

Verkkokauppa.com

Yhtiöpäivitys

11/2016

inde
res.

Kaupan murroksen voittajia

Tarkistamme Verkkokauppa.comin tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 7,8 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Pidämme Verkkokauppa.comin lähivuosien kasvunäkymiä erinomaisina ja yhtiön vahvoista kilpailueduista johtuen sen riskiprofiili on kasvuyhtiölle poikkeuksellisen maltillinen. Kertoimissa ei ole nykytasolta nousuvaraa, mutta voimakas kasvu pitää osakkeen tuotto-odotuksen korkeana.

Liiketoiminta nojaa vahvoihin kilpailuetuihin

Verkkokauppa.comin liiketoiminta nojaa sen vahvoihin kilpailuetuihin. Näkemyksemme mukaan yhtiön tärkein kilpailuetu liittyy sen liiketoimintamalliin ja erittäin kilpailukykyiseen kulurakenteeseen. Liiketoimintamallin kilpailuetu kasvaa toiminnan kasvun myötä johtuen sen skaalautuvuudesta. Muut kilpailuedut ovat yhtiön brändi ja oma IT-järjestelmä. Brändi on erittäin vahva etenkin kodinelektronikan puolella, mutta sen kestävyys uusissa tuote- ja asiakasryhmissä on vielä kysymysmerkki. Oman IT-järjestelmän tärkein kilpailuetu on näkemyksemme mukaan sen tarjoama ketteryys ja matala kustannusrakenne.

Ennustamme voimakasta kasvua

Ennustamme Verkkokauppa.comille voimakasta tulospuskua lähivuosina. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihto tulee pysymään selvällä kasvu-uralla, kun yhtiö jatkaa markkinaosuuden voittamista kodinelektronikkamarkkinalla ja samalla laajentaa tarjontaansa uusiin tuoteryhmiin. Kodinelektronikassa markkinan polarisaatio jatkuu ja odotamme kolmen suurimman toimijan jatkavan markkinaosuuden selvää voittamista. Kolmen suurimman toimijan valtasuhteissa ei tapahdu oleellisia muutoksia ja emme näe Powerin uhkaavan oleellisesti Gigantin tai Verkkokauppa.comin asemaa. 2015-2019e välinen keskimääräinen liikevaihdon kasvu on noin 16 %, joka on linjassa yhtiön 2008-2015 välillä saavuttaman kasvuvauhdin kanssa. Tulos kasvaa selvästi tätä voimakkaammin johtuen myyntikatteen noususta ja kulurakenteen skaalautuvuudesta. Myyntikatteen nousu perustuu myyntimixin parantumiseen kodinelektronikassa, uusiin tuoteryhmiin sekä asiakasrahoitukseen. Kokonaisuutena ennustamme yhtiön oikaistun liikevoiton kasvavan keskimäärin noin 25 %:lla 2015-2019e välillä.

Osakkeen potentiaali perustuu kasvuun

Verkkokauppa.comin tuottopotentiaali perustuu vahvan kasvun jatkumiseen. Yhtiön nykyiset kertoimet ovat neutraalilla tasolla ja emme näe niissä nousuvaraa (2017 P/E 20x, EV/EBITDA 13x). Näin ollen kurssinousu nojaa kasvun realisoitumiseen, sekä matalaan, mutta kasvavaan osinkovirtaan. Verkkokauppa.comin kasvuun liittyvä riskiprofiili on mielestämme kasvuyhtiölle poikkeuksellisen maltillinen johtuen yhtiön erinomaisista kilpailueduista ja yhtiötä tukevista kaupan alan trendeistä.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: Lisää

8,00 EUR

Edellinen: 7,80 euroa



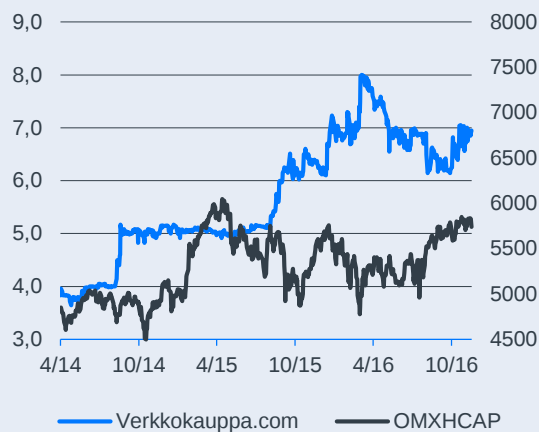
Osakekurssi: 6,88 EUR

Potentiaali: +16,3 %

Avainluvut

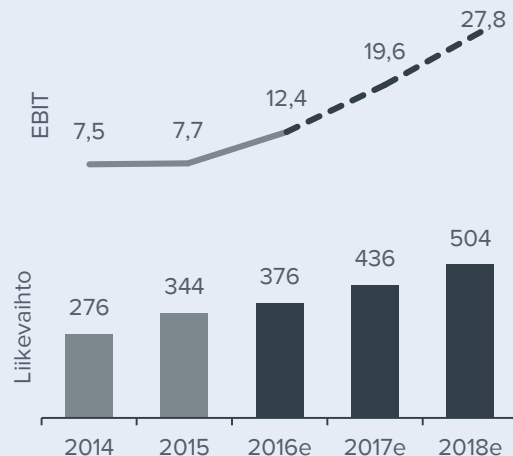
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	343,7	376,3	435,9
kasvu-%	24,6 %	9,5 %	15,8 %
EBIT	7,7	12,4	19,6
EBIT-%	2,2 %	3,3 %	4,5 %
Tulos ennen veroja	6,8	12,4	19,6
EPS oik. (EUR)	0,20	0,22	0,35
Osinko (EUR)	0,15	0,17	0,19
P/E	58,7	31,1	19,8
P/B	9,1	8,0	6,6
EV/S	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	33,2	20,1	13,2
Osinkotuotto-%	2,1 %	2,5 %	2,8 %
Lähde:Inderes			

Kurssikehitys

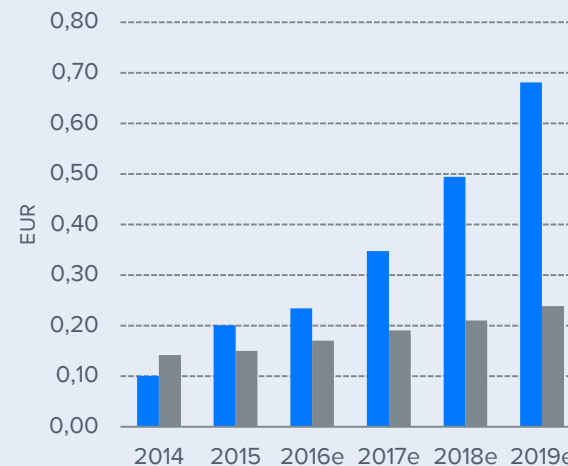


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

20x

2017e

EV/EBITDA

13x

2017e

EV/S

0,7x

2016e

Osinko-%

2,5

2016e



Arvoajurit

- Markkina-osuuden voittaminen kodinelektroniikassa
- Laajentuminen uusiin tuoteryhmiin
- Myyntimixin parantuminen ja myyntikatteen nousu
- Vahvat kilpailuedut



Riskitekijät

- Kuluttajien heikentyvä ostovoima
- Riippuvuus omasta IT-järjestelmästä
- Muutokset kilpailukentässä



Arvostus

- Erinomaiset kasvunäkymät oikeuttavat nykyiset kertoimet
- Suhteessa verrokkeihin osake selvästi aliarvostettu

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-6
Liiketoimintamalli	s. 7-9
Sijoitusprofiili	s. 10-12
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 13-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-26
Taloudellinen kehitys	s. 27-28
Ennusteet	s. 29-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-35
Taulukot	s. 36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 41

Yhtiöesittely

Yhtiökuvaus

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön tuotevalikoima keskittyy tällä hetkellä pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti kodintekniikan ulkopuolelle ja uusina tuoteryhminä on tuotu mm. vauvat & perhe, ruoka & juoma sekä laukut ja matkailu. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 26 päätuotealuetta. Niiden alta löytyy yli 50 000 nimikkeen tuotevalikoima, jota yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiön päätuotealueet ovat vuoden 2016 syksyllä: grillaus ja kokkaus, hifi ja audio, kaapelit, kamerat, kellot, kodinkoneet, komponentit, koti ja piha, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, muut tuotteet, oheislaitteet, ohjelmistot, pelit ja viihde, pienkoneet, puhelimet, ruoka ja juoma, tarvike/toimisto, tietokoneet, TV/video, työkalut, urheilu ja ravinteet, vauvat ja perhe sekä verkko. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa. Yhtiön oman arvion mukaan sen kolmesta myymälästä kaksi ovat myös Suomen kaksi suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Yhtiön verkkokaupan kautta myytävien tuotteiden jakelu hoidetaan kumppanien avulla (mm. Posti ja Matkahuolto). Lisäksi yhtiö tarjoaa myös kotiinkuljetuspalveluja yhteistyökumppaneidensa kautta. Kävijämäärältään yhtiön verkkokauppa on Suomen suurin verkkokauppa ja 2015 yhtiön verkkokaupassa oli noin 45 miljoonaa käyntiä

(2014: 40 miljoonaa).

Verkkokauppa.comin päämarkkina on Suomi ja arviomme mukaan vain murto-osa sen liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta. Yhtiön markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinoilla oli vuonna 2015 noin 19 %. Q3'16 lopussa Verkkokauppa.com työllisti 556 henkilöä. 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 49,9 %) Samuli Seppälä toimii yhtiön toimitusjohtajana.

Kasvuyhtiö alusta asti

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi sen historian ja vuosien 1992-2015 välillä keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut 35 %. Yhtiön kannattavuus on läpi sen historian ollut melko vaatimattomalla tasolla, sillä yhtiö on keskittänyt resurssinsa pitkän aikavälin kasvuun lyhyen aikavälin kannattavuuden optimoinnin sijaan.

Vuosien 2008 ja 2015 välillä liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 13 %. Samaan aikaan Suomen kodintekniikkamarkkina on kasvanut noin 1 %:n vuodessa, kun heikko taloustilanne ja heikentynyt ostovoima ovat rasittaneet kuluttajia. Kun huomioidaan, että kyseiseen periodiin osuvat myös finanssikriisi ja eurokriisi, voidaan yhtiön saavuttamaa kasvua pitää erittäin hyvänä suorituksena. Kokonaisuutena

Verkkokauppa.com on viime vuosien aikana voittanut jatkuvasti markkinaosuuksia kilpailijoiltaan, ennen kaikkea kilpailijoiden markkinoilta poistumisen myötä.

Vuonna 2010 yhtiö päätti rakennuttaa itselleen uuden lippulaivamyymälän, keskusvaraston ja pääkonttorin Helsingin Jätkäsaareen. Kiinteistön rakennuttamisen on hoitanut sen silloinen omistaja Kiinteistö Tapiola Oy ja Verkkokauppa.com on ollut kiinteistössä alusta asti vuokralla (nykyinen omistaja ELO). Jätkäsaareen muutto oli yhtiölle erittäin raskas ja sen vaikutukset heijastuvat vuosien 2011 ja 2012 tulosnumeroissa. Vuosien 2011 ja 2012 kannattavuus oli heikko ja yhtiön liiketulos vain hieman positiivinen. Jätkäsaaren muuton lisäksi on hyvä muistaa, että yhtiö on läpi koko historiansa panostanut kasvuun kannattavuuden optimoinnin sijaan. Yhtiö on pitänyt hintansa erittäin alhaisella tasolla ja tämän avulla maksimoinut liiketoiminnan kasvun.

Vuonna 2013 yhtiön kasvu hidastui tilapäisesti yhtiön fokuksen ollessa listautumisessa, jonka yhtiö lopulta toteutti 2014 keväällä.

Listautumisen jälkeen yhtiö on jatkanut voimakasta kasvuaan ja yhtiö on jatkanut markkinaosuuden haalimista aggressiivisella hinnoittelulla. Yhtiö on myös vauhdittanut kasvuaan laajentamalla uusiin tuoteryhmiin ja asiakasrahoitukseen. Vuosi 2015 oli yhtiölle kokonaisuutena erinomainen ja vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta yhtiön liikevaihto kasvoi 24,5 %:lla ja vertailukelpoinen käyttökate kohosi historian parhaalle 12,3 MEUR:n tasolle.

Verkkokauppa.com lyhyesti

Verkkokauppa.com on Suomen vierailuin verkossa toimiva vähittäiskauppa

1992

PERUSTAMISVUOSI

49,9%

Toimitusjohtajan
omistusosuus

#2 markkina-osuus

SUOMEN KODINELEKTRONIIKASSA

* Kehittyvä Kauppa

344 MEUR (+25 % vs. 2014)

LIKEVAIHTO 2015

12,3 MEUR (3,6 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE OIK. 2015

561

HENKILÖSTÖ 2015
LOPUSSA

3

FYYSISTÄ
MYYMÄLÄÄ

Markkinaosuus Suomen kodinelektronikassa



Liiketoimintamalli

Liiketoiminta rakennettu verkkokaupan ympärille

Verkkokauppa.comin liiketoimintamalli perustuu verkko- ja kivijalkakaupan integraatioon. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.comin tapauksessa kivijalka on rakennettu verkkokaupan ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla verkkokauppaa rakennettaan kivijalan ympärille kivijalan ehdoilla. Merkittävänä erona tässä on se, että Verkkokauppa.comin liiketoimintaa johdetaan verkkokaupan ehdoilla, mikä mahdollistaa täysin perinteisestä kaupan toimintamallista poikkeavan mallin.

Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina, noutopisteinä ja kokonaisuutena ne tukevat yhtiön verkkoliiketoimintaa. Verkkokauppa.com pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä yli 200 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota siellä myytävistä tuotteista. Lisäksi tuotekohtaiset tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja huoltoprocentit julkaistaan yhtiön verkkokaupassa. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa jostain tietyistä tuotteista.

Yhtiön tuotevalikoima on niin ikään hyvin laaja ja 2016 syksyllä sen valikoimissa oli yli 50 000 tuotetta. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 4000 sen omien brändien alta myytävää tuotetta. Näitä tuotteita myydään usean eri brändin alla ja tuotteita ovat mm. mikit (Verkkokauppa.com), lumilapiot, pölynimurit (Green Cyclone), kaapelit (Fuj:tech) ja tv-/video-

/audiotuotteet (ProCaster). Omien tuotteiden osalta Verkkokauppa.com kantaa niihin liittyvät markkinointi- ja logistiikkakulut itse ja osassa tuotteista yhtiö myös tekee tuotesuunnittelun/tuotekehityksen itse. Pääasiallisesti yhtiö kuitenkin ostaa valmiita tuotteita OEM-valmistajilta. Arviomme mukaan omien tuotemerkkien alla myytävien tuotteiden osuus yhtiön kokonaisu-myynnistä on muutamia prosentteja.

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 asiakaslupautaan. Näin ollen yhtiön tavoitteena on luonnollisesti myös konvertoida tietoa hakevista käyttäjistä mahdollisimman suuri osa asiakkaiksi.

Yhtiön tavoitteena on tarjota asiakkaalle tuote samaan hintaan kanavasta riippumatta. Tuotteiden jakelu pyritään myös tekemään mahdollisimman helpoksi ja asiakas voi joko itse hakea tuotteet vähittäismyymälöistä tai pääkaupunkiseudulla yhtiön Jätkäsaaren myymälän yhteydessä sijaitsevasta 24/7 auki olevasta myymälästä. Tuotteet voidaan myös toimittaa asiakkaalle Matkahuollon ja Itellan kautta tai suoraan kotiinkuljetuksella. Pääkaupunkiseudulla Verkkokauppa.com on myös lanseerannut arkisin toimivan kuljetuspalvelun, jonka tarkoituksena on toimittaa tuote asiakkaalle 3 tunnin sisään tilauksesta.

Verkkokauppa.comin myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista, sekä myymälän ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämiehet (esim. HP tai

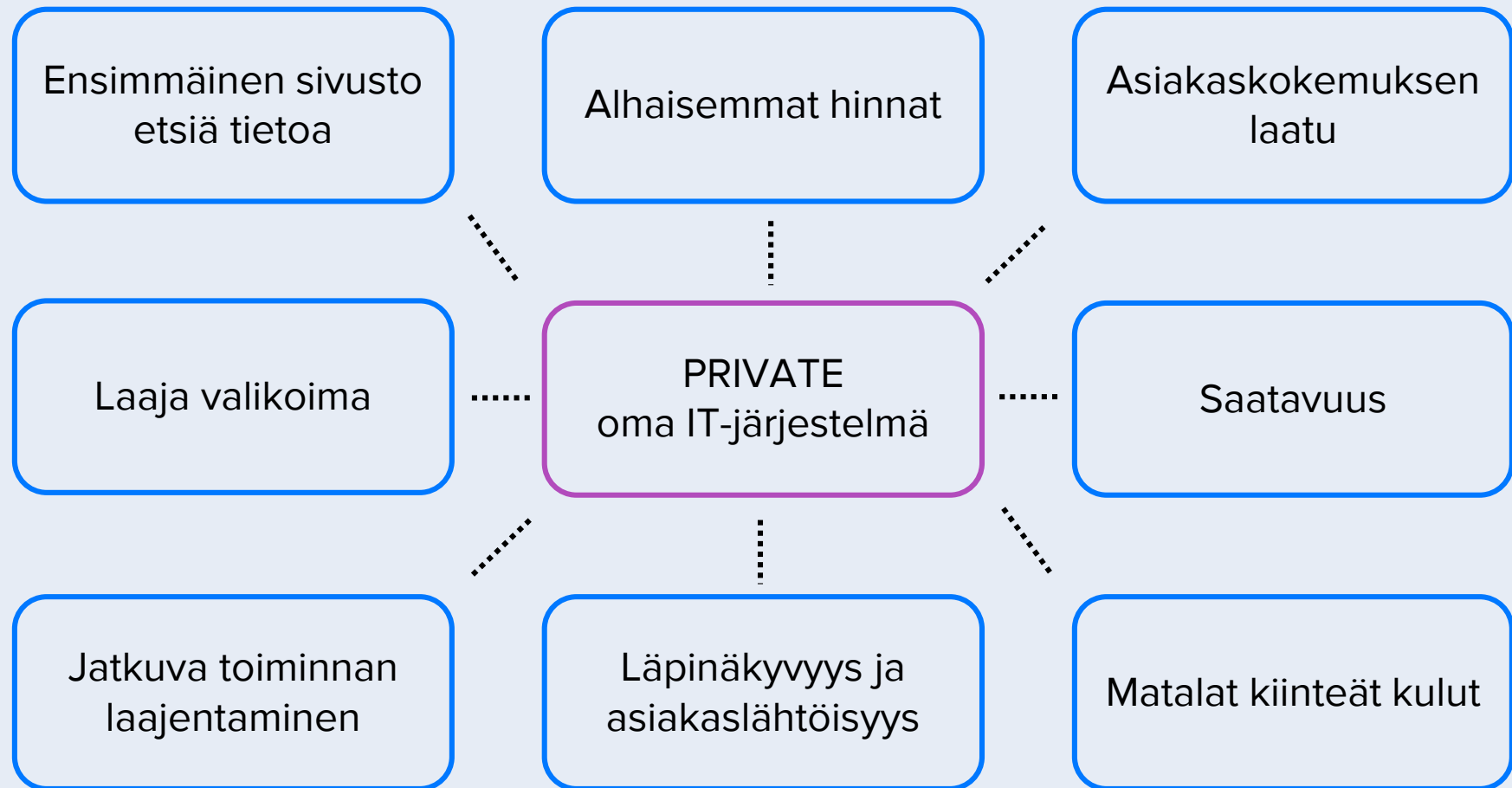
Lenovo) maksavat yhtiölle näkyvyydestä liikkeissä ja verkossa sekä päämiehen tuotteisiin erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo yhtiön liikevaihdosta jotain prosentteja, mikä on kokonaisuuden kannalta varsin pieni osa.

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 internetin välityksellä ja käyvät noutamassa tai tarkistamassa tuotteen paikan päällä myymälässä. Näin ollen verkkokauppa näyttelee arviomme mukaan kivijalkakauppaa selvästi suurempaa roolia yhtiön liiketoiminnassa.

Yhtiö on itse kehittänyt myös oman IT-järjestelmänsä (Private) ja sen ympärillä pyörivät kaikki yhtiön kannalta kriittiset funktiot, kuten esimerkiksi logistiikka, varastonhallinta, ostot ja kassajärjestelmä. Oman IT-järjestelmän avulla Verkkokauppa.com pyrkii erottautumaan kilpailijoistaan ja saamaan kilpailuetua.

Verkkokauppa.com toimii tällä hetkellä ainoastaan Suomessa eikä yhtiöllä tällä hetkellä ole kiinnostusta laajentaa Suomen ulkopuolelle. Tämä on mielestämme loogista, sillä yhtiön markkinaosuus Suomen kodinelektroniikkamarkkinasta on edelleen vain noin 19 % ja koko Suomen vähittäiskaupamarkkinasta alle prosentti. Näin ollen yhtiöllä on Suomessa edelleen merkittävää kasvupotentiaalia. Pidemmällä yli 10 vuoden aikajänteellä näemme kansainvälistymisen yhtiölle realistisena vaihtoehtona.

Verkkokauppa.com liiketoimintamalli



Kilpailuedut

Vahvat kilpailuedut

Verkkokauppa.comin kilpailuedut voidaan mielestämme jakaa kolmeen osaan. Kokonaisuutena pidämme Verkkokaupan.comin kilpailuetuja erittäin vahvoina ja näkemyksemme mukaan yhtiö on poikkeuksellisen hyvässä asemassa suhteessa sen kilpailijoihin. Uskomme, että kilpailuetujensa turvin yhtiöllä on erinomaiset mahdollisuudet jatkaa markkinaosuuksien voittamista Suomen kodinelektroniikan markkinoilla ja jatkaa laajentumista uusille tuotealueille.

Edullinen kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset olivat vuonna 2015 11,3 % liikevaihdosta (oikaistuna Teoston korvauksella), kun ne kaupan alalla keskimäärin olivat noin 27,5 %. Kiinteiden kulujen merkittävä ero johtuu mielestämme kolmesta tekijästä: 1) Verkkokauppa.comin strategia rakentuu verkkokaupan ympärille ja kivijalan osuus on huomattavasti verkkokauppaa pienempi. Tämän myötä sen kiinteistöihin liittyvät kulut ovat myös hyvin pienet suhteessa kivijalkaan pohjautuvaan toimintamalliin. 2) Verkossa tapahtuva kauppa vaatii perinteistä kauppaa vähemmän henkilöstöä ja näin ollen henkilöstökulut ovat pienemmät. 3) Yhtiölle ei sen nuoren iän vuoksi ole kertynyt historiallista taakkaa (pääallekkäisiä IT-järjestelmiä, raskaita kanta-asiakasohjelmia yms.). Yhtiö on toki mukana PINS-kanta-asiakasohjelmaan, mutta se on yhtiön kannalta erittäin kustannustehokas ja suurimpana hyötynä tässä on yhtiön saama ilmainen näkyvyys ja merkittävä määrä käyttäjätietoa.

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja

kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan kilpailijoita edullisempia hintoja. Arviomme mukaan Verkkokauppa.comin kulurakenteeseen perustuva kilpailuetu on erittäin vahvalla pohjalla. 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. Tämä johtuu siitä, että niin sanotuilla kivijalkakaupan toimijoilla kulurakenteesta merkittävä osa syntyy kiinteistöistä ja henkilöstön määrä on myös vahvasti sidoksissa liiketoiminnan volyymiin. Näin ollen emme pidä realistisena sitä, että perinteiset kaupan toimijat pystyisivät painamaan kulurakenteensa Verkkokauppa.comin tasolle.

Verkkokauppa.comin kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu tulee arviomme mukaan kasvamaan tulevaisuudessa, kun yhtiön liiketoiminnan volyymi kasvaa, mikä painaa kustannuksia suhteessa liikevaihtoon entisestään. Verkkokauppa.comin kulurakenne kestää näkemyksemme mukaan myös Suomen ulkopuolelta tulevan kilpailun ja yhtiön kulurakenne on erinomaisella tasolla myös kansainvälisesti mitattuna.

Vahva brändi

Yhtiön verkkokaupassa oli vuonna 2015 noin 45 miljoonaa käyntiä ja yhtiön sivusto on Suomen suosituin verkkokauppa. 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, joka nojaa ennen kaikkea sen asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista. Näkemyksemme mukaan kaupan muiden toimijoiden on äärimmäisen vaikea murtaa tämä mielikuva, sillä niiden kulurakenne ei mahdollista hintatason alentamista Verkkokauppa.comin tasolle. Brändin kestävyys uusissa tuoteryhmissä on edelleen lievä riski, mutta yhtiön näytöt onnistuneesta laajentumisesta kodinelektroniikan ulkopuolelle viime vuosina ovat lieventäneet tätä huolta.

IT-järjestelmä

Kolmas kulmakivi Verkkokauppa.comin kilpailuedussa on sen itse kehittämä IT-järjestelmä (Private), jonka kautta yhtiön kaikki tärkeät toiminnot pyörivät. Verkkokauppa on verrattain nuori yritys ja yhtiö on koko historiansa ajan toiminut oman IT-järjestelmänsä puitteissa. Yhtiö ei myöskään ole laajentunut yritysostoin eikä sille näin ollen ole kertynyt historiallista taakkaa IT-järjestelmistä (esim. päällekkäisiä tai rinnakkaisia järjestelmiä). Uskomme, että tämä oma IT-järjestelmä on yhtiölle merkittävä kilpailuetu, sillä sen liiketoiminta on alusta asti rakennettu järjestelmän ympärille. Yhtiön oma IT-järjestelmä on myös täysin uniikki ja näin ollen kilpailijoilla ei ole mahdollista ostaa vastaavaa kolmannelta osapuolelta (SAP, Oracle yms.).

Omaan IT-järjestelmään liittyy luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen järjestelmästä ja yhtiön kilpailukyky heikkenee merkittävästi mikäli se epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä.

Kustannusrakenne

Erittäin skaalautuva kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kustannusrakenne on erittäin yksinkertainen. Myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen ja vuonna 2015 myyntikate oli 15,1 %. Myyntikatteen alla yhtiön kulut jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2015 6,5 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2015 lopussa 561 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus noin 41 000 euroa per henkilö. Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet viime vuosina johtuen yhtiön skaalautuvasta liiketoimintamallista. Vastaavasti kulu per työntekijä on ollut nousutrendillä johtuen rekrytointien painopisteen siirtymisestä yhä enemmän asiantuntijatasolle (mm. oma IT-kehitys).

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, markkinoinnin ja IT:n. Arviomme mukaan näistä kuluista noin puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. markkinointi, logistiikka ja IT) ja vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin liikevaihdon kasvun myötä (mm. vuokrat). Vuonna 2015 liiketoiminnan muut kulut olivat 6,0 % tai 20,6 MEUR. Muut kulut pitävät sisällään Teostolle maksettua korvausta 4,1 MEUR:n edestä ja tästä oikaistuna muut kulut olivat 4,8 % liikevaihdosta tai 16,5 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoon poistomassa on pieni ja arviomme mukaan noin 1 MEUR vuodessa, joka on linjassa vuotuisen investointitarpeen kanssa.

Myyntikatteessa nousuvaraa

Yhtiön kodinelektroniikan myyntikate on selvästi kilpailijoiden alapuolella ja yhtiön myyntimix on tällä hetkellä arviomme mukaan myös hieman toimialan keskiarvoa epäedullisempi. Yhtiön myynti on painottunut kilpailijoita enemmän mm. matkapuhelimiin ja tietokoneisiin (matalakatteista myyntiä) ja vastaavasti mm. suuret ja pienet kodinkoneet (parempi katetaso) ovat olleet pienemmällä painolla yhtiön myyntimixissä. Uskomme myyntimixin siirtyvän asteittain kohti toimialan keskiarvoja yhtiön jatkaessa markkinaosuuden voittamista. Lisäksi myyntimixiä tukee private label tuotteiden asteittainen lisääntyminen tuotevalikoimassa.

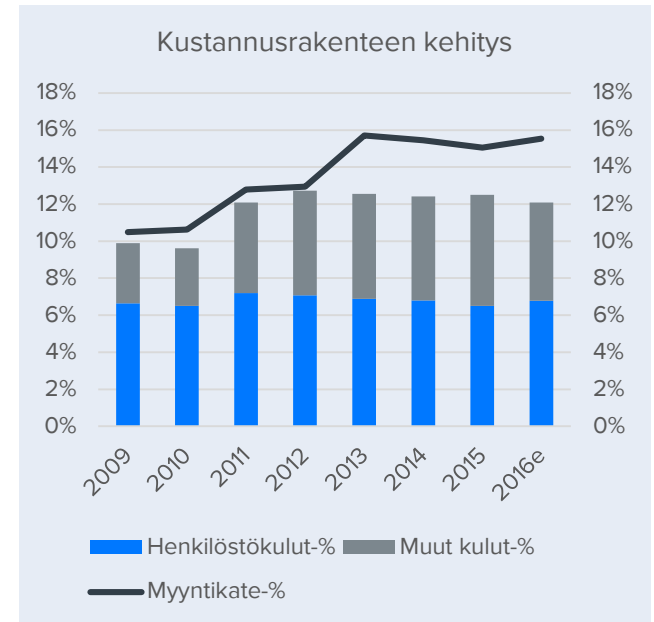
Toisena myyntikatetta tukevana tekijänä toimivat uudet tuoteryhmät joiden myyntikate on lähtökohtaisesti kodinelektroniikkaa korkeampi. Esimerkiksi leluissa myyntikate on toimialalla yhtiön mukaan 35-40 %:n välillä ja musiikki-instrumenteissa 25 %:n tasolla. Vertailun vuoksi kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli Suomessa vuonna 2015 noin 30 %.

Kolmantena myyntikatetta tukevana tekijänä on yhtiön oma asiakasrahoitus Apuraha. Toimialalla tyypillisesti asiakasrahoituksella myytävien tuotteiden myyntikate nousee 3-6 %:lla ja näin ollen mikäli yhtiö saa asiakasrahoitukseen merkittäviä volyymejä ja onnistuu luotonhallinnassa, on marginaalivaikutus merkittävä. Tarkastelemme Apurahaa tarkemmin strategiakappaleessa.

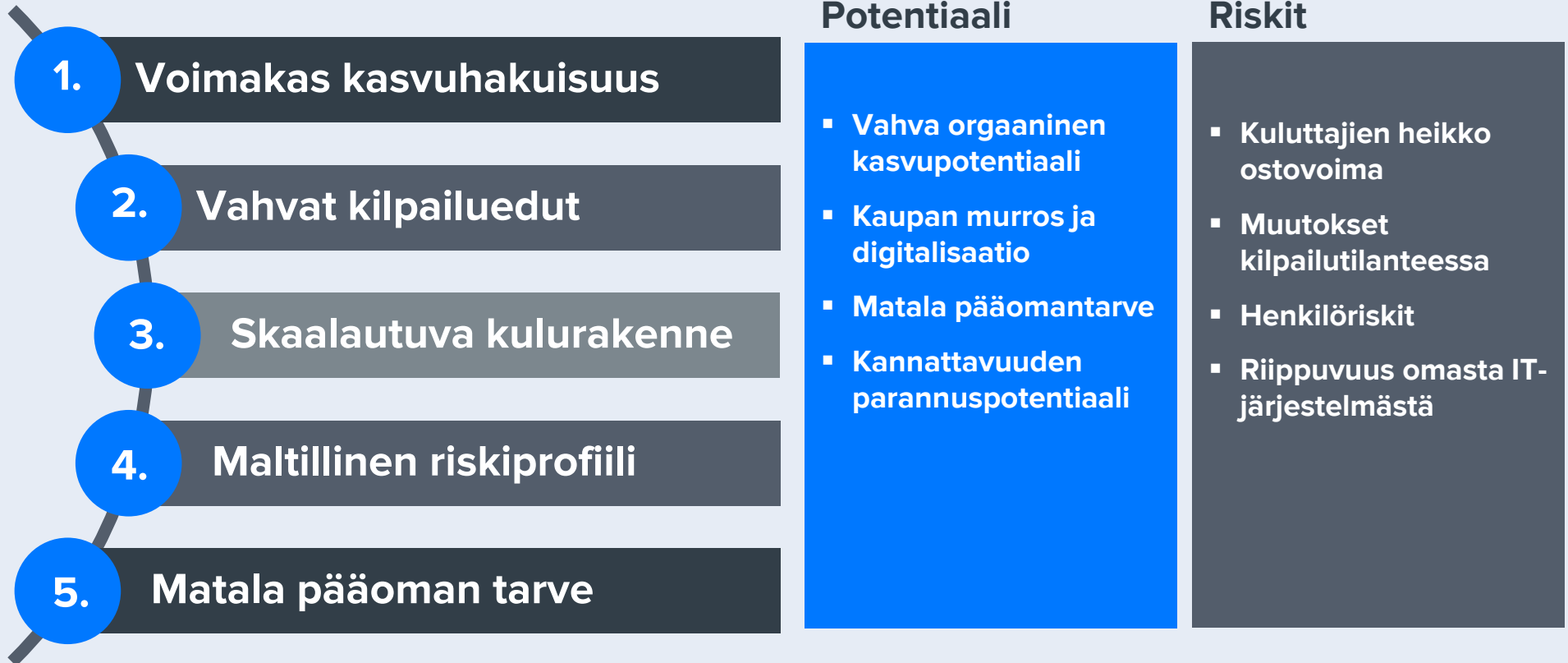
Neljäntenä tekijänä voidaan nostaa esiin yhtiön kokoluokan kasvu ja tämän kautta tulevat paremmat ostoehdot. Näkemyksemme mukaan

yhtiön nykyinen kokoluokka kuitenkin sallii sille jo varsin hyvät ostoehdot ja emme näe kokoluokan merkittävänkään kasvun muuttavan myyntikatetta dramaattisesti. Isommilla volyymeillä olisi kuitenkin selkeä positiivinen vaikutus maksuehtoihin ja tämän myötä käyttöpääomaan.

Sijoittajien kannalta myyntikatteen kehitystä kannattaa seurata pidemmällä aikavälillä, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön omat strategiset hinnoittelupäätökset saattavat vaikuttaa katteeseen ja vastaavasti tuotemixissä tapahtuvat muutokset heijastuvat katteisiin hitaammin.



Sijoitusprofiili



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto

Markkinan
syklisyys

1

Kodinelektroniikan
kysyntä on vakaa

Laajentuminen
uusiin
tuoteryhmiin

1

Laajentumiseen liittyy
selkeitä riskejä

Liikevaihdon
hajautuminen

1

Liikevaihto tulee
pääosin Suomesta ja
kodnelektroniikasta

2 Kannattavuus

Myyntikatteen
kehitys

2

Myyntikatteen
parantuminen ajaa
tulosparannusta

Kustannustaso

2

Toimialan edullisin ja
skaalautuva kulurakenne

3 Pääoman sitoutuminen

Käyttöpääoma

3

Vahva operatiivinen
kassavirta ja lähellä nollaa
oleva käyttöpääoma

Investointitarve

3

Liiketoiminta sitoo hyvin
vähän pääomaa ja ei
vaadi merkittäviä
investointeja

Arvio Verkkokauppa.comin liiketoiminnan
kokonaisriskitasosta

Suomen talous ja kaupan-ala

Suomen talouden näkymät ovat vaisut

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. BKT:n kasvu on ollut heikkoa johtuen talouden rakenteellisista ongelmista (mm. korkea kustannusrakenne, jäykät työmarkkinat, valtion suuri rooli), teollisuuden rakennemuutoksesta ja vaisusta investointihyödykkeiden kysynnästä yritystemme vientimarkkinoilla.

Suomen BKT kääntyi vihdoin vuoden 2015 lopussa varovaiseen kasvuun pitkän korpivaelluksen jälkeen ja 2016 osalta BKT tulee kasvamaan noin prosentilla. Taso on alle Euroopan tämän hetken kasvuvauhdin (2016e: 1,6 %) ja korostaa Suomen talouden sisäisiä ongelmia. Talouden piristyminen on ollut ennen kaikkea kuluttajien varassa, kun matalat korot ja lievästi kohentunut työllisyystilanne ovat tukeneet kotimaista ostovoimaa. Viennin kehitys on ollut edelleen heikkoa johtuen vaisusta kysynnästä ja rakenteellisista ongelmista. Ensi vuoden osalta odotamme talouskasvun säilyvän noin prosentin tasolla.

Suomen talouden rakenteellisista ongelmista johtuen pidämme Suomen pidemmän aikavälin talouskasvunäkymiä vaisuina. Poliittisesti epäsuosittujen rakenteellisten uudistusten tekeminen on ollut hankalaa ja ottaen huomioon Euroopan taloussyklin suhteellisen kypsän vaiheen, alkaa rakenteellisille uudistuksille tulla kiire. Keskeinen huolestamme Suomen talouden suhteen liittyykin siihen, että tarvittavia uudistuksia ei ehditä täysimääräisesti toteuttaa nykyisessä syklissä. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että seuraava talouden laskusuhdanne kärjistäisi Suomen ongelmia

entisestään.

Kuluttajien näkökulmasta näkymä on myös varsin vaisu. Hidas talouskasvu ja korkea työttömyys tulee pitämään ostovoiman paineessa. Lisäksi valtion jatkuvat veronkorotuspaineet sekä rakenteellisten uudistusten (mm. KiKy-sopimus) ostovoimaa heikentävät vaikutukset tulevat johtamaan siihen, että ostovoima paranee korkeintaan yleisen talouskehityksen tahdissa.

Kokonaisuutena suhtaudummekin varsin pessimistisesti Suomen talouden lyhyen ja pidemmän aikavälin näkymiin positiivisessakin skenaariossa talouden pidemmän aikavälin vuosikasvu jää noin prosentin tuntumaan.

Kaupan näkymät seuraavat talouden näkymiä

Vähittäiskauppamarkkina voidaan Suomessa jakaa päivittäistavarakauppaan, erikois- ja muuhun kauppaan sekä tavaratalokauppaan. Suomen vähittäiskauppamarkkinan koko oli vuonna 2015 noin 37,6 miljardia euroa jakautuen seuraavasti:

Päivittäistavarakaupan osuus koko Suomen vähittäiskaupasta on noin 45 %, Erikois- ja muun kaupan osuus 43 % ja tavaratalokaupan noin 12 %. Etänä tapahtuvan kaupan osuus oli vuonna 2015 arviomme mukaan noin 2 miljardia euroa eli noin 5 % koko kaupasta. On kuitenkin hyvä muistaa, että päivittäistavarakaupassa verkkokaupan osuus on edelleen erittäin matala ja näin ollen käytännössä koko verkkokauppa syntyy erikois- ja tavaratalokaupan puolelta. Näin ollen verkkokaupan osuus erikoiskaupassa oli vuonna 2015 arviomme mukaan noin 10 %. Suurimpia tuoteryhmiä verkossa myytävistä

tuotteista ovat Kaupan Liiton mukaan elektroniikka ja kodintekniikka sekä vaatteet.

Vähittäiskaupan kehitys on suorassa korrelaatiossa Suomen yleiseen talouskehitykseen. Tämän myötä myös ostovoiman osalta lähivuosien näkymät ovat vaisut. Vuoden 2016 osalta Kaupan Liitto odottaa ostovoiman parantuvan 1,4 %:lla johtuen talouden piristymisestä, veronalennuksista sekä laskeneista koroista. Vuoden 2017 osalta odotamme kasvun hidastuvan yleisen talouskasvun tasolle.

Arvioidessa Suomen vähittäiskauppamarkkinaa on tärkeää erottaa toisistaan taloudellisesta taantumasta johtuva syklinen heikkous ja kaupan digitalisoitumisesta johtuva rakenteellinen murros. Vähittäiskaupan kasvu tulee lähivuosina painottumaan hyvin voimakkaasti verkkoon ja arviomme mukaan perinteisen kivijalkakaupan osalta kasvu jää parhaassakin skenaariossa hyvin matalaksi.

Suomessa kaupan ala on siirtynyt verkkoon melko hitaasti, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin siitä, että kaupan alan suuret pelurit eli Kesko ja S-Ryhmä ovat olleet verrattain hitaita omien verkkokauppojen kehityksen suhteen. Suomi onkin useilla eri mittareilla verrokkimaitamme (Ruotsi, Norja, Tanska) jäljessä verkkokaupassa. Uskomme kuitenkin myös tämän kehityksen kiihtyvän lähivuosina, kun kilpailun kiristyminen ja kulutustottumusten muutokset pakottaa alan vanhoja toimijoita kasvattamaan panostuksiaan myös verkkokauppaan.

Kaupan-alan keskeiset trendit 1/2

Kaupan alalla käynnissä merkittävä murros

Kaupan alalla on parhaillaan menossa merkittävä murros, kun digitalisaatio muuttaa kaupan perinteisiä rakenteita. Näkyvin näistä muutoksista on verkkokaupan voimakas kasvu ja muodostuminen merkittäväksi jakelukanavaksi perinteisen kivijalkakaupan rinnalle. Merkittävimmät kaupan murrokseen liittyvät trendit tällä hetkellä ovat mielestämme:

- **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 tulee johtamaan 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 toimijoita, jotka voivat osallistua Suomen markkinaan ilman merkittävää etabloitumista ja pelata näin ollen osittain eri pelisäännöillä. Näkemys mukaan tämä tulee korostamaan kaupan kustannuskilpailukyvyyn tärkeyttä.

Yhä useampi kuluttaja ostaa verkosta.

Verkkokaupan yleistymisen myötä yhä useampi kuluttaja tulee siirtymään verkko-ostamisen piiriin. Ajureina tässä kehityksessä ovat mm. demografia (nuoremmat sukupolvet käyttävät verkkoa vanhempia sukupolvia enemmän), luottamuksen kasvu verkkokauppaa kohtaan, verkkokaupoissa myytävien tuotteiden saatavuuden parantuminen ja verkkokauppojen toimintamallien parantuminen.

Yhä useampi tuoteryhmä siirtyy verkkoon.

Pidemmällä aikavälillä on selvää, että yhä useampi tuoteryhmä tulee tavalla tai toisella siirtymään 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 homogeneiset tuotteet, kuten kodinelektroniikka. Vastaavasti esimerkiksi tuoreruoka tulee siirtymään verkkoon viiveellä, sillä se on logistisesti haastavampi ja kuluttajat haluavat nähdä tuotteet ennen ostotapahtumaa.

Verkkokaupan kehittyvät toimintamallit

helpottavat verkosta ostamista. Uskomme, että verkkokaupan kasvun myötä kaupan alan toimijat tulevat enenevässä määrin panostamaan verkkokauppojensa kehitykseen ja palveluun. Tämän kehityksen seurauksena uskomme, että verkkokaupassa tapahtuva ostokokemus tulee parantumaan merkittävästi seuraavan vuosikymmenen aikana. Ostaminen tulee muuttumaan vaivattommaksi, kun käyttöliittymät parantuvat ja logistiikkakustannukset tulevat pienentymään

kasvavien volyymien myötä.

- **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 tulevat jatkossa asioimaan kaupassa entistä enemmän perinteisten jäykkien aukioloaikojen ulkopuolella oman arki-aikataulunsa ehdoilla. Kaupan pitää reagoida tähän varmistamalla, että kuluttaja saa miellyttävän ostokokemuksen kellon ajasta riippumatta.

Logistiikkaratkaisut lyhentävät toimitusaikoja.

Verkkokaupan keskeisiä haasteita on alusta asti ollut 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 tulevat jatkossa lyhentämään toimitusaikoja selvästi. Lisäksi volyymin kasvun myötä myös erilaiset perinteisemmät jakeluratkaisut muuttuvat entistä houkutteleviksi.

Kaupan-alan keskeiset trendit 2/2

- **Asiakkaiden käyttämien kauppojen lukumäärä laskee.** Verkkokauppa on luonteeltaan selvästi kivijalkakauppaa keskittyneempi ja siellä luotettavan sekä uskottavan brändin merkitys on perinteistä kivijalkakauppaa suurempi. Tämä on luonnollista, sillä verkon yli tapahtuvassa ostotilanteessa ostaja ei voi nähdä lopullista tuotetta ja toimitukseen liittyy aina tiettyä epävarmuutta. Tästä johtuen verkossa korkeintaan viittä toimijaa käyttävien asiakkaiden osuus onkin yli 70 %, kun se perinteisessä kivijalkakaupassa on vain hieman yli 40 %. Tämä on luonnollista myös siitä näkökulmasta, että pieni ja tuntematon kivijalkakauppa voi sijainnillaan vaikuttaa asiakasvirtoihin merkittävästi. Verkkokaupassa taas pienen ja tuntemattoman kaupan on äärimmäisen vaikea saada nimeään esille ilman merkittäviä markkinointipanostuksia.

Kilpailuetujen rooli korostuu

Näkemyksemme mukaan meneillään olevat kaupan alan trendit tulevat asettamaan paineita kaupan alan myyntikatteita kohtaan. Kuluttajien hintatietoisuus tulee väistämättä kasvamaan ja samalla verkkokaupan kasvu tulee mahdollistamaan erilaisten matalan kulurakenteen toimintamallien yleistymisen. Monille kaupan alan toimijoille tämä tulee asettamaan valtavia haasteita ja niiden on pakko muuttaa toimintamallejaan merkittävästi. Esimerkiksi perinteiset tavaratalot, kuten Anttila, Stockmann ja Sokos ovat Suomessa ajautuneet kriisiin, kun kuluttajat ovat kyseenalaistaneet niiden tarpeellisuuden verkkokauppojen, erikoiskauppojen ja halpahallien välissä. Laskeva myyntikate tulee myös väistämättä asettamaan

paineita kaupan kulurakenteille ja tämän kautta myös kannattavuuksille. Perinteisten toimijoiden pitää yhä selkeämmin kyetä perustelemaan kuluttajille korkeammat kulunsa (korkeammat hinnat) esimerkiksi palvelun tai asiakaskokemuksen kautta.

Kuluttajien kannalta muutos on erittäin positiivista, sillä kuluttajan valinnanvara, hintataso ja palvelu tulevat parantumaan oleellisesti. Mielestämme tähän murrokseen parhaiten asemoituneita yrityksiä ovat ne jotka:

- Kykenevät reagoimaan muuttuvaan ympäristöön
- Operoivat kevyellä/kilpailukykyisellä kulurakenteella
- Toimivat modernin ja ketterän IT-järjestelmän päällä ja eivät kanna merkittävää historiallista taakkaa vanhoista tehottomista ja monimutkaisista IT-järjestelmistä
- Ovat valmiit uudistamaan toimintatapojaan
- Hyödyntävät omia vahvuuksiaan joita kotimaisilla kaupoilla ovat mm. brändi ja asiakastieto.

Kodinelektroniikkamarkkinan näkymät

Kodinelektroniikkamarkkina keskittyy

Kodintekniikkamarkkina Suomessa on erittäin kilpailtu. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihinnoina 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 arviomme mukaan alan kolmen suurimman toimijan myyntikatteet Suomessa ovat keskimäärin alle 20 % (kaupan ala 30 %). Matalasta myyntikatetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja merkittävällä volyymillä.

Tuoteryhmien välillä myyntikatteissa on merkittäviä eroja ja esim. matkapuhelimeissa myyntikatteet ovat arviomme mukaan noin 5-10 %:n välillä, tietokoneissa 10-15 %:n tasolla ja suuremmissa kodinkoneissa 20-30 %:n välillä.

Kodintekniikkamarkkina on kasvanut 2008-2015 välillä alle 1 %:n vuodessa ja markkinan koko vuonna 2015 oli noin 1,8 miljardia euroa (ei sisällä ALV). Tuoteryhmistä ovat kasvaneet etenkin matkapuhelimet (kalliimmat älypuhelimet) ja kodin tietotekniikka (tabletit). Vastaavasti kodin muu viihde-elektroniikka ja kuvaukseen liitännäiset tuotteet ovat olleet selvässä laskussa.

Kodinelektroniikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli viimeisen kymmenen vuoden aikana. Alan kilpailutilanne on pysynyt erittäin kireänä homogeenisistä tuotteista johtuen ja

viimevuosina useita alan toimijoita on joko lopettanut tai supistanut toimintojaan rajusti. Esimerkkeinä voidaan mainita Mustan Pörssin alasajo, Stockmannin luopuminen kodinelektroniikasta, Hirvoxin konkurssi, Konebox.fi alasajo ja ON/OFF-ketjun vetäytyminen. Alan viimevuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com sekä Expert ASA/Power, jotka ovat onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

Gigantti on kasvattanut markkina-osuuttaan selvästi eniten ja sen markkina-osuus oli vuoden 2015 lopussa arviomme mukaan noin 27,4 %. Verkkokauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus oli 2015 lopussa arviomme mukaan hieman yli 19 %. Expert ASA/Power on markkinan kolmonen noin 13 %:n markkinaosuudellaan. Kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on noussut vuoden 2009 39 %:sta vuoden 2015 59 %:iin. Suurimmat häviäjät ovat arviomme mukaan olleet Veikon Kone, Kesko (Konebox.fi ja Musta Pörssi), Tekniset, Stockmann (Hobby Hall ja oma tavaratalokauppa) ja pienet paikalliset toimijat.

Suomen vaisut talousnäkymät heijastuvat myös kodinelektroniikkamarkkinaan ja markkina laski noin prosentilla vuosina 2014 ja 2015. 2016 markkina on ensimmäisen 9 kk:n aikana kasvanut 3,4 %:lla GfK:n mukaan. Kasvun taustalla on näkemyksemme mukaan piristynyt talousnäkymä sekä Expert ASA/Powerin aggressiivinen kampanjointi mihin Gigantti ja Verkkokauppa.com ovat vastanneet. Uskomme markkinan kasvun hidastuvan vuoden 2017 aikana ja pitkällä aikavälillä odotamme alan kasvavan linjassa yleisen talouden kehityksen

kanssa. Vaikka arjessa olevan elektroniikan määrä tulee jatkamaan kasvuaan, tulee elektroniikan hinta jatkamaan laskuaan.

Markkinaosuuksien osalta raju polarisoituminen tulee jatkumaan. Uskomme, että Gigantti, Verkkokauppa.com ja Expert ASA/Power tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa selvää voittamista ja ennustamme, että näiden kolmen yhteenlaskettu markkinaosuus tulee nousemaan vuosikymmenen loppuun mennessä yli 70 %:iin kokonaismarkkinasta. Ottaen huomioon alan karut reunaehdot (matala bruttokate, homogeeniset tuotteet, korkea hintasensitiivisyys yms.) emme näe realistista skenaariota, jossa joku pienemmistä toimijoista saisi markkinaosuutensa nousuun ja alkaisi haastamaan kolmea suurinta toimijaa. Myös verkkokaupan voimakas kasvu sekä tavarantoimittajien harjoittama myynnin keskittäminen suurimmille toimijoille ovat omalta osaltaan syventäneet kuilua pienten ja kolmen suurimman toimijan välillä.

Power ei muuta alan kilpailuasetelmia

Expert ASA:n lanseeraama Power ei oleellisesti muuta toimialan kolmen suurimman toimijan kilpailuasetelmia. Powerin kustannusrakenne on oleellisesti Verkkokauppa.comia ja Giganttia heikompia ja ilman selkeää muutosta kustannusrakenteessa ei Power kykene uhkaamaan Giganttia tai Verkkokauppa.comia. Näkemyksemme mukaan Powerin lanseeraama kampanjavetoinen hintakilpailu kuitenkin vauhdittaa alan polarisaatiota ja heikentää pienten toimijoiden asemaa.

Kaupan alan kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kulurakenne erinomaisella tasolla

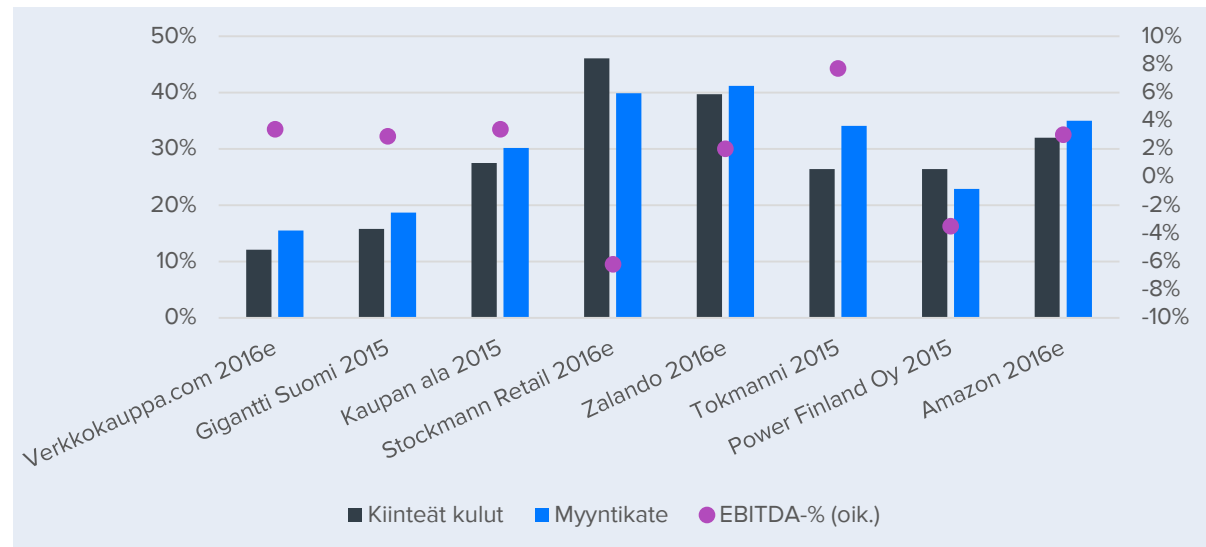
Verkkokauppa.comin laajentaessa uusiin tuoteryhmiin perinteisen kodinelektroniikan ulkopuolelle kasvaa myös sen kilpailijakenttä koko Suomen vähittäiskauppakenttään. Verkkokauppa.comin pääkilpailijoita ovat näkemysmme mukaan kodinelektroniikkamarkkinan suuret toimijat Gigantti ja Expert ASA (Power) sekä kaupan alan suuret toimijat eli S-ryhmä ja Kesko. Lisäksi uusiin tuoteryhmiin laajentaessa kilpailijoita ovat enenemissä määrin myös pienet lokaalit toimijat sekä suuret globaalit verkkokaupat.

Kaupan alan eri toimijoita vertailtaessa mielestämme paras lähtökohta on niiden myyntikatteen tarkastelu. Kaupan myyntikatteen ohjaavana tekijänä toimii kaupan kulurakenne. Myyntikate on sen sijaan lopulta ohjaavana tekijänä lopputuotteiden hinnoissa. Suomen kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli vuonna 2015 Tilastokeskuksen mukaan 30,2 % ja se on säilynyt kohtuullisen vakaana noin 30 %:ssa finanssikriisin jälkeen. Verkkokauppa.comin myyntikate oli 2015 15,1 % ja keskeisten kilpailijoiden Gigantin ja Power Finlandin olivat 18,7 % ja 22,9 %.

Johtuen verkkokaupan merkittävästä roolista yhtiön liiketoiminnassa, on Verkkokauppa.comin kulurakenne erittäin kevyt. Yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2015 11,5 %, mikä on selvästi matalampi taso kuin muilla kaupan alan toimijoilla. Keskeisellä kilpailijalla ja niin ikään erittäin kustannustehokkaalla Gigantilla kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon

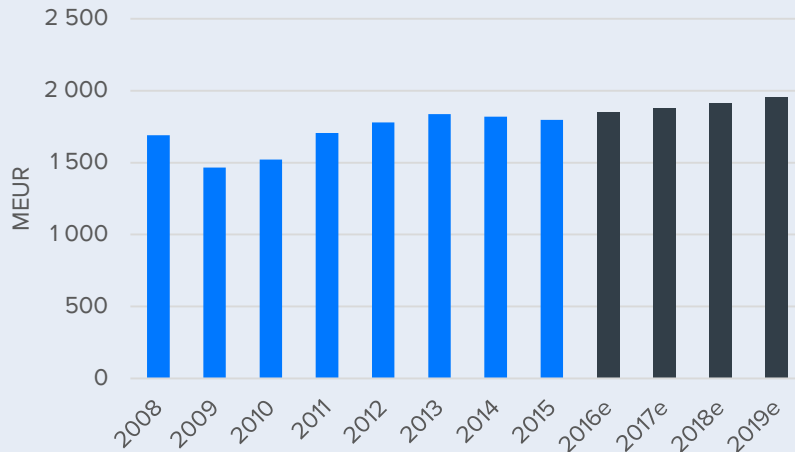
olivat vuonna 2015 noin 15,8 %. Powerin vastaava luku oli 2015 26,4 %, mutta se ei ole täysin vertailukelpoinen johtuen toiminnan ylösajosta. Kaupan alalla keskimäärin kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2015 27,5 %. Erittäin matalien kiinteiden kulujen ansiosta Verkkokauppa.com kykenee pitämään yllä myös selvästi toimialan keskiarvoa matalampaa myyntikatetta.

Kaupan alan käyttökate oli vuonna 2015 Suomessa Tilastokeskuksen mukaan 3,4 %. Perinteisiä kauppia analysoidessa on kuitenkin tärkeä muistaa, että niiden liiketoiminta on alun perin rakennettu kivijalkakaupan ympärille ja näin ollen niiden kiinteistöihin liittyvä poistomassa on merkittävä. Siten niiden liikeluokset ovat myös selvästi käyttökatteita heikompia. Verkkokauppa.comin kaltaisten digitaalisuuden ja verkkokaupan ympärille perustuvien toimijoiden kiinteistöihin sidottu poistomassa on olematon ja liikevoittomarginaali on hyvin lähellä käyttökattetta. Verkkokauppa.comin oikaistu liikevoittomarginaali oli vuonna 2015 3,3 % ja käyttökate 3,6 %. Keskeisen kilpailijan Gigantin käyttökate oli 2015 2,9 % ja liikevoittomarginaali noin 2,2 %.

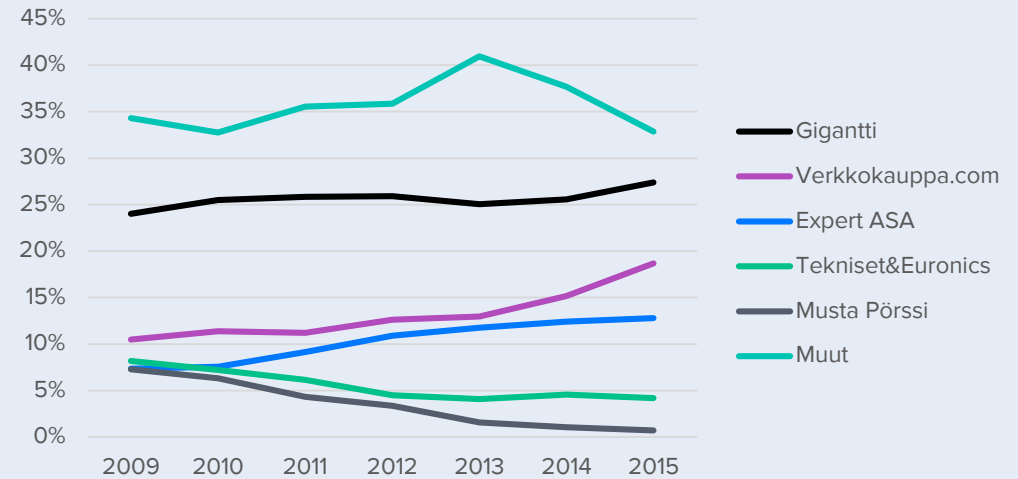


Kodinelektroniikkamarkkina Suomessa

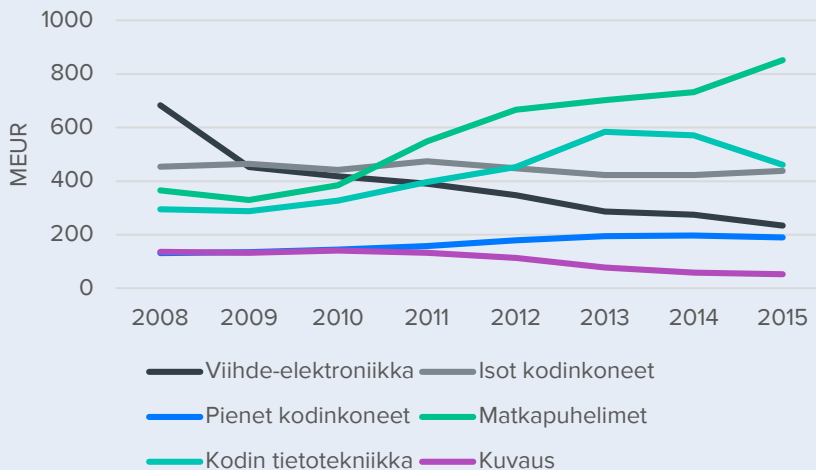
Kodinelektroniikkamarkkina 2008-2019e



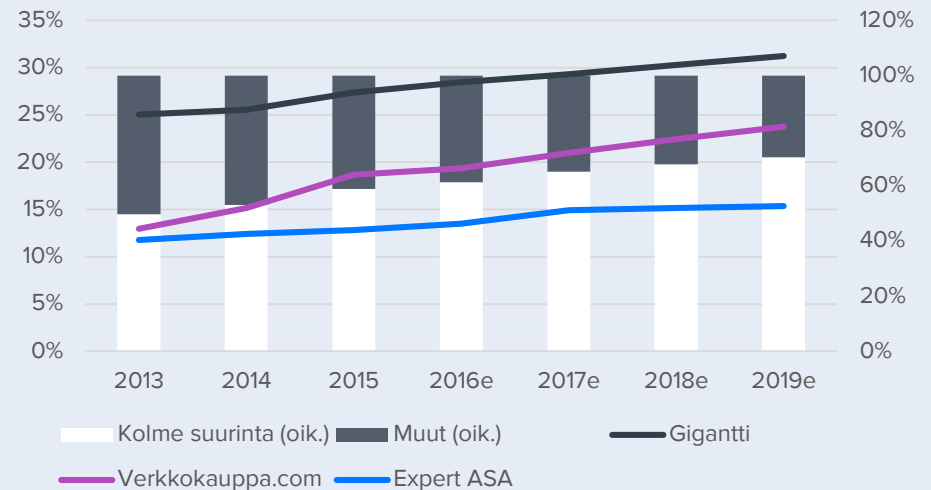
Markkinaosuuksien kehitys 2009-2015



Tuoteryhmien välinen myynnin kehitys



Markkinaosuusennusteet



Lähde: Inderes, Kehittyvä kauppa, mainitut yhtiöt

Strategia 1/4

Strategia rakentuu neljälle peruspilarille

Yhtiön strategian kulmakivet voidaan mielestämme kiteyttää neljään tekijään:

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 asiakaslupaustaan. 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 yli 50 000 tuotetta. Uskomme, että yhtiön tuotevalikoima tulee jatkossa kasvamaan etenkin uusille tuotealueille laajentumisen ja omien tuotemerkkien määrän kasvun myötä. 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 varastotasoja 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. Yhtiö on panostanut voimakkaasti tuotteidensa saatavuuden parantamiseen, mistä osoituksena ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kioski, 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 uskomme, että tulevaisuudessa tulemme näkemään yhtiöltä uudenlaisia toimintamalleja tämän asian suhteen. Toimitukset tulevat lisääntymään merkittävästi ja korkeamman volyymin avulla myös niiden hintaa voidaan painaa selvästi nykyistä matalammalle tasolle.

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 ja yhtiö onkin profiloitunut sijoittajien silmissä kasvuyhtiöksi. 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. Näiden lisäksi yhtiöllä on parhaillaan menossa useita merkittäviä strategisia hankkeita, joiden tarkoituksena on tukea yhtiön kasvua ja parantaa kannattavuutta pitkällä aikavälillä. Käsitlemme näitä kasvuhankkeita tarkemmin seuraavalla sivulla.

Yhtiön kasvu rakentuu etenkin verkkokaupan varaan ja kivijalkakaupan suhteen yhtiöllä on vain rajallisia laajennustarpeita. Odotamme yhtiön avaavan seuraavan kahden vuoden aikana uudet myymälät Turkuun ja pääkaupunkiseudulle, mutta näiden vaatimat investoinnit ovat varsin maltillisia suhteessa yhtiön kokoon.

Strategia 2/4

Uudet tuoteryhmät

Verkkokauppa.com on aktiivisesti viimeisten vuosien aikana laajentanut tuotetarjontaansa perinteisen kodinelektronikan ulkopuolelle. Yhtiön kodinelektronikan ulkopuolisia päätuotealueita ovat: grillaus & kokkaus, koti ja piha, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, ruoka ja juoma, työkalut, urheilu ja ravinteet sekä vauvat ja perhe. Vaikka yhtiön päätuoteryhmistä noin kolmasosa on kodintekniikan ulkopuolisia, on näiden tuoteryhmien osuus yhtiön myynnistä vielä varsin rajallinen. Arviomme mukaan näiden osuus yhtiön kokonaismyynnistä on noin 10 %. On hyvä huomioda, että yhtiö on laajentanut useisiin näistä tuoteryhmistä vasta viimeisen vuoden aikana ja uuden tuoteryhmän nouseminen sen täyteen myyntipotentiaaliin kestää yleensä useamman vuoden.

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 ja tarjota kuluttajille markkinoiden edullisimmat hinnat. Yhtiö myös pyrkii etsimään tuotealueita, jotka menevät sen nykyisen logistiikkaketjun läpi helposti.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että 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. Siten kivijalkakaupalla ensimmäiset 12-24 kk ovat tyypillisesti tappiollisia. Myös kysynnän todellisesta määrästä ei ole mitään 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.

Kodinelektronikan ulkopuolisesta laajentumisesta onnistuneita esimerkkejä ovat mm. musiikki-instrumentit sekä lelut. Musiikki-instrumenteissa yhtiö on noussut kuudessa vuodessa markkinajohtajaksi ja leluissa yhtiö on onnistunut nousemaan markkinalla selkeään haastajan asemaan muutamassa vuodessa. Rautakaupan puolella (työkalut sekä koti&piha tuoteryhmät) yhtiöllä on ollut vaikeaa murtautua olemassa olevaan markkinaan. Haasteiden taustalla on mm. nimikkeiden suuri määrä ja osin erilainen logistiikkaketju, jonka seurauksena yhtiöllä ei ole edellytyksiä olla täyden palvelun rautakauppa. Tämä puolestaan on tehnyt yhtiöstä vähemmän kiinnostavan ostopaikan asiakkaille sekä vähemmän kiinnostavan kumppanin päämiesten kannalta. Uskomme, että yhtiö tulee asteittain supistamaan rautakauppaansa ja keskittymään muihin tuoteryhmiin. Yhtiön tappiot rautakaupassa ovat jääneet erittäin pieniksi (joitain satoja tuhansia) ja tämä kuvastaa mielestämme erinomaisesti yhtiön liiketoimintamallin vahvuuksia ja ketteryyttä.

Uskomme, että yhtiö tulee jatkamaan laajentamista uusiin tuoteryhmiin ja odotamme

sen lanseeraavan keskimäärin vuosittain yhden uuden päätuotealueen. Uusien tuoteryhmien rooli yhtiön kasvussa tulee nousemaan tulevina vuosina. Etenkin pidemmällä aikavälillä (2019 jälkeen) yhtiön kasvu kodinelektronikassa tulee väistämättä hidastumaan, kun sen markkinaosuus on noussut riittävän korkeaksi. Näin ollen nyt tehdyt laajentumiset uusiin tuoteryhmiin ovat yhtiön kannalta kriittisiä, sillä ne luovat pohjaa yhtiön pitkän aikavälin kasvun jatkumiselle. Arviomme mukaan uudet tuoteryhmät tulevat asteittain kasvattamaan merkitystään yhtiön kasvussa ja ensi vuosikymmenen alussa niiden kontribuutio yhtiön kasvuun pitäisi olla jo yli 50 %.

Uusiin tuoteryhmiin laajentumisessa keskeinen kysymys liittyy yhtiön brändin kestävytyteen uusissa tuoteryhmissä missä ostajakunta poikkeaa yhtiön perinteisestä asiakaskunnasta. Onnistuneet laajentumiset uusiin tuoteryhmiin (mm. lelut, vauvat ja perhe sekä matkailu) ovat hälventäneet tätä riskiä ja yhtiön mukaan sen asiakaskunta on muuttunut oleellisesti eikä asiakasprofiili enää merkittävästi poikkeaa muusta kaupan alasta. Näin ollen huolestamme tähän liittyen ovat lieventyneet, mutta näemme tässä edelleen tiettyjä riskejä.

Kokonaisuutena uskomme, että uudet tuoteryhmät sisältävät merkittävää potentiaalia yhtiön kannalta. Nyt tutkituista tuoteryhmistä useilla myyntikatteet liikkuvat arviomme mukaan 25-50 %:n välillä ja uskomme, että Verkkokauppa.comilla on toimintamallinsa puitteissa hyvät edellytykset laajentua näille alueille. Sijoittajien on myös tärkeä ymmärtää, että näiden uusien tuoteryhmien myyntikatteet ovat selvästi kodinelektronikan vastaavia korkeampia ja näin ollen niihin laajentumisella on selkeä positiivinen vaikutus koko yhtiön myyntikatteeseen.

Strategia 3/4

Markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa

Verkkokauppa.com on tasaisesti voittanut markkinaosuutta Suomen kodinelektroniikkamarkkinassa ja yhtiön markkinaosuus on noussut vuoden 2008 8 %:sta 19 %:iin vuonna 2015. 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 markkinaosuutensa voittamista myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan tähän markkinaosuuden voittamiseen liittyy vain rajallisia riskejä ja markkinaosuuden kasvun pysähtyminen vaatisi mielestämme yhtiöltä strategisia virheitä (mm. hintojen nostamista, logistiikkaongelmia yms.) tai merkittäviä muutoksia kilpailijakentässä.

Apuraha-asiakasrahoitus

Verkkokauppa.com lanseerasi syyskuussa 2015 oman Apuraha-asiakasrahoituksensa. Oman asiakasrahoituksen tarkoituksena on nostaa yhtiön myyntikatteita ja yhtiön omien kommenttien mukaan toimialalla tyypillisesti asiakasrahoitus nostaa myytävän tuotteen myyntikatetta 3-6 %-yksikköä. Lisäksi asiakasrahoituksen tarkoituksena on tukea yhtiön myyntiä tarjoamalla asiakkaille erilaisia rahoitusvaihtoehtoja. Yhtiö on aikaisemmin hoitanut asiakasrahoituksen Klarnan kautta. Omassa asiakasrahoituksessa kumppanina toimii Lindorff.

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. Lisäksi Verkkokauppa.comin ja Lindorffin suhde riskin kantamisessa vaikuttaa oleellisesti Apurahan potentiaaliin yhtiön näkökulmasta.

Suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Apurahaan ja näkemyksemme mukaan se tarjoaa yhtiölle selkeää ansaintapotentiaalia pitkällä aikavälillä. Taseriskit ovat kuitenkin merkittäviä ja nostavat yhtiön riskiprofiilia. Uskomme kuitenkin, että alkuvaiheessa Apuraha tullaan toteuttamaan pitkälti Lindorffin taseella ja näin ollen Verkkokauppa.comin oma riski ja samalla myös tuottopotentiaali jäävät hyvin pieniksi. Yhtiön kommentit Apurahan kehityksestä ovat rohkaisevia ja yhtiön mukaan sen ensimmäinen vuosi on ollut onnistunut sekä volyymien, että riskienhallinnan näkökulmasta. Kuluvan vuoden lopussa Verkkokauppa.comin kantama taseriski Apurahaan liittyen on arviomme mukaan noin 2 MEUR ja Lindorff kantaa edelleen valtaosan taseriskistä.

Odotamme Verkkokauppa.comin osuuden Apurahan rahoituksesta kasvavan asteittain ja ensi vuoden osalta odotamme sen nettotuottojen (huomioi luottotappiot) olevan noin 2 MEUR ja luottokannan olevan vuoden lopussa 10 MEUR. Vuoden 2019 lopussa odotamme luottokannan olevan 27 MEUR ja nettotuottojen 5 MEUR. Apurahan ennusteemme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme erittele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä. Ennusteemme luottokannan duraatiolle on 12kk ja kulut huomioivalle korolle 20 %. Ennusteemme ovat varsin konservatiiviset ja heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofiilia hankkeeseen liittyen.

C2C-kauppapaikka

2014 syksyllä Verkkokauppa.com kertoi tutkivansa mahdollisuutta kuluttajien välisen kauppapaikan luomiseen. Käytännössä tämä tarkoittaisi palvelua missä kuluttajat keskenään käyvät kauppaa käytetyillä tavaroilla (esim. Huuto.net, Tori.fi ja Ebay). Hanke tullaan arviomme mukaan toteuttamaan Verkkokauppa.comin brändin alle ja hankkeen strategisena tarkoituksena on arviomme mukaan kasvattaa Verkkokauppa.comin kävijämäärää ja kasvattaa yhtiön asiakasymmärrystä. Lisäksi uskomme, että toimivalla C2C-kauppapaikalla olisi myös välillinen positiivinen vaikutus yhtiön omaan myyntiin, sillä yhtiö voisi kauppapaikalla tuoda esiin myös omia tuotteitaan.

Käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole hankkeessa suoraa ansaintaa esimerkiksi erilaisten ilmoituspalkkioiden tai provisioiden muodossa vaan hyödyt ovat puhtaasti strategisia ja välillisiä. Suhtaudumme hankkeeseen varsin positiivisesti, sillä näemme sen riski/tuotto-suhteen erinomaisena. Hanke maksaa Verkkokauppa.comille vain rajallisesti (arviomme mukaan alle 1 MEUR) ja sen mahdolliset hyödyt voivat olla merkittäviä. Riskit ovat hyvin rajalliset ja esimerkiksi vastuiden osalta yhtiöllä ei olisi riskiä, sillä kauppaa käydään kuluttajien välillä ja yhtiö ei ole mukana itse transaktiossa. Riskinä onkin lähinnä investointipanostuksen menetys ja yhtiön resurssien mahdollinen hukkakäyttö. Uskomme, että Verkkokauppa.comin C2C-alustalla on lähtökohtaisesti hyvät mahdollisuudet menestyä, sillä yhtiön brändi on yksi Suomen tunnetuimpia verkkobrändejä ja sen sivut ovat vierailuimmat internet-sivut Suomessa. Tulosenusteisiin hankkeella ei ole toistaiseksi vaikutusta.

Strategia 4/4

Hankintayhteistyö

Verkkokauppa.com on listautumisestaan asti suunnitellut hankintayhteistyötä. Hankintayhteistyö on mielestämme yhtiölle luonnollinen askel, sillä sen kautta yhtiö kykenisi parantamaan neuvotteluvoimaansa tavarantoimittajiin nähden ja se kykenisi neuvottelemaan mm. parempia hintoja ja pidempiä maksuaikoja. Hyötyjen suuruus riippuu pitkälti hankintayhteistyön kokoluokasta. Jos yhtiö osallistuisi merkittävästi omaa kokoluokkaansa suurempaan hankintayhteistyöhön, olisi sen mahdollisuus painaa hankintakustannuksia. Toisaalta osana suurempaa hankintayhteistyötä myös yhtiön oma päätösvalta hankintoihin saattaisi supistua ja uskomme, että yhtiö pyrkii tässä hankkeessa säilyttämään täyden autonomian päätöstensä kanssa. Arviomme mukaan hankintayhteistyön kautta saatava marginaaliparannus on kuitenkin konsernitasolla rajallinen (1-2 %) ja suurempi hyöty kohdistuisi Private label -tuotteisiin, missä yhtiön volyymit ovat matalia.

Todennäköisempänä vaihtoehtona pidämme sitä, että Verkkokauppa.com päättyy hankintayhteistyöhön jonkun tai joidenkin pienempien toimijoiden kanssa, minkä kautta yhtiön täysi autonomia ostopäätöksissä säilyisi, mutta yhteistyö tarjoaisi silti yhtiölle isompia muskeleita hankintoja tehtäessä. Tässä tärkeässä osassa olisi Pohjoismaat kattava hankintayhteistyö, sillä useille päämiehillä laajemman markkina-alueen kattaminen on absoluuttisia ostomääriä tärkeämpää. Johtuen hankintayhteistyöhön liittyvästä epävarmuudesta, emme ole sisällyttäneet sitä tulosennusteisiimme.



Lähde: Inderes

Verkkokauppa.comin strategia yhteenveto



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

Verkkokauppa.com on määrittänyt itselleen neljä taloudellista tavoitetta. Kokonaisuutena pidämme tavoitteita realistisina ja suhteellisen konservatiivisina.

Yhtiö pyrkii kasvamaan toimintamarkkinoitaan nopeammin ja tavoittelee keskipitkällä aikavälillä yli 10 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua.

Kasvun suhteen pidämme tavoitetta hyvin realistisena ja jopa hieman vaatimattomana, kun huomioidaan yhtiön historiallinen kasvuvauhti (35 %). Arviomme mukaan yhtiön pitäisi kyetä yli 10 %:n vuotuisen kasvuun jo pelkässä kodinelektroniikkamarkkinassa missä yhtiö voittaa jatkuvasti markkinaosuutta. Laajentuminen uusiin tuoteryhmiin nostaa onnistuessaan liikevaihdon kasvun selvästi yli yhtiön tavoitetason.

Yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan liiketoimintavolyymin kasvaessa. Keskipitkällä aikavälillä tavoitteena on parantaa käyttökateprosenttia vuoden 2013 tasosta.

Näkemyksemme mukaan yhtiön kannattavuus parannus syntyy sekä myyntikatteen parannuksen, että skaalautuvan kulurakenteen kautta. Myyntikatetta parantavat lähivuosina yhtiön kodinelektroniikan tuotemixin parantuminen, laajentuminen uusiin korkeamman katteen tuoteryhmiin, Apuraha-asiakasrahoitus sekä asteittain kasvavat mittakaavaedut hankinnassa.

Kulurakenteessa etenkin henkilöstökulujen

osuus tulee arviomme mukaan skaalautumaan varsin hyvin alaspäin tulevaisuudessa, kun liikevaihdon kasvu vaatii yhä vähemmän uusien henkilöiden rekrytoimista. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset parantaa kannattavuuttaan selvästi tulevina vuosina, vaikka yhtiön lyhyen tähtäimen tavoitteena onkin liikevaihdon kasvattaminen kannattavuuden sijaan.

Yhtiö pyrkii varmistamaan riittävän omavaraisuusasteen liiketoimintansa kasvun rahoittamiseksi ja pyrkii ylläpitämään yli 25 %:n omavaraisuusastetta ottaen huomioon yhtiön toimialan luonteen ja liiketoiminnan kausiluonteisuuden.

Yli 25 %:n omavaraisuusaste (2015 44 %) tarkoittaa nykyisellä taserakenteella velatonta tasetta. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii pitämään taseensa velattomana ja näin ollen pitämään taseriskinsä hallinnassa taloustilanteesta riippumatta. Johtuen yhtiön erittäin kapeista liikevoittomarginaaleista pidämme tätä järkevänä ratkaisuna. Näkemyksemme mukaan velaton ja vahva tase pienentävät yhtiön riskiprofiilia selvästi ja varmistavat taloudellisen liikkumavaran heikommassakin tilanteessa. Asiakasrahoituksen kasvu ja siihen liittyvä taseriski korostaa vahvan taseen merkitystä.

Yhtiön mukaan sen liiketoiminnan pääpaino on liiketoiminnan kehittämisessä. Yhtiö arvioi vuosittain edellytyksiä osingonjakoon siten, että mahdollinen voitonjako ei vaaranna yhtiön strategiassa määriteltyä kasvutavoitetta tai muita yhtiön taloudellisia tavoitteita.

Käytännössä yhtiön osinkopolitiikka tarkoittaa

näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö investoi edelleen valtaosan tulorahoituksestaan kasvuun ja osinkoja jaetaan, jos yhtiö ei keksi rahoille parempia investointikohteita. Pidämme tätä strategiaa järkevänä, sillä yhtiöllä on erinomaisia kasvumahdollisuuksia sen nykyisen kustannusrakenteen ja markkinaposition kautta. Kuitenkin käyttöpääoman pysyessä negatiivisena ja asiakasrahoituksen sitoessa vain rajallisesti pääomaa, ei yhtiö arviomme mukaan toistaiseksi tarvitse tulovirtaansa liiketoiminnan kehittämiseen. Näin ollen yhtiö voisi arviomme mukaan jakaa valtaosan tulovirrastaan osinkoina lähivuosina. Odotamme voitonjako suhteen olevan 2016 noin 80 % ja 2017 osalta noin 50 %.

Taloudelliset tavoitteet yhteenveto

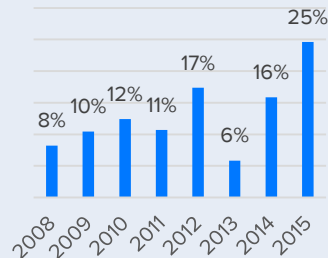
Kasvu

Liikevaihdon kasvu keskimäärin yli 10 % pitkällä aikavälillä

Q3'16 tilanne

12 %

Rullaava
12kk



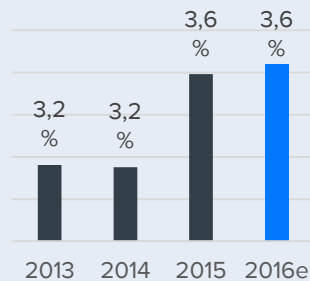
Kannattavuus

Keskipitkällä aikavälillä yhtiön tavoitteena parantaa EBITDA-% 2013 tasosta

Q3'16 tilanne

3,4 %

Rullaava
12kk

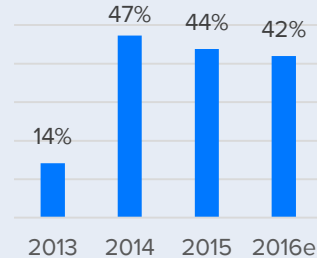


Velkaisuus

Omavaraisuusaste vähintään 25 %

Q3'16 tilanne

43 %

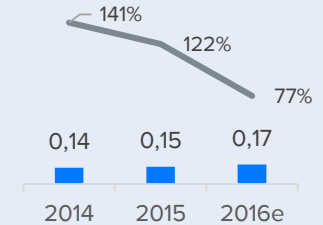


Voitonjako

Voitonjako ei vaaranna strategian kasvu- tai muita taloudellisia tavoitteita. Pääpainossa liiketoiminnan kehitys

2016e

**77%
/EPS**



Riskit

Riskiprofiili varsin rajallinen

Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin osakkeen merkittävimmät riskit ovat:

Riippuvuus yhtiön toimitusjohtajasta.

Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.com on hyvin riippuvainen yhtiön toimitus- ja ostojohtaja Samuli Seppälästä. Seppälä on arviomme mukaan operatiivisesti yhtiön tärkein työntekijä ja uskomme, että yhtiön yrittäjähenkilinen kulttuuri on myös voimakkaasti sidoksissa häneen. Johtuen Seppälän merkittävästä omistussuudesta (49,9 %), emme pidä hänen lähtöä yhtiöstä realistisena skenaariona ja näin ollen riski on kokonaisuutena verrattain pieni.

Suomen heikon taloustilanteen jatkuminen.

Suomen talouden kehityksellä ja tämän kautta kuluttajien ostovoimalla on suora yhteys Verkkokauppa.comin taloudelliseen menestykseen, sillä käytännössä koko yhtiön liikevaihto tulee Suomesta. Mikäli Suomen talouden heikko kehitys jatkuu, on tällä suoria negatiivisia vaikutuksia Verkkokauppa.comin liiketoimintaan.

Uusien kilpailijoiden tulo markkinoille.

Kilpailupaineen lisääntyminen on vähittäiskaupassa aina merkittävä riski. Verkkokaupan yleistymisen myötä kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi ja näin ollen uusien kilpailijoiden alalle tulon kynnys laskee merkittävästi. Verkkokauppa.comin asemia tässä parantaa yhtiön erittäin alhainen kulurakenne, joka on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen myös globaaleja verkkokauppapohjaisia pelureita vastaan.

Pidämme epätodennäköisenä, että Suomen kodinelektroniikkamarkkinalle etabloituisi uusia merkittäviä toimijoita lyhyellä aikavälillä johtuen markkinan pienestä koosta, kireästä kilpailutilanteesta ja Suomen markkinan syrjäisestä sijainnista.

Yhtiön brändin kantavuus uusille tuote-alueille.

Arviomme mukaan Verkkokauppa.com brändi on tällä hetkellä edelleen profiloitunut suhteellisen vahvasti kodinelektroniikkaan. Mielestämme on edelleen hyvin epäselvää miten täysin eri kohderyhmien (esimerkiksi lastenhoidon) edustajat mieltävät yhtiön brändin uusien tuoteryhmien ostospaikkana. Tähän asti Verkkokauppa.com on pienissä määrin onnistunut laajentamaan tuotetarjontaansa kodinelektroniikan ulkopuolella ja brändi on kantanut näille tuote-alueille hyvin (esim. musiikki-instrumentit ja lelut). Onnistuminen uusilla alueilla lieventääkin pahimpia huolia brändin kestävyyyteen liittyen.

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 pitkän historian oman IT-järjestelmän kehittämisestä, 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 tulee etenemään asiakasrahoituksen suhteen varsin pienellä riskillä ja alkuvaiheissa kumppani Lindorff kantaa arviomme mukaan valtaosan riskistä. Näin ollen emme pidä tätä riskiä realistisena muutaman vuoden tähtäimellä.

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Tase on nettovelaton ja ainoat merkittävät omaisuuserät liittyvät käyttöpääomaan. Taseen loppusumma oli vuoden 2015 lopussa 81,3 MEUR. Johtuen merkittävistä muutoksista yhtiön käyttöpääomassa vuoden sisällä, tarkastelemme viimeisen tilikauden toteutuneita lukuja, sillä ne tarjoavat mielestämme paremman kuvan yhtiön taseen normalisoidusta tilasta.

Pitkäaikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juurikaan ole ja 2015 lopussa yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkäaikaiset varat olivat yhteensä noin 3 MEUR. Sijoittajien on hyvä huomata, että Verkkokauppa.com ei omista itse myymälöitään ja Jätkäsaaren myymälään sillä on vuoteen 2027 ulottuva vuokrasopimus. Oulun ja Tampereen myymälöiden vuokrasopimukset ulottuvat vuoteen 2018 asti ja yhteensä taseen ulkopuoliset vuokravastuut ovat noin 34 MEUR.

Yksittäisistä tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2015 lopussa 38,7 MEUR tai 11,3 % liikevaihdosta (2014: 11,2 %). Varastojen määrä on laskenut vuoden 2011 jälkeen selvästi, kun yhtiö muutti uusiin toimitiloihin ja paransi merkittävästi varaston hallintaansa. Vuonna 2014 yhtiön varastot nousivat arviomme mukaan väliaikaisesti johtuen laajentumisesta uusiin tuoteryhmiin ja kausivaihtelusta. Tulevaisuudessa yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset kasvattaa varaston kiertonopeutta nykyisestä liiketoiminnan volyymikasvun myötä. Vastaavasti omien ”private label”-tuotteiden kasvu ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin tulevat heikentämään varaston kiertonopeutta.

Kokonaisuutena odotamme varaston kiertonopeuden parantuvan lähivuosina hieman. Pitkällä aikavälillä näemme yhtiön kestävän varastotason olevan noin 10 % suhteessa liikevaihtoon.

Saamiset olivat puolestaan 8,6 MEUR tai 2,5 % liikevaihdosta vuoden 2015 lopussa ja ne ovat myös laskeneet viime vuosien aikana. Arviomme mukaan yhtiön saamiset tulevat kasvamaan lähivuosina selvästi, kun se ajaa omaa asiakasrahoitusliiketoimintaa ylös. Ennustamme saamisten määrän suhteessa liikevaihtoon kasvavan noin 8 %:iin vuoteen 2018 mennessä. Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Tarkemmat laskelmat asiakasrahoituksesta löytyy strategia-kappaleesta. Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2015 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 30,8 MEUR.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2015 lopussa 35,6 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä ei ole.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2015 lopussa 38 MEUR tai 14 % liikevaihdosta. Nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja kokonaisuutena laskemme ne mukaan yhtiön käyttöpääomaan. Ostovelkojen määrä laski selvästi vuonna 2014 johtuen kassa-alennusten täysimääräisestä hyödyntämisestä ja uskomme kassa-alennusten hyödyntämisen heikentävän ostovelkojen määrää vielä vuoden 2016 aikana. Uskomme, että operatiivisesti yhtiöllä on ostovelkojen suhteen edelleen paljon kehitettävää, sillä liiketoiminnan kasvava volyymi ja mahdollinen ostoyhteistyö tarjoavat

mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin.

Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2015 lopussa noin nollan tuntumassa. Näkemyksemme mukaan yhtiön asiakasrahoituksesta oikaistu normalisoitu käyttöpääoman taso on negatiivinen, mutta asiakasrahoituksen kasvu tulee lähivuosina pitämään nettokäyttöpääoman hieman positiivisena.

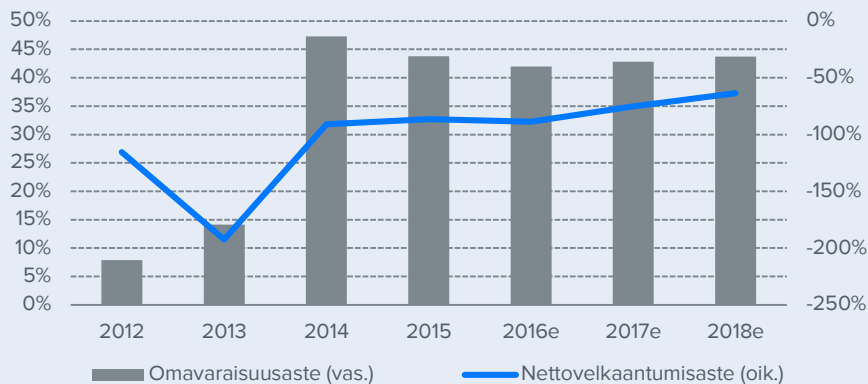
Asiakasrahoitukseen käytettävän pääoman määrä on kuitenkin säädeltävissä ja näin ollen käyttöpääoma ei tule toimimaan yhtiölle kasvun esteenä. Näin ollen käyttöpääoman kehitys ja ennen kaikkea sen pysymisen negatiivisena on sijoittajille erittäin tärkeä ja seuraamisen arvoinen tekijä.

Verkkokauppa.comin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2015 lopussa -86 % ja tase näyttää selvästi ylikapitalisoituneelta. Sijoittajien on tärkeä kuitenkin muistaa, että hyvien maksuehtojen saamiseksi ja rahoituspalveluiden riskiprofiiliin hallitsemiseksi yhtiön taseessa pitää olla selkeää puskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan esim. voitonjaon kautta lähivuosina ja uskomme, että yhtiö haluaa säilyttää merkittävän taloudellisen liikkumavaran.

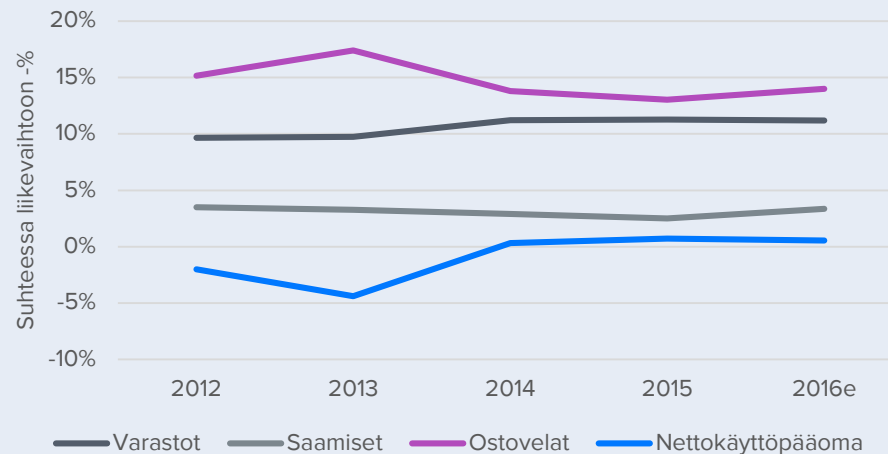
Taseen riskit ovat toistaiseksi varsin maltilliset ja mm. varastoon tai saamiin liittyvät riskit ovat hyvin rajalliset. Rahoituspalveluiden kasvu nostaa yhtiön taseeseen liittyvää riskiprofiilia, mutta nykyisillä ennusteillamme taseen riski pysyy varsin kohtuullisena myös tulevina vuosina.

Taloudellinen tilanne

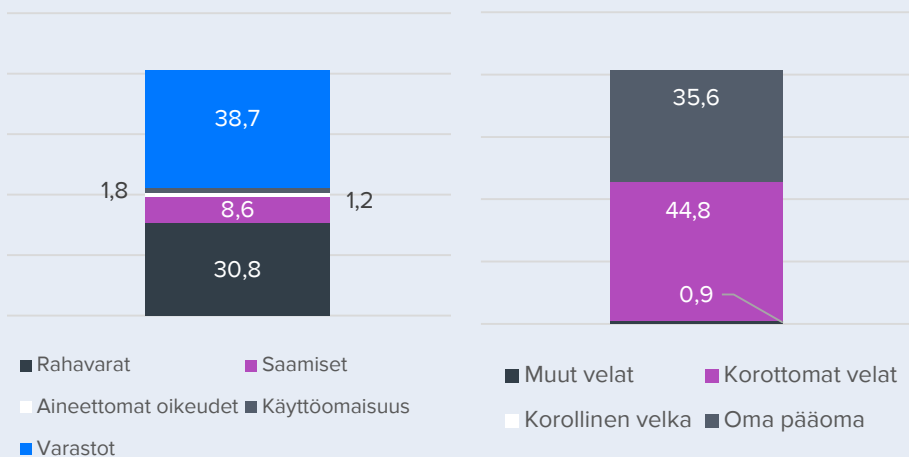
Taseen tunnuslukujen kehitys



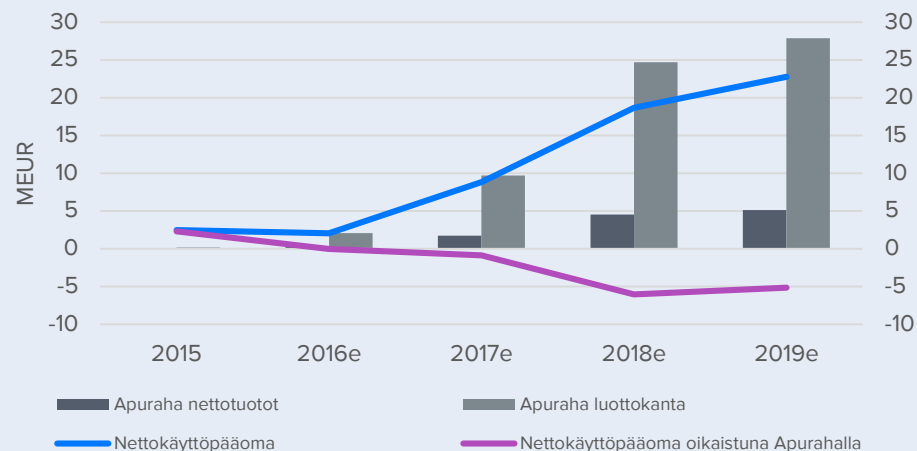
Käyttöpääoman kehitys



Taserakenne, 2015



Apurahan vaikutus käyttöpääomaan



Ennusteet 1/2

Kuluvasta vuodesta muodostumassa kohtuullinen

Vuodesta 2016 on muodostumassa yhtiölle kohtuullinen. Kodinelektroniikkamarkkinan kilpailutilanne on kiristynyt selvästi Powerin aggressiivisen kampanjoinnin ansiosta, johon sekä Gigantti, että Verkkokauppa.com ovat vastanneet. Talouden lievä elpyminen on vastaavasti hieman pirstänyt markkinaa. Kireä hintakilpailu on kiihdyttänyt markkinan polarisaatiota ja kuluvana vuonna kodinelektroniikkamarkkinalta ovat poistuneet mm. Anttila sekä useampi pieni paikallinen toimija.

Ennustamme Verkkokauppa.comin liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 9,5 %:lla. Kasvua rasittaa vertailukauden merkittävä tukkueräkauppa (arviomme mukaan 20-30 MEUR), jonka määrä on tänä vuonna jäänyt selvästi pienemmäksi. Tukkeräkauppa on hyvin matalakatteista ja sen merkitys yhtiön tulokseen on rajallinen.

Verkkokauppa.comin myyntikatteen ennustamme nousevan maltillisesti 15,5 %:iin (2015: 15,1 %) kireästä hintakilpailusta johtuen. Marginaaliparannuksen taustalla on tukkueräkaupan vähentyminen ja uusien tuoteryhmien kasvu. Marginaalin parantuminen nykyisessä erittäin kireän hintakilpailun ympäristössä on mielestämme erinomainen suoritus ja kertoo omalta osaltaan yhtiön vahvasta kilpailuasemasta. Uskomme, että yhtiö voisi halutessaan kilpailla hinnalla vielä selvästi nykyistä aggressiivisemmin. Yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon kasvavat edellisvuodesta hieman (12,1 % vs. 11,3 %). Tämä johtuu kuitenkin edellisvuoden poikkeuksellisen

matalasta tasosta ja sinne osuneesta tukkueräkaupasta. Isossa kuvassa yhtiön kiinteiden kulujen suhteellinen osuus on edelleen laskussa ja odotamme tämän kehityksen jatkuvan tulevina vuosina. Oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 0,23 euroa ja vahvasta rahoitusasemasta johtuen valtaosa tästä voidaan jakaa sijoittajille osinkoina (2016e osinko: 0,17 euroa).

Kasvu kiihtyy 2017

Ennustamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän 2017 ja sen ajureina toimivat markkinaosuuden jatkuva voittaminen kodinelektroniikassa, Suomen talouden lievä piristyminen sekä uusien tuoteryhmien kasvu. Lisäksi tukkueräkaupan poikkeuksellisen suuri osuus ei enää rasita vertailukauden lukuja. Kokonaisuutena ennustamme liikevaihdon kasvavan 16 %:lla 436 MEUR:oon.

Odotamme kodinelektroniikkamarkkinan hintakilpailun hellittävän 2017 aikana Powerin joutuessa parantamaan kannattavuuttaan. Samalla talouden lievä elpyminen ja kodinelektroniikan myyntimixin parantuminen tukevat yhtiön myyntikatetta. Odotamme yhtiön myyntikatteen nousevan vain lievästi 15,9 %:iin, koska yhtiön pääfokus on edelleen kasvussa ja esimerkiksi uusissa tuoteryhmissä yhtiö hakee markkinaosuuksia aggressiivisella hinnoittelulla.

Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon jatkavat lievää laskuaan johtuen yhtiön skaalautuvasta kulurakenteesta. Yhtiö tulee jatkamaan investointejaan kasvuhankkeisiin, mutta ripeän liikevaihdon kasvun myötä tahdin pitäisi olla kuitenkin selvästi liikevaihdon kasvua hitaampaa. Liikevoittomarginaali nousee selvästi 4,5 %:iin (2016e: 3,3 %) johtuen korkeammasta

myyntikatteesta ja kulurakenteen skaalautuvuudesta. EPS ennustamme on 0,37 euroa ja osinko 0,19 euroa.

Kasvu jatkuu 2018-2019

Vuosien 2018-2019 osalta odotamme markkinatilanteen jatkuvan hyvin 2017 kaltaisena. Suomen talouden lievä elpyminen pitää kysynnän pienessä kasvussa ja markkinan hintapaine pysyy kohtuullisena. Polarisaatio jatkuu ja markkina keskittyy voimakkaasti kolmelle suurelle toimijalle, joiden valtasuhteissa ei tapahdu oleellisia muutoksia.

Verkkokauppa.com tulee jatkamaan aggressiivista hinnoitteluaan ja kasvun preferoimista kannattavuuden kustannuksella. Pidämme tätä strategiaa oikeana ja näemme liikevaihdon kasvun keskeisenä yhtiön arvon kasvun kannalta. Liikevaihdon kasvuennustemme 2018 ja 2019 ovat 16 % ja 13 %. Kasvun painopiste siirtyy asteittain kodinelektroniikasta muihin tuotealueisiin.

Myyntikate tulee paranemaan asteittain, mutta yhtiön pääfokus on edelleen kasvussa ja aggressiivisessa hinnoittelussa. Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon jatkavat laskutrendillä. Yhtiö joutunee kasvattamaan kiinteitä kustannuksia kahta uutta myymälää varten (Turku ja pääkaupunkiseutu) sekä strategisten hankkeiden kehitystä varten. Liikevaihdon kasvaessa kaksinumeroista vauhtia, pitäisi kulurakenteen kasvun kuitenkin olla hitaampaa.

Kannattavuus jatkaa parantumistaan skaalautuvien kulujen ja parantuvan myyntikatteen ansiosta ja EPS-ennustemme ovat 0,49 euroa ja 0,64 euroa.

Ennusteet 2/2

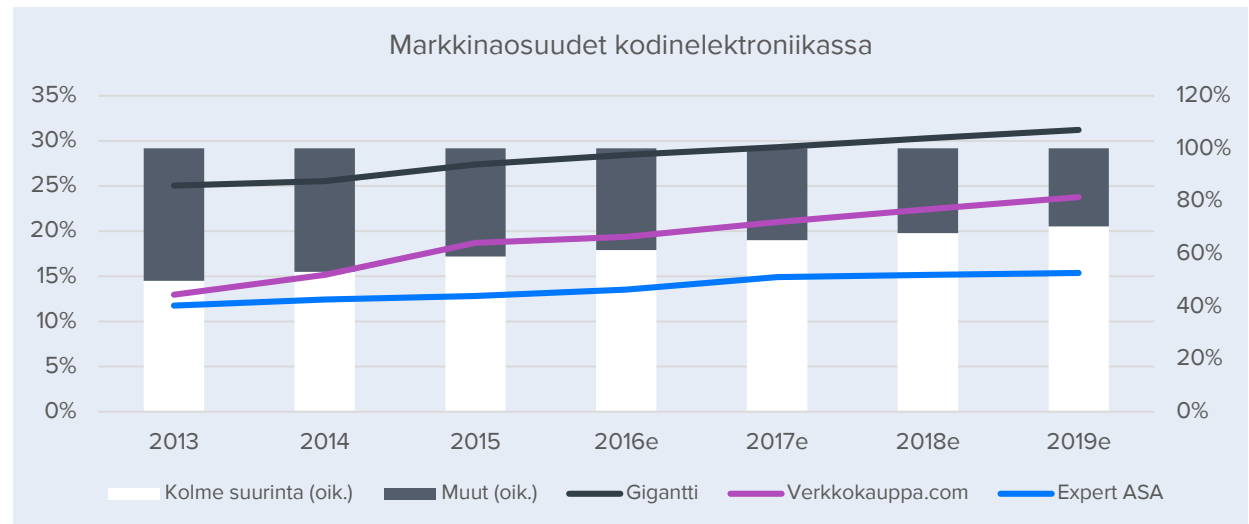
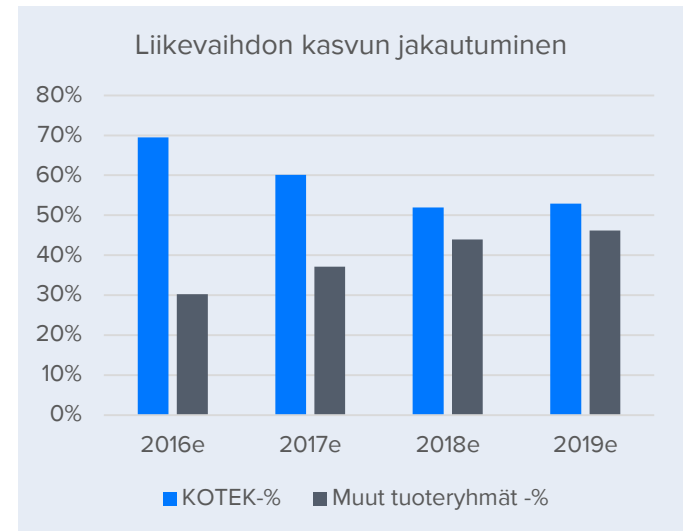
Pitkän aikavälin ennusteet

2019 jälkeen Verkkokauppa.comin osuus kodinelektroniikkamarkkinasta tulee arviomme mukaan olemaan 24 % ja kolmella suurella toimijalla on hallussaan yli 70 % markkinasta. Valtaosa heikosta kilpailusta on tässä vaiheessa poistunut markkinoilta ja pienistä pelureista jäljellä ovat etenkin pienet ja lokaalit toimijat, joiden kilpailuedun ytimenä ovat muut tekijät kuin hinta (paikallisuus, asiakassuhteet yms.).

Pitkällä aikavälillä Verkkokauppa.com kykenee arviomme mukaan kasvattamaan markkinaosuuttaan 0,5-1,0 %-yksikköä vuodessa. Tämä yhdessä kodinelektroniikkamarkkinan normalisoidun kasvun kanssa (1-2 %) tarkoittaa yhtiön kodinelektroniikan kasvuksi noin 4-6 %. Näin ollen yhtiön pitää tukeutua kasvussaan entistä voimakkaammin kodinelektroniikan ulkopuolisiin tuoteryhmiin. Ennusteessamme uudet tuoteryhmät tuovat vuoden 2019 kasvusta jo yli 40 % ja näin ollen uskomme, että yhtiöllä on edellytykset yltää tavoittelemaansa yli 10 %:n kasvuun myös jatkossa. Lähivuosien osalta sijoittajien kannalta on erittäin tärkeä seurata yhtiön laajentumista uusiin tuotealueisiin ja vastaavasti näiden myynnin kehitystä. Ennustamme yhtiön laajentuvan vuosittain yhteen uuteen päätuoteryhmään.

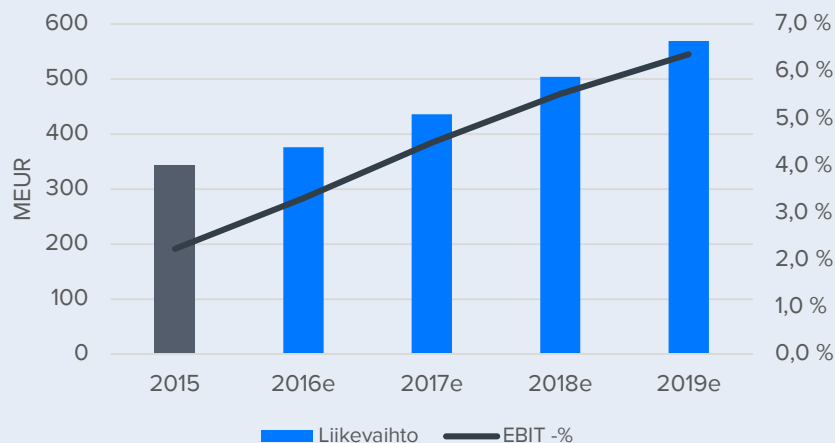
Muistutamme sijoittajia, että Verkkokauppa.com on tällä hetkellä voimakkaassa kasvuvaiheessa ja lähivuosien kannattavuutta huomattavasti tärkeämpää on yhtiön kasvuvauhti. Etenkin vuosien 2015 ja 2016 osalta annamme kannattavuudelle hyvin rajallisesti painoarvoa, sillä yhtiön omistaja-arvon kannalta on

mielestämme tärkeintä, että se maksimoi markkinaosuutensa meneillään olevassa markkinamurroksessa. Pidemmällä aikavälillä yhtiön kannattavuuden pitäisi kuitenkin alkaa systemaattisesti parantua, sillä liikevaihdon kasvun pitäisi tuoda kevyen kulurakenteen liiketoimintamallin sisältämä tulosvipu väistämättä esiin.

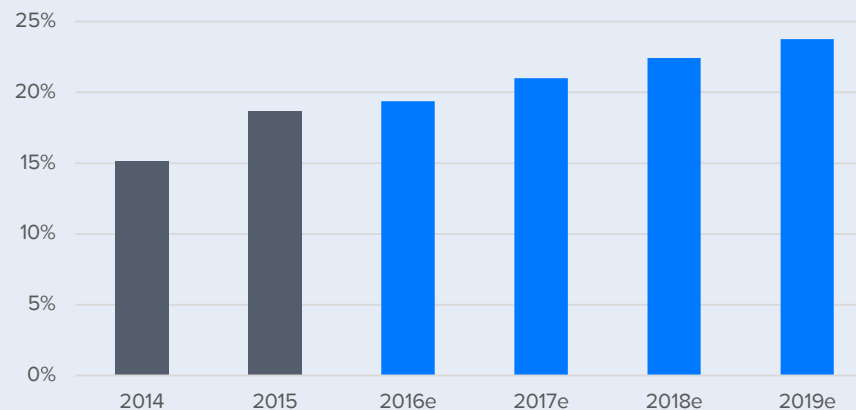


Ennusteet yhteenveto

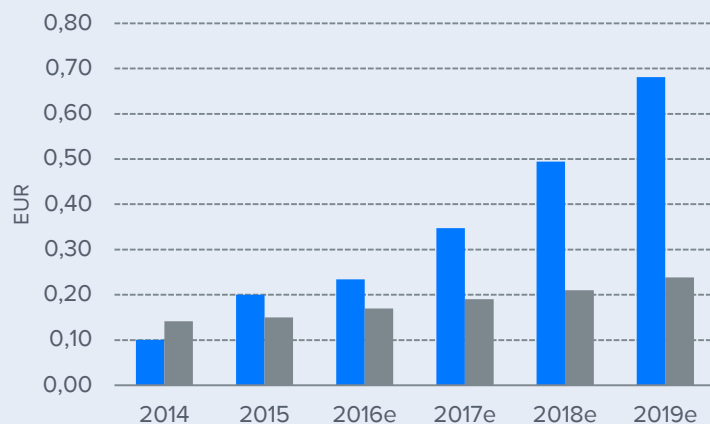
Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



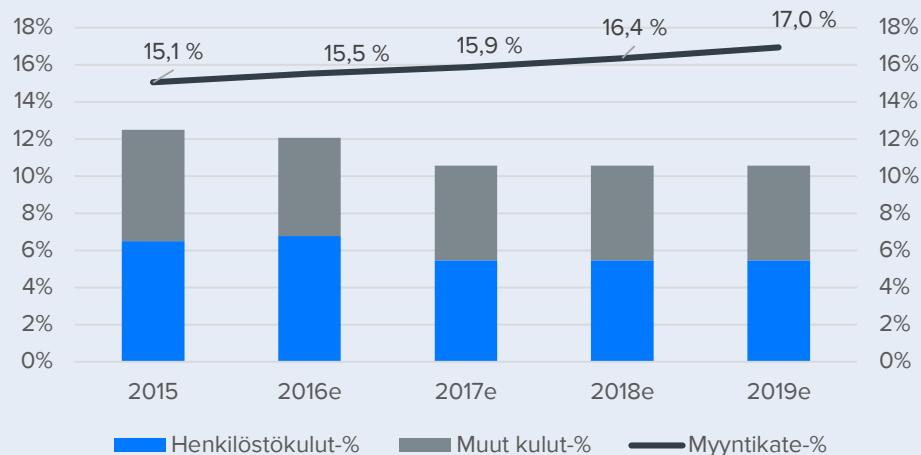
Verkkokauppa.comin markkinaosuuden kehitys kodinelektronikassa



EPS ja osinko



Kannattavuuden kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	275,8	72,9	80,0	83,2	107,6	343,7	83,5	80,1	92,6	120,1	376,3	435,9	504,1
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>275,8</i>	<i>72,9</i>	<i>80,0</i>	<i>83,2</i>	<i>107,6</i>	<i>343,7</i>	<i>83,5</i>	<i>80,1</i>	<i>92,6</i>	<i>120,1</i>	<i>376,3</i>	<i>435,9</i>	<i>504,1</i>
Käyttökate	8,7	-1,3	1,9	3,0	5,2	8,8	2,1	1,3	4,3	6,1	13,7	20,8	29,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-1,3	-1,2	-1,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,5	2,0	1,6	2,7	4,9	11,2	2,4	1,0	3,9	5,7	13,0	19,6	27,8
Liikevoitto	7,5	-1,5	1,6	2,7	4,9	7,7	1,8	1,0	3,9	5,7	12,4	19,6	27,8
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>7,5</i>	<i>-1,5</i>	<i>1,6</i>	<i>2,7</i>	<i>4,9</i>	<i>7,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,0</i>	<i>3,9</i>	<i>5,7</i>	<i>12,4</i>	<i>19,6</i>	<i>27,8</i>
Nettorahoituskulut	-1,9	-0,9	0,0	0,0	-0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	5,6	-2,4	1,6	2,8	4,8	6,8	1,8	1,0	3,9	5,7	12,4	19,6	27,8
Verot	-1,1	0,0	-0,3	-0,6	-0,4	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8	-1,1	-2,5	-3,9	-5,6
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
Nettotulos	4,5	-2,4	1,4	2,2	4,4	5,5	1,5	0,8	3,1	4,6	10,0	15,7	22,3
EPS (oikaistu)	0,10	0,02	0,03	0,05	0,10	0,20	0,05	0,02	0,07	0,10	0,23	0,35	0,49
EPS (raportoitu)	0,86	-0,05	0,03	0,05	0,10	0,12	0,03	0,02	0,07	0,10	0,22	0,35	0,49

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	15,9 %	20,3 %	32,0 %	22,4 %	24,2 %	24,6 %	14,6 %	0,1 %	11,3 %	11,6 %	9,5 %	15,8 %	15,7 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	13,0 %	-6,7 %	63,3 %	62,9 %	78,0 %	48,9 %	21,8 %	-37,7 %	43,2 %	17,5 %	16,6 %	50,2 %	42,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,2 %	-1,7 %	2,4 %	3,6 %	4,8 %	2,6 %	2,5 %	1,6 %	4,6 %	5,0 %	3,6 %	4,8 %	5,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	2,7 %	2,7 %	2,0 %	3,3 %	4,5 %	3,3 %	2,9 %	1,2 %	4,2 %	4,8 %	3,5 %	4,5 %	5,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,6 %	-3,3 %	1,7 %	2,6 %	4,1 %	1,6 %	1,7 %	1,0 %	3,4 %	3,8 %	2,6 %	3,6 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/2

Tavoitehinta ja suositus

Tarkistamme Verkkokauppa.comin tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 7,8 euroa) ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Pidämme yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä edelleen poikkeuksellisen vahvoina ja erinomaisten kilpailuetujensa ansiosta pidämme yhtiön riskiprofiilia varsin maltillisena kasvuyhtiölle.

Vaikka lähivuosien tulospohjaiset kertoimet ovatkin varsin korkeat, on sijoittajien tärkeä ymmärtää, että yhtiö on voimakkaassa kasvuvaiheessa ja painopiste on kasvussa kannattavuuden sijaan. Mielestämme strategia on täysin oikea ja omistaja-arvon kasvattamisen kannalta yhtiön markkinaosuuden maksimointi ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin ovat kannattavuutta tärkeämpää lyhyellä tähtäimellä. Lisäksi yhtiön liiketoimintamalliin sisään rakennettu tulospivu pitää huolen siitä, että liikevoittomarginaali parantuu asteittain. Korostamme sijoittajille, että Verkkokauppa.comin potentiaalin realisoituminen vaatii kärsivällisyyttä ja realisoitumista tulee seurata mieluummin vuositasolla yksittäisten kvartaalien sijaan.

Nykyisissä arvostuskertoimissa ei ole juurikaan nousuvaraa ja osakkeen nousupotentiaali perustuukin voimakkaan kasvun jatkumiseen ja tuloksen asteittaiseen parantumiseen. Erinomainen tulospivu yhdessä pienen, mutta kasvavan osinkotuoton kanssa pitää osakkeen vuotuisen tuotto-odotuksen yli 10 %:ssa, mitä voidaan pitää erinomaisena tasona suhteessa yhtiön maltilliseen riskiprofiiliin.

Kaksijakoiset arvostuskertoimet

Hinnoittemme Verkkokauppa.comin osaketta ensisijaisesti tulos- ja volyymipohjaisten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole käyttöpääoman ja kassan ohella merkittäviä omaisuuseriä ja liiketoiminnan investointitarve on matala. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBITDA-, P/E- ja EV/S-kertoimia.

Kuluvan vuoden kertoimilla Verkkokauppa.com on suhteellisen haastavasti hinnoiteltu. P/E-kerroin on 30x ja vastaava EV/EBITDA 20x. Tulostulkennat ovat haastavia ja emme näe niissä nousuvaraa. EV/S-kerroin on kuitenkin vain 0,7x ja suhteessa yhtiön vahvoihin kasvunäkymiin se on mielestämme varsin houkutteleva. Kuluvan vuoden tulos on edelleen kaukana yhtiön potentiaalista ja sitä rasittaa kasvuinvestoinnit sekä poikkeuksellisen kireä hintakilpailu Suomen kodinelektroniikassa.

Ripeän tulospivu myötä yhtiön arvostustaso laskee nopeasti ja ensi vuoden P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 20x ja 13x. Kertoimet ovat mielestämme kohtuulliset ja 0,6x tasolla oleva EV/S on houkutteleva.

Liikevaihdon kasvuun liittyy vain rajallisesti riskiä

Olemme erittäin luottavaisia Verkkokauppa.comin lähivuosien liikevaihdon kasvuennusteidemme suhteen johtuen yhtiön erinomaisista kilpailueduista ja hyvästä strategiasta. Markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa toimii tärkeimpänä kasvuajurina vuoteen 2019 saakka ja näin ollen lyhyen aikavälin ennusteperiodilla riskit ovat

rajalliset. Pidemmällä aikavälillä kasvun riskiprofiili nousee, kun yhtiön kasvusta yhä suurempi osa tulee kodinelektroniikan ulkopuolelta. Vuoden 2019 ennusteissa kodinelektroniikan ulkopuolisten tuoteryhmien osuus kasvusta on jo 46 %.

Suurin epävarmuus liittyy mielestämme lähivuosien tulosparannuksen realisoitumiseen. Vaikka yhtiön kulurakenteen pitäisi olla erittäin skaalautuva ja yhtiöllä on hyvät edellytykset parantaa myyntikatettaan, liittyy tämän realisoitumiseen edelleen selkeää epävarmuutta lyhyellä aikavälillä. Pidämme mahdollisena, että lyhyellä aikavälillä yhtiö preferoi vielä ennusteitamme enemmän kasvun kiihdyttämistä myyntikatteen kustannuksella ja toisaalta jatkaa investointeja liiketoiminnan kehittämiseen, jonka myötä kulurakenne ei skaalaudu odottamallamme tavalla. Tämän pitäisi kuitenkin heijastua odotuksia nopeampana liikevaihdon kasvuna ja näin ollen sillä ei pitäisi olla oleellista vaikutusta osakkeen kokonaistuottoon. Johtuen yhtiön poikkeuksellisesta positiosta kaupan murroksessa, pidämme liikevaihdon kasvua selvästi kannattavuuden kehitystä tärkeämpänä mittarina lähivuosien aikana.

Arvonmääritys ja suositus 2/2

Vertailuryhmäarvostus

Suhteessa vertailuryhmään Verkkokauppa.com on hinnoiteltu selvällä alennuksella. Vertailuryhmän yhtiöissä on hyvä huomioda, että vertailuryhmän sisällä liiketoimintomalleissa on merkittäviä eroja. Osa toimijoista toimii puhtaasti verkossa ja vain tietyissä tuoteryhmissä ja osa taas erilaisilla kivijalan ja verkkokaupan hybridimalleilla. Lisäksi useat pelurit toimivat globaalilla perspektiivillä ja näin ollen markkinat ovat valmiita hyväksymään niille korkeammat kertoimet. Vertailuryhmän osalta haluamme korostaa sijoittajille, että verkkokaupan ympärille strategiaansa rakentavat toimijat tulee hinnoitella selvästi korkeammilla kertoimilla kuin kaupan alan perinteiset toimijat.

Verkkokauppa.comin tulospohjainen alennus suhteessa verrokkeihin on ensi vuoden kertoimilla keskimäärin noin 30 %, mutta kuluvan vuoden kertoimilla osake on hinnoiteltu verrokkiryhmän tasolle. Tämä heijastelee suuria odotuksia yhtiön tulospennukseen.

Verrokkiryhmää tarkasteltaessa liikevaihtopohjaiset kertoimet ovat mielestämme tulosennusteita relevanttimmat. EV/S-kertoimella alennus suhteessa verrokkiryhmään on vuosien 2016 ja 2017 osalta noin 30 %. Vaikka tietty alennus suhteessa verrokkiryhmään on mielestämme perusteltua johtuen mm. maariskistä, pienestä koosta ja tuoteryhmäriippuvuudesta, on nykyinen alennus mielestämme selvästi liian korkea. Näin ollen näemme osakkeessa nousuvaraa jo kertoimien nousun kautta. Verrokkitaulukko löytyy sivulta

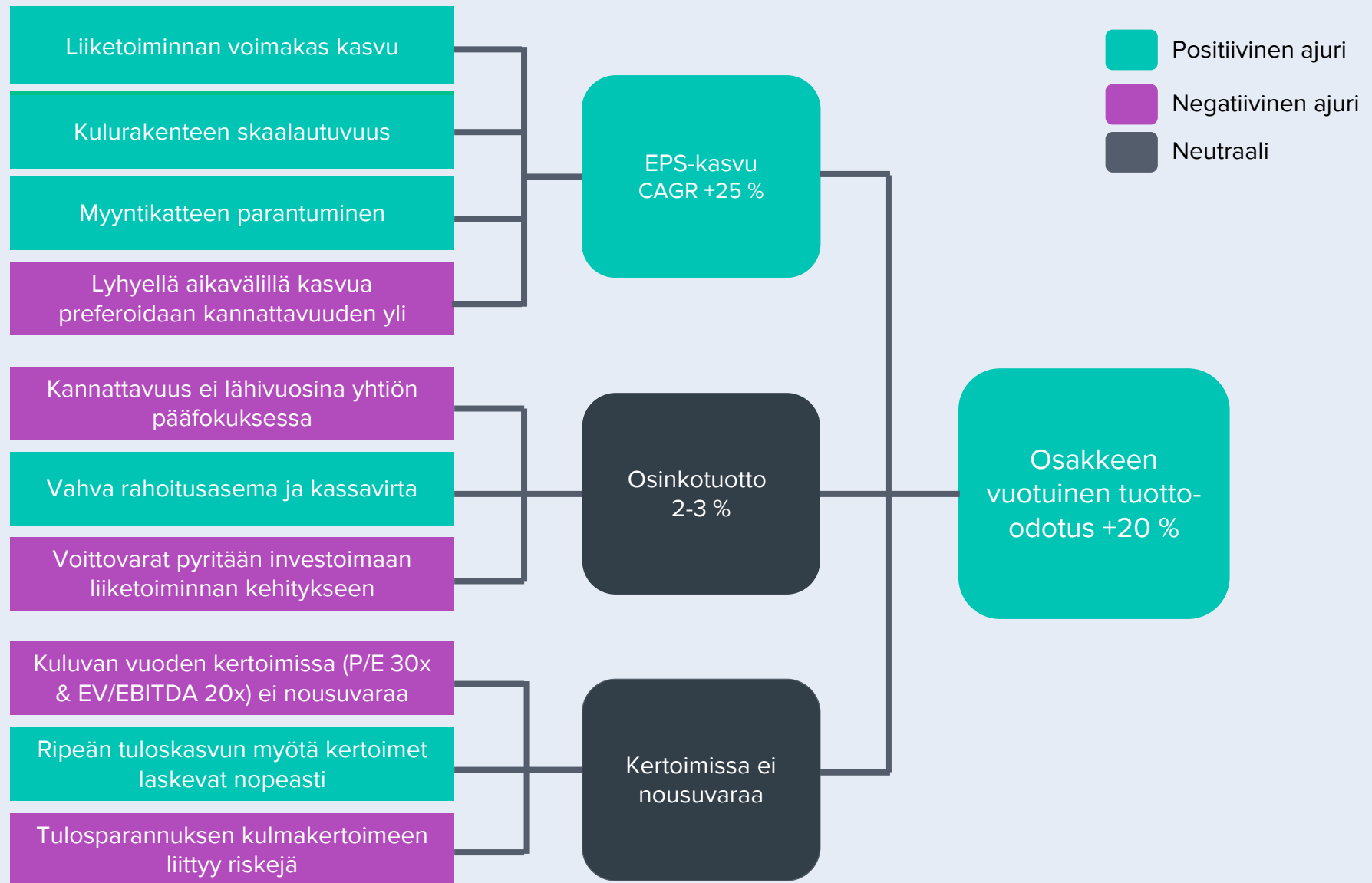
37.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 8,86 euroa ja se tukee arviotamme yhtiön potentiaalista. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 3,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali 5 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea, noin 60 % johtuen voimakkaasta kasvusta lähivuosina.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus on myös terminaalijaksolle oletetusta velattomuudesta johtuen 8,8 %. 8,8 %:n taso on varsin korkea ja heijastelee yhtiön kasvuun liittyviä riskejä. Pidemmällä aikavälillä näemme pääoman kustannuksessa laskuvaraa riskiprofiiliin laskun myötä.

Verkkokauppa.comin arvoajurit 2016-2020e

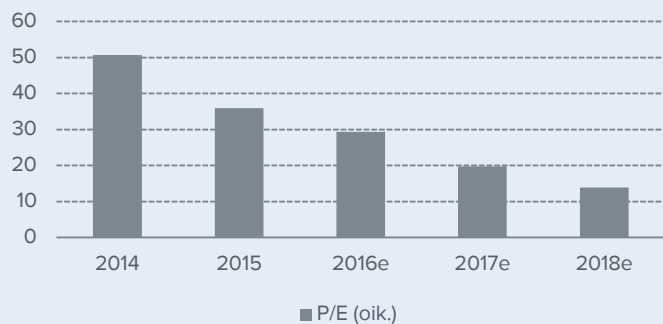


Arvostus yhteenveto

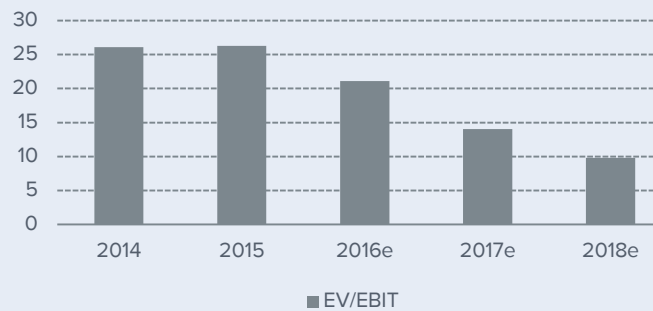
Arvostustaso	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	5,08	7,20	6,88	6,88	6,88
Markkina-arvo	229	324	310	310	310
Yritysarvo (EV)	196	294	276	275	271
P/E (oik.)	50,7	36,0	29,4	19,8	13,9
P/E	50,7	58,7	31,2	19,8	13,9
P/Kassavirta	-50,0	69,4	30,0	36,2	25,4
P/B	6,3	9,1	8,0	6,6	5,1
P/S	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,9	0,73	0,63	0,5
EV/EBITDA	22,5	33,2	20,1	13,2	9,3
EV/EBIT	26,1	26,3	21,2	14,0	9,7
Osinko/tulos (%)	141,2 %	122,4 %	77,0 %	54,7 %	42,5 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,1 %	2,5 %	2,8 %	3,1 %

Lähde: Inderes

P/E (oikaistu)



EV/EBIT



Lähde: Inderes

Vertailuryhmäarvostus

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Verkkokauppa.com	6,87	313	284	22,0	16,9	20,3	15,7	0,8		31,6	25,7	3,1	3,7	8,0
Showroomprive	17,16	566	484	17,5	12,2	16,7	11,0	0,9	0,7	52,6	27,0			3,0
boohoo.com	1,38	1543	1465	52,6	42,3	42,9	34,0	4,8	3,8	69,3	53,5			14,2
Cnova NV	5,12	2264	2397		186,8		40,9	0,8	0,7					29,3
Tokmanni	8,19	480	638	13,5	11,8	10,1	9,2	0,8		16,6	12,4	5,5	6,7	2,9
Luxottica group	48,98	23420	24552	17,7	16,3	13,0	12,1	2,7	2,6	27,3	25,6	2,0	2,2	4,0
Marks & Spencer	3,92	6367	8733	11,0	11,3	6,0	6,0	0,7	0,7	11,3	11,6	5,9	6,3	1,7
Kesko	44,83	4370	4763	17,2	14,2	12,8	9,8	0,5	0,4	19,8	17,9	4,7	5,0	2,1
Stockmann	6,59	481	1302	79,8	27,8	17,0	12,1	1,0	1,0		32,1	0,5	1,6	0,5
Ebay	27,14	30376	31254	11,9	11,2	9,6	9,1	3,7	3,5	15,3	13,8			4,5
LDLC	34,01	215	258	14,2	10,8	12,4	9,3	0,5	0,4	20,3	14,9	2,6	2,9	3,7
Ocado	3,14	1871	2047	77,6	58,1	19,7	16,4	1,4	1,2	168,0	128,0	0,0	0,0	6,3
ASOS	56,90	4771	4567	48,6	37,9	31,9	25,0	2,2	1,8	64,1	50,8			14,6
Yoox	25,09	3329	3249	42,7	36,6	21,2	16,4	1,7		52,4	45,2			1,9
AO World	1,90	801	768		95,7	335,5	48,1	0,9	0,7		163,0			
Alibaba	88,44	220923	218534	36,2	26,4	22,7	18,4	10,5	8,1	29,4	23,5			5,9
Qliro Group	0,99	147	169		21,3		12,1	0,4	0,3		27,4		0,3	1,4
Zalando	35,40	8790	7649	38,8	28,3	31,0	22,6	2,1	1,7	62,8	45,1			6,3
JD.com	25,15	34843	34019			704,4	92,9	1,0	0,7		175,7			8,5
Verkkokauppa.com (Inderes)	6,88	310	276	21,2	14,0	20,1	13,2	0,7	0,6	29,4	19,8	2,5	2,8	8,0
Keskiarvo				33,4	37,0	78,1	22,2	2,0	1,8	45,8	49,6	3,1	3,2	6,6
Mediaani				22,0	23,9	19,7	15,7	1,0	0,9	30,5	27,2	2,8	2,9	4,3
Erotus-% vrt. mediaani				-4 %	-41 %	2 %	-16 %	-25 %	-30 %	-4 %	-27 %	-13 %	-6 %	88 %

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

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	238	276	344	376	436	504
Kulut	-230	-267	-335	-363	-415	-475
EBITDA	7,5	8,7	8,8	13,7	20,8	29,2
Poistot	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,3
Liikevoitto	6,6	7,5	7,7	12,4	19,6	27,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-3,5</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>6,6</i>	<i>7,5</i>	<i>11,2</i>	<i>13,0</i>	<i>19,6</i>	<i>27,8</i>
Rahoituserät	-4,0	-2,8	-0,9	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	5,5	5,6	6,8	12,4	19,6	27,8
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,4	-1,1	-1,3	-2,5	-3,9	-5,6
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,2	4,5	5,5	10,0	15,7	22,3
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>4,2</i>	<i>4,5</i>	<i>9,0</i>	<i>10,6</i>	<i>15,7</i>	<i>22,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	4,2	4,5	5,5	10,0	15,7	22,3
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,80</i>	<i>0,10</i>	<i>0,12</i>	<i>0,22</i>	<i>0,35</i>	<i>0,49</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,80	0,10	0,20	0,23	0,35	0,49

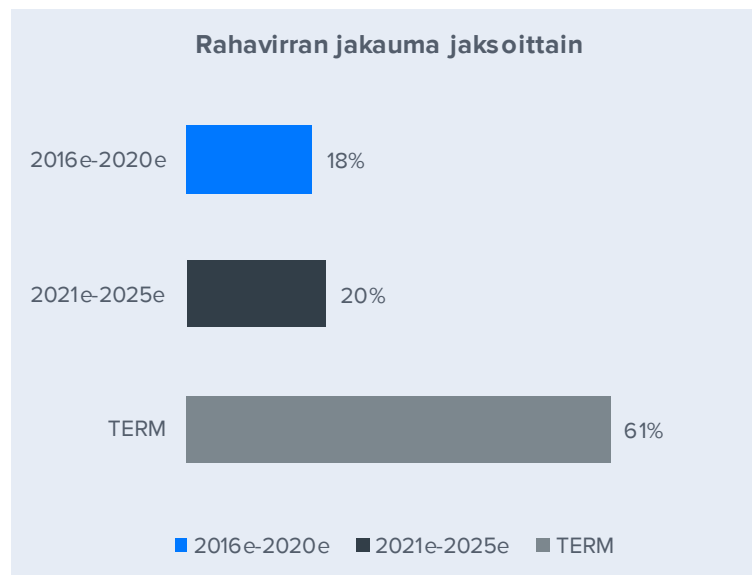
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	3	3	3	3	4
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	1	1	1	1
Käyttöomaisuus	3	2	2	2	2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	54	74	78	89	105
Varastot	23	31	39	42	48
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	8	8	9	13	22
Likvidit varat	23	35	31	34	35
Taseen loppusumma	57	77	81	92	108

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	8	37	36	39	46
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	7	11	10	13	21
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1	25	25	25	25
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	7	2	1	1	1
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	6	1	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	42	39	45	53	61
Lainat rahoituslaitoksilta	1	1	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	41	38	45	53	61
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	57	77	81	92	108

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	7,7	12,4	19,6	27,8	36,2	38,4	38,7	40,7	38,8	36,7	37,8	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	
- Maksetut verot	-1,3	-2,5	-3,9	-5,6	-7,2	-7,7	-7,7	-8,1	-7,8	-7,3	-7,6	
- verot rahoituskuluista	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	0,4	-6,8	-9,8	-4,1	-0,4	-3,3	-3,4	-3,3	-3,5	-1,1	
Operatiivinen kassavirta	5,8	11,6	10,1	13,8	26,3	31,8	29,2	30,8	29,4	27,6	31,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,3	-1,3	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,7	10,3	8,6	12,2	24,7	30,1	27,4	28,9	27,4	25,6	27,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,7	10,3	8,6	12,2	24,7	30,1	27,4	28,9	27,4	25,6	27,8	496,7
Diskontattu vapaa kassavirta		10,2	7,8	10,2	19,0	21,3	17,8	17,3	15,1	12,9	12,9	230,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		375,4	365,1	357,3	347,1	328,1	306,8	289,0	271,7	256,6	243,6	230,7
Velaton arvo DCF		375,4										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		30,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,8										
Oman pääoman arvo DCF		399,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,86										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	8,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %



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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus 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.

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.1.2015	Vähennä	5,00 €	5,17 €
16.2.2015	Vähennä	5,33 €	5,00 €
24.4.2015	Lisää	5,50 €	5,17 €
7.8.2015	Lisää	5,83 €	5,33 €
13.10.2015	Lisää	7,00 €	6,10 €
23.10.2015	Lisää	7,00 €	6,40 €
15.2.2016	Osta	8,00 €	6,86 €
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 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**