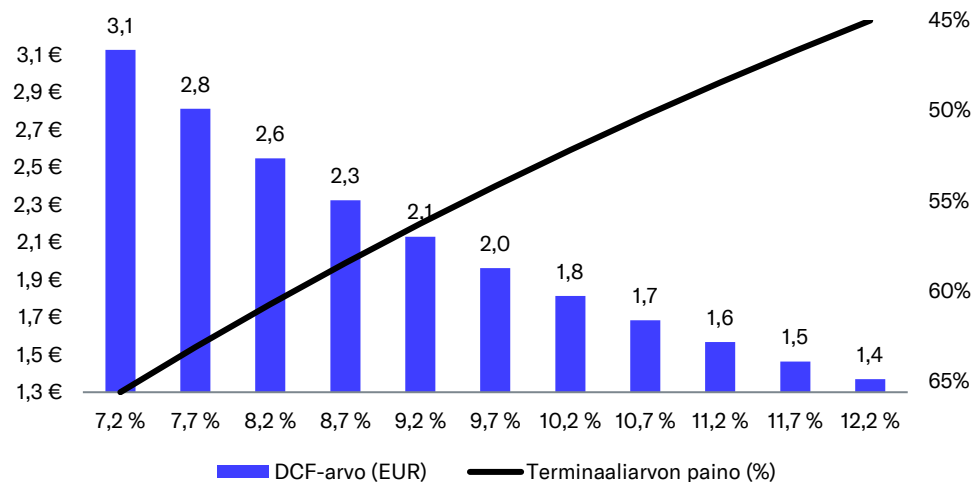
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	5,00 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

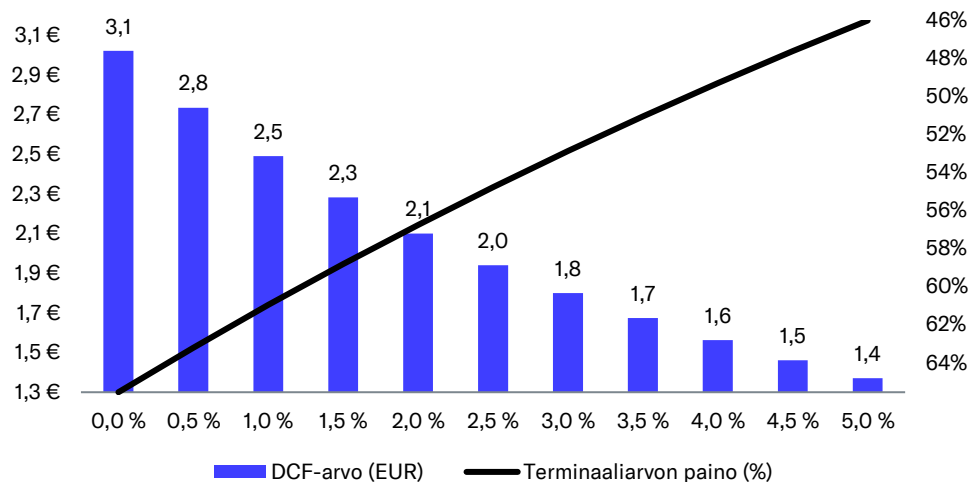


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

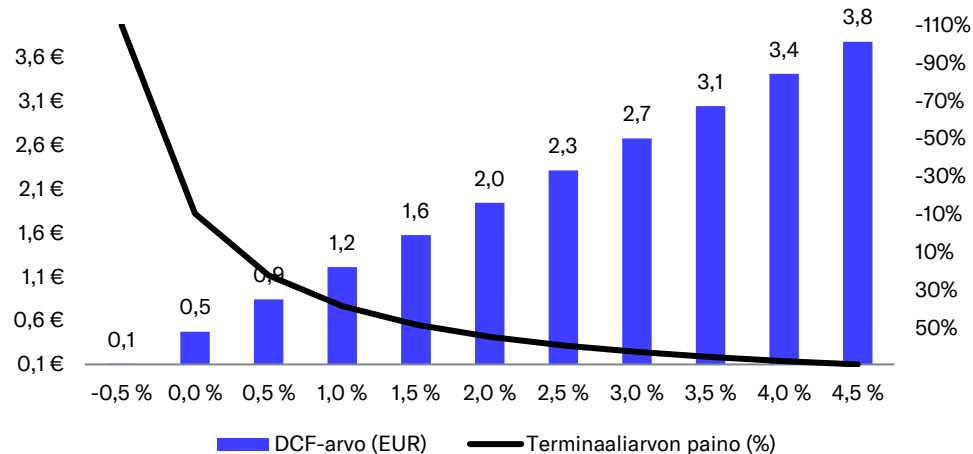
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



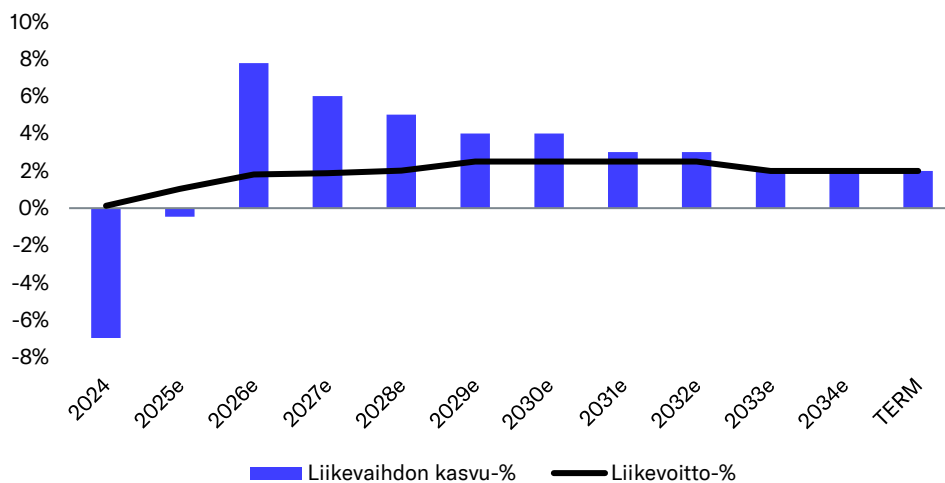
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	543,2	502,9	467,8	465,7	501,9	EPS (raportoitu)	0,01	0,05	-0,02	0,05	0,12
Käyttökate	7,8	10,9	7,5	12,0	16,5	EPS (oikaistu)	0,03	0,08	0,01	0,05	0,12
Liikevoitto	2,3	4,7	0,6	4,9	9,1	Operat. kassavirta / osake	0,11	0,53	0,31	0,17	0,24
Voitto ennen veroja	0,6	2,8	-1,4	2,9	7,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,21	0,33	-0,05	-0,01	0,06
Nettovoitto	0,3	2,1	-0,8	2,3	5,7	Omapääoma / osake	0,58	0,63	0,62	0,67	0,76
Kertaluontoiset erät	-1,3	-1,4	-1,3	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,04	0,09
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	172,2	179,3	178,1	175,9	185,5	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-7 %	-7 %	0 %	8 %
Oma pääoma	26,5	28,5	27,9	30,2	34,2	Käyttökatteen kasvu-%	-69 %	40 %	-31 %	59 %	38 %
Liikearvo	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-83 %	73 %	-70 %	163 %	87 %
Nettovelat	19,7	6,1	9,8	11,9	12,4	EPS oik. kasvu-%	-90 %	121 %	-86 %	366 %	148 %
						Käyttökate-%	1,4 %	2,2 %	1,6 %	2,6 %	3,3 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	0,7 %	1,2 %	0,4 %	1,0 %	1,8 %
Käyttökate	7,8	10,9	7,5	12,0	16,5	Liikevoitto-%	0,4 %	0,9 %	0,1 %	1,0 %	1,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,1	14,1	6,8	-3,4	-3,9	ROE-%	1,0 %	7,5 %	-2,7 %	7,9 %	17,6 %
Operatiivinen kassavirta	5,2	24,0	13,9	7,5	10,7	ROI-%	3,7 %	7,0 %	0,9 %	6,6 %	11,6 %
Investoinnit	-14,7	-9,1	-15,5	-8,0	-8,0	Omavaraisuusaste	15,4 %	15,9 %	15,7 %	17,2 %	18,5 %
Vapaa kassavirta	-9,7	15,2	-2,3	-0,5	2,7	Nettovelkaantumisaste	74,6 %	21,5 %	35,2 %	39,4 %	36,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2						
EV/EBITDA	19,1	11,1	9,4	7,7	5,6						
EV/EBIT (oik.)	42,0	19,8	38,1	18,9	10,1						
P/E (oik.)	81,9	33,2	>100	34,9	14,1						
P/B	4,9	4,0	2,2	2,6	2,3						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,0 %	5,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/06/2020	Myy	5,00 €	5,56 €
04/06/2020	Vähennä	5,00 €	5,14 €
27/07/2020	Vähennä	5,30 €	5,64 €
24/09/2020	Lisää	5,30 €	4,82 €
26/10/2020	Lisää	5,70 €	5,40 €
22/12/2020	Vähennä	7,50 €	7,48 €
12/02/2021	Lisää	8,80 €	8,48 €
30/03/2021	Lisää	9,30 €	8,86 €
26/04/2021	Vähennä	9,80 €	9,57 €
19/05/2021	Lisää	9,30 €	8,47 €
19/07/2021	Lisää	9,30 €	8,48 €
25/10/2021	Vähennä	8,50 €	8,20 €
17/01/2022	Vähennä	7,30 €	7,02 €
11/02/2022	Vähennä	6,50 €	6,45 €
29/03/2022	Vähennä	5,00 €	4,92 €
29/04/2022	Vähennä	4,50 €	4,44 €
21/06/2022	Vähennä	4,50 €	4,39 €
15/07/2022	Vähennä	4,00 €	4,00 €
17/10/2022	Vähennä	3,50 €	3,30 €
28/10/2022	Vähennä	3,30 €	3,29 €
18/01/2023	Vähennä	3,10 €	2,85 €
10/02/2023	Vähennä	2,90 €	2,70 €
28/04/2023	Lisää	3,00 €	2,59 €
20/06/2023	Vähennä	2,90 €	2,75 €
21/07/2023	Lisää	2,90 €	2,58 €
Analyytikko vaihtuu			
21/10/2023	Vähennä	2,60 €	2,45 €
26/10/2023	Vähennä	2,45 €	2,30 €
15/01/2024	Vähennä	2,60 €	2,54 €
09/02/2024	Vähennä	2,60 €	2,40 €
18/04/2024	Vähennä	2,50 €	2,34 €
26/04/2024	Vähennä	2,40 €	2,24 €
19/07/2024	Vähennä	2,00 €	1,87 €
06/09/2024	Vähennä	1,80 €	1,67 €
24/10/2024	Vähennä	1,80 €	1,69 €
28/01/2025	Vähennä	1,45 €	1,37 €
30/01/2025	Lisää	1,90 €	1,65 €
07/02/2025	Lisää	1,90 €	1,65 €
09/04/2025	Lisää	1,90 €	1,76 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inde
res.**