

Retailin käänös parantaa riski-tuottosuhdetta selvästi

Tarkistamme Stockmannin tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 7,4 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Herkun myynti S-ryhmälle parantaa yhtiön tulosta merkittävästi ja pienentää riskiä Retailin käänteeseen onnistumisesta. Osaketta hinnoitellaan selvästi alle yhtiön osien summan ja kaikkien yksiköiden ollessa voitollisia voivat sijoittajat antaa enemmän painoa osissa piilevälle arvolle. Pidämme osakkeen riski-tuottosuhdetta suotuisana johtuen hyvin rajallisesta laskuvarasta sekä rakennejärjestelyoptioista.

Herkusta luopuminen on strategisesti oikea liike

Myynti on strategisesti oikea liike, sillä Herkulla ei itsenäisenä toimijana olisi ollut mielestämme edellytyksiä voitolliseen tulokseen johtuen muuttuneesta pelikentästä Suomen ruokakaupassa. Myyntihinta 27 MEUR on mielestämme kohtuullinen suhteessa Suomen Herkun rajuihin tappioihin (EBIT 2016: -11 MEUR) ja Stockmannin S-ryhmältä saamaan pitkään yhteistyösopimukseen. Suurin huolestamme järjestelyssä liittyy Stockmannin brändin saamaan kolaukseen ja vaikutukseen nykyisiin kanta-asiakkaisiin. Lähtökohtaisesti emme näe dramaattista muutosta Herkun kävijävirtoihin sillä S-ryhmän koneiston mahdollistamat halvemmat hinnat sekä laajemmat valikoimat kompensoivat brändiin liittyvät negatiiviset vaikutukset. Kauppa vaatii toteutuakseen kilpailuviranomaisten hyväksynnän, mutta Stockmannin marginaalisesta markkinaosuudesta johtuen emme pidä tätä merkittävänä riskinä.

Ennusteita nostettu selvästi Herkun tappioiden poistumisen myötä

Pidämme nyt Retailin ensi vuodelta tavoittelemaa nollatulosta realistisena ja ennustamme Retailin yltävän lievästi positiiviseen tulokseen 2018 (aik. -8 MEUR). Tuloksen kääntymisen edellytyksenä on liikevaihdon positiivinen kehitys ja ennustamme liikevaihdon pysyvän lievässä kasvussa lähivuosina. 2019 Retail tekee ennusteissamme noin 5 MEUR:n tuloksen ja tulostaso on edelleen suhteellisen vaatimaton suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi toteuttaa vielä lisäsäästöjä Retailin ja konsernin kuluissa, jotta Retailin kannattavuus saataisiin paremmalle tasolle. Konsernitulos 2018:n liikevoittoennusteemme on noussut 72,5 MEUR:oon (aik. 60,8 MEUR) ja vastaava EPS-ennusteemme 0,47 euroon (aik. 0,36 euroa). 2019:n osalta EPS-ennusteemme on noussut 0,57 euroon (aik. 0,43 euroa) ja Retailin lisäksi siihen vaikuttaa positiivisesti yhtiön Venäjällä solmima brändilisenssisopimus koskien Stockmann-tavaramerkkiä.

Riski-tuottosuhde on selvästi positiivinen

Retailin noustessa voitolliseksi voivat sijoittajat antaa entistä enemmän painoa yhtiön osissa piilevälle arvolle. Retailin arvon ollessa nollassa on Stockmannin osien arvo noin 10 euroa per osake. Vaikka emme pidä osissa olevan arvon realisoitumista todennäköisenä lyhyellä aikavälillä, rajaa osien summa osakkeen laskuvaraa selvästi. Samalla konsernin voimakkaasti parantuva tulos, paluu osingonmaksajaksi sekä mahdolliset rakennejärjestelyt tukevat osaketta. Nevsky Centerin tuleva myynti on askel oikeaan suuntaan ja raottaa samalla ovea myös tuleville rakennejärjestelyille. Tulospohjaisesti osake on vielä kallis ja tulokertoimien puolesta nousuvaraa on vasta 2019-ennusteilla (P/E 2019 12,8x). Pidämme osakkeen riski-tuottosuhdetta kuitenkin positiivisena johtuen osakkeen rajallisesta laskuvarasta ja rakennejärjestelyoptioista.

Analyytikko

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



Suositus

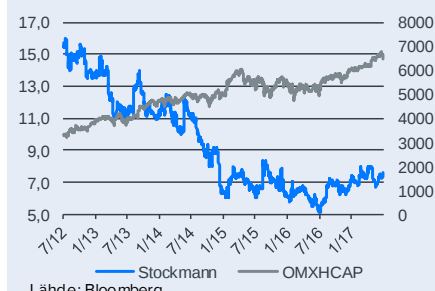
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 8,00 EUR

Edellinen: 7,40



Ei-lisen päätös 7,31 EUR

12 kk vaihteluväli 5,06-8 EUR

Potentiaali 9,4 %

Ohjeistus

2017 liikevaihto laskee myymäläverkoston ja tuotevalikoiman muutosten takia. Oikaistu liikevoitto paranee vuoteen 2016 verrattuna.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1435	-53	-3,7 %	-74	-1,23	0,00	0,8	18,2	-74,8	-7,3	0,0 %
2016	1303	18	1,4 %	-6	-0,35	0,00	1,0	11,9	27,1	-20,2	0,0 %
2017e	1201	45	3,7 %	25	0,18	0,10	1,0	11,8	27,4	54,0	1,4 %
2018e	1094	73	6,7 %	53	0,48	0,20	1,1	9,4	16,8	15,3	2,7 %
2019e	1120	83	7,4 %	60	0,57	0,30	1,0	8,3	13,9	12,8	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR			527	OPO / osake 2017e, EUR			15,17	CAGR EPS, 2016-2019, %			-218 %
Nettovelka 2017e, MEUR			703	P/B 2017e			0,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			-5 %
Yritysarvo (EV), MEUR			1229	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			64,3 %	ROE 2017e, %			1,2 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2197	Omavaraisuusaste 2017e, %			49,8 %	ROCE 2017e, %			2,5 %

Herkusta luopuminen on oikea päätös

Kauppahinta on kohtuullinen

Stockmann kertoi perjantaina sopineensa Herkun Suomen liiketoiminnan myymisestä S-ryhmän osuuskaupoille. Stockmann jatkaa itse Herkun liiketoimintaa Baltian maiden tavarataloissaan. Herkun Suomen kuusi myymälää siirtyy HOK-Elannolle, Turun Osuuskaupalle ja Pirkanmaan Osuuskaupalle. Herkun ketjutoiminnot puolestaan siirtyvät SOK:lle ja Stockmann Meals - ruokia valmistava Herkkukeittiö SOK:n tytäryhtiö Meira Novalle. Herkun noin 800 työntekijää Suomessa siirtyvät kaupan toteutuessa ns. vanhoina työntekijöinä S-ryhmän palvelukseen. S-ryhmän osuuskaupoista tulee Stockmann Real Estaten yhteistyökumppani sitä mukaa kuin ne aloittavat toimintansa vuokralaisina Stockmannin omistamissa tiloissa tai alivuokralaisina Stockmannin vuokraamissa tiloissa. Kauppa vaatii toteutuakseen kilpailuviranomaisten hyväksynnän, mutta Stockmannin marginaalisesta markkinaosuudesta johtuen emme pidä tätä merkittävänä riskinä. Kaupan odotetaan toteutuvan 31.12.2017.

Stockmann Herkun Suomen liikevaihto ilman Oulun tavarataloa oli 127 MEUR vuonna 2016 ja liiketulos -11 MEUR. Kyseisten Herkkujen osuus oli 25 % Stockmann Retailin tuotemyynnistä ja 12 % koko konsernin tuotemyynnistä vuonna 2016. Kaupan velaton hinta on 27 MEUR, joka suoritetaan käteisellä kaupan toteutumisen yhteydessä. Kaupalla on noin 20 MEUR:n positiivinen kassavirtavaikutus Stockmannille. Kaupasta kirjataan arviolta 3 MEUR:n kertaluonteinen myyntivoitto.

Myynti on mielestämme strategisesti oikea liike, sillä Herkulla ei itsenäisenä toimijana olisi ollut mielestämme edellytyksiä voitolliseen tulokseen johtuen muuttuneesta pelikentästä Suomen ruokakaupassa. Herkun kilpailupositio on heikentynyt viimeisen kahden vuoden aikana oleellisesti, kun SOK on ohjannut kuluttajien fokusta yhä enemmän hintaan ("halpuuttaminen") ja Kesko on uuden strategiansa myötä

panostanut yhä enemmän premium-asiakkaiden palvelemiseen, minkä seurauksena useat Citymarketit ja jopa tietyt Supermarketit ovat menneet valikoimissa ja laadussa Herkusta ohi. Kun tähän yhdistetään Tukon romahtaneet volyymit (Keskon Lähikauppa-ostos), on vaikea nähdä skenaariota jossa Herkku olisi omin avuin noussut jälleen voitolliseksi.

Kesko olisi ollut Herkulle S-ryhmää parempi kumppani johtuen paremmasta strategisesta yhteensopivuudesta ja suuremmasta päällekkäisyydestä asiakaskunnissa. Kesko ei kuitenkaan käsityksemme mukaan ollut kiinnostunut yhteistyöstä ja näin ollen S-ryhmä jäi ainoaksi vaihtoehdoksi.

S-ryhmän mukaantulo parantaa Stockmannin kannattavuutta välittömästi katkaisemalla Herkun tappiot ja lisäksi S-ryhmän koneisto mahdollistaa halvemmat hinnat sekä laajemmat valikoimat nykyisissä myymälöissä. Stockmann Herkun brändi kokee yhteistyöstä luonnollisesti kovan kolauksen, mutta mikäli yhteistyö hoidetaan oikein (S-ryhmä pysyy vain taustalla, Stockmannin oma kanta-asiakasohjelma säilyy myös Herkussa, hinnat laskevat ja valikoimat paranevat), on yhteistyön potentiaali selvästi brändiin liittyviä riskejä suurempi.

Myyntihinta 27 MEUR on mielestämme kohtuullinen suhteessa Suomen Herkun rajuihin tappioihin (EBIT 2016: -11 MEUR) ja Stockmannin S-ryhmältä saamaan pitkään yhteistyö-sopimukseen.

Baltian jäljelle jäävä ruokakauppaliiketoiminta on vielä kysymysmerkki. Toiminta on yhtiön mukaan voitollista ja näin ollen sen mahdollisella divestoinnilla ei ole kiire. Pidämme todennäköisenä, että myös Baltiassa Stockmann tulee etsimään Herkulle kumppanin, sillä ruoka ei ole Stockmannin omaa ydinliiketoimintaa.

Tulosennusteet nousevat merkittävästi

Retail nousee ensi vuonna voitolle

Olemme tarkistaneet ennusteitamme selvästi ylöspäin johtuen Herkun tappioiden poistumisesta Stockmannin luvuista. Pidämme nyt Retailin ensi vuodelta tavoittelemaa nollatulosta realistisena ja ennustamme Retailin yltävän lievästi positiiviseen tulokseen 2018 (aik. -8 MEUR). Tuloksen kääntymisen edellytyksenä on liikevaihdon positiivinen kehitys ja odotamme liikevoiton nousevan asteittain positiiviseksi kuluven vuoden aikana johtuen yhtiön omista toimista sekä Suomen talouden elpymisestä. Muiden segmenttien osalta olemme pitäneet ennusteemme muuttumattomina ja konsernitasolla 2018 liikevoittoennusteemme on noussut 72,5 MEUR:oon (aik. 60,8 MEUR) ja vastaava EPS-ennuste 0,47 euroon (aik. 0,36 euroa).

2019 Retail tekee ennusteissamme noin 5 MEUR:n tuloksen ja tulostaso on edelleen vaatimaton suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan ja liikevoittomarginaali jää heikolle noin 1 %:n tasolle. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi toteuttaa vielä lisäsäästöjä Retailin ja konsernin kuluissa, jotta Retailin kannattavuus saataisiin paremmalle tasolle. Säästöjen tulisi kohdistua etenkin tukifunktioihin, jotka ovat Herkun myynnin

jälkeen jälleen varsin raskaat suhteessa selvästi supistuvaan liiketoimintaan. 2019:n osalta EPS-ennusteemme on noussut 0,57 euroon (aik. 0,43 euroa) ja Retailin lisäksi siihen vaikuttaa positiivisesti yhtiön Venäjällä solmima brändilisenssisopimus Stockmann-tavaramerkkiä koskien.

Stockmann tulee palaamaan jälleen osingonmaksajaksi

Odotamme Stockmannin palaavan jälleen ensi keväänä osingonmaksajaksi kolmen vuoden tauon jälkeen. Raskaasta velkataakasta johtuen pääosa kassavirrasta tullaan kanavoimaan velkojen lyhennykseen ja ennustamme ensi keväältä symbolista 0,10 euron osinkoa. Osinko tulee nousemaan asteittain tuloksen parantumisen myötä ja vaikka osinkotuotto jääkin lähivuosina varsin vaisulle tasolle, tarjoaa se osakkeelle pientä tukea.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1201	1201	0 %	1229	1094	-11 %	1256	1120	-11 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	41,9	41,9	0 %	60,8	73,5	21 %	73,5	82,7	13 %
Liikevoitto	44,9	44,9	0 %	63,8	73,5	15 %	73,5	82,7	13 %
Tulos ennen veroja	25,3	25,3	0 %	42,6	52,5	23 %	49,8	59,6	20 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,14	0,14	0 %	0,36	0,48	33 %	0,43	0,57	31 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Riski-tuottosuhde paranee selvästi

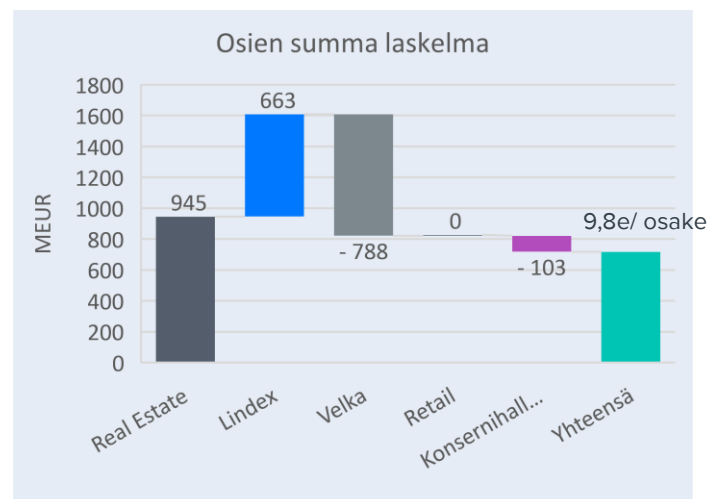
Osien summa pitää laskuvaran olemattomana

Retailin noustessa voitolliseksi voivat sijoittajat antaa entistä enemmän painoa yhtiön osissa piilevälle arvolle. Retailin arvon ollessa nollassa on Stockmannin osien arvo noin 10 euroa per osake. Osien summassa piilevä arvo rajaa osakkeen laskuvaraa selvästi ja ilman Retailin kääntymistä selvästi huonompaan suuntaan on kurssilaskuvara olematon.

Osien summassa piilevän arvon purkamisen kannalta keskiössä ovat edelleen rakennejärjestelyt. Vaikka Retailin tulos nousisikin selvästi voitolliseksi, jäisi konsernin pääoman tuotto heikolle tasolle johtuen Lindexin korkeasta tasearvosta ja isosta kiinteistömässasta. Näin ollen osakkeen suurin nousuvara lepääkin rakennejärjestelyjen varassa ja pitkällä aikavälillä emme näe Stockmannin nykyistä liiketoimintarakennetta optimaalisena omistaja-arvon kannalta. Nevsky Centerin tuleva myynti on askel oikeaan suuntaan ja raottaa samalla ovea myös tuleville rakennejärjestelyille. Nevsky Centerin myynnillä yhtiö kykenee maksamaan pois ensi keväänä erääntyvän 150 MEUR:n velkakirjansa ja vaikka Nevskyn myynnillä onkin noin 5 MEUR:n negatiivinen vaikutus liikevoittoon, pidämme sitä strategisesti oikeana ratkaisuna. Emme pidä uusia merkittäviä rakennejärjestelyjä seuraavan 12 kk:n aikana todennäköisinä, mutta niiden todennäköisyys on kuitenkin kasvanut Nevsky Centerin ja Herkun myyntien myötä. Rakennejärjestelyistä loogisin olisi kiinteistöjen myynti, jonka myötä Stockmann voisi palauttaa merkittäviä pääomia omistajilleen ja tehdä itsestään nettovelattoman. Retailin kääntyessä voitolliseksi se ei enää hautaa Lindexin arvoa alleen ja markkina-arvo heijastelisi jäljellä olevien osien todellista arvoa.

Tulospohjaisesti osake on vielä kallis ja tulokertoimien puolesta nousuvaraa on vasta 2019:n ennusteilla (P/E 2019 12,8x).

Näkemyksemme mukaan konsernin voimakkaasti parantuva tulos, paluu osingonmaksajaksi sekä optio mahdollisista rakennejärjestelyistä tukevat kuitenkin osaketta ja pidämme osakkeen riski-tuottosuhtetta positiivisena johtuen erityisesti osakkeen hyvin rajallisesta laskuvarasta ja rakennejärjestely-optiosta.



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Stockmann	7,32	546	1382	29,3	18,4	12,3	9,8	1,0	1,0	54,3	17,9	0,7	1,2	0,5
Nordstrom	47,83	6953	8782	10,6	10,0	6,3	6,0	0,7	0,6	16,4	16,2	3,2	3,2	8,7
Brown Group	310,60	1000	1334	10,2	13,0	7,7	9,6	1,0	1,2	13,9	14,2	4,5	4,5	1,8
Marks & Spencer	339,50	6165	8150	11,9	11,3	6,4	6,0	0,8	0,7	11,4	11,9	5,6	5,5	1,6
Hennes & Mauritz	214,00	31725	31350	13,7	12,5	10,2	9,3	1,6	1,5	17,8	16,4	4,6	4,8	5,4
Next	3899,00	6466	7491	8,8	9,0	7,6	7,7	1,8	1,6	9,5	10,1	4,6	4,0	14,4
Kesko	44,31	4434	4751	13,9	12,4	9,5	8,8	0,4	0,4	17,7	16,3	4,9	5,3	2,1
Ted Baker	2338,00	1204	1313	18,9	14,9	14,9	11,3	2,4	1,9	22,5	19,2	2,2	2,5	5,5
Hyundai Department Stores	113000,00	2023	2828	7,6	7,3	5,5	5,3	1,7	1,5	8,7	8,6	0,6	0,6	0,6
Kappahl	46,00	363	349	8,4	7,3	6,3	5,7	0,7	0,7	11,5	10,2	4,6	5,2	1,7
Debenhams	43,08	605	852	8,3	8,6	3,9	4,1	0,3	0,3	6,9	7,5	7,9	6,8	0,5
ICA Gruppen	309,50	6527	6801	14,9	14,7	10,9	11,1	0,7	0,6	16,6	16,8	3,3	3,5	2,0
Tokmanni Group	7,19	430	545	12,8	9,6	9,4	7,5	0,7	0,6	14,1	11,0	5,5	6,7	2,6
Adler Modemaerkte	5,91	106	141	9,2	8,3	4,5	3,8	0,2	0,2	20,9	15,7	2,6	3,6	1,1
Myer Holdings	0,83	459	453	8,3	8,0	4,4	4,3	0,3	0,3	9,8	9,5	6,1	6,6	0,6
Verkkokauppa.com	8,14	362	331	20,6	15,7	18,3	14,9	0,8	0,7	27,7	21,9	2,4	2,9	8,3
SuperGroup	1595,00	1385	1339	12,7	11,2	9,0	8,0	1,5	1,3	17,8	15,6	1,8	2,1	
Clas Ohlson	160,50	1003	942	15,1	13,5	10,1	10,4	1,1	1,1	22,6	18,8	3,8	4,1	4,6
Macy's	23,24	6195	11029	8,4	6,6	5,4	4,3	0,6	0,5	7,6	7,0	6,5	6,5	1,7
J C Penney Company	4,65	1262	4973	14,2	12,7	5,6	4,8	0,4	0,4	208,1	10,6			1,0
Kohls	38,67	5771	9239	8,6	7,4	5,1	4,2	0,6	0,5	10,6	10,7	5,2	5,7	1,3
Stockmann (Inderes)	7,31	527	1229	27,4	16,8	11,8	9,4	1,0	1,1	54,0	15,3	1,4	2,7	0,5
Keskiarvo				12,7	11,1	8,3	7,5	0,9	0,8	26,0	13,6	4,0	4,3	3,3
Mediaani				11,9	11,2	7,6	7,5	0,7	0,7	16,4	14,2	4,5	4,3	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				129 %	50 %	55 %	24 %	45 %	65 %	228 %	8 %	-70 %	-36 %	-73 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

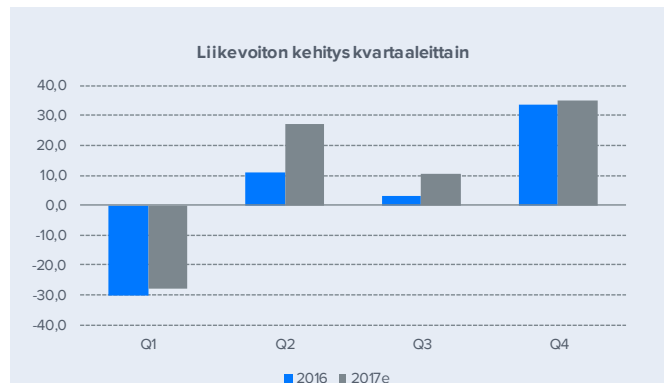
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1434,8	273,1	352,8	288,9	388,4	1303,2	242,7	324,4	271,8	361,9	1200,7	1094,2	1119,8
Retail	740,8	135,2	168,7	124,2	205,1	633,2	109,5	138,3	101,9	176,5	526,2	399,5	404,4
Lindex	668,4	130,2	175,6	156,1	173,8	635,7	123,2	177,4	160,8	176,4	637,8	656,9	676,6
Real Estate	59,3	14,8	14,8	14,9	15,6	60,1	17,0	15,7	16,1	17,0	65,8	66,8	67,8
Eliminoinnit	-33,7	-7,1	-6,3	-6,3	-6,1	-25,8	-7,0	-7,0	-7,0	-8,0	-29,0	-29,0	-29,0
Käyttökate	29,8	-16,3	26,3	17,6	49,2	76,8	-12,5	42,1	24,6	50,0	104,2	129,6	139,0
Poistot ja arvonalennukset	-82,3	-14,0	-15,2	-14,6	-15,4	-59,2	-15,3	-15,0	-14,0	-15,0	-59,3	-56,2	-56,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	-24,0	-30,3	11,1	3,0	33,8	17,6	-27,8	27,1	10,6	32,0	41,9	73,5	82,7
Liikevoitto	-52,5	-30,3	11,1	3,0	33,8	17,6	-27,8	27,1	10,6	35,0	44,9	73,5	82,7
Retail	-72,9	-25,3	-20,5	-18,0	14,0	-49,8	-17,4	-5,5	-12,2	12,4	-22,8	0,8	5,1
Lindex	30,5	-8,5	28,1	15,7	19,6	54,9	-14,7	29,3	19,0	15,8	49,4	55,4	58,9
Real Estate	16,3	6,0	5,4	5,1	4,6	21,1	6,4	5,4	5,8	6,8	24,4	25,3	25,8
Eliminoinnit	-26,4	-2,6	-2,0	0,3	-4,4	-8,6	-2,1	-2,0	-2,0	0,0	-6,1	-8,0	-7,0
Nettorahoituskulut	-21,2	-4,3	-4,6	-5,1	-9,1	-23,1	-4,6	-5,0	-5,0	-5,0	-19,6	-21,0	-23,1
Tulos ennen veroja	-73,7	-34,6	6,5	-2,1	24,7	-5,5	-32,4	22,1	5,6	30,0	25,3	52,5	59,6
Verot	-15,1	3,0	-8,2	-5,2	-2,3	-12,7	2,8	-4,4	-1,1	-3,0	-5,7	-11,6	-11,9
Vähemmistöosuudet	0,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,6	-6,6
Nettotulos	-88,8	-33,3	-3,4	-9,0	20,7	-25,0	-31,3	16,0	2,7	25,3	12,8	34,4	41,1
EPS (oikaistu)	-0,84	-0,46	-0,05	-0,12	0,29	-0,35	-0,43	0,22	0,04	0,31	0,14	0,48	0,57
EPS (raportoitu)	-1,23	-0,46	-0,05	-0,12	0,29	-0,35	-0,43	0,22	0,04	0,35	0,18	0,48	0,57

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-22,2 %	-28,2 %	-13,1 %	-17,7 %	30,5 %	-9,2 %	-11,1 %	-8,1 %	-5,9 %	-6,8 %	-7,9 %	-8,9 %	2,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-58,3 %	-39,3 %	94,6 %	-123,6 %	2,4 %	-173,3 %	-8,3 %	144,6 %	249,4 %	-5,3 %	138,1 %	75,4 %	12,6 %
Käyttökate-%	2,1 %	-6,0 %	7,5 %	6,1 %	12,7 %	5,9 %	-5,2 %	13,0 %	9,0 %	13,8 %	8,7 %	11,8 %	12,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,7 %	-11,1 %	3,1 %	1,0 %	8,7 %	1,4 %	-11,5 %	8,4 %	3,9 %	8,8 %	3,5 %	6,7 %	7,4 %
Nettotulos-%	-6,2 %	-12,2 %	-1,0 %	-3,1 %	5,3 %	-1,9 %	-12,9 %	4,9 %	1,0 %	7,0 %	1,1 %	3,1 %	3,7 %

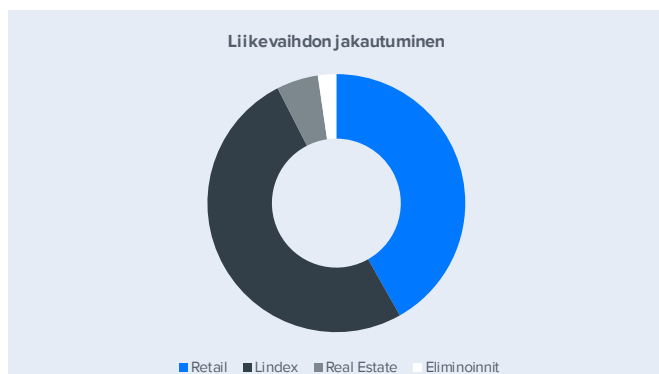
Lähde: Inderes



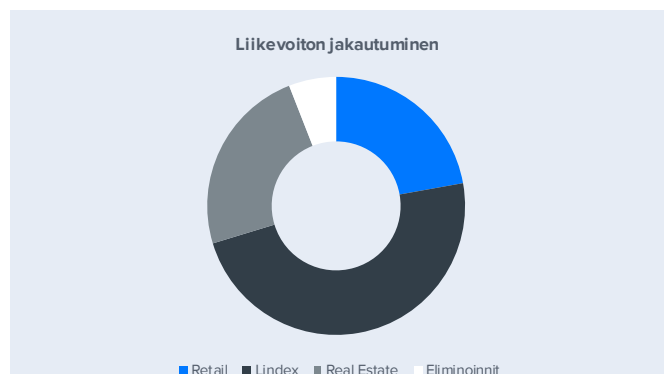
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

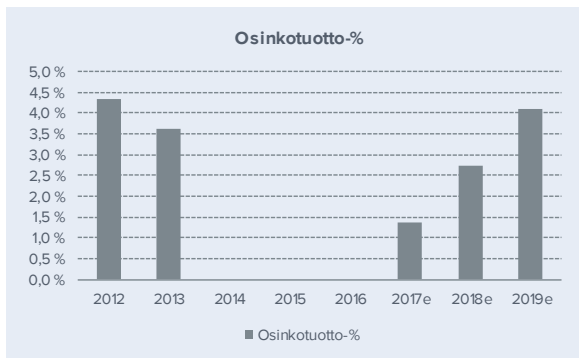
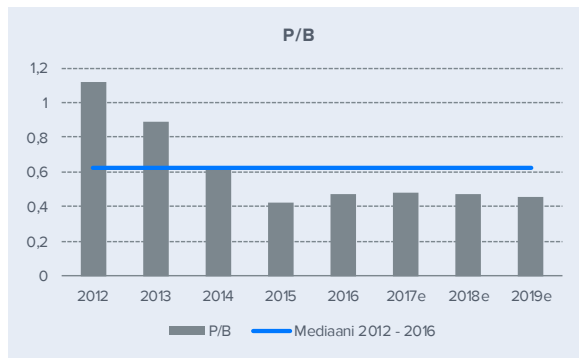
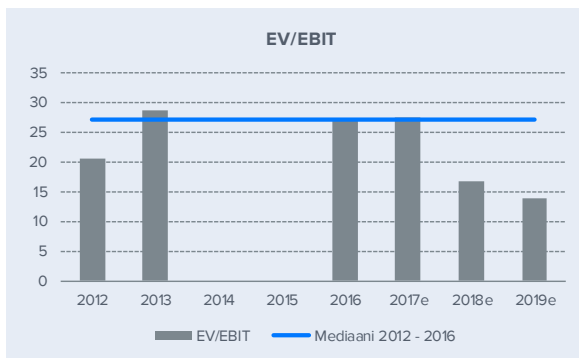
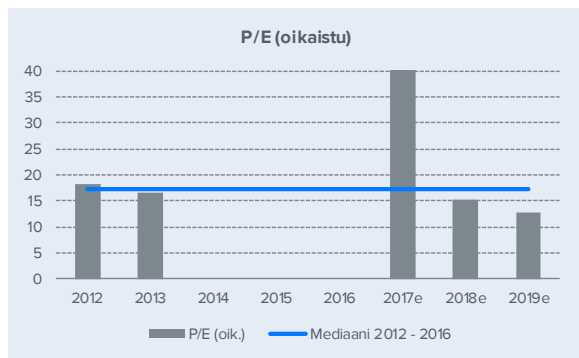


Lähde: Inderes

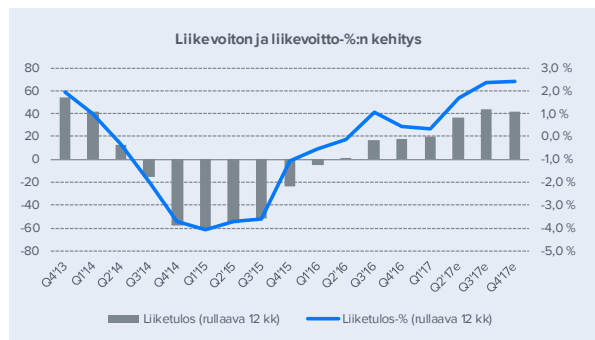
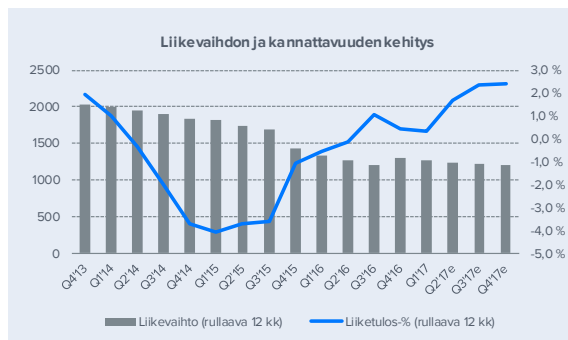
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	13,60	11,04	6,55	6,10	7,00	7,31	7,31	7,31
Markkina-arvo	1000	796	472	439	507	527	527	527
Yritysarvo (EV)	1812	1577	1277	1204	1248	1229	1185	1153
P/E (oik.)	18,2	16,4	neg.	neg.	neg.	54,0	15,3	12,8
P/E	18,3	16,4	neg.	neg.	neg.	41,3	15,3	12,8
P/Kassavirta	12,7	8,0	23,6	18,4	-337,5	6,5	7,1	7,3
P/B	1,1	0,9	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
P/S	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0
EV/EBITDA	11,2	12,2	neg.	18,2	11,9	11,8	9,4	8,3
EV/EBIT	20,6	28,7	neg.	neg.	27,1	27,4	16,8	13,9
Osinko/tulos (%)	80,9 %	59,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	56,5 %	41,9 %	52,6 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	2,7 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

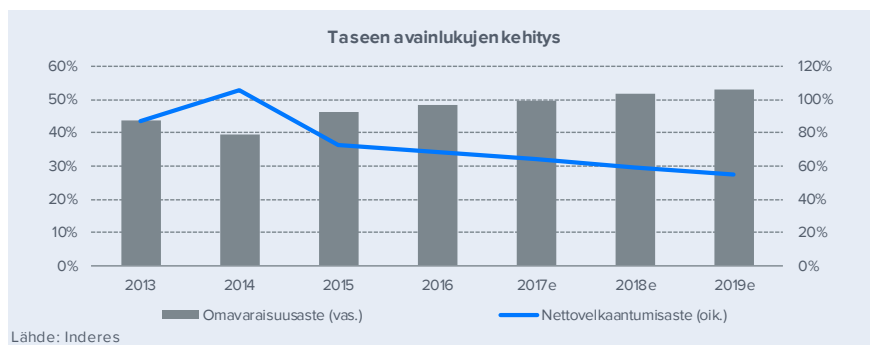


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1588	2028	1980	1968	1959
Liikearvo	748	765	736	736	736
Aineettomat oikeudet	164	153	147	157	168
Käyttöomaisuus	591	1016	865	843	822
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	56	39	187	187	187
Muut pitkäaikaiset varat	3	10	7	7	7
Laskennalliset verosaamiset	26	45	38	38	38
Vaihtuvat vastaavat	349	245	261	229	204
Varastot	239	171	181	156	142
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	80	56	60	54	44
Likvidit varat	29	19	20	19	18
Taseen loppusumma	1936	2274	2241	2197	2162

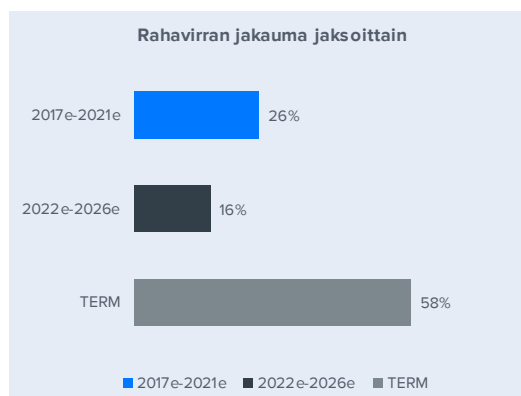
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	760	1047	1080	1093	1120
Osakepääoma	144	144	144	144	144
Kertyneet voittovarot	138	-27	-21	-8	19
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-6	-4	-7	-7	-7
Muu oma pääoma	484	934	965	965	965
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	676	703	692	744	708
Laskennalliset verovelat	62	164	164	164	164
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	613	535	525	577	541
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	5	3	3	3
Lyhytaikaiset velat	501	523	469	360	334
Lainat rahoituslaitoksilta	221	249	237	144	135
Lyhytaikaiset korottomat velat	268	231	203	186	170
Muut lyhytaikaiset velat	12	44	29	29	29
Taseen loppusumma	1936	2274	2241	2197	2162



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	17,6	44,9	73,5	82,7	89,9	81,8	77,5	73,0	74,4	69,6	70,3	
+ Kokonaispoistot	59,2	59,3	56,2	56,3	56,4	56,5	56,5	56,5	56,5	56,4	56,4	
- Maksetut verot	-6,1	-5,7	-11,6	-11,9	-13,3	-11,6	-10,9	-10,1	-10,6	-9,7	-10,0	
- verot rahoituskuluista	-4,9	-4,4	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8	-4,6	-4,5	-4,3	-4,2	-4,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-56,8	13,7	7,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	9,0	107,7	121,1	122,1	127,9	121,6	118,2	114,6	115,7	111,7	112,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-17,7	-47,0	-47,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0	-50,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,4	60,7	74,1	72,1	77,9	71,6	68,2	64,6	65,7	61,7	62,3	
+/- Muut	8,9	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,5	80,7	74,1	72,1	77,9	71,6	68,2	64,6	65,7	61,7	62,3	1322,5
Diskontattu vapaa kassavirta		98,5	68,1	62,7	64,1	55,7	50,1	44,9	43,2	38,4	36,6	777,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1319,7	1241,2	1173,1	1110,3	1046,3	990,6	940,4	895,5	852,4	814,0	777,4
Velaton arvo DCF		1319,7										
- Korolliset velat			-761,8									
+ Rahavarat			20,2									
- Vähemmistöosuus			0,0									
- Osinko/pääomapalautus			0,0									
Oman pääoman arvo DCF			578,1									
Oman pääoman arvo DCF per osake			8,02									

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	5,8 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1844	1435	1303	1201	1094
EBITDA	-23	30	77	104	130
EBITDA-marginaali (%)	-1,2	2,1	5,9	8,7	11,8
EBIT	-94,0	-52,5	17,6	44,9	73,5
Voitto ennen veroja	-115,4	-73,7	-5,5	25,3	52,5
Nettovoitto	-111,6	-174,9	-16,2	12,8	34,4
Kertaluontoiset erät	-36,4	-28,5	0,0	3,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1936	2274	2241	2197	2162
Oma pääoma	760	1047	1080	1093	1120
Liikearvo	748	765	736	736	736
Korolliset velat	834	783	762	722	676

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	-23,0	29,8	76,8	104,2	129,6
Nettokäyttöpääoman muutos	94,4	87,9	-56,8	13,7	7,6
Operatiivinen kassavirta	66,4	189,5	9,0	107,7	121,1
Vapaa kassavirta	20,0	23,8	-1,5	80,7	74,1

Yhtiökuvaus
Stockmann on vuonna 1862 perustettu suomalainen vähittäiskauppaa harjoittava pörssi-yhtiö. Stockmann on ottanut 1.1.2015 alkaen käyttöön uuden yhtiörakenteen, jonka mukaisesti yhtiön toiminta jakautuu kolmeen liiketoimintayksikköön, jotka ovat Stockmann Retail, Real Estate ja Fashion Chains.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-1,55	-1,23	-0,35	0,18	0,48
EPS oikaistu	-1,04	-0,84	-0,35	0,14	0,48
Operat. kassavirta per osak	0,92	2,63	0,13	1,49	1,68
Tasearvo per osake	10,55	14,53	14,99	15,17	15,55
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20
Voitonjako, %	0	0	0	56	42
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	1,4	2,7

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	neg.	neg.	41,3	15,3
P/B	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5
P/Liikevaihto	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
P/CF	7,1	2,3	55,7	4,9	4,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	1,0	1,0	1,1
EV/EBITDA	neg.	40,4	16,3	11,8	9,1
EV/EBIT	neg.	neg.	70,9	27,4	16,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
HTT Holdings	11,7 %
Föreningen Konstsamfundet-ryhmä	9,4 %
Svenska Litteratursällskapet i Finland	7,6 %
Varma	6,9 %
Niemistö-ryhmä	5,8 %
Åbo Akademin säätiö	4,2 %

Suositteluhistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.2.2014	Myy	11,00 €	12,00 €
19.3.2014	Myy	9,50 €	11,40 €
2.5.2014	Myy	9,00 €	10,20 €
26.5.2014	Vähennä	11,00 €	11,50 €
19.6.2014	Vähennä	11,00 €	11,30 €
14.8.2014	Vähennä	10,00 €	9,80 €
2.10.2014	Lisää	10,00 €	9,00 €
29.10.2014	Lisää	10,00 €	8,60 €
17.12.2014	Lisää	8,00 €	6,80 €
19.12.2014	Vähennä	6,00 €	6,70 €
16.2.2015	Vähennä	6,60 €	7,00 €
29.4.2015	Vähennä	6,60 €	7,20 €
12.8.2015	Vähennä	7,00 €	7,00 €
28.10.2015	Vähennä	7,00 €	6,80 €
4.12.2015	Vähennä	7,50 €	7,50 €
15.1.2016	Vähennä	6,50 €	6,05 €
18.2.2016	Myy	5,00 €	6,20 €
2.5.2016	Vähennä	5,50 €	6,10 €
14.6.2016	Vähennä	5,50 €	5,95 €
15.8.2016	Myy	6,00 €	7,18 €
30.10.2016	Vähennä	6,50 €	6,74 €
29.12.2016	Vähennä	6,50 €	7,01 €
15.2.2017	Vähennä	7,00 €	7,29 €
3.5.2017	Vähennä	7,40 €	7,79 €
3.7.2017	Lisää	8,00 €	7,31 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia 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 investointipankkiliiketoimintaa.

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