

# Tokmanni

Laaja raportti

30.9.2022 0:20



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kohti tulevaisuuden halpakauppaa

Tokmanni on Suomen suurin halpatavarakauppaketju, jolla on erottuva konsepti. Yhtiöllä on jo vahva markkina-asema, mutta strategia vie sitä edelleen oikeaan suuntaan. Nykyinen korkean inflaation ympäristö on koko vähittäiskaupalle, Tokmanni mukaan lukien, vaikea. Luottamuksemme yhtiön omaa tekemistä kohtaan on hyvä, mutta näkyvyys toimintaympäristön oikentymisen ajankohtaan on toistaiseksi heikko. Talusnäkökymien jatkaessa heikentymistään ovat odotuksemme yhtiön tulospaluuun paluusta siirtyneet 2023 jälkipuoliskolle ja osakkeen ajurit ylös ovat vähissä. Toistamme lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 12,5 euroon (aik. 14,0 eur).

## Halpakauppa kasvaa muuta vähittäiskauppa nopeammin ja Tokmanni on Suomen suurin halpakauppias

Tokmannilla on 198 myymälää (+verkkokauppa) ja tavoitteena on nostaa määrä yli 220 myymälään 2025 loppuun mennessä. Halpakaupan markkina kasvaa sekä Suomessa että globaalisti muuta vähittäiskauppaa nopeammin. Nykyisen johdon alaisuudessa yhtiö on onnistunut vahvistamaan halpaa hintamielikuvaa ja asiakasluottamusta, mikä on näkynyt vahvana kasvuna (2018-H1'22 kasvu 8 %/CAGR). Tokmannin ”tulevaisuuden halpakauppa”-strategia vie yhtiötä arviomme mukaan oikeaan suuntaan ja samoja elementtejä on johtavien kansainvälisten halpakauppojen strategioissa. Yhtiön kilpailuetuina näemme vahvan brändin, isot hankintavolyymit, erottuvan valikoiman, tehokkaan toimitusketjun sekä laajaa myymäläverkostoa ja verkkokauppaa yhdistävän toimintamallin.

## Tokmanni tekee strategiassaan oikeita asioita, mutta inflaatio vie terää tulospaluuulta

Vähittäiskaupalle koituu vastatuulta kuluttajien rahankäytön palautuessa pandemian jälkeen takaisin palveluihin sekä inflaation nakertaessa ostovoimaa ja pitäessä kuluttajien luottamuksen matalana. Yhtiön myynnistä noin puolet tulee päivittäistavaramyynnistä, mikä luo siihen selvän defensiivisen komponentin. Tokmanni ohjeistaa 2022 oikaistun liikevoiton olevan 90-110 MEUR (2021: 106 MEUR). Ennustemme 86,4 MEUR on ohjeistuksen alapuolella ja kannattavuuden osalta rasitteena loppuvuodelle ovat vaihto-omaisuuden korkeat tasot, ja myös kuluerissä on edelleen selvää nousupainetta. Seuraavan 12kk jälkeen ennustamme kuitenkin yhtiön pääsevän jälleen kiinni tulospaluuun. Yhtiön vuoden 2025 taloudelliset tavoitteet lanseerattiin suotuisassa markkinatilanteessa, mutta nykyisessä toimintaympäristössä ne näyttävät hyvin epätodennäköisiltä saavuttaa. Myös kilpailutilanne pysyy kireänä keskeisten kilpailijoiden jatkaessa verkostojensa laajentamista. 2025 liikevaihdon ennustamme olevan 1315 MEUR (tavoite 1500 MEUR) ja liikevoiton 108 MEUR (tavoite: 150 MEUR).

## Osinkotuotto pysyy vahvana, mutta arvostuskertoimilla ei ole kunnollisia ajureita ylöspäin

2022 ja 2023 P/E-luvut ovat 11x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x. Arvostuskertoimet ovat hyvin edulliset verrattuna historiaan (P/E 15x ja EV/EBITDA 9x), mutta eroa selittävät osin vaisut lyhyen ajan tulospaluuodotukset, taluskuvan poikkeuksellinen epävarmuus sekä korko-odotusten nousu. Lähivuosien arvostus on melko hyvin linjassa halpakauppiasta, pt- sekä käyttötavarakauppiasta kootun verokkiryhmän kanssa, eikä siinä tämän perusteella ole merkittävää nousuvaraa. Ennen tulospaluuun paluuta, emme näe osakkeelle kunnollisia ajureita ylöspäin ja siten seuraavan 12kk tuotto-odotus nojaa ensisijaisesti 6 %:n osinkotuottoon. DCF laskelmamme (14,7 €) kuvastaa mielestämme kuitenkin osakkeen todellista potentiaalia ja jos yhtiö palaa 2023 jälkipuoliskolla jälleen ennusteidemme mukaiseen tulospaluuun alkaa epävarmuus yhtiön suorittamista kohtaa hälvetä ja odotamme silloin tulospaluuun ja arvostuskertoimien lievän nousun alkavan tukea tuotto-odotusta vahvan osinkotuoton ohella.

## Suositus

### Lisää

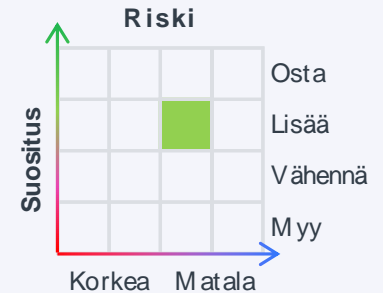
(aik. Lisää)

12,50 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

11,04



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	1141,8	1157,8	1192,9	1252,9
<b>kasvu-%</b>	6 %	1 %	3 %	5 %
<b>EBIT oik.</b>	105,7	86,4	85,4	95,4
<b>EBIT-% oik.</b>	9,3 %	7,5 %	7,2 %	7,6 %
<b>Nettotulos</b>	78,0	62,6	58,9	67,5
<b>EPS (oik.)</b>	1,29	1,03	1,00	1,15

<b>P/E (oik.)</b>	15,2	10,7	11,0	9,6
<b>P/B</b>	4,7	2,6	2,4	2,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,9 %	6,3 %	6,3 %	7,2 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,9	11,3	11,6	9,7
<b>EV/EBITDA</b>	8,4	6,1	6,3	5,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	0,8	0,8	0,7

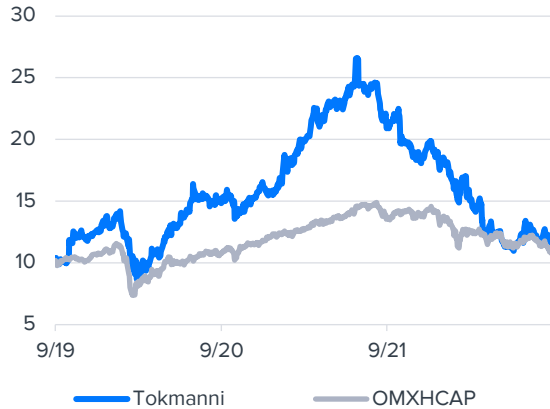
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

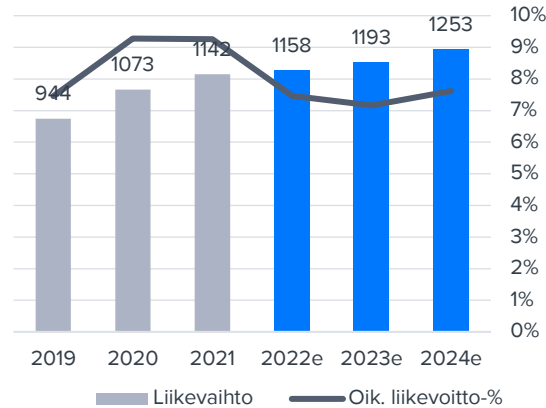
Vuonna 2022 Tokmanni ennustaa liikevaihdon olevan edellisuoden tasolla. Euromääräisen vertailukelpoisen liikevoiton ennustetaan olevan 90-110 miljoonaa euroa.

## Osakekurssi



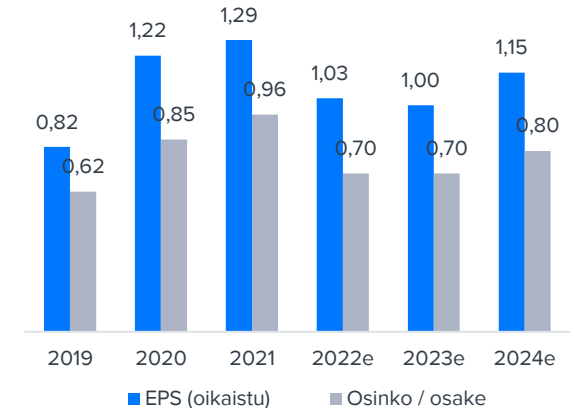
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Uudet myymäläavaukset
- Private label-osuuden kasvu
- SKU-määrän lisääminen ja laajeneminen uusiin tuotekategorioihin
- Kanta-asiakkaiden vielä hyödyntämätön potentiaali
- B2B-myyntin kasvattaminen
- Fiksun ostamisen lisääntyminen
- Volyymien kautta tulevat skaalaedut mm. hankinnoissa ja vuokraetoja neuvoteltaessa
- Optio laajentua ulkomaille
- Oman verkkokaupan hyödyntäminen potentiaalisena alustana muiden tuotteille



## Riskitekijät

- Kuluttajien rahankäytön palautuminen tavarasta takaisin palveluihin
- Kuluttajien ostovoiman lasku inflaation laukatessa
- Kuluttajaluottamuksen lasku
- Kilpailutilanteen kiristymisen ja uudet ulkomaiset haastajat
- Yritysostoissa tai kv-laajentumisessa epäonnistuminen
- Riippuvuus Mäntsälän keskusvarastosta
- Maine- ja hintamielikuvariskit
- Häiriöt tuotteiden saatavuudessa ja alan riippuvuus Kaukoidän valmistuksesta

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	11,0	11,0	11,0
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	58,9	58,9	58,9
<b>Markkina-arvo</b>	650	650	650
<b>Yritysarvo (EV)</b>	981	992	926
<b>P/E (oik.)</b>	10,7	11,0	9,6
<b>P/E</b>	10,4	11,0	9,6
<b>P/Kassavirta</b>	14,2	16,3	5,6
<b>P/B</b>	2,6	2,4	2,2
<b>P/S</b>	0,6	0,5	0,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,8	0,7
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	6,1	6,3	5,5
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,3	11,6	9,7
<b>Osinko/tulos (%)</b>	65,9 %	69,9 %	69,8 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,3 %	6,3 %	7,2 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 6-11</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 12-13</b>
Strategia ja taloudellinen potentiaali	<b>s. 14-18</b>
Toimiala ja kilpailukenttä	<b>s. 19-24</b>
Taloudellinen asema	<b>s. 25</b>
Ennusteet	<b>s. 26-29</b>
Arvonmääritys ja suositus	<b>s. 30-35</b>
Vastuuvapauslauseke	<b>s. 36</b>

# Tokmanni lyhyesti

Tokmanni on Suomen suurin halpatavarakaupan ketju ja ainut valtakunnallinen toimija.

**1989**

Perustamisvuosi

**2016**

Listautuminen

**1142 MEUR** (+4,9 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

**106 MEUR** (EBIT 9,3 %)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2021

**21 EUR**

Keskimääräinen ostoskori

**196**

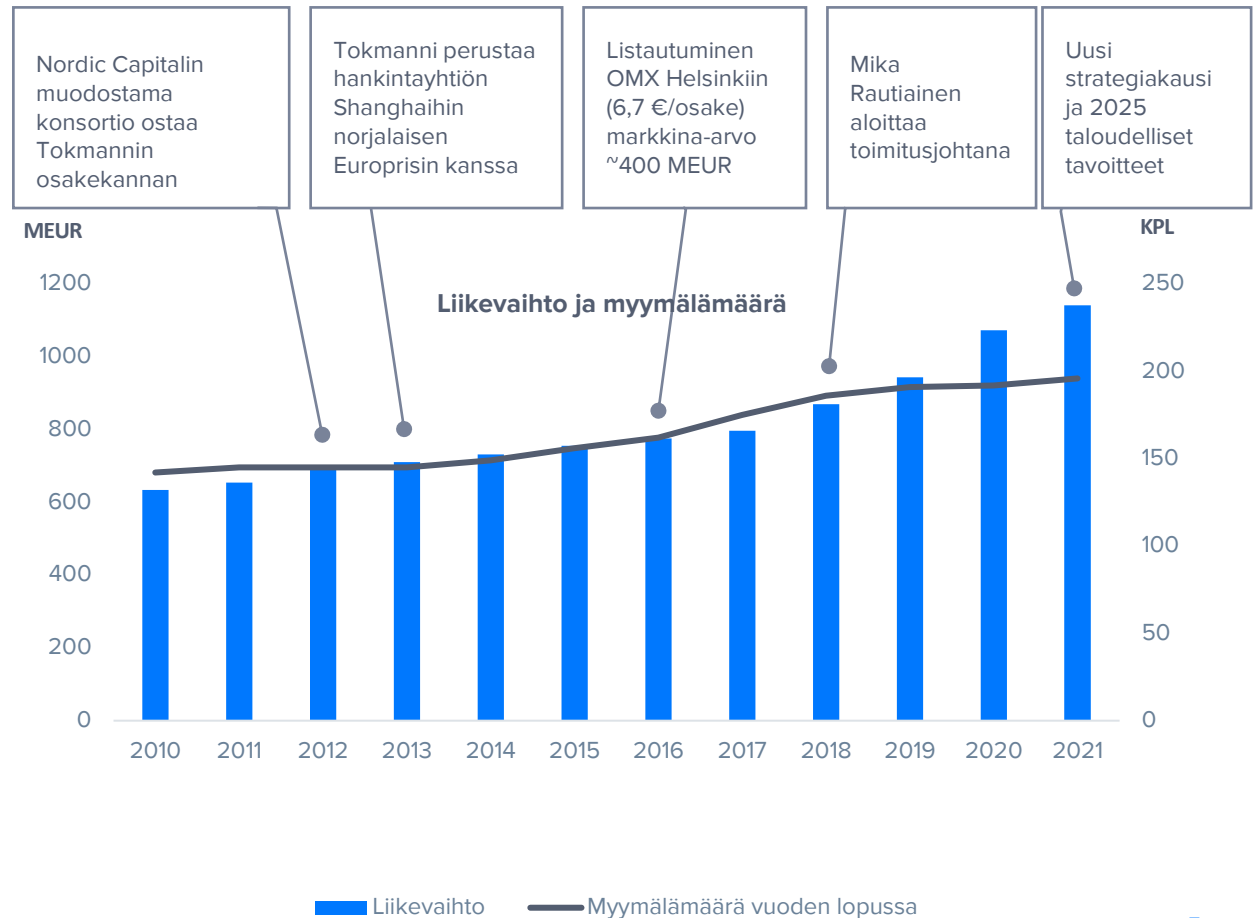
Myymäläverkosto 2021 lopussa

**4105**

Henkilöstö 2021 lopussa

**1,8 %** (absoluuttinen kasvu 59 % vs. 2020)

Verkkokaupan osuus liikevaihdosta vuonna 2021



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Suomen suurin halpatavarakaupan ketju

Tokmanni on vuonna 1989 perustettu halpatavaroihin keskittyvä vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö on Suomen suurin halpatavaraketju. Nykyisellään yhtiön valtakunnallinen verkosto koostuu 198 myymälästä ja omasta verkkokaupasta. Yhtiön pääkonttori ja keskusvarasto sijaitsevat Mäntsälässä.

## Asiakslupaus liiketoiminnan ytimessä

Tokmannin asiakslupaus ”fiksun ostamisen puolesta” kuvastaa hyvin yhtiön toimintamallia. Yhtiön pyrkii neuvottelemaan isoilla volyymeillään tavarantoimittajiltaan parhaimman mahdollisen hintatason ja pitämään oman toimintansa tehokkaana, jotta myös asiakas pääsee nauttimaan halvoista hinnoista. Tokmanni kilpailee etenkin hintamielikuvalla, valikoimalla ja sijainnilla. Yhtiö panostaa markkinointiin ylläpitääkseen halpaa hintamielikuvaa ja seuraa säännöllisesti kilpailijoiden tuotenimikkeiden hintoja. Tokmannin hinnoittelupäätöksiä ohjaavat sekä tuotteiden sisäänostohinnat että kilpailijoiden hinnoittelu.

## Tuotekategoriat ja myynnin jakautuminen

Tokmannilla on yhdeksän oleellista eri tuotekategoriaa, joiden tuotteita se tarjoaa. Ne on esitetty sivupalkissa. Yhtiöllä on myös kuusi kapeammin määriteltyä ylivoimakategoriaa, joissa se tavoittelee markkinajohtajan asemaa. Piha, parveke ja puutarha-kategorian puolella yhtiö on jo markkinajohtaja ja pukeutumisessa se on toisella sijalla. Muut Tokmannin määrittämät ylivoimakategoriat ovat kodin sisustus ja keittiö;

kodin pesu, puhdistus ja säilytys; kodin kunnostus sekä kauneus, terveys & hyvinvointi.

Karkeasti puolet Tokmannin liikevaihdosta tulee päivittäistavarakaupasta (mm. elintarvikkeet, kodin paperit, lehdet ja päivittäiskosmetiikka teknokemian tuotteet) ja puolet käyttötavarakaupasta (PTY Nielsen). Päivittäistavaran korkea osuus tuo Tokmannin myyntiin defensiivisen komponentin. Käyttötavaramyynti puolestaan on volatiilimpaa, sillä kuluttajan on helpompi viivyttää niissä hankintojaan taloustilanteen kiristyessä.

## Tuotevalikoima elää vuoden edetessä

Osa Tokmannin tuotteista on jatkuvasti saatavilla, osa vain tiettyjen sesonkien aikana ja välillä tarjolla on suuria poistoeriä halvalla. Jatkuva valikoima muodostaa noin ¾ osaa Tokmannin valikoimasta. Niiden myyntiä Tokmanni tukee kiinnostavilla sesonki- ja erätuotteilla, jotka houkuttelevat yhtiölle asiakasvirtaa. Erätuotteet ovat tuotteita, joita Tokmanni ostaa merkittävällä alennuksilla, kun esimerkiksi valmistaja haluaa päästä eroon ylimääräisestä varastostaan. Erätuotteita myydään tyypillisesti todella edullisin hinnoin, mikä tukee Tokmannin hintamielikuvaa.

Myymälävalikoiman lisäksi Tokmannin verkkokauppa tarjoaa tuotteita, jotka eivät kuulu myymälöiden tarjontaan. Niiden yksikköhinta on myös yleisesti selvästi korkeampi (esim. paljut). Tällä hetkellä yhtiöllä on noin 40 000 nimikkeen tuotevalikoima ja strateginen tavoite on laajentaa valikoimaa edelleen etenkin verkkokaupan osalta.

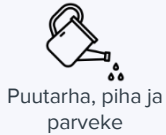
## Tokmannin tuotekategorioita



Henkilökohtainen hygienia



Kodin puhdistus ja siivous



Puutarha, piha ja parveke



Vapaa-aika



Koti ja sisustus



Työkalut ja sähkötarvikkeet



Pukeutuminen



Elintarvikkeet



Kodintekniikka

## Tokmannin myynnin kausijakauma\*



Jatkuva valikoima  
75 %



Sesonkituotteet  
18 %



Erätuotteet  
7 %

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Maanlaajuinen myymäläverkosto

Tokmannin liiketoimintamalli rakentuu maanlaajuisen myymäläverkoston ympärille ja on samalla monikanavainen. Suurin osa liikevaihdosta syntyy myymälöistä, sillä verkkokauppa toi 1,8 % 2021-liikevaihdosta. Verkkokaupan myynti on kasvanut viime vuosina vahvasti, mutta sen osuus on edelleen matala. Verkon rooli on silti tätä paljon merkittävämpi, sillä asiakkaan ostopolku alkaa usein verkosta. Myymäläverkoston mahdollistamat nopeat toimitusajat ovat Tokmannille myös tärkeä kilpailuvaltti (Click&collect).

Yhtiö on tasaisesti kasvattanut myymäläpinta-alansa ja H1'22 lopussa Tokmannilla oli 197 myymälää, kun myymälöitä oli vuonna 2010 142. Tokmanni on toteuttanut historiassaan myös useita yritysostoja, jotka on esitetty sivulla 8. Yhtiö omisti aieimmin eri myymäläketjuja, mutta vuonna 2013 kaikki ketjut tuotiin Tokmanni-nimen alle. Tokmannilla on standardoitu myymäläkonsepti. Keskimäärin Tokmannin myymälä on kannattava 12 kuukaudessa, kun huomioidaan myymälän avaukseen liittyvä valmistelu ja sen tuomat kustannukset. Myymälän kannattavuus saavuttaa normaalitason noin 24 kuukaudessa.

## Oma logistiikkakeskus

Valtaosa Tokmannin hankkimista tuotteista toimitetaan sen Mäntsälän keskusvarastoon säilytykseen tai sen kautta välittömään jakeluun myymälöihin. Mäntsälän sijainti on hyvien kulkuyhteyksien varrella ja sen kautta koko myymäläverkoston palvelu on tehokasta. Lähinnä tuoreruoka ja juoma toimitetaan myymälöihin

suoraan ilman että ne kiertävät Mäntsälän kautta.

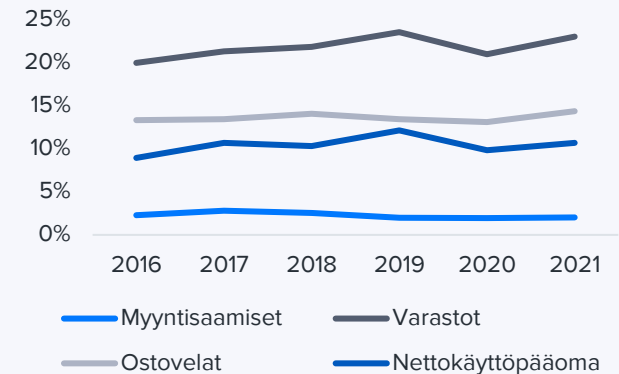
Etenkin kiirekaudella yhtiö hyödyntää myös ulkoistettuja varastoja Mäntsälän kapasiteetin tullessa vastaan. Myymälöiden omat varastot ovat suhteellisen pieniä. Logistiikan oikea-aikaista toimintaa tuetaan tehokkailla ja automatisoiduilla ennuste-, tilaus- ja täydennysjärjestelmillä. Yhtiö on alkanut hyödyntää myös drop-shipment-mallia (kts strategia).

## Pääomatehokas liiketoimintamalli

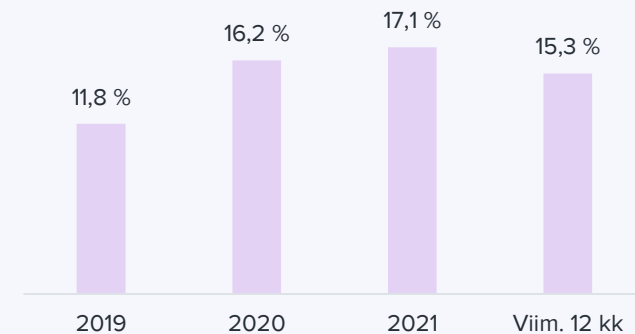
Yhtiön liiketoimintaan sijoitetun pääoman tuotto on viime vuosina ollut erinomainen (yli 15 %). Yhtiön varaston kierto on oman jakelukeskuksen kautta tehokasta, vaikka käyttötavaratuotteet tilataan alalle tyypillisesti hyvissä ajoin. Yhtiön varasto suhteessa liikevaihtoon onkin pysytellyt viime vuosina noin 21-23 %:ssa suhteessa liikevaihtoon vuoden lopun tilanteessa (vrt. Puuilo n. 25-35 %). Nettokäyttöpääomaan sitoutuu pääomaa noin 10 % myynnistä (2021).

Nettokäyttöpääomaa lukuun ottamatta liiketoimintamalli sitoo myynnin kasvaessa rajallisesti pääomaa, sillä organiset investointitarpeet ovat pienet (15-20 MEUR/v). Tokmanni on kertonut, että vaadittu investointi uuden keskikokoisen myymälän avaamiseksi on noin 200 euroa neliometriä kohden. Yhtiö määrittelee keskisuuren myymälän kooksi 1501-4000 neliometriä, joten sen avaaminen maksaa keskimäärin noin 0,55 MEUR. Yhtiöllä on myös pieniä alle 1500 neliömetrin myymälöitä, sekä suuria yli 4000 neliömetrin myymälöitä. Myymälän koko määrittää sen valikoiman laajuutta.

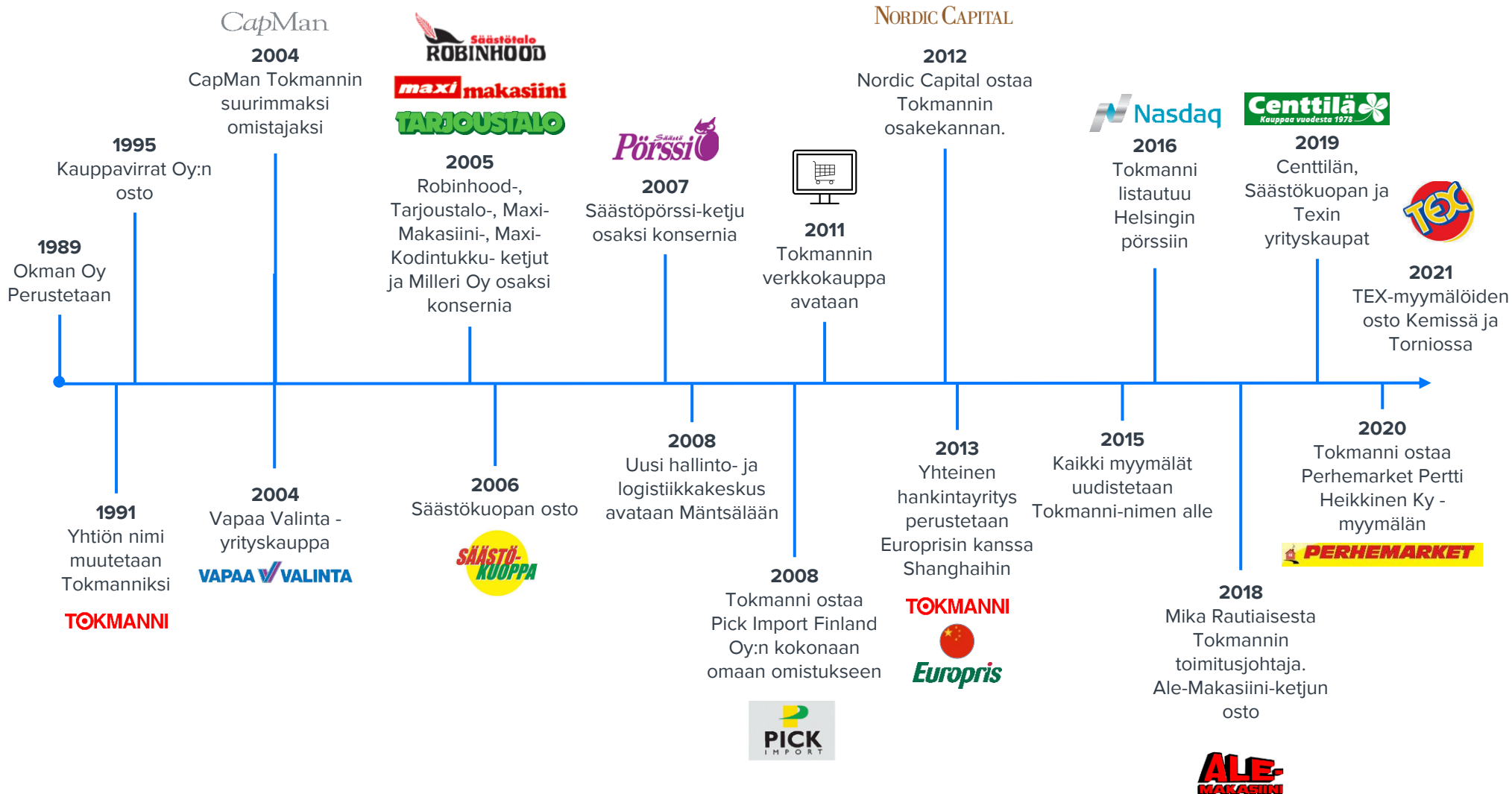
Käyttöpääoman kehitys (%-liikevaihdosta)



Sijoitetun pääoman tuotto



# Historiallinen kehitys





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Tehokas hankinta ja toimitusketju

Valtaosa yhtiön hankinnasta tapahtuu kotimaisilta toimittajilta, sillä vuonna 2021 hankinnasta yli 75 % tuli suomalaisilta valmistajilta tai tukkureilta. Muun Euroopan osuus hankinnasta oli 9,6 % ja Aasian osuus oli noin 15 %. Suora tuonti on oleellinen osa Tokmannin liiketoimintaa. Se tarkoittaa tuotteiden hankintaa ulkomailta suoraan valmistajilta ilman tukkukauppiaita tai muita välikäsiä.

Suora hankinta helpottaa myös oleellisesti tuotteiden laadun ja vastuullisen tuotannon valvontaa ja parantaa Tokmannin hankintaketjun hallintaa. Vuonna 2013 suoran tuonnin osuus Tokmannin liikevaihdosta oli 16 %, mutta vuonna 2021 yhtiö oli nostanut sen 27,3 %:iin.

Suora tuonti on saanut vauhtia Shanghain vuonna 2013 perustetusta tuontiyhtiöstä, joka on yhteisessä omistuksessa norjalaisen halpakauppa Europrisin kanssa. Yhtiö on hiljattain avannut Europrisin kanssa hankintayhtiön myös Vietnamiin. Tokmannin hankintayhteistyöllä Europrisin kanssa on kolme eri tasoa: 1) Yhtiöt ostavat täysin saman tuotteen ja merkin, mikä mahdollistaa parhaan volyymin yhdistämisen. 2) Samalta valmistajalta ostetaan eri brändiä tai eroavaa pakkauskokoa. 3) Erilaisten tuotteiden hankinta, mutta ostojen keskittäminen samalle tavarantoimittajalle.

Suora tuonti painottuu Tokmannin omiin tuotemerkeihin. Tokmannin listalleottoesitteen (2016) perusteella hankintayhtiön kautta hankittujen tuotteiden katehyöty on 10-15 % prosenttiyksikköä parempi.

## Paljon hyväkatteisia private label -tuotteita

Tokmannin tuotetarjonta koostuu kolmansien osapuolten tuotemerkeistä ja sen hallinnoimista omista private label-tuotteista sekä eksklusiivisista ja brändäämättömistä tuotteista. Tokmannin 2021 liikevaihdosta 67,5 % muodostui kolmansien osapuolten tuotemerkeistä ja 32,5 % Tokmannin hallinnoimista merkeistä.

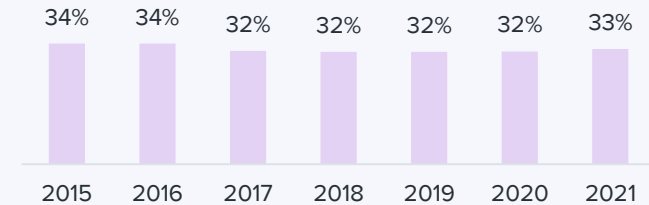
Yhtiö ei jaottele myynnin jakautumista sen hallinnoimien merkkien sisällä, mutta käsityksemme mukaan private label tuo valtaosan ryhmän myynnistä. Omat tuotteet painottuvat käyttötavarakategorioihin. Yhtiön hallinnoimien merkkien osuus kokonaisymyynnistä on jo nykyisellään varsin korkea, sillä kaupan alalla vain harvat toimijat yltyvät Tokmannin lukuihin.

Yhtiö tavoittelee kuitenkin edelleen osuuden nostoa ja tähän liittyen vuonna 2022 yhtiö on lanseerannut omat Miny-, Parco- ja Arki 360°-tuotemerkit. Minyn myynnin käynnistyttyä hyvin yhtiö on myös avaamassa pelkästään Minyn tuotteita myyvät kaupat Espooseen ja Jyväskylään ja lisää shop in shoppeja on myös tulossa Tokmanneihin. Vuoden lopussa tavoitteena on, että Minyä myytäisiin noin 20 myyntipisteessä. Miny-brändillä Tokmanni pyrkii saamaan uusia asiakkaita etenkin nuoria naisia.

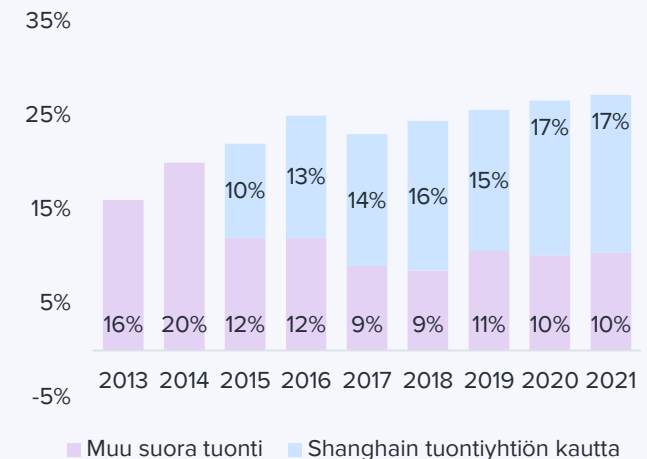
## Vahva brändi hintatietoisten asiakkaiden parissa

Tokmannin asiakkaat ovat tyypillisesti hintatietoisia, minkä vuoksi edullisen hintamielikuvan ylläpitäminen on yhtiölle tärkeä kilpailuvaltti. Tokmannin asiakasmäärät ovat kasvaneet viime

Tokmannin hallinnoimien merkkien osuus myynnistä \*



Suoran tuonnin kehitys (%-liikevaihdosta)\*\*



\* Sisältää private label-, eksklusiiviset- ja brändäämättömät tuotteet

\*\* Suuntaa antava. Laskentaperiaate muuttuu vuonna 2017 ja 2018

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

vuosina tasaisesti. Vuonna 2018 tehdyn tutkimuksen perusteella Tokmannin asiakaskunnasta oli etenkin lapsiperheitä (43 %), yhdessä asuvia aikuisia (16 %) ja eläkeläisiä (16 %).

Tokmannin suurin asiakasryhmä muodostuu kuluttajista, mutta yhtiöllä on myös noin 30 000 yritysasiakasta ja noin 3 % liikevaihdosta tulee yritysmyynnistä (B2B). Tokmanni tavoittaa suuren osa Suomen väestöstä. Yhtiön elokuussa tilaaman kyselytutkimuksen mukaan 75 % vastaajista sanoo asioivansa Tokmannilla vähintään kerran kuukaudessa. Yhtiön asiakkailla on tapana keskittää ostoksensa yhteen myymälään, mikä tekee Tokmannin laajasta tuotevalikoimasta kilpailuedun.

Vuoden 2021 aikana yhtiö lanseerasi myös kanta-asiakasohjelman, jossa on yksilöityjä tarjouksia ja etuja. Se saavutti nopeasti suuren suosion, sillä 13 kuukauden jälkeen lanseerauksesta siihen oli liittynyt jo 1,5 miljoonaa suomalaista. Yhtiön asiakastytyväisyydestä kertova NPS lukema on myös vähittäiskaupalle erittäin hyvä 55 (3/2021). NPS-lukemaa voi verrata mm. Puuilon 40:een tai verrokkiyhtiöiden keskimääräisen tasoon, joka oli 17 (lähde Puuilon listalleottoesite).

## Kausiluonteinen liiketoiminta

Tokmannin liiketoiminta on kausiluonteista, mikä heijastuu myynnissä ja kannattavuudessa. Neljäs kvartaali on poikkeuksetta yhtiön vahvin joulumyynnin siivittämänä, kun taas ensimmäinen kvartaali on vuoden heikoin ja usein tappiollinen. Yhtiön toinen kvartaali on tyypillisesti kolmatta vahvempi, mutta ero ei ole merkittävä. Alan kausiluonteisuus johtaa myös heiluntaan yhtiön

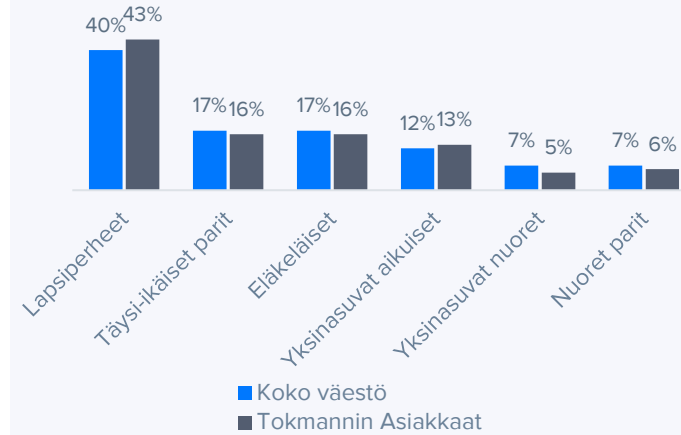
käyttöpääomassa ja esimerkiksi ylijääneet sesonkituotteet voivat lumettoman talven seurauksena luoda varastoriskiä. Myös keväällä puutarha tuotteiden menekki on hyvin sääriippuvaista, mikä nähtiin keväällä 2022. Tokmanni käyttää kausiluonteisuudesta johtuen henkilöstövuokrausyritysten palveluita.

## Tokmannin kilpailuetujen yhteenveto

Näkemyksemme mukaan Tokmannin kilpailuedut koostuvat tiivistetysti seuraavista asioista.

- 1) Kaikille suomalaisille tunnetusta vahvasta brändistä, jonka halpaa hintamielikuvaa on saatu nykyjohton alaisuudessa vahvistettua selvästi.
- 2) Tehokkaasti toimivasta toimitusketjusta tehtaalta asiakkaalle. Tässä olennaista roolia näyttävät Europrisin kanssa yhteinen Aasian suora hankintayksikkö sekä yhtiön itse tehokkaasti operoima Mäntsälän keskusvarasto.
- 3) Suomen isoimmat hankintavolyymit, joita hankintayhteistyö Europrisin kanssa edelleen pönkittää suora hankinnan osalta.
- 4) Yhtiön laaja valikoima ja etenkin kilpailijoista erottautumisen ja vahvan kannattavuuden varmistavat omien tuotemerkkien korkea määrä.
- 5) Maanlaajuinen myymäläverkosto, joka mahdollistaa helpon asioinnin ja verkon tilauksen osalta nopean toimituksen/palautuksen.
- 6) Korkea asiakastytyväisyys

Tokmannin asiakaskunta<sup>1</sup>



- Vahva brändi
- Kilpailijoita suuremmat volyymit
- Maanlaajuinen verkosto
- Tehokas toimitusketju
- Mielenkiintoinen valikoima ja paljon omia tuotteita
- Hyvä asiointikokemus

1) Lähde: TNS Mind vuodelta 2018

## Tokmannin omia tuotemerkkejä



## Tuotetarjooma



## Liiketoimintaidea

Tokmannin laaja myymäläverkosto ja verkkokauppa tarjoavat kattavan valikoiman edullisia ja ainutlaatuisia tuotteita

# TOKMANNI

- Suomen suurin halpatavaraketju
- Valtakunnallinen myymäläverkosto
- Laaja tuotevalikoima
- Edullinen hintamielikuva

## Myyntikanavat



## Kilpailukenttä

Tavaratalot ja hypermarketit



Halpakaupat



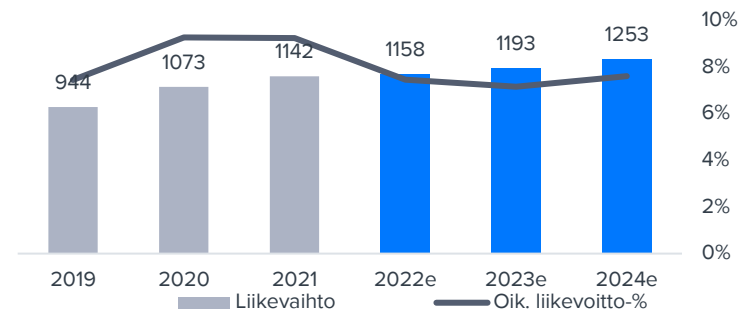
Erikoisliikkeet



## Kustannusrakenne (2021)



## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva brändi ja markkina-asema**

2.

**Toimiminen defensiivisillä ja kasvavilla halpakaupan markkinoilla**

3.

**Erottuva konsepti, edullinen hintamielikuva ja paljon omia tuotteita**

4.

**Tehokas toimintamalli**

5.

**Hyvä kassavirta ja osinkotuotto**

## Potentiaali



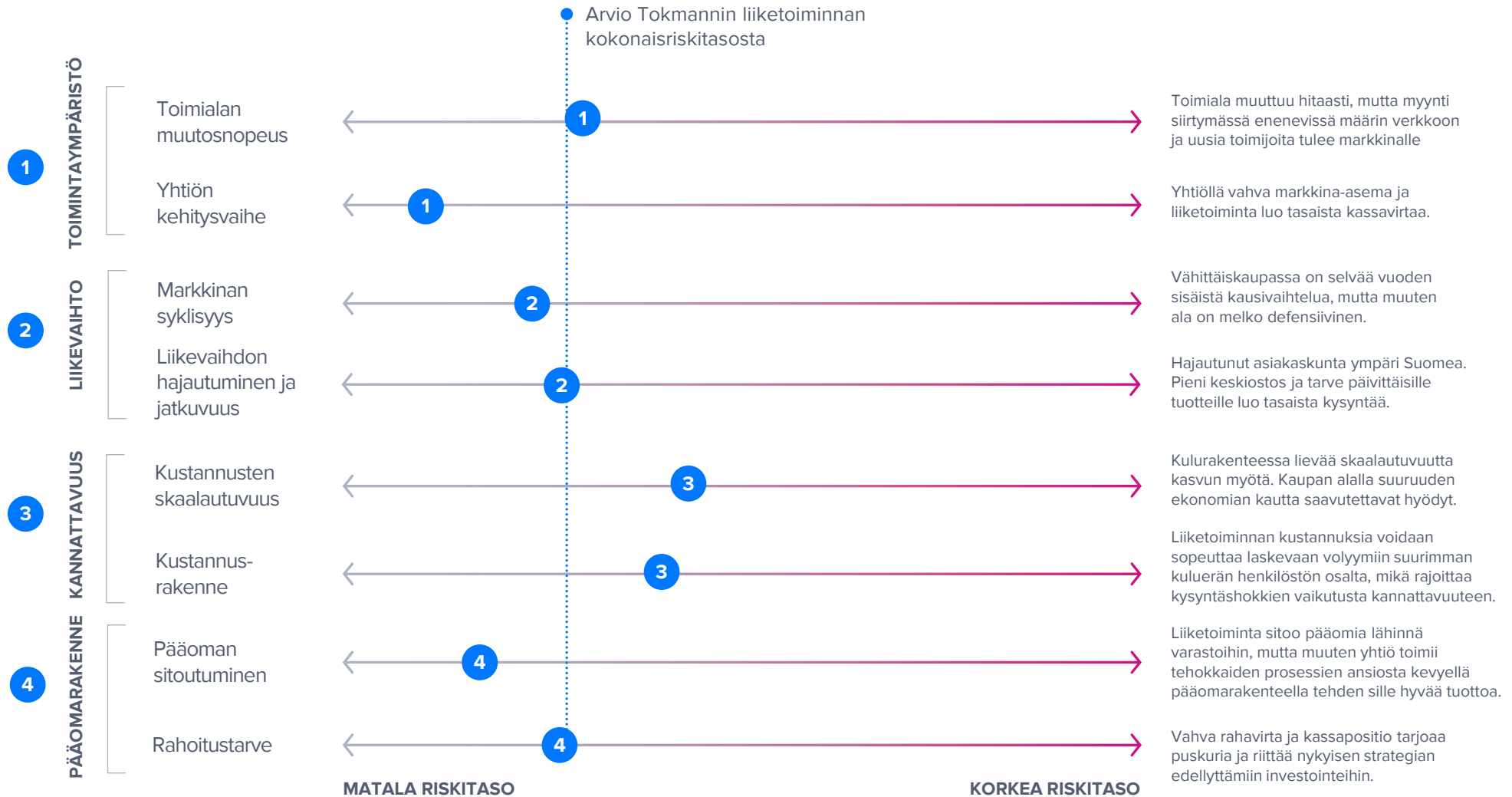
- Verkoston laajentaminen ja verkkokaupan kasvu
- Tuotevalikoiman laajentaminen ja dropshipping
- Suoran tuonnin ja omien tuotteiden myynnin osuuden kasvattaminen
- Kanta-asiakkaiden vielä hyödyntämätön potentiaali
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Ulkomaille laajeneminen

## Riskit



- Kuluttajien rahankäytön palautuminen tavarasta takaisin palveluihin
- Kuluttajien ostovoiman lasku inflaation laukatessa
- Kuluttajaluottamuksen lasku
- Kilpailutilanteen kiristyminen ja uudet ulkomaiset haastajat
- Yritysoistoissa tai kv-laajentumisessa epäonnistuminen
- Riippuvuus Mäntsälän keskusvarastosta
- Maine- ja hintamielikuvariskit

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia

## Strategia rakentaa tulevaisuuden halpakauppaa

Tokmannin strategian keskiössä on asiakasluottamuksen ja -uskollisuuden kasvattaminen sekä kustannustehokkuus. Asiakasluottamuksen ja uskollisuuden parantamisella yhtiö tähtää kasvuun. Se muodostuu jatkuvista panostuksista valikoiman laajentamiseen, halpoihin hintoihin, asioinnin vaivattomuuteen, mielenkiintoiseen asiakaskokemukseen, verkoston laajentamiseen, henkilökuntaan ja vastuullisuuteen.

Vuoteen 2025 ulottuvan strategiakauden taloudellisena tavoitteena on nostaa liikevaihto 1,5 miljardiin euroon (2021: 1141 MEUR) ja liikevoitto 150 MEUR:oon (2021: 106 MEUR).

## Halpa hintamielikuva on vahvistunut

Halpakaupassa hintamielikuva on keskeisessä roolissa ja Tokmannin edellisen strategiakauden (2018-2020) teemana olikin halpakaupan perusteisiin palaaminen ja hintamielikuvan parantaminen. Tässä yhtiö onnistui hyvin, mistä kertoo etenkin yhtiön positiivinen myynnin kehitys per myyntipinta-ala. Halvan hintamielikuvan vahvistamisen taustalla ovat vaikuttaneet markkinoinnissa tehty selkeä tasonnosto sekä onnistunut valikoimahallinta. Markkinoiden matalimman hintatason varmistamiseksi yhtiöllä on käytössään myös algoritmi, jonka avulla se seuraa eri tuoteryhmien hintoja kilpailijoiden osalta.

## Tavoitteena tuotevalikoiman tuplaaminen

Tokmannilla on tavoitteena nostaa tuotenimikkeiden (SKU) määrä 25 tuhannesta noin

50 tuhanteen. Taustalla on asiakaspalaute, missä kuluttajat haluavat yhtiöltä laajempaa tuotetarjoomaa. Valikoimaa pyritään kasvattamaan laajentamalla nykyisiä ylivoimakategorioita lisäämällä omia tuotemerkkejä, mutta tuomalla lisää myös houkuttelevia A-brändejä valikoimaan. Parempikatteisten private-label tuotteiden osuuden kasvattamiseen pyritään myös jatkossa, vaikkakin niiden osuus myynnistä on jo kiitettävällä tasolla (s.9). Niissä myös hintataso asiakkaalle on perinteisesti brändituotteita matalampi, mikä tukee osaltaan myös halpaa hintamielikuvaa. Tavoitteessa on jo edetty, sillä SKU:n määrä on kasvanut noin 40 000:een aiemmasta 25 000:sta.

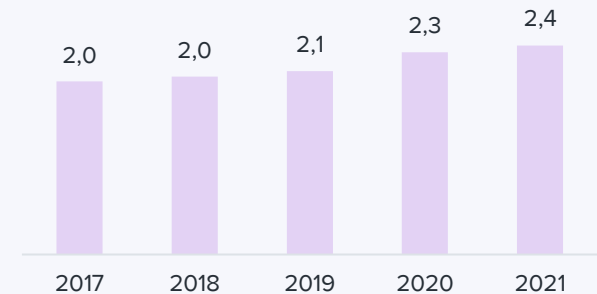
Syksyllä 2020 Tokmanni sai paljon julkisuutta, kun se lisäsi eksklusiivisten huippubrändien kosmetiikkatuotteita verkkokauppansa tuotevalikoimaan. Arvostetut kosmetiikkabrändit herättivät käsityksemme mukaan kiinnostusta myös niiden kuluttajien parissa, jotka eivät tyypillisesti asioi Tokmannilla. Valikoiman laajentaminen onkin väylä sekä nykyisten asiakkaiden keskiostoksen kasvattamiseen, mutta myös Tokmannin asiakaskunnan laajentamiseen. Yhtiö on tuonut markkinoille viime vuosina myös omia private label –lemmikkieläintuotteita, mitä selittää erityisesti tämän markkinan muuta vähittäiskauppaan ripeämpi kasvu. Yhtiö testaa uusien tuotteiden menekkiä jatkuvasti ennen laajempaa lanseerausta.

Täysin uusien ylivoimakategorioiden lanseeraaminen tulevaisuudessa on myös mahdollista, mutta yhtiö ei ole vielä kertonut mitkä uudet ylivoimakategoriat voisivat olla.

## Kasvustrategia



## Myynti per myyntipinta-ala (TEUR/m<sup>2</sup>)



Lähde: Tokmanni, Inderes (myynti/pinta-ala laskettu vuoden välein kerrottujen myymälöiden neliömäärien perusteella)

# Strategia

Valikoiman laajeneminen tapahtuu ensisijaisesti yhtiön verkkokaupassa myymälöiden tilan puutteen vuoksi. Yhtiön strategiana on kuitenkin myös avata suurempia (~ 10 000 m<sup>2</sup>) myymälöitä isompiin kaupunkeihin, jolloin tuotevalikoimaa on mahdollista kasvattaa myös kivijalassa. Torniossa yhtiöllä on yrityskaupan seurauksena jo yksi tällainen pilottimyymälä. Nämä isommat myymälät voisivat toimia myös verkkokaupan toimitushubeina tulevaisuudessa. Näiden jätti-Tokmannien perustamisessa on kuitenkin otettu aikaisä johtuen tämänhetkisistä korkeista rakennuskustannuksista.

## Tavoitteena yli 220 myymälää Suomessa

Yhtiön tavoitteena on saavuttaa yli 220 myymälän verkosto Suomessa vuonna 2025 (luku ei sisällä Miny-myymlöitä). Käsitksemme mukaan yhtiö on tunnistanut uusia potentiaalisia myymäläsijainteja etenkin PK-seudulla. Tokmannin myymälämäärän kasvu on ollut yksi liikevaihdon kehityksen ajureista viime vuosina, muttei suinkaan ainoa. Myös myymäläkonseptia on jatkuvasti kehitetty paremmaksi ja osaa myymälöistä on uusittu/laajennettu. Sijainteja on myös muokattu asiakasvirtojen perusteella ja yhtiö ei tee pitkiä vuokrasopimuksia, jos asiakasvirtojen tulevaan kehitykseen liittyy riskejä. Tätä kautta myös vertailukelpoinen asiakasmäärän kasvu ja kasvava keskiostos ovat ajaneet liikevaihdon kasvua nykyjohdon alaisuudessa vuodesta 2018.

## Persoonallinen ja jännittävä asiakaskokemus

Asioinnin helpottamiseksi Tokmanni on panostanut verkkokauppaansa ja sen yhteistyöhön

kivijalan kanssa. Verkkokauppa on kasvanut vahvasti, mutta osuus myynnistä on vasta 1,8 %.

Näemme Tokmannin verkkokaupassa kasvupotentiaalia (ilman, että se kannibalisoii myymälöiden myyntiä), sillä verkkokauppaan voi tuoda uusia tuotekategorioita/palveluita, joita Tokmannin fyysisistä myymälöistä ei saa.

Yhtiön elokuussa 2021 lanseeraamassa kanta-asiakasohjelmassa on jo 1,5 miljoonaa jäsentä. Kanta-asiakkailta kerättävä data antaa yhtiölle uuden ja kustannustehokkaan työkalun kohdennettuun markkinointiin. Asiakkaille tarjotut relevantit tuotteet ja tarjoukset parantavat asiakaskokemusta ja tukevat siten myös keskiostosta.

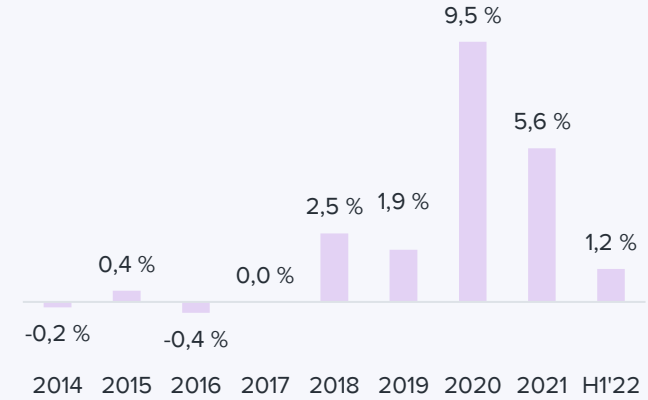
## Yritysmyyntin kasvattaminen

Lisäksi yhtiö pyrkii panostamaan sujuvampaan yritysasiakasasiointiin tämän segmentin kasvattamiseksi. Yritysasiakkaille on luotu mm. [oma etukortti ja tilituote](#). B2B-myyntin kasvattamisen edistymisestä ei ole kerrottu toistaiseksi tarkemmin sijoittajille (2021 keväällä noin 3 % yhtiön kokonaisymyynnistä).

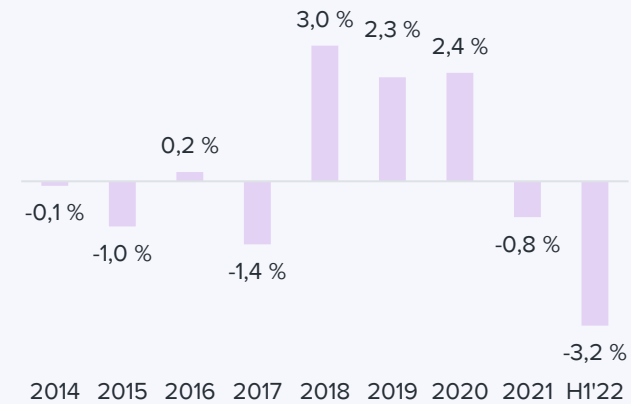
## Henkilöstön kanssa pelataan pitkää peliä

Tokmanni pyrkii olemaan paras työnantaja vähittäiskaupassa ja huolehtimaan työntekijöistään, mikä näkyy myös verrattain pitkissä työsuhteissa. Vuodesta 2018 henkilöstön motivaatioon on myös panostettu tuomalla koko henkilöstö suoriteperusteisen palkitsemisjärjestelmän alle. Motivoitunut henkilöstö heijastuu asiakkaille myös parempana palveluna.

Vertailukelpoinen myymälöiden keskiostoksen kehitys



Vertailukelpoinen asiakasmäärän kehitys



# Strategia

## Vastuullisuudessa on selvät tavoitteet

Tokmannin julkisti kolmantena pohjoismaisena kaupan alan yrityksenä tieteeseen perustuvat ilmastotavoitteet, jotka ovat linjassa 1.5 Celsius asteen lämpötilannousun kanssa. Oman toiminnan absoluuttisia päästöjä (scope 1 ja scope 2) yhtiö on onnistunut jo selvästi vähentämään. Epäsuorille (scope 3) päästöille on laskettu myös kokonaisarvio, mutta niiden vähentämisestä ei vielä ole tarjottu konkretiaa (lue lisää [täältä](#)). Vastuullisuustyö on tärkeä osa strategiaa, sillä myös halpakaupan kuluttajat painottavat vastuullisuutta yhä enemmän ostopäätöksissään.

## Kannattavuuden parantamisella useita ajureita

Tokmannin liiketoimintamallissa liikevaihdon kasvu ajaa pääosin tuloskasvua, mutta yhtiö pyrkii myös parantamaan suhteellista kannattavuuttaan. Myyntikatteen parannusta haetaan strategiassa etenkin omien tuotteiden osuuden kasvattamisella myynnistä sekä suorahankinnan osuutta edelleen kasvattamalla. Yhtiö on hiljattain perustanut jo pitkään toiminnassa olleen Shanghaiin ohella myös Vietnamiin hankintayrityksen Europrisin kanssa, minkä pitäisi tukea molempia edellä mainittuja. Tämän lisäksi myyntikatetta tukevana tekijänä voidaan nostaa esiin yhtiön kokoluokan kasvu ja tämän kautta tulevat paremmat neuvotteluasemat ja ostohinnat. Yhtiön kasvu tulee strategiassa osin ostovolyymien hajautumisesta laajemmalle tuotenimikejoukolle, mikä laskee vaikutusta.

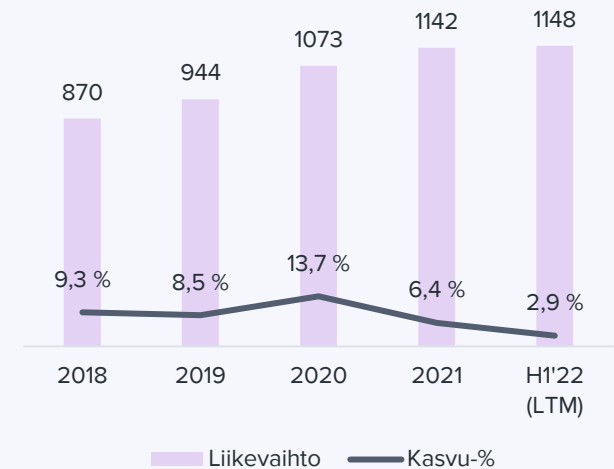
Strategian yhtenä osa-alueena on myös toimitusketjun tehostaminen. Näkyvimpänä

toimena yhtiö on parhaillaan rakentamassa Mäntsälän logistiikka-alueelle laajennusta, jonka ensimmäinen osa otetaan käyttöön kesällä 2023 ja kokonaisuudessaan se valmistuu keväällä 2024. Sen avulla yhtiö kykenee palvelemaan tavoittelemaansa 1,5 mrd. € liikevaihdon edellyttämää tavaravirtaa. Nykyiset tilat ovat käyneet ahtaiksi ja yhtiö joutuu hyödyntämään kiireisinä aikoina ulkoistettuja varastoja. Ulkoisten varastojen käyttö on omaa varastoa kalliimpaa.

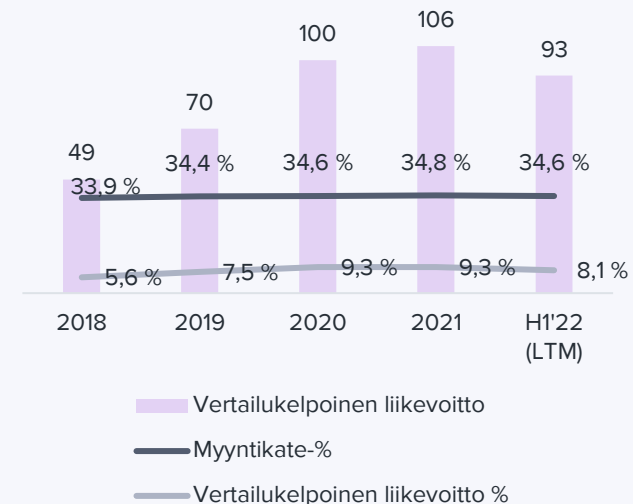
Yhtiöllä on käytössään myös drop-shipment toimituksia tiettyjen tavarantoimittajien kanssa, jolloin tuotteet tulevat suoraan tavarantoimittajalta asiakkaalle. Näemme toiminnan kasvattamisessa edelleen selvää potentiaalia etenkin verkon valikoiman laajentuessa. Toimintamalli on etenkin pääoman tuoton näkökulmasta houkutteleva, kun myytävä tuote ei makaa lainkaan varastossa.

Kuten kuvaajasta nähdään Tokmannin myyntikate- ja liikevoittomarginaalit ovat kehittyneet suotuisasti vuosien 2018-2021 välillä. 2022 alkupuolella on nähty kuitenkin selvästi heikompaa kehitystä. Pääsyyinä on ollut kiihtynyt inflaatio, joka on muuttanut asiakaskäyttäytymistä varovaisemmaksi ja samalla nostanut Tokmannin omia kuluja. Hinnankorotuksia on viety läpi asiakkaille vain osittain ja kannattavuus on heikentynyt. Yhtiö pitää edelleen kiinni halvasta hintamielikuvastaan, minkä näemme strategisesti oikeana valintana. Tokmannin 2025 taloudellisista tavoitteista ollaan etenkin liikevoiton osalta kuitenkin selvästi jäljessä. Olemme käsitelleet vuoden 2022 kehitystä tarkemmin ennusteet kappaleessa

## Taloudellinen kehitys (MEUR)



## Taloudellinen kehitys (MEUR)





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Tokmannin asettamat tavoitteet strategiakaudelle 2021-2025

Kasvu



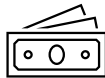
**1,5 miljardin euron liikevaihto**  
Kasvavan myymäläverkoston ja SKU-määrän tukemana

Myymäläverkosto



**Yli 220 myymälää Suomessa**  
Tavoite lisätä myymälämäärää vuosittain noin kuudella uudella tai uudelleensijoitetulla myymälällä Suomessa

Kannattavuus



**150 MEUR:n vertailukelpoinen liiketulos**  
Liikevoiton odotetaan kasvavan myynnin kasvun kautta, parantamalla myyntikatemarginaalia ja pienentämällä liiketoiminnan kulujen osuutta liikevaihdosta

Pääomarakenne



**Säilyttää nettovelan suhde vertailukelpoiseen käyttökatteeseen alle 3,2x**

Osinkopolitiikka



**70 prosenttia nettotuloksesta**  
Mahdollisen osingon jakamisessa huomioidaan pääomarakenne, taloudellinen asema, taloudelliset ja liiketoiminnalliset olosuhteet ja tulevaisuuden näkymät

Liikevaihto (MEUR)

9.4 % CAGR



Vuosi	2018	2019	2020	2021
Myymäläverkosto	186	191	192	196

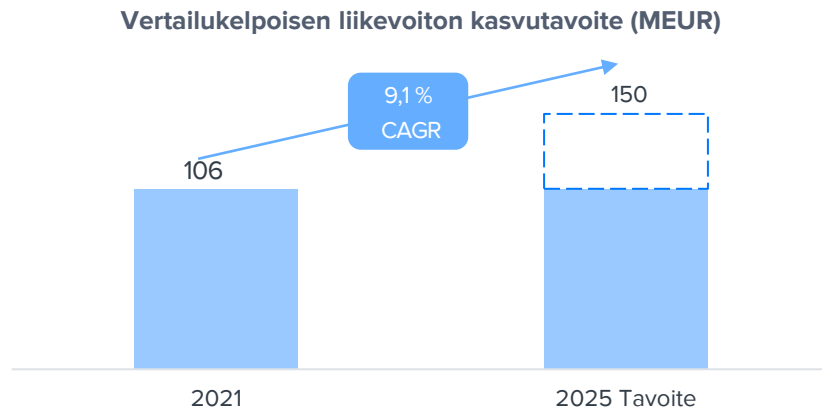
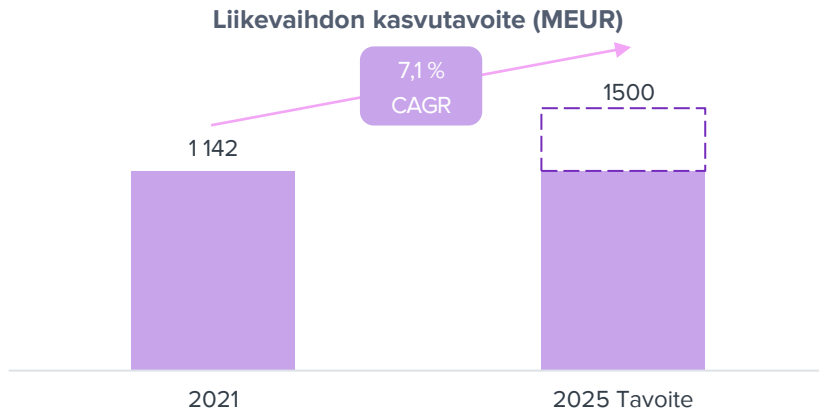
Vuosi	2018	2019	2020	2021
Kannattavuus	49	70	100	106
	5,6 %	7,5 %	9,3 %	9,3 %

Vuosi	2018	2019	2020	2021
Pääomarakenne	3,5x	2,9x	2,0x	1,8x

Vuosi	2018	2019	2020	2021
Osinkopolitiikka	0,50 €	0,62 €	0,85 €	0,96 €
	82 %	77 %	70 %	74 %

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet



## Ajurit

Uusien myymälöiden avaaminen ja yrityskaupat

Laajempi tuotevalikoima ja uudet tuotekategoriat

Verkkokaupan ja kivijalan saumaton yhteistyö

Yritysmyyntin (B2B) kasvu

Liikevaihdon kasvu

Kiinteiden kulujen skaalautuminen

Kasvun tuoma vahvistuva neuvotteluvoima ja suuremmat hankintavolyymit

Omien tuotteiden myynnin osuuden kasvu

Toimitusketjun tehostaminen ja suoran tuonnin kasvattaminen

# Toimiala ja markkinakatsaus

## Kohdemarkkina Suomessa

Vähittäiskaupan voi jakaa kahtia päivittäistavara- ja käyttötavarakauppaan. Päivittäistavaran puolella Tokmannilla oli vuonna 2021 PTY:n jäsenyritysten tilaston mukaan 3,3 %:n markkinaosuus. Ainoastaan 18 Tokmannin myymälää myy tuoreruokaa, joten Tokmannin päivittäistavaramyynti painottuu mm. kuivaruokaan, wc-papereihin, päivittäiskosmetiikkaan ja teknokemian tuotteisiin. Käyttötavarakaupan puolella Tokmannin markkinaosuutta on vaikeampi arvioida. Tokmanni on myös toimija halpakauppamarkkinalla, joka on vähittäiskaupan alasegmentti. Suomen vähittäiskaupan koko oli vuonna 2021 noin 23 mrd. € (ilman tuoreruokaa), josta halpakaupan markkinoiden koko oli Puuilon listautumisesitteen arvion mukaan noin 2,6 mrd. €.

## Halpakauppa kasvaa selvästi kovempaa

Pitkällä ajalla vähittäiskauppa kasvaa tyypillisesti BKT:n vauhtia. Halpakauppa on historiallisesti kasvanut muuta vähittäiskauppaa selvästi nopeammin. Puuilon listalleottoesitteessä\* halpakaupan kasvuksi vuosien 2012-2020 välillä on laskettu 4,8 % (CAGR). Kasvua ovat tukeneet halpakauppojen kasvanut valikoima, laajentunut myymäläverkosto sekä myös tuotteiden parantunut laatu. Yhä useampi kuluttaja haluaa myös hyvää vastinetta rahoilleen etsien edullisia hintoja. Halpakauppa on osoittanut kestäväytensä myös laskusuhdanteissa, kun vähittäiskauppa yleisesti on seurannut kuluttajaluottamuksen kehitystä harkinnan varaisissa tuotekategorioissa.

## Koronapandemian vaikutus kohdemarkkinoihin

Tokmanni vertaa tulosesityksissään kehitystään

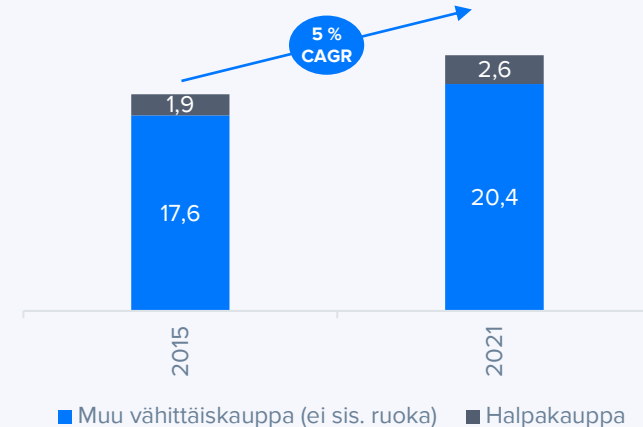
PTY:n käyttötavaramarkkinaan, jonka muut toimijat koostuvat Citymarketin ja Prisman käyttötavaramyynnistä, Stockmannista, Sokoksesta ja Minimanista. Tokmanni on kasvanut keskimäärin tätä markkinaa selvästi nopeammin ja myynnin kehitys on ollut myös tasaisempaa johtuen yhtiön suuremmasta painotuksesta defensiivisen päivittäistavara- ja käyttötavara- ja käyttötavaramyynnin kategorioiden (noin puolet Tokmannin myynnistä).

Etenkin Q2'20-Q1'21 Tokmannin myynti sai vahvaa myötätuulta koronapandemiasta, joka ohjasi kuluttajien palveluista säästynyt rahaa tavarahan. Rokotuskattavuuden nousua markkinan rekyyli takaisin palveluihin alkoi näkyä jo hieman Q3'21 alkaen. Vasta vuonna 2022 pandemia alkoi hiipua kunnolla jolloin [käyttötavaramarkkina](#) (PTY) on ollut lähellä nollakasvua. Pukeutuminen oli käyttötavaran alasegmenteistä ainoa, jonka myynti sai selvää vastatuulta pandemiasta. Pandemia vaikutti samalla myös pukeutumisen markkinan [kilpailuasetelmiin](#) siten, että hypermarketit pitivät suunnilleen asemiaan, mutta etenkin muotia myyvät erikoiskaupat (Sokos, Stockmann) kärsivät. Tämä on hyvin havaittavissa myös Tokmannin kehityksestä suhteessa PTY:n käyttötavaramarkkinan kehitykseen, jossa vaatemyyjät ovat yliedustettuja. Vuonna 2022 pukeutumisen jälleen elyessä Sokos on kertonut [22 %:n](#) kasvusta kategoriassa ja Stockmann Retail kasvoi 14 %:lla Suomessa H1'22. Mielestämme se, että Tokmanni on pysynyt suunnilleen markkinan vauhdissa myös 2022 aikana on ollut hyvä suoritus.

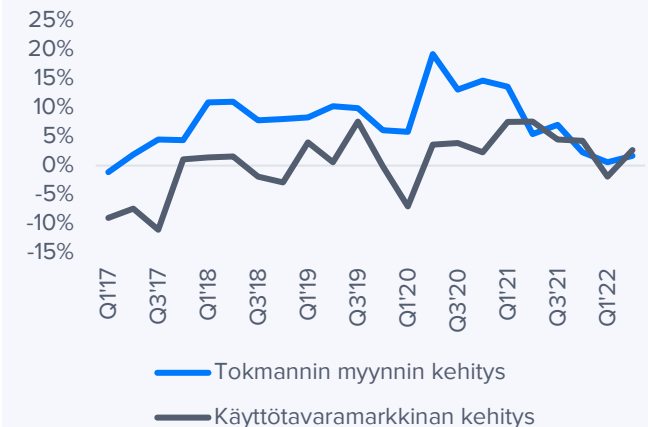
## Halpakaupan kasvu eteenpäin mentäessä

Puuilon listalleottoesitteessä halpakaupan markkinan ennakoitiin kasvavan myös lähivuosina noin 5 %/v vauhtia (Euromonitor). Tämä arvio vaikuttaa

## Vähittäiskaupan ja halpakaupan koko (miljardia €)\*



## Tokmannin ja käyttötavaramarkkinan myynnin kehitys\*\*



Lähde: Puuilo listalleottoesite\* Määrittelyssä halpakaupan markkina sisältää Euromonitor Variety stores-kategorian toimijat + Clas Ohlsonin, Biltman ja Motonetin myynnin, \*\*käyttötavaramarkkina (PTY)

# Toimiala ja markkinakatsaus

nykyolosuhteissa mielestämme hyvin optimistiselta. Tällä hetkellä vähittäiskaupalle kokonaisuutena koituu haastetta korkeasta inflaatiosta, joka syö kuluttajien ostovoimaa. Se ohjaa kuluttajia karsimaan niitä harkinnanvaraisia tuotteita, joidenka ostoa voi lykätä. Uskomme Tokmannin pärjäävän muuta käyttötavarakauppaa selvästi paremmin myös inflaatioympäristössä johtuen sen korkeasta myynnin osuudesta myös päivittäistavara-kaupassa. Myös halpa hintamielikuva voi houkuttaa, sille nyky-ympäristössä uusia asiakkaita.

## Kilpailijakenttä on hyvin hajautunut

Tokmannin kilpailijakenttä on Suomen vähittäiskaupassa hyvin laaja. Kilpailijakentän voi karkeasti jakaa generalisteihin, joilla osa tuotekategorioista on Tokmannin kanssa päällekkäisiä ja erikoiskauppoihin, jotka antavat kilpailupainetta yhdessä tai kahdessa kategoriassa. Ohessa on esitetty, miltä kilpailukenttä näyttää Tokmannin asiakkaiden mielestä. Sen perusteella yhtiö on onnistunut löytämään kilpailijoistaan hyvinkin edukseen erottuvan konseptin, joka yhdistää halpaa hintamielikuvaa ja verrattain laajaa valikoimaa. Tätä on vahvistettu onnistuneesti myös markkinoinnilla.

## Generalisteista löytyvät pääkilpailijat

Tokmannin pääkilpailijoita ovat Prisman ja Citymarketin käyttötavara-puolet. Ne ovat myös liikevaihdoltaan käyttötavaramarkkinan suurimmat toimijat Tokmannin ohella. Nämä hypermarketit ovat generalisteja laajan valikoimansa perusteella.. S-Ryhmä ei eritele raporteissaan käyttötavaramyyntiä ja Kesko kertoo Citymarketin käyttötavaramyynnin, mutta se sisältää myös PTY:n luokittelun mukaisia ei syötäviä päivittäistavaran

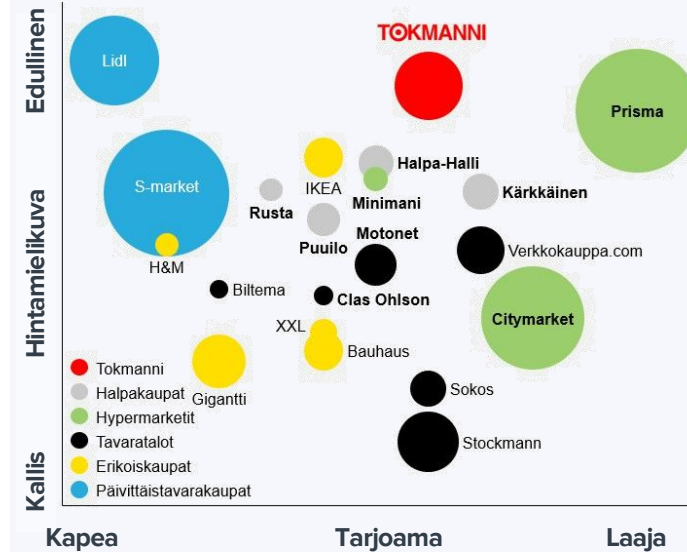
tuotteita. Laskelmiemme perusteella Prisman käyttötavaramyynti on reilut 800 MEUR ja Citymarketin reilut 400 MEUR, kun [PTY:n](#) luokittelua käytetään. Tokmannilla se on noin puolet sen kokonaismyynnistä eli 570 MEUR. Muita pienempiä generalisteja ovat mm. Halpa-Halli, Rusta, Minimani, Clas Ohlson, Biltema, Kärkkäinen, Motonet ja Puuilo. Nämä toimijat voidaan laskea Tokmannin ohella mukaan myös halpakaupan markkinaan.

Tokmannin myymälät pyrkivät tarjoamaan generalisteja edullisempia hintoja ja erilaista tuotevalikoimaa ja parempaa asiointikokemusta. Tokmannilla on myös eniten käyttötavaramyymälöitä Suomessa. Puhtaat verkkokaupat (mm. Amazon) kuuluvat myös generalisteihin ja niitä vastaan Tokmanni pyrkii kilpailemaan laajalla myymäläverkostolla ja sen mahdollistamalla nopeilla ja kustannustehokkailla toimitusajoilla.

## Erikoiskaupat toinen kilpailijaryhmä

Tokmannin kanssa kilpailevia erikoiskauppoja ovat mm. Ikea, Gigantti, XXL, K-Rauta, Starkki, Bauhaus, Kodin Terra, H&M, Zara, Musti, Netrauta, Plantagen.

Erikoiskaupat tarjoavat Tokmannia selvästi laajemman valikoiman tyypillisesti yhdessä tietyssä kategoriassa. Erikoiskaupat ovat kuitenkin hintatasoltaan pääsääntöisesti kalliimpia johtuen niiden raskaammasta kulurakenteesta. Erikoiskauppoja vastaan Tokmanni pyrkii kilpailemaan halvemmalla hintatasolla ja sijainnilla. Se kilpailee niitä vastaan myös ideaalitalanteessa koko ostokokemuksen mahdollistamisella saman katon alta, kun valikoimassa on tuotteita useasta kategoriasta. Erityisesti pandemia-aikana tämä oli etuna erikoiskauppoja vastaan.



Lähde: Tokmannin teettämä tutkimus elokuussa 2022, jossa kuluttajia on pyydetty vertailemaan yhtiöiden hintatasoa ja valikoiman laajuutta.

# Toimiala ja markkinakatsaus

## Tokmanni on markkinajohtaja Puutarhassa

Tokmanni tähtää ylivoimakategorioittensa osalta (kategoriat esitetty sivulla 6) markkinajohtajaksi. Tokmanni ei kuitenkaan avaa myynnin jakaumaansa, joten tarkkoja tämän hetkisiä markkinaosuuksia ei voida laskea. Yhtiö on todennut, että Piha, parveke ja puutarha-kategorian markkinassa se on jo markkinajohtaja, sillä tämä markkina on hyvin hajautunut Suomessa. Pukeutumisessa Tokmanni on [Kaupan liiton tutkimuksen](#) perusteella toisella sijalla heti Prisman jälkeen.

## Halpakauppiat laajentavat verkostonsa peittoa

Myyväläverkoston laajentaminen on keskeinen osa monen halpakauppaan keskittyvän yhtiön strategiaa Suomessa. Tokmannin tavoite on laajentaa verkostoaan vuoden 2025 loppuun mennessä yli 220 myymälään (nyt 198). Puuilon tavoitteena on laajentaa verkostoaan keskipitkällä aikavälillä 60 myymälään (nyt 35 myymälää). Rusta, joka osti yrityssaneeraukseen ajautuneen Hong Kongin vuonna 2018, aikoo laajentaa Suomessa 50 myymälään (nyt 37) vuoteen 2025 mennessä. Myös Suomen markkinan uusin tulokas ruotsalainen Jula, on avaamassa ensimmäisen myymälänsä Vaasaan marraskuussa ja tavoittelee seuraavan kolmen vuoden aikana myymäläverkoston nostoa 20 myymälään.

Kilpailijoiden kasvavat verkostot luovat uhkaa kilpailun kiristymiselle osassa Tokmannin kategorioissa. Samalla pidemmällä aikavälillä kasvavat halpakaupan markkinat mahdollistavat myymälämäärän kasvun ja myös pienempiä

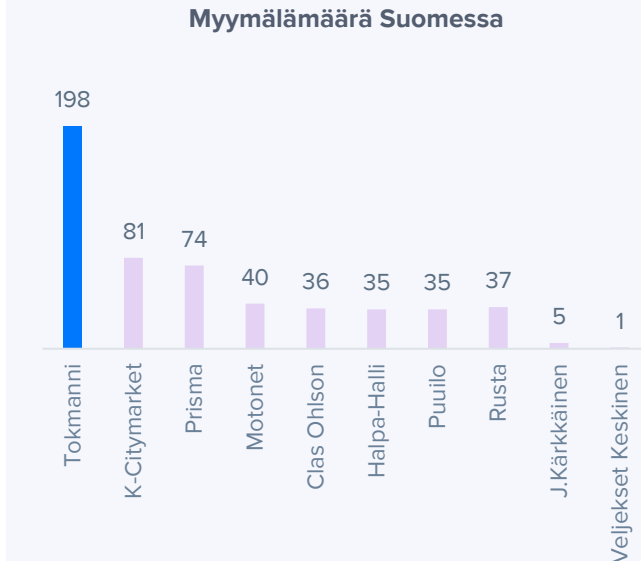
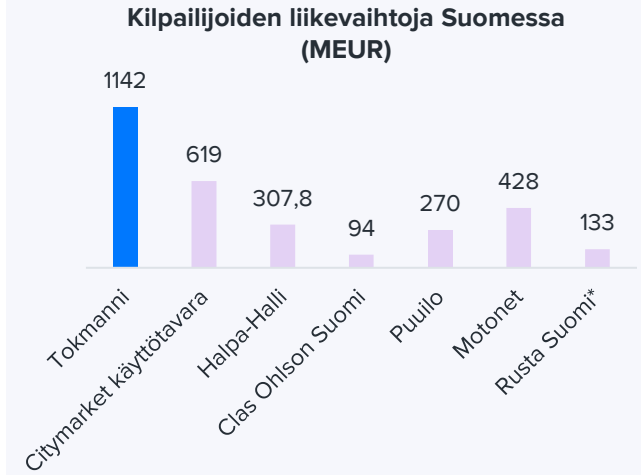
toimijoita poistuu edelleen markkinasta.

K-Citymarketin (81), Prisman (71), Bilteman (17) ja Motonetin (40) tavoitteena on käsityksemme mukaan lisätä Suomessa enää yksittäisiä myymälöitä. Motonet on suomalaisista käyttötavaratoimijoista käsityksemme mukaan ainoa, joka on lähdössä myös Ruotsin markkinalle kilpailemaan. Uskomme tämän kertovan siitä, että Ruotsin markkina nähdään yleisesti vaikeaksi johtuen olemassa olevien ketjujen vahvoista konsepteista ja brändeistä.

## Myös halpakaupat panostavat verkkokauppaan

Verkkokauppa on käsityksemme mukaan ainoa osa vähittäiskauppaa, joka kasvaa halpakauppaa nopeammin. Ennen pandemiaa se kasvoi noin 10 %/v, mutta koronapandemian kiihdytti sen kasvua selvästi. Kasvu on pandemian väistyttyä hidastunut, mutta pitkän ajan kasvu jatkuu globaalisti noin 10 %/v ([statista](#)). Verkkomyynnin osuus kasvaa voimakkaasti myös halpakaupassa (Tokmanni 2018-2021 n. 70 % CAGR), mutta osuus kokonaisymyynnistä on edelleen matala. Verkon pientä roolia selittävät vaikeasti toimitettavat tavarat, tarveperusteinen kulutus ja matala keskiostos (Tokmanni 21 €). Huomattavaa on, että halpakaupoilla vahvaa kasvua verkossa selittää etenkin mahdollisuus valikoiman laajentamiseen kalliimpiin ja isompiin tuoteisiin.

Verkon kasvu avaa kilpailun myös kv-toimijoille (mm. Amazon), mutta koska monikanavainen liiketoimintamalli on keskeinen halpakaupassa rajaa se näiden verkkokauppojen kilpailu-uhkaa.



Lähde: Yhtiöiden viimeisimmät tilinpäätökset, Rusta Suomi 2022/4, Citymarket käyttötavaran myynti sisältää myös päivittäistavaraa (ei ruokaa) ja siksi vertailukelpoinen Tokmannin liikevaihdon kanssa

# Toimiala ja markkinakatsaus

## Tokmannin myyntivolyymit markkinan kärkeä

Tokmanni on Citymarketin ja Prisman ohella Suomen markkinan suurimpia käyttötavaran myyjiä. Yhtiöt saavat suhteessa pienempiin kilpailijoihin etua suuremmista ostovolyymeista. On kuitenkin huomattava, että osa kilpailijoista (Rusta, Biltema, Clas Ohlson, Jula) toimivat useammassa maassa ja ne tasaavat puntteja tätä kautta.

Keskikokoisista kilpailijoista Suomessa kasvulukujen perusteella edukseen erottuu Puuilo, jonka verkosto on laajentunut nopeasti ja samalla vertailukelpoinen kasvu on ollut vahvaa kertoen kuluttajia houkuttelevasta konseptista. Myös Tokmanni on kasvanut selvästi markkinaa nopeammin yhdessä Motonetin ja Rustan kanssa. Rustan kohdalla on huomattavaa, että sen 2022/4-tilikauden 133 MEUR:n liikevaihto saavutti vasta nyt Hong Kongin 2015 liikevaihdon. Muut pienemmät ketjut ovat jääneet jälkeen markkinan kasvusta. Markkinalla on edelleen myös useita pienempiä toimijoita, jotka toimivat enemmän paikallisesti.

## Tokmannin kannattavuus parempaa keskitasoa

Tokmannin kannattavuus verrattuna muihin käyttötavaramyymälöihin on parempaa keskitasoa. Ainoastaan tarkastelemistamme verrokeista Puuilo ja Motonet onnistuvat tekemään sitä parempaa suhteellista kannattavuutta. Arviomme mukaa suurin yksittäinen selittävä tekijä tälle on, se että Tokmanni myy Puuiloa ja Motonettia enemmän päivittäistavarakaupan tuotteita. Niissä varaston kierto on nopeampaa ja matalampi liikevoittomarginaali on siten luonnollinen seuraus tästä. Absoluuttisesti tarkasteltuna Tokmanni teki

vuonna 2021 106 MEUR oikaistua liikevoittoa, mikä on kuitenkin edelleen selvästi Puuiloa (47 MEUR) ja Motonettia (48 MEUR) enemmän.

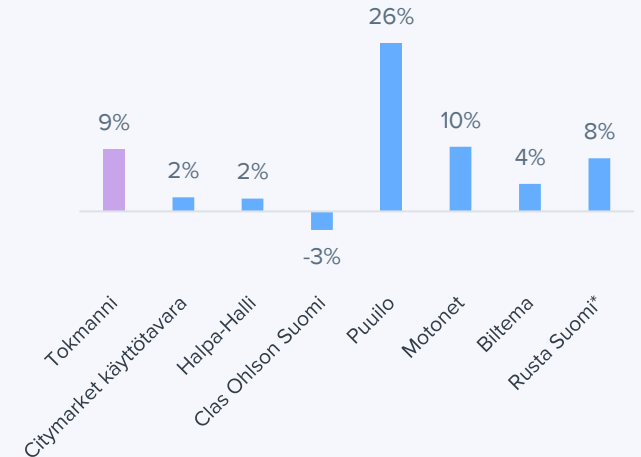
Puuilon omaa luokkaansa oleva kannattavuus johtuu sen erittäin matalasta kulurakenteesta suhteessa liikevaihtoon, joka on 19,4 % (sis. henkilöstökulut, muut kulut ja poistot). Tokmannilla näiden kulujen osuus on 25,5 % ja Motonetillä 28 % liikevaihdosta. Ero juontaa juurensa Puuilon kompaktimmasta myymäläkoosta. Puuilon myynti/neliometri oli vuonna 2021 laskelmiamme mukaan keskimäärin noin 3,6 TEUR/m<sup>2</sup>, kun se Tokmannilla oli 2,4 TEUR/m<sup>2</sup>.

## Edessä voi olla myös pudotuspeli

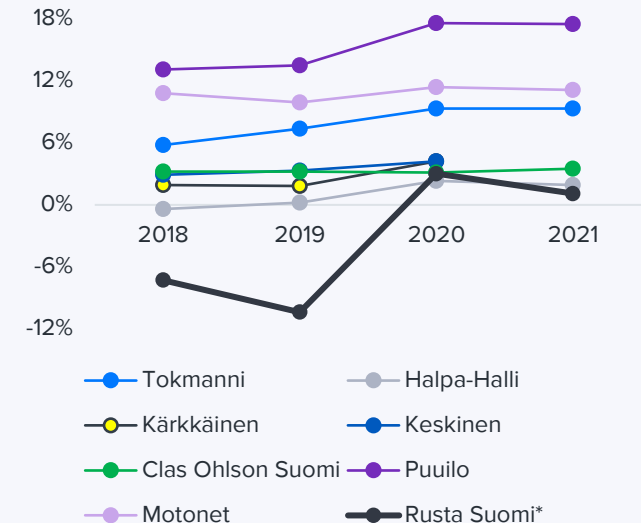
Suomen markkinalla on myös keskisuuria ketjuja, joiden kannattavuus on yllättävänkin matala (kts. vertailu sivupalkista). Edessä voikin olla vielä pudotuspeli, jos markkina jatkaa pidemmän aikaa nykyisessä nollakasvussa samalla kun inflaatio nostaa toimijoiden kuluja. Tällöin heikommassa asemassa ovat ne toimijat, jotka tekivät matalaa kannattavuutta jo hyvässäkin markkinassa ja joiden tase-asema ei kestä pitkään tappioita. Tokmannin voi tätä kautta vahvana toimijana myös hyötyä vaikeasta markkinasta pidemmällä aikavälillä. Toimintaympäristön tuleva kehitys riippuu vahvasti siitä, kuinka pitkään nykyinen korkea inflaatio jatkuu. Käsittelemme omia oletuksiamme ennustekappaleessa.

Markkinoilta aiempina vuosina poistuneista toimijoista tunnetuimpia ovat olleet yrityssaneeraukseen ajautunut Hong Kong, jonka Rusta osti (2018), sekä Anttila (2016).

## Liikevaihto (CAGR-%) viimeiset kolme tilikautta



## Kilpailijoiden liikevoittomarginaaleja



# Halpakaupan markkina kansainvälisesti tarkasteltuna

## Halpakauppa houkuttaa kuluttajia globaalisti

Johtavia kansainvälisiä halpakauppoja yhdistää niiden arvolutaus kuluttajille, joka nojaa vahvasti halpaan hintaan. Toimijat pyrkivät tarjoamaan halvinta hintatasoa etenkin tietyissä ”top of mind” kategorioissa (vrt. Tokmannin ylivoimakategoriat). Selkeimpänä erottava tekijänä eri ketjujen välillä ovat myymäläkonsepti ja valikoimapainotukset. Tokmannin lähimpiä verrokkeja Euroopassa ovat ainakin brittiläinen b&m, norjalainen Europris ja ruotsalainen Dollar store (listaamaton).

## Myymlöitä avataan edelleen tiuhaan

Myös globaalisti tarkasteltuna halpakaupan markkina on muuta vähittäiskauppaa selvästi

nopeammin kasvava markkinan alasegmentti, mikä näkyy johtavien toimijoiden vahvoissa kasvuluvuissa. Halpakauppiilla kasvun tärkein lähde on viime vuosina ollut uusien kauppojen avaaminen. Tokmannin arvion mukaan halpakaupan globaalista kasvusta noin 75 % tulee uusista myymäläavauksista. Yhtiöt tarjoavat tyypillisesti myös monikanavaista asiointia, jolloin ne eivät jää paitsi myöskään verkkokaupan kasvusta.

Tyypillisenä strategiana halpakaupoilla on myös valikoiman laajentaminen vertailukelpoisen kasvun tukemiseksi ja myös elintarvikkeita myydään yhä enemmän. Yhtiöiden strategioissa ovat alkaneet näkyä viime aikoina myös yhä enemmän vastuullisuus (hankintaketju, kiertotalous ja energian

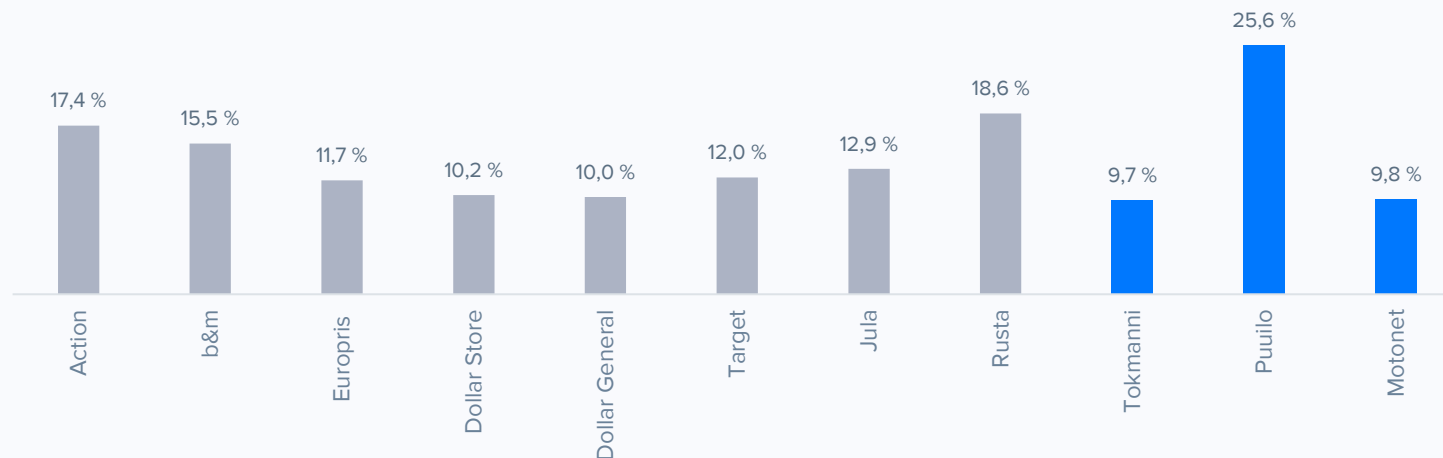
kulutus) ja digitalisaatioon ja asiakasdatan keruuseen panostaminen siten, että se nostaa joko asiakastytyväisyyttä tai kustannustehokkuutta.

## Vauhtia kasvuun haetaan myös yritysostoilla

Johtavat kansainväliset halpakauppaketjut kasvattavat myös markkinaosuuksiaan vahvoja brändejä, skaalaetuja ja yritysostoja hyödyntäen. Pääomasijoittajat ovat olleet myös aktiivisesti mukana vauhdittamassa kyseistä trendiä.

Trendinä on ollut menestyksekkäiden konseptien laajentaminen myös ulkomaille. Esimerkiksi 2018 b&m osti ranskalaisen Baboun, ruotsalainen Rusta osti suomalaisen Hong Kongin ja 2019 Europris osti vähemmistön ruotsalaisesta Öob:stä.

Halpakauppaerokkien kasvu (2018-2021 CAGR) suhteessa Suomen parhaimmiston



# Halpakaupan markkina kansainvälisesti tarkasteltuna

Yhdeksässä Euroopan maassa toimiva Action on toteuttanut laajentumista orgaanisesti. Se laajeni viimeksi Italiaan (2021) ja Tšekkeihin (2020). Myös Tokmanni pohtii kv-laajentumista, mutta sen sisällöstä ei ole toistaiseksi kerrottu enempää.

## Vertailukelpoinen kasvu ollut myös hyvää

Myös kansainvälisten halpakauppojen vertailukelpoinen kasvu (LFL) on ollut vahvaa ja jo ennen pandemiaa ja tarkastelun alla olevilla yhtiöillä se on liikkunut noin 2-6 % välillä vuodessa. Pandemia kiihdytti yhtiöiden vertailukelpoista kasvua vuosien 2020-21 välillä niissä maissa, missä kauppojen sallittiin olla auki. Vuoden 2022 alkupuoliskolla myös kv-halpakaupat ovat kertoneet

pääsääntöisesti laskevista vertailukelpoisista myynneistä, kun kulutus on palautunut palveluihin ja inflaatio on alkanut laskea kuluttajien ostovoimaa.

## Kasvu on myös kannattavaa

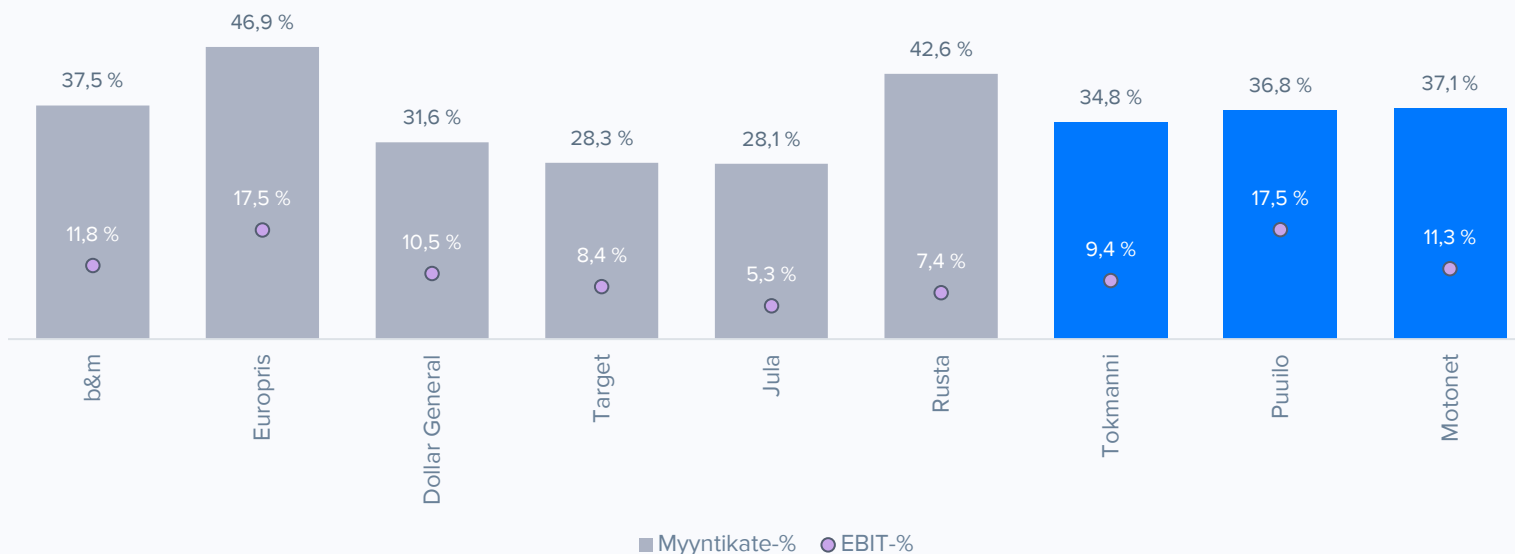
Johtavat halpakaupan yhtiöt kasvavat kannattavasti, mikä näkyy niiden vahvoina liikevoittomarginaaleina. Yhtiöt pyrkivät parantamaan myyntikatteitaan omien tuotemerkkien kasvun ja suurten volyyymien ja korkean suoran tuonnin kautta. Eroa toimijoiden myyntikate-%:ssa selittävät kategoriapainotukset. Etenkin päivittäisvarakaupan kategoriat ovat myyntikatemarginaaliltaan matalampia. Parhaimmat kannattavuudet syntyvät tiukasta kulukurista, joihin vaikuttavat mm. myymälöiden sijainnit keskustan

ulkopuolella, standardoidut myymäläprosessit ja matalat pääkonttori- ja markkinointikulut, jotka skaalautuvat hyvin isoille volyyymeille.

## Tokmannin kehitys linjassa johtaviin toimijoihin

Yhteenvetona voidaan todeta, että johtavien kansainvälisten halpakauppojen menestysreseptit ovat linjassa myös Tokmannien omien strategisten valintojen kanssa. Käsitksemme mukaan yhtiö myös benchmarkkaa aktiivisesti itseään juuri kv-kentän toimijoihin. Tokmannin taloudellinen kehitys on viime vuosien osalta ollut hyvin samankaltaista, mitä johtavilla kv-toimijoilla. Tämä vahvistaa käsitystä siitä, että yhtiö tekee strategisesti oikeita asioita rakentaessaan tulevaisuuden halpakauppaa.

Halpakauppaerokkien kannattavuus suhteessa Suomen parhaimmiston





# Taloudellinen tilanne

## Taseen vastaavaa puoli helppo ymmärtää

Tokmannin H1'22 taseen loppusumma oli 834 MEUR. Yhtiön taseessa on aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä 316 MEUR. Näistä valtaosa muodostuu IFRS-16 standardin mukaisista vuokravastuista (n. 300 MEUR), sillä yhtiö ei itse omista myymälöitään tai logistiikkakeskustaan. Muita aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä ovat liiketoiminnassa tarvittavat koneet, kalusteet ja ulkoasuun tehdyt investoinnit. Aineettomia hyödykkeitä taseessa on noin 140 MEUR, joista valtaosa on liikearvoa, joka on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena (s.8). Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin IT-ohjelmista ja lisensseistä.

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli H1'22n lopussa 314 MEUR tai 27 % viimeisen 12kk liikevaihdosta (H1'21: 253 MEUR). Varastotasojen kasvun taustalla on ollut se, että yhtiö on pyrkinyt varmistamaan hyvän palvelutason alkuvuonna vallinneiden saatavuushaasteiden keskellä, mutta myynti jäi lopulta odotuksista selvästi etenkin kevätsezonin tuotteiden osalta. Osa myymättä jääneistä tuotteista säilötään myös ensi vuoden sesonkiin. Muita selittäviä tekijöitä varaston arvon kasvun taustalla ovat olleet kasvanut valikoima, joka luontaisesti kasvattaa myös varastoa sekä hankintahinnoissa nähty inflaatio, mikä heijastuu myös varaston arvoon. Pitkällä aikavälillä ennustamme varastotasojen palautuvan noin 23 %:iin liikevaihdosta, mikä oli taso ennen kuin varastot pääsivät paisumaan. Varastojen kasvu on

ollut myös laajalti muiden kauppojen riesana, kun pandemian hiipumisen jälkeen rekyyli palveluihin oli odotuksia nopeampaa ja kylmä kevät heikensi sesonkituotteiden menekkiä.

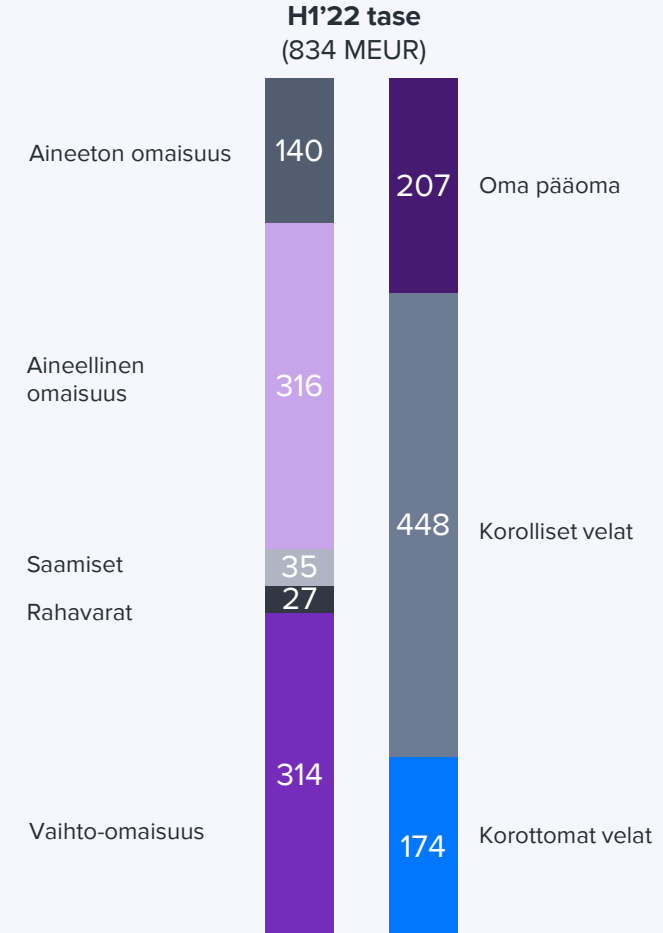
Yhtiön saamiset olivat yhteensä noin 35 MEUR, josta myyntisaamiisiin (pitkäaikaiset ja lyhytaikaiset) laskettavien erien osuus oli noin 27 MEUR tai 2,5 % liikevaihdosta. Tämä on ollut suhteellisen normaali taso viime vuosina, emmekä odota siihen suuria muutoksia. Yhtiöllä oli H1'22 lopussa lisäksi rahavaroja 27 MEUR.

## Vastattavaa puoli myös yksinkertainen

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli H1'22n lopussa 207 MEUR.

Korollista velkaa yhtiöllä on taseessa noin 450 MEUR koostuen 100 MEUR:n pankkilainoista sekä 55 MEUR:n lyhytaikaisista yrityslainoista ja loput ovat laskennallista IFRS-vuokrasopimusvelkaa. Yhtiön tase on maltillisesti vivutettu, sillä Nettovelka/EBITDA (LTM) on 2,6x (tavoite < 3,2x).

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli H1'22n lopussa 174 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja on noin 171 MEUR tai 14,8 % viimeisen 12kk liikevaihdosta. Myös tämä on ollut suhteellisen normaalitaso viime vuosina, emmekä odota siihen suuria muutoksia. Liiketoiminnan kasvava volyyymi tarjoaa edelleen mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin, jolloin ostovelkojen osuus voisi nousta, mutta emme ennusta suhteessa enää merkittävää parannusta.



# Ennusteet

## Ennustemalli

Ennustamme Tokmannin liikevaihdon kasvua myymälämäärän kehityksen sekä arvioidun vertailukelpoisten myymälöiden liikevaihdon kasvuvauhdin kautta. Ennusteisiimme vaikuttavat talouden tilanne Suomessa, kuluttajaluottamuksen ja ostovoiman kehittyminen, kilpailutilanne, yhtiön ilmoittamat uudet myymäläavaukset, yhtiön oma ohjeistus ja pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet. Ennusteemme pohjautuvat orgaaniselle kasvulle, eivätkä ne sisällä yrityskauppoja tai mahdollista kansainvälistä laajentumista.

## Toimintaympäristö muuttunut hyvin haastavaksi

Yhtiö lähti vuoteen 2022 vahvalla ohjeistuksella (liikevaihto ja liikevoitto kasvavat). Kuitenkin jo huhtikuun lopulla sitä jouduttiin laskemaan, kun vähittäiskaupan markkinaan alkoi ilmestyä useita negatiivisia ajureita.

Venäjän hyökkäys Ukrainaan helmikuun lopulla romautti ensin kuluttajaluottamuksen ja sen seurauksena inflaatio etenkin energianhinnoissa alkoi kiihtyä. Tätä edelsi myös se, että tuotteiden hankintahinnoissa nähtiin inflaatiota jo vuoden 2021 loppupuolella, kun pandemian nostattaman korkean kysynnän myötä saatavuushaasteet alkoivat nostaa raaka-aineiden ja rahtien hintoja.

Kevään 2022 edetessä myös kulutuksen rekyyli palveluihin kiihtyi Suomen vähittäiskaupassa, kun omikron jäi muita variantteja vaarattomammaksi. Edellä mainittujen tekijöiden lisäksi yhtiön Q2:n myynti sai selvää vastatuulta etenkin Puutarha-kategoriassa myös kylmästä keväästä. Vuoden

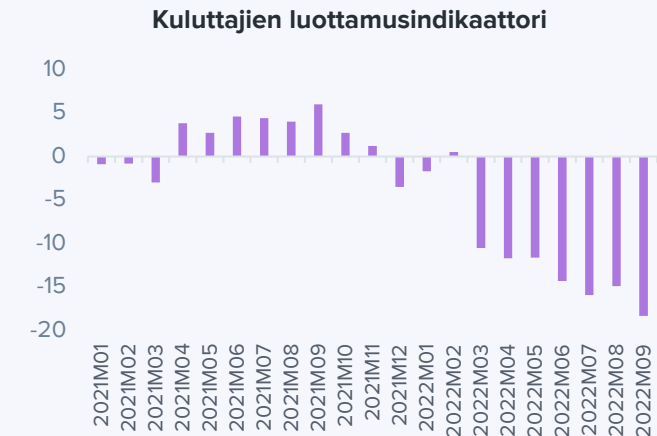
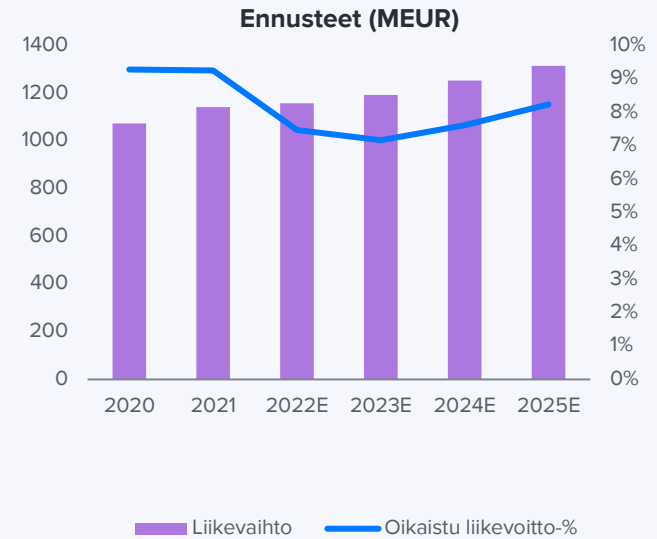
alkupuoliskolla Tokmannin vertailukelpoinen myymälämyynti on ollut poikkeuksellisesti negatiivista (-2 %). Tämä on nykyjohdon alaisuudessa ollut hyvin epätyypillistä ja kertoo osaltaan vaikeasta toimintaympäristöstä.

## Vuoden 2022 ennusteet

Yhtiö ohjeistaa nyt vuoden 2022 liikevaihdon olevan edellisvuoden tasolla (2021: 1142 MEUR) ja euromääräisen vertailukelpoisen liikevoiton olevan haarukassa 90-110 MEUR (2021: 106 MEUR). Vuoden 2022 ensimmäisellä vuosipuoliskolla liikevaihto on kasvanut 1 %:n 534 MEUR:oon ja liikevoittoa on kertynyt vasta 26,5 MEUR (H1'21: 39,1 MEUR). Yhtiön pitäisi kyetä H2:lla hidastamaan tuloksen laskua yltääkseen ohjeistukseensa.

Tämä on mahdollista, sillä yhtiön H2'22 vastaluvut eivät ole yhtä haastavia kuin H1'22:lla, mutta se edellyttää mielestämme jo nappisuoritusta. Viime vuoden jälkipuoliskolla rokotuskattavuuden nousu alkoi näkyä jo koronapandemian antaman myötätuulen hiipumisena ja myös inflaatiota alkoi näkyä etenkin hankintahinnoissa, rahdeissa ja joulukuussa myös sähkölaskussa.

Inflaatiosta johtuvan asiakkaiden varovaisuuden odotamme leimaavan kuitenkin H2'22, sillä kuluttajaluottamus on pysytellyt ennätysmatalilla tasoilla ja myynnin kasvulle ei ole siten kunnollisia edellytyksiä. Ennustamme myös, että Tokmannin myyntimix painottuu alkuvuoden tavoin edelleen enemmän matalakatteisemman päivittäistavaran tuotteisiin. Tokmannin haasteena on muiden vähittäiskauppojen tavoin korkeat varastotasot. Tämä luo ylimääräistä tarvetta kampanjamyyntiin.



# Ennusteet

Myös kotimaan rahtikulut ovat yhä vertailukautta korkeampia bensiinin hinnan noususta johtuen. Nämä tekijät luovat painetta myyntikatteille myös vuoden jälkipuoliskolla. Omien tuotteiden kasvanut osuus ja hinnankorotukset tasapainottavat ennusteessamme H2'22:n myyntikatteita vertailukauden tasolle 35,1 %:iin.

Myyntikatteella ei kuitenkaan kateta Tokmannin omien kulujen nousua, joita nähdään ennusteessamme kuluttajahintaindeksin mukana nousevissa vuokriissa (sisältyy poistoihin). Myös sähkön hinnassa ja muissa kiinteistökuiluissa on edelleen nousupainetta. Myymäläverkosto kasvaa ennusteessamme 199:een lisäten kustannuksia. Henkilöstökulujen nousuun vaikuttaa myös toukokuussa voimaan tullut 2 %:n yleiskorotus.

Olemme 2022 ennusteissamme tulosohjeistuksen alapuolella, sillä odotamme liikevaihdon kasvavan 1,4 %:lla 1158 MEUR:oon ja liikevoiton laskevan 86,4 MEUR:oon, mikä tarkoittaa, liikevoitto-%:n heikkenemistä 7,5 %:iin (2021: 9,3 %).

## Vuodesta 2023 tulee vielä haastava

[Suomen pankin tuoreen talousennusteen](#) mukaan vuonna 2023 inflaatio jatkuu yli 4 %:ssa (2022e: 7 %). Samalla myös talouskasvu hyytyy. Haastavan toimintaympäristön jatkuessa ennustamme yhtiön vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan 3 %:lla 1193 MEUR:oon. Kasvua tukee myymälämäärän kasvu 4:llä 203:een. Liikevoitto laskee kuitenkin edelleen lievästi 85,4 MEUR:oon (marginaali 7,2 %) inflaation nostaessa kuluja liikevaihtoa nopeammin.

## Vuosien 2024 ja 2025 ennusteet

Vuosina 2024 ja 2025 odotamme yhtiön palaavan jälleen selvempään kasvuun (+5 %/v). Myymälöitä ennustamme avattavan 6 kpl vuodessa. Myös vertailukelpoinen kasvu palautuu 2 %:iin/v. Myyntikate-%:ia saadaan strategian mukaisesti hieman parannettua 35,0 %:iin (2021: 34,8 %).

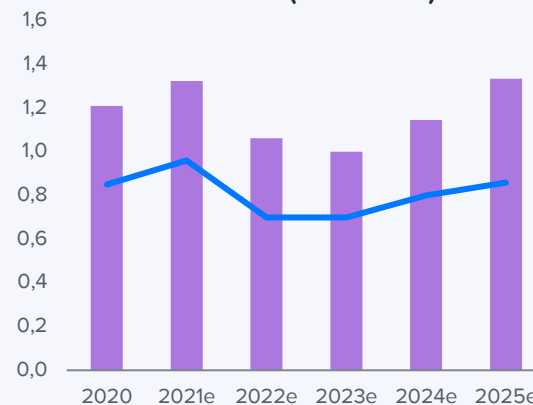
Ennustamme 2025 liikevaihdon päätyvän 1315 MEUR:oon ja liikevoiton 108 MEUR:oon (marginaali 8,2 %). Ennusteemme ovat selvästi alle 2025 taloudellisten tavoitteiden (liikevaihto 1,5 mrd € ja liikevoitto 150 MEUR), sillä tavoitteet annettiin nykyistä selvästi paremmassa markkinatilanteessa. 2025 myymälämääräennusteemme on 215 ja alle yhtiön yli 220 myymälän tavoitteen, sillä odotamme, että kohonneet rakennuskustannukset ja heikentynyt kysyntä hidastavat laajentumista.

2022-2025 osinkoennusteemme ovat tavoitteiden mukaisia vastaten noin 70 %:n jakosuhdetta nettotuloksesta. Myös nettovelka/EBITDA pysyy alle 3,2x tavoitteen koko ennusteperiodin ajan (kts. kuva). Olemme tehneet pientä hienosäätöä aiempiin ennusteisiimme (kts sivu 28 muutokset).

## Investointiennusteet

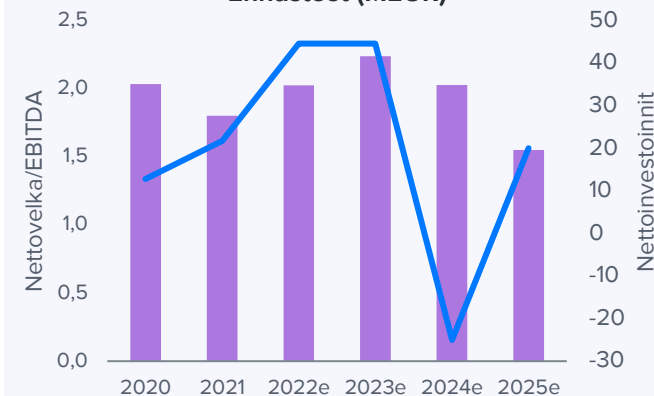
Mäntsälän varastorakennuksen laajennuksen investoinnin koko on noin 60 MEUR ja se kirjataan rakennustyön edetessä (valmis 2024 keväällä). Valmistuttuaan kiinteistö myydään sijoittajalle ja takaisinvuokrataan. Sivupalkissa on kuvattu sitä miten menettely näkyy investoinneissa ilman IFRS 16-vaikutusta. Se parantaa myös yhtiön rahavirtaa vuonna 2024, mikä näkyy DCF-laskelmissa (s.34).

## Ennusteet (EUR/osake)



EPS (raportoitu) Osinko

## Ennusteet (MEUR)



Nettovelka/EBITDA Nettoinvestoinnit (ilman IFRS 16 vuokrasopimusten uusimisia)

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1073</b>	<b>226</b>	<b>301</b>	<b>280</b>	<b>334</b>	<b>1142</b>	<b>227</b>	<b>307</b>	<b>286</b>	<b>338</b>	<b>1158</b>	<b>1193</b>	<b>1253</b>	<b>1315</b>
Konserni	1073	226	301	280	334	1142	227	307	286	338	1158	1193	1253	1315
<b>Käyttökate</b>	<b>164</b>	<b>24,2</b>	<b>49,0</b>	<b>42,8</b>	<b>58,5</b>	<b>175</b>	<b>17,5</b>	<b>46,7</b>	<b>41,5</b>	<b>55,3</b>	<b>161</b>	<b>157</b>	<b>168</b>	<b>176</b>
Poistot ja arvonalennukset	-64,6	-16,4	-16,5	-16,4	-17,6	-66,8	-17,8	-18,1	-18,3	-18,5	-72,7	-71,2	-72,2	-67,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>99,5</b>	<b>6,8</b>	<b>32,3</b>	<b>26,1</b>	<b>40,5</b>	<b>106</b>	<b>-0,5</b>	<b>27,0</b>	<b>23,2</b>	<b>36,8</b>	<b>86,4</b>	<b>85,4</b>	<b>95,4</b>	<b>108</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>98,9</b>	<b>7,8</b>	<b>32,6</b>	<b>26,4</b>	<b>40,9</b>	<b>108</b>	<b>-0,3</b>	<b>28,6</b>	<b>23,2</b>	<b>36,8</b>	<b>88,2</b>	<b>85,4</b>	<b>95,4</b>	<b>108</b>
Konserni	98,9	7,8	32,6	26,4	40,9	108	-0,3	28,6	23,2	36,8	88,2	85,4	95,4	108
Nettorahoituskulut	-10,0	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-10,2	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-10,0	-11,8	-11,1	-10,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>88,9</b>	<b>5,2</b>	<b>30,1</b>	<b>24,0</b>	<b>38,3</b>	<b>97,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>26,1</b>	<b>20,7</b>	<b>34,3</b>	<b>78,2</b>	<b>73,6</b>	<b>84,3</b>	<b>98,2</b>
Verot	-17,7	-1,0	-6,0	-4,8	-7,7	-19,6	0,6	-5,2	-4,1	-6,9	-15,7	-14,7	-16,9	-19,6
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	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>71,2</b>	<b>4,2</b>	<b>24,1</b>	<b>19,1</b>	<b>30,6</b>	<b>78,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>20,8</b>	<b>16,5</b>	<b>27,4</b>	<b>62,6</b>	<b>58,9</b>	<b>67,4</b>	<b>78,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,22</b>	<b>0,05</b>	<b>0,40</b>	<b>0,32</b>	<b>0,51</b>	<b>1,29</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,33</b>	<b>0,28</b>	<b>0,47</b>	<b>1,03</b>	<b>1,00</b>	<b>1,15</b>	<b>1,33</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,21</b>	<b>0,07</b>	<b>0,41</b>	<b>0,32</b>	<b>0,52</b>	<b>1,32</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,35</b>	<b>0,28</b>	<b>0,47</b>	<b>1,06</b>	<b>1,00</b>	<b>1,15</b>	<b>1,33</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	13,6 %	13,6 %	5,4 %	7,0 %	2,3 %	6,4 %	0,6 %	1,7 %	2,0 %	1,1 %	1,4 %	3,0 %	5,0 %	4,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	41,4 %	2255 %	5,5 %	8,8 %	-9,4 %	6,2 %	-107,3 %	-16,5 %	-11,2 %	-9,1 %	-18,2 %	-1,2 %	11,7 %	13,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	15,2 %	10,7 %	16,3 %	15,3 %	17,5 %	15,3 %	7,7 %	15,2 %	14,5 %	16,4 %	13,9 %	13,1 %	13,4 %	13,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	9,3 %	3,0 %	10,7 %	9,3 %	12,1 %	9,3 %	-0,2 %	8,8 %	8,1 %	10,9 %	7,5 %	7,2 %	7,6 %	8,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	6,6 %	1,9 %	8,0 %	6,8 %	9,2 %	6,8 %	-1,0 %	6,8 %	5,8 %	8,1 %	5,4 %	4,9 %	5,4 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	1153	1158	0 %	1189	1193	0 %	1237	1253	1 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	84	86	3 %	87,0	85,4	-2 %	94,5	95,4	1 %
<b>Liikevoitto</b>	86	88	3 %	87,0	85,4	-2 %	94,5	95,4	1 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	76	78	3 %	76,2	73,6	-3 %	84,2	84,3	0 %
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	1,00	1,03	3 %	1,03	1,00	-3 %	1,14	1,15	0 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,70	0,70	0 %	0,74	0,70	-5 %	0,80	0,80	0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>460</b>	<b>449</b>	<b>475</b>	<b>505</b>	<b>459</b>
Liikearvo	136	136	136	136	136
Aineettomat hyödykkeet	4,7	4,7	5,8	6,0	6,3
Käyttöomaisuus	315	306	331	361	315
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,8	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,2	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>325</b>	<b>368</b>	<b>370</b>	<b>377</b>	<b>396</b>
Vaihto-omaisuus	226	264	264	268	282
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	20,9	23,0	23,3	24,0	25,2
Likvidit varat	78,1	81,3	82,4	84,9	89,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>785</b>	<b>817</b>	<b>845</b>	<b>882</b>	<b>855</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>217</b>	<b>245</b>	<b>253</b>	<b>270</b>	<b>297</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	107	137	143	160	187
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	110	110	110	110	110
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>264</b>	<b>345</b>	<b>377</b>	<b>391</b>	<b>335</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	258	340	372	385	330
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,9	5,3	5,3	5,3	5,3
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>304</b>	<b>227</b>	<b>215</b>	<b>221</b>	<b>224</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	153	55,9	41,3	42,8	36,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	141	165	167	172	181
Muut lyhytaikaiset velat	9,9	6,4	6,4	6,4	6,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>785</b>	<b>816</b>	<b>845</b>	<b>882</b>	<b>855</b>

# Arvonmääritys ja suositus

## Tulospohjaiset kertoimet keskiössä

Mielestämme P/E-kerroin, EV/EBITDA ja osinkotuotto-% ovat hyviä arvostusmittareita Tokmannin kaltaiselle kaupan alan vakiintuneelle toimijalle. Verrokkianalyyssissä EV/EBITDA:n kohdalla on kuitenkin hyvä huomata, että IFRS-16 muutokset vaikuttavat yhtiöiden nettovelkoihin ja käyttökatteeseen usein eri tavoin riippuen mm. vuokrasopimusten pituuksista.

Päivitettyjen ennusteidemme mukaiset Tokmannin 2022 ja 2023 P/E-luvut ovat 11x ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x. Osinkotuotot 6,3 %:ia.

## Hyväksyttävän arvostustason tekijät

Tokmannin hyväksyttävää arvostusta tukevat mielestämme yhtiön vahva markkina-asema, nykyjohdon vakuuttavat historialliset näytöt, liiketoiminnan korkea kassakonversio sekä hyvä pääoman tuotto. Myös defensiivisen päivittäisvaramyyntin verrattain suuri osuus Tokmannilla tukee kertoimia suhteessa puhtaisiin käyttötavaramyyjiin.

Toisaalta hyväksyttäviä arvostuskertoimia rajaa se, että Tokmannin jäljellä oleva kasvupotentiaali on myymäläverkostoa kasvattamalla nykymarkkinalla enää rajallinen. Silti yhtiöllä on mielestämme kohtuulliset pidemmän ajan tuloskasvunäkymät (LTM-2025 5 %/CAGR) strategiaansa toteuttamalla myös Suomessa. Kv-laajentuminen on positiivinen optio kasvuladun parantamiselle, mutta pelkkä laajentumisilmoitus ei kuitenkaan vaikuttaisi mielestämme hyväksyttäviin arvostuskertoimiin, vaan markkina vaatisi ensin yhtiöltä näyttöjä

laajentumisen etenemisestä.

## Historialliseen arvostukseen ei voi liikaa tukeutua

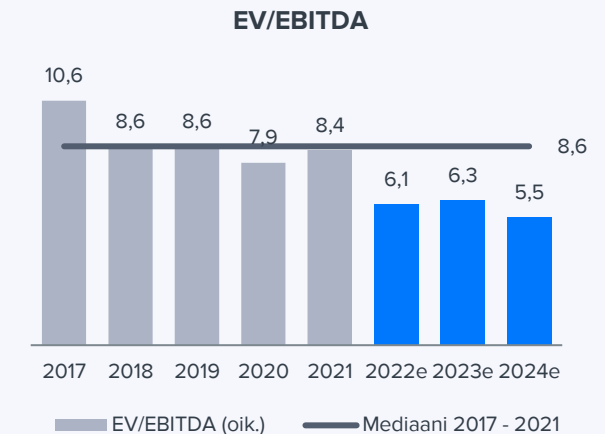
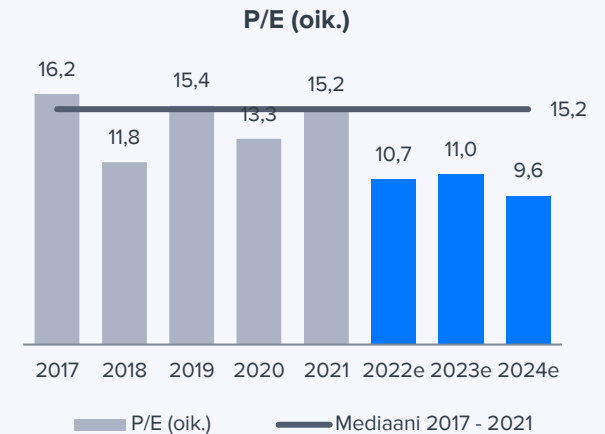
Tokmannin historiallinen hinnoittelu toteutuneella tuloksella on ollut P/E-kertoimella 15x ja EV/EBITDA-kertoimella 9x. Nykytilanteessa viimeisen 12kk tuloksella P/E-kerroin on vain 10x ja EV/EBITDA 6x.

Tässä on kuitenkin huomattava, että sijoittajan tuottovaade lasketaan aina riskittömän koron päälle ja historiallinen arvostus on saanut selkeää tukea vuosien 2016-2021 välillä vallinneesta nollakorkojen maailmasta. [Nyt korot ovat nousseet nopeasti.](#) Myös talouskuva on tällä hetkellä poikkeuksellisen epävarma, mikä osaltaan nostaa tuottovaadetta suhteessa historiaan. Ilmiö näkyy hyvin Tokmannin DCF-mallimme muuttuvassa arvossa. Kun oman pääoman tuottovaade nousee 0,4 %:lla, painuu laskelman arvo noin 1 €:lla.

## DCF-laskelma viestii edelleen nousuvarasta

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa ennusteillamme nyt Tokmannin oman pääoman arvoksi 14,7 € (aik. 15,4 €). (kts. s. 34). Tekemiemme ennustemuutosten vaikutus arvoon oli vähäinen. Laskua selittää pääosin tekemämme nosto tuottovaatimuksessa. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on nyt 8,0 % (aik. 7,5 %) ja omalle pääomalle 9,1 % (aik. 8,7 %).

Vuosien 2022-25 ennusteitamme käytiin läpi jo kattavasti sivuilla 26-27. Tämän jälkeen vuosien 2026-2031 välillä ennakoimme liikevaihdon



# Arvonmääritys ja suositus

kasvun maltillistuvan asteittain 3,5 %:sta terminaalin 1,5 %:iin. Yhtiön liikevoittomarginaalin ennustamme pysyttelevän 8,0 %:n tasolla, mikä on yhtiön vuonna 2025 tavoittelemaa noin 10 %:n tasoa matalampi.

## Suhteellinen arvostus linjassa verrokkeihin

Olemme pyrkineet muokkaamaan verrokkiryhmämme siten, että se huomioisi mahdollisimman hyvin Tokmannin myymien kategorioiden kysyntäprofiilia sekä sen asiakkaiden profiilia. Lisäsimme verrokkeihin b&m ja Targetin.

Nykyisessä kustannusinflatorisessa toimintaympäristössä myytävien kategorioiden defensiivisyys korostuu markkinan hyväksymissä arvostuskertomissa. Pääsääntöisesti käyttötavarakauppiaita hinnoitellaan selvästi alle päivittäistavaraa myyvien toimijoiden. Tämä on loogista, sillä välttämättömyyshyödykkeitä myyvillä toimijoilla on selvästi enemmän hinnoitteluvoimaa, kun asiakas ei voi valita olla ostamatta, vaikka hinnat nousevat.

Myös halpakauppa on pärjännyt laskusuhdanteissa historiallisesti keskimääräistä paremmin sen saadessa uusia kuluttajia perinteisemmiltä toimijoilta. Ongelmana inflaatioympäristössä voi kuitenkin olla se, että halpakauppojen hintatietoiset ydinasiakkaat voivat olla myös herkempiä leikkaamaan kulutustaan. Tähän liittyvä epävarmuus näkyy halpakauppojen kertomissa.

Ensisijaisesti Tokmanni profiloituu asiakkaiden näkökulmasta halpakaupaksi, sillä asiakaslupaus rakentuu halvan hintamielikuvan ympärille ja siitä pidetään viimeiseen asti kiinni. Verrokkiryhmä sisältää johtavia halpakauppoja (Europris, b&m, Dollar General, Target, Puuilo).

Muistutamme, että Tokmannin tuotekategorioista löytyy myös defensiivisyyttä päivittäistavara-kaupan korkean osuuden myötä (puolet myynnistä). Tätä verrokeista edustavat Kesko, Musti ja Axfood. Tokmannin myynnistä toinen puoli on volatiilimpaa käyttötavarakauppa ja tätä edustavat verrokeissa Clas Ohlsson, Bygghmax, Kamux ja Verkkokauppa.

Tokmannin hinnoittelu on kohtuullisen hyvin linjassa verrokkiryhmämme kanssa, mitä pidämme hyvänä lähtökohtana arvostukselle.

## Osakkeen tuotto-odotusta hahmoteltu sivupalkissa

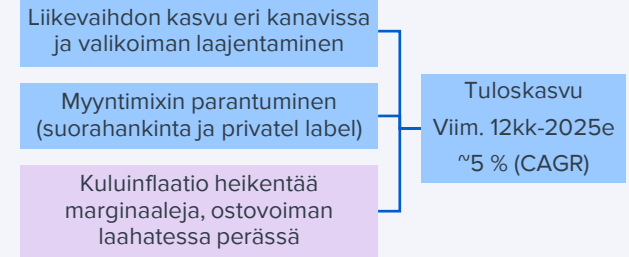
Eri kulmista tarkasteltuna emme näe Tokmannin arvostuskertomissa etenkin lyhyellä aikavälillä merkittävää nousuvaraa nykyisessä korkoympäristössä, jota leimaa myös epävarmuus.

Käytännössä nykyistä korkeampi hyväksyttävä arvostus vaatisi joko pidemmän aikavälin korko-odotusten kääntymistä jälleen laskuun tai Tokmannilta korkeampaa lähivuosien tuloskasvun kulmakerrointa tai parempaa varmuutta sen läpitulosta, mutta nykyinen inflaatioympäristö pitää epävarmuutta koholla.

Pidemmällä ajalla haarukoimamme tuotto-odotus osakkeelle muodostuu ennustamastamme 5 %/CAGR EPS-kasvusta (viim. 12kk-2025) sekä 6 %:n osinkotuotosta. Seuraavan 12kk aikana Tokmannin tulos vielä laskee ennusteessamme hieman ja tälle aikavälillä tuotto-odotus rajoittuu arviomme mukaan pitkälti osinkoon. Pysymme kyydissä silti pidemmällä tähtäimellä, vaikka lyhyen ajan tuotto-odotus ei ylitäkään aivan tuottovaatimustamme. Toistamme lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 12,5 euroon (aik. 14 euroa).

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

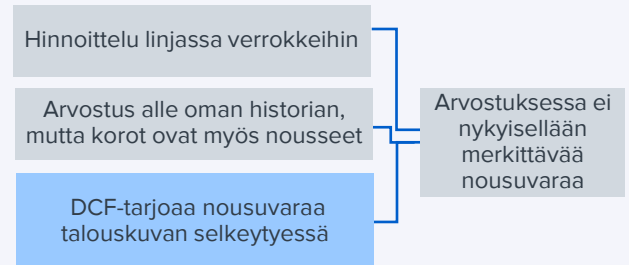
### Tuloskehitys



### Osinkotuotto



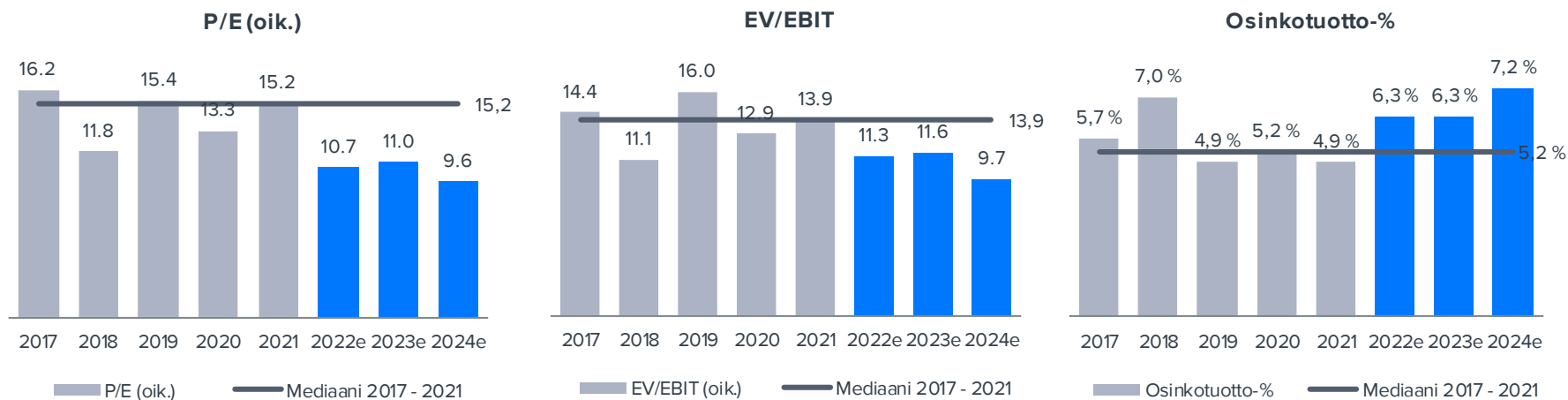
### Arvostuskertoimet



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,25	7,18	12,6	16,2	19,7	11,0	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	58,9	58,9	58,9	58,8	58,9	58,9	58,9	58,9	58,9
Markkina-arvo	427	423	743	956	1157	650	650	650	650
Yritysarvo (EV)	561	558	1123	1288	1471	981	992	926	904
P/E (oik.)	16,2	11,8	15,4	13,3	15,2	10,7	11,0	9,6	8,3
P/E	16,2	11,8	15,8	13,4	14,8	10,4	11,0	9,6	8,3
P/Kassavirta	25,7	15,5	neg.	10,2	15,0	14,2	16,3	5,6	8,4
P/B	2,6	2,4	4,0	4,4	4,7	2,6	2,4	2,2	2,0
P/S	0,5	0,5	0,8	0,9	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	1,2	1,2	1,3	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	10,6	8,6	8,6	7,9	8,4	6,1	6,3	5,5	5,0
EV/EBIT (oik.)	14,4	11,1	16,0	12,9	13,9	11,3	11,6	9,7	8,3
Osinko/tulos (%)	91,6 %	82,2 %	77,5 %	70,2 %	72,5 %	65,9 %	69,9 %	69,8 %	64,4 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	7,0 %	4,9 %	5,2 %	4,9 %	6,3 %	6,3 %	7,2 %	7,8 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

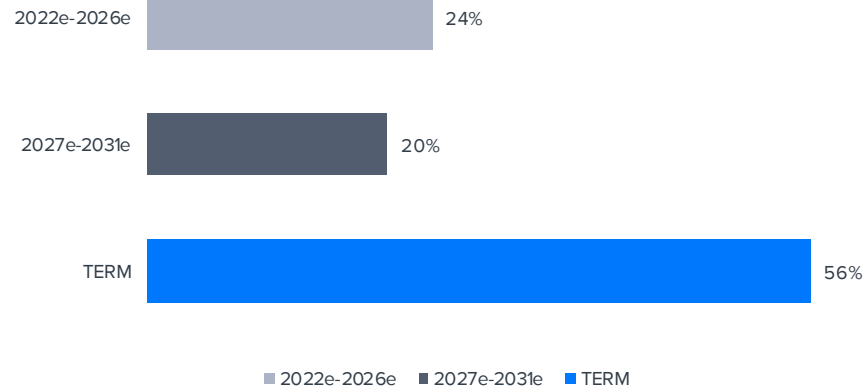
Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Europris ASA	858	1265	10,5	10,6	7,1	7,0	1,5	1,5	9,8	10,1	5,8	6,1	3,0
Bygghmax Group AB	201	425	10,3	9,9	4,4	4,3	0,6	0,6	6,9	6,8	9,6	9,8	0,9
Clas Ohlson AB	406	540	8,5	10,7	4,1	4,4	0,7	0,7	8,5	10,8	14,4	9,7	2,0
Axfood AB	5089	5722	19,7	19,0	10,6	9,9	0,9	0,8	22,8	22,6	3,1	3,2	8,4
Dollar General Corp	56451	61503	18,3	16,8	15,4	14,0	1,7	1,6	23,7	20,8	0,7	0,9	8,6
Kesko Oyj	7587	9746	12,2	13,1	7,6	7,8	0,8	0,8	13,0	14,1	5,6	5,7	2,8
Musti Group Oyj	605	744	26,1	16,7	10,8	9,2	1,9	1,7	24,1	18,9	2,8	3,9	3,6
B&M European Value Retail	3449	5756	8,9	9,8	6,5	6,7	1,1	1,1	7,7	8,7	7,5	6,2	5,1
Target Corp	74494	89015	9,8	16,8	7,6	11,1	0,8	0,8	11,8	19,4	2,0	2,3	5,7
Puulo Oyj	408	493	10,6	11,1	8,5	8,7	1,8	1,7	11,5	12,3	7,1	6,5	6,1
Verkkokauppa.com Oyj	142	170	20,4	11,1	12,3	8,1	0,3	0,3	25,4	12,1	6,8	7,4	4,7
Kamux Oyj	220	306	11,6	8,4	7,9	6,2	0,3	0,3	11,5	8,1	3,4	4,7	1,9
<b>Tokmanni (Inderes)</b>	<b>650</b>	<b>981</b>	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,9</b>	<b>12,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>14,7</b>	<b>13,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>4,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>2 %</b>	<b>5 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>0 %</b>	<b>1 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>11 %</b>	<b>8 %</b>	<b>-38 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	6,4 %	1,4 %	3,0 %	5,0 %	4,9 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,4 %	7,6 %	7,2 %	7,6 %	8,2 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>108</b>	<b>88,2</b>	<b>85,4</b>	<b>95,4</b>	<b>108</b>	<b>109</b>	<b>112</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>121</b>	
+ Kokonaispoistot	66,8	72,7	72,9	71,9	72,1	74,4	74,8	75,3	74,3	78,7	79,0	
- Maksetut verot	-18,8	-15,7	-14,7	-16,9	-19,7	-19,9	-20,6	-21,3	-21,9	-22,4	-22,9	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-2,0	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	
+ 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	-20,0	1,6	-0,1	-6,1	-6,3	-4,7	-4,1	-3,5	-2,9	-3,0	-2,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>134</b>	<b>145</b>	<b>141</b>	<b>142</b>	<b>152</b>	<b>157</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>165</b>	<b>171</b>	<b>174</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-55,8	-99,1	-101,2	-26,3	-75,3	-76,2	-77,2	-78,2	-79,1	-80,1	-83,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>77,3</b>	<b>45,8</b>	<b>40,0</b>	<b>116</b>	<b>77,2</b>	<b>80,6</b>	<b>83,1</b>	<b>85,5</b>	<b>86,0</b>	<b>91,2</b>	<b>90,0</b>	
+/- 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	77,3	45,8	40,0	116	77,2	80,6	83,1	85,5	86,0	91,2	90,0	1406
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>44,9</b>	<b>36,3</b>	<b>97,4</b>	<b>60,1</b>	<b>58,1</b>	<b>55,5</b>	<b>52,8</b>	<b>49,2</b>	<b>48,3</b>	<b>44,2</b>	<b>690</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1237	1192	1155	1058	998	940	884	831	782	734	690
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>1237</b>										
- Korolliset velat		-395,6										
+ Rahavarat		81,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-56,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>866</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>14,7</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	944,3	1073,2	1141,8	<b>1157,8</b>	<b>1192,9</b>	EPS (raportoitu)	0,80	1,21	1,32	<b>1,06</b>	<b>1,00</b>
Käyttökate	130,6	163,6	174,6	<b>160,9</b>	<b>158,3</b>	EPS (oikaistu)	0,82	1,22	1,29	<b>1,03</b>	<b>1,00</b>
Liikevoitto	69,4	98,9	107,7	<b>88,2</b>	<b>85,4</b>	Operat. kassavirta / osake	1,54	2,70	2,27	<b>2,46</b>	<b>2,40</b>
Voitto ennen veroja	58,9	88,9	97,5	<b>78,2</b>	<b>73,6</b>	Vapaa kassavirta / osake	-3,39	1,60	1,31	<b>0,78</b>	<b>0,68</b>
Nettovoitto	47,1	71,2	78,0	<b>62,6</b>	<b>58,9</b>	Omapääoma / osake	3,14	3,69	4,16	<b>4,29</b>	<b>4,59</b>
Kertaluontoiset erät	-1,0	-0,6	2,1	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,62	0,85	0,96	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	730,9	785,0	816,5	<b>844,6</b>	<b>880,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	14 %	6 %	<b>1 %</b>	<b>3 %</b>
Oma pääoma	184,7	217,3	244,7	<b>252,7</b>	<b>270,4</b>	Käyttökateen kasvu-%	101 %	25 %	7 %	<b>-8 %</b>	<b>-2 %</b>
Liikearvo	135,0	135,8	136,2	<b>136,2</b>	<b>136,2</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	41 %	6 %	<b>-18 %</b>	<b>-1 %</b>
Nettovelat	380,2	332,8	314,3	<b>331,0</b>	<b>341,6</b>	EPS oik. kasvu-%	34 %	49 %	6 %	<b>-20 %</b>	<b>-3 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	13,8 %	15,2 %	15,3 %	<b>13,9 %</b>	<b>13,3 %</b>
Käyttökate	130,6	163,6	174,6	<b>160,9</b>	<b>158,3</b>	Oik. Liikevoitto-%	7,5 %	9,3 %	9,3 %	<b>7,5 %</b>	<b>7,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-23,7	15,2	-20,0	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	Liikevoitto-%	7,3 %	9,2 %	9,4 %	<b>7,6 %</b>	<b>7,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	90,8	158,6	133,7	<b>144,9</b>	<b>141,1</b>	ROE-%	26,2 %	35,4 %	33,8 %	<b>25,2 %</b>	<b>22,5 %</b>
Investoinnit	-289,9	-64,3	-55,8	<b>-99,1</b>	<b>-101,2</b>	ROI-%	14,7 %	16,2 %	17,0 %	<b>13,5 %</b>	<b>12,5 %</b>
Vapaa kassavirta	-199,6	94,0	77,3	<b>45,8</b>	<b>40,0</b>	Omavaraisuusaste	25,3 %	27,7 %	30,0 %	<b>29,9 %</b>	<b>30,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	205,9 %	153,1 %	128,5 %	<b>131,0 %</b>	<b>126,3 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	1,3	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>						
EV/EBITDA (oik.)	8,6	7,9	8,4	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>						
EV/EBIT (oik.)	16,0	12,9	13,9	<b>11,3</b>	<b>11,6</b>						
P/E (oik.)	15,4	13,3	15,2	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>						
P/B	4,0	4,4	4,7	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>						
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,2 %	4,9 %	<b>6,3 %</b>	<b>6,3 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.5.2021	Osta	25,00 €	21,68 €
29.7.2021	Lisää	27,00 €	24,66 €
31.10.2021	Osta	25,00 €	19,68 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
14.2.2022	Osta	20,00 €	17,90 €
27.4.2022	Osta	17,00 €	14,78 €
2.5.2022	Osta	15,00 €	12,40 €
27.5.2022	Lisää	13,50 €	12,17 €
1.8.2022	Lisää	14,00 €	12,82 €
30.9.2022	Lisää	12,50 €	11,04 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**