

Verkkokauppa.com

Yhtiöraportti

12/2019

Kilpailupaine ei päästä yhtiötä helpolla

Tarkistamme Verkkokauppa.comin tavoitehintamme 3,4 euroon (aik. 3,2 euroa) ja toistamme vähennäsuosituksemme. Olemme nostaneet hieman lähivuosien tulosennusteitamme, sillä luottamuksemme yhtiön kilpailukykyyn (mm. verkkosivut, brändi) on vahvistunut. Suhteessa lähivuosien tuloskasvunäkymään (10 %:n CAGR) yhtiön tulos pohjainen arvostus on kuitenkin edelleen koholla ja tuotto-riski suhde jää neutraaliksi.

Vallihautaa on vahvistettu, mutta myös kilpailijat menneet eteenpäin

Verkkokauppa.comin matalan kustannusrakenteen tuoma kilpailuetu on edelleen vahvalla pohjalla. Myös yhtiön brändin tunnettavuutta ja verkkosivuja on kuluva vuonna vahvistettu, jonka myötä asiakastytyväisyys on kohonnut. Kilpailijat ovat myös menneet eteenpäin ja markkinaosuuksien voittaminen kodintekniikan (KOTEK) suurissa kategorioissa on kallistunut selvästi. Analyysimme perusteella markkinalla ei ole enää riittävästi heikkoja toimijoita takavuosien kasvulukujen aikaansaamiseksi ja samalla myös jatkuva keskihintojen lasku pakottaa myymään yhä enemmän, mikä rasittaa logistiikkaa. Katseet kannattavan kasvun osalta kääntyvät yhä enemmän KOTEK-ulkopuolisiin kategorioihin, joiden osalta asiakaspohjan laajentamisen onnistuminen on kriittistä. Kireä kilpailu antaa painetta yhtiön myyntikatteelle ja uusien tuotekategorioiden markkinaosuuksien haalinnassa tarvitaan edelleen aggressiivista hinnoittelua. Yhtiö kykenee kompensoimaan tätä parantuvan kodintekniikan tuotemixin, uusien tuoteryhmien ja Apurahan kasvun avulla ja odotamme myyntikatteen pysyvän lähivuodet noin 15 %:n tasolla (2017-2019e: ka. 14,9 %).

Tulevina vuosina muiden kategorioiden merkitys korostuu

Nykyisessä kilpailuympäristössä emme pidä realistisena, että yhtiö kykenee saavuttamaan sekä kasvu- (10-20 %) että kannattavuustavoitteensa (2,5-4,5 %) samanaikaisesti. Odotamme yhtiö kasvavan lähivuosina noin 5 %:n vauhtia 2019e 505 MEUR:sta 2022e 588 MEUR:oon. Ennustamme yhtiön kasvun KOTEK-markkinalla jäävän 3 %:iin kokonaismarkkinan kasvun jäädessä 1-2 %:iin ja muiden tuotekategorioiden nousevan 2021 jo absoluuttisesti suuremmaksi kasvun lähteeksi. Yhtiön liikevoittomarginaali paranee asteittain etenkin henkilöstökulujen skaalautumisen myötä 2019e 2,5 %:sta 2022e 2,8 %:iin. Kokonaisuutena 2020-2022 tulosennusteemme ovat nousseet noin 3 %:lla, sillä tavattuamme johtoa luottamuksemme siihen on noussut, että etupainotteisesti kustannuksia tuoneet verkkosivujen toiminnallisuuden parantaminen sekä brändin vahvistaminen kodintekniikan ulkopuolella kantavat hedelmää lähivuosina.

Arvostuskuva siirtymässä kasvuyhtiön EV/S-kertoimista tulos pohjaisiin kertoimiin ja osinkoon

Markkina katsoo mielestämme yhä selvemmin tulos pohjaisia kertoimia ja kasvuyhtiöstatuksen hiipumisen myötä matala EV/S-kerroin 0,3x jää sivurooliin. Nykyiset tulos pohjaiset kertoimet (2019e P/E 18x ja EV/EBIT 11x) ovat koholla suhteessa ennustamamme tuloskasvun kulmakertoimeen (2019-2021e CAGR-% 10 %) ja ensi vuodelle odottamamme tulosparannus on jo hinnoiteltuna osakkeeseen (2020e P/E 16x ja EV/EBIT 10x). Arvostus on herkkä tuloskasvun kulmakertoimelle, mutta korkeammat ennusteet edellyttäisivät etenkin kilpailutilanteen rauhoittumista. Korkea 6 %:n osinkotuotto antaa kurssille selvää tukea ja osingonjakosuhte voi jatkossakin pysyä korkeana, sillä kasvu ei sido pääomaa nettokäyttöpääoman ollessa lähellä nollaa.

Analyytikot



Olli Vilppu
+358 40 761 9380
olli.vilppu@inderes.fi



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä



Edellinen: Vähennä

3,40 EUR

Edellinen: 3,20 euroa

Osakekurssi: 3,60 EUR

Potentiaali: -5,3 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	477,8	505,1	531,6	559,2
kasvu-%	11 %	6 %	5 %	5 %
EBIT oik.	13,3	12,7	13,9	14,9
EBIT-% oik.	2,8 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %
Nettotulos	9,3	8,9	9,8	10,5
EPS (oik.)	0,21	0,20	0,22	0,23

P/E (oik.)	19,9	18,1	16,3	15,3
P/B	4,9	4,3	4,3	4,3
Osinkotuotto-%	4,8 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	12,4	10,8	10,0	9,3
EV/EBITDA	8,9	7,8	7,3	6,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2

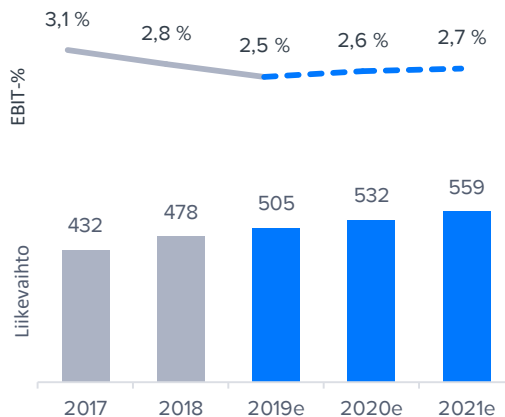
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

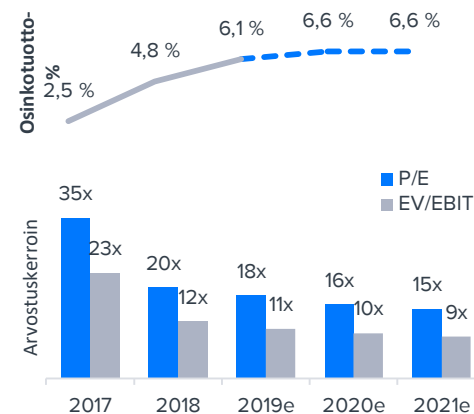


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

- Markkina-osuuden voittaminen kodinelektroniikassa
- Laajentuminen uusiin tuoteryhmiin
- Koon kasvu ja kulujen skaalautuminen
- Matala pääoman tarve



Riskitekijät

- Kuluttajien heikentyvä ostovoima
- Kiristynyt kilpailukenttä
- Yhtiön brändin kantavuus uusille tuotealueille



Arvostus

- Tulospohjainen arvostus on koholla ja ensi vuodelle odottamamme tuloskasvu on jo hinnoiteltu osakkeeseen
- Liikevaihtopohjainen arvostus on matala, mutta sen luoma potentiaali edellyttää kilpailutilanteen rauhoittumista, jota ei ole näköpiirissä
- Korkea osinkotuotto (6 %) antaa osakkeelle tukea



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Sijoitusprofiili	10
Toimiala	11-14
Strategia	15-19
Yhtiön taloudellinen kehitys	20-23
Pääkilpailijoiden kehitys	24-25
Riskit	26
Tase	27-28
Ennusteet ja arvonmääritys	29-36
Taulukot	37-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Verkkokauppa.com lyhyesti

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

1992

Perustamisvuosi

2014

Listautuminen

478 MEUR (+10,7 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

14,9 % 2015-2018

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu vuodessa

13,3 MEUR (2,8 % liikevaihdosta)

Liikevoitto 2018

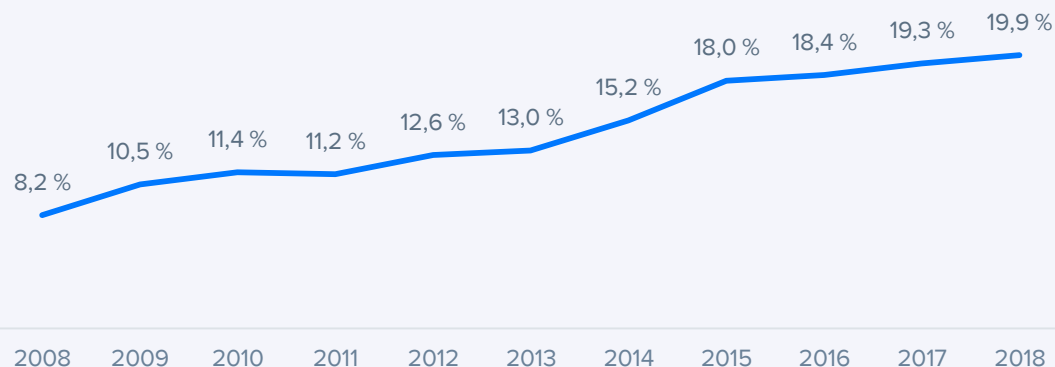
683

Henkilöstö 2018 lopussa

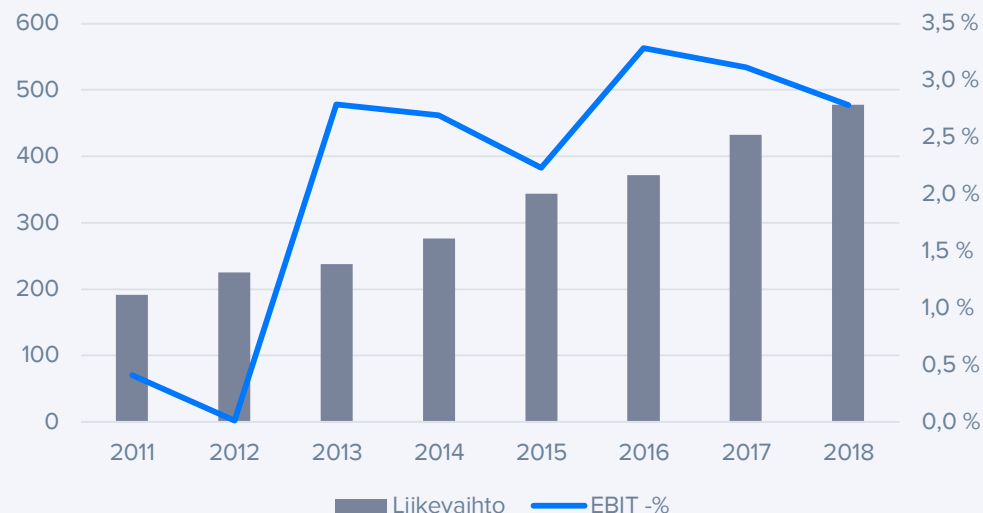
n. 20 %

Markkina-osuus Kodintekniikan kaupassa 2018

Markkinaosuus Suomen kodinelektronikassa (Inderes arvio)



Historiallinen kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Kasvuyhtiö alusta asti

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa Suomen kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja vuosina 2008-2018 yhtiön keskimääräinen kasvu on ollut noin 13 %. Yhtiön kannattavuus on läpi sen historian ollut melko vaatimattomalla tasolla ja yhtiö on strategiansa mukaisesti keskittänyt resurssinsa kasvuun lyhyen aikavälin kannattavuuden optimoinnin sijaan.

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras itsepalveluun perustuva ja verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus, joka muodostuu tuotteiden edullisesta hinnasta, laajasta valikoimasta, hyvästä saatavuudesta sekä toiminnan läpinäkyvyydestä. Yhtiön perustaja ja pääomistaja (omistusosuus 49,4 %) on Samuli Seppälä, joka toimi yli 25 vuotta myös yhtiön toimitusjohtajana. Maaliskuussa 2018 Panu Porkka aloitti toimitusjohtajana ja Seppälä jatkoi yhtiön hallituksessa.

Kodintekniikka vielä pääroolissa

Yhtiön tuotevalikoima keskittyy pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti myös kodintekniikan ulkopuolelle. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 27 päätuotealuetta. Niiden alta löytyy noin 70 000 nimikkeen tuotevalikoima, jota yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiön päätuotealueet vuoden 2019 syksyllä on esitetty sivupalkissa.

Yhtiön verkkosivusto on Suomen suosituin verkkokauppa (Kaupan liitto, Postin tutkimus). Yhtiöllä on neljä vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä, jonka yhteydessä on myös yhtiön oma varasto, Oulussa, Pirkkalassa ja Raisiossa (avattu 2018). 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 selvästi, sillä Jätkäsaaren omaa varastoa on jo muutaman vuoden operoitu lähellä täyttä kapasiteettia. Yhtiön tuotteiden jakelu myymälöihin hoidetaan pääsääntöisesti Vantaan varaston kautta Postin toimiessa kumppanina.

Yhtiö on itse kehittänyt oman IT-järjestelmänsä (Private) ja sen ympärillä pyörivät kaikki yhtiön kannalta kriittiset funktiot, kuten verkkosivut, logistiikka, varastohallinta, ostot ja kassajärjestelmä. Oma IT-järjestelmä mahdollistaa yhtiölle suhteellisen ketterän IT-kehityksen.

Päätuotealueet

1. Tietokoneet
2. TV/video
3. Puhelimet
4. Kodinkoneet
5. Pienkoneet
6. Kamerateat
7. Oheislaitteet
8. Audio ja hifi
9. Verkko
10. Komponentit
11. Kaapelit
12. Ohjelmistot
13. Urheilu
14. Koti- ja valaistus
15. Lelut
16. Tarvike- ja toimisto
17. Vauvat ja perhe
18. Pelit ja viihde
19. Musiikki
20. Lemmikit
21. Liittymät
22. Kellot
23. Grillaus ja kokkaus
24. Ruoka ja juoma
25. Laukut ja matkailu
26. Muut tuotteet
27. Palvelut

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Tuotevalikoima ja hankintaketju

Yhtiön tuotevalikoima on hyvin laaja ja sen valikoimissa on noin 70 000 tuotetta. Pääasiallisesti yhtiö ostaa valmiita tuotteita sekä tukkureilta että OEM-valmistajilta. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 4000 sen omien brändien alta myytävää tuotetta (private label). Näitä 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. Arviomme mukaan omien tuotemerkkien alla myytävien tuotteiden osuus yhtiön kokonaisymyynnistä on alle 5 %. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo kasvun myötä vain vähän pääomaa, sillä investointitarpeet ovat pienet ja varaston kierto on tehokasta. Yhtiön nettokäyttöpääoma on lähellä nollaa, mikä tarkoittaa että tavarantoimittajille maksetaan suunnilleen samaan aikaan, kun asiakkaat maksavat laskunsa.

Asiakaslupaus liiketoiminnan ytimessä

Verkkokauppa.com pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä yli 300 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota siellä 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.

Yhtiön asiakaslupaus ”todennäköisesti aina

halvempi” kuvastaa myös hyvin yhtiön toimintamallia. Yhtiö pyrkii olemaan hintajohtaja kaikissa myymissään tuoteryhmissä ja pyrkii välttämään tuoteryhmiä, joissa se ei kykene täyttämään asiakaslupastaan. Näin ollen yhtiön tavoitteena on luonnollisesti myös konvertoida tietoa hakevista käyttäjistä mahdollisimman suuri osa asiakkaiksi.

Kivijalka rakennettu tukemaan verkkomyyntiä

Verkkokauppa.comilla kivijalkamyymälät on rakennettu verkkokaupan ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla verkkokauppaa rakennetaan kivijalan ympärille kivijalan ehdoilla. Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina, noutopisteinä ja kokonaisuutena ne tukevat yhtiön verkkoliiketoimintaa. Verkkokauppa.comin myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista, sekä myymälä- ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämiehet (esim. HP tai Lenovo) maksavat yhtiölle näkyvyydestä liikkeissä ja verkossa sekä päämiehen tuotteisiin erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo yhtiön liikevaihdosta joitain prosentteja, mikä on kokonaisuuden kannalta varsin pieni osa. Tällä on kuitenkin positiivinen vaikutus kannattavuuteen.

Tuotteiden toimitus asiakkaalle

Yhtiön tavoitteena on tarjota asiakkaalle tuote samaan hintaan kanavasta riippumatta. Tuotteet voidaan toimittaa asiakkaalle kumppanien kuten

Postin ja Matkahuollon kautta. Myös asennuspalvelua tarjoavia toimituskumppaneita on käytössä mm. kodinkoneissa. Pääkaupunkiseudulla Verkkokauppa.com on myös lanseerannut arkinen toimivan kuljetuspalvelun, jonka tarkoituksena on toimittaa tuote asiakkaalle 3 tunnin sisään tilauksesta.

Asiakas voi myös itse hakea tuotteet vähittäismyymälöistä, Vantaan varaston noutopisteestä tai pääkaupunkiseudulla yhtiön Jätkäsaaren myymälän yhteydessä sijaitsevasta 24/7 auki olevasta kioskista. Arviomme mukaan yhtiön tilauksista noin puolet tapahtuu suoraan verkon välityksellä ja noin puolet kivijalkakaupan kautta. Kivijalkakaupan tilausten osalta on kuitenkin syytä huomata, että näistä tilauksista merkittävässä osassa asiakas on tehnyt ostopäätöksensä jo etukäteen digitaalisten kanavien avulla ja käy noutamassa tai tarkistamassa tuotteen paikan päällä myymälässä. Näin ollen verkkokauppa näyttelee arviomme mukaan kivijalkakauppaa selvästi suurempaa roolia yhtiön liiketoiminnassa.

Uutena ominaisuutena asiakkaalla on Jätkäsaarella mahdollisuus aloittaa nouto ennakkoon jo kotona, mikä nopeuttaa asiointia myymälässä selvästi. Pidämme tätä hyvänä uudistuksena ja mm. tämän sekä verkkosivujen parannusten myötä yhtiön asiakastytyväisyys on kuluvana vuonna käsityksemme mukaan parantunut.

Keskeiset kilpailuedut

Matala kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset olivat vuonna 2018 vain 12,5 % liikevaihdosta (ei sis. IFRS-16 muutoksia), kun pääkilpailijoilla Gigantilla ja Powerilla ne olivat 15,1 % ja 20,2 %. Yhtiön kiinteiden kulujen alhaisuus johtuu kivijalan pienestä roolista, jolloin kiinteistöistä aiheutuvat vuokra- ja hoitokulut ovat matalia. Verkossa tapahtuva kauppa vaatii myös perinteistä kauppa selvästi vähemmän henkilöstöä.

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan kilpailijoita edullisempia 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.

Verkkokauppa.comin kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu saa tukea yhtiön liiketoiminnan kasvavasta volyymista, sillä sen myötä 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.

Vahva brändi kodintekniikassa

Yhtiön sivusto on Suomen suosituin verkkokauppa (2018: 57 miljoonaa verkkovierailua). 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 kodintekniikassa, joka nojaa ennen kaikkea sen asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista.

Brändin kestävyys uusissa tuoteryhmissä ja asiakasryhmissä on edelleen riski. Yhtiö ei erittele uusien tuotekategorioiden myynnin kehitystä raporteissaan, joten näkyvyys niiden tarkkaan kehitykseen on matala. Arviomme mukaan niiden osuus kokonaisyhteistyöstä on tällä hetkellä noin 15 %. Uusien tuotekategorioiden viime vuosien määrällinen kasvu viestii mielestämme onnistuneista laajentumisista myös kodinelektronikan ulkopuolelle, vaikkakin arviomme mukaan useimpien kategorioiden ylösaajissa on vielä paljon töitä tehtävänä.

Yhtiön brändi on ollut käsityksemme mukaan perinteisesti vahva erityisesti tekniikasta kiinnostuneiden 25-55 vuotiaiden miesten keskuudessa. Tavoittaakseen laajemmin myös muita asiakasryhmiä yhtiö on aloittanut vuonna 2019 televisiossa laajan brändimarkkinoinnin. Käsityksemme mukaan tämä on tuonut yhtiön asiakkaiksi myös uusia kuluttajia. Asiakkaiden elinkaaren aikana tuoma liikevaihto näkyy tuloslaskelmassa pidemmällä aikavälillä, kun taas brändimarkkinoinnin kustannukset näkyvät siinä heti. Brändimarkkinoinnin onnistumista on siten vielä aikaista arvioida, mutta onnistuessaan se vahvistaa yhtiön kilpailuetuja selvästi.

IT-järjestelmä

Kolmas kulmakivi Verkkokauppa.comin liiketoimintamallissa on sen itse kehittämä IT-järjestelmä (Private), jonka kautta yhtiön kaikki tärkeät toiminnot pyörivät. Verkkokauppa on koko historiansa ajan toiminut oman IT-järjestelmänsä puitteissa ja sen liiketoiminta on alusta asti rakennettu järjestelmän ympärille. Uskomme, että oma IT-järjestelmä on yhtiölle kilpailuetu, sillä yhtiö kykenee reagoimaan sen kehityksessä nopeasti ja se ei ole riippuvainen ulkoisista palveluntarjoajista. Omaan IT-järjestelmään liittyy luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen järjestelmästä ja 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.

Kuluvan vuoden aikana yhtiö on panostanut selvästi resursseja oman IT-järjestelmän kehitykseen ja sen kilpailukyky on näkemyksemme mukaan vahvistunut. Yksi osoitus tästä oli 2019 Black Friday, jolloin yhtiön verkkosivut kestivät kysyntäpiikin ensimmäistä kertaa kaatumatta. Esimerkiksi Gigantin sivuille päästäkseen joutui pahimmillaan jonottamaan noin 30 minuuttia. Yhtiö on saanut lisäksi sivuston nopeutta parannettua ja se ottanut hakutoiminnoissa käyttöön käyttäjäkohtaisen personoinnin, joka hyödyntää tekoälyn pohjautuvia algoritmeja. Tehdyt muutokset ovat arviomme mukaan kilpailuetua vahvistavia.

Sidosryhmät



Tavaran toimittajat



Logistiikka

Jakelu (Posti, Matkahuolto,
DHL yms.)
Ulkoistettu varasto (Posti)



Apuraha Yritys
Rahoituskumppanit



Sijoittajat
Samuli Seppälä 49,4%
~6000 omistajaa

Toiminnot

Hankintatoimi

Varasto

Myynti ja markkinointi

Asiakastuki

IT-järjestelmän
kehitys

Liiketoimintaidea

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

Verkkokauppa.com
TODENNÄKÖISESTI AINA HALVEMPI

Vahva brändi
kodinelektronikassa

Tuotteiden saatavuus

Asiakaskokemuksen
laatu

Alhaisemmat hinnat

PRIVATE
oma IT-järjestelmä

Laaja valikoima

Ensimmäinen
sivusto etsiä tietoa

Läpinäkyvyys ja
asiakslähtöisyys

Matalat kiinteät kulut

Ketteryy

Tuoteryhmät (27 kpl)

Päätuotteet
kodintekniikassa
Markkinaosuus 20 %



Laajentuminen viime
vuosina uusiin tuoteryhmiin
mm. lelut, musiikki, grillaus
ja kokkaus, laukut ja
matkailu, ruoka ja juoma,
urheilu ja ravinteet, vauvat
ja perhe



Asiakas- segmentit



Kuluttajat



Yritykset ja
julkishallinto

Matalakatteinen
tukkukauppa



Näkyvyyden myynti
liikkeissä ja verkossa
eri valmistajille

Kilpailijat

GIGANTTI

POWER

amazon



**elisa
DNA**

veikon Kone



K

S-RYHMÄ

Myyntikanavat



Suomen vieraillun
verkkokauppa



Nykyiset kivijalkamyymälät: Helsinki,
Tampere, Oulu, Raisio

Kustannusrakenne



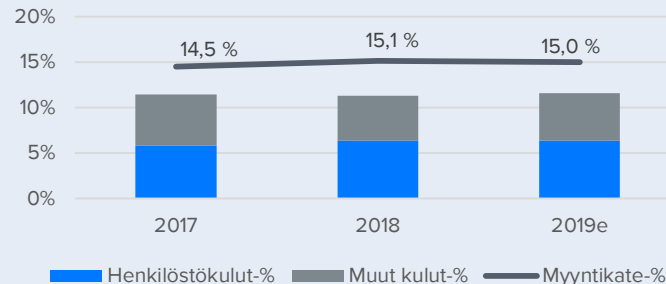
Hankinta tavaran
toimittajilta



Henkilöstö
683 kpl (2018)

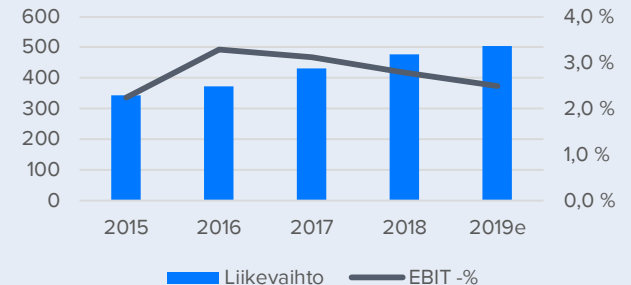


Liiketoiminnan
muut kulut



Tulovirrat

Liikevaihto 478 m€ (2018)
EBIT 13,3 m€ (2018)



Sijoitusprofiili

- 1. Voimakas kasvuhakuisuus**
- 2. Kilpailuedut**
- 3. Ketterä liiketoimintamalli**
- 4. Kiristyvän kilpailun nostama riskitaso**
- 5. Korkea osinkotuotto**

Potentiaali



- Markkina-osuuden voittaminen kodinelektroniikassa
- Laajentuminen uusissa tuoteryhmissä
- Kokoluokan kasvu ja kulujen skaalautuminen
- Positioituminen vähittäiskaupan murroksen oikealle puolelle
- Matala pääomantarve

Riskit



- Kilpailutilanne on erittäin kireä kodintekniikassa
- Uusien tuotekategorioiden ylösajon onnistuminen
- Kodintekniikan markkinan keskihintojen lasku rasittaa logistiikkaa
- Taloustilanteen heikkeneminen ja kuluttajaluottamuksen lasku
- Ulkomaisten verkkokauppojen läsnäolon lisääntyminen

Kodintekniikan markkinan kehitys 1/3

Kodinelektroniikkamarkkina keskittyy

Kodintekniikkamarkkina (KOTEK) on Suomessa erittäin kilpailtu. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihinoista johtuen kuluttajien hintaherkkyys on erittäin korkea. Brändien merkitys on pääosin vähäinen ja 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. 17 % (vrt. kaupan ala keskimäärin noin 30 %). Matalasta myyntikateetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja merkittävällä volyymillä.

Kodinelektroniikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli viimeisen kymmenen vuoden aikana. Alan kilpailutilanne on pysynyt erittäin kireänä ja 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 (entinen Expert), jotka ovat onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

Vuoden 2018 lopussa Gigantin markkinaosuus oli arviomme mukaan noin 28 %. Verkkokauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus oli arviomme mukaan noin 20 %. Arvioon on päästy, kun yhtiön liikevaihdesta on vähennetty arvioimamme kodintekniikan

ulkopuoliset tuotekategoriat. Power on markkinan kolmonen noin 14 %:n markkinaosuudellaan. Kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on noussut vuoden 2009 39 %:sta vuoden 2018 62 %:iin.

2018 päätoimijoista vain Verkkokauppa.com ylsi selvään 11 %:n kasvuun. Arviomme mukaan vuonna 2019 myös Gigantti ja Power ovat palanneen kasvuun ja markkinan polarisoituminen jatkuu (tarkempi vertailu s. 20-25). Myös 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 markkinaosuuksiaan viime vuosina (s.13) ja erityisesti 2018 niiden myynnin 17 %:n kasvu oli yllättävän vahvaa. Arviomme mukaan niiden osuus kodintekniikan markkinan kokonaismyynnistä on 20-25 %. Niiden myyntimix keskittyy pääosin puheluihin sekä tabletteihin, sillä niiden mukana myös liittymän myynti on luontevaa. Niiden valikoimista löytyy myös tietokoneita ja televisioita.

Teleoperaattorien yksi kilpailuvaltti on tarjota halpaa kuluttajarahoitusta laitemyynnin yhteydessä, sillä ne saavat defensiivisen ydinliiketoimintansa myötä erittäin halpaa rahaa markkinoilta. Näkemyksemme mukaan teleoperaattorit ovatkin vaikuttaneet omalta osaltaan kilpailun kiristymiseen kodintekniikan isoissa kategorioissa.

Muina kilpailijoina KOTEK-markkinalla ovat suuret kauppaketjut (S-ryhmä ja K-Citymarket) jotka kuitenkin operoivat hyvin suppeilla valikoimilla. Kodintekniikan myynti ei ole niille ydinliiketoimintaa ja käsityksemme mukaan niiden osuus KOTEK-myynnistä on myös kohtuullisen pieni ja loivassa laskussa.

Markkinan historiallinen kasvu noin 2 %

Kodintekniikan markkinan liikevaihto on kasvanut 2008-2018 välillä noin 2 % vuodessa ja markkinan koko vuonna 2018 oli hieman yli 2,0 miljardia euroa (ei sisällä ALV). Tuoteryhmistä ovat kasvaneet etenkin matkapuhelimet (kallimmat älypuhelimet) ja kodin tietotekniikka (tabletit). Vastaavasti kodin muu viihde-elektroniikka ja kuvaukseen liitännäiset tuotteet ovat olleet selvässä laskussa.

GfK:n markkinadatan mukaan vuosina 2016-2017 markkinan kasvu kiihtyi noin 6 %/v ja selvästi yleistä talouskasvua nopeammaksi. Vuonna 2018 markkinan kasvu alkoi hidastua 1,6 %:iin ja vuonna 2019 Q1-Q3 kasvu on ollut 2,2 %. Kokonaismarkkinan kasvun hidastuminen on vaikuttanut myös kasvuhakuisten päätoimijoiden kannattavuuteen selvästi laskevasti (s. 20-25).

Kodintekniikan markkinan kehitys 2/3

Verkko vetää myös KOTEK-kasvua

Etänä tapahtuvan kuluttajakaupan osuus oli viihde-, tieto- ja viestintäelektronikasta vuonna 2018 noin 0,5 miljardia euroa ja se kasvoi viime vuodesta noin 7 % (Kehittyvä kauppa). Tästä laskien verkkokaupan osuus koko KOTEK-markkinasta olisi noin 25 %. Uskomme kaupan lähivuosien kasvun painottuvan yhä voimakkaammin verkkoon ja kivijalan osalta kasvu tulee olemaan parhaassakin skenaariossa hidasta. On myös huomioitava, että verkon ja kivijalan välinen rajapinta hämärtyy jatkuvasti toimijoiden integroidessa verkon ja kivijalan entistä selvemmin toisiinsa.

Verkkokaupan kasvu avaa myös Suomen markkinaa yhä enemmän globaalille kilpailulle. Kehittyvän kaupan tilastojen mukaan pelkästään Amazonin (Saksa/UK) myymiä tuotteita ostettiin Suomessa vuonna 2018 jo 82 miljoonalla dollarilla (ei sis. kolmansien osapuolten myyntiä). Luku ei erottele, mistä tuotekategorioista myynti koostuu, mutta arvioimme kodintekniikan osuuden olevan tästä noin 20 %. Käsityksemme mukaan ulkomailta tilatut tuotteet eivät sisälly GfK:n laskemaan Suomen kodintekniikan markkinaan ja niiden kasvu voi olla osa syy siihen, miksi kodintekniikan markkinan kasvu on hidastunut 2018-2019.

Suomen talouden pidemmän ajan näkymät ovat vaisut

Vähittäiskaupan kehitys on suorassa korrelaatiossa Suomen yleiseen talouskehitykseen ja emme odota kotimaiseen

ostovoimaan merkittävää parannusta lähivuosina.

Vuosina 2016-2018 vahva globaali vientikysyntä sekä mm. rakennussektorin veto sekä yksityisen kulutuksen kasvu nostivat Suomen BKT:n selvästi yli talouden trendikasvun. Tällä hetkellä talouskasvu hidastuu rakentamisen sekä globaalin kasvun hidastumisen seurauksena. Tämän seurauksena on myös todennäköistä, että yksityisen kulutuksen kasvu hidastuu. Kuluttajaluottamus onkin heikentynyt jo selvästi vuoden 2018 alun huipuistaan (seuraava sivu).

Pitkällä aikavälillä odotamme kodintekniikan alan kasvavan linjassa yleisen talouden kehityksen kanssa. Kokonaisuutena suhtaudumme varsin pessimistisesti Suomen talouden pidemmän aikavälin näkymiin positiivisessakin skenaariossa ja talouden pidemmän aikavälin vuosikasvu jää noin prosentin tuntumaan.

KOTEK-markkinan volyymi kasvaa myyntiä nopeammin

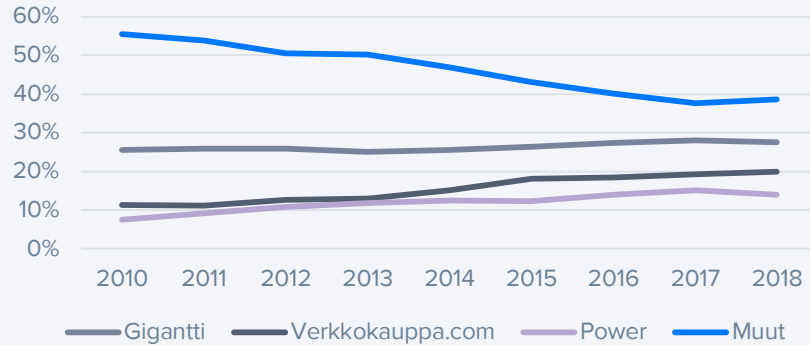
Kodintekniikanmarkkinan erityispiirteinä on myös elektroniikan keskihintojen jatkuva lasku. Tilastokeskuksen mukaan markkinan myyntivolyyymi on vuosina 2008-2018 kasvanut 8 %/v, mikä on ollut selvästi alan toimijoiden liikevaihdon kasvua (+2 %/v) nopeampaa.

Normaalisti kaupan alalla logistiikan kustannus skaalautuu volyymin kasvaessa. Kodintekniikan keskihintojen laskun myötä saman liikevaihdon saamiseksi tarvitaan kuitenkin kasvava tavaramäärä, mikä näkemyksemme toimii logistiikkakustannusten skaalautumisen

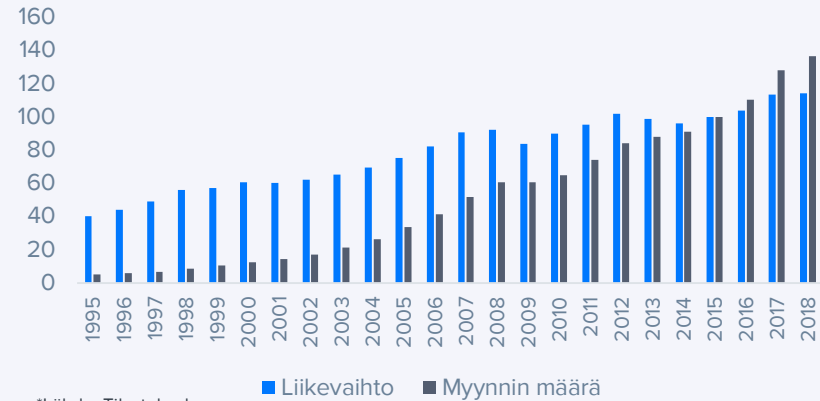
vastavoimana. Alalla toimijoiden pitääkin kyetä jatkuvasti tehostamaan prosessejaan, jotta ne pärjäävät kilpailussa. Monella toimijalla logistiikkakumppanina toimii Posti, joka on myös viime vuosina merkittävästi tehostanut prosessejaan ja varastojensa automaatioastetta.

Kodintekniikan markkinan kehitys 3/3

Markkinaosuuskehitys

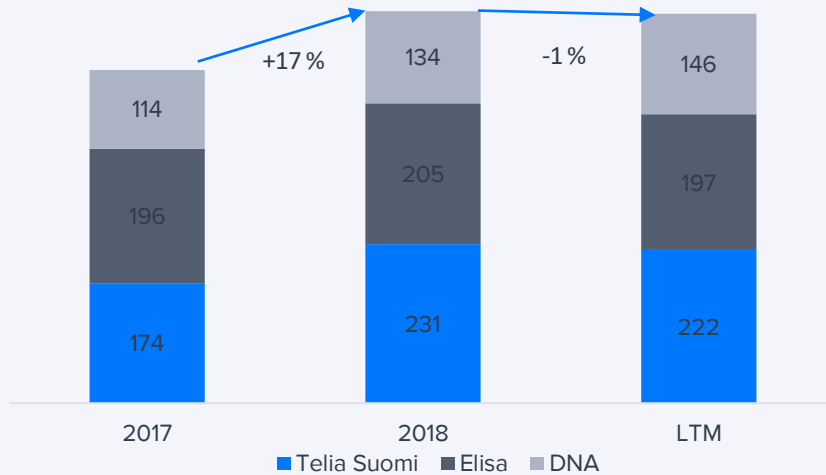


KOTEK-markkina indeksoitu kehitys



*Lähde: Tilastokeskus

Teleoperaattorien laitemyynnin kasvu yhteensä (MEUR)



Kuluttajaluottamus Suomi*



*Lähde: Euroopan komissio

*Lähde: Inderes, teleoperaattorien osavuositarkastukset

Telian Suomen laitemyynti muutettu euroiksi vuosien 2017 ja 2018 SEK/EUR keskimääräisillä.

Elisan laitemyynti perustuu arvioomme, että Suomen ja muiden maiden myyntimix on samanlainen.

Teleoperaattorien laitemyynnistä käsityksemme mukaan valtaosa on B2C puhelin- ja tablettimyyntiä, mutta se sisältää myös jonkin verran B2B-myyntiä verkkokomponentteihin liittyen.

Kaupan-alan keskeiset trendit

Kaupan alalla käynnissä merkittävä murros

Kaupan alalla on parhaillaan menossa merkittävä murros, kun digitalisaatio ja kuluttajatottumusten muutokset muuttavat kaupan rakenteita. Näkyvin näistä muutoksista on verkkokaupan voimakas kasvu ja muodostuminen merkittäväksi jakelukanavaksi perinteisen kivijalan rinnalle. Yhä useampi kuluttaja siirtyy verkko-ostamisen piiriin. Ajureina kehityksessä ovat mm. demografia (nuoremmat sukupolvet käyttävät verkkoa vanhempia sukupolvia enemmän), luottamuksen kasvu verkkokauppaa kohtaan, verkkokaupoissa myytävien tuotteiden saatavuuden parantuminen ja toimintamallien kehitys.

Kuluttajien hintatietoisuus kasvaa

Johtuen erilaisista hintavertailupalveluista ja kaupan siirtymisestä verkkoon, ovat tavaroiden hinnat huomattavasti läpinäkyvämpiä ja helpommin vertailtavia kuin mitä ne ovat aikaisemmin olleet. Kuluttajat ovat verkossa myös huomattavasti herkempiä vaihtamaan liikettä ja tutkimaan muita vaihtoehtoja, sillä liikkeen vaihto ei edellytä fyysistä siirtymistä. Tämä hintatietoisuuden kasvu johtaa kiristyvään hintakilpailuun yhä useammalla tuotealueella.

Kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi

Historiallisesti kauppa Suomessa on ollut hyvin lokaalia ja ulkomaiselta kilpailulta suojassa johtuen suhteellisen pienestä ja vähän kiinnostavasta markkinasta. Digitalisaation myötä kaupan pelikenttä muuttuu yhä selvemmin lokaalista globaaliksi, kun kuluttajat voivat verkkokauppaa

hyödyntämällä tilata tuotteensa vaivattomasti ulkomailta. Tämän myötä kaupan alan toimijat kohtaavat painetta entistä enemmän myös ulkomaisilta toimijoilta, jotka voivat osallistua Suomen markkinaan ilman merkittävää etabloitumista ja pelata näin ollen osittain eri pelisäännöillä. Tämä tulee korostamaan kaupan kustannuskilpailukyvyn tärkeyttä.

Yhä useampi tuoteryhmä siirtyy verkkoon

Pidemmällä aikavälillä on selvää, että yhä useampi tuoteryhmä siirtyy tavalla tai toisella verkkoon. Tämä ei tarkoita, että verkkokauppa syrjäyttäisi perinteisen kivijalkakaupan, mutta verkosta muodostuu uusi jakelukanava kivijalkakaupan rinnalle. Tuoteryhmistä verkkoon siirtyvät tai ovat siirtyneet ensimmäisenä digitaaliset, ei fyysistä liikuttelua vaativat tuotteet, kuten esimerkiksi musiikki ja pelit, sekä homogeeniset tuotteet, kuten kodinelektronikka. Vastaavasti esimerkiksi tuoreruoka siirtyy verkkoon viiveellä, sillä se on logistisesti haastavampi ja kuluttajat haluavat usein nähdä tuotteet ennen ostotapahtumaa.

Verkkokaupan kehittyvät toimintamallit

Verkkokaupan keskeisiä haasteita ovat alusta asti olleet toimitusajat ja niiden pituus. Monilla kuluttajilla tarve tuotteen saamiselle voi olla hyvin nopea ja näin ollen ei olekaan ihme, että click&collect tyyppinen verkkokauppa on ollut keskeisiä voittajia kaupan murroksessa. Kauppa panostaa tällä hetkellä voimakkaasti logistiikan kehittämiseen ja uskomme, että logistiset innovaatiot lyhentävät jatkossa toimitusaikoja

selvästi. Lisäksi volyymien kasvun myötä myös erilaiset perinteisemmät jakeluratkaisut muuttuvat entistä houkutteleviksi. Uskomme, että verkkokaupan kasvun myötä kaupan alan toimijat tulevat enenevissä määrin panostamaan verkkokauppojensa kehitykseen ja palveluun. Tämän kehityksen seurauksena uskomme, että verkkokaupassa tapahtuva ostokokemus parantuu merkittävästi seuraavan vuosikymmenen aikana. Ostaminen muuttuu vaivattommaksi, kun käyttöliittymät parantuvat.

Asiakasymmärryksen kasvu

Digitalisaatio ja ns. ”big datan” hyödyntäminen tarjoavat kaupoille entistä enemmän mahdollisuuksia parantaa asiakasymmärrystä. Lisäksi digitaaliset kanavat mahdollistavat asiakkaan entistä yksilöllisemmän palvelun ja mm. räätälöidynnän ja tarkoin kohdistetun mainostamisen. Tämä on kotimaisille kaupoille selkeä kilpailuetu suhteessa ulkomaisiin ei markkinaan etabloituneisiin toimijoihin.

Kauppaa käydään kellon ympäri

Digitalisaation ja verkkokaupan kasvun myötä on selvää, että kuluttajat asioivat jatkossa entistä enemmän perinteisten jäykkien aukioloaikojen ulkopuolella oman arkiakataulunsa ehdoilla. Kaupan pitää reagoida tähän varmistamalla, että kuluttaja saa miellyttävän ostokokemuksen kellon ajasta riippumatta.

Strategia 1/5

Strategia perustuu alhaisiin hintoihin, saatavuuteen sekä tuotevalikoimaan

Yhtiön strategian kulmakivenä on sen asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetunsa edullisten hintojen ympärille ja se pyrkii välttämään laajentumista tuotealueille, joissa se ei kykene täyttämään asiakaslupautaan. Asiakaslupauksen täyttämiseksi yhtiön tavoitteena on olla kolmen suurimman joukossa kaikissa päätuoteryhmissä, sillä vain tätä kautta yhtiö voi saavuttaa riittävät ostovolyymit kilpailukykyisten hintojen ylläpitämiseksi.

Yhtiön tuotevalikoima on tällä hetkellä jo erittäin laaja ja se sisältää noin 70 000 tuotetta. Kodinelektroniikkamarkkinassa yhtiön nykyinen tuotevalikoima kattaa käytännössä kaikki keskeiset tuotteet ja näin ollen tuotevalikoiman laajennus painottuu etenkin kodinelektroniikan ulkopuolisiin tuoteryhmiin.

Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat eräitä keskeisimpiä tekijöitä yhtiön menestyksen kannalta. Tuotteiden saatavuus on kyettävä pitämään hyvänä, mutta varastotasojakaan ei toisaalta voida nostaa liikaa, sillä korkeat varastot sitovat pääomaa ja heikentävät siten pääoman tuottoa sekä kasvattavat varastoon liittyviä riskejä. Verkkokauppa.com on Jätkäsaaren muuttonsa jälkeen onnistunut pitämään tuotteidensa saatavuuden hyvällä tasolla johtuen etenkin päävaraston ja kaupan välisestä integraatiosta.

Kaupan digitalisoitumisen myötä saatavuus ei

enää tarkoita pelkästään sitä, että tuote on kaupan hyllyssä saatavilla vaan myös sitä, että tuote on helposti saatavilla verkkokaupassa ja se kyetään toimittamaan asiakkaalle nopeasti ja kustannustehokkaasti. Verkkokauppa.com on panostanut voimakkaasti tuotteidensa saatavuuden parantamiseen, mistä osoituksena ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kiosk, Postin varaston yhteydessä oleva Vantaan noutovarasto, yhtiön pääkaupunkiseudulle lanseeraamaa 3h tilauksesta ovelle – toimituspalvelu sekä postikoodiin perustuva toimitusaika-arvio.

Uskomme, että yhtenä strategian painopistealueena tulevaisuudessa onkin saatavuuden merkittävä kehittäminen. Digitaalisessa maailmassa tuotteiden saatavuuden suhteen ei ole vielä luotu selkeitä standarditoimintatapoja ja näin ollen uskommekin, että tulevaisuudessa tulemme näkemään yhtiöltä uudenlaisia toimintamalleja tämän asian suhteen.

Asiakaskeskeisyys on ollut Verkkokauppa.comin ytimessä sen perustamisesta asti. Hyvänä esimerkkinä tästä ovat yhtiön omat verkkosivut, joiden ykkösprioriteettina on tarjota asiakkaille tarkat ja läpinäkyvät tiedot tuotteista ja vasta toissijaisena asiana on itse kaupan tekeminen. Tämän avulla Verkkokauppa.com pyrkii kasvattamaan oman sivustonsa asiakasvirtaa ja edullisen hintatasonsa turvin se uskoo, että asiakas päätyy lopulta ostamaan tuotteen siltä. Kokonaisuutena asiakaskeskeisyys kiteytyy pitkälti kolmeen edelliseen kohtaan eli saatavuuteen,

hintaan ja tuotevalikoimaan, minkä myötä yhtiön tavoitteena onkin tarjota asiakkaille mahdollisimman vaivaton ja mukava kaupankäyntimahdollisuus. Uskomme, että yhtiö tulee myös jatkossa kehittämään toimintaansa asiakaskeskeisyys edellä.

Tavoitteena kasvupotentiaalin hyödyntäminen

Verkkokauppa.comin strategian keskiössä on yhtiön verkkokauppa ja tämän ympärille rakennettu kivijalkakauppa sekä näiden integraatio. Yhtiön tärkein strateginen prioriteetti on liiketoiminnan kasvu. Yhtiö on tällä hetkellä muutosvaiheessa siirtymässä puhtaasta kodintekniikkamyyjästä kohti laajempaa tuotetarjontaa ja eräänlaista ”verkon tavarataloa”.

Yhtiön kasvu voidaan näkemyksemme mukaan jakaa kahteen osaan: markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin.

Yhtiön kasvu rakentuu etenkin verkkokaupan varaan ja kivijalkakaupan suhteen yhtiöllä on vain rajallisia laajennustarpeita. Yhtiö avasi uuden myymälän Raisioon Q1’18 lopussa, mutta sen ylösajo on edennyt käsityksemme mukaan yhtiön odotuksia hitaammin. Yhtiöllä oli aiemmin tonttivaraus myös Itä-Helsingin Myllypurosta, mutta sen raukeaminen laskee uuden myymälän todennäköisyyttä. Logistiikkaa kehittääkseen pidämme mahdollisena, että yhtiö perustaa jollain aikataululla nykyistä tehokkaamman oman logistiikkakeskuksen, sillä Jätkäsaaren varasto ei ole rakenteeltaan kaikkein optimaalisin.

Strategia 2/5

Uudet tuoteryhmät

Verkkokauppa.com on viimeisten vuosien aikana laajentanut tuotetarjontaansa perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle (kategoriat esitetty s. 6). Näiden tuoteryhmien osuus yhtiön myynnistä käsityksemme mukaan edelleen varsin rajallinen (arvionne 15 % kokonaismyynnistä) ja kasvupotentiaalia markkinankokoon nähden on siten runsaasti. Suurimpia kodinelektroniikan ulkopuolisia tuoteryhmiä ovat arvionne mukaan urheilu, musiikki-instrumentit ja lelut. Suuri osa kategorioista oli perustettuna jo ennen yhtiön listautumista vuonna 2014. Tämän jälkeen julkaistuja pääkategorioita ovat olleet 2015 vauvat ja perhe sekä laukut ja matkailu, 2017 lemmikit sekä valaisin kategorian vahvistaminen ja 2019 toteutettu urheilukategorian laajennus palloiluun. Myös jatkossa yhtiö tutkii mahdollisuuksia laajentaa uusiin kategorioihin, mutta myös nykyisten kategorioiden sisällä kasvua haetaan vahvistamalla valikoimaa.

Uskomme, että kantavana ajatuksena yhtiöllä on laajentua tuotealueille, joissa kilpailu on rajoittunutta ja hinnanmuodostus ei tämän myötä ole tehokasta. Nämä olosuhteet tarjoavat Verkkokauppa.comille hyvät edellytykset pitää kiinni asiakaslupauksestaan tarjota kuluttajille markkinoiden edullisimmat hinnat. Yhtiö myös pyrkii etsimään tuotealueita, jotka menevät sen nykyisen logistiikkaketjun läpi helposti.

Verkkokauppa.comin laajentuminen uusille tuotealueille sisältää huomattavasti vähemmän riskejä kuin perinteinen kivijalkakaupan

laajentuminen. Perinteisessä kivijalkakaupassa valtaosa kiinteistä kustannuksista (vuokrat & palkat) on pakko ajaa ylös ennen itse myynnin aloittamista. Kysynnän todellisesta määrästä ei ole takeita ja näin ollen kauppa ottaa huomattavan riskin kivijalkalaajentumisen kanssa. Myös epäonnistuneen kaupan lopettaminen on huomattavan kallista, sillä vuokrat ja palkat juoksevat vielä lopetusilmoituksen jälkeen ja varastojen alasajosta syntyy tappioita. Verkkokauppa.comin tapauksessa laajentuminen vaatii alussa rajallisesti kuluja, sillä se ei tarvitse uutta liiketilaa tai merkittävästi uutta henkilöstöä. Lisäksi yhtiö kykenee näyttelyikkunaan perustuvalla toimintatavallaan pitämään varastotasot matalina. Yhtiö testaa myös normaalisti markkinoiden kysyntää myymällä uutta tuotetta verkossa ja pienissä määrissä myymälässä ennen siirtymistä päätuoteryhmäksi.

Kodinelektroniikan ulkopuolisesta laajentumisesta onnistuneita esimerkkejä ovat mm. musiikki-instrumentit sekä lelut. Musiikki-instrumenteissa yhtiö on noussut markkinajohtajaksi ja käsityksemme mukaan se on myös leluissa lähellä markkinajohtajuutta kilpailijoiden konkurssien myötä. Rautakaupan puolella (työkalut sekä koti&piha tuoteryhmät) yhtiön laajentuminen epäonnistui. Epäonnistumisen taustalla on arvionne mukaan mm. nimikkeiden suuri määrä ja osin erilainen logistiikkaketju, jonka seurauksena yhtiöllä ei ole edellytyksiä olla täyden palvelun rautakauppa. Yhtiö ajoikin nämä tuoteryhmät alas ja niiden tappiot jäivät suhteellisen pieniksi (joitain satoja tuhansia). Tämä

kuvastaa mielestämme yhtiön liiketoimintamallin vahvuuksia ja ketteryyttä.

Muiden tuoteryhmien merkitys korostuu

Muiden tuoteryhmien rooli yhtiön kasvussa tulee arviomme mukaan nousemaan tulevina vuosina. Etenkin pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvu kodinelektroniikassa tulee väistämättä hidastumaan, kun markkinaosuus on noussut riittävän korkeaksi. Näin ollen tehdyt laajentumiset uusiin tuoteryhmiin ovat yhtiön kannalta kriittisiä, sillä ne luovat pohjaa yhtiön pitkän aikavälin kasvun jatkumiselle. Arvionne mukaan uudet tuoteryhmät tulevat asteittain kasvattamaan merkitystään.

KOTEK-ulkopuolisiin tuoteryhmiin laajentumisessa keskeinen kysymys liittyy yhtiön brändin kestävyteen uusissa tuoteryhmissä, missä ostajakunta poikkeaa yhtiön perinteisestä asiakaskunnasta. Onnistuneet laajentumiset uusiin tuoteryhmiin ovat hälventäneet tätä riskiä, mutta yhtiöllä on mielestämme edelleen tiettyjä haasteita saada kuluttajat tietoiseksi itsestään tiettyjen uusien kohderyhmien kanssa. Käynnissä olevan brändimarkkinoinnin onnistuminen näytteleeikin tässä keskeistä roolia ja on strategisesti tärkeää.

Kokonaisuutena uskomme, että uudet tuoteryhmät sisältävät merkittävää potentiaalia yhtiön kannalta. Useilla myyntikatteet liikkuvat 25-50 %:n välillä ja uskomme, että Verkkokauppa.comilla on toimintamallinsa puitteissa hyvät edellytykset kasvaa näillä alueilla.

Strategia 3/5

Markkinaosuuden voittaminen kodinelektronikassa

Verkkokauppa.com on tasaisesti voittanut markkinaosuutta Suomen kodinelektronikkamarkkinassa ja yhtiön markkinaosuus on noussut vuoden 2008 8 %:sta noin 20 %:iin vuonna 2018. Yhtiön markkinaosuuden voittamisen taustalla on sen edullinen kustannusrakenne ja tästä johtuvat matalat myyntikatteet ja edulliset hinnat. Johtuen markkinan polarisoitumisesta ja alan keskeisistä trendeistä, uskomme, että yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuuden voittamista myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan yhtiön markkinaosuuden ottaminen on kuitenkin muuttunut aiempaa selvästi kalliimmaksi erityisesti isoissa kodintekniikan kategorioissa, joiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan lähes puolet ja arvioimme yhtiön markkinaosuuden kasvun olevan lähivuosina selvästi historiallisia tasoja maltillisempaa niiden osalta.

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 on aikaisemmin hoitanut kuluttaja-asiakasrahoituksen kumppanien kautta, mutta vuoden 2018 lopussa se luopui kumppaneista ja tarjoaa rahoitusta nyt täysin omasta taseestaan. Yrityksille suunnatussa apurahassa on edelleen käytössä kumppaneita.

Asiakasrahoituksen prosessi on täysin 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 näkemyksemme 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 Q3'19 yhtiöllä oli Apurahaan liittyviä saamia noin 15 MEUR:n edestä taseessaan. Huhtikuusta 2019 alkaen Verkkokauppa.com on myynyt kaikki ikääntyneet saatavansa ns. jatkuvan kaupan mallilla, jossa kaikki yli 60 päivää erääntyneet saatavat myydään kolmansille osapuolille. Tämä on näkemyksemme mukaan pienentänyt yhtiön saatavariskiä selvästi.

Viime vuonna yhtiön saamat tuotot apurahasta kasvoivat reippaasti 3,1 MEUR:oon (2017: 1,5 MEUR), mutta samalla luottotappiot kohosivat korkealle 2,0 MEUR:oon (2017: 0,7 MEUR). Kuluvan vuoden osalta yhtiö ei juurikaan ole saanut kasvatettua Apurahan tuottoja (2019 9kk: 2,4 MEUR vs. 2018 9kk: 2,2 MEUR), mutta luottotappiot ovat luottotappiovarausten kehityksen perusteella selvästi laskeneet. Käsittelemme mukaan tämä on johtunut yhtiön

luotonantoprosessien parantumisesta erityisesti asiakkaan luottokelpoisuuden arvioinnin suhteen.

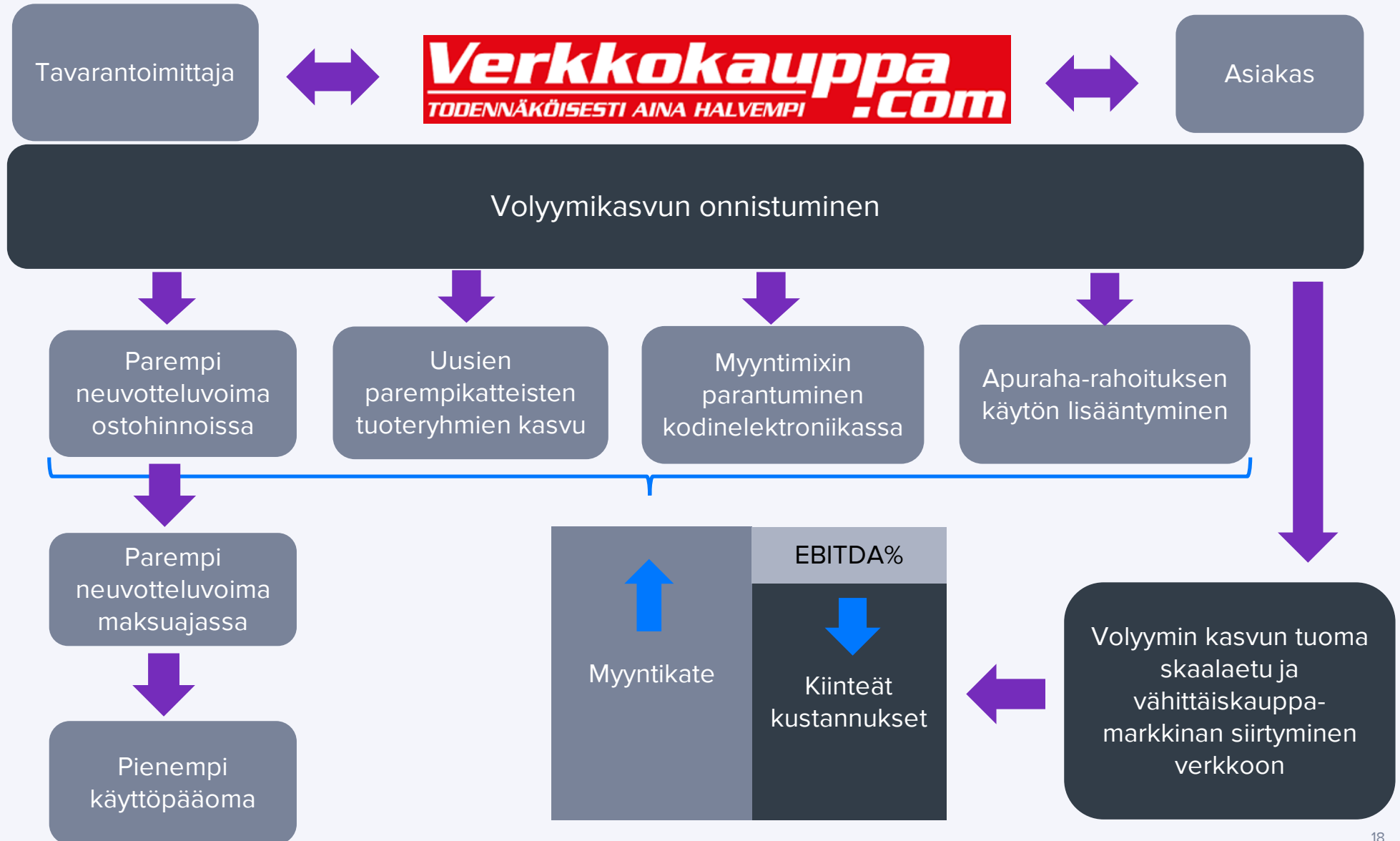
Odotamme Apurahan nettotuottojen (huomioi luottotappiot) olevan 2019 noin 2,3 MEUR (2018: 1,2 MEUR) ja luottokannan olevan vuoden lopussa noin 15 MEUR. Apurahan ennusteemme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme eritele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä. Ennusteemme luottokannan kulut huomioivalle korolle on noin 15 %. Ennusteemme heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofilia hankkeeseen liittyen.

Taloudelliset tavoitteet

Verkkokauppa.com on määrittänyt itselleen kolme taloudellista tavoitetta, jotka ohjaavat yhtiön toimintaa keskipitkällä aikavälillä. Olemme käsitelleet yhtiön historiallista etenemistä suhteessa tavoitteisiin tarkemmin sivuilla 20-23. Nykyisessä kilpailuympäristössä emme pidä realistisena, että yhtiö kykenee saavuttamaan sekä kasvu että kannattavuustavoitteensa samanaikaisesti.

- Yhtiö pyrkii kasvamaan toimintamarkkinoitaan nopeammin ja tavoittelee keskipitkällä aikavälillä 10-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua.
- Yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan liiketoimintavolyymin kasvaessa. Yhtiö tavoittelee keskipitkällä aikavälillä kasvavaa liikelulosta ja 2,5-4,5 liikelulosprosenttia.
- Yhtiön tavoitteena on jakaa kvartaaleittain kasvavaa osinkoa.

Strategia 4/5





Verkkokauppa.com taloudellinen kehitys 1/4

Liikevaihdon kasvu ollut tavoitteiden mukaista

Verkkokauppa.comin liikevaihdon kasvu on ollut lähes koko tarkasteluperiodin (2015-2019 Q3) erinomaista ja yhtiön taloudellisten tavoitteiden haarukassa (10-20 %). Tarkasteluperiodilla kasvunopeuden muutoksia ovat selittäneet etenkin tukkukaupan merkittävästi heilahdelleet volyymit, joiden tarkkaa suuruutta yhtiö ei erittele. Tukkukaupan erät suuntautuvat tyypillisesti Venäjälle ja ovat matalakatteista myyntiä. Vuosina 2015 ja 2017 tukkukauppaa oli selvästi normaalia enemmän, mikä tuki kasvua. Kasvun selvää hidastumista H1'18:lla selittivät puolestaan tukkukaupan merkittävästi poistuneet volyymit. Myös Q4'18:llä tukkukauppaa oli jälleen normaalia enemmän kasvun kiihtyessä jopa 22 %:iin. Maaliskuussa 2018 avattu Raision 4. kivijalkamyymälä antoi omaa tukeaan kasvuille selvästi Q1'18-Q1'19 aikana.

Vuonna 2019 tukkukauppa on ollut vertailukauden tasolla ja se ei ole enää sotkenut lukujen vertailukelpoisuutta. Q1'19:llä Raision myymälä antoi vielä merkittävää tukea yhtiön kasvuille (13 %), mutta Q2'19:llä (5 %) vertailuluvuissa oli jo sisällä uusi myymälä. Kasvun hidastumista selitti myös kokonaismarkkinan kääntyminen noin 0,5 %:n laskuun. Q3'19:llä yhtiön kasvun hyytyminen (3 %) oli poikkeuksellista, sillä matalakatteisissa isoissa kategorioissa (televisio, puhelimet, tietokoneet) yhtiö ei lähtenyt käsityksemme mukaan enää kovimpaan hintasotaan mukaan. Arviomme mukaan yhtiö hävisi näissä kategorioissa myös hieman markkinaosuutta. Kokonaisuutena yhtiö kasvoi Q3:lla vain lievästi kokonaismarkkinaa (2,5 %) nopeammin. Q3:n kehityksen perusteella yhtiö vaikuttaa alkaneen

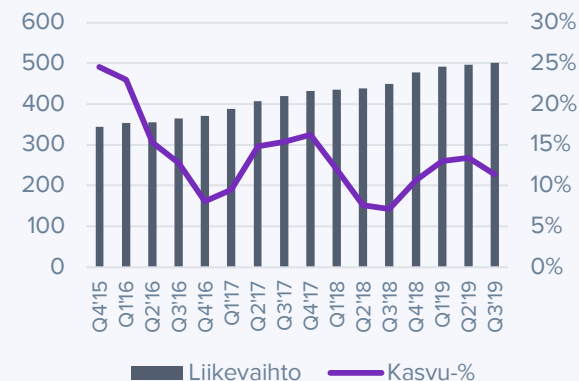
paremmin seurata, mikä KOTEK-myynti on sille kannattavaa ja pidämme kokonaisuuden kannalta järkevänä, että yhtiö ei lähtenyt suurissa kategorioissa kiivaimpaan hintasotaan mukaan.

Liikevoittotrendi viestii kasvun kallistumisesta

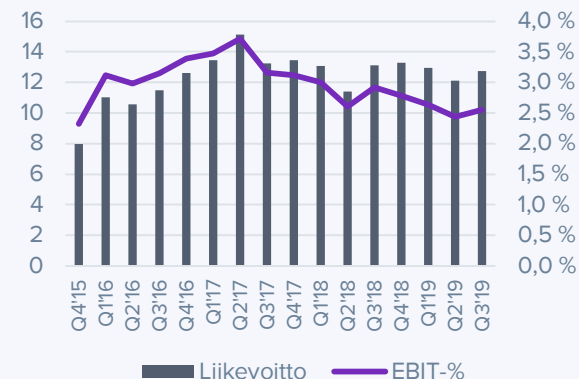
Verkkokauppa.com joutui 2018 tilinpäätöksen yhteydessä laskemaan keskipitkänajan yhteydessä laskemaan keskipitkänajan kannattavuustavoitettaan. Yhtiön nykyinen tavoite on liikevoittomarginaali 2,5-4,5 %:n välillä, kun aikaisempi tavoite oli käyttökatemarginaali 3-5 %:n välillä (ei IFRS 16). Rullaava 12kk-liikevoitto on laskenut nykyisten taloudellisten tavoitteiden alarajalle. Viime vuonna Raision uuden myymälä avaus selitti paljolti liikevoitto-% trendin kääntymistä selvään laskuun. Ylösajon eteneminen ei kuitenkaan pysäyttänyt odotustemme vastaisesti liikevoitto-%:n laskutrendiä. Kiristynyt kilpailu on antanut painetta myyntikatteelle (s. 21) ja myös yhtiön henkilöstökulut ja muut kulut ovat jatkaneet selvällä nousutrendillä myös Raision avauksen jälkeen (s. 22-23). Kausiluontoisesti hiljaisen Q2'19:n 0,2 %:n liikevoitto oli tarkasteluperiodimme selvä pohjanoteeraus, mutta Q3'19:n liikevoitto 3,6 % elpyi vihdoinkin vertailukautta korkeammaksi parantuneen myyntikatteen ansiosta.

Sijoittajan on relevanttia katsoa myös kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän kehitystä. Vähittäiskaupan karkean laskukaavan mukaan uhraamalla noin 1 % liikevoittoa voidaan saavuttaa noin 10 %:n liikevaihdon kasvu. Tällä karkealla mittarilla tarkasteltuna yhtiö ei viime vuosien aikana ole voimakkaasta liikevaihdon kasvustaan huolimatta merkittävästi päässyt eteenpäin kiristynyttä kilpailukenttää nopeammin.

Rullaava 12kk liikevaihto (MEUR)



Rullaava 12kk liikevoitto (MEUR)



Verkkokauppa.com taloudellinen kehitys 2/4

Myyntikatteella useita sisäisiä positiivisia ajureita

Pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna yhtiön myyntikatteella pitäisi olla useita positiivisia sisäisiä ajureita. Ensimmäisenä yhtiön myyntikatetta tukevana tekijänä on kodintekniikan myyntimixin parantuminen kohti toimialan keskiarvoja. Yhtiön myynti on painottunut kilpailijoita enemmän mm. matkapuhelimiin ja tietokoneisiin, jotka ovat matalakatteista myyntiä. Vastaavasti mm. suuret ja pienet kodinkoneet (parempi katetaso) ovat olleet pienemmällä painolla. Myyntimixin parantumista tukee myös omien private label -tuotteiden asteittainen lisääntyminen tuotevalikoimassa.

Toisena myyntikatetta tukevana tekijänä toimivat uudet tuoteryhmät, joiden myyntikate on lähtökohtaisesti kodinelektroniikkaa korkeampi. Esimerkiksi leluissa myyntikate on toimialalla 35-40 %:n välillä ja musiikki-instrumenteissa 25 %:n tasolla. Vertailun vuoksi kaupan alan keskimääräinen myyntikate on viime vuosina Suomessa ollut noin 30 %.

Kolmantena myyntikatetta tukevana tekijänä on yhtiön oma asiakasrahoitus Apuraha, jonka tuotot menevät suoraan myyntikatteeseen (2018: 3,1 MEUR) ja luottotappiot kirjataan muihin kuluihin (2018 1,9 MEUR). Tarkastelemme Apurahaa tarkemmin strategiakappaleessa (s.17).

Neljäntenä tekijänä voidaan nostaa esiin yhtiön kokoluokan kasvu ja tämän kautta tulevat paremmat ostoehdot. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen kokoluokka sallii sille jo varsin hyvät ostoehdot kodinelektroniikassa ja kokoluokan kasvu tuo enää rajallista hyötyä ostoehdoin. Muissa tuoteryhmissä sekä private

label -tuotteissa volyymien kasvu parantaa ostoehdoja näkemyksemme mukaan edelleen selvästi. Saatavan katteen lisäksi isommilla volyymeillä olisi myös positiivinen vaikutus maksuehtoihin ja tämän myötä käyttöpääomaan.

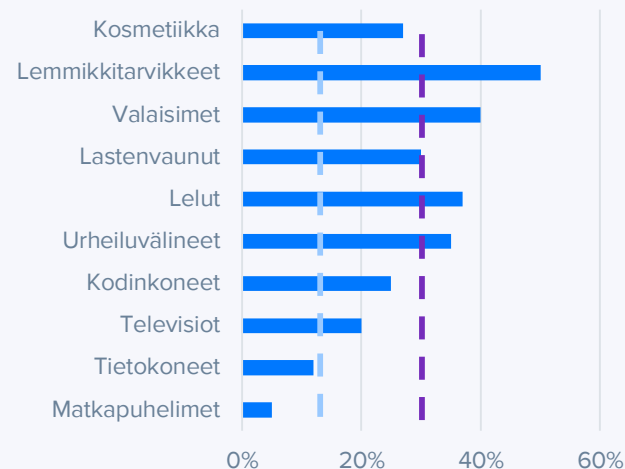
Ulkoiset tekijät kumonneet positiiviset ajurit

Useista positiivisista sisäisistä ajureista huolimatta myyntikate ei ole kehittynyt viime vuosina positiivisesti johtuen hintakilpailun kiristymisestä. Uskomme hintakilpailun pysyvän Suomen kodintekniikan markkinalla (KOTEK) kireänä myös jatkossa.

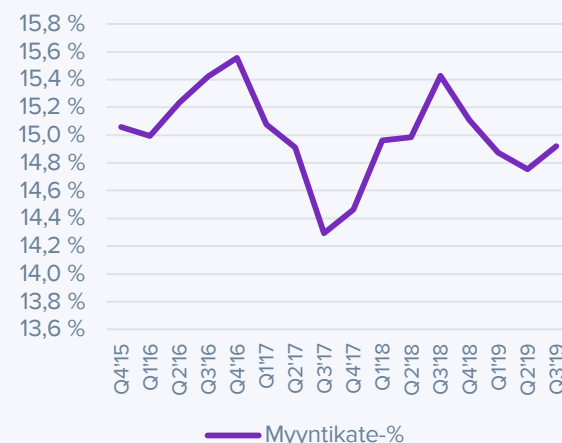
Kokonaisuutena yhtiön rullaava 12kk myyntikate on heilahdellut tarkasteluperiodillamme voimakkaasti. Aikavälillä Q4'16-Q3'17 sekä matalakatteisen tukkukaupan normaalia korkeammat volyymit että kiristynyt kilpailu näkyivät suhteellisen myyntikatteen selvänä laskuna 14,3 %:iin. Sama ilmiö on nähty myös viimeisen 12kk aikana (Q4'18-Q3'19) erityisesti kiristyneen kilpailun johdosta, vaikkakin Q3:lla myyntikate sai tukea jo pitkään odottamastamme myyntimixin parantumisesta.

Gigantti, Power ja Verkkokauppa.com kaikki pyrkivät kasvamaan selvästi yli kokonaismarkkinan kasvuvauhdin. Tästä syystä Suomen markkina on muita Pohjoismaita selvästi hintakilpaillumpi. Muissa Pohjoismaissa on yleensä kaksi hallitsevaa toimijaa, mikä rajaa hintasodan eskaloitumista. Myös ulkomailta tuleva verkkokaupan kilpailupaine pitää huolta siitä, että myös kotimaiset toimijat joutuvat pitämään hintansa alhaalla ja esimerkiksi hintavetoiset kampanjapäivät (esim. Black Friday) ovat tulleet jäädäkseen.

Myyntikate eri tuoteryhmissä*



Rullaava 12kk myyntikate-%



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

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

Verkkokauppa.com taloudellinen kehitys 3/4

Kulurakenteen tulisi skaalautua

Yksi keskeisiä kysymyksiä Verkkokauppa.comissa on sen kulurakenteen skaalautuvuus. Arviomme mukaan kivijalkakauppojen kustannukset (liiketilat+myyjät) ja IT-järjestelmän sekä hallinnon kulujen osuus liikevaihdosta skaalautuu liikevaihdon kasvun myötä kohtuullisen hyvin. Nämä kuluerät painottuvat käsityksemme mukaan erityisesti henkilöstökuluihin ja IFRS-16 kirjanpidossa poistoihin.

Vuonna 2018 yhtiö siirtyi IFRS-kirjanpitostandardin käyttöön (sis. IFRS 16) ja se julkaisi standardin sisältävät luvut takautuvasti 2017 alkaen. Eri kirjanpitostandardien käyttö vaikuttaa siihen, mille tuloslaskelman riville kulueriä kohdistetaan vaikuttaen vertailukelpoisuuteen voimakkaasti. Suurimpana erona IFRS-kirjanpidossa on se, että muut kulut eivät enää sisällä vuokratuloja. Tästä johtuen olemme esittäneet kaksi erillistä historiasarjaa kulujen kehityksestä.

Kulujen skaalautumisen trendi kääntynyt

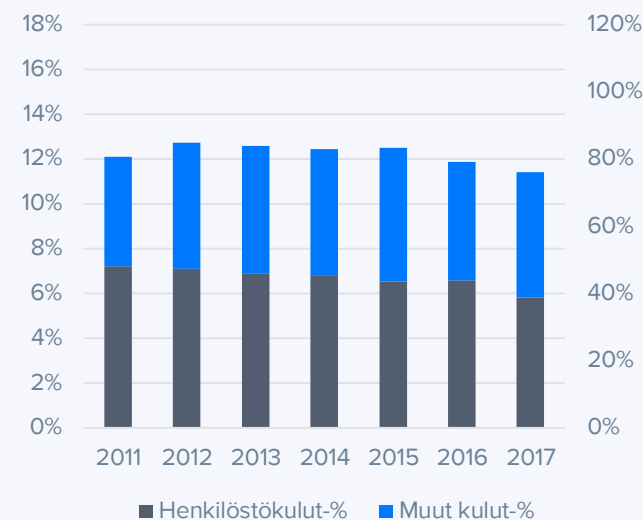
Vuosina 2011-2017 yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon laskivat 12,0 %:sta 11,4 %:iin (FAS-kirjanpito). Vuoden 2017 osalta huomionarvoista, että osa henkilöstökuluista siirtyi muiksi kuluiksi, kun yhtiö ulkoisti osan varastotoiminnastaan Postille, joten kulujen sisäinen mix muuttui.

Vuosina 2018-2019 kulujen skaalautumisen trendi on selvästi kääntynyt ja yhtiön viimeisen 12kk kulut ovat nousseet 11,4 %:iin liikevaihdosta vuoden 2017 10,3 %:n tasosta. Henkilöstökulut olivat viimeisen

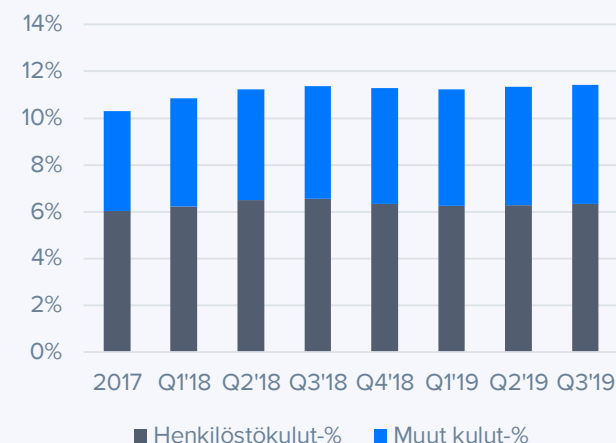
12kk aikana 6,3 % liikevaihdosta, kun ne 2017 olivat 6,0 % liikevaihdosta. Hyppäystä vuoden 2017 tilanteeseen selitti erityisesti maaliskuussa 2018 avattu Raision 4. kivijalkamyymälä, joka kasvatti yhtiön henkilöstömäärää noin 50 henkilöllä vuoden 2018 lopun 683 työntekijään. Tämän jälkeen myös kulu per työntekijä on ollut nousutrendillä johtuen rekrytointien painopisteen siirtymisestä yhä enemmän asiantuntijatasolle mm. tietohallinnon ja osto-organisaation vahvistamiseen.

Muut kulut ovat kasvaneet viimeisen 12 kk aikana 5,1 %:iin liikevaihdosta, kun ne vuonna 2017 olivat 4,3 % liikevaihdosta. Syitä negatiivisen kehityksen taustalla ovat arviomme mukaan olleet Raision kivijalkakaupan mukanaan tuomat kustannukset, selvästi kohonneet markkinointipanostukset, apurahan kasvaneet luottotappiot sekä kasvanut Postin vuokravaraston käyttö. Olemme käsitelleet seuraavalla sivulla muiden kulujen vuositasen sisäistä kehitystä tarkemmin. Q3:sta alkaen yhtiön käyttämä Postin vuokravarasto on muuttanut tehokkaampiin tiloihin Voutilaan, mutta emme odota tämän näkyvän kustannusten laskuna, vaan enemmänkin nopeampina toimituksina asiakkaille.

Kulujen kehitys (FAS)



Rullaava 12kk kulut-%



Verkkokauppa.com taloudellinen kehitys 4/4

Muiden kulujen kehitys vuositasona

Absoluuttisesti tarkasteltuna vuoden 2018 liiketoiminnan muut kulut kasvoivat 29 % 23,7 MEUR:oon (2017: 18,4 MEUR). Vuosikertomuksissa yhtiön liiketoiminnan muut kulut on jaoteltu osavuositarkastuksia tarkemmin toimitilojen ylläpitoon ja huoltoon, rahaliikenteen kuluihin, markkinointiin, hallintopalveluihin sekä muihin liikekuluihin. Yhtiön ylläpito- ja huoltokustannusten vuositason 15 %:n kasvu 4,2 MEUR:oon selittyä käsityksemme mukaan pitkälti Raision uudella kivijalkamyymälällä.

Kasvupanostusten kallistuminen näkyy erityisesti markkinointibudjetin selvänä 33 %:n kasvuna 6,59 MEUR:oon. Yhtiön markkinointibudjetti suhteessa liikevaihtoon oli silti edelleen suhteellisen matala (1,4 % liikevaihdosta), sillä esimerkiksi Gigantilla markkinointikulu oli Suomessa 2,7 % liikevaihdosta sen viimeisimmällä tilikaudella.

Hallintopalveluiden ja muiden liikekulujen summa kasvoi 33 %:lla 10,7 MEUR:oon. Kehitystä selittää käsityksemme mukaan ainakin Apurahan luottotappioiden selvä kasvu 1,96 MEUR:oon (2017: 0,72 MEUR). Myös IFRS-kirjanpitoon siirtyminen toi käsityksemme mukaan jonkin verran lisää hallintokustannuksia verrattuna FAS-kirjanpitoon. Myös Postin vuokravaraston käyttö sisältyy muihin liikekuluihin kokonaisuudessaan ja arvioimme käytön kulujen nousseen liikevaihdon kasvua selvästi nopeammin, sillä yhtiön oma varasto toimii lähellä täyttä kapasiteettiaan ja yhtiön lisävolyymi kulkee vuokravaraston kautta.

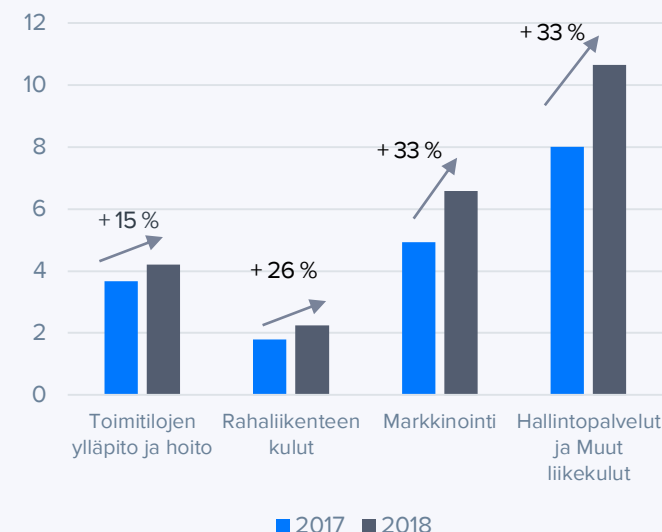
Myös Kodintekniikan markkinan keskihinnat ovat pitkään olleet laskutrendillä ja saman liikevaihdon saamiseksi yhtiö joutuu toimittamaan selvästi suurempia volyymeja (s.13). Postin vuokravaraston käytön laskutus on käsityksemme mukaan tavarantoimittajan tilavuuteen perustuvaa ja tämä selittää, miksi yhtiön logistiikan kustannukset eivät juurikaan ole skaalautuneet, vaikka volyymi on noussut.

Osinko ja EPS historia

Yhtiön oikaistu osakekohtainen tulos on pysynyt 2015-2018 lähellä 0,20 euron tasoa huolimatta liikevaihdon voimakkaasta kasvusta ja myös vuoden 2019 ennusteemme odottaa sen pysyvän 0,20 eurossa.

Yhtiön tavoitteena on jakaa kvartaaleittain kasvavaa osinkoa ja yhtiön osinko onkin kasvanut vuoden 2015 0,15 eurosta/osake vuoden 2018 0,198 euroon/osake. Käyttöpääoman pysyessä negatiivisena ja asiakasrahoituksen sitoessa vain rajallisesti pääomaa voi osingonjakosuhte pysyä nykykäsityksemme mukaan kestävästi lähellä 100 %:ia huolimatta laskevasta omavaraisuudesta, kunhan yhtiöllä on jatkossakin merkittävää käteispuskuria taseessaan.

Muiden kulujen sisäinen kehitys (MEUR)



Osinko- ja EPS-historia (EUR)



Pääkilpailijoiden kehitys 1/2

Gigantti on osa jättimäistä Dixons Carphonea

Gigantin emoyhtiö on verrokiryhmästämme löytyvä Dixons Carphone. Yhtiön alueelliset segmentit ovat UK:ssa, Pohjoismaissa sekä Kreikassa. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Tanska, Suomi, Islanti) logistiikkaan yhtiö hakee skaalaetuja yhteisellä Nordic- keskusvarastolla, joka sijaitsee Jönköpingissä. Kyseessä on Pohjoismaiden suurin logistiikkakeskus, jonka automaatioon yhtiö on viime aikoina investoinut paljon. Arvioimme mukaan liikevaihtoon suhteutettuna logistiikan kustannukset ovat Verkkokauppa.comia matalammalla tasolla, mutta Verkkokauppa.comilla on nopeammat toimitukset Suomen varastoistaan johtuen. Suuren kokonsa ansiosta arvioimme Gigantin saavan myös hieman parempia ostoehtoja ja ostohintoja tavarantoimittajilta kuin Verkkokauppa.com.

Suomen tulos romahti viime tilikaudella

Dixons Carphonen liikevaihto Pohjoismaissa kasvoi paikallisissa valuutoissa 4 % 3900 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali nousi hieman 3,2 %:iin (2018/4: 3,1 %) (tilikausi 2018/5-2019/4). Gigantti Suomella liikevaihto pysyi samaan aikaan vertailukauden tasolla 563 MEUR:ssa ja liikevoittomarginaali laski voimakkaasti 0,2 %:iin (2018/4: 1,4 %). Vertailu konsernin Pohjoismaiseen tulokseen kertoo Suomen markkinan selvästi kireämmästä kilpailutilanteesta. Gigantti Suomen myyntikate laski viimeisimmällä tilikaudella 15,8 %:iin (2018/4: 16,9 %:iin). Myös kiinteät kustannukset olivat nousseet 15,1 %:iin liikevaihdosta (2018/4: 14,8 %) ja niiden nousu

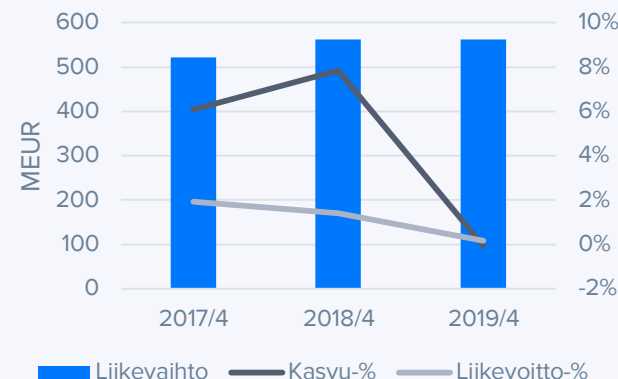
johtui erityisesti markkinointikulujen noususta 15,1 MEUR:oon (14,2 MEUR). Viime tilikauden aikana yhtiö avasi kaksi pienempikokoista Phone-house myymälää ostoskeskuksiin (Kamppi ja Redi). Gigantin valtakunnallinen myymäläverkosto koostuu nykyisellään 41 myymälästä, joista 19 (pienempiä myymälöitä) operoi kauppiasmallilla.

Gigantti toteutti myös 2018 yritysoston hankkimalla K.M Hastin kodinkoneiden kotiinkuljetus- ja asennuspalvelut itselleen. Sen Tampereen ja Vantaan terminaalit vastaavat suuresta osasta Gigantin kodinkoneiden ja suurikokoisten toimitusten kotiinkuljetuksia ja -asennuksia.

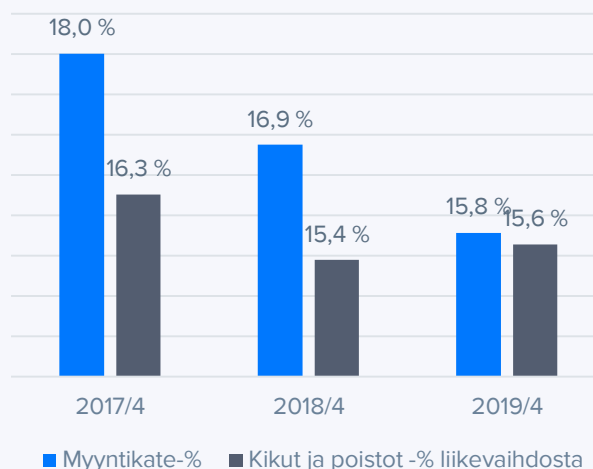
Gigantti palannut kasvuun tuoreimmalla tilikaudellaan

Touko-lokakuussa Dixons Carphone kasvoi Pohjoismaissa paikallisissa valuutoissa 3 %:lla ja yhtiö mainitsee Suomen organisaation erottuneen muista hyvällä suoriutumisellaan ("standout performer"). Uskomme yhtiön suojelevan tänä vuonna paalupaikkaansa markkinaosuuksissa aggressiivisella hinnoittelulla ja markkinointia lisäämällä. Yhtiö aloitti myös lokakuussa 2019 ensimmäisenä Suomen KOTTEK-markkinan toimijana kanta-asiakkuusohjelman Ruotsin markkinalta saamiensa hyvien kokemusten perusteella. Tämä on mielenkiintoinen avaus asiakaspidon näkökulmasta, sillä käsityksemme mukaan asiakaspito on alalla matala ja kanta-asiakkuus on yksi tapa sitouttaa asiakasta. Gigantti on myös vahvistanut verkkosivujaan viime aikoina erityisesti tekoälyyn pohjautuvilla tuotteiden suosittelemisoinnoilla.

Gigantti (Suomi)



Gigantti (Suomi)



Pääkilpailijoiden kehitys 2/2

Power saanut kivijalkaverkkonsa valmiiksi

Power Suomi kuuluu norjalaiseen listaamattomaan Power International AS konserniin, jolla on myymälöitä Norjassa, Tanskassa ja Suomessa. Emoyhtiö teki 2018 liikevaihtoa noin 1100 MEUR (+1 %) käyttökatemarginaalin oltua noin 1 % (2017: -1 %). Power lanseerattiin Suomessa keväällä 2016, kun emoyhtiö hankki Expert-ketjun. Power Suomen valtakunnallinen myymäläverkosto koostuu 38 omasta myymälästä, joista viimeisin avattiin keväällä 2019 Espooseen. Yhtiöllä on lisäksi 12 kauppiasmyymälää, jotka toimivat yhtä lukuun ottamatta yhä Expert-brändin alla. Kivijalkapainotteisen strategiansa lisäksi Power on alkanut viime aikoina panostaa myös Click & Collect -toimintojensa kehittämiseen, mikä on loogista verkkokaupan osuuden kasvaessa kokonaismarkkinasta.

Power on keskittänyt viime aikoina myös paljon aiemmin maakohtaisia toimintoja koko konsernin yhteisiksi toiminnoksi (osto-organisaatio Norjassa, varasto Ruotsissa, taloushallinto Vilnassa ja verkkosivujen kehitys Suomessa), minkä ansiosta toimintojen kiinteät kulut skaalautuvat paremmin. Tämä hieman nostaa Powerin kilpailukykyä, mutta johtuen kivijalkapainotteisesta strategiasta ovat yhtiön kiinteät kulut ja poistot (noin 22 % liikevaihdosta) ja edelleen merkittävästi korkeammat kuin Verkkokauppa.comilla (13 %).

Vuonna 2018 kasvu hyytyi, kannattavuus parani

Power Finlandin liikevaihto laski viime vuonna 286 MEUR:oon (-6 %). Liikevaihto sai viime vuonna

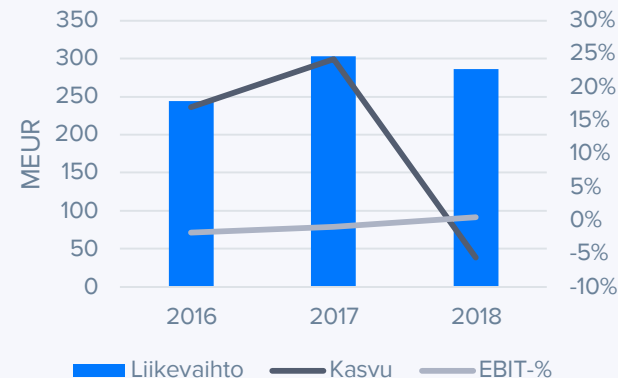
merkittävää vastatuulta tukkukaupan laskusta ja sen vaikutus liikevaihtoon oli -7 %. Powerin kasvuun negatiivisesti vaikutti myös helmikuukuu tehty toiminnanohjausjärjestelmän päivitys ja sen aikana tehdyt alhaisemmat markkinointipanostukset. Yhtiön liikevoitto nousi 2018 ensi kertaa positiiviseksi 0,5 %:iin (2017: -1,0 %). Powerin myyntikate oli viime vuonna 22,1 % (2017: 18,8 %) eli Verkkokauppa.comia (15,1 %) selvästi korkeampi. Arviomme mukaan ero selittyy pitkälti yhtiön korkeammilla hinnoilla, mutta myös Powerin myyntimix painottuu enemmän parempikatteisiin kodinkoneisiin. Powerin viime vuoden kasvupanostusten hölläminen näkyi erityisesti parempana myyntikatteena.

Vuonna 2019 kasvuun panostettu jälleen paljon

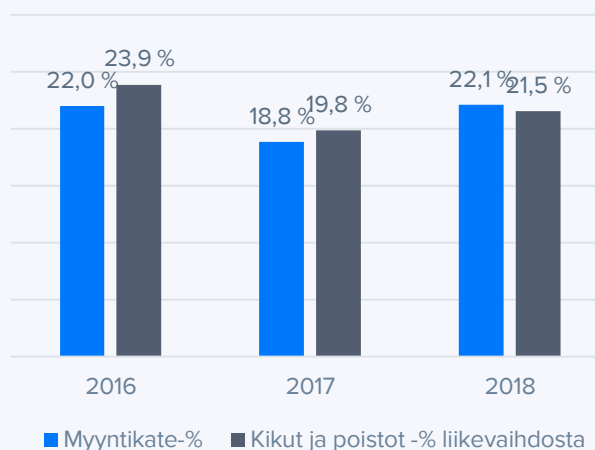
Vuonna 2019 Powerilta on jälleen nähty voimakasta kampanjointia mediassa ja uskomme yhtiön hakevan jälleen aggressiivisesti kasvua. Yhtiön 2018 tilinpäätöksessä todetaan, että aiempien vuosien tietojärjestelmämuutosten myötä yhtiö uskoo liikevaihdon ja tuloksen edelleen parantuvan edellisvuodesta. Powerin Norjalainen emoyhtiö sijoitti myös Suomen yhtiöön 2018 tilikaudella lisää rahaa 30,4 MEUR.

Olemme aiemmin aliarvioineet Powerin tuomaa kilpailu-uhkaa mm. sen tuloksen tappiollisuudesta johtuen. Vaikka se on edelleen kolmesta isosta toimijasta mielestämme heikoimmin positioitunut vähittäiskaupan murrokseen, emme odota sen perääntyvän lähivuosina Suomesta, mikä pitää kilpailun kireänä.

Power (Suomi)



Power (Suomi)



Tase 1/2

Kevyt ja nettovelaton tase

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Taseen loppusumma oli vuoden 2018 lopussa 168 MEUR. Johtuen merkittävistä kalenterivuoden sisäisistä muutoksista yhtiön käyttöpääomassa, tarkastelemme viimeisen tilikauden toteutuneita lukuja, sillä ne tarjoavat mielestämme paremman kuvan yhtiön taseen normalisoidusta tilasta.

Pitkäaikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa ennen IFRS-16 muutoksia juurikaan ollut, sillä yhtiö ei itse omista myymälöitään. Vuokravastuiden tuonti taseeseen kasvatti kuitenkin niihin liittyviä pitkäaikaisia varoja noin 22 MEUR:oon. Tämän lisäksi yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkäaikaiset varat sisälsivät noin 3 MEUR:lla ja muita pitkäaikaisia saamisia oli noin 3 MEUR:lla.

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2018 lopussa 65,8 MEUR tai 13,8 % liikevaihdosta (2017: 10,9 %). Varastotasojen selvä 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 myyntisaamisiin laskettavien erien osuus oli noin 17 MEUR tai 3,6 % (2017 3,0 % liikevaihdosta). Arvioimme mukaan yhtiön myyntisaamiset tulevat kasvamaan lähivuosina maltillisesti (seuraava sivu), kun Verkkokauppa.com kasvattaa harkitusti omaa

asiakasrahoitusliiketoimintaansa. Ennustamme myyntisaamisten määrän suhteessa liikevaihtoon kasvavan noin 4,5 %:iin vuoteen 2021 mennessä. Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2018 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 47 MEUR.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2018 lopussa 38 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä on vain vuokravastuisiin liittyvät vuokrasopimusvelat 23 MEUR. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa 107 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja on noin 80 MEUR tai 16,9 % liikevaihdosta (2017: 17 %). Uskomme, että operatiivisesti yhtiöllä on ostovelkojen suhteen edelleen kehitettävää, sillä liiketoiminnan kasvava volyyymi tarjoaa mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin ja ennustamme niiden nousevan 18 %:iin vuoteen 2021 mennessä.

Negatiivinen käyttöpääoma tärkeä osa liiketoimintamallia

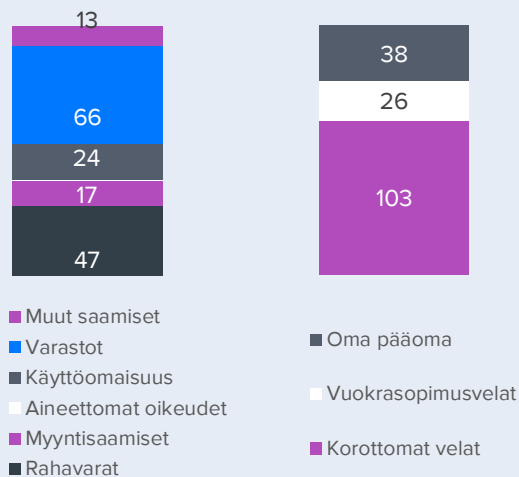
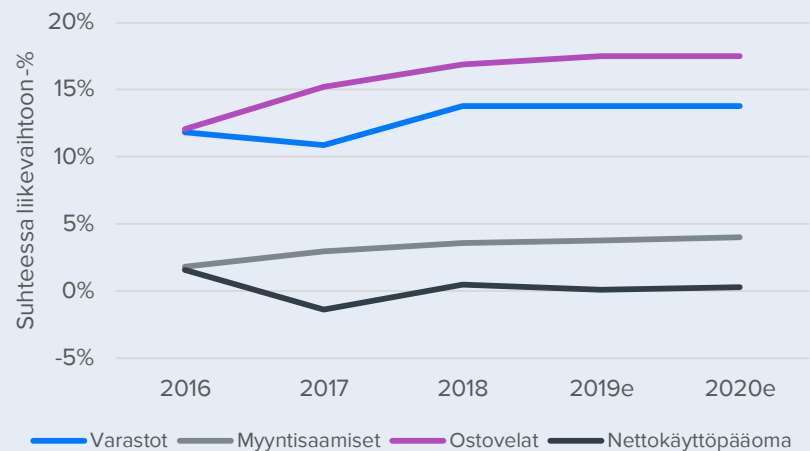
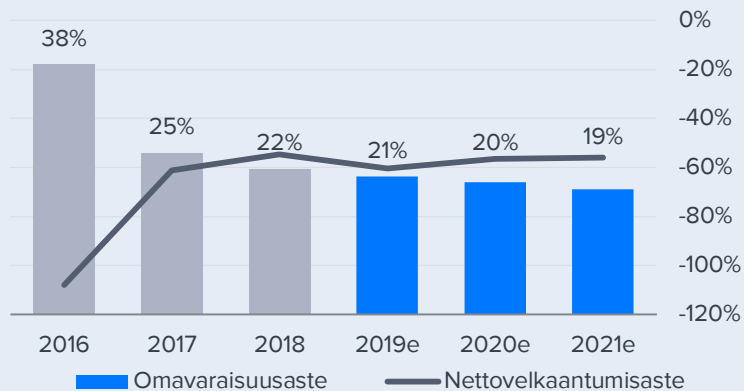
Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2018 lopussa noin 0,5 % liikevaihdosta. Lähellä nollaa oleva käyttöpääoma on liiketoiminnan kannalta kriittistä, sillä sen myötä tavarantoimittajat rahoittavat yhtiön kasvua. Ennustamme mukaan asiakasrahoituksen kasvu tasapainottuu lähivuosina ostovelkojen kasvulla ja nettokäyttöpääoma pysyttelee lähelle nollaa.

Verkkokauppa.comin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2018 lopussa -55 %.

Uskomme yhtiön haluavan säilyttää merkittävän taloudellisen liikkumavaran

Sijoittajien on tärkeä kuitenkin muistaa, että kassa-alennusten hyödyntämiseksi yhtiö tarvitsee myös ostoehtojen turvaamiseksi tavarantoimittajilta sekä yhtiön rahoituspalveluiden riskiprofiiliin hallitsemiseksi yhtiöllä on hyvä olla taseessaan käteispuskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan merkittävästi esim. voitonjaon kautta lähivuosina. Arvioimme kuitenkin seuraavat pari vuotta nykyisen kvartaaleittain kasvavan osinkopolitiikan jatkuvan, mikä nostaa osingonjakosuhteen hetkellisesti yli 100 %:n.

Tase 2/2



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Riskit

Kilpailun kiristyminen

Kilpailupaineen lisääntyminen on vähittäiskaupassa aina merkittävä riski ja KOTEK-markkinalla se on erityisen relevantti tuotteiden homogeneisyydestä ja alhaisista myyntikatteista johtuen. Myös tämän hetkisten päätoimijoiden kannattavuus vaikuttaa olevan Suomessa erittäin herkkä kokonaismarkkinoiden kasvunopeudelle, sillä kaikkien kolmen kasvutavoitetta on kasvun hidastuessa mahdotonta täyttää.

Verkkokaupan yleistymisen myötä kaupan pelikenttä muuttuu myös lokaalista globaaliksi ja näin ollen uusien kilpailijoiden alalle tulon kynnyks laskee merkittävästi. Verkkokauppa.comin asemaa parantaa yhtiön erittäin alhainen kulurakenne, joka on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen myös globaaleja verkkokauppapohjaisia pelureita vastaan. Pidämme epätodennäköisenä, että Suomen kodinelektronikkamarkkinalle etabloituisi uusia kivijalkapohjaisia toimijoita lyhyellä aikavälillä johtuen markkinan pienestä koosta, kireästä kilpailutilanteesta ja Suomen markkinan syrjäisestä sijainnista. Pidemmällä aikavälillä on mielestämme selvää, että myös globaalit jätit tulevat myös Suomeen ja tämä tulee kasvattamaan kaupan alan hintapainetta ja kiihdyttämään kaupan siirtymistä verkkoon.

Amazonin laajentuminen Pohjoismaihin

Amazon on siitä kunnioitettava vastus, että sen liiketoimintamalli poikkeaa Verkkokauppa.comin ja sen nykyisten kaupan alan kilpailijoiden liiketoimintamalleista selvästi. Amazonin valikoima

on valtava, sillä sen itse myymien tuotteiden lisäksi myös kolmas osapuoli voi asettaa tuotteitaan myyntiin sen alustan kautta. Lisäksi Amazonilla on suosiotaan kasvattava jäsenmaksullinen Prime-palvelu, johon ilmaisten toimitusten lisäksi on paketoitu lukuisia muita palveluita ja yhtiö pyrkii saamaan kuluttajan keskittämään ostoksensa sen palveluun. Yhtiölle merkittävää kassavirtaa ja muskelia tuottaa myös sen datakeskusliiketoiminta (AWS), jonka ansiosta se voi toimia vähittäiskaupassa pitkään myös tappiolla, jos se haluaa ajaa erityisesti tehottomia kilpailijoitaan ahtaalle.

Vaikka Verkkokauppa.com onkin asemoitunut kulurakenteensa puolesta myös Amazonin tuloon varsin hyvin, ei uuden kilpailun uhkaa tule vähätellä. Varsinkin yhtiön uusissa kategorioissa, joissa yhtiö vasta hakee tukevaa jalansijaa, voisi Amazonin tulo vaikeuttaa Verkkokauppa.comin etenemistä merkittävästi. Paras ase yhtiölle myös Amazonia vastaan on nykyisen markkina-aseman merkittävä vahvistaminen ja kulutehokkuuden jatkuva parantaminen.

Yhtiön brändin kantavuus uusille tuote-alueille

Arviomme mukaan Verkkokauppa.com brändi on tällä hetkellä edelleen profiloitunut suhteellisen vahvasti kodinelektronikkaan. Mielestämme on edelleen hyvin epäselvää miten täysin eri kohderyhmien (esimerkiksi lastenhoidon) ostajat mieltävät yhtiön brändin uusien tuoteryhmien ostospaikkana. Tähän asti Verkkokauppa.com on pienissä määrin onnistunut laajentamaan tuotetarjontaansa kodinelektronikan ulkopuolella

ja brändi on kantanut näille tuote-alueille hyvin (esim. musiikki-instrumentit ja lelut). Onnistuminen uusilla alueilla lieventääkin pahimpia huolia brändin kestävyyyteen liittyen, mutta arviomme mukaan yhtiöllä on edelleen tiettyjä haasteita asian kanssa. Kilpailijoita alemmat hinnat pienentävät tätä riskiä pitkällä aikavälillä ja kyse onkin lähinnä kasvun kulmakertoimesta lyhyemmällä aikavälillä.

Yhtiön oma IT-järjestelmä

Verkkokauppa.comin koko toiminta nojaa omaan Private IT-järjestelmään. Vaikka oma IT-järjestelmä on yhtiön keskeinen kilpailuetu, on se myös merkittävä riski. Mikäli yhtiö epäonnistuisi IT-järjestelmän kehittämisessä muodostuisi siitä nopeasti yhtiölle kilpailuhaitta kilpailuedun sijaan. Lisäksi erilaiset järjestelmähäiriöt kasvattavat oman IT-järjestelmän riskiä. Ottaen huomioon yhtiön iteratiivisen prosessin oman IT-järjestelmän kehittämisessä sekä sen pitkän historian, pidämme tätä riskiä kohtuullisen pienenä.

Asiakasrahoituksen riskit

Asiakasrahoituksen myötä Verkkokauppa.comin taseriski kasvaa selvästi. Pahimmassa skenaariossa luottotappioiden kasvu ja epäonnistuminen riskin hinnoittelussa voisi aiheuttaa yhtiölle merkittäviä tappioita. Kuitenkin yhtiö etenee näkemyksemme mukaan asiakasrahoituksen suhteen maltilla ja erääntyneet saatavat myydään taseesta nykyisin jo 60 päivän jälkeen.

Ennusteet 1/3

2019 kilpailu markkinaosuuksista kiristynyt

Markkinan toteutunut kasvu on ollut 2019 ensimmäiseltä 9 kuukaudelta 2,2 %. Kasvu on ollut kuitenkin erittäin hintavetoista ja kireän kilpailun sävyttämää. Kilpailutilanne on heijastunut voimakkaasti myös Verkkokauppa.comin lukuihin, eivätkä yhtiön kilpailuedut ole näyttäytyneet yhtä vahvoina, mitä aiemmin olemme olettaneet.

Yhtiön alkuperäinen ohjeistus oli jo hieman sen keskipitkän aikavälin tavoitteiden alapuolella (liikevaihto 500-550 MEUR ja liikevoitto 11-17 MEUR). Yhtiö laski Q3:n yhteydessä haarukoidensa ylälaitoja liikevaihdon osalta 500-525 MEUR:oon eli kasvu 5-10 % ja liikevoiton osalta 11-15 MEUR:oon eli liikevoittomarginaali 2-3 %.

H1'19 oli yhtiölle kasvun osalta vielä kelvollinen suoritus liikevaihdon kasvettua 9 % 224 MEUR:oon. Liikevoitto jäi kuitenkin vaatimattomaan 2,5 MEUR:oon (liikevoitto 1,1 %) kausiluontoisesti heikommalla vuosipuolikkaalla. Q3:lla yhtiön tuloskehityksessä oli nähtävillä käännettä parempaan ja, vaikka yhtiön liikevaihto kasvoi vain 3 % 121 MEUR:oon, elpyi kannattavuus 4,3 MEUR:oon (liikevoittomarginaali 3,6 %).

Yhtiön pitää onnistua kriittisellä Q4:llä

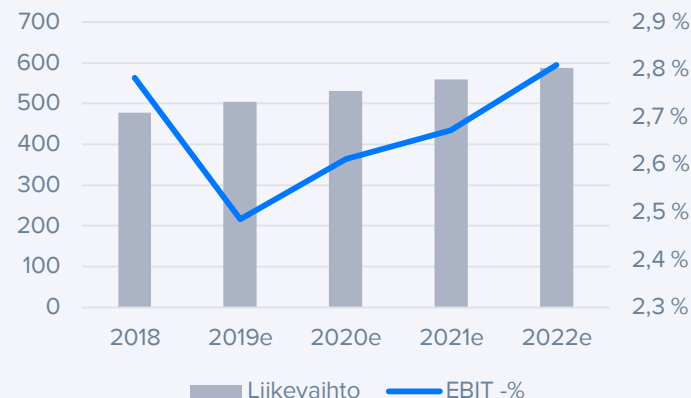
Tuloksellisesti hyvän Q3:n jälkeen yhtiön tulosvaroitusriski laski selvästi, mutta sen välttäminen vaatii edelleen kohtuullisen onnistumisen alalle kriittisessä joulukaupassa. Odotamme yhtiön kasvun jäävän Q4:llä jälleen vaisuksi 3 %:iin, mutta liikevoiton ennustamme

jatkavan hyvällä 3,6 %:n tasolla. Kokonaisuutena ennustamme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 6 %:lla 505 MEUR:oon (2018: 478 MEUR). Liikevoiton ennustamme jäävän hieman edellisvuodesta ollen 12,7 MEUR (2018: 13,3 MEUR).

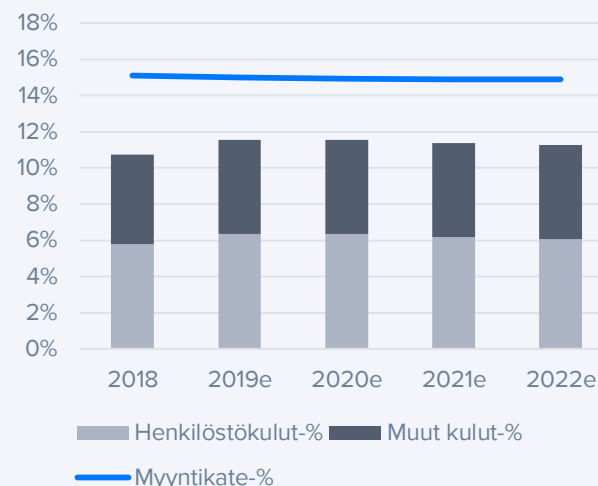
Suurimpana selittävänä tekijänä Q4:n vaisulle kasvuennusteellemme ovat vertailukauden korkeat tukkukaupan volyymit. Myös veronpalautusten maksuajankohtien aikaistuminen Q3:lle ja 11-27.11 voimassa ollut postin lakko pitävät kasvuodotuksemme maltillisina. Toisaalta tänä vuonna odotamme yhtiön myynnin saavan erittäin paljon tukea Black Fridaysta, sillä yhtiön verkkosivut kestivät ensimmäistä kertaa sen kysyntäpiikin kaatumatta. Q4:n myyntikate on ennusteessamme hieman vertailukautta parempi eli 15,1 % (Q4'18: 14,7 %) Odotamme Q3:n tapaan yhtiön myyntimixin painottuvan vertailukautta enemmän kodintekniikan suurten kategorioiden ulkopuolisiin tuotteisiin, joissa on parempi katetaso. Myyntikatteen nousua rajaavina tekijöinä ovat kireä kilpailutilanne ja Black Fridayn ajoittuminen (29.11) lähelle joulukauppaa. Odotamme enemmän tavaraa vaihtaneen omistajaa tarjousmyynneissä.

Ennustamme kulujen kasvaneen alkuvuoden tapaan. Henkilöstökulujen kasvu 5,5 %:iin liikevaihdosta (Q4'18 5,4 %) on vielä maltillinen, mutta muiden kulujen kasvu 5,2 %:iin (Q4'18 4,8 %) liikevaihdosta on seurausta laajasta televisiokampanjoinnista sekä pidemmän ajan potentiaalia vahvistavasta brändimainonnasta.

Liikevaihdon (MEUR) ja kannattavuuden ennusteet



Myyntikatteen ja kulujen ennusteet suhteessa liikevaihtoon



Ennusteet 2/3

2020-2022 ennusteet

Kokonaisuutena odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 2020-2022 vuosittain noin 5 %:lla, mikä on selvästi alle sen keskipitkän aikavälin tavoitteiden. KOTEK:ssa yhtiön kasvu jää ennusteessamme 2020-2021 vuositasolla noin 3 %:iin. Uusissa tuotekategorioissa odotamme 2020 11 %:n ja 2021 jo 14 %:n kasvua. 2021 muiden tuoteryhmien osuus nousee jo lievästi suuremmaksi kasvun lähteeksi.

Odotamme 2020-2022 KOTEK-markkinan kasvavan noin 1-2 % vuodessa. Uskomme yhtiön kasvattavan markkinaosuuttaan edelleen myös kodintekniikassa, mutta aiempaa selvästi hitaammin. Uskomme yhtiön arvioivan aiempaa tarkemmin liikevoiton kautta, mihin kodintekniikan tuotteisiin sen kannattaa panostukset kohdistaa. Isoissa kategorioissa kilpailu on käsityksemme mukaan Suomessa erittäin kireää ja katteet erittäin matalat ja näissä kategorioissa markkinaosuus pysyy ennusteessamme suunnilleen nykytasolla.

Muiden tuotekategorioiden kasvua tukee yhtiön entistä parempi keskittyminen bränditunnettavuuden parantamiseen yhtiön pääkohderyhmän (kodinelektronikan ostajat) ulkopuolella. Uusien tuotekategorioiden kasvun onnistuminen on yhtiön pidemmän aikavälin tarinan kannalta kriittistä, sillä KOTEK-markkinan koko ja kasvu rajoittavat yhtiön kasvua yhä selvemmin markkinaosuuden kasvaessa.

Yhtiön myyntikate pysyy ennusteessamme paineessa johtuen kireästä hintakilpailusta

kodinelektronikassa ja aggressiivisesta hinnoittelusta muissa tuoteryhmissä. Ennustamme myyntikatteen säilyvän lähivuosina 14,9 %:n tasolla ja myyntimixin sekä ostoehtojen parantumisesta ja apurahan kasvusta (s.27) saatavat hyödyt valuvat ennusteissamme edelleen kuluttajille matalampina hintoina.

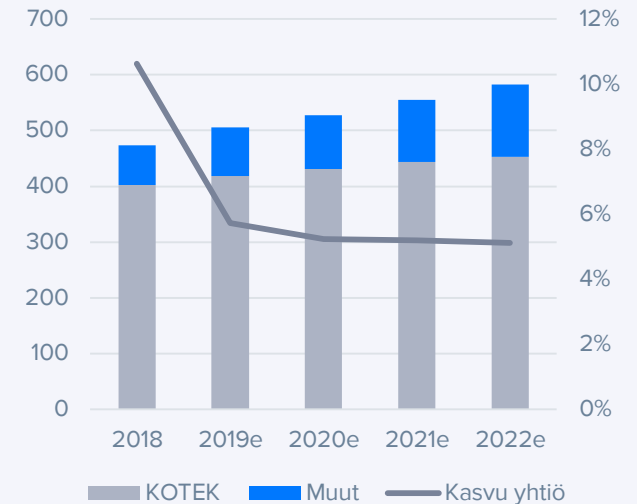
Muiden kulujen ennustamme kasvavan liikevaihdon suhteessa ja olevan 5,2 % (2019e: 5,2 %), sillä merkittävimmät kuluerät markkinointi- ja logistiikkakulut eivät Verkkokauppa.comin tapauksessa näkemyksemme mukaan juurikaan skaalautu volyymin noustessa. Henkilöstökulut sen sijaan skaalautuvat ennusteessamme ja ovat 2020e 6,2 %, 2021e 6,1 % (2019e: 6,4 %).

Kokonaisuutena olemme nostaneet 3 %:lla 2020-2022 tulosennusteitamme (seuraava sivu). Liikevoittomarginaali nousee ennusteessamme 2019 2,5 %:sta 2022 2,8 %:iin ja osakekohtainen tulos puolestaan 0,20 eurosta 0,26 euroon.

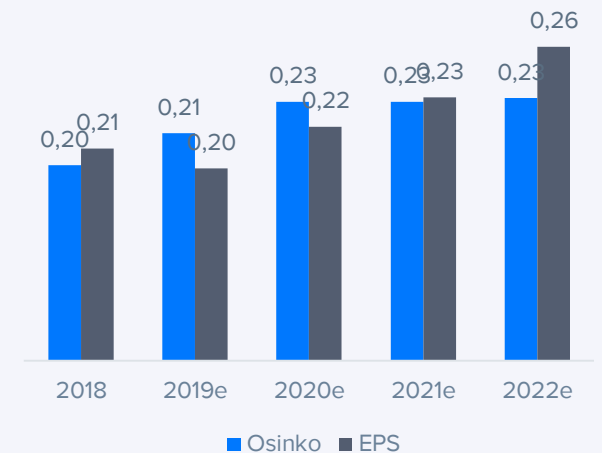
Osinkoennusteet

Odotamme Verkkokauppa.comin osingon kasvavan tulevana kvartaaleina vielä 0,001 eurolla nykyisten taloudellisten tavoitteiden mukaisesti. Tilikausien 2019-2020 tuloksista maksettavat osinkoennusteemme ovat 0,21 euroa sekä 0,23 euroa. Yhtiön vahva kassa antaa mahdollisuuden nostaa osingonjakosuhteen väliaikaisesti yli 100 %:n. Odotamme yhtiön luopuvan kvartaaleittain kasvavasta osingosta tämän jälkeen, mutta osingonjakosuhte voi mielestämme säilyä noin 90 %:n tasolla, sillä yhtiön kasvu ei sido pääomia.

Myyntimix

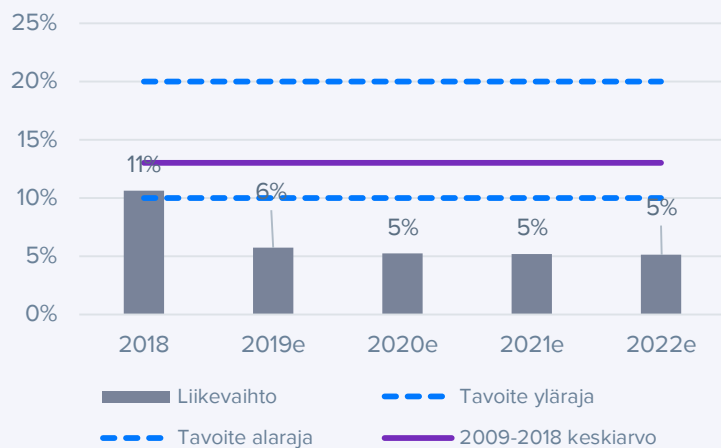


Osinkoennusteet (EUR/osake)

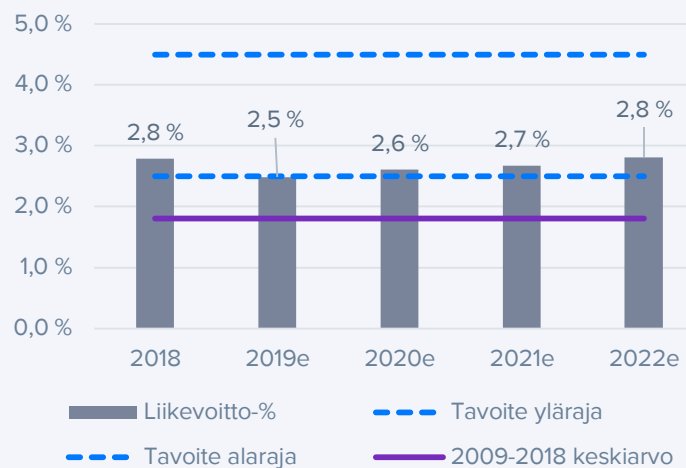


Ennusteet 3/3

Liikevaihtoennuste



Liikevoittoennuste



Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	505	505	0 %	530	532	0 %	555	559	1 %
Liikevoitto	12,6	12,7	1 %	13,5	13,9	3 %	14,6	14,9	3 %
Tulos ennen veroja	10,9	11,1	1 %	11,9	12,2	3 %	12,7	13,1	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,19	0,20	1 %	0,21	0,22	3 %	0,23	0,23	3 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,21	8 %	0,22	0,23	6 %	0,22	0,23	5 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	432	103	102	117	156	478	116	108	120	161	505	532	559	588
Verkkokauppa.com	432	103	102	117	156	478	116	108	120	161	505	532	559	588
Käyttökate	18,0	4,0	2,3	5,0	7,2	18,4	3,6	1,5	5,6	7,1	17,7	19,1	20,6	22,2
Poistot ja arvonalennukset	-4,6	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,0	-5,2	-5,6	-5,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,5	2,7	1,0	3,7	5,9	13,3	2,3	0,2	4,3	5,9	12,7	13,9	14,9	16,5
Liikevoitto	13,5	2,7	1,0	3,7	5,9	13,3	2,3	0,2	4,3	5,9	12,7	13,9	14,9	16,5
Verkkokauppa.com	13,5	2,7	1,0	3,7	5,9	13,3	2,3	0,2	4,3	5,9	12,7	13,9	14,9	16,5
Nettorahoituskulut	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,6	-1,9	-2,0
Tulos ennen veroja	11,8	2,2	0,6	3,3	5,5	11,6	1,9	-0,2	3,9	5,4	11,1	12,2	13,1	14,5
Verot	-2,4	-0,4	-0,1	-0,7	-1,1	-2,3	-0,4	0,0	-0,8	-1,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,4	1,8	0,5	2,6	4,4	9,3	1,5	-0,2	3,2	4,4	8,9	9,8	10,5	11,6
EPS (oikaistu)	0,21	0,04	0,01	0,06	0,10	0,21	0,03	0,00	0,07	0,10	0,20	0,22	0,23	0,26
EPS (raportoitu)	0,21	0,04	0,01	0,06	0,10	0,21	0,03	0,00	0,07	0,10	0,20	0,22	0,23	0,26

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	16,3 %	2,7 %	3,4 %	10,9 %	22,3 %	10,6 %	13,0 %	5,4 %	2,9 %	3,3 %	5,7 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	5,2 %	-12,0 %	-62,0 %	85,1 %	2,7 %	-1,2 %	-13,6 %	-81,2 %	17,1 %	-1,1 %	-4,6 %	9,5 %	7,6 %	10,5 %
Käyttökate-%	4,2 %	3,9 %	2,2 %	4,2 %	4,6 %	3,8 %	3,1 %	1,3 %	4,6 %	4,4 %	3,5 %	3,6 %	3,7 %	3,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,1 %	2,6 %	1,0 %	3,2 %	3,8 %	2,8 %	2,0 %	0,2 %	3,6 %	3,6 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %
Nettotulos-%	2,2 %	1,8 %	0,5 %	2,2 %	2,8 %	1,9 %	1,3 %	-0,2 %	2,6 %	2,7 %	1,8 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Tavoitehinta ja suositus

Tarkistamme tavoitehintamme 3,4 euroon (aik. 3,2 euroa) ja toistamme yhtiön vähennä-suosituksemme. Näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta on noussut hieman ennustenostojen seurauksena. Yhtiön arvonmäärityksessä olemme käyttäneet absoluuttista tulos pohjaista arvostusta sekä kassavirtalaskelmaamme, joille olemme antaneet yhtä suuret painoarvot. Suhteelliselle arvonmääritykselle, emme anna painoarvoa johtuen verrokkien erilaisista liiketoimintamalleista ja huonosta vertailtavuudesta.

Viime vuosien taloudellisen kehityksen perusteella (s.20) emme ole valmiita hyväksymään yhtiölle enää korkeita kasvuyhtiön kertoimia, sillä yhtiö ei mielestämme ole saanut etumatkaa kilpailijoihin huolimatta voimakkaasta liikevaihdon kasvusta. Mielestämme myös markkina katsoo yhtiön kohdalla yhä selvemmin tulos pohjaisia kertoimia ja kasvuyhtiöstatuksen hiipumisen myötä matala EV/S-kerroin 0,3x jää sivurooliin.

Korkeampi arvostus vaatisi taakseen korkeampia tulosennusteita

Ennusteidemme mukaiset P/E-kertoimet 2019e 18x ja 2020e 16x ovat absoluuttisesti koholla suhteessa ennustamamme tuloskasvun kulmakertoimeen (2019-2021e CAGR-% 10 %). Yhtiölle hyväksymämme arvostustaso on noin 15 % nykyistä alempana (P/E-kerroin 16x) ja siten ensi vuodelle odottamamme tuloskasvu on jo hinnoiteltu osakkeeseen sisään. Hyväksyttäviä kertoimia tukee vähän pääomia sitova liiketoimintamalli, mutta laskee vastaavasti mm. maariski, pieni koko ja toimiminen erittäin

kilpailuilla kodintekniikan markkinoilla. Mielestämme korkeampi arvostus vaatisi taakseen korkeammat tulosennusteet ja ne edellyttäisivät joko Suomen kodintekniikan markkinan kääntymistä selvään kasvuun tai kilpailutilanteesta muutoksia, mutta kumpaakaan ei ole tällä hetkellä näköpiirissä. Myös muista kategorioista saatava ennusteitamme korkeampi tuloskasvu on mahdollinen, mutta tähän liittyy vielä merkittävää epävarmuutta.

Vahvan kassan huomioivat 2019e ja 2020e EV/EBITDA-kertoimet ovat 7,7x ja 7,1x. Huomautamme, että IFRS-16 muutokset ovat kuitenkin nostaneet käyttökatetta 5,4 MEUR ja nettovelkaa 26 MEUR ja siten osaltaan laskeneet EV/EBITDA-kertoimia. Ilman muutoksia EV/EBITDA-kertoimet olisivat noin 9x ja 8x ja mielestämme absoluuttisesti lähellä neutraalia.

Premio kivijalkapohjaisiin toimijoihin oikeutettu

Verkkokauppa.com on oikeutetusti hinnoiteltu 2019 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimilla selvällä 80 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmämme (s. 38) kivijalkapainotteisiin yhtiöihin (Dixons Carphone, Ceconomy, Unieuro, Bestbuy). Niillä kivijalka on ollut ensin merkittävässä roolista ja verkkokauppa on perustettu vasta myöhemmin sen rinnalle tukemaan myyntiä. Niiden liiketoimintamalli on hyvin riskialtis vähittäiskaupan murroksen etenemiselle, sillä kivijalkaverkon sopeuttaminen tuo aina kustannuksia.

AO World lähin verrokki

Verrokkiryhmässämme AO World on Verkkokauppa.comin tapaan rakentanut

kodintekniikan verkkokaupan ympärille lineaarisen liiketoimintamallin. Yhtiö toimii UK:ssa ja Saksassa. Johtuen Saksan toimintojen tappiollisesta tuloksesta ainoa vertailuun soveltuva arvostuskerroin on 2019e EV/S 0,4x, jolla yhtiötä hinnoitellaan yli 50 %:n preemiolla suhteessa Verkkokauppa.comiin. AO Worldin suhteellista arvostusta tukee, sille ennustettu liikevaihdon korkeampi kasvuvauhti (n. 10 %), mutta sen preemiohinnoittelu on mielestämme silti kyseenalainen johtuen tappiollisesta tuloksesta. Vaikka suhteessa AO Worldiin nousuvaraa EV/S-kertoimien puolesta olisi, on AO World mielestämme ennemmin liian kallis kuin Verkkokauppa.com halpa.

Platform-verrokeilla koko määrittää kertoimia

Verrokkiryhmästämme löytyy myös platform-liiketoimintamallilla (kolmansien osapuolten markkinapaikka) toimivia yhtiöitä. Johtuen erilaisesta liiketoimintamallista niiden kertoimien (EV/S ja P/E) suora vertailu Verkkokauppa.comiin antaa mielestämme harhaanjohtavan kuvan, vaikka ne ovatkin yhtiölle selkeitä kilpailijoita.

Platform-liiketoimintamallissa liikevaihdon kasvu sekä EV/S-kertoimet ovat lineaarista liiketoimintaa selvästi oleellisempia mittareita. Tämä perustuu siihen, että alustatalousliiketoiminta on luonteeltaan ”voittaja vie kaiken” liiketoimintaa. Positiivisten verkostovaikutusten seurauksena suurempi valikoima tuo enemmän asiakkaita, mikä houkuttaa lisää myyjiä, mikä houkuttaa lisää asiakkaita ja nämä vahvistavat toisiaan.

Arvonmääritys 2/2

Pienempien toimijoiden on takamatkalta erittäin vaikea murtaa tätä etua. Täten Amazonille ja Alibaballe voidaan hyväksyä erittäin korkeitakin 2019e EV/S-kertoimia (Amazon 3,1x ja Alibaba 7,8x) samalla kun niiden kasvu jatkuu vahvana (yli +20 %). Suhteellisesti pienemmät platform-toimijat kiinalainen JD.com ja ruotsalainen Qliro (CDON.com) hinnoitellaan ymmärrettävästi selvästi matalammilla 2019e EV/S-kertoimilla 0,5x.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 3,5 euroa (s.40). Pidämme DCF-mallia yhtiön arvonmääritykseen hyvin soveltuvana, sillä se huomioi myös yhtiön pääomakevyen liiketoimintamallin. Yhtiön kasvu ei sido nettokäyttöpääomaa, eikä se vaadi myöskään juurikaan investointeja (IFRS 16 mukaisia vuokrasopimusten uusimisia lukuun ottamatta). Malli on kuitenkin herkkä oletuksille.

Yhtiön markkinaosuuden valtaamisen kallistuttua vuosien 2018-2019 aikana merkittävästi yhtiön riskiprofiili on mielestämme noussut selvästi. Myös mm. Amazonin nopeasti kasvavan markkinapaikan kilpailu-uhka nostaa riskiprofiilia erityisesti uusien kategorioiden osalta. Olemmekin nostaneet rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannuksen (WACC) 9,9 %:iin (12 kk sitten 8,7 %). Oman pääoman kustannus on myös terminaalijaksolle oletetusta nettovelattomuudesta johtuen 9,9 %.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin 5 %:n kasvun

jälkeen asteittain terminaalijakson 1,5 %:n tasolle. Liikevoittomarginaali nousee vuoteen 2022 mennessä 2,8 %:iin, mutta tasaantuu asteittain terminaalissa 2,3 %:iin liikevaihdoista, eli lievästi yhtiön kannattavuushaarukan alapuolella. Terminaali (2027 jälkeen) heijastelee erittäin kireää kilpailutilannetta ja globaalien jättien entistä selvempää läsnäoloa myös Suomen markkinoilla. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on laskenut 48 %:iin (12kk sitten 60 %) johtuen nykyennusteidemme mukaisesta fokuksen kääntymisestä kannattavuuteen aiempia ennusteitamme nopeammin.

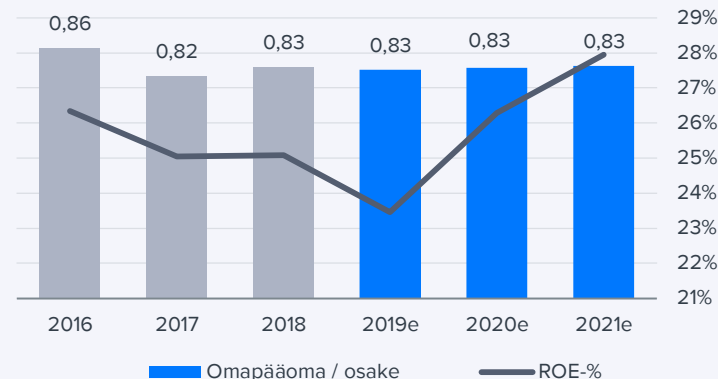
ROE-% pysyy korkeana myös jatkossa

Yhtiön oman pääoman tuotto (ROE-%) pysyy erinomaisella tasolla lähivuosina, mikä kertoo yhtiön erittäin tehokkaasta liiketoimintamallista. Yhtiön ongelmana on kuitenkin, että sen on näkemyksemme mukaan vaikeaa löytää näille rahoille tuottavia investointikohteita ja sijoittaja ei pääsekään nauttimaan korkean ROE-%:n korkoa korolle ilmiöstä. Yhtiö voi tehokkaalla liiketoimintamallillaan kuitenkin pitää yllä yli 6 %:n osinkotuottoa, jonka näemme antavan selvää tukea osakkeelle.

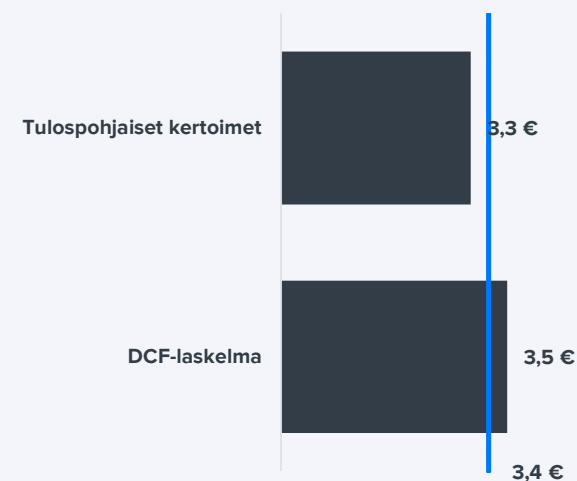
Osaketuoton ajurit

Osaketuoton ajureita on havainnollistettu seuraavan sivun graafissa. Näemme selvän riskin sille, että yhtiölle ennustamamme noin 10 %:n tuloskasvu hautautuu laskevien kertoimien alle (-15 %). Laskevat kertoimet hautaavat alleen myös suuren osan korkeasta 6 %:n osinkotuotosta.

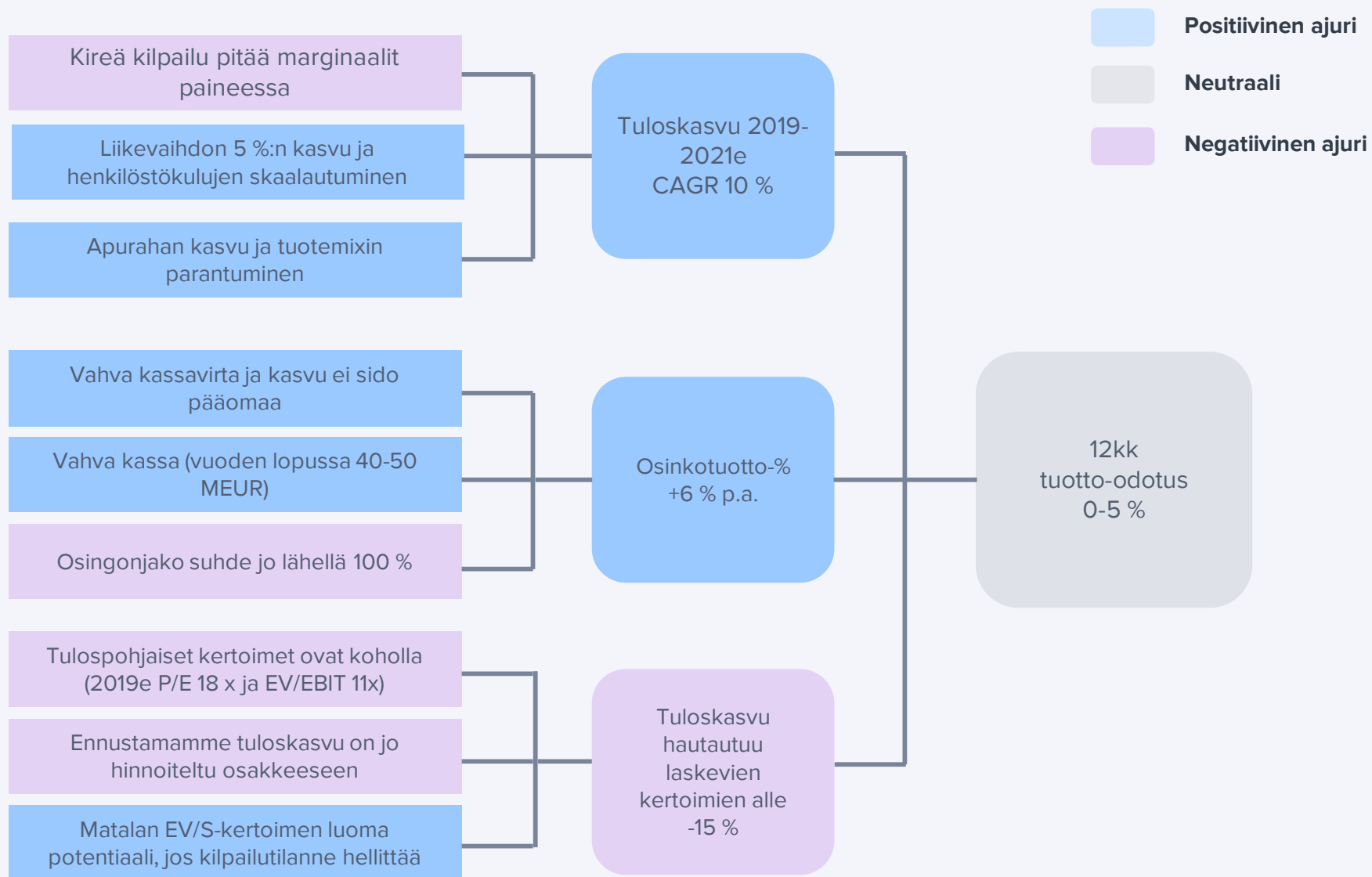
Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tavoitehinnan muodostuminen



Osaketuoton ajurit 2019e-2021e

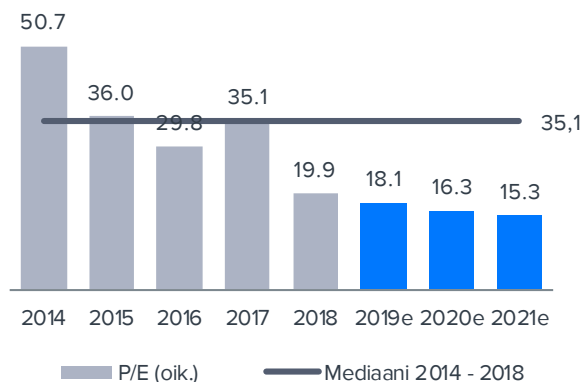


Arvostustaulukko

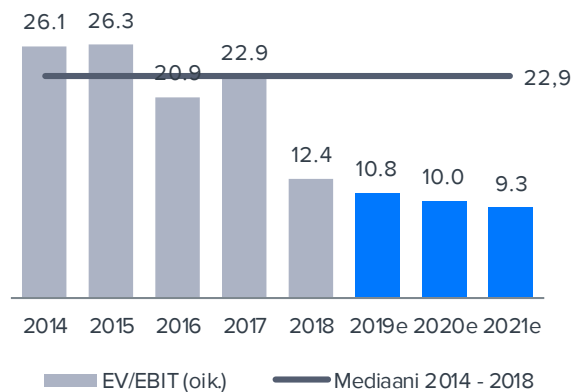
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,08	7,20	6,85	7,35	4,10	3,55	3,55	3,55	3,55
Osakemäärä, milj. kpl	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1
Markkina-arvo	229	324	309	331	185	160	160	160	160
Yritysarvo (EV)	196	294	267	309	164	137	139	139	139
P/E (oik.)	50,7	36,0	29,8	35,1	19,9	18,1	16,3	15,3	13,8
P/E	50,7	58,7	31,6	35,1	19,9	18,1	16,3	15,3	13,8
P/Kassavirta	neg.	70,0	17,5	neg.	23,3	12,9	16,7	13,7	13,6
P/B	6,3	9,1	8,0	9,0	4,9	4,3	4,3	4,3	4,1
P/S	0,8	0,9	0,8	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,9	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	22,5	33,2	19,8	17,1	8,9	7,8	7,3	6,8	6,3
EV/EBIT (oik.)	26,1	26,3	20,9	22,9	12,4	10,8	10,0	9,3	8,4
Osinko/tulos (%)	141,2 %	122,4 %	78,4 %	86,8 %	95,9 %	108,9 %	105,8 %	99,1 %	90,0 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,1 %	2,5 %	2,5 %	4,8 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %

Lähde: Inderes

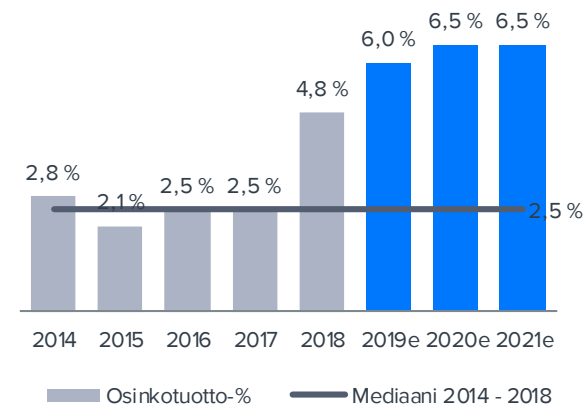
P/E(oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Kamux Oyj	6,98	279	312	13,0	11,1	9,6	8,6	0,5	0,4	15,3	12,9	2,7	3,2	3,5
Kesko Oyj	62,64	6100	9078	19,6	18,0	9,5	9,0	0,8	0,8	21,1	20,7	3,9	4,1	3,1
Tokmanni Group Corp	12,20	716	1148	15,5	13,6	8,3	7,6	1,1	1,1	15,5	13,3	4,9	5,6	3,9
Groupe LDLC SA	-	82	144	40,8	4,9	34,7	10,4	0,2	0,2		100,4			1,4
AO World PLC	88,50	506	604					0,4	0,3		145,2			
Qliro Group AB (publ)	8,60	123	114		45,6	19,0	11,2	0,5	0,5		55,6			1,3
JD.com Inc	34,64	45561	41893	33,9	19,4	21,3	14,4	0,5	0,4	33,9	24,5			4,6
Alibaba Group Holding Ltd	206,97	498331	502131	30,7	22,5	24,7	19,1	7,8	6,0	39,3	28,4			7,7
Amazon.com Inc	1769,21	787260	784063	65,0	49,6	20,8	17,7	3,1	2,7	85,5	64,7			13,8
Best Buy Co Inc	85,79	19925	19968	7,8	10,8	5,7	7,8	0,4	0,5	16,6	14,4	2,0	2,3	7,5
Unieuro SpA	13,50	269	767		7,2	4,2	4,0	0,1	0,1	7,8	6,1	7,4	8,0	3,4
Ceconomy AG	4,83	1757	566	6,5	3,7	3,1	2,4	0,1	0,1	9,3	7,8	0,2	4,5	2,2
Dixons Carphone PLC	146,60	2071	2440	6,4	11,0	4,0	5,9	0,2	0,3	7,8	11,4	4,3	4,5	0,5
Verkkokauppa.com (Inderes)	3,55	160	137	10,8	10,0	7,8	7,3	0,3	0,3	18,1	16,3	6,0	6,5	4,3
Keskiarvo				23,9	18,1	13,8	9,8	1,2	1,0	25,2	38,9	3,6	4,6	4,4
Mediaani				17,5	12,3	9,6	8,8	0,5	0,4	16,0	20,7	3,9	4,5	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				-38 %	-19 %	-19 %	-17 %	-43 %	-41 %	13 %	-21 %	54 %	44 %	25 %

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

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	29,0	26,2	25,8	26,3	26,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,0	1,1	1,3	1,6	1,9
Käyttöomaisuus	26,6	23,7	23,0	23,2	23,1
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	120	141	150	158	169
Vaihto-omaisuus	47,0	65,8	69,7	73,4	77,2
Muut lyhytaikaiset varat	8,2	11,7	11,7	11,7	11,7
Myyntisaamiset	12,9	17,2	19,2	21,3	25,2
Likvidit varat	51,9	46,7	49,4	52,0	54,7
Taseen loppusumma	149	168	176	185	195

Lähde: Inderes

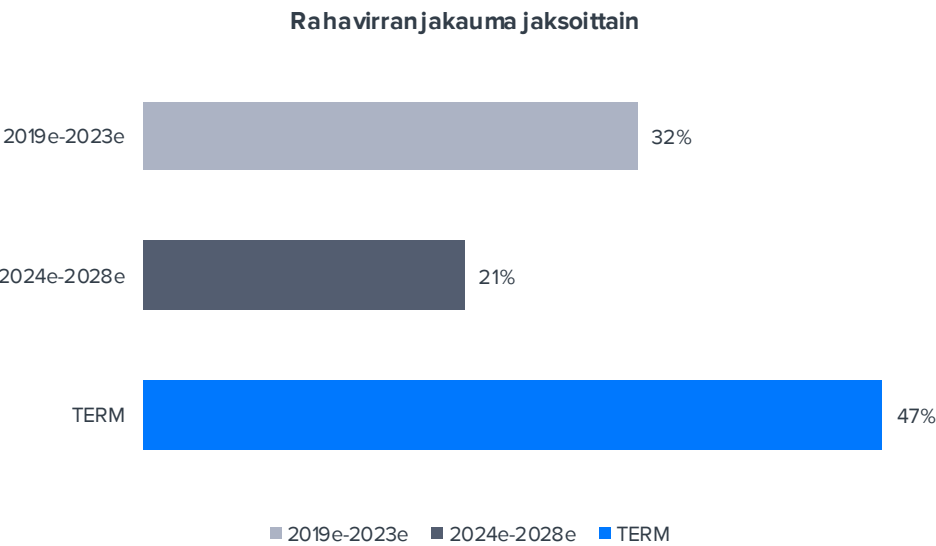
Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	36,8	37,4	37,3	37,5	37,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	11,2	12,3	12,3	12,4	12,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Muu oma pääoma	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	26,1	23,3	23,7	27,2	29,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Lainat rahoituslaitoksilta	25,5	22,8	23,2	26,6	29,1
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	86,0	107	115	120	128
Lainat rahoituslaitoksilta	3,8	3,6	3,7	4,2	4,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	65,7	80,7	88,4	93,0	101
Muut lyhytaikaiset velat	16,5	22,7	22,7	22,7	22,7
Taseen loppusumma	149	168	176	185	195

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	13,3	12,7	13,9	14,9	16,5	15,3	15,1	14,8	15,1	15,4	15,6	
+ Kokonaispoistot	5,1	5,0	5,2	5,6	5,7	5,8	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0	
- Maksetut verot	-2,3	-2,2	-2,4	-2,6	-2,9	-2,6	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
+ 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	-5,4	1,8	-1,1	-0,1	-1,3	-0,7	-1,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	10,3	17,0	15,3	17,5	17,7	17,3	16,6	17,6	17,9	18,2	18,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,3	-4,6	-5,7	-5,8	-5,9	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,1	-4,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,9	12,4	9,6	11,7	11,8	11,3	10,6	11,6	11,9	12,1	13,7	
+/- 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	7,9	12,4	9,6	11,7	11,8	11,3	10,6	11,6	11,9	12,1	13,7	165
Diskontattu vapaa kassavirta		12,3	8,7	9,7	8,8	7,7	6,6	6,6	6,1	5,6	5,8	70,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		148	136	127	118	109	101	94,6	88,0	81,9	76,3	70,5
Velaton arvo DCF		148										
- Korolliset velat		-26,3										
+ Rahavarat		46,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,9										
Oman pääoman arvo DCF		160										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,5										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	371,5	431,9	477,8	505,1	531,6
Käyttökate	13,5	18,0	18,4	17,7	19,1
Liikevoitto	12,2	13,5	13,3	12,7	13,9
Voitto ennen veroja	12,2	11,8	11,6	11,1	12,2
Nettovoitto	9,8	9,4	9,3	8,9	9,8
Kertaluontoiset erät	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	100,8	148,9	167,7	175,8	184,6
Oma pääoma	38,6	36,8	37,4	37,3	37,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-41,7	-22,6	-20,4	-22,6	-21,2

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	13,5	18,0	18,4	17,7	19,1
Nettokäyttöpääoman muutos	7,6	9,1	-5,4	1,8	-1,1
Operatiivinen kassavirta	18,6	23,3	10,3	17,0	15,3
Investoinnit	-0,9	-29,5	-2,3	-4,6	-5,7
Vapaa kassavirta	17,7	-6,5	7,9	12,4	9,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Seppälä Sipi Samuli	49,5 %
Rite Ventures Finland Ab	4,8 %
Keva	4,8 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,6 %
Sijoitusrahasto Nordea Nordic Small Cap	3,8 %
Ilmarinen Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö	2,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,22	0,21	0,21	0,20	0,22
EPS (oikaistu)	0,23	0,21	0,21	0,20	0,22
Operat. kassavirta / osake	0,41	0,52	0,23	0,38	0,34
Vapaa kassavirta / osake	0,39	-0,15	0,18	0,27	0,21
Omapääoma / osake	0,86	0,82	0,83	0,83	0,83
Osinko / osake	0,17	0,18	0,20	0,21	0,23

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	8 %	16 %	11 %	6 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	53 %	34 %	2 %	-4 %	8 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	15 %	5 %	-1 %	-5 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	15 %	-9 %	-2 %	-5 %	11 %
Käyttökate-%	3,6 %	4,2 %	3,8 %	3,5 %	3,6 %
Oik. Liikevoitto-%	3,4 %	3,1 %	2,8 %	2,5 %	2,6 %
Liikevoitto-%	3,3 %	3,1 %	2,8 %	2,5 %	2,6 %
ROE-%	26,3 %	25,1 %	25,1 %	23,7 %	26,2 %
ROI-%	32,9 %	25,7 %	20,5 %	19,8 %	21,0 %
Omavaraisuusaste	38,3 %	24,7 %	22,3 %	21,2 %	20,3 %
Nettovelkaantumisaste	-108,0 %	-61,3 %	-54,6 %	-60,6 %	-56,6 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	19,8	17,1	8,9	7,8	7,3
EV/EBIT (oik.)	20,9	22,9	12,4	10,8	10,0
P/E (oik.)	29,8	35,1	19,9	18,1	16,3
P/B	8,0	9,0	4,9	4,3	4,3
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,5 %	4,8 %	6,0 %	6,5 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

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

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

Osta	>15 %
------	-------

Lisää	5-15 %
-------	--------

Vähennä	-5-5 %
---------	--------

Myy	< -5 %
-----	--------

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.4.2016	Lisää	8,00 €	7,48 €
5.8.2016	Lisää	7,50 €	6,60 €
21.10.2016	Lisää	7,80 €	7,16 €
24.11.2016	Osta	8,00 €	6,95 €
13.2.2017	Osta	8,00 €	6,88 €
2.5.2017	Lisää	9,00 €	8,32 €
17.7.2017	Lisää	10,00 €	9,40 €
14.9.2017	Vähennä	9,00 €	8,80 €
23.10.2017	Lisää	9,00 €	7,93 €
30.10.2017	Lisää	9,00 €	8,10 €
5.12.2017	Lisää	8,20 €	7,40 €
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 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



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

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



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

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**