

Verkkokauppa.com

Laaja raportti

30.3.2021



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Matkalla verkon tavarataloksi

Tarkistamme Verkkokauppa.comin tavoitehintamme 9,3 euroon/osake (aik. 8,8 euroa) ja toistamme lisää-suosituksen. Pandemia on antanut merkittävää myötätuulta yhtiön verkkomyyntin kasvulle ja helpottanut kilpailutilannetta, mikä luo kohonnutta epävarmuutta pandemian jälkeiseen kehitykseen. Samalla luottamuksemme yhtiön omaan tekemiseen on noussut ja olemme nostaneet ennustamamme tulokasvun kulmakerrointa hieman. Näemme tuotto/riskisuhteen nykyhinnalla riittävänä osakkeen kyydissä pysymiseen huolimatta kohollaan olevista ennusteriskeistä.

Verkkokauppa.comin sijoittajatarina meni vuonna 2020 selvästi eteenpäin

Koronapandemian kiihdyttämän markkinamurroksen myötä yhä enemmän kaupasta käydään verkkokanavassa, missä yhtiön kilpailuedut (brändi, valikoima, nopeat toimitukset, matala kustannusrakenne) korostuvat. Viime vuonna yhtiön verkkomyynti kasvoi laskelmiemme mukaan 20 %:lla ja liikevoitto kohosi 80 %:lla 20,4 MEUR:oon. Myös uskollisten asiakkaiden määrä kasvoi 30 %:lla 115 000:een ja asiakastytyytyväisyys nousi ennätystasolle (NPS 70). Nämä tekijät luovat vankan pohjan saavuttaa myös vuoden 2021 ohjeistuksen maalaama tulosparannus (liikevoitto 20-26 MEUR).

Kilpailukenttä kiristyy väijäämättä ja päivitetyn strategian pitää onnistua kasvun pullonkaulojen ratkaisemisessa

Keskustelua yhtiön ympärillä on värittänyt myös Amazon, joka avasi ruotsinkielisen sivustonsa sekä pienen logistiikkakeskuksen Ruotsiin. Emme odota yhtiön kuitenkaan tulevan vielä lähivuosina Suomeen omalla varastollaan ja tästä syystä sen keskeisellä arvolutapauksella eli nopeilla toimituksilla ei ole edellytyksiä täyttyä. Verkkokauppa.comilla on siten aikaa vahvistaa vielä omaa markkina-asemansa etenkin kehittyvissä kategorioissa. Myös käyntiin lähdössä olevat investoinnit kasvun skaalautumisen varmistamiseksi (Jätkäsaaren varastoautomaatio sekä täydennystilausten automatisointi) näemme kriittisinä, jotta yhtiön tulevaisuuden kilpailukyky varmistetaan myös globaaleja jättejä vastaan.

Tavoitteet selvästi ennusteitamme ylempänä

2021 ennusteemme (liikevaihto 590 MEUR ja liikevoitto 22,5 MEUR) ovat ennallaan ollen lähellä ohjeistushaarukoiden keskipistettä. Olemme nostaneet kuitenkin hieman pidemmän ajan ennusteitamme arvioituamme huolellisesti nykyistä strategiaa. Arvioimme yhtiön myynnistä noin viidenneksen tulleen vuonna 2020 kodintekniikan ulkopuolelta ja vuosien 2021-2025 välillä ennustamme, että noin puolet saavutetusta lisämyynnistä muodostuu jo kehittyvistä kategorioista. Kehitys pienentää riippuvuutta erittäin kilpailluista kodintekniikan kategorioista madaltaen yhtiön riskiprofiilia. Yhtiön vuodelle 2025 asetetut taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme silti edelleen hyvin kunnianhimoiset (miljardin liikevaihto sekä liikevoitto yli 5 %). Vaadimme kannattavan kasvun toteutumisesta vielä lisänäyttöjä, jotta tavoitteita voi pitää realistisina. 2025 ennusteemme ovat 765 MEUR:n liikevaihto ja liikevoittomarginaali 4,2 %.

Hyväksyttävä arvostus on herkkä tuloskasvun kulmakertomelle

Ennusteidemme mukaiset yhtiön 2021 ja 2022 P/E-kertoimet ovat 24x ja 22x. Mielestämme kertoimet ovat absoluuttisesti lähellä neutraalia suhteessa ennustamaamme tuloskasvuun (2020-2024 10 % CAGR). Tuloskasvun realisoituminen toimiikin sijoittajan tuotto-odotuksen keskeisenä ajurina eteenpäin mentäessä. Suhteellisesti tulospohjainen arvostus on linjassa Suomen kaupan alan pörssiyritysten arvostuksen kanssa, minkä näemme perustelluksi, sillä myös verrokki ovat omien kaupan alojensa johtavia toimijoita vahvoilla brändeillä ja hyvillä markkina-asemilla. Kilpailutilanteen mahdollinen selvä kiristymisen on edelleen relevantti riski ja sijoittajan onkin hyvä tiedostaa, että mikäli kannattava kasvu alkaisi jälleen yskähdellä on arvostuksessa myös selvää laskuvaraa. Yhtiön yltäessä tavoitteisiinsa on arvostuksessa vastaavasti merkittävää nousuvaraa, sillä niiden toteutuessa näemme osakekurssin vielä yli kaksinkertaistuvan.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

9,30 EUR

(aik. 8,80 EUR)

Osakekurssi:

8,86



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	553,6	590,0	634,1	678,0
kasvu-%	10 %	7 %	7 %	7 %
EBIT oik.	20,4	22,5	24,3	27,0
EBIT-% oik.	3,7 %	3,8 %	3,8 %	4,0 %
Nettotulos	14,6	16,9	18,2	20,4
EPS (oik.)	0,34	0,37	0,40	0,45
P/E (oik.)	20,8	23,6	21,9	19,5
P/B	7,9	10,8	9,0	7,5
Osinkotuotto-%	6,3 %	2,8 %	3,0 %	3,1 %
EV/EBIT (oik.)	14,7	17,0	15,7	13,9
EV/EBITDA	12,2	13,9	13,1	11,8
EV/Liikevaihto	0,5	0,7	0,6	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

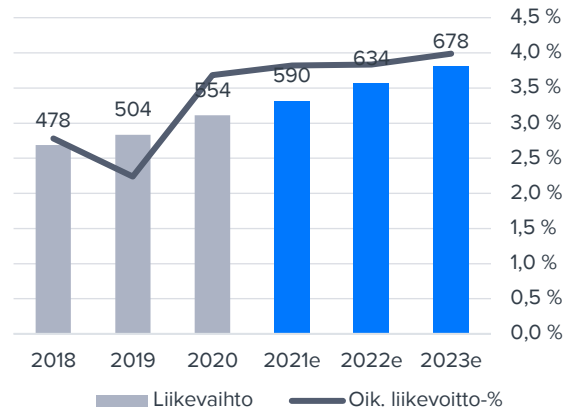
Yhtiö odottaa liikevaihdon olevan 570-620 MEUR:n välillä (2020 554 MEUR) ja liiketuloksen (vrt.) olevan 20-26 miljoonan euron välillä (2020 20,4 MEUR).

Osakekurssi



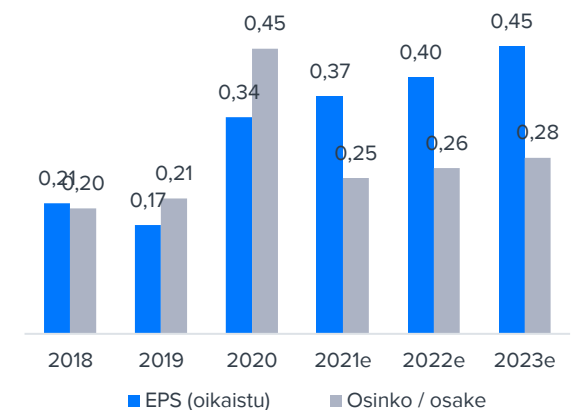
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkina-osuuden voittaminen kodinelektroniikassa
- Laajentuminen uusiin tuoteryhmiin
- Koon kasvu ja kulujen skaalautuminen
- Matala pääoman tarve
- Koronan kiihdyttämä vähittäiskaupan murros
- Automaation lisääminen prosesseissa



Riskitekijät

- Kuluttajien heikentyvä ostovoima
- Kiristynyt kilpailukenttä
- Yhtiön brändin kantavuus uusille tuotealueille
- Amazonin laajentuminen lähialueille
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Vähittäiskaupan murroksen vauhtiin liittyvä epävarmuus pandemian jälkeen



Arvostus

- Tulos pohjainen arvostus on absoluuttisesti lähellä neutraalia suhteessa ennustamaamme tulokasvuun
- Tulokasvun realisoituminen toimii sijoittajan tuotto-odotuksen keskeisenä ajurina eteenpäin mentäessä
- Suhteellisesti tulos pohjainen arvostus on linjassa Suomen kaupan alan pörssi yhtiöiden arvostuksen kanssa
- Kvartaaleittain kasvava osinko tukee osaltaan tuotto-odotusta

MCAP

399

MEUR

EV

384

MEUR

EV/EBIT

17,0

2021e

P/E (oik.)

23,6

2021e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Kilpailuedut	9-10
Markkinan kehitys ja kilpailutilanne	11-15
Tase ja Apurahan kehitys	16-17
Strategia	18-22
Sijoitusprofiili ja Riskimittari	23-24
Ennusteet ja arvonmääritys	25-28
Taulukot	29-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35

Verkkokauppa.com lyhyesti

Verkkokauppa.com on Suomen vierailuin verkossa toimiva vähittäiskauppa. Yhtiö kykenee tarjoamaan asiakkailleen alhaiset hinnat matalan kulurakenteensa ansiosta.

1992

Perustamisvuosi

2014

Listautuminen

554 MEUR (+9,8 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

20,4 MEUR (3,7 % lv:sta)

Liikevoitto 2020

~20 %

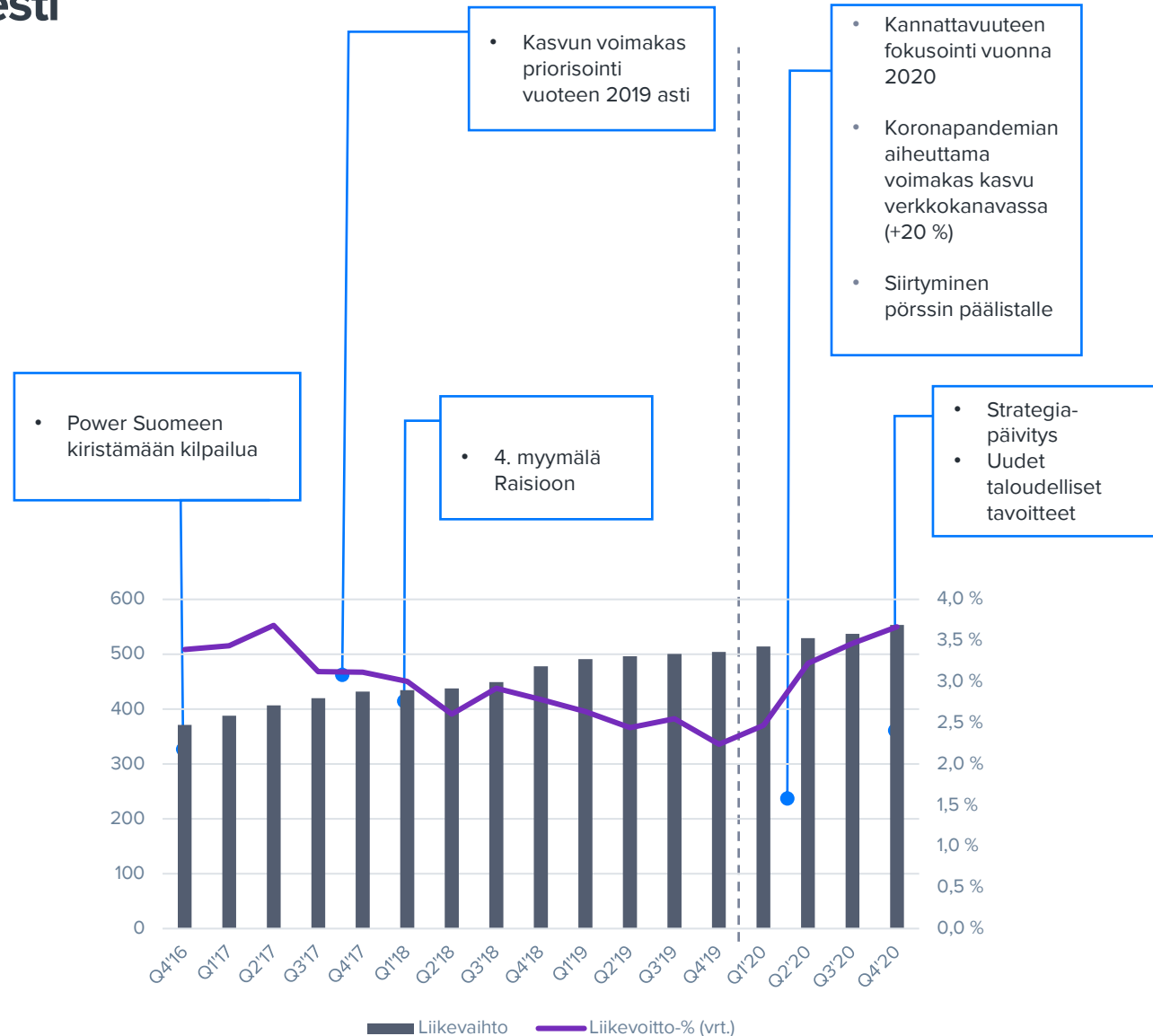
Markkina-osuus kodintekniikan kuluttajakaupassa

818

Henkilöstö 2020 lopussa

91 % / 9 %

Kotimaa / ulkomaat liikevaihdosta 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Kasvuyhtiö alusta asti

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa Suomen kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön myynti vuonna 2020 oli 554 MEUR ja myynnistä hieman alle 10 % suuntautui ulkomaille (lähinnä Venäjä).

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja vuosina 2008-2020 keskimääräinen kasvu on ollut noin 12 %. Yhtiön on saavuttanut vahvan jalansijan Suomen vähittäiskaupassa ja sille on vuosien saatossa kertynyt yli 1,7 miljoonaa rekisteröitynyttä asiakasta. Yhtiön perustaja ja pääomistaja (omistusosuus 40,4 %) on Samuli Seppälä. Hän toimi yli 25 vuotta myös toimitusjohtajana kunnes vuonna 2018 tehtävään valittiin Panu Porkka.

Asiakaslupaus liiketoiminnan ytimessä

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus, joka muodostuu tuotteiden edullisesta hinnasta, laajasta valikoimasta, hyvästä saatavuudesta, löydettävyydestä ja toiminnan läpinäkyvyydestä.

Verkkokauppa.comin asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa yhtiön toimintamallia. Yhtiö pyrkii olemaan hintajohtaja myymissään tuoteryhmissä alhaista kulurakennettaan hyödyntäen. Yhtiö pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä noin 400 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota myytävistä tuotteista. Lisäksi tuotekohtaiset

tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja huoltoprocentit ovat julkisia. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa tuotteesta.

Valikoima ja myyntikanavat

Yhtiön tuotevalikoima keskittyy pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti myös kodintekniikan ulkopuolelle. Uusista kategorioista yhtiö käyttää nimitystä kehittyvät kategoriat. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 25 päätuotealuetta, jotka on esitetty sivupalkissa. Niiden alta löytyy noin 60 000 - 70 000 nimikkeen tuotevalikoima.

Yhtiön verkkosivusto on Suomen suosituin verkkokauppa (Kaupan liitto, Postin tutkimus). Yhtiöllä on neljä vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Oulussa, Pirkkalassa, Raisiossa ja Helsingissä. Helsingin myymälän yhteydessä on myös yhtiön oma varasto. Yhtiön oman arvion mukaan sen neljästä myymälästä kaksi ovat myös Suomen kaksi suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Yhtiön Postille ulkoistama toinen varasto sijaitsee Vantaalla. Sen merkitys on viime vuosien vahvan volyymikasvun myötä noussut, sillä Jätkäsaaren omaa varastoa on jo muutaman vuoden operoitu lähellä täyttä kapasiteettia. Jätkäsaaren kapasiteettia ollaan kuitenkin parhaillaan nostamassa sen automaatioastetta lisäämällä. Yhtiön tuotteiden jakelu myymälöihin hoidetaan pääsääntöisesti Vantaan varaston kautta Postin toimiessa kumppanina.



Päätuotealueet

-  Pienkoneet
-  Puhelimet
-  Ruoka ja juoma
-  Tietokoneet
-  Toimistotarvikkeet
-  TV/video
-  Urheilu
-  Verkko
-  Audio ja hifi
-  Grillaus ja kokkaus
-  Kaapelit
-  Kamerat
-  Kellot
-  Kodinkoneet
-  Komponentit
-  Koti- ja valaistus
-  Vauvat ja perhe
-  Laukut ja matkailu
-  Lelut
-  Lemmikit
-  Musiikki
-  Muut tuotteet
-  Oheislaitteet
-  Ohjelmistot
-  Pelit ja viihde

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Kivijalka rakennettu tukemaan verkkomyyntiä

Verkkokauppa.comilla kivijalkamyymälät on rakennettu verkkokaupan ja mobiiliin ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla verkkokauppaa rakennetaan kivijalan ympärille kivijalan ehdoilla. Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina, noutopisteinä ja tukien verkkoliiketoimintaa. Myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista, 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 liikevaihdesta joitain prosentteja, mikä on kokonaisuuden kannalta pieni osa. Tällä on kuitenkin positiivinen vaikutus kannattavuuteen.

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Yhtiön liiketoimintamalli sitoo kasvun myötä vain vähän pääomaa, sillä investointitarpeet ovat pienet ja varaston kierto on tehokasta. Yhtiön ROE-% onkin säilynyt historiallisista tulosaasteista huolimatta koko ajan erinomaisella tasolla.

Nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina lähellä nollaa, mikä tarkoittaa että tavarantoimittajille maksetaan suunnilleen samaan aikaan, kun asiakkaat maksavat laskunsa. Yhtiö hyödyntää myös vahvaa kassaansa sekä tavarantoimittajien että asiakkaiden suuntaan. Asiakkaiden Apuraha-rahoituksen 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. Myös varastotasoissa on nähty pientä kasvua yhtiön keskittyttyä aiempaa enemmän palvelutason ja saatavuuden varmistamiseen.

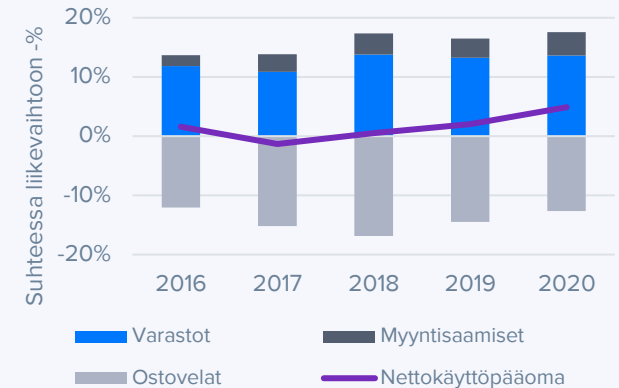
Hankintaketju

Yhtiö ostaa valmiita tuotteita sekä tukkureilta että OEM-valmistajilta. Eri tavarantoimittajia on noin 750. Yhtiöllä on myös valikoimissaan yli 2000 sen omien tuotemerkkien alla myytävää tuotetta, jotka se valmistuttaa pääsääntöisesti Kiinassa. Tuotteita myydään usean eri brändin alla mm. Green Cyclone, Fujitech ja ProCaster. Omien tuotteiden osalta Verkkokauppa.com kantaa niihin liittyvät markkinointi- ja logistiikkakulut itse ja osassa tuotteista yhtiö myös tekee tuotesuunnittelun/tuotekehityksen itse.

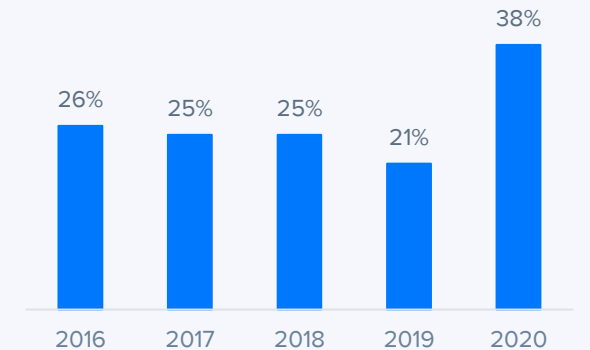
Tuotteiden toimitus asiakkaalle

Yhtiö toimittaa tuotteitaan yli 3000 noutopisteeseen kumppanien kuten Postin ja Matkahuollon kautta sekä myös yhteistyökumppanien kautta kotiin kuljetettuna ja asennettuna. Vuonna 2020 yhtiön myynnistä 58 % tapahtui verkkokanavassa ja loput kivijalkakaupan kautta. Kivijalkakaupan tilausten osalta on kuitenkin syytä huomata, että näistä tilauksista merkittävässä osassa asiakas on aloittanut ostopolkunsa jo etukäteen digitaalisten kanavien avulla ja käy tarkistamassa/noutamassa tuotteen paikan päällä myymälässä. Näin ollen verkkokauppa näyttelee kivijalkakauppaa selvästi suurempaa roolia yhtiön liiketoiminnassa.

Nettokäyttöpääoman kehitys



ROE-%:n kehitys



Kumppanit

Tavaran toimittajat ja tukkurit



Logistiikka
(Posti, Matkahuolto)



Toinen päävarasto
ulkoistettu (Posti)



Alihankkijoilta myös
Apurahan reskontra ja
asiakaspalvelu
sekä osa tieto-
järjestelmäkehityksestä

Toiminnot

Hankintatoimi



Varasto



Myymälähenkilöstö ja
asiakaspalvelu



Hallinto



It-järjestelmäkehitys

Tuotteet ja palvelut

Kodintekniikka



Kehittyvät
kategoriat



Asennus- ja
huoltopalvelut



Apuraha



Liiketoimintaidea

Verkkokauppa.com kykenee
tarjoamaan asiakkailleen alhaiset
hinnat poikkeuksellisen matalan
kulurakenteensa ansiosta



- Suomen vierailuin verkkokauppa
- Laaja valikoima päätuotealueilla
- Nopea saatavuus ja toimitus
- Asiointiprosessin jatkuva parantaminen
- Läpinäkyvyys
- Kustannustehokkuus

Myyntikanavat



Verkkokauppa
58 %



4 myymälää
42 %

Kilpailu kodintekniikassa

Kodintekniikan
kauppiat



Teleoperaattori
en laitemyynti



Kansainväliset
verkkokauppa
alustat



Muu kaupan
ala



Asiakassegmentit



Kuluttaja-asiakkaat



Yritysasiakkaat
(n. 55 000 kpl)

Maantieteellinen jako



Kotimaa (91 %)



Ulkomaat (9 %)

Kustannusrakenne

818 hlö (2020)



Materiaalit ja palvelut
(84 %)

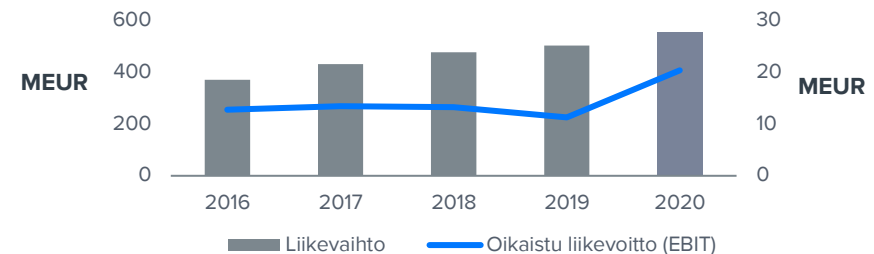


Henkilöstökulut
(6,4 % kustannuksista)



Liiketoiminnan muut kulut
(5,2 %)

Tulovirrat



Kilpailuedut 1/2

Vahva brändi ja asiointikokemus

Verkossa tapahtuvassa kaupassa kuluttajat suosivat huomattavasti pienempää määrää toimijoita ja näin ollen menestyäkseen toimijan on oltava tunnetuimpien pelureiden joukossa.

Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan brändin 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 nousi vuonna 2020 jo 87 miljoonaan (+20 %). Vuonna 2020 kuukausittaisten uskollisten asiakkaiden määrä, kehittyi myös hyvin positiivisesti kasvaen 30 %:lla 115 000:een. Uskolliset asiakkaat ovat ostaneet sekä edellisen kuukauden aikana että vähintään kerran aiemmin edellisen 12 kk aikana.

Vuonna 2019 aloitetun laajan brändimarkkinoinnin myötä on yhtiön brändi vahvistunut arviomme mukaan myös kehittyvissä tuotekategorioissa ja uusien asiakasryhmien parissa. Kuluttajien mieltymyksiä mittaavan verkkosivusto YouGov:in mukaan Verkkokauppa.com nousi vuonna 2019 Suomen positiivisesti tunnistettujen brändien top 10 listalle ja pysyi siellä myös vuonna 2020.

Asiointikokemuksesta kertova NPS-luku nousi myös vuonna uuteen ennätykseen ollen 70, mikä on kaupan alan parhaimmistoa. Myös yhtiön alhainen tuotteiden palautusprosentti 1,0 % kertoo erinomaisesta asiointikokemuksesta. Brändi on arviomme mukaan saavuttanut hyvän aseman

myös pienten ja keski suurten yritysasiakkaiden parissa ja yritysten asiointikokemukseen on myös panostettu viime vuosina. Yhtiöllä oli jo noin 55 000 yritysasiakasta vuonna 2020 Suomessa.

Matala kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset sekä poistot olivat vuonna 2020 vain 12,5 % liikevaihdosta, kun pääkilpailijoilla Gigantilla ja Powerilla ne olivat 15,1 % (2020/4) ja 21,6 % (2019). (2020/4). Yhtiön kiinteiden kulujen alhaisuus johtuu kivijalan pienestä roolista, jolloin kiinteistöistä aiheutuvat vuokra- ja hoitokulut ovat matalia. Verkossa tapahtuva kauppa vaatii myös perinteistä kauppaa selvästi vähemmän henkilöstöä.

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan edullisia hintoja. Ero keskeisiin kilpailijoihin ja kaupan alaan yleensä on merkittävä ja arviomme mukaan kaupan alan toimijoiden, joiden liiketoiminta perustuu kivijalkakauppaan, on erittäin vaikea leikata kulurakennettaan tuntuvasti ilman liiketoimintamallin täydellistä muutosta.

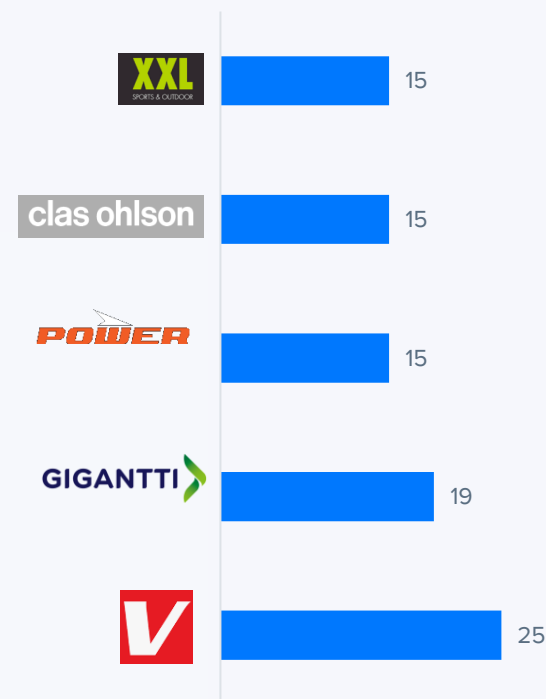
Laaja valikoima

Yhtiö pyrkii päätuotealueillaan tarjoamaan kilpailijoitaan laajemman ja syvemmän valikoiman. Yhtiöltä löytyy noin 60 000 - 70 000 nimikkeeseen tuotevalikoima. Valikoiman ja saatavuuden vahvistamista edelleen on käsitelty tarkemmin strategiaosiossa.

Asiakastyytyväisyydestä kertovat indikaattorit 2020 lopussa

- 115 000 kuukausittaista uskollista asiakasta (+30 %)
- Asiakastyytyväisyys (NPS) 70
- Palautukset hyvin matalat 1 %

Brändin vahvuus Suomessa*



Kilpailuedut 2/2

Saatavuus ja nopeat toimitukset

Yhtiön varastot sijaitsee Suomessa toisin kuin pääkilpailijoilla, mikä omalta osaltaan mahdollistaa yhtiölle hyvän tuotteiden saatavuuden ja nopeat toimitukset. Yhtiön toimitusverkosto kattaa jo noin 75 % suomalaisista seuraavan päivän toimituksilla. Verkkokauppa.com on panostanut voimakkaasti tuotteidensa saatavuuden parantamiseen, mistä osoituksena ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kioski, Postin varaston yhteydessä oleva Vantaan noutovarasto. Saman päivän toimitus on saatavilla tällä hetkellä pk-seudun lisäksi Tampereella. Pk-seudulla toimii myös 3 tunnin kuljetuspalvelu.

Oma tietojärjestelmä

Tärkeä kulmakivi Verkkokauppa.comin liiketoimintamallissa on myös sen itse kehittämä IT-järjestelmä (Private). Sen ympärillä pyörivät kaikki tärkeät toiminnot kuten verkkosivut, logistiikka, varastonhallinta, ostot ja kassajärjestelmä. Oma IT-järjestelmä mahdollistaa yhtiölle myös ketterän IT-kehityksen, eikä se ei ole riippuvainen ulkoisista palveluntarjoajista. Myös alihankkijoita hyödynnetään, sillä osa kehityksestä on kustannustehokasta ostaa valmiina. Omaan IT-järjestelmään liittyy luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön kilpailukyky heikkenee merkittävästi, mikäli se epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä. Tätä riskiä madaltaa kuitenkin yhtiön kehitystyössään omaksuma iteratiivinen prosessi. Yhtiö ei tee kerralla isoja muutoksia, vaan vaiheittain pieniä muutoksia samalla mitaten niiden toimintaa.

Viimeisen parin vuoden aikana yhtiö on

panostanut selvästi resursseja oman IT-järjestelmän kehitykseen, minkä arvioimme vahvistaneen kilpailuetuja. Erityisesti tuotetietoihin on panostettu, sillä niiden laadun parantamisen myötä sivuston hyödyntämät algoritmit osaavat yhdistää asiakkaan ja oikean tuotteen toisiinsa entistä relevantimmin. Yhtiö on myös ottanut hakutoiminnoissa käyttöön käyttäjäkohtaisen personoinnin, joka hyödyntää tekoälyyn pohjautuvia algoritmeja. Tekoälyyn perustuvat algoritmit paranevat myös jatkuvasti mitä enemmän dataa ne käyvät läpi. Sivusto myös suosittelee muiden käyttäjien dataan perustuen, mikä asiakasta voisi kiinnostaa. Yhtiö on saanut lisäksi sivuston nopeutta parannettua, mikä osaltaan parantaa asiointikokemusta.

Volyymikasvu vahvistaa asemaa

Ostovolyymien koot ovat tärkeitä kaupan alalla ja kasvaneet volyymit ovat parantaneet myös yhtiön neuvotteluasemaa tavarantoimittajia kohtaan. Monissa kodintekniikan kategorioissa volyymit ovat jo vahvat, mutta niitä tarvitaan mielestämme edelleen lisää kehittyvissä kategorioissa.

Verkkokauppa.comin kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu saa myös tukea kasvavasta volyymistä, sillä osa kustannuksista skaalautuu. Tämä mahdollistaa paremman hintakilpailukyvyn, joka on tarpeen etenkin ulkomailta tulevaa puhtaasti digitaalisen liiketoimintamalliin nojaavaa kilpailupainetta vastaan. Yhtiön kulurakenne on erinomaisella tasolla myös kansainvälisesti mitattuna, vaikka kustannuspohja on Suomessa.

Kilpailuedun kulmakivet

- Asiointikokemus ja vahva brändi
- Oma tietojärjestelmä
- Matala kustannusrakenne
- Laaja valikoima
- Nopeat toimitukset

Markkinan kehitys 1/4

Kodinelektroniikkamarkkina keskittyy

Kodintekniikkamarkkina (KOTEK) on Suomessa erittäin kilpailtu. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihintoista johtuen kuluttajien hintaherkkyys on erittäin korkea. Käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta. Tämän seurauksena alan keskimääräinen myyntikate on erittäin alhainen ja alan kolmen suurimman toimijan myyntikatteet Suomessa ovat keskimäärin n. 18 % (vrt. kaupan ala keskimäärin noin 30 %). Matalasta katetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja isolla ostovolymyillä.

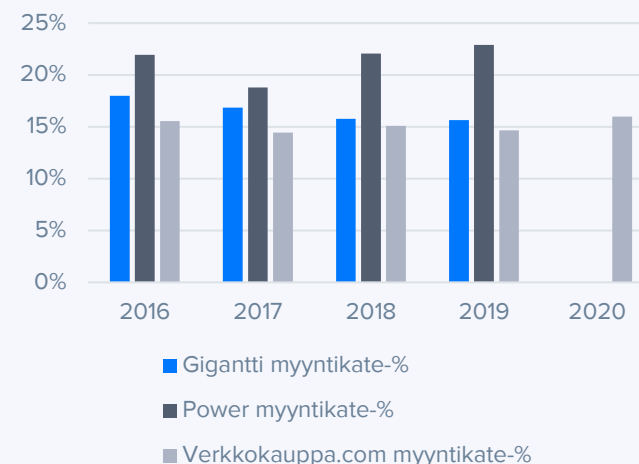
Kodinelektroniikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli viimeisen kymmenen vuoden aikana. Viime vuosina useita alan toimijoita on joko lopettanut tai supistanut toimintojaan rajusti. Esimerkkeinä markkinalta poistuneista toimijoista ovat mm. Stockmann, Musta Pörssi, konebox.fi, Hirvox, ON/OFF, Anttila ja monet pienet paikalliset toimijat. Alan viime vuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com sekä Power, jotka ovat onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

Vuoden 2020 lopussa Gigantin markkinaosuus oli arviomme mukaan noin 28 %. Verkkokauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus oli arviomme mukaan noin 20 %. Power on markkinan kolmonen noin 14 %:n markkinaosuudellaan. Kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on noussut vuoden 2009 39 %:sta vuoden 2020 62 %:iin.

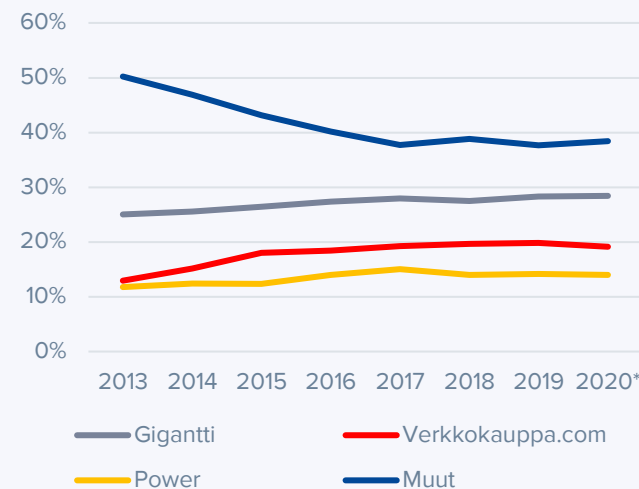
Verkkokaupan voimakas kasvu sekä tavarantoimittajien harjoittama myynnin keskittäminen suurimmille toimijoille ovat syventäneet kuilua pienten ja suurempien toimijoiden välillä. Pienemmistä KOTEK-ketjuista (Veikon Kone ja Tekniset Euronics) ei tarkkaa dataa ole saatavissa, mutta ottaen huomioon alan karut reunaehdot, arvioimme niiden osuuden jatkaneen laskuaan. Pienet ketjut ovat pyrkineet tasaamaan puntteja isompiin ketjuihin kansainvälisen hankintayhteistyön avulla. Niille ennustamaamme hiipumista hidastaa hieman myös niiden sijainti maakunnissa ja keskittyminen palveluun.

Muista toimijoista käsityksemme mukaan ainoastaan teleoperaattorit ovat kasvattaneet Suomessa markkinaosuuttaan viime vuosina. Arviomme mukaan niiden osuus kodintekniikan markkinan kokonaismyynnistä on 20-25 %. Niiden myyntimix keskittyy pääosin puhelimiin sekä tabletteihin, sillä niiden mukana myös liittymän myynti on luontevaa. Niiden valikoimista löytyy myös tietokoneita ja televisioita. Teleoperaattorien yksi kilpailuvallti on tarjota halpaa kuluttajarahoitusta laitemyynnin yhteydessä, sillä ne saavat defensiivisen ydinliiketoimintansa myötä halpaa rahaa markkinoilta. Näkemyksemme mukaan teleoperaattorit ovatkin vaikuttaneet kilpailun kiristymiseen kodintekniikan isoissa kategorioissa. Muina kilpailijoina ovat suuret kauppaketjut (S-ryhmä ja K-Citymarket), jotka operoivat kuitenkin hyvin suppeilla valikoimilla ja niiden osuus on käsityksemme mukaan ollut KOTEK-markkinalla loivassa laskussa.

Alan toimijoiden myyntikatteet



Markkinaosuuksien kehitys



Lähde: Inderes arvio, Gigantilla poikkeava 2020/4 päättyvä tilikausi, jota verrattu vuoteen 2019. Powerin 2020 ja Gigantin 2021/4 tilinpäätökset eivät vielä julkisia.

Markkinan kehitys 2/4

Gigantilla Suomessa matalat marginaalit

Gigantin emoyhtiö on verrokkiryhmästäme löytyvä Dixons Carphone, joka toimii UK:ssa, Pohjoismaissa sekä Kreikassa. Konsernin suuri koko (myynti yli 10 000 MEUR) edesauttaa sitä lähtökohtaisesti saamaan kilpailijoita parempia ostohintoja ja -ehtoja. Pohjoismaiden logistiikkaan yhtiö hakee skaalaetuja automatisoidulla Nordic-keskusvarastolla, joka sijaitsee Jönköpingissä.

Gigantilla on silti markkinajohtajana ollut yllättävän isoja haasteita pitää kiinni marginaaleistaan juuri Suomessa. Suomen Gigantin liikevoittomarginaalin (kts. kuva) vertailu konsernin Pohjoismaiseen tulokseen (liikevoitto 3-4 %) kertoo Suomen kireämmästä kilpailutilanteesta. Suomen liikevaihto kääntyi yhtiön viimeisimmällä päättyneellä tilikaudella (2020/4) jälleen kuitenkin selvempään kasvuun. Myös kannattavuus elpyi hieman edellisen tilikauden pohjiltaan. Tilikauden aikana yhtiö mm. lanseerasi ensimmäisenä kodintekniikan toimijana kanta-asiakkuusohjelman Suomessa, johon oli liittynyt elokuussa 2020 yli 300 000 ihmistä. Yhtiö on saanut sen avulla hyviä tuloksia mm. asiakkaan elinkaaren arvon noustua selvästi*.

2020 touko-lokakuussa kehitys on ollut vahvaa ja yhtiö on kasvanut Suomessa jopa 14 %:lla pandemian kiihdytettyä kysyntää voimakkaasti. Myös yhtiön verkkomyynti oli kasvanut jopa 42 %:lla ja uskomme myös tuloksen parantuneen. Yhtiö on viime aikoina investoinut myös verkon asiakaskokemukseen. Pandemian vuoksi lanseerattuja palveluita olivat mm. Drive-In- ja Live-

myyjä-palvelut. Gigantin Suomen valtakunnallinen myymäläverkosto koostuu nykyisellään 41 myymälästä, joista 22 toimii kauppiasmallilla.

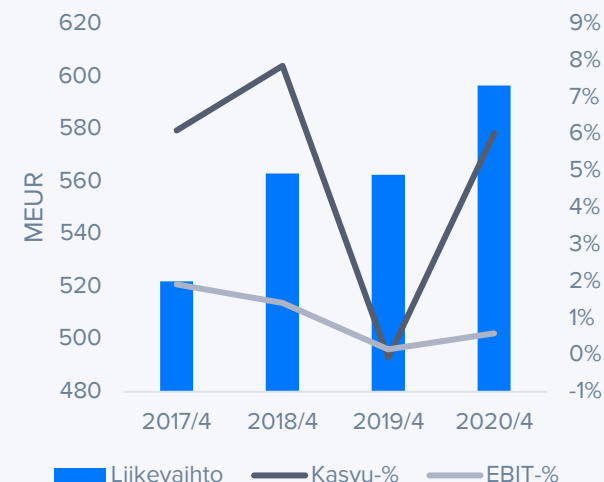
Power haastanut muut onnistuneesti

Power Suomi kuuluu norjalaiseen listaamattomaan Power International AS:ään (liikevaihto reilut 1100 MEUR), jolla on myymälöitä Norjassa, Tanskassa ja Suomessa. Power lanseerattiin Suomessa keväällä 2016, kun emoyhtiö hankki Expert-ketjun.

Powerin valtakunnallinen myymäläverkosto koostui 2019 lopussa 37 omasta myymälästä. Yhtiöllä on lisäksi 7 kauppiasmyymälää, jotka vaihtoivat Power-bändin alle lokakuussa 2019 (aik. Expert). Kivijalkapainotteisen strategiansa lisäksi Power panostaa myös voimakkaasti Click & Collect -toimintojensa kehittämiseen, mikä on loogista verkkokaupan osuuden kasvaessa.

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 tappiolta 2019 1,3 %:iin. Käsityksemme mukaan myös Power on pärjännyt korona-aikana hyvin. Sen myymälöistä osa on kuitenkin sijoitettu hyvin keskeisille (esim. Stockmann) paikoille ja arvioimme näiden myymälöiden myynnin kärsineen liikkumisen vähentymisestä.

Gigantti (Suomi)



Power (Suomi)



Markkinan kehitys 3/4

Markkinan kasvu vaikuttanut kilpailutilanteeseen

Verkkokauppa.comille relevantin kodintekniikan markkinan koko oli vuonna 2020 noin 2,9 miljardia euroa. Markkina on kasvanut historiallisesti vuosien 2008-2019 välillä keskimäärin noin 2-3 % vuodessa. Vuonna 2020 koronapandemia kiihdytti markkinan ennätyselliseen 11,5 %:n vuosikasvuun (GfK). Poikkeuksellinen kasvu myötävaikuttii arviomme mukaan myös alan kireän kilpailutilanteen helpottamiseen. Keskihinnat nousivat GOTECH-kodintekniikkaindeksiin mukaan 3 %:lla, kun ne vuonna 2019 laskivat vielä 0,2 %:lla. Pitkällä aikavälillä odotamme kodintekniikan alan kasvavan hieman yleistä talouskehitystä nopeammin kodintekniikan ja digitaalisuuden roolin kasvaessa kuluttajien arjessa.

Vuoden 2020 erityispiirteenä oli myös se, että vähittäiskaupan verkkokanavan kasvu koki rajun hyppäyksen. Arviomme mukaan verkkokanavan kasvu kiihtyi noin 20 %:iin (aiemmin noin 10 %/v). Kokonaisuutena etänä tapahtuvan kuluttajakaupan osuus kodintekniikan kaupassa kipusi vuonna 2020 0,8 miljardiin eli 27 %:iin kokonaismarkkinasta. Verkkokauppa.comin kokonaismyynnistä tuli verkon puolelta jopa 58 % vuonna 2020, kun vuonna 2019 vastaava luku oli käsityksemme mukaan hieman yli puolet, mikä tarkoittaa, että yhtiön kasvu tuli viime vuonna käytännössä kokonaan verkosta.

Yhtiölle relevantti markkina laajentunut

Yhtiön tuotetarjooman laajennuttua on myös sen kohdemarkkina kasvanut. Arvioimme yhtiön myynnistä noin viidenneksen tulevan jo

kehittyvistä kategorioista. Samalla riippuvuus kodintekniikan markkinan kehityksestä on pienentynyt, mitä pidämme positiivisena. Yhtiön arvion mukaan kehittyvien kategorioiden relevantti markkinan koko on noin 2,0 miljardia euroa ja tästä nykyisellään 11 % käydään verkon välityksellä. Yhtiön markkinaosuus kehittyvissä kategorioissa on arviomme mukaan vasta ~5 %, mutta se vaihtelee tuotealueittain voimakkaasti.

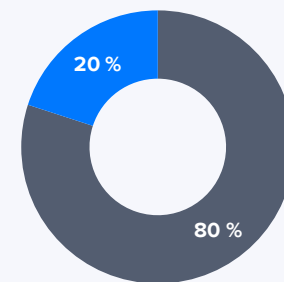
Pääsääntöisesti kilpailupainetta kehittyvissä kategorioissa antavat kaupapaketit kuten Prisma, Citymarket, Tokmanni, Biltema, Motonet tai Clas Ohlson. Todella vahvoja erikoiskauppaketteja löytyy lähinnä lemmikeissä Musti (Zooplus verkossa), urheilussa (XXL ja Intersport), kodin ja valaisimien puolella (Ikea, indoor Group ja Jysk). Myös kansainväliset verkkokaupat kuten Amazon ovat yhtiölle merkittäviä kilpailijoita lähes kaikissa kategorioissa, sillä yhtiön valikoima on keskittynyt verkossa helposti myytäviin tuotteisiin.

Kilpailutilanteet ovat eri tuotealueilla arviomme mukaan erilaiset ja myös kategorioiden sisällä löytyy vähemmän hintakilpailuja tuotteita. Suurimpia ja samalla hyvin kannattavia kehittyviä kategorioita ovat arviomme mukaan urheilu, musiikki-instrumentit ja lelut. Käsityksemme mukaan Verkkokauppa.com on viime vuosina saanut asiakkaita mm. lopettaneilta erikoiskaupoilta kuten Suomen polkupyörätukku tai lelukaupat (BR- ja Toys 'R' Us). Koronapandemian myötä merkittäviä kilpailevia erikoisketjuja ei toistaiseksi ole lopettanut, mutta yksittäisiä liikkeitä, joilla ei ole ollut verkkokauppaa on voinut joutua ongelmiin.

KOTEK-markkinan kehitys (GfK)



Verkkokauppa.com myyntimix (Inderes arvio)



- Kodintekniikan myynti
- Kehittyvien kategorioiden myynti

Markkinan kehitys 4/4

Koronan jälkeinen myyntikanavakehitys

Koronapandemian jälkeistä kanavasiirtymän nopeutta on tässä vaiheessa hankala ennustaa. Pitkällä tähtäimellä kaupan lähivuosien kasvu painottuu joka tapauksessa edelleen verkkoon kuten ennen pandemiaakin. Kanavasiirtymän etenemisnopeus on samalla yksi keskeisimmistä kysymyksistä myös Verkkokauppa.comin sijoittajille, sillä yhtiön kilpailuedut korostuvat verkossa käytävässä kaupassa nykyisessä kilpailutilanteessa. Yhtiön omien arvioiden mukaan kiihdytetty kanavasiirtymä jatkuu myös pandemian jälkeen, sillä se ennakoii kodintekniikan verkkomyyntin kasvavan 17 %:lla (CAGR) ja kehittyvien kategorioiden osalta 25 %:lla (CAGR) vuosien 2020-2025 välillä. Kehitys tarkoittaisi samalla kivijalkakaupan kääntymistä laskutrendille. Toteutuessaan kehitys antaisi arviomme mukaan merkittävää myötätuulta yhtiölle etenkin, jos globaalit jätit eivät laajene Suomeen lähivuosina omalla logistiikallaan.

Amazonin laajentuminen Pohjoismaihin

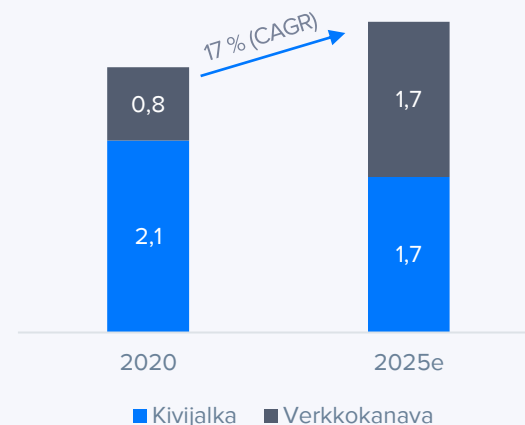
Amazon on verkkokaupan valtiasta monella suuremmalla markkinalla länsimaissa ja se kasvaa suuresta koostaan huolimatta edelleen vahvasti. Yhtiö toimii itse myymiensä tuotteiden lisäksi verkkokauppa-alustana kolmansille osapuolille. Liiketoimintamalli mahdollistaa sille suuret myyntivolyymit, mikä lisää logistiikan käyttöasteita pääomatehokkaasti. Liiketoimintamalli mahdollistaa myös valtavan valikoiman sekä yhtälailla valtavan asiakasdatamäärän, jota se

tehokkaasti hyödyntää. Lisäksi Amazonilla on suosiotaan kasvattava jäsenmaksullinen Primepalvelu, johon ilmaisten toimitusten lisäksi on paketoitu lukuisia muita palveluita.

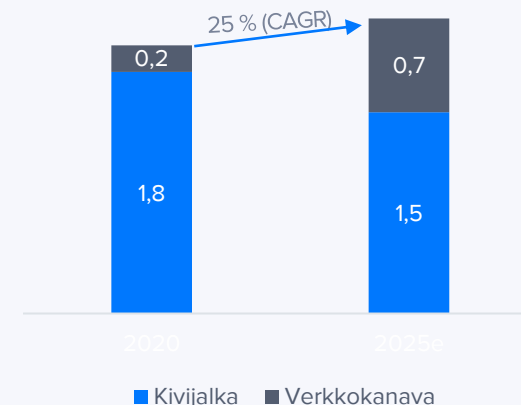
Amazon avasi verkkosivunsa Ruotsissa sekä pienen välivaraston Eskiltunassa vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Aloitukset tähän mennessä ollut hyvin pienimuotoinen, eikä se ole heijastunut mitenkään Suomen markkinaan. Uskomme Amazonin käyttävän ensin aikaa kolmansien osapuolten saamiseen sen alustalle sekä datan keräämiseen, eikä Suomen markkina ole yhtälössä prioriteettina korkeimmalla. Tuotteita ei toistaiseksi edes voi tilata Amazon Ruotsin kautta Suomeen vaan tilaus tapahtuu kuten ennenkin Saksan tai UK:n varaston kautta. Tarkkaa lukua Amazonin nykyisestä Suomen myynnistä ei ole saatavilla, mutta arvioimme sen olevan noin 200 MEUR, kun myös kolmansien osapuolten myynti lasketaan mukaan.

Amazonin laajentuminen Suomeen jossain kohtaa tulevaisuudessa koko arvolutapauksellaan (nopeat toimitukset ja Prime-palvelu) uhkaa mielestämme enemmän Verkkokauppa.comin kodintekniikan ulkopuolisia kategorioita, joissa myös sen volyymit ovat vielä pienehköjä. Paras ase yhtiölle myös Amazonia vastaan on nykyisen markkina-aseman vahvistaminen etenkin kehittyvissä kategorioissa ja kuluttehokkuuden jatkuva parantaminen. Mitä myöhemmäksi laajentuminen Suomeen siirtyy, sitä parempi se on Verkkokauppa.comille. Olemme käsitelleet yhtiön omia toimia strategiaosiossa.

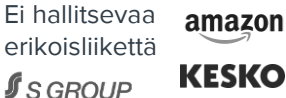
Kodintekniikan markkina (mrd. €)



Kehittyvien kategorioiden markkina (mrd. €)



Kilpailukenttä ja markkina kehittyvissä kategorioissa

Tuotekategoria	Kilpailutilanne verkossa**	Markkinan kasvu	Kilpailijoita
Kehittyvät kategoriat kokonaisuutena	Kilpailutilanne vaihtelee merkittävästi tuotealueittain	- Kohdemarkkina 2,0 mrd. €* - Markkinan kasvu BKT - Markkinaosuus 5 %** - Verkon osuus 11 %*	
Lelut (merkittävä kategoria)**	Maltillinen kilpailu	Markkinan kasvu BKT	Ei hallitsevaa erikoisliikettä 
Urheilu (merkittävä kategoria)**	Vaihtelee tuoteryhmittäin	Markkinan kasvu BKT	
Kellot (merkittävä kategoria)**	Neutraali kilpailu	Älykelloissa voimakas kasvu (+50 % 2020)***	
Musiikki (merkittävä kategoria)**	Maltillinen kilpailu	Markkinan kasvu BKT*	
Lemmikit (pieni kategoria)**	Kireä kilpailu	Markkinan kasvu 4 %/v***	

Tase

Kevyt ja nettovelaton tase

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Taseen loppusumma oli vuoden 2020 lopussa 173,7 MEUR.

Pitkäaikaista omaisuutta yhtiön taseessa oli ennen IFRS-16 muutoksia niukasti, sillä yhtiö ei itse omista myymälöitään. Vuokravastuiden (17,3 MEUR) tuonti taseeseen kasvatti kuitenkin aineellisia pitkäaikaisia varoja noin 25 MEUR:oon. Loput pitkäaikaisista varoista koostuivat noin 5 MEUR:n pitkäaikaisista saamisista sekä noin 3 MEUR:n aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä.

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2020 lopussa 75 MEUR tai 13,6 % liikevaihdesta (2019: 13,2 %). Varastotasojen kasvu johtui käsityksemme mukaan siitä, että yhtiö on panostanut aiempaa enemmän hyvän palvelutason varmistamiseen. Pitkällä aikavälillä ennustamme yhtiön varastotasojen pysyvän noin 13-14 %:ssa suhteessa liikevaihtoon.

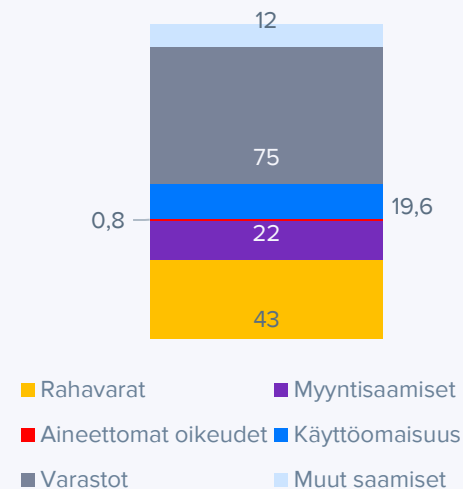
Yhtiön saamiset olivat yhteensä noin 30 MEUR, josta myyntisaamiin laskettavien erien osuus oli noin 22 MEUR tai 3,9 % liikevaihdesta (2019 3,3 % liikevaihdesta). Hyppäys johtui Apurahanluottokannan kasvusta. Arvionne mukaan yhtiön myyntisaamiset tulevat kasvamaan lähivuosina maltillisesti (seuraava sivu), kun Verkkokauppa.com kasvattaa omaa asiakasrahoitusliiketoimintaansa. Ennustamme myyntisaamisten määrän suhteessa liikevaihtoon kasvavan noin 4,7 %:iin vuoteen 2024 mennessä.

Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2020 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 43 MEUR.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2020 lopussa 41 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä on vain vuokravastuisiin liittyvät vuokrasopimusvelat 22 MEUR. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2020 lopussa 111 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja on noin 80 MEUR tai 12,7 % liikevaihdesta (2019: 14,5 %). Liiketoiminnan kasvava volyymi tarjoaa edelleen mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin, jolloin osuus voisi nousta. Kassa-alennusten hyödyntäminen voi kuitenkin heilutella suhdelukua. Ennustamme ostovelkojen pysyttelevän lähivuosina keskimäärin 13-14 %:n välillä.

Sijoittajien on tärkeä muistaa, että kassa-alennusten hyödyntämiseksi yhtiö tarvitsee myös jatkossa taseessaan käteistä. Myös hyvien ostoehtojen turvaamiseksi tavarantoimittajilta sekä yhtiön rahoituspalveluiden riskiprofiilin hallitsemiseksi yhtiöllä on hyvä olla taseessaan jonkin verran käteispuskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan merkittävästi, vaikka vuoden 2020 vahvasta tuloksesta jaetaankin ylimääräinen osinko (0,22 euroa).

Taseen vastaavaa puoli



Taseen vastattavaa puoli



Apurahan kehitys

Apuraha-asiakasrahoitus

Verkkokauppa.com lanseerasi syyskuussa 2015 oman Apuraha-asiakasrahoituksensa. Oman asiakasrahoituksen tarkoituksena on nostaa yhtiön myyntikatteita. Lisäksi asiakasrahoituksen tarkoituksena on tukea yhtiön myyntiä tarjoamalla asiakkaille erilaisia rahoitusvaihtoehtoja. Yhtiö tarjoaa kuluttajarahoitusta nykyisin täysin omasta taseestaan. Asiakasrahoituksen prosessi on automatisoitu ja Verkkokauppa.comin järjestelmä tekee luottopäätökset ilman manuaalista työtä. Verkkokauppa.comin kannalta asiakasrahoituksen potentiaali riippuu yksinkertaistettuna siitä, että kuinka moni asiakas käyttää asiakasrahoitusta, minkälaiset ehdot yhtiö lainoilleen antaa (maksuaika ja korko) sekä luottotappioiden määrästä.

Suhtaudumme positiivisesti Apurahaan ja näkemysksemme mukaan se tarjoaa yhtiölle selkeää ansaintapotentiaalia 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 2020 lopussa yhtiöllä oli Apurahaan liittyviä saamia jo noin 15 MEUR:n edestä taseessaan.

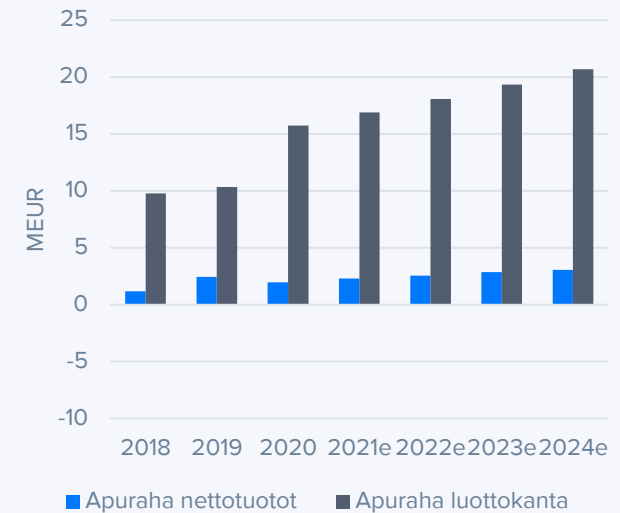
Huhtikuusta 2019 lähtien Verkkokauppa.com on alkanut myydä kaikki ikääntyneet saatavansa ns. jatkuvan kaupan mallilla. Malissa kaikki yli 60 päivää erääntyneet saatavat myydään kolmansille osapuolille. Tämä on näkemysksemme mukaan

pienentänyt yhtiön saatavariskiä selvästi.

Viime vuonna yhtiön saamat tuotot apurahasta kasvoivat 3,63 MEUR:oon (2019: 3,3 MEUR), mutta samalla luottotappiot kohosivat 1,67 MEUR:oon (2019: 0,8 MEUR), ja kokonaisuutena nettotuotot laskivat. Odotamme luottotappioiden kasvun olleen kuitenkin väliaikaista ja johtuneen poikkeuksellisesta koronavuodesta.

Odotamme Apurahan nettotuottojen (huomioi luottotappiot) ja luottokannan kasvavan kuvaajan mukaisesti maltillisesti lähivuosina. Apurahan ennusteemme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme erittele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä. Ennusteemme heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofiilia hankkeeseen liittyen. Apurahan nettotuotot kirjataan myyntikatteeseen ja luottotappiot muihin kuluihin Verkkokauppa.comin tuloslaskelmassa.

Apurahan kehitys ja ennusteet



Strategia 1/5

Kasvustrategia tavoittelee miljardin myyntiä

Verkkokauppa.comin strategian keskiössä on voimakkaan kasvun jatkaminen, sillä yhtiö tavoittelee miljardin euron liikevaihtoa vuoteen 2025 mennessä (CAGR 13 %). Kasvustrategia rakentuu verkkokanavan varaan, mikä on loogista, sillä yhtiön kilpailuedut korostuvat verkon puolella ja samalla markkinan kasvu painottuu verkkoon. Myymälöiden suhteen yhtiöllä ei käsityksemme mukaan ole enää laajennustarpeita. Karkeasti reilut puolet kasvusta on tarkoitus saada kasaan nykykategorioista, joiden sisällä valikoimaa vahvistetaan edelleen sekä laajentamalla uusiin vielä julkistamattomiin kategorioihin.

Tavoitteena on myös kaksinkertaistaa B2B-liiketoiminta vuoteen 2025 mennessä, mikä tarkoittaisi noin 100 MEUR:n kasvua. Tämän lisäksi noin 100 MEUR:n kasvua tavoitellaan mahdollisten yritysostojen kautta sekä private label liiketoiminnan ja palvelumyynnin kasvattamisella.

Siirtymä kohti verkon tavarataloa

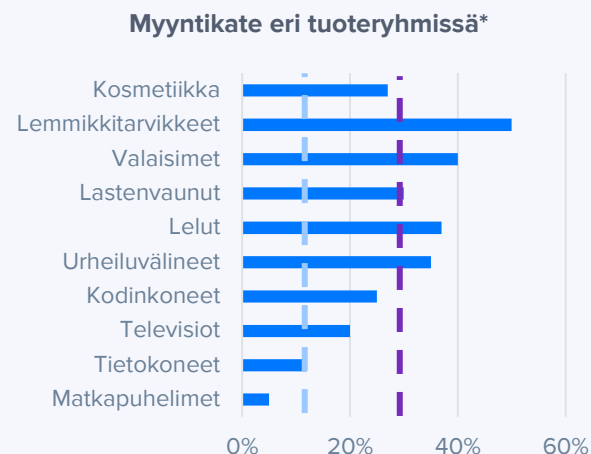
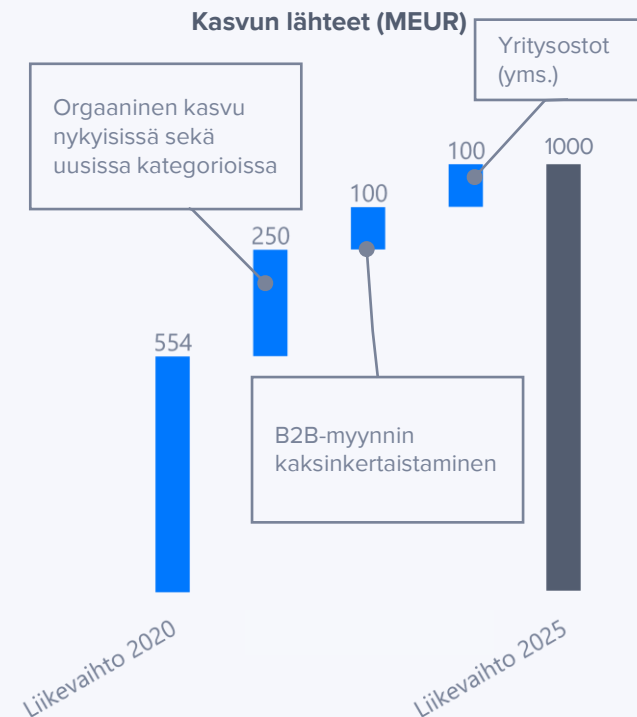
Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin markkina alkaa olla saturoitunut isojen kodintekniikan kategorioiden osalta (TV, puhelimet ja tietokone). Niiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan lähes puolet ja emme odota näiden kasvun ylittävän markkinan kasvua. Kodintekniikassa kasvupotentiaalia tarjoavat yhä keskisuurissa kategorioissa kodinkoneet, joissa valikoima vahvistui hiljattain Mielen-kodinkoneilla. Myös pienemmissä kategorioissa mm. älykelloissa näemme selvää potentiaalia.

Yhtiön nykyisten kodinelektroniikan ulkopuolisten tuoteryhmien osalta kasvupotentiaalia on sen sijaan markkinankokoon nähden vielä runsaasti (s. 13). Näkemyksemme mukaan pandemiasta johtunut vähittäiskaupan murroksen kiihtyminen sekä samanaikaisesti onnistunut brändimarkkinointi ovat antaneet kehittyvien kategorioiden myynnille vahvan ”momenttumin” ja niiden saavuttama jalansija on vahvistunut. Odotamme myös hyvän kehityksen jatkuvan.

Yhtiö tarkastelee jatkuvasti uusia kategorioita

Yhtiön verkkokaupan isot kävijämäärät mahdollistavat uusien tuotekategorioiden ketterän testauksen pienellä määrällä nimikkeitä ennen varsinaista laajentumispäätöstä. Ohjaavana tekijänä täysin uusiin kategorioihin laajentumisessa on yhtiön kyky täyttää edullisten hintojen asiakaslupauksensa. Yhtiön tavoitteena on olla kolmen suurimman verkkomyyjän (e-tailer) joukossa kaikissa päätuoteryhmissä, jotta se voi saavuttaa riittävät ostovolyymit kilpailukykyisten hintojen ylläpitämiseksi. Yhtiö myös pyrkii etsimään tuotealueita, jotka menevät sen nykyisen logistiikkaketjun läpi helposti.

Kodintekniikan ulkopuoliset tuoteryhmät sisältävät merkittävää kannattavuuspotentiaalia, sillä useilla myyntikatteet liikkuvat 25-50 %:n välillä. Vielä nykyisillä volyymeilla myyntikatteet eivät kuitenkaan arviomme mukaan ole näin korkeita, sillä käytössä on osin edelleen aggressiivinen hinnoittelu markkinaosuuden ja sitä kautta isompien volyymien saavuttamiseksi.



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes,

*Sininen viiva Verkkokauppa.com, *Violetti kaupan ala keskiarvo

Strategia 2/5

Yritysmarkkinalla vielä hyvin tilaa kasvaa

Yhtiö tavoittelee yritysmyyntin liikevaihtonsa kaksinkertaistamista vuoteen 2025 mennessä. Yhtiön historiallinen kasvuvauhti tukee tavoitteen saavuttamista (kts. kuva). Relevanteimpana segmenttinä yhtiölle ovat pk-yritykset (markkinaosuus nyt 9 %), sillä niiden kulutuskäyttäytyminen muistuttaa paljon B2C-kauppaa. Ostot hoidetaan niissä pääasiallisesti ilman virallisia hankintakilpailutuksia. Yhtiö on myös kehittänyt yrityspuolen asiointikokemusta uusimmalla mm. käyttöliittymän yritysten suuntaan.

Yritysosot nyt mukana yhtiön strategiassa

Yhtiö hakee uutta liiketoimintaa tulevaisuudessa myös yritysostoilla. Tähtäimessä ovat erityisesti paikalliset tuotetarjoomaa täydentävät verkkokauppayhtiöt. Käsityksemme mukaan yhtiö on jo kattavasti käynyt läpi kilpailijakenttää. Yritysosot ovat nyt ensimmäistä kertaa mukana strategiassa, sillä aiemmin fokus on ollut puhtaasti orgaanisessa kasvussa. Kokemattomuus tällä saralla nostaa hieman riskejä ostokohteiden integroinnissa onnistumisessa. Uskomme kohteiden koon olevan kuitenkin selvästi yhtiötä pienempiä (liikevaihto 10-50 MEUR), mikä rajaa riskejä. Onnistuessaan yritysostot tarjoavat kustannustehokkaan reitin uusiin kategorioihin ja uusiin asiakkaisiin.

Private-labelin kasvu tukisi marginaaleja

Käsityksemme mukaan yhtiön private-label tuotteiden osuus myynnistä on nykyisellään kaupan alan keskiarvoja selvästi perässä ollen noin

5 %. Yhtiön tavoitteena onkin kaksinkertaistaa osuus vuoteen 2025 mennessä. Tavoitteeseen pääsemistä tukee se, että volyymit alkavat olla riittävän suuria jo pienemmissä kategorioissa, joissa ei ole hallitsevia brändejä. Private-label tuotteiden myyntikatteet liikkuvat tyypillisesti 30 %:n paremmalla puolella, joten niiden kasvu tukisi yhtiön myyntikatteita selvästi. Osuuden kasvattamisesta on kuitenkin puhuttu jo vuosia, joten suhtaudumme tavoitteeseen yltämiseen tässä vaiheessa varovaisesti.

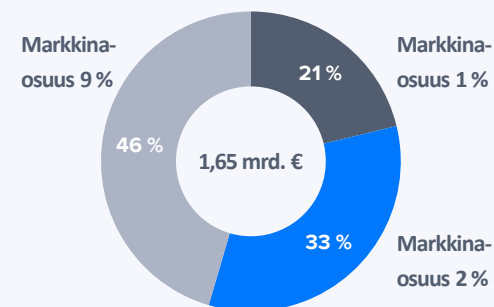
Yhtiö hakee kasvua myös uusista palveluista, joita käsityksemme mukaan voisivat olla mm. asennuspalvelut tai vakuutusvälitys.

Saatavuuden edelleen kehittäminen

Yhtenä strategian painopistealueena on myös toimitusnopeuden kehittäminen. Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat eräitä keskeisimpiä menestystekijöitä. Saatavuus on kyettävä pitämään hyvänä, mutta varastoja ei toisaalta voida nostaa liikaa, sillä korkeat varastot sitovat pääomaa ja heikentävät siten pääoman tuottoa sekä kasvattavat varastoon liittyviä riskejä.

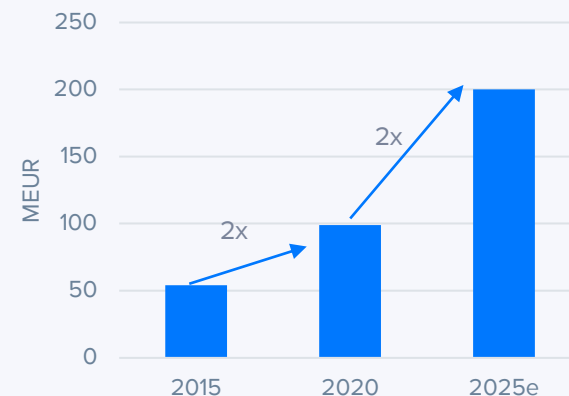
Tällä hetkellä 75 % suomalaisista elää seuraavan päivän toimitussäteen sisällä. Yhtiön arvion mukaan sen myymälöiden omia varastoja voitaisiin tulevaisuudessa hyödyntää keräilyhubeina. Silloin yli 90 % suomalaisista olisi saavutettavissa seuraavana päivänä ja 50 % samana päivänä. Näin toimimalla varastoja ei tarvitsisi kasvattaa. Tästä koituu lisäkustannuksia ja siksi tehokkaan toimintamallin kehittäminen on ratkaisevassa roolissa, jotta myymäläkeräily kannattaa toteuttaa.

B2B-markkina



■ Julkinen ■ Isot yritykset ■ Pk-yritykset

Yritysmyyntin kehitys ja yhtiön tavoite



Strategia 3/5

Kannattavuustavoite myös kunnianhimoinen

Yhtiö tavoittelee kannattavuuden osalta 5 %:n liikevoittomarginaalia vuoden 2025 loppuun mennessä (2020: oikaistu liikevoitto 3,7 %). Yhtiön kertoman mukaan kannattavuusparannus perustuu pääosin kulurakenteen skaalautumiseen. Uskomme tämän viestivän siitä siitä, että edellisillä sivuilla käytyjen myyntikatteiden positiivisten ajureiden vastapainona markkinalla vaikuttaa myös alati kiristynvä kilpailu. Yhtiön hinnoittelua sen myymissä tuotteissa määrittelee pitkälti kilpailijoiden antama hinnoittelupaine. Tämä johtuu sen asiakaslupauksesta ”todennäköisesti aina halvempi”, josta uskomme yhtiön pitävän kiinni eri markkinaolosuhteissa. Siten hinnoittelun osalta yhtiöllä on vain rajallisesti liikkumavaraa.

Yhtiön tavoitteena on painaa kiinteät kustannukset alle 10 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2025 mennessä (2020 11,5 %) Luku ei huomioi vuokria, jotka sisältyvät poistoihin IFRS-kirjanpidossa. Kulupuoella avaintekijöitä ovat toiminnan tehostaminen ja skaalautuvuuden pullonkaulojen ratkaiseminen. Kannattavuustavoitteen saavuttaminen edellyttää käsityksemme mukaan myös miljardin liikevaihtotavoitteen saavuttamista. Pidämme sekä kasvu- että kannattavuustavoitetta kunnianhimoisina ja omat ennusteemme ovat toistaiseksi selvästi alempana (s.25).

Jätkäsaaren logistiikka-investoinnit

Yhtiön Jätkäsaaren oma varasto on jo parin vuoden ajan käynyt täydellä kapasiteetilla ja myynnin kasvun myötä tullut lisävolyyymi on pitänyt kierrättää Postille ulkoistetun varaston kautta.

Tämä on hidastanut kulujen skaalautumista.

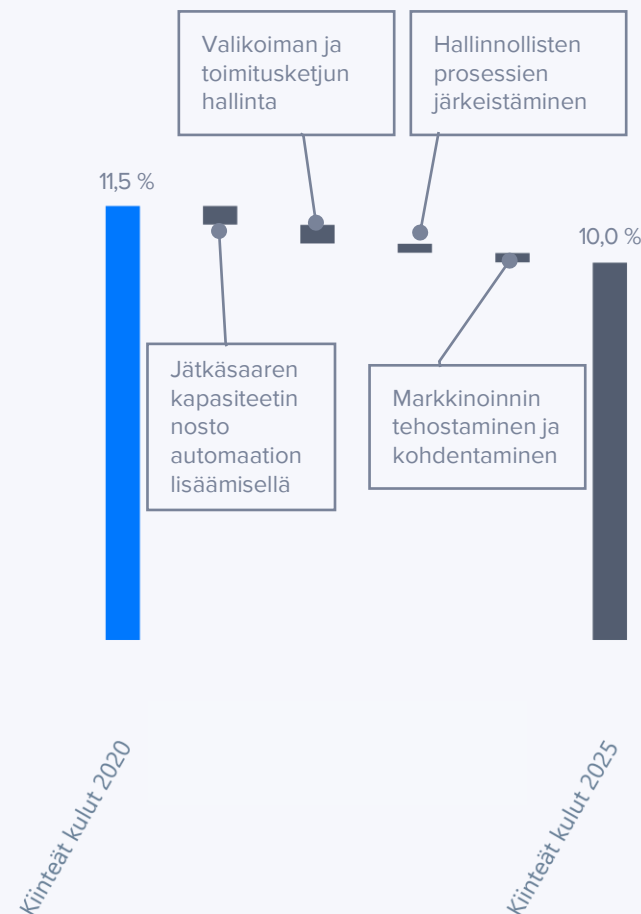
Päivitetyn strategian ensimmäisenä konkreettisena toimenä yhtiö kertoikin tekevänsä noin 4 MEUR:n investoinnit Jätkäsaaren varastoautomaatioon parantamiseen vuosina 2021-2022. Suhtaudumme investointiin erittäin positiivisesti. Pelkästään sen myötä karkeasti noin kolmannes yhtiön asettamasta kulujen tehostamistavoitteesta voidaan saavuttaa olettaen että liikevaihto samalla nousee miljardiin euroon.

Datan aiempaa parempi hyödyntäminen

Yhtiö aikoo automatisoida enenevässä määrin myös muita operaatioitaan, mikä tehostaa kulujen skaalautumista. Tähän mennessä mm. yhtiön ostotoiminnot ovat olleet vielä manuaalisia ja ensimmäisenä konkreettisena toimenä tuotteiden täydennystilausprosessi automatisoidaan, jolloin osto-organisaatio skaalautuu aiempaa paremmin.

Muita kehitettäviä operaatioita ovat myös tuotevalikoiman sekä toimitusketjun (drop shipment ja sisälogistiikka) hallinta sekä markkinoinnin tehostaminen. Näissä datan kerääminen ja toiminnan analysointi ja johtaminen teköälyavusteisesti on keskeistä. Käsityksemme mukaan Suomen kaupan alalla vasta muutamat edelläkävijät hyödyntävät dataa tämän kaltaisissa prosesseissa kattavasti. Näemme kehitystyön tulevaisuuden kilpailukyvyyn kannalta kriittisenä komponenttina etenkin kansainvälisiä verkkokauppajättejä vastaan kilpailtaessa. Suhtaudumme suunnitelmiin positiivisesti, ja arvioimme niiden etenevän iteratiivisesti ja näkyvän tuloksessa pikkuhiljaa.

Kulurakenteen tehostamisen komponentit



Strategia 4/5



Kasvun voimakas priorisointi

- Kodintekniikan markkinaosuuden voittaminen
- Uusien verkossa helposti myytävien kategorioiden lanseeraus
- Oman tietojärjestelmän kehitys
- Kivijalkaverkoston rakentaminen harkitusti tukemaan verkkoliiketoimintaa
- Fokus kuluttaja-asiakkaissa
- Oman Apurahan lanseeraus

Kannattavuuteen fokusointi ja pandemia

- Painopiste kannattavuudessa
- Asiakaskokemuksen edelleen parantaminen
- Pandemia muutti toimintaympäristöä nopeasti
- Brändimielikuvan vahvistaminen etenkin uusien asiakkaiden ja kehittyvien kategorioiden parissa
- Strategian päivittäminen
- Päälistalle siirtyminen

Kohti verkon tavarataloa

- Fokus verkkomyyntiin kasvussa
- Kasvun pullonkaulojen ratkaisu
- Markkinaosuuden voittaminen yhä enemmän kodintekniikan ulkopuolella
- Yritysasiakkaiden vahvan kasvun jatkaminen
- Mahdolliset yrityskaupat
- Uudet kunnianhimoiset tavoitteet yltää miljardin liikevaihtoon sekä 5 %:n liikevoittoon 2025

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Kasvu Suomen suosituimmaksi verkkokaupaksi
- Vahva brändi kodintekniikassa
- Kasvussa onnistuminen tavoitteiden mukaisesti
- Kannattavuuskehitys jäi tavoitteista
- Pääoman tuoton säilyminen erinomaisella tasolla
- Kvartaaleittain kasvavan osingon toimittaminen

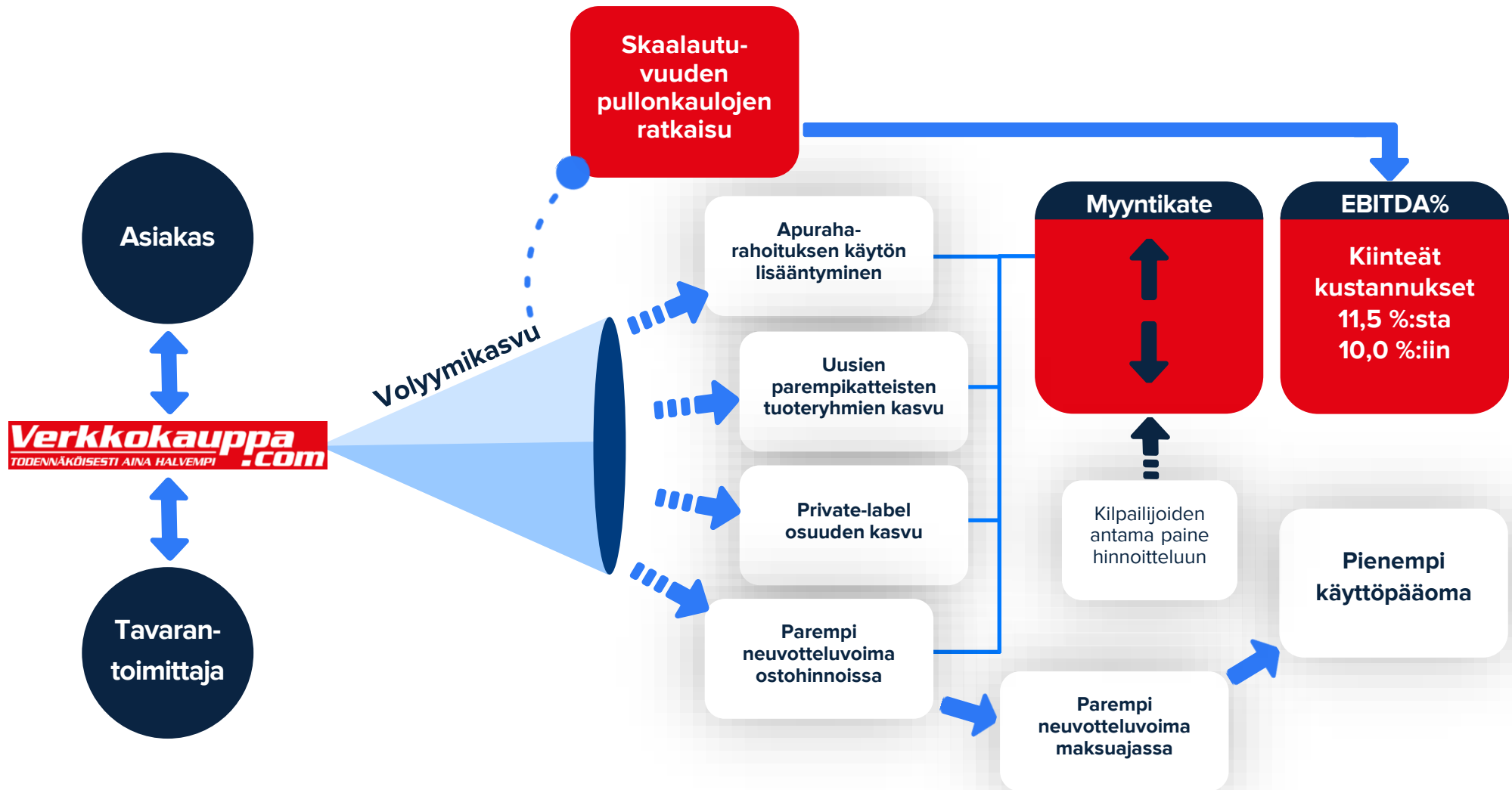
Toteutunut

- Liiketulos (vrt.) kasvoi 80 % 20,4 MEUR:oon (liikevoitto 3,7 %)
- Vähittäiskaupan murroksen kiihtymisen ketterä hyödyntäminen
- Asiakasmäärät kasvoivat merkittävästi
- Saatavuuden varmistamisessa onnistuttiin
- Asiakaskokemuksen nousu ennätystasolle

Seuraavat 5 vuotta

- Verkkokanavaan siirtyvien uusien kuluttajien voittaminen asiakkaiksi
- Kulurakenteen tehostamisessa onnistuminen
- Uusien kategorioiden lanseerauksessa onnistuminen
- Yritysostoissa onnistuminen
- Myyntimixin parantamisessa onnistuminen
- Kvartaaleittain kasvavan osingonmaksun jatko

Strategia 5/5



Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi ja Suomen suosituin verkkokauppa

2.

Matala kustannusrakenne

3.

Transformaatio verkon tavarataloksi

4.

Kilpailukyvyyn vahvistaminen kasvun ja tehokkuusinvestointien kautta

5.

Vahva kassavirta ja nouseva osinko

Potentiaali



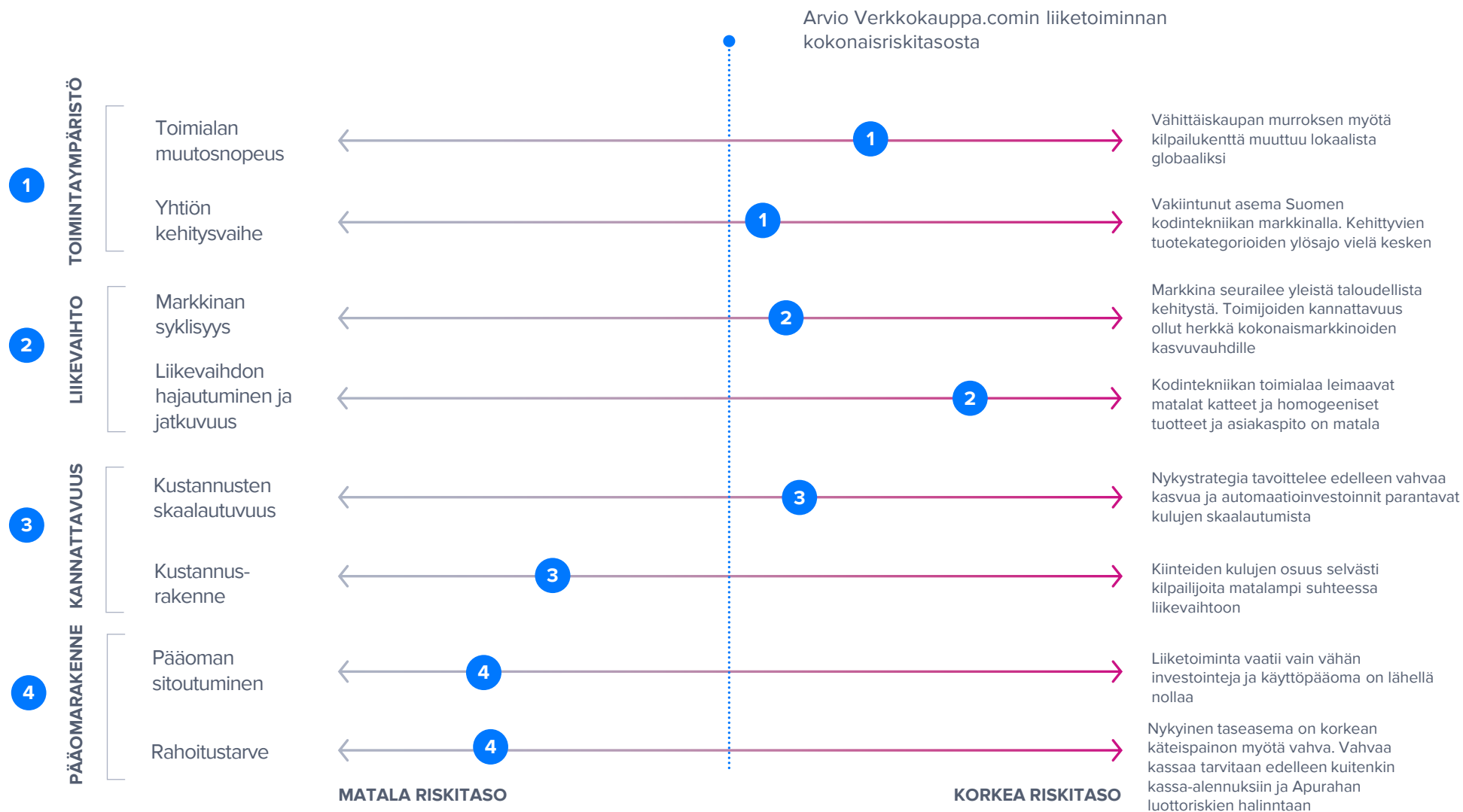
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Verkkokanavan kiihtynyt kasvu antaa yhtiölle myötätuulta
- Brändi on vahvistunut selvästi kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Myyntimixin parantuminen

Riskit



- Verkkokanavan vahvan kasvun hidastuminen koronan jälkeen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Amazonin laajentuminen lähialueille
- Yritysostoissa epäonnistuminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Ennusteet

Vuonna 2021 korona vaikuttaa vielä tuntuvasti

Yhtiö ohjeistaa vuoden 2021 liikevaihdon olevan haarukassa 570-620 MEUR (2020: 554 MEUR) ja liikevoiton (vrt.) 20-26 MEUR (20,4 MEUR). Omat ennusteemme ovat lähellä haarukan keskikohtia liikevaihdon ollessa 590 MEUR (kasvu 6,6 %) ja liikevoiton 22,5 MEUR (liikevoittomarginaali 3,8 %). Ennustamastamme absoluuttisesta myynnin kasvusta lievästi yli puolet tulee kodintekniikan kategorioista ja loput kehittyvien kategorioiden puolelta.

Odotamme kodintekniikan 2021 myynnin kasvavan kokonaisuutena noin 4,4 %:lla. Sen osalta uskomme ulkomaan kaupasta koituvan vielä Q1:lle selvää vastatuulta. Loppuvuodesta tilanne kääntyy sen osalta päälaelleen sillä vastaluvut ovat helpot ylittää. Emme odota kohdemarkkinan juuri kasvavan, mutta yhtiön kasvun merkittävänä ajurina toimii edelleen vähittäiskaupan kiihdytetty siirtyminen verkkoon, jossa yhtiön kilpailukyky on vahva. Odotamme yhtiön ottavan markkinaosuutta yritysasiakkaiden puolella strategian mukaisesti.

Kehittyvät kategoriat kasvavat ennusteessamme noin 11 %:lla kasvattaen osuuttaan myyntimixistä. Emme odota uusia tuotekategorioita julkaistavan vielä 2021, joten näistä ei saada vielä tukea. Ennustamamme kasvu kehittyvissä kategorioissa perustuu vahvistuneeseen brändiin sekä verkkokanavan kiihdytetyn kasvun jatkumiseen.

Uskomme kokovuoden myyntikatteiden säilyvän viime vuoden vahvalla 16,0 %:n tasolla. Myös kulut skaalautuvat hieman jo vuonna 2021, mikä näkyy

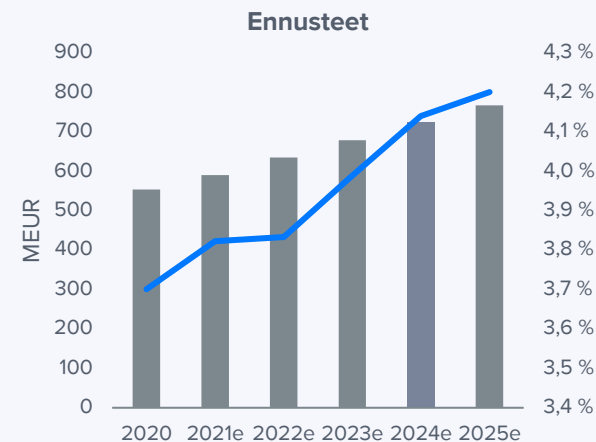
liikevoittomarginaalin parantumisena 3,8 %:iin (2020: 3,7 %) Vaikutus Jätkäsaaren automaatioinvestoinneista alkaa näkyä kuitenkin arviomme mukaan vasta vuoden lopussa.

Ennusteemme pandemian jälkeen (2022-2025)

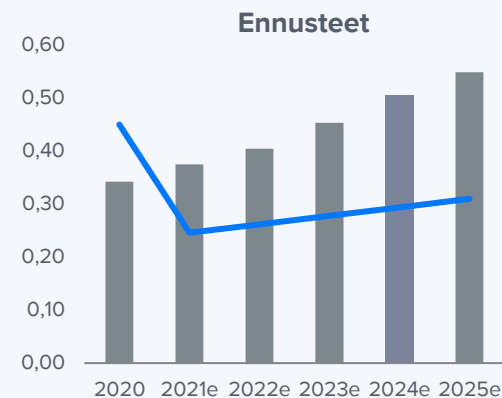
Arvioimme pandemian vaikutusten väistyvän vuodesta 2022 alkaen, jolloin toimintaympäristö normalisoituu. Emme odota kuitenkaan paluuta pandemiaa edeltävään aikaan, mikä tarkoittaisi, että myyntiä siirtyisi takaisin kivijalkaan. Uskomme kaupan jatkavan verkkokanavaan siirtymistä vuosina 2022-2025 noin 10 %:n vuosivauhdilla. Arviomme on yhtiön omia arvioita matalampi (s. 14).

Vuosina 2022-2025 Verkkokauppa.comin liikevaihto kasvaa ennusteessamme noin 7 %:lla (CAGR). Liikevoittomarginaali paranee vuoden 2022 3,7 %:sta asteittain vuoden 2025 4,2 %:iin, sillä kasvun skaalautuvuutta aiemmin rajoittaneita pullonkauloja saadaan ratkaistua strategian mukaisesti.

Kodintekniikassa kasvun ajureita ovat markkinaosuuden kasvu yritysasiakkaissa sekä noin 2 %:n vauhdilla vuosittain kasvava kuluttajamarkkina sekä tätä nopeammin kasvava verkkokanava. Kehittyvissä kategorioissa vahvistuva brändi, kaupan siirtymä verkkokanavaan sekä harkitusti lanseeratut uudet kategoriat pitävät kasvun ennusteessamme noin 13 %:ssa CAGR. Myyntikatteiden odotamme kokonaisuutena laskevan lievästi noin 15,8 %:iin, sillä kilpailupaine pitää hinnoitteluympäristön tiukkana, vaikka myyntimix paranee.



Liikevaihto Oikaistu liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos (EUR/osake)

Osinko (EUR/osake)

Ennusteet ja historia suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin

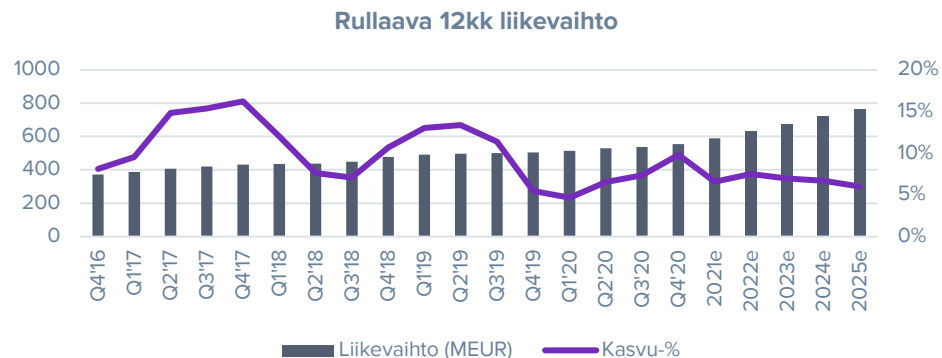
Kasvu

Tavoite: Liikevaihto miljardi euroa vuonna 2025

Edellyttää 13 %:n kasvua (CAGR-%)

Historiallinen CAGR-kasvu 10,5 % (2016-2020)

2025 liikevaihdon ennustemme 767 MEUR (7 % CAGR)



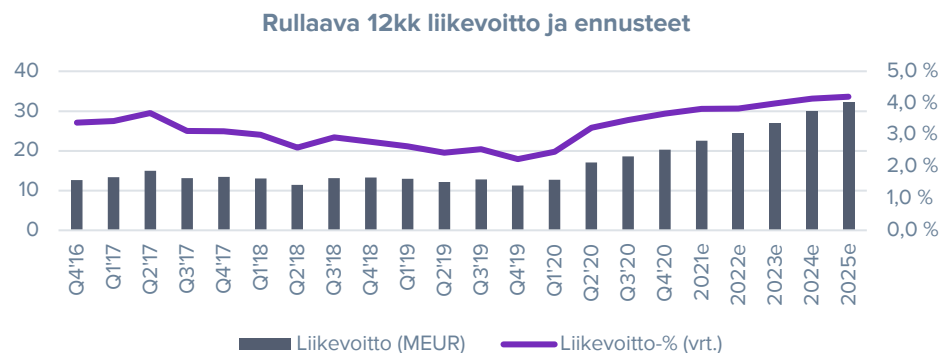
Kannattavuus

Yli 5 %:n liikevoittomarginaali vuonna 2025

Etenkin kiinteiden kustannusten skaalautumisen kautta

Historiallinen liikevoittomarginaalin keskiarvo 3,0 % (2016-2020)

2025 liikevoittomarginaalin ennustemme 4,2 %



Osinkopolitiikka

Kasvava kvartaaliosinko

Tavoite maksaa kasvavaa osinkoa vuosineljänneksittäin

Toteutunut historiallisesti

Nykyennusteillamme emme näe osingon kvartaalikorotukselle (+0,001 euroa/kvartaali) esteitä



Arvonmääritys 1/2

Arvostus herkkä tulokasvun kulmakertoimelle

Ennusteidemme mukaiset yhtiön 2021 ja 2022 P/E-kertoimet ovat 24x ja 22x. Mielestämme kertoimet ovat absoluuttisesti lähellä neutraalia suhteessa ennustamaamme tulokasvuun (2020-2024 10 % CAGR). Tulokasvun läpitulo muodostaa siten nykyisillä ennusteillamme tuotto-odotuksesta valtaosan. Tuotto-odotuksen muodostumista on hahmotettu sivupalkissa.

Mielestämme Verkkokauppa.comin kohdalla liikevaihtopohjaisten EV/S-kertoimen (0,6x) tarkastelu ei ole enää relevanttia yhtiön nykyisessä kehitysvaiheessa. Aiemmin, kun koon kasvattamista preferoitiin voimakkaasti kannattavuuden kustannuksella, pidimme myös näiden kertoimien tarkastelua perusteltuna arvonmäärityksessä.

Verrokkiryhmää jaoteltu uudella tavalla

Olemme jakaneet verrokkiryhmän tässä raportissa (s. 30) kahteen osaan koostuen Suomessa toimivista kaupan alan yhtiöistä (ryhmä 1) sekä kansainvälisistä elektroniikan myyjistä (ryhmä 2). Verkkokauppa.com on hinnoiteltu tulospohjaisilla kertoimilla tarkasteltuna linjassa ensimmäisen verrokkiryhmän kanssa. Mielestämme tämä on perusteltu lähtökohta, sillä Verkkokauppa.comin tavoin verrokkit ovat omien kaupan alojensa johtavia toimijoita vahvoilla brändeillä ja hyvillä markkina-aseilla.

Suhteessa ryhmään 2 pidämme yhtiön nauttimaa selvää tulospohjaista preemiota perusteltuna (+100 %), sillä yhtiö on positioinut kivijalkalähtöisesti

liiketoimintamallinsa rakentaneita verrokkeja paremmin kaupan siirtymiseen verkkokanavaan. AO World on ryhmän yhtiöistä ainoa puhdas verkkokauppa, mikä näkyy markkinan sille hyväksymänä korkeina kertoina (2021 P/E 39x ja 2022 27x).

Olemme riisuneet verrokkiryhmästä myös siellä aiemmin olleet platform-mallilla toimivat yhtiöt kuten Amazonin. Niiden vertailtavuutta yhtiöön heikentää se, että niillä tulospohjaiset kertoimet ovat sivuroolissa ja kasvu on vahvistuvien verkostovaikutusten takia tärkein prioriteetti.

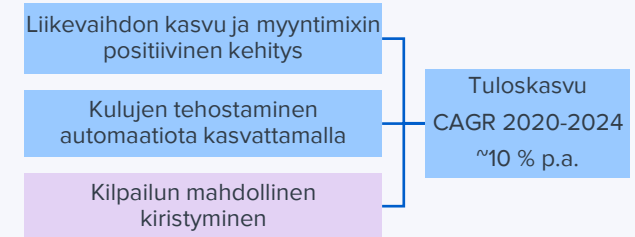
Tavoitteiden toteutuessa nousuvara merkittävä

Nykyiset tulokasvuennusteemme ovat yhtiön tavoitteita selvästi alempana. Vuoden 2025 tavoitteiden mukaisella 50 MEUR:n liikevoitolla osakekohtainen tulos nousisi laskelmiemme mukaan noin 0,85 euroon/osake. Arvioimme että yhtiötä hinnoiteltaisiin tällöin jopa noin 25-30x arvostuskertoimella erinomaisen track-recordin sekä vahvistuneen markkina-aseman johdosta, jolloin osakkeen hintahaarukka liikkuisi 20-25 euron välillä.

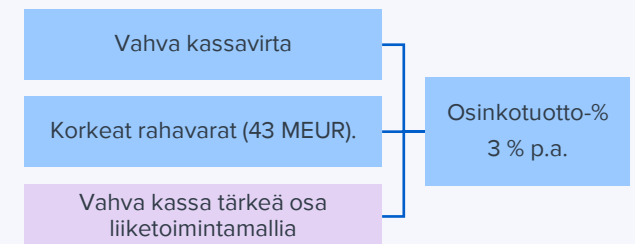
Suhtaudumme kuitenkin yhtiön tavoitteisiin tässä vaiheessa enemmän kasvuyhtiön visiona ja näyttöjä tarvitaan tavoitteiden mukaisesta kannattavasta kasvusta myös pandemian jälkeen. Vuotta 2020 lukuun ottamatta historialliset näytöt eivät vielä tue tavoitteiden mukaista myynnin kasvun sekä liikevoiton samanaikaista selvää kasvua (s.26). Jos tulokasvu hyttyisi tai kääntyisi laskutrendille, on arvostuksessa myös merkittävää laskuvaraa kuten historia osoittaa.

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

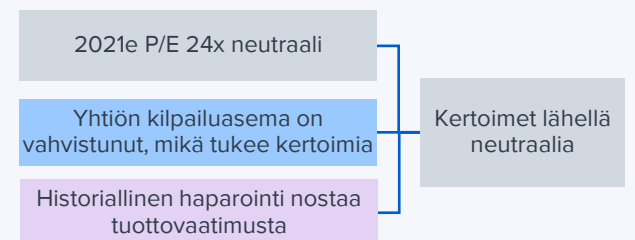
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



Arvonmääritys 2/2

Historiallinen arvostus heilunut merkittävästi

Markkinat hyväksyivät Verkkokauppa.comille vuosina 2015-2017 vielä 30-35x P/E-kertoimet toteutuneella tuloksella. Sen jälkeen hyväksytyt kertoimet laskivat vuosina 2018-2019 selvästi noin 20x tasolle, kun sijoittajien odottama kannattava kasvu jäi toteutumatta. Tällä hetkellä arvostuskertoimet liikkuvat näiden skenaarioiden välimaastossa (2020 P/E 26x). Pidämme tätä perusteltuna eri näkökulmista tarkasteltuna.

1) Yhtiön vuoden 2020 osalta toteutunut erittäin vahva tuloskasvu puoltasi paluuta jo selvästi nykyistä korkeampaan arvostukseen, mikäli sama vauhti jatkuisi myös eteenpäin mentäessä.

2) Samalla tuloskasvunäkymään liittyy merkittävää epävarmuutta liittyen etenkin kohdemarkkinan kanavasiirtymän vauhtiin sekä kilpailutilanteen kehitykseen pandemian hellitettyä.

DCF-arvonmääritys

DCM-mallimme antama arvo on 9,3 euroa. Pidämme DCF-mallia yhtiön arvonmääritykseen hyvin soveltuvana, sillä se huomioi myös yhtiön pääomakevyyden liiketoimintamallin. Yhtiön kasvu ei sido juurikaan nettokäyttöpääomaa, eikä se vaadi myöskään liiaksi investointeja (IFRS 16 mukaisia vuokrasopimusten uusimisia lukuun ottamatta), mikä lisää kasvun arvoa. Malli on kuitenkin erittäin herkkä oletuksille.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun (6-7 %) jälkeen asteittain terminaalijaksolla 2,0 %:n tasolle. Samalla EBIT-marginaali nousee asteittain vuoden 2020 3,7 %:sta vuoden 2025 4,2 %:iin

liikevaihdosta ja on terminaalijaksolla 4,2 %.

Terminaalin oikaistu EBIT-marginaali on selvästi alle yhtiön oman tavoitteen (EBIT tavoite yli 5 %). Terminaali (2030 jälkeen) heijastelee kireänä säilyvää kilpailutilannetta, jossa myös globaalit verkkokauppajätit ovat entistä enemmän läsnä Suomen markkinalla. Yhtiö on kuitenkin omilla tehokkuustoimillaan saanut onnistuneesti korvattua myyntikate-%:iin aiheutunutta painetta.

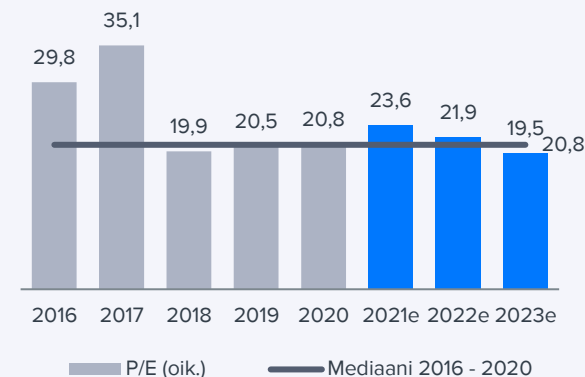
Kilpailun kiristymisen ja mm. Amazonin läsnäolon voimistumisen vaikutusta yhtiön liiketoiminnalle ja erityisesti sen kannattavuudelle on tässä vaiheessa hankala arvioida pidemmällä tähtäimellä. Tämä nostaa hieman yhtiön riskiprofiilia ja pitää tuottovaatimuksemme koholla. Pääoman kustannuksena (WACC) olemme käyttäneet 7,5 %.

Suositus ja tavoitehinta

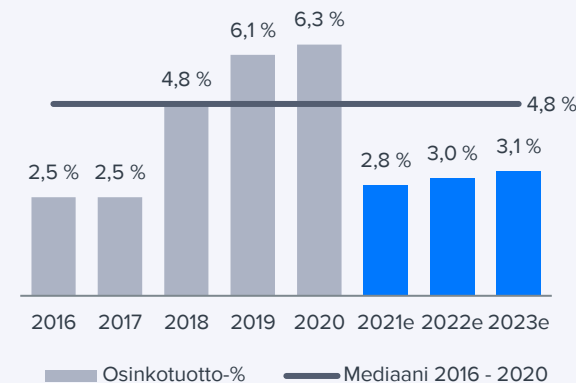
Näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta on noussut hieman nostettuamme ennustamamme tuloskasvun kulmakerrointa. Nousseet ennusteemme heijastelevat kohonnutta luottamustamme, siihen että päivitetty strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan.

Asetamme 12kk tavoitehintamme DCF-laskelman tasolle 9,3 euroon (aik. 8,8 euroa) ja toistamme yhtiön lisää-suosituksemme. Kokonaisuudessaan näemme tuotto/riskisuhteen riittävänä osakkeen kyydissä pysymiseen. Korostamme kuitenkin sijoittajille, että eteenpäin mentäessä realisoitua tuloskasvun kulmakerroin ajaa voimakkaasti hyväksyttävää arvostusta. Kehityksen poiketessa ennusteistamme tulee osakkeen hintaan tuplaatefekti hyväksytyjen arvostuskertoimien ja muuttuneen tulokomponentin muodossa.

P/E (oik.)



Osinkotuotto-%

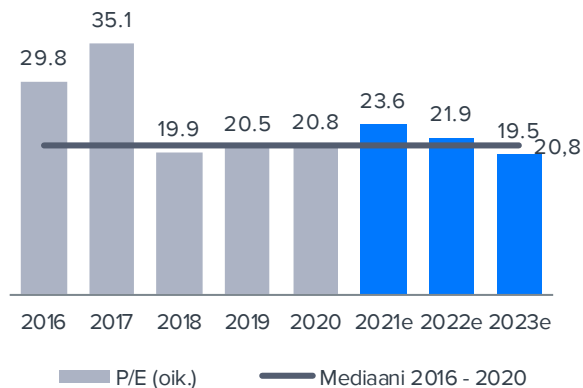


Arvostustaulukko

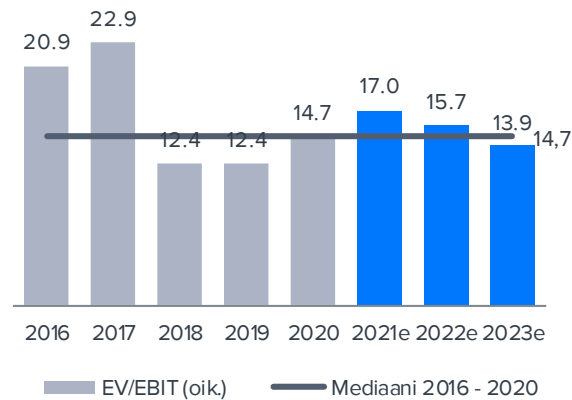
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	6,85	7,35	4,10	3,53	7,12	8,86	8,86	8,86	8,86
Osakemäärä, milj. kpl	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1
Markkina-arvo	309	331	185	159	321	399	399	399	399
Yritysarvo (EV)	267	309	164	140	300	384	381	375	368
P/E (oik.)	29,8	35,1	19,9	20,5	20,8	23,6	21,9	19,5	17,6
P/E	31,6	35,1	19,9	20,5	21,9	23,6	21,9	19,5	17,6
P/Kassavirta	17,5	neg.	23,3	18,7	22,7	26,0	26,8	20,9	19,3
P/B	8,0	9,0	4,9	4,4	7,9	10,8	9,0	7,5	6,3
P/S	0,8	0,8	0,4	0,3	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,3	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	19,8	17,1	8,9	8,6	12,2	13,9	13,1	11,8	10,6
EV/EBIT (oik.)	20,9	22,9	12,4	12,4	14,7	17,0	15,7	13,9	12,3
Osinko/tulos (%)	78,4 %	86,8 %	95,9 %	124,6 %	138,7 %	65,6 %	64,7 %	61,3 %	58,2 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,5 %	4,8 %	6,1 %	6,3 %	2,8 %	3,0 %	3,1 %	3,3 %

Lähde: Inderes

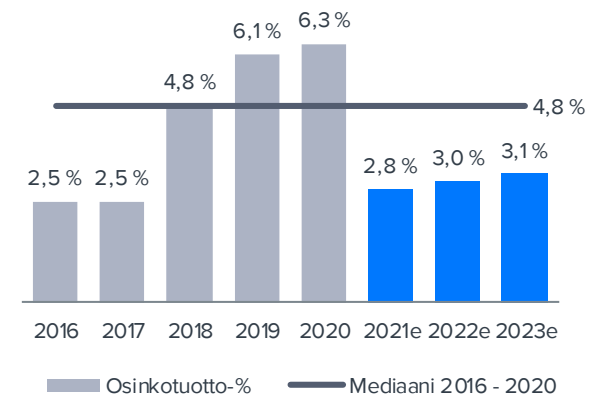
P/E(oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Kamux Oyj	13,18	529	572	19,0	16,5	14,7	13,0	0,8	0,6	20,9	17,9	1,8	1,9	4,7
Kesko Oyj	26,08	10193	12474	23,9	20,3	11,0	10,9	1,1	1,1	26,1	25,8	3,0	3,1	4,5
Tokmanni Group Corp	19,86	1173	1505	15,0	13,7	9,0	8,4	1,4	1,3	16,3	14,5	4,4	4,8	4,9
Musti Group Oyj	26,80	901	989	27,6	21,9	16,4	14,1	2,9	2,6	33,4	27,4	2,1	2,5	5,4
Verkkokauppa.com (Inderes)	8,86	399	384	17,0	15,7	13,9	13,1	0,7	0,6	23,6	21,9	2,8	3,0	10,8
Keskiarvo				21,4	18,1	12,8	11,6	1,5	1,4	24,2	21,4	2,8	3,1	4,9
Mediaani				21,5	18,4	12,8	11,9	1,2	1,2	23,5	21,9	2,5	2,8	4,8
Erotus-% vrt. mediaani				-21 %	-15 %	9 %	10 %	-47 %	-49 %	1 %	0 %	9 %	5 %	124 %

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

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
AO World PLC	298,50	1677	1697	37,4	23,1	24,0	16,8	1,0	0,9	39,3	26,7			
Groupe LDLC SA	-	334	338	6,8	6,6	5,5	5,4	0,5	0,4	9,0	9,5	1,3	2,3	3,7
Dixons Carphone PLC	143,40	1961	3277	14,8	11,8	6,0	5,6	0,3	0,3	14,6	11,4		3,1	0,7
Best Buy Co Inc	114,80	24405	20905	8,6	11,0	6,7	8,2	0,5	0,6	14,6	15,6	1,9	2,3	6,3
Unieuro SpA	19,56	398	227	6,1	9,8	3,0	3,8	0,2	0,2	6,0	11,0	8,6	4,5	2,5
Ceconomy AG	4,90	1766	1376	12,0	8,0	3,2	2,7	0,2	0,2	12,6	8,4	1,8	4,2	2,8
Unieuro SpA	19,56	398	227	6,1	9,8	3,0	3,8	0,2	0,2	6,0	11,0	8,6	4,5	2,5
Verkkokauppa.com (Inderes)	8,86	399	384	17,0	15,7	13,9	13,1	0,7	0,6	23,6	21,9	2,8	3,0	10,8
Keskiarvo				13,1	11,5	7,3	6,6	0,4	0,4	14,6	13,4	4,5	3,5	3,1
Mediaani				8,6	9,8	5,5	5,4	0,3	0,3	12,6	11,0	1,9	3,7	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				97 %	60 %	153 %	144 %	97 %	76 %	88 %	99 %	46 %	-20 %	309 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	504	125	123	129	176	554	137	131	136	186	590	634	678	723
Verkkokauppa.com	504	125	123	129	176	554	137	131	136	186	590	634	678	723
Käyttökate	16,3	4,6	5,6	6,9	7,5	24,6	6,7	5,1	7,1	8,6	27,5	29,1	31,9	34,8
Poistot ja arvonalennukset	-5,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-5,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,0	-4,8	-4,9	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,3	3,7	4,8	5,6	6,2	20,4	5,5	3,9	5,9	7,3	22,5	24,3	27,0	29,9
Liikevoitto	11,3	3,4	4,4	5,6	6,2	19,6	5,5	3,9	5,9	7,3	22,5	24,3	27,0	29,9
Verkkokauppa.com	11,3	3,4	4,4	5,6	6,2	19,6	5,5	3,9	5,9	7,3	22,5	24,3	27,0	29,9
Nettorahoituskulut	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-1,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Tulos ennen veroja	9,7	3,0	4,0	5,3	5,8	18,1	5,1	3,5	5,5	7,0	21,1	22,8	25,5	28,4
Verot	-1,9	-0,6	-0,7	-1,1	-1,1	-3,5	-1,0	-0,7	-1,1	-1,4	-4,2	-4,6	-5,1	-5,7
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	7,7	2,4	3,3	4,3	4,7	14,6	4,1	2,8	4,4	5,6	16,9	18,2	20,4	22,7
EPS (oikaistu)	0,17	0,06	0,08	0,09	0,10	0,34	0,09	0,06	0,10	0,12	0,37	0,40	0,45	0,50
EPS (raportoitu)	0,17	0,05	0,07	0,09	0,10	0,32	0,09	0,06	0,10	0,12	0,37	0,40	0,45	0,50

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	8,0 %	14,0 %	7,5 %	10,1 %	9,8 %	9,0 %	6,2 %	5,5 %	5,8 %	6,6 %	7,5 %	6,9 %	6,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-15,0 %	62,2 %	2440,0 %	29,8 %	38,9 %	80,5 %	46,7 %	-19,2 %	4,3 %	17,5 %	10,5 %	7,8 %	11,3 %	10,7 %
Käyttökate-%	3,2 %	3,7 %	4,6 %	5,3 %	4,2 %	4,4 %	4,9 %	3,9 %	5,2 %	4,6 %	4,7 %	4,6 %	4,7 %	4,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,2 %	3,0 %	3,9 %	4,3 %	3,5 %	3,7 %	4,0 %	3,0 %	4,3 %	3,9 %	3,8 %	3,8 %	4,0 %	4,1 %
Nettotulos-%	1,5 %	1,9 %	2,7 %	3,3 %	2,6 %	2,6 %	3,0 %	2,2 %	3,2 %	3,0 %	2,9 %	2,9 %	3,0 %	3,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	23,2	22,5	24,5	27,0	27,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,6	0,8	3,8	6,8	7,8
Käyttöomaisuus	21,2	19,6	18,6	18,0	17,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Vaihtuvat vastaavat	137	151	161	174	186
Vaihto-omaisuus	66,7	75,3	80,2	86,2	92,2
Muut lyhytaikaiset varat	11,3	10,9	10,9	10,9	10,9
Myyntisaamiset	16,5	21,9	24,2	27,3	30,5
Likvidit varat	42,5	43,1	45,9	49,4	52,8
Taseen loppusumma	160	174	186	201	214

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	36,6	40,5	37,1	44,3	52,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	11,5	16,8	13,4	20,6	29,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,7	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Muu oma pääoma	25,7	25,8	25,8	25,8	25,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	20,2	18,8	26,2	26,8	24,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Lainat rahoituslaitoksilta	19,7	18,0	25,4	26,1	23,8
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	103	114	122	130	136
Lainat rahoituslaitoksilta	3,8	3,8	5,3	5,4	5,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	73,1	70,2	76,7	83,7	90,9
Muut lyhytaikaiset velat	26,6	40,5	40,5	40,5	40,5
Taseen loppusumma	160	174	186	201	214

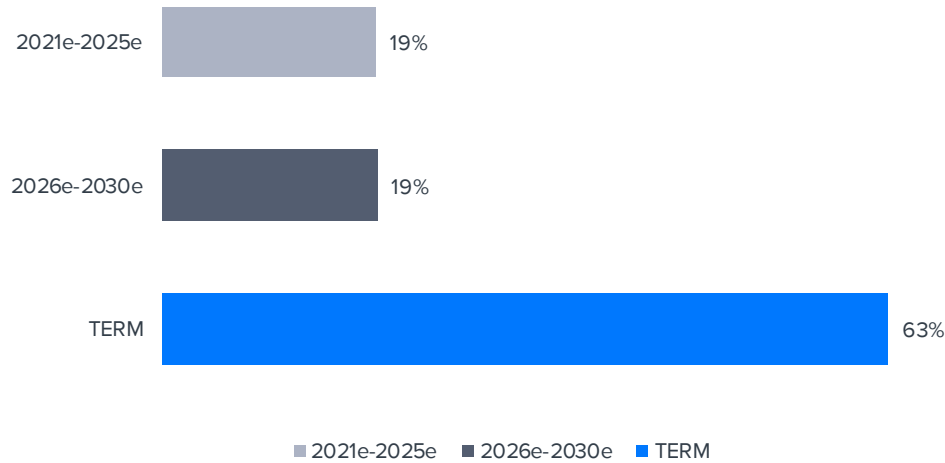
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	19,6	22,5	24,3	27,0	29,9	32,2	33,5	34,5	35,5	36,2	37,0	
+ Kokonaispoistot	5,0	5,0	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6	
- Maksetut verot	-3,7	-4,2	-4,6	-5,1	-5,7	-6,2	-6,5	-6,8	-7,0	-7,1	-7,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,6	-0,7	-2,1	-2,1	-2,8	-2,1	-1,5	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	18,0	22,3	22,2	24,4	26,0	28,6	30,2	31,3	32,1	32,8	33,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,1	-7,0	-7,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	14,1	15,3	14,9	19,1	20,7	23,3	24,9	26,0	26,8	27,5	27,8	
+/- 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	14,1	15,3	14,9	19,1	20,7	23,3	24,9	26,0	26,8	27,5	27,8	518
Diskontattu vapaa kassavirta		14,5	13,1	15,7	15,8	16,5	16,4	16,0	15,3	14,7	13,7	257
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		408	394	381	365	349	333	316	300	285	270	257
Velaton arvo DCF		408										
- Korolliset velat		-21,8										
+ Rahavarat		43,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-12,7										
Oman pääoman arvo DCF		417										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,3										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	477,8	504,1	553,6	590,0	634,1	EPS (raportoitu)	0,21	0,17	0,32	0,37	0,40
Käyttökate	18,4	16,3	24,6	27,5	29,1	EPS (oikaistu)	0,21	0,17	0,34	0,37	0,40
Liikevoitto	13,3	11,3	19,6	22,5	24,3	Operat. kassavirta / osake	0,23	0,23	0,40	0,50	0,49
Voitto ennen veroja	11,6	9,7	18,1	21,1	22,8	Vapaa kassavirta / osake	0,18	0,19	0,31	0,34	0,33
Nettovoitto	9,3	7,7	14,6	16,9	18,2	Omapääoma / osake	0,83	0,81	0,90	0,82	0,98
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,21	0,45	0,25	0,26
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	167,7	160,2	173,7	185,8	200,7	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	6 %	10 %	7 %	7 %
Oma pääoma	37,4	36,6	40,5	37,1	44,3	Käyttökateen kasvu-%	2 %	-11 %	50 %	12 %	6 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	-15 %	81 %	11 %	8 %
Nettovelat	-20,4	-19,1	-21,3	-15,2	-17,8	EPS oik. kasvu-%	-2 %	-17 %	99 %	9 %	8 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	3,8 %	3,2 %	4,4 %	4,7 %	4,6 %
Käyttökate	18,4	16,3	24,6	27,5	29,1	Oik. Liikevoitto-%	2,8 %	2,2 %	3,7 %	3,8 %	3,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,4	-3,6	-2,6	-0,7	-2,1	Liikevoitto-%	2,8 %	2,2 %	3,5 %	3,8 %	3,8 %
Operatiivinen kassavirta	10,3	10,5	18,0	22,3	22,2	ROE-%	25,1 %	20,9 %	38,0 %	43,5 %	44,8 %
Investoinnit	-2,3	-2,0	-4,1	-7,0	-7,3	ROI-%	20,5 %	18,3 %	32,1 %	34,7 %	33,9 %
Vapaa kassavirta	7,9	8,5	14,1	15,3	14,9	Omavaraisuusaste	22,3 %	22,8 %	23,3 %	20,0 %	22,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-54,6 %	-52,1 %	-52,6 %	-41,1 %	-40,3 %
Suurimmat omistajat	% osakkeista					Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Seppälä Sipi Samuli	40,4 %					EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,5	0,7	0,6
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	8,6 %					EV/EBITDA (oik.)	8,9	8,6	12,2	13,9	13,1
Mandatum Henkivakuutus	4,8 %					EV/EBIT (oik.)	12,4	12,4	14,7	17,0	15,7
Sijoitusrahasto Nordea Nordic Small Cap	3,3 %					P/E (oik.)	19,9	20,5	20,8	23,6	21,9
Keva	3,3 %					P/B	4,9	4,4	7,9	10,8	9,0
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	2,1 %					Osinkotuotto-%	4,8 %	6,1 %	6,3 %	2,8 %	3,0 %

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.2.2018	Lisää	7,40 €	6,72 €
26.3.2018	Osta	7,00 €	5,00 €
7.5.2018	Osta	7,00 €	5,60 €
10.8.2018	Lisää	6,00 €	5,21 €
29.10.2018	Osta	5,70 €	4,46 €
21.11.2018	Osta	5,70 €	4,45 €
18.1.2019	Osta	5,20 €	3,99 €
18.2.2019	Osta	5,00 €	4,22 €
12.5.2019	Lisää	4,40 €	3,92 €
5.8.2019	Vähennä	3,70 €	3,59 €
12.8.2019	Vähennä	3,00 €	3,10 €
4.10.2019	Vähennä	3,10 €	3,18 €
28.10.2019	Vähennä	3,20 €	3,29 €
19.12.2019	Vähennä	3,40 €	3,60 €
16.2.2020	Vähennä	3,40 €	3,78 €
18.3.2020	Vähennä	3,00 €	3,10 €
27.4.2020	Vähennä	3,90 €	4,00 €
2.6.2020	Myy	5,00 €	5,56 €
4.6.2020	Vähennä	5,00 €	5,14 €
27.7.2020	Vähennä	5,30 €	5,64 €
24.9.2020	Lisää	5,30 €	4,82 €
26.10.2020	Lisää	5,70 €	5,40 €
22.12.2020	Vähennä	7,50 €	7,48 €
12.2.2021	Lisää	8,80 €	8,48 €
30.3.2021	Lisää	9,30 €	8,86 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**