

Lindex eteni oikeaan suuntaan, Retail ei

Stockmannin eilinen tulos oli hieman odotuksia parempi. Lindexin tulos elpyi hyvälle tasolle Ruotsin muotimarkkinan tukemana, mutta Retailin jälleen laskenut myynti ja liikevoitto jäivät odotuksista. Hieman odotuksiamme paremmasta raportista huolimatta toistamme yhtiölle vähennä-suosituksen ja 4,0 euron tavoitehinnan. Positiivisen suosituksen antaminen vaatisi mielestämme paremman näkyvyyden Lindexin tulokäänteen kestävyys ja Retaililta merkkejä myynnin laskun pysähtymisestä.

Liikevoitto yli odotukset lievästi Lindexin ansiosta

Stockmannin Q2-liikevaihto oli 279 MEUR (Q2'17: 281,3 MEUR) ollen linjassa 279 MEUR:n konsensusennusteen kanssa. Yhtiön oikaistu liikevoitto 23,8 MEUR (Q2'17: 14,6 MEUR) ylitti 20,7 MEUR konsensusennusteen lievästi johtuen Lindexin vahvasta suorituksesta. EPS jäi Lindexin kertaluontoisten lisäverojen takia odotuksista 0,09 euroon (konsensus 0,19 euroa).

Lindex sai tukea muotimarkkinasta sekä omista toimistaan

Lindexin oikaistu liikevoitto nousi 20,8 MEUR:oon (Q2'17: 12,6 MEUR) ylittäen 17 MEUR:n ennustemme. Myyntikate oli erittäin hyvä 63,7 % (Q2'17:60,6 %) ja sitä tukivat viime vuotta alhaisemmat varastotasot ja tärkeinä kevätkausia kasvanut markkina. Näkemyksemme mukaan vain osa tulosparrannuksesta johtui yhtiön omista toimista (malliston uudistukset ja kulusäästöt). Kesä-heinäkuussa muotimarkkina on ollut jälleen laskussa, mikä lisää epävarmuutta tulokäänteen kestävydestä. Retailin myynti laski 4 %, kun olimme odottaneet Retailin myynnin pysyvän vertailukauden tasolla, ja liiketulos laski -3,6 MEUR:oon (Q2'17 -2,6 MEUR). Jo viime kvartaalilla nähdyn rajun myynnin laskun jälkeen se on huolestuttava, kun huomioidaan kotimaan vahva kuluttajakysyntä ja myyntikatteen lievä lasku (-0,4%). Näkemyksemme mukaan Retailin pitää kiihdyttää kulusäästöjään.

Teimme lieviä ennustemuutoksia

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton paranevan. Teimme lieviä ennustemuutoksia ja nostimme Lindexin 2018e liikevoittoennustettamme 31 MEUR:oon (aik. 26 MEUR), sillä alhaiset varastot tukevat arviomme mukaan myyntikatetta myös tulevina kvartaaleina. Emme odota Lindexin lähivuotina kykenevän nostamaan liikevoittoaan merkittävästi 2018 tasosta, sillä tämä edellyttäisi myynnin kasvua ja odotamme kilpailupaineen jatkuvan kovana vähittäiskaupan murroksen edetessä. Laskimme Retailin liikevaihtoennusteitamme -2 % ja emme enää odota sen pääsevän voitolle lähivuotina.

Yhtiötä tulee hinnoitella alennuksella osien summaan

Arviomme osien summasta on noussut lievästi johtuen Lindexin nousseista ennusteista. Laskelma on hyvin herkkä Lindexin tulosennusteille, sillä kiinteistöjen arvo vastaa karkeasti velkoja sekä konsernikuluja ja Retailin arvo on edelleen laskelmassamme nolla. Osien summa laskelmalla osakkeen arvo on nyt 4,9 euroa (aik. 4,7 euroa). Osien summa laskelmaa tulee näkemyksemme mukaan hinnoitella alennuksella, sillä näemme oleellisen vaaran siitä, että Retailin heikkenevä tulos syö osan Lindexin tulosparrannuksesta. Lindexin kestävään tulosparrannukseen liittyä mielestämme myös edelleen liian korkeaa epävarmuutta markkinoiden ollessa nopeassa muutostilassa. Stockmannin tulosparrasteinen arvostus ei tarjoa osakkeelle edelleenkaan mitään tukea 2018e ja 2019e EV/EBIT-kertoimien ollessa 25x ja 26x.

Analyttikko

Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi
Olli Vilppo
+358407619380



Suositus

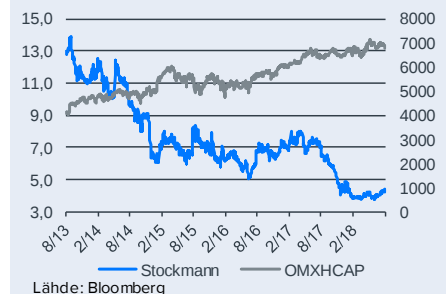
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 4,00 EUR

Edellinen: 4,00



Eilisen päätös 4,32 EUR

12 kk vaihteluväli 3,6-7,035 EUR

Potentiaali -7,4 %

Ohjeistus

Stockmann arvioi konsernin vuoden 2018 liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla. Oikaistun liikevoiton odotetaan paranevan vuonna 2018.

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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	1 303	18	1,4 %	-6	-0,35	0,00	1,0	16,3	27,1	-20,2	0,0 %
2017	1 056	-148	-14,1 %	-180	-2,85	0,00	1,0	4,7	-7,1	-7,1	0,0 %
2018e	1 032	42	4,1 %	11	-0,13	0,00	0,9	9,5	24,9	101,8	0,0 %
2019e	1 032	38	3,7 %	14	0,06	0,00	0,9	9,3	25,7	73,9	0,0 %
2020e	1 050	44	4,2 %	19	0,19	0,05	0,9	9,4	21,6	22,7	1,2 %
Markkina-arvo, MEUR			311	OPO / osake 2018e, EUR			12,15	CAGR EPS, 2017-2020, %			-141 %
Nettovelka 2018e, MEUR			615	P/B 2018e			0,4	CAGR kasvu, 2017-2020, %			0 %
Yritysarvo (EV), MEUR			926	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			70,2 %	ROE 2018e, %			-1,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR			1911	Omavaraisuusaste 2018e, %			45,8 %	ROCE 2018e, %			2,7 %

Lindex eteni oikeaan suuntaan

Raportin valopilkku oli Lindex, joka pärjasi lievästi odotuksiamme paremmin. Yhtiön liikevaihto kasvoi 1 % vertailukaudesta 163,8 MEUR:oon (Q2'17: 162,1 MEUR) ja oikaistu liikevoitto nousi 20,8 MEUR:oon (Q2'17: 12,6 MEUR) ylittäen 17 MEUR:n ennustemme. Lindexin myyntikate oli vuosineljänneksellä erittäin hyvä 63,7 % (60,6 %). Myyntikatetta tukivat viime vuotta alhaisemmat varastot ja alennuksiin ei tarvinnut turvautua samassa mittakaavassa kuin viime keväänä. Arviomme mukaan huonon viime vuoden seurauksena myös muut muotimarkkinan kivijalkatoimijat (Kappahl, H&M) ovat täyttäneet varastojaan viime vuotta varovaisemmin välttääkseen hinnalla kilpailua. Arviomme mukaan myös yhtiön viime vuotta paremmin onnistunut mallisto tuki osaltaan Lindexin myyntiä ja myyntikatetta, mutta Lindex sai myös selvää tukea Ruotsin muotimarkkinan kehityksestä.

Ruotsin muotimarkkinaa mittaava Still-index kääntyi nousuun huhtikuun (+5,6 %) ja toukokuun aikana (+3 %), mikä tuki muotitaloille tuloksellisesti tärkeää kevätseasonkia. Arviomme mukaan myyntiluvut saivat tukea myös erinomaisesta säästä. Valtaosa Lindexin tuloksesta muodostuu Ruotsin ja Norjan markkinalta. Jo muutaman prosentin kasvu näillä markkinoilla antaa selvää tukea Lindexille, sillä tulospipu on merkittävä johtuen yhtiön korkeista kiinteistä kuluista. Kesäkuussa (-5,2 %) ja heinäkuussa (-4,5 %) Ruotsin muotimarkkina on ollut jälleen laskussa, mikä lisää epävarmuutta Lindexin tuloskäänteen kestävydestä.

Lindexillä on meneillään 10 MEUR:on vuosittaisiin kulusäästöihin tähtäävä ohjelma ja yhtiön mukaan se etenee aikataulussaan. Yhtiö olikin saanut laskettua vertailukelpoista kulutasoaan Q2:lla 2,1 MEUR. Yhtiön mukaan neuvottelut myymälöiden vuokraisäntien kanssa ovat tuottaneet tulosta ja yhtiö on onnistunut myös sieltä löytämään kulusäästöjä. Yhtiö kertoi Q1:n yhteydessä sulkevan tänä vuonna nettovaikutukseltaan noin 20 kannattamatonta myymälää. Q1:llä suljettiin nettona 4 myymälää ja Q2:lla sulkemisia oli tehty nettona enää 2. Arviomme liikkeiden sulkemisen hidastumisen johtuneen piristyneestä kysynnästä. 10 MEUR kulusäästöt ovat kokonaisuuteen eli 330 MEUR kiinteisiin kuluihin nähden pienet, mutta niin kauan kuin liikevaihto ei lähde laskuun emme odota

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	281	279	284	279	275	- 284	1032
Liikevoitto (oikaistu)	14,6	23,8	20,2	20,7	14,5	- 27,2	38,4
Liikevoitto	14,6	29,6	27,2	27,7	21,5	- 34,2	42,2
Tulos ennen veroja	3,8	20,8	19,7	19,0	13,1	- 28,2	11,1
EPS	-0,04	0,09	0,19	0,19	0,13	- 0,28	-0,62
Liikevaihdon kasvu-%	-20,3 %	-0,6 %	0,8 %	-0,8 %	-2 %	- 1 %	-2,3 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	5,2 %	8,5 %	7,1 %	7,4 %	5 %	- 10 %	3,7 %

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

Lindexin hakevan tulosparannusta kuluja säästämällä yhtiön historiallisesta heikosta kulukontrollista johtuen.

Retailin tilanne on hankala

Retailin liikevaihto laski jo Q1:llä rajusti (vrt. kelpoinen -6,9 %), mutta yhtiö onnistui silloin kasvattamaan myyntikatettaan (44,7 % vs. 41,8 %), mikä pehmensi tulosvaikutusta. Nyt Q2:lla nähty myynnin laskun jatkuminen 104,7 MEUR:oon (-4 %) korostui, kun myös myyntikate laski (45,4 % vs. 45,9 %) ja samalla tulos alitti odotuksemme (-3,6 MEUR vs. -1,2 MEUR). Näkemyksemme mukaan myynnin lasku pitäisi viipymättä saada pysähtymään tai kuluja pitäisi sopeuttaa nykyistä nopeammin. Näkemyksemme mukaan kulusäästöjä alkaa olla yhä vaikeampi löytää ilman, että myynti kärsisi niistä. Olemme hyvin huolissamme myynnin kehityksestä myös, kun huomioidaan kotimaan vahva kuluttajakysyntä.

Yhtiö kertoi panostavansa voimakkaasti digitaalisiin kanaviin ja etsivänsä samalla lisää kulusäästöjä. Yhtiö ei ole mielestämme tarjonnut kuitenkaan vielä uskottavia askelmerkkejä käänteeseen aikaan saamiseksi.

Real Estate etenee oikeaan suuntaan

Real Estate jatkoi vahvaa suoritustaan ja se oli onnistunut nostamaan neljövuookratasojaan noin 3 %:lla. Vuokrien nosto vaikutti osin myös negatiivisesti Retailin kuluihin, sillä Retail on sen suurin vuokralainen. Stockmann myi Kirjatalon viime kvartaalin aikana ja sen tulosvaikutus ei näkynyt enää 24.5 jälkeen Real Estaten tuloksessa. Tätä taustaa vasten myyntivoitosta oikaistu tulos 7,3 MEUR oli erittäin hyvä (Q2'17 6,6 MEUR) ja se ylitti ennustemme noin 0,9 MEUR:lla. Kiinteistömyynneistä ei saatu uutta tietoa ja yhtiö totesi Nevskyn myyntiprosessien jatkuvan edelleen aktiivisena. Myyntiprosessi on kestänyt jo pitkään.

Teimme vain marginaalisia ennustemuutoksia

Yhtiö toisti ohjeistuksensa ja odottaa liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton paranevan. Yhtiö ei kuitenkaan enää odota Retaililta positiivista tulosta tälle vuodelle. Teimme lieviä ennustemuutoksia ja nostimme Lindexin 2018e liikevoittoennustettamme 31 MEUR:oon (aik. 26 MEUR), sillä alhaiset varastot tukevat arviomme mukaan myyntikatetta myös tulevina kvartaaleina.

Emme odota Lindexin lähivuosina kykenevän nostamaan liikevoittoaan merkittävästi 2018 tasosta, sillä tämä edellyttäisi myynnin (tai myyntikatteen) kasvua tai lisäkulusäästöjä. Myynnin merkittävään kasvuun emme usko, sillä odotamme kilpailupaineen jatkuvan kovana vähittäiskaupan murroksen edetessä. Kulusäästöjä ennustamme yhtiön alkavan toteuttaa vasta, jos myynti lähtee jälleen laskuun.

Laskimme Retailin liikevaihtoennusteitamme noin -2 % ja emme enää odota sen pääsevän voitolle lähivuosina H1-liikevaihdon laskusta johtuneen pettymyksen seurauksena. Myöskään kulusäästöjen merkittävään kiihtymiseen emme usko Retailin tapauksessa. Yhtiö saa ennusteessamme kuluja leikattua tänä vuonna 7 MEUR ja ensi vuonna 3 MEUR.

Nostimme hieman Real-Estaten kuluvan vuoden ennusteitamme sen ylitettyä ennustemme Q2-raportissa. Kirjatalon myynti laski Stockmannin velkataakkaa, mutta se laskee Real Estaten liikevoittoa ja liikevaihtoa eteenpäin mentäessä.

Tarkat ennustemuutoksemme divisioonittain löytyvät alla olevista taulukoissa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1041	1032	-1 %	1045	1032	-1 %	1063	1050	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,7	38,4	14 %	42,0	38,4	-9 %	46,7	43,6	-7 %
Liikevoitto	38,7	42,2	9 %	42,0	38,4	-9 %	46,7	43,6	-7 %
Tulos ennen veroja	8,9	11,1	25 %	17,6	13,7	-22 %	22,1	18,6	-16 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,11	-0,18		0,10	0,06	-42 %	0,23	0,19	-17 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,05	0,05	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	403	393	-2 %	408	395	-3 %	413	400	-3 %
Lindex	601	599	0 %	601	599	0 %	613	611	0 %
Real Estate	65	66	2 %	64	65	2 %	65	66	2 %
Eliminoinnit	-28	-27	-2 %	-28	-28	0 %	-28	-28	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	-12	-17		-6,6	-12,4		-3,8	-9,6	
Lindex	26	31	23 %	32	33	4 %	33	34	4 %
Real Estate	32	33	4 %	25	26	4 %	26	27	5 %

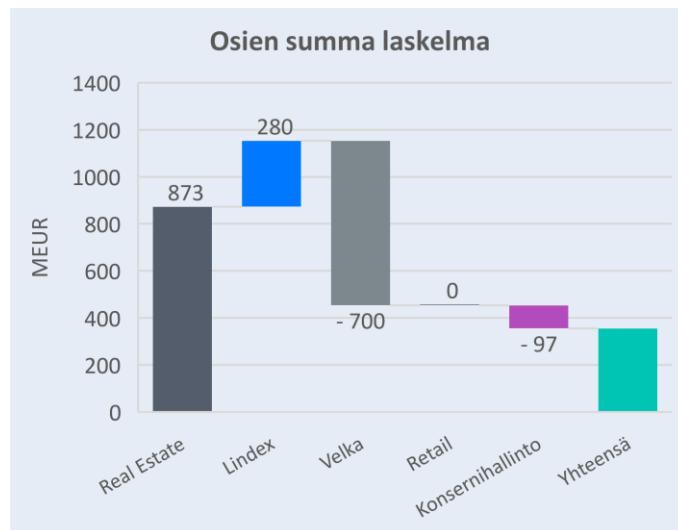
Lähde: Inderes

Osakkeelle vaikea löytää tukitasoja

Tulospohjaisesti osake on edelleen kallis. Lindexin nousseista ennusteistamme huolimatta tulosperusteinen arvostus ei tarjoa osakkeelle edelleenkään tukea. Hitaasta tulosparannuksesta johtuen vielä 2020 P/E-kerroinkin jää korkealle 23x tasolle. Myös taseen raskaan velkataakan huomioiva EV/EBITDA-kerroin on lähivuosina korkeahko noin 9x. Osinkoa yhtiö ei tule lähivuosina maksamaan johtuen heikosta tuloksesta ja kiinteistöistä saatavat varat menevät täysimääräisesti lainojen lyhennyksiin. Osien summa arviomme on kohonnut 4,9 euroon (aik. 4,7 euroa), mutta myöskään se ei mielestämme anna osakkeelle tukea, sillä Lindexin myynti ja arvon purkautuminen, sitä kautta edellyttäisi arviomme mukaan selvästi ennustamaamme korkeampaa tuloskuntoa. Kuten olemme aiemmin todenneet, yhtiön kiinteistöjen käyvät arvot kattavat nettovelat sekä konsernikulujen nettohyötyarvon. Näin ollen osakkeenomistajille kuuluva arvo muodostuu Lindexistä ja Retailista. Molempien arvo on täysin riippuvainen niiden tuloskehityksestä ja näin ollen osakkeenomistajille kuuluvan omaisuuden arvo heiluu merkittävästi.

Olemme päivittäneet arviotamme yhtiön osien summasta. Retailin arvo on edelleen 0 MEUR, koska emme enää odota yhtiön yltävän positiiviseen tulokseen lähivuosina. Näkemyksemme mukaan Retailin positiivinen arvo vaatisi myynnin kääntymistä kasvuun. Lindexin osalta olemme nostaneet arviomme yhtiön arvosta 280 MEUR:oon (aik. 260 MEUR) hyvän Q2:n ansiosta. 280 MEUR:n arvo perustuu 2018 nousseisiin tulosennusteisiimme ja keskeisten verrokkien kertoiin (Kappahl ja H&M). Arvo on edelleen matala ja mikäli Lindexin tulos paranisi edes lähelle yhtiön historiallista

suorituskykyä (2007-2017 keskimääräinen EBITDA 63 MEUR), olisi arvo selvästi tätä korkeampi. Emme kuitenkaan tällä hetkellä näe, että Lindex kykenisi merkittävään tulosparannukseen ilman uusia toimenpiteitä suunnan kääntämiseksi (kulut sekä myynti) kiihtyvällä tahdilla digitalisoituvalle muotimarkkinalla. Osakkeenomistajien toivo lepääkin näkemyksemme mukaan etenkin Lindexissä ja sen tuloskäänteessä ja näin ollen pidämme riski/tuottosuhdetta epätydyttävänä.



	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Stockmann Oyj Abp	4,37	303	1108	24,6	21,8	9,7	9,0	0,9	0,9	40,7		0,4	0,9	0,4
Nordstrom Inc	51,86	7653	9213	11,0	11,3	6,5	6,5	0,7	0,7	17,6	15,0	2,9	2,9	9,4
N Brown Group PLC	139,00	436	823	9,9	8,5	7,5	6,4	1,0	0,9	5,6	5,7	11,5	11,0	0,8
Marks and Spencer Group PLC	301,10	5378	7127	9,9	10,4	5,2	5,5	0,6	0,6	10,1	11,1	6,6	6,6	1,4
H & M Hennes & Mauritz AB	126,74	17744	18147	12,9	12,7	8,4	8,2	1,1	1,1	15,1	15,1	7,3	7,0	3,7
Next PLC	5532,00	8561	9701	10,0	11,9	8,6	10,2	1,8	2,2	11,9	12,4	5,4	3,1	13,2
Kesko Oyj	49,19	4821	5073	15,8	14,4	11,0	10,3	0,5	0,5	20,0	18,2	4,9	5,2	2,2
Ted Baker PLC	2122,00	1048	1170	16,3	12,6	13,4	9,7	2,2	1,6	15,8	14,4	3,0	3,3	
Hyundai Department Store Co	96000,00	1748	2472	7,2	6,5	5,1	4,6	1,4	1,2	8,7	8,0	0,8	0,8	0,5
Kappahl AB (publ)	36,70	274	298	8,6	8,4	6,0	5,8	0,6	0,6	10,5	10,9	4,8	4,8	1,7
Debenhams PLC	13,43	189	466	11,6	10,1	3,3	2,9	0,2	0,2	5,9	5,4	4,7	7,2	0,2
ICA Gruppen AB	270,70	5545	5645	14,1	13,8	10,5	10,2	0,6	0,6	16,2	15,9	3,5	3,6	1,7
Tokmanni Group Oyj	7,56	441	610	10,7	9,4	8,4	7,5	0,7	0,6	11,5	10,2	6,3	7,0	2,5
Adler Modemaerkte AG	4,18	76	77	7,4	4,9	2,8	2,2	0,1	0,1	20,6	10,5	2,7	4,5	0,7
Myer Holdings Ltd	0,49	257	269	8,3	8,4	3,1	3,0	0,1	0,2	13,2	14,4			0,7
Verkkokauppa.com Oyj	4,90	223	201	18,3	13,0	16,8	12,5	0,4	0,4	27,4	20,0	4,2	4,4	5,4
Superdry PLC	ord could not t	1022	935	9,5	9,0	6,7	6,3	1,1	1,0	11,5	10,3	2,9	3,1	2,1
Clas Ohlson AB	77,45	444	430	10,9	11,1	7,4	7,1	0,7	0,5	12,0	14,8	8,1	8,1	2,2
Macy's Inc	35,15	9494	13312	6,3	8,2	4,2	5,3	0,5	0,6	9,6	8,7	4,4	4,5	2,2
J C Penney Company Inc	2,41	668	4388	12,6	13,4	4,9	4,9	0,4	0,4	21,9	61,9			0,6
Kohls Corp	74,39	10959	13749	9,7	10,8	5,7	6,5	0,7	0,8	18,2	13,8	3,0	3,3	2,4
Stockmann (Inderes)	4,32	311	926	24,9	25,7	9,5	9,3	0,9	0,9	101,8	73,9	0,0	0,0	0,4
Keskiarvo				11,7	11,0	7,4	6,9	0,8	0,7	14,2	16,1	4,6	4,8	2,7
Mediaani				10,7	10,8	6,7	6,5	0,7	0,6	12,6	13,8	4,4	4,5	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				134 %	137 %	43 %	44 %	35 %	41 %	705 %	435 %	-100 %	-100 %	-81 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1303,2	216,9	281,2	241,9	315,8	1055,8	202,4	279,6	238,2	311,7	1031,9	1031,7	1049,6
Retail	633,2	83,7	109,1	81,2	136,2	410,2	76,3	104,7	78,8	133,5	393,2	395,1	400,0
Lindex	635,7	123,2	162,1	151,1	169,6	606,0	114,8	163,8	151,1	169,6	599,3	599,3	611,3
Real Estate	60,1	17,0	16,8	16,5	16,8	67,1	17,9	17,5	15,3	15,6	66,4	65,4	66,3
Eliminoinnit	-25,8	-7,0	-6,8	-6,9	-6,8	-27,5	-6,6	-6,4	-7,0	-7,0	-27,0	-28,0	-28,0
Käyttökate	76,8	-9,8	29,2	14,1	29,0	62,5	-12,7	44,6	23,2	46,3	101,4	95,8	99,9
Poistot ja arvonalennukset	-59,2	-15,3	-14,6	-165,5	-15,5	-210,9	-14,2	-15,0	-15,0	-15,0	-59,2	-57,4	-56,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,6	-25,1	14,6	-1,4	24,1	12,2	-24,9	23,8	8,2	31,3	38,4	38,4	43,6
Liikevoitto	17,6	-25,1	14,6	-151,4	13,5	-148,4	-26,9	29,6	8,2	31,3	42,2	38,4	43,6
Retail	-49,8	-14,7	-2,6	-10,8	7,5	-20,6	-16,2	-3,6	-9,4	12,1	-17,0	-12,4	-9,6
Lindex	54,9	-14,7	12,6	5,6	9,9	13,4	-17,2	19,6	13,5	15,5	31,4	33,2	33,8
Real Estate	21,1	6,4	6,6	6,2	9,8	29,0	7,5	14,3	6,1	5,6	33,5	25,6	27,3
Eliminoinnit	-8,6	-2,1	-2,0	-152,4	-13,7	-170,2	-0,9	-0,7	-2,0	-2,0	-5,6	-8,0	-8,0
Nettorahoituskulut	-23,1	-4,6	-10,8	-4,7	-11,0	-31,1	-8,7	-8,8	-6,8	-6,8	-31,1	-24,7	-25,0
Tulos ennen veroja	-5,5	-29,7	3,8	-156,1	2,5	-179,5	-35,6	20,8	1,4	24,5	11,1	13,7	18,6
Verot	-12,7	2,8	-4,9	-1,8	-14,8	-18,7	4,7	-12,8	-0,3	-5,4	-13,8	-2,9	-3,9
Vähemmistöosuudet	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,6	-1,0
Nettotulos	-25,0	-28,6	-2,8	-159,6	-14,0	-205,0	-32,6	6,3	-0,6	17,4	-9,5	4,2	13,7
EPS (oikaistu)	-0,35	-0,40	-0,04	-0,13	-0,05	-0,62	-0,42	0,01	-0,01	0,24	-0,18	0,06	0,19
EPS (raportoitu)	-0,35	-0,40	-0,04	-2,22	-0,19	-2,85	-0,45	0,09	-0,01	0,24	-0,13	0,06	0,19

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,1 %	-20,6 %	-20,3 %	-16,3 %	-18,7 %	-19,0 %	-6,7 %	-0,6 %	-1,5 %	-1,3 %	-2,3 %	0,0 %	1,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-280,6 %	-17,2 %	31,6 %	-146,4 %	-28,7 %	-30,7 %	-0,8 %	63,0 %	-686,9 %	29,8 %	214,8 %	-0,1 %	13,5 %
Käyttökate-%	5,9 %	-4,5 %	10,4 %	5,8 %	9,2 %	5,9 %	-6,3 %	16,0 %	9,7 %	14,8 %	9,8 %	9,3 %	9,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,4 %	-11,6 %	5,2 %	-0,6 %	7,6 %	1,2 %	-12,3 %	8,5 %	3,4 %	10,0 %	3,7 %	3,7 %	4,2 %
Nettotulos-%	-1,9 %	-13,2 %	-1,0 %	-66,0 %	-4,4 %	-19,4 %	-16,1 %	2,3 %	-0,2 %	5,6 %	-0,9 %	0,4 %	1,3 %

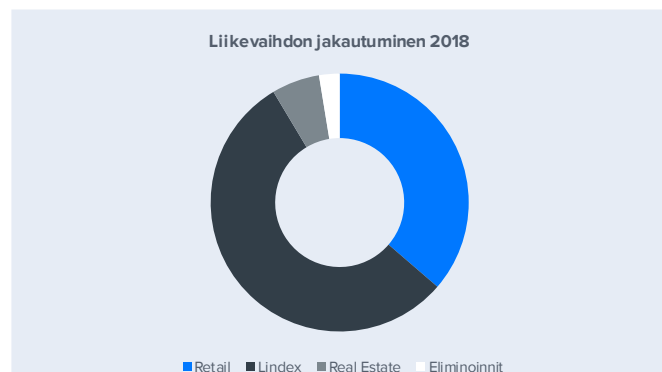
Lähde: Inderes



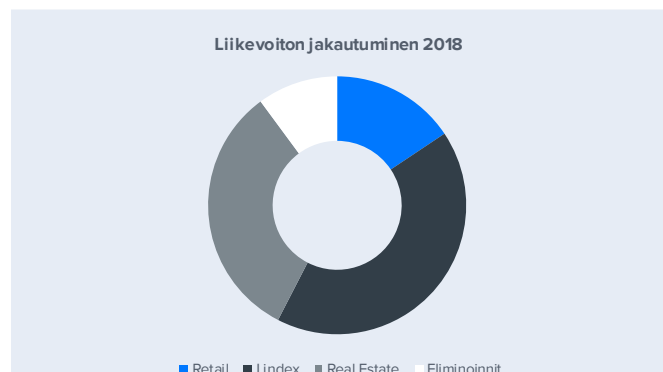
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

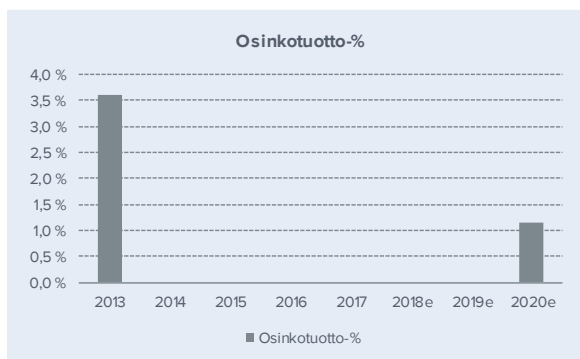
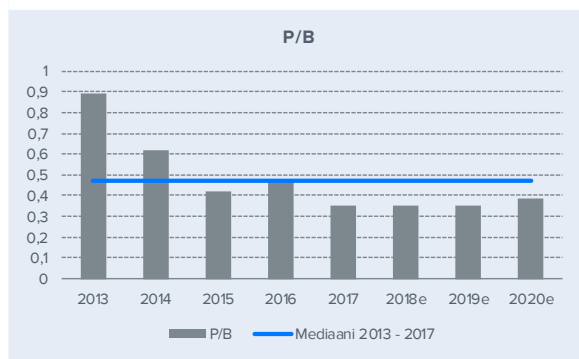
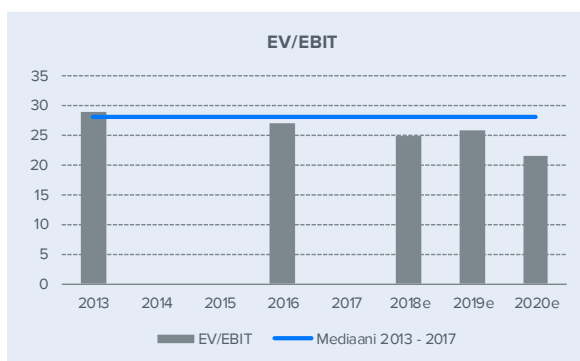
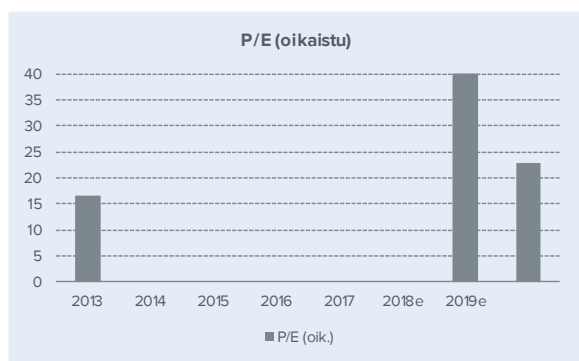


Lähde: Inderes

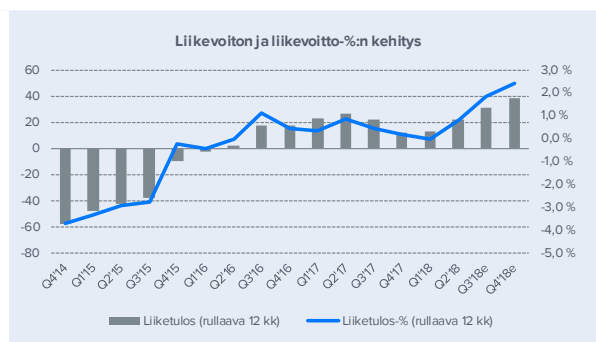
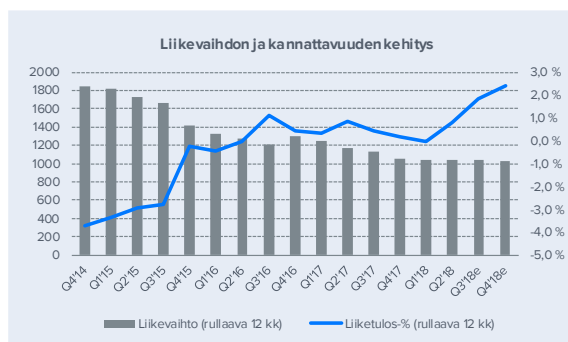
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	11,04	6,55	6,10	7,00	4,35	4,32	4,32	4,32
Markkina-arvo	796	472	439	507	313	311	311	311
Yritysarvo (EV)	1577	1277	1204	1248	1056	926	889	940
P/E (oik.)	16,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	73,9	22,7
P/E	16,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	73,9	22,7
P/Kassavirta	8,0	23,6	11,2	-337,5	10,8	2,0	4,9	5,7
P/B	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/S	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	12,2	95,3	16,6	16,3	4,7	9,5	9,3	9,4
EV/EBIT	29,0	neg.	neg.	27,1	neg.	24,9	25,7	21,6
Osinko/tulos (%)	59,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	26,3 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

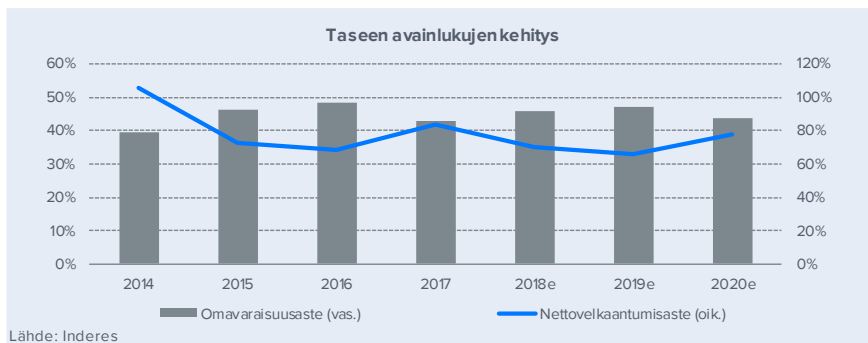


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	2028	1980	1793	1668	1646
Liikearvo	765	736	564	564	564
Aineettomat oikeudet	153	147	134	133	133
Käyttöomaisuus	1016	865	773	750	728
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	39	187	285	185	185
Muut pitkäaikaiset varat	10	7	3	3	3
Laskennalliset verosaamiset	45	38	33	33	33
Vaihtuvat vastaavat	245	261	269	242	227
Varastot	171	181	162	150	144
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	56	60	85	72	62
Likvidit varat	19	20	21	21	21
Taseen loppusumma	2274	2241	2061	1911	1873

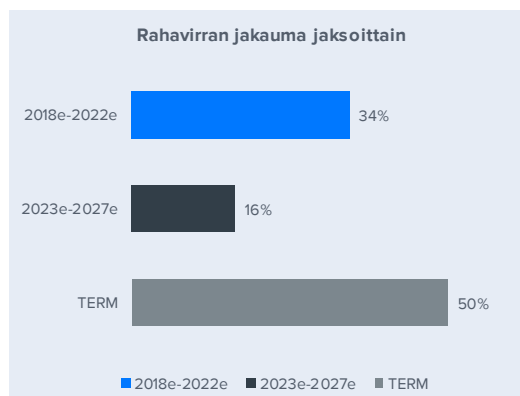
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	1047	1080	885	876	880
Osakepääoma	144	144	144	144	144
Kertyneet voittovarot	-27	-21	-228	-237	-233
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-4	-7	-15	-15	-15
Muu oma pääoma	934	965	983	983	983
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	703	692	673	612	587
Laskennalliset verovelat	164	164	147	147	147
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	535	525	505	445	419
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	5	3	21	21	21
Lyhytaikaiset velat	523	469	504	423	406
Lainat rahoituslaitoksilta	249	237	258	191	180
Lyhytaikaiset korottomat velat	231	203	184	170	165
Muut lyhytaikaiset velat	44	29	62	62	62
Taseen loppusumma	2274	2241	2061	1911	1873



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-148,4	42,2	38,4	43,6	48,0	48,5	49,0	44,0	44,4	39,3	39,7	
+ Kokonaispoistot	210,9	59,2	57,4	56,3	55,2	54,2	53,3	52,4	51,5	50,7	48,9	
- Maksetut verot	-30,5	-13,8	-2,9	-3,9	-4,8	-5,1	-5,5	-4,6	-4,9	-4,1	-4,4	
- verot rahoituskuluista	-6,5	-6,5	-5,2	-5,2	-5,3	-5,1	-4,8	-4,6	-4,4	-4,2	-3,9	
+ verot rahoitusluotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöomaiman muutos	6,1	12,4	10,3	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	31,6	93,5	98,1	90,0	92,5	92,2	91,6	86,7	86,2	81,3	79,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	17,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-28,8	65,3	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-28,0	-33,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	20,4	158,8	63,1	55,0	57,5	57,2	56,6	51,7	51,2	53,3	46,2	
+/- Muut	8,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	29,1	158,8	63,1	55,0	57,5	57,2	56,6	51,7	51,2	53,3	46,2	896,8
Diskontattu vapaa kassavirta		155,2	58,1	47,7	46,9	43,9	40,9	35,2	32,8	32,2	26,3	510,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1029,6	874,4	816,3	768,6	721,7	677,8	636,9	601,6	568,8	536,6	510,3
Velaton arvo DCF		1029,6										
- Korolliset velat		-763,5										
+ Rahavarat		21,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		287,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,99										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	1419	1303	1056	1032	1032
EBITDA	44	77	63	101	96
EBITDA-marginaali (%)	3,1	5,9	5,9	9,8	9,3
EBIT	-38,2	17,6	-148,4	42,2	38,4
Voitto ennen veroja	-59,4	-5,5	-179,5	11,1	13,7
Nettovoitto	-160,6	-16,2	-216,3	-9,5	4,2
Kertaluontoiset erät	-28,5	0,0	-160,6	3,8	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	2274	2241	2061	1911	1873
Oma pääoma	1047	1080	885	876	880
Liikearvo	765	736	564	564	564
Korolliset velat	783	762	764	636	599

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	44,1	76,8	62,5	101,4	95,8
Nettokäyttöpääoman muutos	87,9	-56,8	6,1	12,4	10,3
Operatiivinen kassavirta	204,8	9,0	31,6	93,5	98,1
Vapaa kassavirta	39,1	-1,5	29,1	158,8	63,1

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	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-1,03	-0,35	-2,85	-0,13	0,06
EPS oikaistu	-0,64	-0,35	-0,62	-0,18	0,06
Operat. kassavirta per osak	2,84	0,13	0,44	1,30	1,36
Tasearvo per osake	14,53	14,99	12,29	12,15	12,21
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	73,9
P/B	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
P/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
P/CF	2,1	55,7	9,9	3,3	3,2
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	27,3	16,3	16,9	9,1	9,3
EV/EBIT	neg.	70,9	neg.	21,9	23,2

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, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
16.8.2017	Lisää	7,50 €	6,83 €
26.9.2017	Lisää	6,50 €	6,00 €
31.10.2017	Lisää	6,30 €	5,70 €
8.12.2017	Osta	5,70 €	4,11 €
12.1.2018	Lisää	5,50 €	4,75 €
14.2.2018	Lisää	4,50 €	3,98 €
25.4.2018	Vähennä	4,00 €	4,00 €
27.4.2018	Vähennä	3,50 €	3,78 €
8.6.2018	Vähennä	4,00 €	3,80 €
16.8.2018	Vähennä	4,00 €	4,32 €

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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 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 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/>