

Verkkokauppa.com

Laaja raportti

15.1.2024 07:40



Arttu Heikura

arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

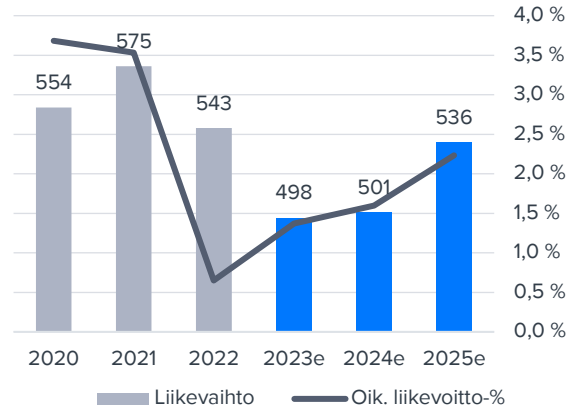
inde
res.

Osakekurssi



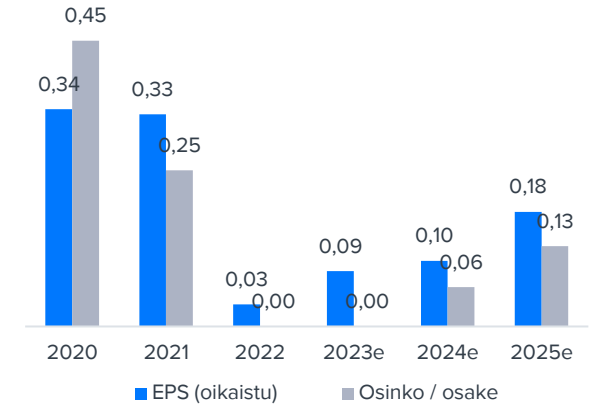
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Verkkosiirtymä ja uudet liiketoimintamahdollisuudet
- Brändi on vahvistunut selvästi kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Yritysiakkaissa markkinaosuudella vielä tilaa kasvaa
- Myyntimixin parantuminen
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Sisäisen tehokkuuden parantaminen



Riskitekijät

- Reaalitalouden aiheuttamien shokkien vaikutus kuluttajien luottamukseen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Uusissa liiketoiminnoissa sekä pääoman allokoinnissa epäonnistuminen
- Brändin heikentyminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,54	2,54	2,54
Osakemäärä, milj. kpl	45,4	45,4	45,4
Markkina-arvo	115	115	115
Yritysarvo (EV)	126	121	118
P/E (oik.)	29,1	24,5	14,1
P/E	51,1	24,5	14,1
P/B	3,7	3,3	2,8
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	11,3	8,6	6,5
EV/EBIT (oik.)	18,5	15,2	9,8
Osinko/tulos (%)	0 %	60 %	70 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,4 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-11
Rahoituspalveluiden kehitys	s. 12
Sijoitusprofiili	s. 13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-21
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 22-29
Taloudellinen asema	s. 31-33
Ennusteet	s. 34-37
Arvonmääritys	s. 38-43
Vastuuvapauslauseke	s. 48

Verkkokauppa.com lyhyesti

Verkkokauppa.com on suomalainen verkkokauppaan fokusoitunut vähittäiskauppias. Yhtiö perustettiin vuonna 1992, kun se aloitti aluksi kuluttajaelektronikan jälleenmyyjänä, mutta myöhemmin laajeni muihin verkkoon sopiviin tuotekategorioiden. Yhtiö myy A-brändien lisäksi omia tuotemerkkejä kuluttajille ja yrityksille sekä harjoittaa tukkumyyntiä muihin maihin.

1992

Verkkokauppa.comin perustamisvuosi

498 MEUR

Liikevaihto 2023e

6,8 MEUR (1,4 % lv:sta)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2023e

#1

Markkina-asema Suomen kuluttajaelektronikassa

640

Henkilöstö Q3'23 lopussa

4 / #1

Neljä omaa megastore -myymälää ja Suomen suosituin verkkokauppa

1992-2010-luvun alku

- Keskittyminen aluksi kuluttajaelektronikan verkkokauppaan
- Voimakas liikevaihdon kasvu ja markkinaosuuden merkittävä saavuttaminen
- Myymäläverkoston kehittäminen 2000- ja 2010-luvuilla

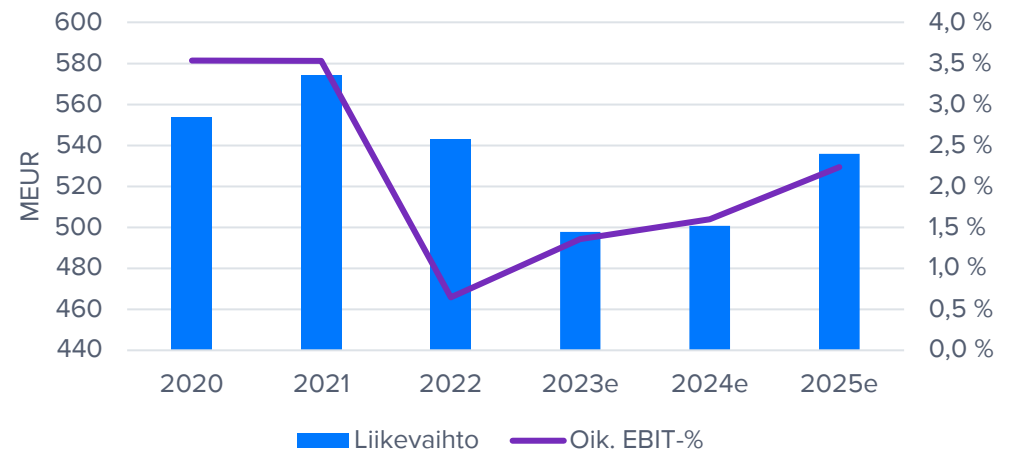
2010-luku

- Pörssiin listautuminen
- Uusien tuotekategorioiden kasvattaminen
- Rasion myymälän avaaminen 2018
- Keskimääräinen kasvu yli 10 %
- Kilpailu kiristyy vuosikymmenen loppua kohden

2020-luku

- Fokus kannattavuuden parantamisessa
- Korona-pandemia siirsi kysyntää verkkoon ja kiihdytti tavarakulutusta
- Liikevaihto ensimmäistä kertaa laskuun heikon markkinan lopputulemana
- 2028-strategia avaa uusia lähteitä kasvulle ja kannattavuusparannukselle

Liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/6)

Verkkokaupan edelläkävijä

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääosin Suomen kuluttajamarkkinoilla toimiva vähittäiskaupan yhtiö. Yhtiön liikevaihto vuonna 2022 oli 543 MEUR ja myynnistä 7 % suuntautui ulkomaille vientiliiketoiminnan kautta.

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja vuosina 2008-22 keskimääräinen vuosikasvu on ollut noin 9,5 %. Moinen laajentuminen Suomen vähittäiskaupassa on onnistunut markkinaosuuksia valtaamalla varsin hitaasti kasvavalla markkinalla. Verkkosiirtymä, halpojen hintojen asiakaslupaus ja valikoiman laajentaminen ovat joitakin tekijöitä monen joukossa, joiden avulla yhtiö on saavuttanut markkinajohtajuuden kuluttajaelektronikan markkinalla.

Asiakslupaus liiketoiminnan ytimessä

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus sekä luoda uusi tapa ostaa ja omistaa. Visio muodostuu nopeimmista toimituksista, helpoimmasta asiointista, voittavasta asiakkaat vakuuttavasta valikoimasta, tuotteiden edullisesta hinnasta ja hyvästä saatavuudesta, toiminnan läpinäkyvyydestä sekä asiakkaan puolella olemisesta.

Verkkokauppa.comin asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa yhtiön toimintamallia. Yhtiön tavoitteena on olla hintajohtaja myymissään tuoteryhmissä alhaista kulurakennettaan hyödyntäen. Avoimesta toiminnasta kertoo yhtiön sivuilla julkaistut noin 450

tuhatta asiakkaiden antamaa tuotearviota. Lisäksi tuotekohtaiset tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja huoltoprosentit ovat julkisia. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa tuotteesta.

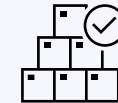
Kivijalkamyymälät tukevat verkkokauppaa

Verkkokauppa.comin toiminta alkoi puhtaana verkkokauppiaana keskittyen aluksi kuluttajaelektronikkaan. Myöhemmin 2000-luvulla yhtiö alkoi kehittää myymäläverkostoaan verkkokaupan tueksi. Tänäpä yhtiöllä on neljä mega store -myymälää Suomen Helsingissä, Raisiossa, Pirkkalassa ja Oulussa. Jokainen Verkkokauppa.comin neljästä megastore-myyvälästä on pinta-alaltaan suuria, ja ne sijaitsevat Suomen kasvukeskuksissa tai niiden läheisyydessä. Verkkokauppa.comilla kivijalkamyymälät on rakennettu verkkokaupan ja mobiiliin ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla liiketoimintaa rakennetaan kivijalan ehdoilla. Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina ja noutopisteinä tukien näin verkkoliiketoimintaa. Myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista, sekä myymälä- ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämiehet maksavat yhtiölle näkyvyydestä liikkeissä ja verkossa sekä päämiehen tuotteisiin erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo yhtiön liikevaihdosta joitain prosentteja, mikä on kokonaisuuden kannalta pieni osa. Tällä on kuitenkin positiivinen vaikutus kannattavuuteen.

Asiakslupaus



Suomen nopeimmat ja helpoimmat kuljetukset



Voittava valikoima



Todennäköisesti aina halvempi



Intohimoisesti asiakkaan puolella

Lähde: Verkkokauppa.com

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/6)

Valikoimassa korostuu verkkoysteensopivuus

Yhtiön tarkoituksena on muodostaa valikoimansa niistä tuotteista, jotka sopivat verkossa myytäväksi. Lisäksi se pyrkii karttamaan tuotekategorioita, jotka seuraavat vahvasti trendejä (muoti) tai joiden käyttöikä erääntyy nopeasti (tuore-elintarvikkeet). Suuri osa yhtiön myynnistä koostuu sen ydinkategorioista (85 %), jotka voidaan pitkälti kategorisoida kuluttajaelektronikkaan. Tämän lisäksi yhtiö myy tuotteita, joiden verkkopenetraatio on vielä matala, mutta joilla on potentiaali kiihdyttää yhtiön kasvua verkkosiirtymän avulla. Parhaiten verkossa suoriutuneet muiden kategorioiden alasegmentit ovat esimerkiksi Lelut, Musiikki ja Matkailutarvikkeet. Muiden kategorioiden osuus yhtiön liikevaihdosta oli vuonna 2022 noin 15 %.

Yhtiön tarkoituksena on lisätä tuotenimikkeiden määrää ja se testaakin säännöllisesti uusia tuotekategorioita rajallisin nimikemäärin. Viimeaikoina yhtiö onkin kokeillut esimerkiksi eläintarvikkeiden sekä sähkötyökalujen menestystä osana sen valikoimaa. Eläintarvikkeista yhtiö poistui huonon menestyksen johdosta. Arvioimme eläintarvikkeiden kilpailun verkossa olleen kireätä Mustin suuren markkinaosuuden sekä vahvan ulkomaisen verkkopelurin (ZooPlus) takia. Parhailaan Verkkokauppa.comin alustalla on noin 70 tuhatta nimikettä myynnissä.

Tuotekategorioittaisen myyntijakauman historiallisesta kehityksestä ei löydy kattavaa tietoa (raportoitu vuodesta 2021 lähtien), mutta näkemyksemme mukaan muiden kategorioiden kehitys on kaavailtuun potentiaaliin ja

markkinointipanostuksiin nähden ollut melko kohtalaista, sillä niiden kehittäminen on aloitettu jo ennen yhtiön listautumisvuotta 2014. Tähän on arvioidemme mukaan saattanut vaikuttaa yhtiältä Verkkokauppa.comin vahva leimautuminen kuluttajaelektronikkaan, mutta myös toisaalta muiden kategorioiden alhainen verkkopenetraatio ja vahvat (kivijalka) kilpailijat kullakin alasegmentillä. Muut kategoriat ovat kuitenkin kasvaneet selvästi ydinkategorioita nopeammin, mikä on vauhdittanut konsernin kasvuvauhtia.

Uudessa strategiassaan yhtiö terävöitti omaa fokustaan tiiviimmin ydinkategorioihin valikoiman osalta. Tämä tarkoittaa sitä, että ydinkategorioissa pidetään aidosti asiakkaita kiinnostavat tuotteet. Tämä kääntäen tarkoittaa niitä tuotteita, joiden varasto kiertää nopeasti. Ydin fokuksen lisäksi yhtiö kuitenkin pyrkii kasvattamaan alustalla myytävien tuotenimikkeiden määrää, pääasiassa laajentamalla uusiin tuotekategorioihin. Edellisvuosista poiketen tämä kuitenkin tapahtuisi suoratoimituksin, joka vähentää Verkkokauppa.comiin kohdistuvaa varastoriskiä.

Mielestämme yhtiö on valikoiman laajentamisessaan kohdannut joitakin haasteita ja verkkoysteensopivuuden linjan noudattaminen on osaltaan herpaantunut, kun sen valikoimasta on viime vuosina löytynyt myös sellaisia tuotteita, jotka eivät verkkoon ole sopineet. Tästä syystä pidämme valikoimastrategian terävöittämistä positiivisena signaalina, etenkin huomioiden sen, että muista kannattavimmista kategorioista syntynyt katehyöty on arvioidemme mukaan jäänyt konsernitasolla arvioitua laihemmaksi.

Valikoima



Lähde: Verkkokauppa.com

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/6)

Yli puolet myynnistä tulee verkon kautta

Vuonna 2022 60 % yhtiön myynnistä syntyi verkon välityksellä. Useiden mittausten perusteella Verkkokauppa.comin verkkosivu on Suomen suosituin (Kaupan liitto, Postin tutkimus). Koronapandemia kiihdytti kuluttajien verkkosiirtymää sekä tavaroiden kulutusta, mitkä tukivat yhtiön kehitystä vuosina 2020-21. Hetkittäisen verkkoharppauksen sekä kasvaneen palvelukulutuksen myötä verkkomyynnin kehitys on hidastunut vuodesta 2022 lähtien, minkä vertailukelpoisuutta toisaalta heikentää kokonaiskysynnän voimakas lasku.

Kuluttajille yhtiön myynnistä suuntautui noin 70 %, kun taas reilu 20 % liikevaihdosta syntyi yritysasiakasmyyntistä. Yritysmyynti oli pitkään voimakkaassa kasvussa ennen Euroopassa syttynyttä sotaa sekä kuluttajaluottamuksen laskua, ja markkina on arvioidemme mukaan ollut laskussa siitä lähtien. Yritysmyyntistä suurin osa syntyy PK-yrityksiltä, joiden kulutuskäyttäytyminen heijastelee kuluttajaa. PK-yritysten viime vuosia on värittänyt epävarmuus ja heikompi taloussuhdanne, joiden arvioimme vaikuttaneen Verkkokauppa.comin B2B-myyntiin. Vuonna 2022 vienti oli 7 % kokonaisliikevaihdosta, johon lukeutuu alkuvuodesta lopetettu vienti Venäjälle. Jo vuoden 2022 aikana yhtiö sai paikattua lopetetusta Venäjäviennistä syntyneitä laskua uusilla asiakkuuksilla.

Uudessa strategiassa tunnustellaan uusia mahdollisuuksia

Verkkokauppa.com esitteli osana uutta strategiaansa (2024-28) mahdollisia uusia liiketoimintamalleja kasvun ja kannattavuuden parantamiseksi. Näihin sisältyi verkkosivustoille

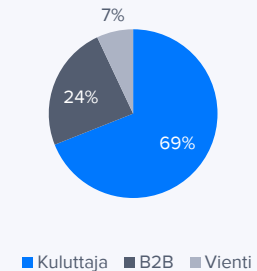
tyypillinen alustan monetisointi, palveluiden lisääminen sekä kansainvälistyminen strategisten kumppanuuksien kautta. Toistaiseksi uudet liiketoiminta-mahdollisuudet ovat tunnustelujen alla ja näistä kaikkien realisoituminen on mielestämme vielä epävarmaa. Yhtiö on kuitenkin kertonut aloittavansa tiettyjen liiketoimintojen ylösajon jo kuluvan vuoden aikana, joilla uskomme kuitenkin olevan vain maltillinen vaikutus yhtiön numeroihin. Olemme käyneet läpi tarkemmin uusia liiketoimintamalleja strategiaosuudessa sivulla 16.

Investoinnit logistiikkaan parantaneet kilpailukykyä

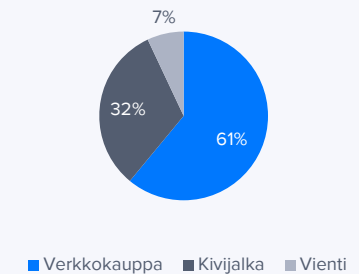
Vuonna 2021 Verkkokauppa.com aloitti toisena suomalaisena vähittäismyyjänä investoinnin automatisoituun pienartikkelivarastoon, joka sijoitettiin yhtiön Jätkäsaaren päämyymälän yläpuolelle. AutoStore –pienartikkelivarasto otettiin käyttöön vuoden 2022 kesällä, ja automatisoitu pakkaamispiste myöhemmin syksyllä. Investointi kokonaisuudessaan oli noin 4 MEUR:n arvoinen, jonka takaisinmaksuajan yhtiön johto on kertonut olevan nopea.

Pienartikkelivarasto mahdollistaa tehokkaamman varastokeräilyn ja nopeammat toimitukset sekä kotiin että myymälän sisäiseen noutopisteeseen. Jätkäsaaren myymälän varastokapasiteetin lisääminen puolestaan mahdollisti Vantaalla sijaitsevan vuokravaraston käyttöasteen pienentämisen. Volyymilaskutteinen vuokravarasto nosti logistiikkakustannuksia koronan aikaisen kysyntäpiikin aikaan merkittävästi ja mielestämme oman varastotilan lisääminen onkin kustannustehokkaampaa.

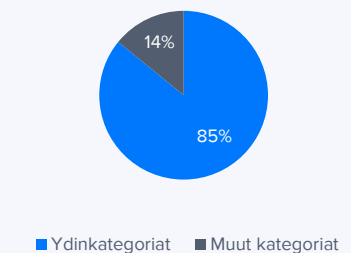
Asiakassegmentit 1-9/2023



Myyntikanavat 1-9/2023



Tuotekategoriat 1-9/2023



Lähde: Verkkokauppa.com

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/6)

Markkinoiden edistynein toimituskyky

Kuluttajaelektroniiikan markkinassa on vaikea erottua muista, sillä kaikki toimijat myyvät samoja A-brändejä hintaherkille kuluttajille. Suomalaiset kuluttajat ovat valmiita käyttämään aikaansa löytääkseen markkinoiden halvimman toimittajan. Näin myös hinnat markkinaehtoisesti vastaavat pitkälti toisiaan suurimpien kilpailijoiden kesken. Kiristyneen kilpailun myötä toimijat on pakotettu etsimään kilpailuedun lähteitä muualta.

Verkkokauppa.com on panostanut hankinnan lisäksi myös toimituskykyynsä ja arviomme mukaan yhtiö omaa markkinoiden nopeimmat toimitusajat. Pääkaupunkiseudun alueella Verkkokauppa.com kotiinkuljetuksillaan tavoittaa 600 tuhatta asiakasta (> 10 % väestöstä) yhdessä tunnissa ja suurimmassa osassa Suomea vuorokauden sisällä (70 % väestöstä). Statista ennustaa globaalien ”saman päivän toimitusten” markkinoiden kasvavan 21 % vuosittain 2023-27 välillä. Uskomme Suomen kehityksen olevan vielä maltillisempaa, mutta näemme yhtiön panostukset saman päivän toimituksiin perusteltuina pitkän aikavälin potentiaalia peilaten. Lisäksi yhtiöllä on ympärivuorokautinen noutopiste Jätkäsaaren mega-store –myymälän yhteydessä, josta tuotteiden noutaminen onnistuu kellonajasta piittaamatta jopa 15 minuutissa.

Hankinnassa hyödynnetään useita kanavia

Yhtiö ostaa valmiita tuotteita sekä tukkureilta että OEM-valmistajilta. Tavarantoimittajia on yhteensä noin 800 kappaletta. Omien tuotemerkkien määrä on ollut kasvussa, ja niiden osuus liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 5 %. Omia tuotteita myydään usean brändin alla mm. Ströme, Green Cyclone,

Fujitech, ProCaster, Anton Oliver ja GZR. Omien tuotteiden osalta Verkkokauppa.com kantaa niihin liittyvät markkinointi- ja logistiikkakulut itse ja osassa tuotteista yhtiö myös tekee tuotesuunnittelun/-kehityksen itse.

Arviomme mukaan omien tuotemerkkien kasvua on hidastanut kuluttajien vahva brändiuskollisuus elektroniikan tuotteissa. Lisäksi private label-tuotteita on vähittäiskaupassa pitkään leimannut A-brändejä heikompi laatu, joka on kuitenkin kehittynyt positiivisempaan suuntaan tänä päivänä. Muissa kategorioissa yhtiö onkin onnistunut lanseeraamaan menestyneitä omia brändejä (grillit Anton Oliver ja sähköpyörät GZR).

Helmikuussa 2022 toteutuneen e-ville.com yritystoston myötä Verkkokauppa.com hankki itselleen paikallisesti Kiinassa operoivan hankintaorganisaation, joka mahdollistaa tehokkaamman omien tuotemerkkien valikoiman laajentamisen.

Rahoitus ja muut palvelut tukevat katteita

Verkkokauppa.com tarjoaa asiakkailleen useita asiakaskokemusta tukevia ja katteita parantavia palveluita. Pitkään valikoimassa olleiden toimitus-, asennus- ja huoltopalveluiden rinnalle on vuosien saatossa noussut muita palvelukokonaisuuksia, kuten asiakasrahoitukseen, kierrättämiseen ja tuotteiden käyttöönottoon liittyvät palvelut. Viimeisimpänä yhtiö lanseerasi Vaihtokauppa-elinkaaripalvelun, jossa asiakkaalla on mahdollisuus saada korvaus käytetystä, mutta toimivasta tuotteesta. Toimialan ensimmäisenä toimijana Verkkokauppa.com tarjoaa elinkaaripalvelun täysin verkon ylitse. Rahoituspalveluita olemme käsitelleet syvemmin sivulla 12.

Suosituimmat private label-brändit

Anton Oliver

Grillit ja tarvikkeet



Pyöräily



Pienkodinkoneet



Viihde-elektronikka

Palvelutarjoama



Rahoituspalvelut



Toimitus- ja noutopalvelut



Kierrätys- ja elinkaaripalvelut



Asennus- huolto-, ja käyttöönottopalvelut



Vakuutuspalvelut ja liittymät

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/6)

Pääoman sitoutuminen vähäistä

Yhtiön liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa, sillä investointitarpeet ovat pienet ja varaston kierto on tehokasta. Yhtiön oman pääoman tuotto-% onkin säilynyt historiallisista tulosaasteista huolimatta erinomaisella tasolla, pois lukien poikkeuksellisen heikon kuluttajaelektronikan markkinan vuosi 2022.

Nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina lähellä nollaa, mikä tarkoittaa sitä, että tavarantoimittajille maksetaan suunnilleen samaan aikaan, kun asiakkaat maksavat laskunsa. Yhtiö hyödyntää myös vahvaa kassaansa sekä tavarantoimittajien että asiakkaiden suuntaan. Asiakkaiden rahoituspalvelujen kasvun myötä myyntisaamisten osuus on noussut, mutta kasvu on tukenut samalla yhtiön myyntikatetta. Yhtiö hyödyntää myös hyvien tilaisuuksien tullessa kassa-alennuksia, joiden myötä ostovelat voivat laskea hetkellisesti, mutta positiivinen vaikutus nähdään myyntikatteessa. Koronapandemian saatavuushaasteista johtuen Verkkokauppa.com muun kaupanalan tapaan kasvatti varastotasoaan turvatakseen saatavuuden kovan kysynnän aikaan. Korkea varasto kääntyi kuitenkin haitalliseksi kysynnän hiipuessa alta sodan ja heikon kuluttajakysynnän takia vuosina 2022-23, joka johti huonosti kiertäneiden artikkelien alaskirjaukseen vuoden 2023 alussa.

Oma IT-järjestelmä takaa joustavuuden

Yhtiön verkkosivut ja IT-järjestelmä ovat sen itsensä kehittämät ja näin räätälöidyt vastaamaan pelkästään Verkkokauppa.comin vaateita. Järjestelmä tarjoaa myös lisäjoustavuutta reagoida muuttuviin tilanteisiin nopeasti, vastoin kuin kilpailijoiden kolmansien osapuolien kehittämissä

järjestelmissä. Omalla järjestelmäkehittämisellä yhtiö pyrkii välttämään myynnin menetystä ja jopa katkoksista koituvaa mainehaittaa maksimoimalla verkkokaupan sujuvan toimimisen myös korkeiden kysyntäpiikkien aikaan (esim. Black Friday). Näin ollen toimivalla verkkokaupalla voi saavuttaa etua kilpailijoihin nähden.

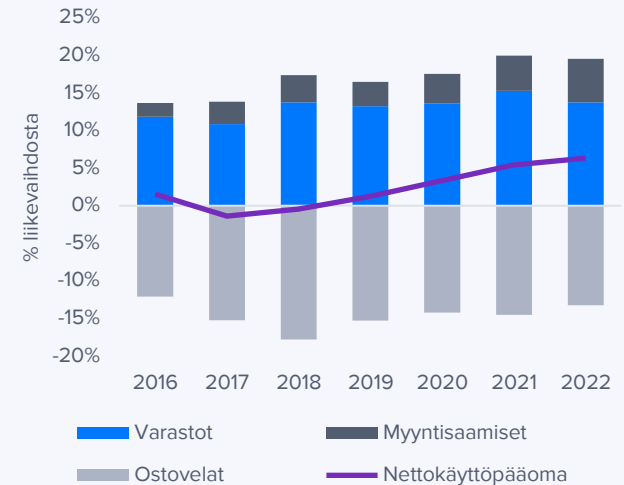
Verkkokauppa.com hyödyntää transaktioista syntyvää dataa ja analytiikkaa asiakaskokemuksen parantamiseksi sekä sen myymälöissä että verkkokaupassa. Tämän avulla yhtiö tuntee asiakkaansa paremmin ja pystyy palvelemaan asiakkaita personoidummin. Analytiikkaa hyödynnetään myös muissa toiminnoissa kuten markkinoinnissa, varaston hallinnassa, hankinnassa ja muissa prosesseissa.

Hiljattain yhtiö kertoi ottavansa käyttöön dynaamisen hinnoittelustrategian, mikä perustuu kerättyyn ja jalostettuun tietoon.

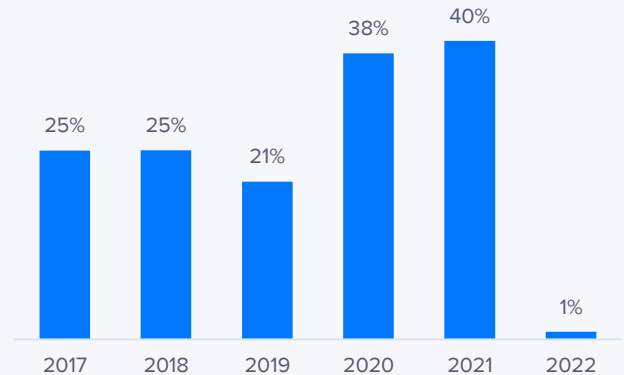
Yritysosot

Yhtiö on historiansa aikana toteuttanut yhden yritysjärjestelyn ostaessaan e-ville.com verkkoalustan vuonna 2022 ja sen mukana tulleen hankintaorganisaation Aasiassa. Kauppa oli strateginen ja mielestämme yhtiön palettiin sopiva, minkä myötä Verkkokauppa.com saavutti resurssit tehostaa sen omien tuotemerkkien osto- ja kehitystoimintaa. Vaikka uudessa strategiassa ei ollut mainintaa yritysostoista, uskomme yhtiön suhtautuvan näihin jatkossakin positiivisesti, mikäli verkkoon sopiva konsepti markkinoilta löytyisi. Arviomme mukaan e-ville.com -integraatio on ottanut aikansa, eikä yritysostoja ole lyhyellä aikavälillä odotettavissa.

Nettokäyttöpääoma



ROE-%



Lähde: Verkkokauppa.com

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (6/6)

Kiinteät kulut vain reilu 10 % liikevaihdosta

Verkkokauppa.comin liiketoimintamalli nojaa mataliin kiinteisiin kuluihin, mikä mahdollistaa alhaisten tuotehintojen asiakaslupauksen. Suuren verkkomyynnin ja rajallisen myymäläverkoston ansiosta Verkkokauppa.comin kiinteät kulut ovat alhaiset, noin 12 % liikevaihdosta keskimäärin (2013-22). Muuttuvat kulut ovat kuitenkin erittäin suuret, mikä kääntäen tarkoittaa matalaa myyntikatemarginaalia (15 % keskimäärin vuosina 2013-22). Suhteellisesti korkeat muuttuvat kustannukset selittyvät toimialan tyypillisen heikon hinnoitteluvoiman myötä. Materiaali ja palvelukustannukset olivat 84,8 % liikevaihdosta vuonna 2022 ja viimeisten 12 kuukauden ajalta 84,3 %.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2022 7,4 % liikevaihdosta kun taas vuosien 2013-22 aikana ne ovat olleet keskimäärin 6,6 % ja viimeisten 12 kk aikana 7,5 %. Verkkokauppa.comin henkilöstökulut ovat selvästi lähimpiä kilpailijoita matalammat, jota pitkälti selittää kilpailijoita suppeampi myymäläverkosto. Muut kulut olivat vuonna 2022 6,5 % liikevaihdosta kun taas vuosien 2013-22 aikana ne ovat olleet keskimäärin 5,4 %. Muihin kuluihin sisältyy esimerkiksi markkinoinnin ja logistiikan kulut, joista jälkimmäistä pienentää Jätkäsaaren automaatiovaraston ylösajon myötä pienentynyt vuokravaraston kapasiteetti. Yhteensä kiinteät kulut vastaavat noin 12 %:n osuutta liikevaihdosta keskimäärin.

Kampanjat ja sesonkimyynti korostuvat liiketoiminnassa

Verkkokauppa.comin liikevaihto ja tulos painottuu

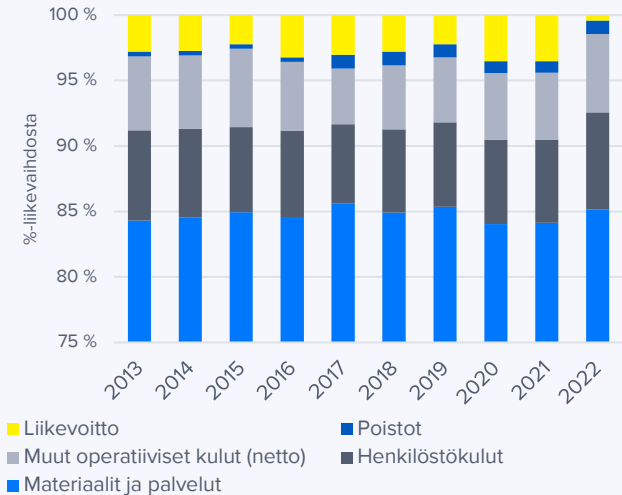
loppuvuodelle johon ajoittuvat kuluttajakaupan suurimmat kampanjat ja sesongit, kuten Black Friday ja joulumyynti. Vaikka alennukset kampanjoissa ovat tyypillisesti hintamielikavaltaan halpoja, on ne kuitenkin yhtiön tulosta ajatellen suunniteltu suhteellisen terveellä katteella. Erikseen on varastojen laskun takia tehtävät alennukset, jolloin tuotteita saatetaan myydä jopa nolla-katteilla.

Tietyt, asiakkaita houkuttelevat tuotteet saatetaan myydä minimikatteilla ympäri vuoden tyypillisesti korkeasta ostohinnasta johtuen (esim. iPhone). Samaan ostokoriin pyritään myymään tuotetta täydentäviä palveluita (liittymä, vakuutus), jolloin asiakkaan tuoma kate pystytään pitämään positiivisena.

Yhtiön perustaja omistaa kolmanneksen yhtiöstä

Verkkokauppa.comin suurin osakkeenomistaja on yhtiön perustanut Samuli Seppälä, joka parhaillaan toimii yhtiön hallituksen jäsenenä. Tällä hetkellä Seppälä omistaa Verkkokauppa.comin osakkeista sekä äänistä 34,2 %, mutta omistusosuus on vuosien mittaan laskenut ja esimerkiksi vuonna 2014 Seppälän ollessa vielä toimitusjohtajan paikalla oli hänen omistusosuus 49,9 %. Muuten kymmenen suurimman osakkeenomistajan osuus jakautuu melko tasaisesti institutionaalisten sijoittajien ja rahastojen kesken. Yhtiön toimitusjohtaja Panu Porkka omistaa osakkeista 0,26 %. Talousjohtaja Mikko Forsellin osakeomistus vastaa 0,13 % yhtiön osakkeiden lukumäärästä ja äänistä. Kokonaisuudessaan Verkkokauppa.comin johtoryhmä omistaa yhtiön osakkeista sekä äänistä 0,5 %. Omistajaluettelo on päivitetty 31.12.2023.

Kulurakenne



Suurimmat omistajat (31.12.2023)

Omistaja	Osakkeet	Osuus-% / Äänet-%
Samuli Seppälä	15 527 000	34,2 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3 865 932	8,5 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2 174 309	4,8 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	2 163 681	4,8 %
Nordea Nordic Small Cap Fund	1 411 669	3,1 %
Evli Finnish Small Cap Fund	998 165	2,2 %
Erikoissijoitusrahasto Aktia Mikro Markka	650 628	1,4 %
Skogberg Ville Johannes	634 266	1,4 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva	506 325	1,1 %
Säästöpankki Kotimaa - Sijoitusrahasto	403 933	0,9 %

Lähde: Verkkokauppa.com

Rahoituspalveluiden kehitys

Yhtiö tarjoaa rahoituspalveluita kolmessa eri muodossa:

- 1) Rahoituspalvelu **Apuraha** on tuotteiden ostamiseen tarkoitettu kulutusluotto. Apuraha-rahoitusta voi saada korkeimmillaan 3 tuhannen euron edestä 3-36 kuukaudeksi. Apuraha rahoitetaan yhtiön omasta taseesta.
- 2) Luottokortin tapainen **Tili**-rahoituspalvelu tarjoaa 14-45 päiväksi korotonta ja kulutonta maksuaikaa 3 000 euroon asti. Tiliä voidaan käyttää useiden eri tuotteiden ostamiseen kun taas Apuraha tyypillisesti sidotaan tuotekohtaisesti. Tili on rahoitettu yhtiön omasta taseesta
- 3) Kolmannen osapuolen rahoittama **Laina** tarjoaa kuluttajille jopa 60 tuhannen arvosta lainarahoitusta tuoteostojen rahoittamiseen.

Rahoituspalveluiden perimmäisenä tarkoituksena on nostattaa asiakaskohtaisia katteita ja tarjota asiakkaille mahdollisuus ostaa korkean hintapisteen tuotteita. Rahoituspalvelut ovat resurssitehokasta liiketoimintaa, sillä prosessi ja luottopäätökset ovat automatisoitu.

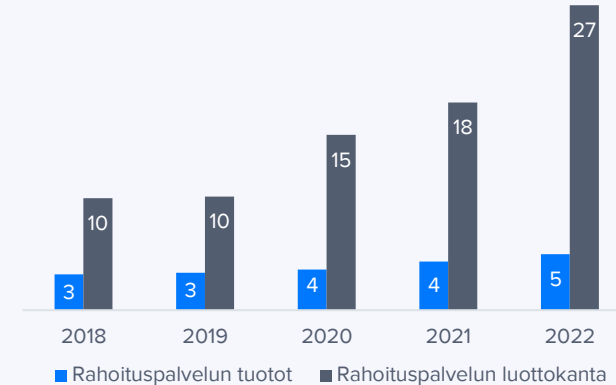
Verkkokauppa.comin kannalta asiakasrahoituksen potentiaali riippuu yksinkertaistettuna siitä, että kuinka moni asiakas käyttää asiakasrahoitusta, minkälaiset ehdot yhtiö lainoilleen antaa (maksuaika ja korko) sekä luottotappioiden määrästä. Tällä hetkellä rahoituksesta syntyvä riski jää rajalliseksi, sillä yli 60 päivällä myöhästyneet saamiset yhtiö myy kolmannelle osapuolelle. Huomautamme kuitenkin, että myöhästyneet saamiset myydään alle lainan käyvän arvon, jolloin niistä seuraa pieniä tappioita.

Luottokortin tapainen Tili-palvelu lanseerattiin vuoden 2022 alussa. Tilin myötä maksukokemus on saatu lähelle luottokortin käyttöä ja sen aloitus vaikuttaa lupaavalta. Tili on nopeasti kerryttänyt käyttäjäkuntaansa, johon tällä hetkellä lukeutuu arviomme mukaan reilu 50 tuhatta aktiivista asiakasta. Tili-palvelulla on myös asiakasta sitova elementti, sillä luoton saaminen on nopeaa ja helppoa ja sen käyttö onnistuu vain Verkkokauppa.comin myyntikanavissa.

Suhtaudumme positiivisesti rahoituspalveluihin ja näkemyksemme mukaan ne tarjoavat yhtiölle selkeää ansaintapotentialiaa pitkällä aikavälillä. Alkuvaiheessa Apuraha toteutettiin pitkälti kumppanien taseilla ja Verkkokauppa.comin oma riski (ja samalla tuotto) jäi hyvin pieneksi. Verkkokauppa.com on asteittain skaalannut Apurahaa ylös ja vuoden 2022 lopussa yhtiöllä oli rahoituspalveluihin (Apuraha ja Tili) liittyviä saamisia jo noin 27 MEUR:n edestä taseessaan. Rahoituspalvelut ovat hyvin kannattavaa liiketoimintaa, sillä luottokannalle saatu tuotto liikkuu tänä päivänä 20 %:n tienoilla.

Viime vuonna yhtiön saamat tuotot rahoituspalveluista kasvoivat 4,9 MEUR:oon (2021: 4,3 MEUR), samalla kun luottotappiot pysyivät edellisvuoden tasolla (2021: 0,8 MEUR). Vuoden 2023 aikana kasvu tuotoissa on ollut vahvaa, johtuen arviomme mukaan kuluttajien heikosta ostovoimasta, luottokannan kasvusta sekä viitekoron lisäämisestä asiakasrahoituksen tuottoihin. Viimeisten 12 kuukauden ajalta rahoitus-tuottoja on syntynyt 6,3 MEUR:n edestä jatkuen selvällä kasvutrendillä (+35 % v/v).

Rahoituspalvelujen kehitys



Lähde: Verkkokauppa.com

Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi ja Suomen suosituin verkkokauppa

2.

Matala kustannusrakenne

3.

Verkkosiirtymän ja verkko-ostamisen trendien hyödyntäminen

4.

Kilpailukyvyn vahvistaminen kasvun ja tehokkuusinvestointien kautta

5.

Vahva kassavirta ja tuloksesta jaetaan suuri osuus osinkoina omistajille

Potentiaali



- Verkkosiirtymä ja uudet liiketoimintamahdollisuudet
- Brändi on vahvistunut selvästi kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Yritysasiakkaissa markkinaosuudella vielä tilaa kasvaa
- Myyntimixin parantuminen
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Sisäisen tehokkuuden paraneminen

Riskit



- Reaalitalouden aiheuttamien shokkien vaikutus kuluttajien luottamukseen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Uusissa liiketoiminnoissa sekä pääoman allokoinnissa epäonnistuminen
- Brändin heikentyminen

Sijoitusprofiili – Verkkokauppa.comin kilpailuedut

Arvostettu brändi suomalaisten keskuudessa

Verkossa tapahtuvassa kaupassa kuluttajat suosivat huomattavasti pienempää määrää toimijoita. Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan brändin etenkin kodintekniikan kaupassa, joka nojaa asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista. Yhtiön vahvasta asemasta verkossa kertoo se, että se on myynnillisesti Suomen suurin verkkokauppa ja yhtiön verkkovierailujen määrän oli vuonna 2022 82 miljoonaa (2013: 35 M). Yhtiöllä oli vuonna 2022 uskollisia asiakkaita* yhteensä yli 100 tuhatta kappaletta. Verkkokauppa.com on myös valittu Suomen innovatiivisimpien yritysten joukkoon peräkkäin vuosina 2021, 22 ja 23 [Hankenin tutkimuksessa](#).

Verkkokauppa.com on edellisten vuosien aikana valikoitunut asiakastutkimuksissa arvostetuimpien kaupanalan brändien kärkipäähän. Tästä viestii myös asiakastytyväisyysmittari NPS, joka yhtiön tapauksessa on ollut 70 tasolla pitkään (KV-vertailuryhmän mediaani 38). Myös yhtiön alhainen tuotteiden palautusprosentti (0,7 %) kertoo erinomaisesta asiointikokemuksesta.

Brändi on saavuttanut hyvän aseman myös pienten ja keskisuurten yritysasiakkaiden parissa ja yritysten asiointikokemukseen on myös panostettu viime vuosina. Yhtiön yli 60 000 yritysasiakasta arvostavat erityisesti hyvää saatavuutta, helppoutta ja toimitusnopeutta.

Matala kustannusrakenne mahdollistaa halvat hinnat

Yksi tärkeimmistä Verkkokauppa.comin kilpailuedun

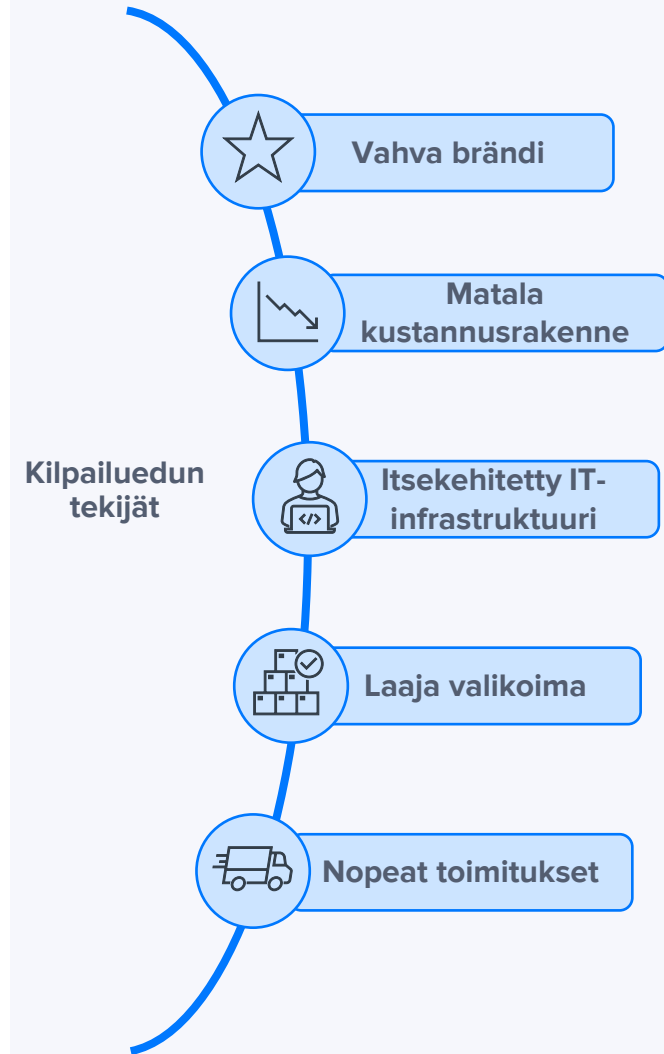
tekijöistä on sen matala kustannusrakenne. Ilman sitä se ei kykenisi vastaamaan kilpailijoidensa hintapaineeseen. Kilpailijoiden on mielestämme hankala nykyrakenteillaan kopioida Verkkokauppa.comin mukaista kustannusrakenteeseen kohdistuvaa kilpailuetua, sillä Gigantin ja Powerin liiketoimintamallit perustuvat laajaan myymäläverkostoon eikä niinkään verkkomyyntiin. Toisaalta nämä toimijat ovat myös panostaneet verkkokäyväisyyksiinsä, joka lisää verkossa kohdattavaa kilpailua.

Nopeat toimitukset erottava tekijä tulevaisuudessa

Gloaalien megatrendien mukaisesti nopeat kuljetukset tulevat tulevaisuudessa olemaan tärkeä ominaisuus osana verkko-ostamista. Se mielestämme karsii ulkomaisten verkkokauppojen kilpailu-uhan suurelta osin pois ja on yksi erottautumistekijä paikallisiin kilpailijoihin nähden. Uskomme nopeimpien toimitusten tarjoavan Verkkokauppa.comille etua kilpailijoihinsa nähden pidemmällä aikavälillä (verkkopenetraation noustessa), mutta se vaatiikin jatkuvaa verkoston kehittämistä ja kilpailijoiden edellä pysymistä.

Valikoiman laajentamisella lisäkasvua

Vaikka laaja valikoima ei itsessään tarjoa merkittävää kilpailuetua mahdollistaa se asiakasvirran ylläpitämisen ja houkuttelemisen sekä ostoskorin kasvattamisen. Yhtiö korostaa laajaa kuluttajaelektroniikan valikoimaa (hyvin kiertävät tuotteet) ja lisäkasvun saavuttamista todistetuista ja uusista tuotekategorioista. Kuluttajat arvostavat ”saman katon alta” –ostamista, joka kuitenkin korostuu etenkin kivijalkakaupoissa.



Lähde: Inderes

* Ostoneet sekä edellisen kuukauden että vähintään kerran aiemmin edellisen 12 kk aikana

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Verkkokauppa.comin strateginen kehitys

-2019

2020
-
2021

2022-

Kasvun voimakas priorisointi

- Kuluttajaelektroniikan markkinaosuuden voittaminen
- Uusien verkossa helposti myytävien kategorioiden lanseeraus
- Oman tietojärjestelmän kehitys
- Kivijalkaverkoston harkittu laajentaminen tukemaan verkkoliiketoimintaa
- Fokus kuluttaja-asiakkaissa
- Rahoituspalveluiden lanseeraus

Kannattavuuteen keskittyminen ja pandemia

- Painopiste kannattavuudessa
- Asiakaskokemuksen parantaminen
- Pandemia lisäsi kuluttajaelektroniikan ja verkkokauppojen kysyntää
- Brändimielikuvan vahvistaminen uusien asiakkaiden ja kategorioiden parissa
- Kunnianhimoinen strategiapäivitys
- Kasvua myös yritysasiakkaissa

Heikko kuluttajamarkkina

- Kodinelektroniikan markkina alkoi heiketä loppuvuonna 2021 pandemian ajan ylikulutuksen takia
- Kuluttajaluottamuksessa nähtiin äkillinen pudotus sodan, inflaation, korkojen nousun ja heikon talousympäristön ajamana
- Raskasta kulurakennetta tuli sopeuttaa laskeneisiin volyymitasoihin nähden
- Tulosta suojeltiin lyhyellä aikavälillä
- Strategia uudistus 2024: fokus hyvin pärjääviin kategorioihin ja katse uusiin liiketoimintamahdollisuuksiin

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Kasvu Suomen suurimmaksi kuluttajaelektroniikan myyjäksi ja suosituimmaksi verkkokaupaksi
- Vahva brändi kuluttajaelektroniikassa
- Panostukset sisälogistiikkaan ja toimituskyvykkyyksiin
- Kannattavuuskehitys jäänyt tavoitteista

Lähitulevaisuus 1-2v

- Markkinan avautuminen ja kulukontrollin säilyttäminen
- Uusien liiketoimintamahdollisuuksien kokeilu
- Private label-tuotteiden osuuden nostaminen
- Järkevät kategorialanseeraukset ja bränditunnettuuden nostaminen näiden joukossa
- Toimituskyvyn parantaminen PK-seudun ulkopuolella
- Osingonmaksun jatkaminen

Seuraavat 5 vuotta

- Uusien liiketoimintamahdollisuuksien vakiinnuttaminen
- Myyntimixin parantaminen
- Tehokkuuden ylläpitäminen
- Verkkosiirtymän edistäminen
- Toimituskyky potentiaalinsa saavuttaminen
- Taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen

Strategia (1/3) - 2024-28 strategian yhteenveto

Yhtiön visiona on luoda uusi tapa ostaa ja omistaa

Verkkosiirtymä, asiakaslupaus ja vahva brändi strategian mahdollistajina

Strategian kulmakivet



Nopeimmat toimitukset

- Helppo tapa ostaa verkosta
- Tunnin toimituksen laajentaminen ja tavoite tavoittaa 90 % väestöstä seuraavan päivän aikana



Voittava valikoima

- Tehokas ja puhutteleva HERO-valikoima
- Private label-tuotteiden merkittävä kasvu
- Harkittu laajeneminen uusiin kategorioihin oman varaston tai suoratoimitusten kautta



Uudet liiketoimintamallit

- Alustan ja asiakaskunnan monetisointi
- Jatkuva tilaus sekä uudet tavat ostaa ja omistaa
- Elinkaaripalvelut
- Uudet markkinat ja kansainvälistyminen



Tehokkaat toiminnot

- Oma teknologiakehitys takaa joustavan IT-infrastruktuurin
- Matala ja joustava kustannusrakenne
- Tieto- ja tekoälyjohdetut prosessit

Strategia (2/3)

Markkinaosuuden kasvattaminen nopeimmilla toimituksilla

Useiden globaalien kuluttajatutkimusten mukaan kuluttajien verkkoasioinnissa korostuu entistä voimakkaammin tarve mahdollisimman nopeille ja vaivattomille tavaratoimituksille. Osana strategiaansa ja asiakaslupaustaan yhtiö pyrkii parantamaan toimituskyvykkyyksiään Suomen sisällä. Ensiaskeleet yhtiö on ottanut pääkaupunkiseudulla, sillä Verkkokauppa.com kykenee tänään toimittamaan yli 600 tuhannelle (>10 % Suomen väestöstä) kuluttajalle tilauksen tunnin sisällä ja tuotteen nouto myymälästä onnistuu parhaimmillaan 15 minuutin sisällä tilauksesta. Yhtiön tarkoituksena on monistaa sama toimitusmalli muihin suuriin talousalueisiin (Turun, Tampereen ja Oulun talousalue). Tämä vaatii myymälöiden valikoimien laajentamista ja arviomme mukaan myymälävarastojen suurentamista, jotta verkkokaupassa parhaiten kiertävät tuotteet saadaan toimitettua Uudenmaan ulkopuolisille asiakkaille nopeasti. Tähän asti verkkotilaukset muualle Suomeen on pääsääntöisesti toimitettu Vantaan vuokravarastolta. Pienvarasto-laajennuksien myötä vuokravaraston käyttöaste tulee pienemään tuoden näin asteittaisia kustannussäästöjä. Esittelemme yhtiön toimitusverkostoa tarkemmin sivulla 30.

Suhtaudumme lyhyellä aikavälillä nopeisiin toimituksiin neutraalisti, mutta uskomme näiden tuovan yhtiölle etua etenkin ulkomaisiin verkkokauppoihin, mutta myös lokaaleihin kilpailijoihin nähden pidemmällä aikavälillä verkkopenetraation noustessa. Tämä vaatii kuitenkin Gigantin ja Powerin jatkuvaa edellä pysymistä.

Valikoimastrategiaa yksinkertaistettiin

Uuden strategian myötä yhtiön valikoimaa tullaan tarkastelemaan liiketoiminnoittain, mikä suurin piirtein jakautuu 1) oman taseen kautta rahoitettavien, hyvän varaston kierron tuotteiden hankintaan ja jakeluun ja 2) pienemmän varaston kierron tuotteiden markkinointiin ja myyntiin (jakelu saattaa tapahtua kumppanin varaston kautta). Ensimmäistä yhtiö kutsuu HERO-kategoriana, joiden tuotteissa korostuu korkean varaston kierron lisäksi relevanttius ja asiakkaiden aito tarve. Toisen luokan valikoima saattaa sisältää niitäkin tuotteita, joita yhtiön valikoima tällä hetkellä sisältää, mutta ne saattavat jatkossa olla toimitettu suoraan valmistajan varastosta. HERO-kategoriat pyritään pitämään kompaktina ja tehokkaana eikä niitä haluta paisuttua suuriksi. Tällöin valikoiman laajentaminen tapahtuisi suoratoimituksin kumppanin varaston kautta.

Edellä mainittujen lisäksi yhtiö pyrkii lisäämään omien tuotemerkkien osuutta merkittävästi strategiakauden aikana. Omia tuotemerkkejä voidaan sisällyttää sekä HERO-kategoriaan tai niitä voidaan hyödyntää esimerkiksi kansainvälistymisessä (seuraavalla sivulla).

Näemme kategorialaajennuksen kasvun kannalta positiivisena seikkana, mutta suhtaudumme varauksella sen tuomaan katevaikutukseen, sillä yhtiön kate on junnannut pitkään paikoillaan parempikatteisten tuotteiden kasvusta huolimatta.

Strategiassa korostuu operatiivinen tehokkuus

Yhtiön kustannusrakenne on monikanavaisesti asiakkaita palvelevalla toimijalla poikkeuksellinen. Tämän mahdollistaa verkkomyynnin suuri osuus ja skaalautuva myymälämalli. Lisäksi kustannusrakennetta on virtaviivaistettu toimintaa tehostavien investointien avulla. Näihin lukeutuu Jätkäsaaren

automaatiovarasto sekä teknologiakehitykseen allokoidut rahavirrat. Nämä mahdollistavat tehokkaat sisäiset prosessit niin hallinnossa, myynnissä kuin sisälogistiikassa. Strategiakauden aikana yhtiön tulee kuitenkin kiinnittää tarkkaa huomiota kulurakenteensa kehittämiseen ja tarvittaessa tehostaa tätä. Liikevaihdon herätessä kasvuun on kustannustehokkuudella riski herpaantua. Toisaalta uusien kannattavien liiketoimintojen ylösajon myötä luonnollista skaalautumista pitäisi syntyä korkeamman myyntikatteen sekä vähäisten resurssitarpeiden kautta. Toistaiseksi odotuksemme kustannusrakenteen merkittävästä alenemisesta on vähäiset.

Uudet liiketoiminnot luovat kasvupotentiaalia

Nopeuttaakseen kasvua ja parantaakseen myynnin jakaumaa yhtiö pohtii vaihtoehtoisia tapoja monetisoida alustansa ja asiakas-kuntaansa. Positiivista uusissa liiketoiminnoissa on mielestämme niiden skaalautumispotentiaali.

”Retail as a media”

Mainostilan myyminen on perinteinen tapa lisätä verkkoalustan tuottavuutta. Yhtiön alustan kävijämäärät ovat arviomme mukaan saavuttaneet tason, jonka myötä mainostilan myyminen on relevantti vaihtoehto.

Verkkokauppa.comin alustan asiakastapahtumat luovat sekä myyjän että tuotteiden valmistajien kannalta olennaista tietoa, josta esimerkiksi tuotteen tarkempi potentiaali ja performanssi on seurattavissa päivä tai jopa tuntitasolla. Yhtiö on tunnistanut mahdollisuuden myydä alustan generoimaa tietoa sitä tarvitseville tavarantoimittajille, joka on tunnettu malli vähittäiskaupassa.

Strategia (3/3)

Suoratoimitusten lisääminen

Perinteisen markkinapaikan (Amazon, Tori.fi) sijaan yhtiön pyrkii lisäämään tuotenimikkeiden määrä suoratoimittajien avulla, jolloin myyty tuote toimitetaan asiakkaalle valmistajan varastosta. Tämä ei arviomme mukaan sisällä C2C-myyntiä, vaan toimittajat valikoidaan tuotteidensa verkkosopivuuden perusteella. Suoratoimituksen positiivisena puolena voimme nostaa esille varastoriskin vähenemisen, mutta samaan aikaan kate tyypillisesti jää omarahoitteista myyntiä matalammaksi. Suoratoimitusten myötä arvoketjun hallinta jää Verkkokauppa.comin osalta pienemmäksi ja esimerkiksi toimitus ja sen nopeuden varmistaminen on suoratoimittajan vastuulla. Tämän takia yhtiön tuleekin mielestämme kiinnittää tarkkaa huomiota suoratoimittajia valikoidessaan, että niiden toimintamallit ovat yhtiön arvojen ja tavoitteiden mukaiset.

Omistamisen ja maksamisen eri vaihtoehdot

Gloaalien megatrendien mukaisesti yhtiö on tarjonnut asiakkailensa useita eri maksu- ja omistusvaihtoehtoja. Rahoituspalvelut sitovat jonkin verran pääomaa, mutta se nostaa asiakkaan tuomaa katetta. Puhutellakseen kestävän kulutuksen perään kuuluttavia asiakkaita yhtiö on lanseerannut Suomen ensimmäisen verkossa toimivan elinkaari palvelu Vaihtokaupan. Omistamisen eri vaihtoehtoja yhtiö pyrkii lisäämään jatkuvilla tilauspalveluilla, joka arviomme mukaan tarkoittaa tuotteen osamaksamista tai tuotteen ”myöhemmin-palautusoikeutta” ennalta sovittua rahasummaa vastaan. Emme toistaiseksi usko yhtiön aloittavan perinteistä ”product-as-a-service” liiketoimintamallia, jossa palveluna myytävät tuotteet jäisivät

yhtiön taseeseen.

Kansainvälistyminen

Edellä mainittujen lisäksi yhtiö kartoittaa mahdollisuuksia laajentaa sen kansainvälistä liiketoimintaa. Parhaillaan noin 7 % yhtiön liikevaihdosta muodostuu vientiin menevän tukkukaupan kautta. Suunniteltu kansainvälistyminen tapahtuisi kuitenkin strategisia kumppaneita hyödyntämällä, sillä Verkkokauppa.com on toistaiseksi huonosti tunnettu verkkoalusta Suomen ulkopuolella. KV-liiketoiminnan potentiaalia yhtiön mukaan nostaa ulkomaiden korkeammat tuotteiden markkinahinnat. Näin yhtiön saama kate pysyy jokseenkin terveellä tasolla myös kumppanin veloittama palkkio huomioiden.

Maantieteellinen sijainti ei aseta kansainvälistymiselle rajoja, sillä kumppanin ja suoratuonnin avulla yhtiö kykenee harjoittamaan liiketoimintaa lähes sijainnista riippumatta. Tämän lisäksi yhtiö näkee mahdolliseksi omien tuotemerkkien jakelun KV-markkinoilla. Käsityksemme mukaan yhtiö on jo kokeillut joidenkin sen tuotteiden myymistä Pohjoismaisten kumppaneiden alustoilla.

Suhtaudumme uusiin liiketoimintoihin positiivisesti, mutta odottavasti. Toistaiseksi uskomme suurimman potentiaalin piilevän ”retail as a media” –liiketoiminnassa sen hyvän katerakenteen takia. Mediamainonnan markkina on ollut hienoisessa laskussa, mutta uskomme tavarantoimittajilla olevan insentiivi kiihdyttää myyntiään mainostamisen avuin. Kansainvälistyminen onnistuessaan saattaa kasvattaa yhtiön volyymejä merkittävästi, mutta suhtaudumme tähän suurella varauksella.

Uusien liiketoimintojen potentiaali vuoteen 2028 mennessä*

	Liikevaihto	Tulos	Kommentti
Retail as a media	++	++++	Liikevaihtopotentiaali kohtalainen, kyseessä erittäin korkean kannattavuuden liiketoimintaa.
Valikoiman laajentaminen suoratoimituksilla	+++	+++	Kategoria-laajennuksella saavutettu kasvua. Omissa tuotemerkeissä hyvä kannattavuus, A-brändien kate pienentynee aiemmasta (riski vähenee).
Kansainvälistyminen	+++	++	Kumppanuuksia kokeiltu esim. CDON:in kanssa, tulosvaikutus jäänee kohtalaiseksi.
Uudet maksutavat	+	+	Lisäpalvelu, jolla mahdollisuus parantaa katetta.

* Inderesin arvio (kuvastaa potentiaalia liikevaihdon ja tuloksen nykytasoon nähden)

+ vähäinen vaikutus, ... , +++ merkittävä vaikutus

Taloudelliset tavoitteet (1/2)

Verkkokauppa.com muutti sen taloudellisia tavoitteita osana joulukuussa 2023 julkaistua strategiauudistusta. Huomautamme, että kyseiset tavoitteet kytkeytyvät tiukasti kiinni toisiinsa ja mikäli yksi näistä tavoitteista jää yhtiön odotuksista on hyvin todennäköistä, että toinenkin tavoite jää saavuttamatta.

Kasvutavoite on mielestämme saavutettavissa

Verkkokauppa.com tavoittelee vuosittaista yli 5 %:n liikevaihdon kasvua strategiaperiodin 2024-28 aikana. Edellisinä vuosina yhtiön kasvutavoite on lähennellyt 10 % tai jopa sitä suurempaa kasvua. Mielestämme kasvutavoitteen madaltaminen viestii yhtiön olevan meidän kanssa samaa mieltä kuluttajaelektronikan kasvupotentiaalin kapenemisesta johtuen pääosin saturoituneesta markkinasta, mutta myös kiristyneestä kilpailutilanteesta. Pidämme kasvutavoitetta realistisena ja sen olevan saavutettavissa uusien liiketoimintojen avustuksella.

Yhtiön tavoite on suurin piirtein linjassa haarukoimaamme markkinakasvuun nähden (ks. Sivu 22). Huomioiden vielä vaisuksi jäänevä 2024 kasvu, odotamme yhtiön jäävän piirun verran alle 5 %:n kasvutavoitteestaan (2023-28e CAGR: 4,6 %). Ilman vuotta 2024 olisi vuosittainen kasvuennusteemme linjassa yhtiön tavoitteisiin (5,7 %). Vaikka olemmekin huomioineet uudet liiketoiminnat ennusteissamme, on niiden todellinen potentiaali vielä varsin hankalasti ennustettavissa.

Kiinteät kulut paineessa

Vaikka yhtiön kulurakenne onkin varsin matala, pyrkii yhtiö sitä vielä tiukentamaan. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on laskea kiinteiden

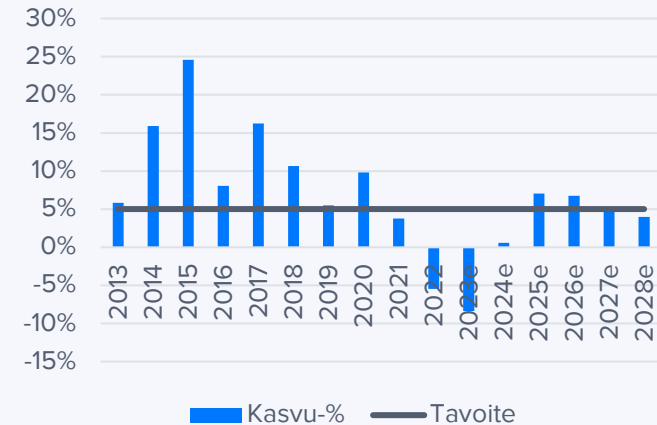
kulujen suhdetta liikevaihdosta alle 10 %:iin. Tämä tavoite on sama kuin edellisellä strategiaperiodilla. Historiaan peilaten tavoite on kerran saavutettu vuonna 2017, kun taas keskimääräinen kulusuhde on ollut 12 % vuosien 2013-2022 aikana. Emme toistaiseksi usko yhtiön saavuttavan tavoittelemaansa alle 10 %:n suhdetta vaan tämän jäävän 12-13 %:n tasolle jatkuneen kulupaineen aiheuttamana. Vuodelle 2024 kiinteät kulut laskenevat kulutushostusohjelman leikatessa H1:n kuluja ja alhaisen liikevaihdon kehityksen rajoittaessa loppuvuoden kulunousuja, mutta tämän jälkeen odotamme kulupaineen uudelleen heräävän kasvupanostusten ajamana. Mahdoton tavoite ei ole, sillä yhtiön norjalainen verrokki Komplett Group on operoinut alle 10 %:n kulusuhteella.

Kannattavuustavoitteeseen vielä matkaa

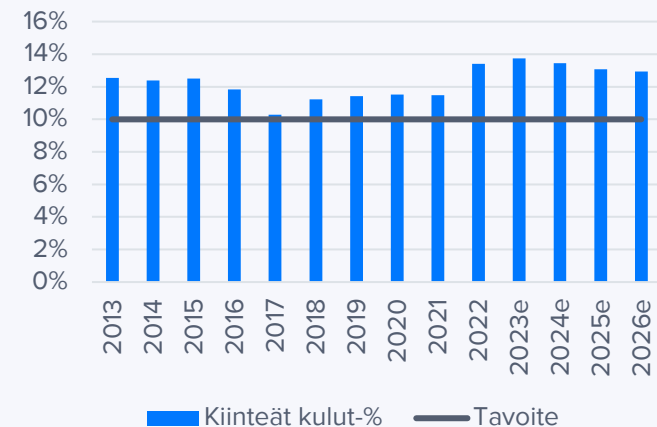
Yhtiö tavoittelee vuoden 2028 päätteeksi yli 5 %:n liikevoittomarginaalia. Tämä tavoite on mielestämme kunnianhimoinen, emmekä odota yhtiön tähän pääsevän nykyliiketoiminnoillaan. Tällöin uusien esiteltyjen liiketoimintojen rooli korostuu, joilla arviomme mukaan on potentiaalia parantaa yhtiön myyntikatetta ja kulutehokkuutta. Emme toistaiseksi voi kuitenkaan nojata täysin uusien liiketoimintojen potentiaaliin, sillä näytöt niiden toimivuudesta ovat vähäiset.

Yhtiön liikevoitto-% on vuosien 2013-22 välillä liikkunut keskimäärin 2,7 %:n paikkeilla. Parhaimmillaan marginaali on noussut 3,5 %:n tasolle korona-pandemian kuumen kulutusympäristön aikana kun yhtiö saavutti voimakkaan liikevaihdon kasvun. Ennusteemme kohoavat 2,7 %:n tasolle strategiakauden viimeisenä vuotena nykyiseltä noin 1 %:n tasolta.

Yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu



Kiinteät kulut alle 10 % liikevaihdosta



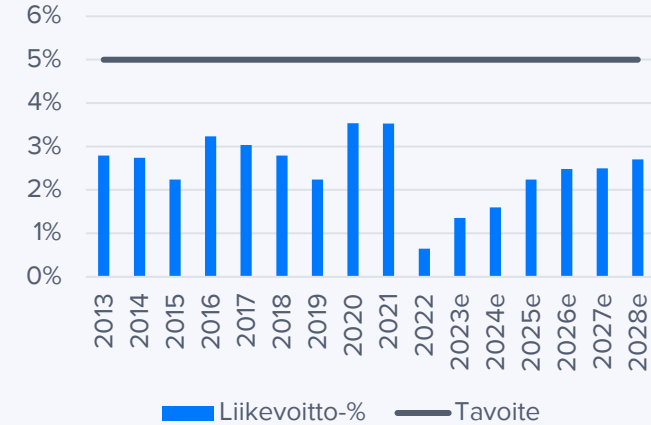
Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

Taloudelliset tavoitteet (2/2)

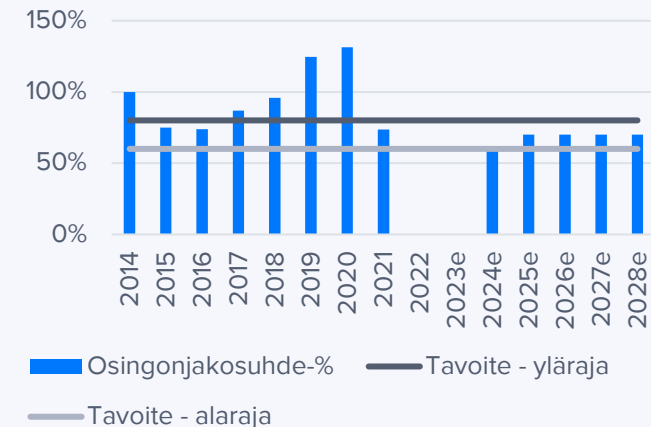
Paluu osingonmaksajaksi

Yhtiö on historiassaan profiloitunut osinkoa maksavaksi yhtiöksi vähäisten investointitarpeiden tähden. Yhtiö onkin keskimäärin jakanut lähes koko nettotuloksensa osakkeenomistajille. Heikosta markkinaympäristöstä seuranneen tuloslaskun takia yhtiön osingonjako tulee olemaan toista vuotta putkeen tauolla, ja uskomme yhtiön palaavan parantuneen taseaseman myötä osingonmaksuun tilikaudella 2024 (maksetaan 2025). Uusien taloudellisten tavoitteiden mukaisesti Verkkokauppa.com pyrkii jakamaan 60-80 % nettotuloksestaan omistajille. Tämä on historiallisiin tasoihin nähden pieni madallus, mikä arviomme mukaan kertoo terveen taseaseman peräänkuuluttamisesta ja varautumisesta mahdollisiin toimitusverkostoinvestointeihin. Ennustamme vuoden 2024 osingon olevan 60 % ja vuosien 2025-28 70 % nettotuloksesta.

Liikevoitto-% yli 5 %



Osinko 60–80 % nettotuloksesta



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä (1/7)

Pieni osa valtavaa vähittäiskaupan markkinaa

Verkkokauppa.com toimii Suomen vähittäiskaupan markkinalla fokuosoituen erityisesti verkossa tapahtuvaan kaupankäyntiin. Suomen vähittäiskaupan markkina on valtava (~45 mrd. EUR*) ja se käsittää kategorioita joita Verkkokauppa.comin valikoima ei tällä hetkellä sisällä. Suurin osa yhtiön liikevaihdosta syntyy sen ydinkategorioiden eli pelkistämisen kuluttajaelektronikan tuotteista (2023e: 85 %). Näin ollen tarkastelemme Verkkokauppa.comin markkinaosuutta pääsääntöisesti ydinmarkkinan kautta, mutta yhtiön tarinan edetessä voi suuremman markkinan huomioonottaminen nousta relevantiksi.

Kuluttajaelektronikan kasvuvuara on kaventumassa

Kuluttajaelektronikan markkina on satureitunut ja kasvu markkinalla on ollut viime aikoina hitaan puoleista. GfK:n tilastojen perusteella kodintekniikan myynti on kehittynyt vuosien 2008-2023 aikana reilu 2 %:n vuosittaista kasvuvauhtia. Tämä vastaa suurin piirtein koko vähittäiskaupan arvonkehitystä, joskin kuluttajaelektronikan kasvu oli 2000-luvulla vähittäiskauppaa voimakkaampaa. Kuluttajaelektronikan myynti Suomessa viimeisten 12kk aikana oli 2,8 miljardia euroa, kun se edellisenä normaalina vuonna 2019 se oli noin 270 MEUR tätä pienempi.

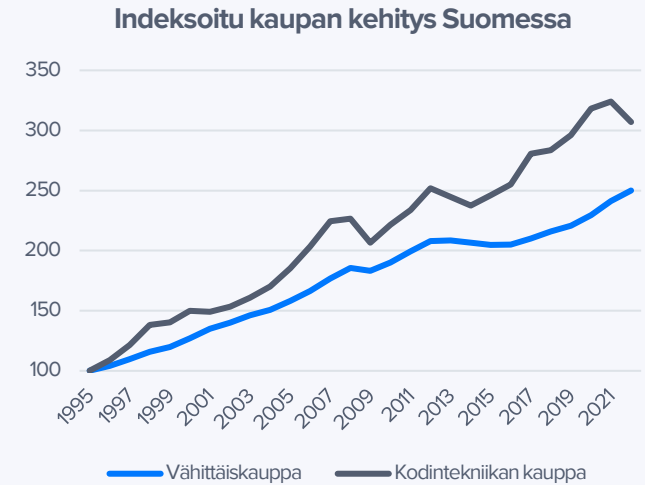
Markkina on hyvin keskittynyt kolmelle suurimmalle pelurille (Verkkokauppa.com, Gigantti ja Power), jotka yhdessä vastaavat noin 60 % toimialan myynnistä. Kaiken kukkuraksi jokainen

näistä toimijoista lupaa halvimpia hintoja ja kunkin pyrkimys on kasvattaa liiketoimintaa. Rankka kilpailu 2 %:n kasvuvauhdista on pitkään näkynyt heikkoina myyntikatteina. Toimialan keskimääräinen myyntikate-% onkin vain noin 16 %, kun kaupanalan keskimääräinen kate on 30 % liikevaihdosta.

Uudet liiketoiminnat luovat merkittävää markkinapotentiaalia

Laskemme uuden strategian markkinan koostuvan ydinkategorioiden käsittämisen markkinan lisäksi muiden kategorioiden, digimainonnan sekä datamyynnin markkinoista. Verkkomainostamisen markkina Suomessa on noin 700 MEUR ja se kasvaa noin 5-10 %:n vuositahtia**. Arvioimme uuden strategian mukaisen markkinan olevan arvoltaan noin 6 mrd. EUR, josta noin puolet koostuu ydinkategorioiden, noin 2 mrd. EUR muista kategorioiden ja loput verkkomainostamisen sekä datamyynnin potentiaalista. Kansainvälistymisen markkinapotentiaali on erittäin suuri, mutta toisaalta vaikeasti saavutettava ja arvioitava, jonka takia jätämme sen markkinapotentiaalihin haarukoinnista pois.

Ydinmarkkina tulee jatkossakin kehittymään BKT:n kasvun mukaisesti, kun taas mainostamisen ja datamyynnin markkinan arvioimme kasvavan noin 5-10 % vuodessa. Muiden kategorioiden mukainen kasvu tulee ylittämään talouskasvun ja oletamme markkinan kasvavan keskipitkällä aikavälillä noin 8 %:n vauhtia verkkosiirtymän tukemana. Näin ollen Verkkokauppa.comin kokonaismarkkinan kasvu saavuttaa noin 5 %:n vuosittaisen tason.



Lähde: Tilastokeskus

Markkinapotentiaali



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

*** Inderesin arvio, sis. ydin-, muut- ja uudet potentiaaliset kategoriat sekä digimainonta ja datamyynti.

* Kaupan liitto, ** Kantar TNS

Toimiala ja kilpailukenttä (2/7)

Kilpailu kuluttajaelektronikassa voimakasta

Kokonaisuudessaan kilpailu Verkkokauppa.comin kohdemarkkinoilla on tiukkaa. Etenkin kuluttajaelektronikan tuotteiden homogeenisyyden ja korkeiden keskihintojen takia kuluttajien hintaherkkyys on tavanomaista vähittäiskauppaa korkeampi. Käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta.

Matalasta katetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja isoilla ostovolyymillä. Tukeakseen katteita ja houkutelakseen uusia asiakkaita toimijat ovat laajentaneet valikoimaansa kodinelektronikan ulkopuolisiin kategorioihin.

Muissa kategorioissa kilpailu vaihtelee tuoteryhmittäin sekä riippuen myyntikanavasta. Lelujen ja musiikin alakategorioiden kilpailu verkossa on arvioidemme mukaan melko maltillista, jonka myötä yhtiöllä on hyvät edellytykset vallata markkinaa verkkosiirtymän avittamana. Puolestaan urheilussa, jossa on muita verkossa toimivia pelureita, kilpailu on kireämpää.

Kun kilpailu kivijalassa on tyypillisesti paikallista, laajenee kilpailukenttä verkossa monikansalliseksi. Ulkomaan toimijoihin (Amazon tai joku muu Suomen ulkopuolella toimiva verkkokauppa) nähden Verkkokauppa.comin selvä etu on nopeat toimitusajat sekä asiakastuntemus. Ulkomailta tilattaessa seuraavan päivän toimitus maksaa tyypillisesti merkittävästi normaalia toimitusmaksua enemmän ja normaalin toimituksen kesto on

useita päiviä.

Halpa hinta on toimialalle ehdoton

Jotta kuluttajaelektronikan toimialalla voi pärjätä, tulee yhtiöiden valikoima olla hintakilpailukykyinen. Tässä pienet pelurit ovat epäonnistuneet ja markkina on käytännössä keskittynyt kolmen suurimman toimijan (Verkkokauppa.com, Giganti ja Power) sekä joidenkin erikois- ja tavaratalokauppojen jakamaksi. Näemmekin edullisen hinnan olevan hintaherkissä tuotteissa markkinalla pärjäämisen elinehto.

Muissa kategorioissa asiakkaiden hintatietoisuus tai -herkkyys ei ole yhtä korostuneessa asemassa kuin ydinkategorioissa. Halpa hinta ei ole välttämättä enää ensisijainen ostopäätöstekijä vaan kilpailuetua edistäviksi tekijöiksi nousee muut tekijät kuten brändi. Arviomme mukaan keskimääräinen suomalainen kuluttaja suhtautuu skeptisesti sille tuntemattomiin verkkokauppoihin, jolloin tunnetulla brändillä voi saavuttaa etua muihin, etenkin ulkomaisiin, pelureihin nähden. Myös hyvä saavutettavuus (verkkokaupan helppokäyttöisyys tai kivijalassa hyvä kauppapaikka) ja laaja tuote-/palveluvalikoima luovat edellytykset asiakasmäärän kasvun saavuttamiselle. Vaikka asiakaspito on toimialalla pieni, voi ensiluokkaisella asiakaskokemuksella vahvistaa asiakkaan uudelleenasiointia. Verkossa ensiarvoisen tärkeä asia on toimitusnopeus ja -vaihtoehdot sekä erilaiset joustavat maksutavat, joihin Verkkokauppa.com on viimevuosina panostanut.

Kuluttajaelektronikkaan fokusoituneet kilpailijat

GIGANTI

POWER

Veikon Kone

JIMM'S

euronics

elisa

Telia

DNA

Kuluttajaelektronikassa toimivat "generalistit"

Clas Ohlson

TOKMANNI

PRISMA

CITYMARKET

amazon

Kärkkäinen
on edullisen ostamisen tavaratalo

HobbyHall.fi

Lähde: Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä (3/7)

Markkinajohtaja kuluttajaelektronikan kaupassa

Gigantti hallitsi pitkään Suomen kuluttajaelektronikan markkinoita, kun taas vuonna 2022 Verkkokauppa.com ohitti tämän laskumarkkinan aikaan. Viimeisten markkinatietojen perusteella markkinasta >60 % oli kolmen suurimman pelurin hallitsema ja trendi on ollut vuosia nousujohteinen.

Markkinaosuuksien kehityksestä näkee selvästi markkinan keskittymisen trendin, kun vuodesta 2008 Verkkokauppa.comin osuus on kasvanut yli 10 %-yksiköllä 25 %:iin. Samaan aikaan Gigantin markkinaosuus kasvoi 20 %:sta n. 25 %:iin. Tästä päätellen Verkkokauppa.com on viimeisen 15 vuoden aikana onnistunut nostamaan voimakkaasti markkinaosuuttansa. Powerin mukaantulo vuonna 2016 on kuitenkin hidastanut Verkkokauppa.comin markkinavaltuutta. Verkkokauppa.comin ja Gigantin asiakasrupausten tapaan Powerin pääsijaisena tarkoituksena on tarjota asiakkaille halpoja hintoja, mikä luonnollisesti tarjoaa asiakkaille useita vaihtoehtoja ja lisää toimialan sisäistä kilpailua.

Markkina palasi vuonna 2022 trendille

Suomen kuluttajaelektronikan markkina kasvoi pitkän aikavälin trendikasvua nopeammin vuosina 2019-21 hyvän kuluttajasentimentin johdattelemana ja markkinakehitys oli vuosien 2020-21 aikana pitkän aikavälin trendiä korkeammalla. Markkinan lasku alkoi vuonna 2022 ja se on jatkunut vuoden 2023 loppuun saakka. Vuosien 2020-21 aikana paisutettua kuluttajien kysyntää on hetken aikaa jo sulateltu, ja vuoden

2023 toteuma on painunut jo trendilinjan alapuolelle. Arviomme mukaan kuluttajilla on vielä mahat jokseenkin täynnä ja markkinan sulattelu jatkuu vuoden 2024 puolelle. Uskomme markkinan kuitenkin pohjaavan vuoden 2024 aikana ja kasvun kunnolla potkaisevan vuonna 2025 peilaten kuluttajaelektronikan pitkään jatkuneeseen laskusuhdanteeseen.

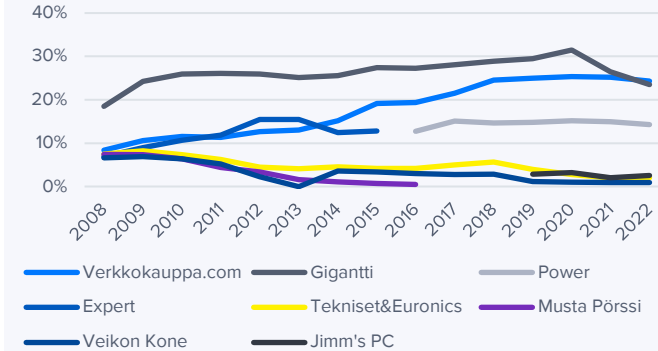
Kotimaisista pelureista on vaikea erottaa

Samoista asiakkaista taistellessa hintakilpailu kolmen kilpurin kesken saattaa äityä varsin voimakkaaksi, etenkin silloin kun asiakaskysynnässä nähdään hidastumista. Powerin, Gigantin ja Verkkokauppa.comin lisäksi tietyt tavaratalot tarjoavat kuluttajaelektronikan tuotteita, mutta näiden valikoima on hyvin rajoittunut markkinajohtajiin nähden.

Gigantin ja Powerin A-brändien valikoima vastaa lähes identtisesti Verkkokauppa.comin ydinkategorioiden tuoterepertuaaria. Private label -tuotteilla yhtiöt pystyvät saavuttamaan joitakin erottautumiselementtejä, joskin tuotteet ovat ominaisuuksiltaan varsin samanlaisia. Private label -tuotteiden bränditunnettuus on A-brändien tuotteita heikompi, joten suurin kuluttajan ostopäätökseen vaikuttava tekijä on alhaisempi hinta.

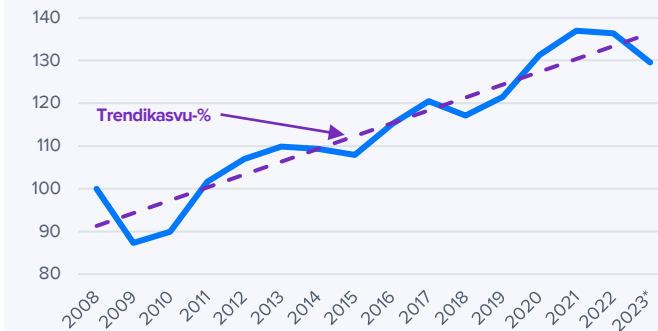
Vaikka Verkkokauppa.com on Suomen pelureista suurin on Gigantin ja Powerin emoyhtiöt kokonaisuudessaan Verkkokauppa.comia suurempia. Tämä takaa Gigantille ja Powerille enemmän neuvotteluvoimaa ja paremmat ostohinnat.

Markkinaosuudet



Lähde: GoTech, ETK ry, Verkkokauppa.com, Asiakastieto

Indeksoitu Suomen kuluttajaelektronikan kasvu-%



Lähde: GoTech, ETK ry, Inderes

* Inderesin arvio (perustuu toteutuneisiin lukuihin ja markkina-kommentteihin)

Toimiala ja kilpailukenttä (4/7)

Ulkomailta tuleva kilpailu toistaiseksi pientä

Vaikka kuluttajaelektroniikan kauppa Suomessa on pääosin kotimaista, suuntautuu osa kuluttajien varoista ulkomaisille kaupoille, joista yksi suurimmista on Amazon. Amazon on verkkokaupan valtiias monella suuremmalla markkinalla länsimaissa. Yhtiö toimii itse myymiensä tuotteiden lisäksi verkkokauppa-alustana kolmansille osapuolille (markkinapaikka). Liiketoimintamalli mahdollistaa sille suuret myyntivolyymit, mikä lisää logistiikan käyttöasteita pääomatehokkaasti.

Amazon avasi verkkosivunsa Ruotsissa sekä pienen välivaraston Eskilstunassa vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Aloitusta ei tähän mennessä ole heijastunut mitenkään Suomen markkinan toimitusnopeuksiin, vaan toimitukset tulevat edelleen Saksan tai Iso-Britannian varastojen kautta.

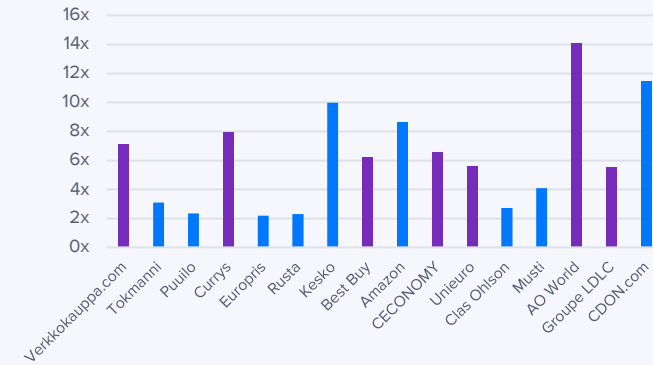
Uskomme Amazonin käyttävän ensin aikaa kolmansien osapuolten saamiseen sen alustalle sekä datan keräämiseen, eikä Suomen markkina ole yhtälössä prioriteettina korkeimmalla. Toistaiseksi Ruotsi on ensimmäinen Amazonin päänavaus Pohjoismaissa. Mikäli verkkokauppajätti suunnittelee laajenemista, uskomme sen tapahtuvan Tanskassa ja Norjassa ennen Suomea. Vaikka Amazon laajentuisi Suomeen Ruotsin välivaraston avulla, emme tästä usko merkittävää kilpailu-uhkaa. Verkkokauppa.comille koituvan, sillä yhtiön valtti piilee markkinoiden nopeimmissa toimituksissa.

Amazonin laajenemisesta ei toistaiseksi ole ollut merkittäviä viitteitä ja pidämme Amazonin laajentumista Suomen kuluttajaelektroniikan markkinaa epätodennäköisenä sen kireän kilpailutilanteen takia.

Kuluttajaelektroniikan varasto kiertää nopeasti

Kauppanalan yhtiöiden varastonkierrossa nähdään selvää vaihtelua. Halpakauppioiden varastot kiertävät vuodessa 2-3x, kun taas verkkokauppaan ja kuluttajaelektroniikkaan keskittyvien pelureiden varastot kiertävät keskimäärin 8 kertaa vuoden aikana. Matalan katteen kuluttajaelektroniikka-kauppiaille on tärkeää saada myynnistä kaikki saatava potentiaali irti, jolloin nopea varastonkierto kasvattaa yhtiöiden katekertymää. Halpakauppioiden kate rakenne on rakenteellisesti parempi, jolloin valikoimassa voidaan pitää kauemmin varastossa istuvia tuotteita, esimerkiksi asiakastytyväisyyden takaamiseksi.

Varaston kierto (keskim. 2014-22)



Lähde: Bloomberg

* Violetilla värjättyt toimijat keskittyvät kuluttajaelektroniikkaan (pl. markkinapaikat)

Toimiala ja kilpailukenttä (5/7)

Gigantin kannattavuus kilpailijoita matalampi

Gigantin emoyhtiö on verrokiryhmästämme löytyvä Currys, joka toimii Isossa-Britanniassa, Pohjoismaissa sekä Kreikassa. Currysilla on pelkästään Pohjoismaissa kilpailijoita korkeammat volyymit (edellistilikauden liikevaihto noin 4,4 mrd. EUR), mikä edesauttaa sitä saamaan hyviä ostohintoja ja -ehtoja. Alueen logistiikkaan yhtiö hakee skaalaetuja automatisoidulla Nordic-keskusvarastolla, joka sijaitsee Jönköpingissä. Pitkään markkinajohtajana olleella Gigantilla on silti ollut yllättävän isoja haasteita pitää kiinni marginaaleistaan juurikin Suomessa. Suomen Gigantin liikevoittomarginaalin kehityksen vertailu konsernin Pohjoismaiseen tulokseen (liikevoitto ~3 %) kertoo omaa kieltään Suomen selvästi kireämmästä kilpailutilanteesta.

Gigantin liiketoiminnassa korostuu laaja myymäläverkoston peitto sekä palveluiden merkitys. Gigantilla on Suomessa 42 myymälän verkosto, joka on viimevuosien ajan pysynyt melko vakaana. Myymälöistä noin puolet toimii kauppiasmallilla, tarkoittaen sitä, että Giganti toimii tietyille kauppiaskaupoille tukkumyyjänä ja konseptin toimittajana. Näissä tapauksissa yhtiön tavaramyynti on tavanomaista ketjumyymlää vähempikatteisempaa, mutta franchising-maksut ovat tyypillisesti korkean katteen liikevaihtoa. Järjestäen kauppiaiden kannattavuudet (3-5 % liikevoitto-%) ovat niiden emoyhtiön, eli Gigantin, lukuja paremmat. Nämä eivät keskenään ole vertailukelpoisia, sillä kauppiaiden kulurakenne poikkeaa emoyhtiöstä joitakin osin (hallinto, markkinointi, logistiikka tms.). Tämän lisäksi sijoittajan on hyvä huomioda se, että osa Gigantin

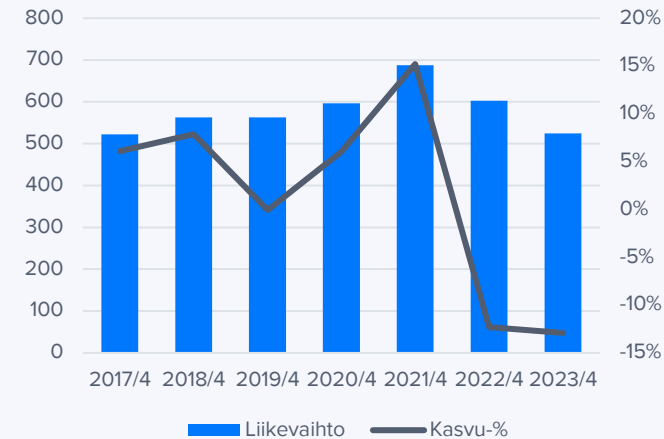
myymälöiden tekemästä myynnistä jää liikevaihdon ulkopuolelle kauppiasmallin takia. Tämä viittaa siihen, että myynnillisesti mitattuna asiakkaat asioivat Gigantin jakelukanavissa useammin kuin Verkkokauppa.comin.

Currysin Pohjoismaiden verkkomyynnin osuus on noin 25 %, mikä arviomme mukaan kuvastaa melko hyvin myös Suomen toimintojen verkko-osuutta. Giganti on vuosien saatossa panostanut verkko-kyvykkyyksiinsä ja emoyhtiö painottaakin monikanavaista tulokulmaa strategiansa.

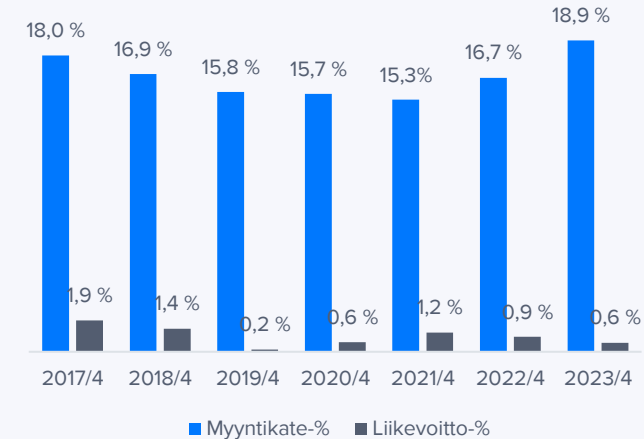
Giganti on viime vuosina lanseerannut kanta-asiakkuusohjelman Pohjoismaissa ja noin puolet alueen kotitalouksista kuuluu jo siihen (Suomessa 1 milj.). Sen myötä asiakaskohtaista myyntiä on saatu kasvatettua selvästi. Yhtiö on viime aikoina investoinut myös verkon asiakaskokemukseen (mm. Live-myyjä-palvelu) ja sen strategiana on ollut laajentaa tuotevalikoimaa elektroniikassa voimakkaasti.

Gigantin liikevaihto laski markkinan myötäisesti päättyneellä tilikaudella (2023/4). Tilikauden 2022/23 aikana kumuloitunut myynti on poikkeuksellisen matala, mitä osaksi selittää toissa tilikaudella muuttunut, negatiivisesti liikevaihtoon vaikuttanut kirjanpitolähtö. Tällä ei kuitenkaan ollut vaikutusta enää tilikauden 2022/23 myyntiin, joka laski poikkeukselliset 13 %. Näin ollen näemme Gigantin kärsineen heikosta markkinasta kolmesta kilpailijasta eniten. Myyntikate-%:n huomattavasta parantumisesta huolimatta yhtiön suhteellinen kannattavuus oli heikko, mutta poikkeuksellisesti parempi kuin Verkkokauppa.comin.

Gigantin liikevaihto



Gigantin kannattavuus



Lähde: Asiakastieto

Toimiala ja kilpailukenttä (6/7)

Powerin suoritus on ollut tasaisen vahvaa

Power Suomi kuuluu norjalaiseen listaamattomaan Power International AS:ään (liikevaihto noin 1,5 mrd. EUR), jolla on myymälöitä Norjassa, Tanskassa ja Suomessa. Power lanseerattiin Suomessa keväällä 2016, kun emoyhtiö hankki Expert-ketjun. Powerin valtakunnallinen jakeluverkosto koostuu 42 myymälästä sekä kivijalkaa tukevasta verkkosivustosta. Power on hiljattain uudistanut kauppakonseptin ilmettä ja korvannut joitakin pienempiä yksiköitä lähes 10 tuhannen neliön suurmyymälöillä.

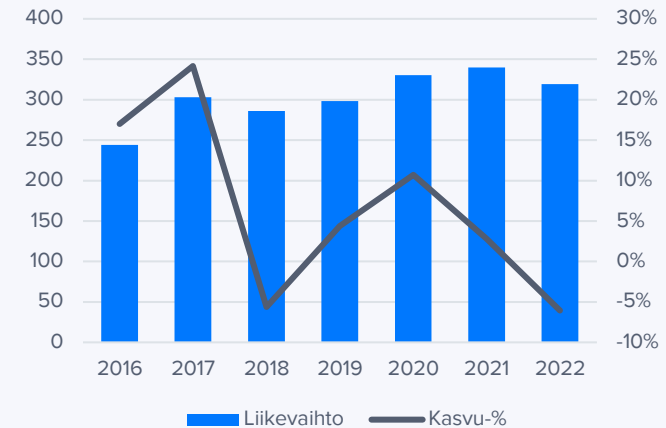
Kivijalkapainotteisen strategiansa lisäksi Power panostaa myös voimakkaasti Click & Collect -toimintojensa kehittämiseen, mikä on loogista verkkokaupan osuuden kasvaessa. Muiden pelureiden tapaan Power hyötyi korona-ajan tuomasta ylikysynnästä ja on selvästi pärjännyt parhaiten tästä seuranneesta kuivasta kaudesta. Gigantin ja Verkkokauppa.comin tulokset lähes sulivat samaan aikaan kun Power onnistui sopeuttamaan kulurakennettaan tehokkaammin ja yhtiön suhteellinen kannattavuus parani vuonna 2022.

Power on keskittänyt viime vuosina myös paljon aiemmin maakohtaisia toimintoja koko konsernin yhteisiksi toiminnoiksi (ostot Norjassa, varasto Ruotsissa, taloushallinto Vilnassa ja verkkosivujen kehitys Suomessa), minkä ansiosta toimintojen kiinteät kulut skaalautuvat paremmin. Toimintojen keskittäminen on arviomme mukaan nostanut myös Power Suomen kilpailukykyä, mikä näkyy

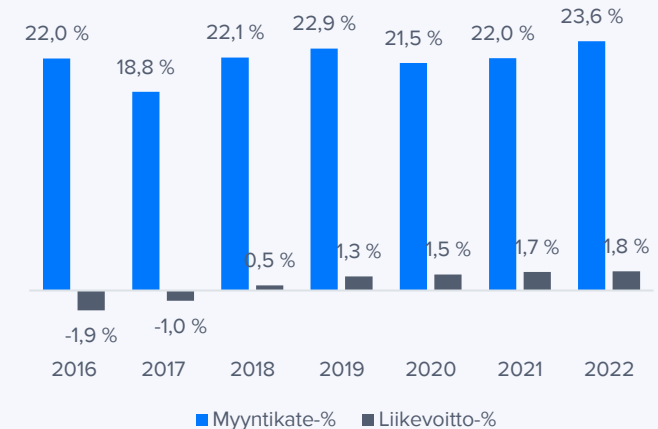
liikevoittomarginaalin tasaisena parantumisena tappiolta lähes 2 %:iin.

Suomessa Powerin liikevaihto on kasvanut tasaista 5 %:n vuosivauhtia. Myyntikatemarginaali on selvästi Verkkokauppa.comin yläpuolella, ja vuoden 2022 aikana Power saavutti lähes 24 %:n suhteellisen myyntikatteen. Kuluttajaelektronikkaan positiiviseen pelurin tapauksessa tämä on erittäin hyvä taso, sillä uskoaksemme Powerin myynnin jakauma ei merkittävästi poikkea Verkkokauppa.comin vastaavasta. Uskomme erotuksen johtuvan suuremmista ostovolyymeistä Pohjoismaisesti keskitettyjen ostotoimintojen ansiosta. Suhteellinen kannattavuus (2022: 1,8 %) on kehittynyt positiivisesti, mikä on kuitenkin vielä niiden tasojen alla mihin Verkkokauppa.com on historiassaan päässyt.

Powerin liikevaihto



Powerin kannattavuus



Lähde: Asiakastieto

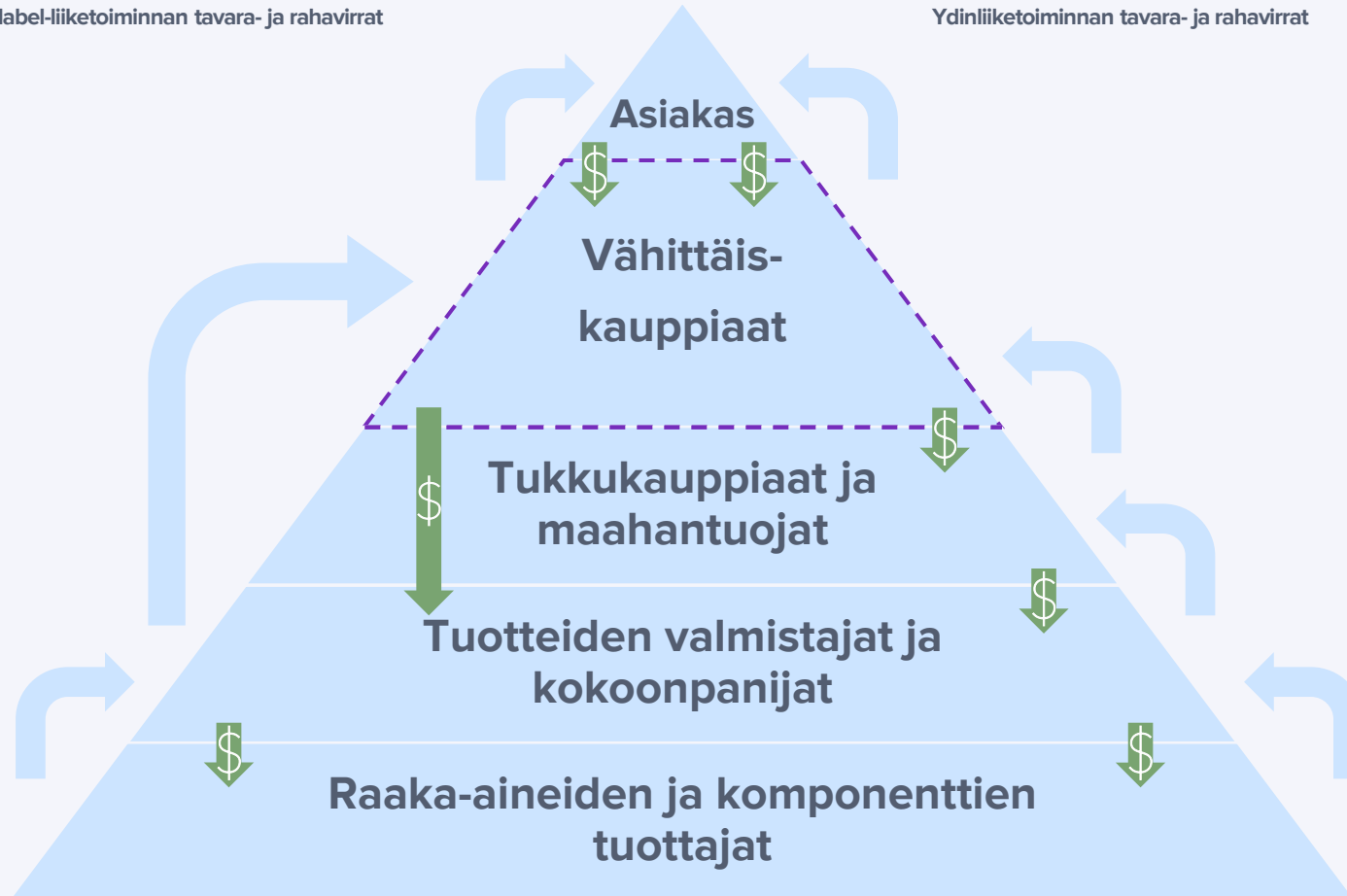
Toimiala ja kilpailukenttä (7/7)

Tuotekategoria	Kilpailutilanne verkossa**	Markkinan kasvu	Kilpailijoita
Kehittyvät kategoriat kokonaisuutena	<ul style="list-style-type: none"> Kilpailutilanne vaihtelee merkittävästi tuotealueittain 	<ul style="list-style-type: none"> Kohdemarkkina 2,0 mrd. EUR* Markkinan kasvu BKT Markkinaosuus 5 %** Verkon osuus 11 %** 	
Lelut (merkittävä kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Maltillinen kilpailu 	<ul style="list-style-type: none"> Markkinan kasvu BKT 	<ul style="list-style-type: none"> Ei hallitsevaa erikoisliikettä
Urheilu (merkittävä kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Vaihtelee tuoteryhmittäin 	<ul style="list-style-type: none"> Markkinan kasvu BKT 	
Kellot (merkittävä kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Neutraali kilpailu 	<ul style="list-style-type: none"> Älykelloissa voimakas kasvu*** 	
Musiikki (merkittävä kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Maltillinen kilpailu 	<ul style="list-style-type: none"> Markkinan kasvu BKT* 	

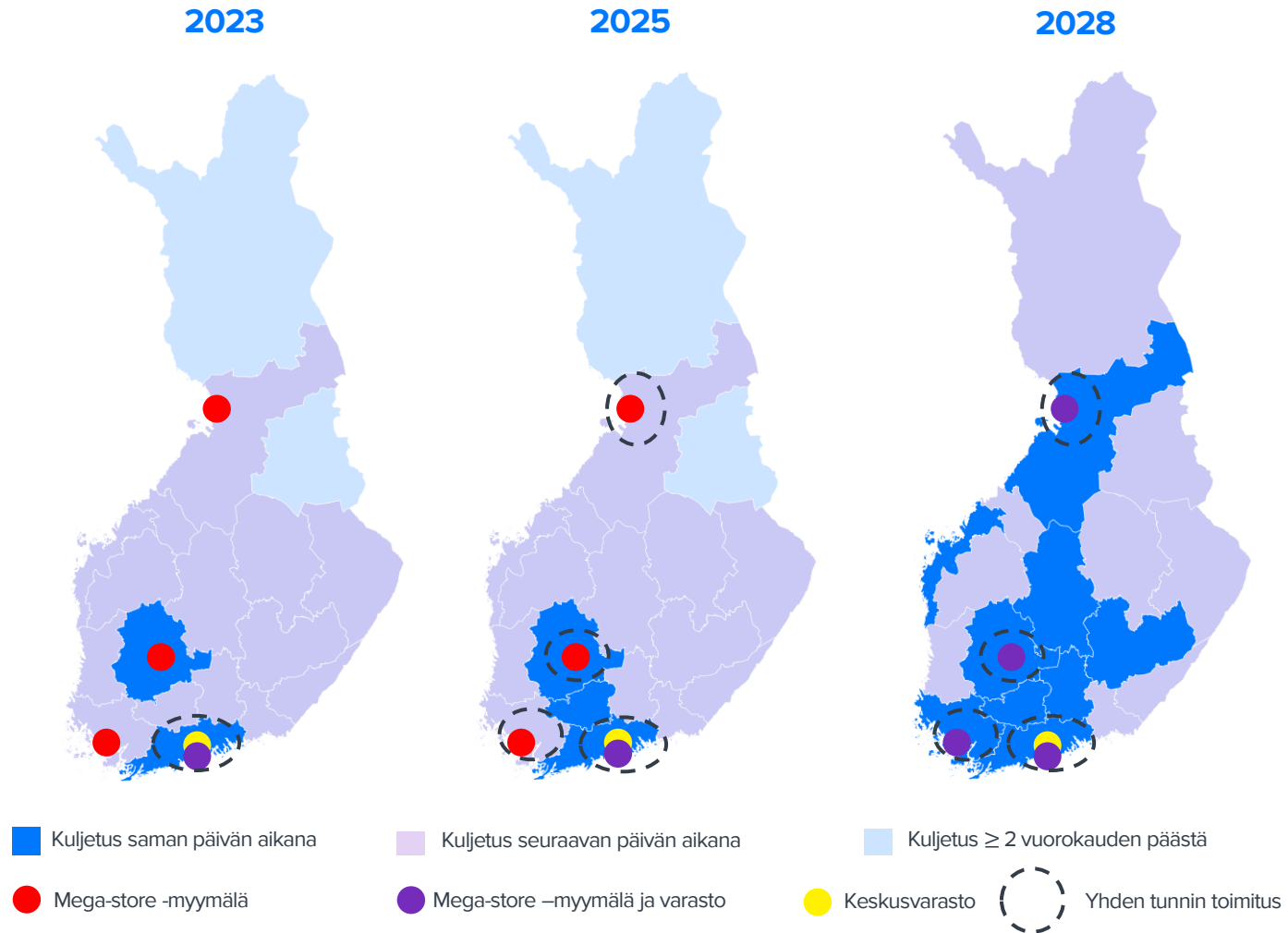
Vähittäiskaupan arvoketju

Private label-liiketoiminnan tavara- ja rahavirrat

Ydinliiketoiminnan tavara- ja rahavirrat



Verkkokauppa.comin toimitusverkosto*



Lähde: Verkkokauppa.com, Inderes

* Kartat ovat havainnollistavia

Taloudellinen tilanne (1/3)

Liikevaihto kasvanut vuosittain 9,5 %

Verkkokauppa.com on historiansa ansiosta profiloitunut voimakkaan kasvun yhtiöksi. Yhtiö on keskimäärin raportoinut 9,5 % vuosittaista liikevaihdon kasvua. Voimakkainta kasvu oli 2010-luvun alussa, jolloin vauhti oli pääsääntöisesti yli 10 %, mutta kokoluokan kasvettua ja markkinan saturoiduttua, liikevaihdon lisääminen tuli entistä haastavammaksi silloisen valikoiman avulla.

Vuonna 2020 puhjennut koronapandemia vauhditti kuluttajaelektroniikan kauppaa kuluttajien käytössä olevien varojen kuluttamisen suuntautuessa lähes pelkästään tavarihin. Kokoonumisrajoitusten myötä verkkokaupankäynti kasvoi yleisesti voimakkaasti ja verkkosiirtymä otti jättiloikkauksen. Tätä aikaa väritti myös äkillisen kysynnän nousun sekä toimitusketju-häiriöiden seurauksena syntynyt materiaali- ja tuotteen puutteita, jolloin tietyissä elektroniikan komponenteissa ja tuotteissa tavattiin viivästyneitä toimitusaikoja. Tällöin tuottajahinnoissa nähtiin alustavia hintojen nousua, jotka myöhemmin vuonna 2021 alkoivat näkyä kuluttajahinnoissa.

Suuri osa Verkkokauppa.comin valikoimasta lukeutuu harkinnan varaisen kulutuksen mukaisiin tuotteisiin, joiden käyttöikä on melko pitkä (3-7 vuotta). Inflaation nousun ja palvelukysynnän jyrkän nousun myötä alkoi näkyä ensimmäisiä merkkejä heikentyvästä kuluttajaelektroniikan kysynnästä vuoden 2021 lopulla. Venäjän aloittama sota ja siitä seurannut entistä voimakkaampi inflaatio, heikko kuluttajaluottamus ja nousseet korot altistivat harkinnanvaraisen kulutuksen taantumaan vuonna 2022. Vuonna 2022 yhtiön liikevaihto laski 5 % ja viimeisten 12 kuukauden aikana 9 %.

Myyntikatetta painaa toimialan hintakilpailu

Verkkokauppa.comin myyntikate-% on vuosien 2013-22 aikana pyörinyt 15 %:n molemmin puolin. Toimialalle tyypillinen hintakilpailu on pitkään painanut yhtiön myyntikatemarginaaleja alle keskimääräisen kaupan alan tason (30 %). Tämän lisäksi hinnoitteluympäristö on vaikea, sillä kuluttajat ovat hyvin hintatietoisia, asiakkaiden lojaliteetti on matala ja myytävien tuotteiden hinnat korkeita. Koronavuosina myyntikate-% kohosi 16 %:n tuntumaan, mikä arviomme mukaan johtuu miedosta hinnoitteluympäristöstä ja korkeasta kysynnästä.

Liikevoitto-% on rakenteellisen alhainen

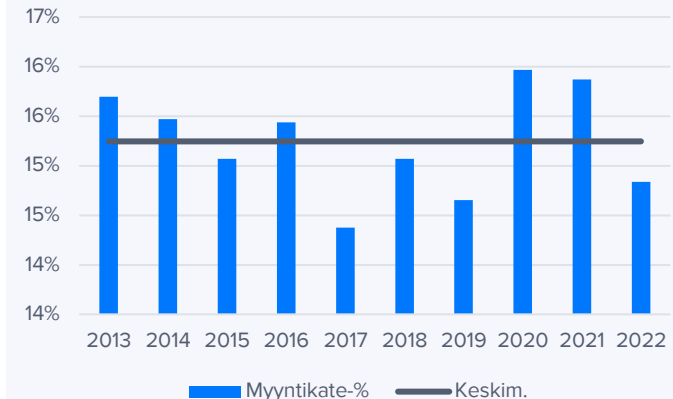
Korkeista keskihinnoista sekä tiukasta kilpailusta johtuen suuri osa yhtiön kuluista on muuttuvia kustannuksia, n. 85 % liikevaihdosta. Tämä puolestaan näkyy alhaisena myyntikate- ja liikevoittomarginaalina. Parhaimmillaan yhtiön liikevoittomarginaali on ollut 3,5 %, mutta keskimäärin se on pyörinyt 2-3 %:n tienoilla. Vuosien 2020-21 liikevoittoa nostivat arvioidemme mukaan sekä noussut volyymi että tavanomaista korkeammat myyntikatteen, joita ajoivat vapaampi hinnoitteluympäristö kysynnän ylittäessä tarjonnan tietyissä tuotteissa.

Alhaisesta suhteellisesta kannattavuudesta huolimatta, yhtiö on kyennyt tekemään vahvaa tuottoa pääomalle tehokkaan taseen ansiosta. Oman pääoman tuotto on keskimäärin ollut 25 % viimeisten kuuden vuoden aikana, mutta vuoden 2022 toteumaa laski ennätysalhainen tulos.

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Myyntikate-%



Lähde: Verkkokauppa.com

Taloudellinen tilanne (2/3)

Tase on helppo ymmärtää

Verkkokauppa.comin taseen loppusumma oli tilikauden 2022 (Q3'23) lopussa 172 (166) MEUR.

Pitkäaikaista omaisuutta yhtiön taseessa oli ennen IFRS-16 muutoksia niukasti, sillä yhtiö ei itse omista myymälöitään. Taseen aineettomiin eriin sisältyy e-ville.com yritysosaston myötä kapitalisoitu yritysarvo.

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on varasto, joka oli vuoden 2022 (Q3'23) lopussa 75 (72) MEUR. Taseen riskisin erä onkin vaihto-omaisuus sen suuren osuuden myötä, joskin emme näe alaskirjauksen todennäköisyyttä kovin suurena.

Suurin osa yhtiön 50 (53) MEUR:n saamisista sitoutuu myyntisaamisiin. Arviomme mukaan yhtiön myyntisaamiset tulevat kehittymään lähivuosina hieman liikevaihtoa nopeammin, kun se kasvattaa asiakasrahoitusliiketoimintaansa. Korostamme sijoittajille, että raportoiduista myyntisaamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Yhtiöllä oli vuoden 2022 lopussa rahavaroja 21 (16) MEUR:n edestä.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2022 (Q3'23) lopussa 26 (27) MEUR vastaten 16 (17) %:n omavaraisuusastetta. Omavaraisuusastetta heikentää IFRS16-aktivoinnit, ja todellisuudessa niistä oikaistuna tunnusluku pyörii reilu 20 %:n tienoilla (2022: 18 % johtuen huonosta tuloksesta).

Tilikauden 2022 (Q3'23) lopussa korollista rahoitusvelkaa yhtiön taseessa oli noin 24 (22)

MEUR:n edestä. Tämä vastaa alle 1x nettovelan ja käyttökatteen suhdetta, mikä viestii velka-aseman olevan terveellä pohjalla.

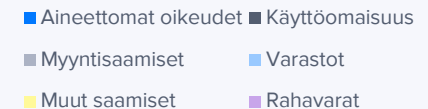
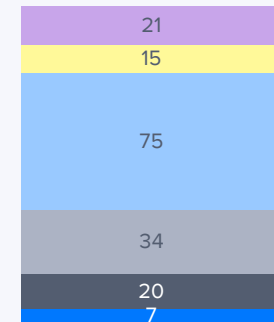
IFRS16-vastuisiin liittyvää velkaa yhtiöllä oli noin 17 (15) MEUR:n edestä. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli tilikauden 2022 (Q3'23) lopussa 105 (102) MEUR, joista suurinta osaa vastaa ostovelat.

Sijoittajien on tärkeä muistaa, että kassa-alennusten hyödyntämiseksi yhtiö tarvitsee myös jatkossa taseessaan käteistä. Myös hyvien ostoehtojen turvaamiseksi tavarantoimittajilta sekä yhtiön rahoituspalveluiden riskiprofiilin hallitsemiseksi yhtiöllä on hyvä olla taseessaan jonkin verran käteispuskuria. Liiketoiminnan sykliisyys on myös yksi keskeinen ajuri käteispuskurille.

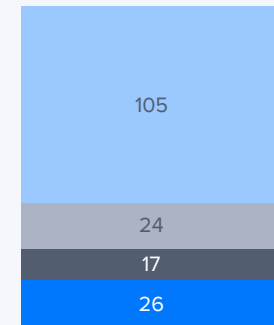
Kassavirta normaalissa markkinassa tehokasta

Keskimäärin Verkkokauppa.comin operatiivinen kassavirta on ollut 12,4 MEUR ja vapaa kassavirta 2,5 MEUR vuosina 2017–2022. Tämä kääntyy 66 % ja 13 %:n kassakonversioksi, jotka viestivät osan käyttökatteesta sitoutuvan liiketoiminnan pyörittämiseen esimerkiksi käyttöpääomaan tai vapaan kassavirran tapauksessa investointeihin. Vaikka Verkkokauppa.comin liiketoiminta on pääsääntöisesti ollut pääomakevyttä, on vuosien 2021–22 investoinnit (logistiikka ja yritysosto) painaneet vapaan kassavirran matalaksi tai jopa negatiiviseksi. Näemmekin yhtiön kykenevän tekemään tehokasta vapaata kassavirtaa normaalissa markkinaympäristössä, jolloin kasvun rahoittaminen onnistuu omavaraisesti.

Varat (2022)



Velat (2022)



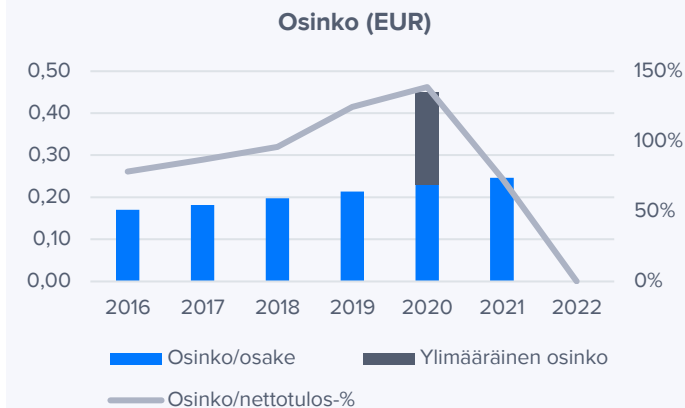
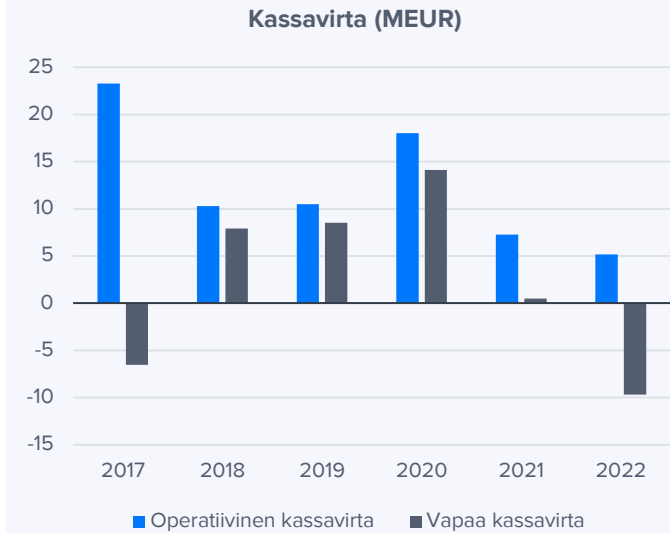
Lähde: Verkkokauppa.com

Taloudellinen tilanne (3/3)

Vuosien 2021–22 kassavirtaa heikensivät erityisesti kolme asiaa: 1) matala käyttökate (vuonna 2022), 2) sitoutunut käyttöpääoma kohonneiden varastotasojen tähden sekä 3) suuremmat investoinnit. Tilanne ei ollut täysin yhtiön kontrollissa, sillä varastotasojen nousu johtui välillisesti koronapandemian aiheuttamasta tavarapulasta. Päälle tullut kuluttajaluottamuksen heikkeneminen ja markkinan pysähdys eivät auttaneet suurten varastotasojen purkamisessa ja täten yhtiö päätyi tehostamaan toimintaansa sekä operatiivisesti sekä valikoiman osalta turvatakseen kilpailukykyä.

Kasvava kvartaaliosinko joutui paussille

Verkkokauppa.comin tavoitteena on ollut jakaa kasvavaa kvartaaleittain maksettavaa osinkoa. Vuosien 2016-21 aikana se onnistuikin kun yhtiö jakoi keskimäärin koko tuloksensa omistajille. Lisäksi vuoden 2021 tuloksesta yhtiö jakoi ylimääräisen 0,22 euron (per osake) osingon omistajilleen. Heikon markkinan lopputulemana yhtiö joutui laittamaan osingon paussille vuoden 2022 osalta, ja uudessa strategiassa se pyrkii arviomme mukaan olemaan maltillisempi tuloksen ulosjaon suhteen. Verkkokauppa.com ilmoitti, että sen hallitus tulee esittämään vuoden 2024 yhtiökokoukselle, että tilikauden 2023 tuloksesta ei makseta osinkoa. Tulevalle strategiakaudelle yhtiö on linjannut 60-80 %:n osingonjakosuhteen politiikan, mikä antaa liikkumavaraa, mikäli vapaa kassavirta olisi esimerkiksi investointien takia matalalla tasolla.



Lähde: Verkkokauppa.com

Ennusteet (1/4)

Ennustamme liikevaihtoa liiketoimintasegmenteittäin

Mallinamme Verkkokauppa.comin liikevaihdon kehitystä pääsääntöisesti liiketoimintasegmenteittäin (Kuluttaja, B2B ja Vienti). Tämän lisäksi haemme tukea ennusteille peilaamalla myynnin jakautumista myyntikanavittain (Verkko ja Kivijalka) ja tuotekategorioittain (Ydin- ja muut kategoriat).

Internet sisältää hyviä lähteitä Verkkokauppa.comin markkinakehityksen hahmottamiselle ja ne tarjoaa tukea lyhyen aikavälin ennusteisiimme. Lisäksi peilaamme ennusteitamme kuluttajan tilaan (kuluttaja-luottamus), Pohjoismaiden kehitykseen sekä yhtiön verrokkiyhtiöiden raportointiin lukuihin. Näihin lukeutuu kuluttajaelektronikan [markkinatilastot](#), [Tilastokeskus](#), [EK](#) ja verrokkiyhmästämme Currys ja Kjell Group sekä muut kaupanalan yhtiöt.

Tulosennusteemme rakentuvat kuluriveittäin

Verkkokauppa.com raportoi kulurivinsä konsernitasolla. Tästä syystä ennustamme

kannattavuutta liikevaihdosta poiketen konsernitasolla. Yksi tärkeimmistä eristä on materiaalikustannukset tai kääntäen myyntikate. Myyntikatteella voi olla huomattava vaikutus yhtiön tulokseen, sillä materiaalikustannukset vastaavat pääsääntöisesti yli 80 % liikevaihdosta. Ennustamme myyntikatetta konsernitasolla, mutta huomioimme tässä myyntijakauman painottumisen (ydin vs. muut kategoriat), alennusten määrän (kampanjat vs. sesongit) ja yleisen materiaali-inflaation. Muut liiketoiminnan kulut ennustamme peilaten niitä liikevaihdon ennustettuun kasvuun ja yleiseen kustannusinflaatioon. Henkilöstökulut ennustamme keskimääräistä henkilöstökulua (palkka) ja henkilöstömäärää hyödyntäen. Huomioimme samalla mahdollisen palkkainflaation. Poistot perustuvat tiettyyn oletettuun poistotasoon.

Ennustamme nettorahoituskulut erikseen kuluriveittäin (korolliset rahoitusvelat vs. IFRS16-velat). Verot perustuvat ennustettuun veroprosenttiin. Ennusteemme eivät sisällä yrityskauppoja, sillä niiden toteutumista on mahdotonta ajoittaa.

Ennustemallimme saattaa ajan myötä muuttua yhtiön lanseeraamien uusien liikevaihdon lähteiden myötä, mikäli yhtiö rupeaa raportoimaan näitä ydinliiketoiminnastaan erillisinä erinä. Lähivuosina uusien liiketoimintojen ennustaminen on hankalaa, sillä niiden lyhyen aikavälin potentiaali sisältää paljon epävarmuutta.

Teimme ennustemuutoksia raportin yhteydessä

Laskimme Q4'23 ennusteitamme arvioitua heikomman [sesonkimyynnin ja aggressiivisen hintapaineen](#) lopputulemana, ja lisäsimme uusien liiketoimintojen alustavat (konservatiiviset) arviot ennusteisiimme (2024 →). Kokonaisuudessaan 2023 ja 2024-25 tulosennustemme laski 3 % ja nousivat noin 3-9 %. Absoluuttisesti muutokset jäivät hyvin pieniksi, sillä lähtötasot ovat vielä alhaiset. Aiempia arvioitamme nopeamman koronlaskunäkymän myötä leikkasimme rahoituskustannusennusteitamme hieman vuodesta 2024 eteenpäin. Tämän lisäksi poistimme vuoden 2023 osinkoennusteemme, sillä yhtiö ilmoitti priorisoivansa omavaraisuuttansa ja sivuuttavansa osingonjaon tilikaudelta 2023.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	501	498	-1%	503	501	0%	533	536	1%
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,0	6,8	-2%	7,9	8,0	1%	11,3	12,0	6%
Tulos ennen veroja	3,2	3,1	-4%	5,7	5,9	3%	9,4	10,2	9%
EPS (ilman kertaeriä)	0,09	0,09	-3%	0,10	0,10	3%	0,17	0,18	9%
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,06	0,06	3%	0,12	0,13	9%

Ennusteet (2/4)

Lavea ohjeistus kertoo epävarmuudesta

Yhtiö odottaa vuoden 2023 liikevaihdon laskevan ja oikaistun liikevoiton nousevan vertailukaudesta. Tavanomaisesti yhtiö on ohjeistanut numeerisesti, mikä viestii nykyisen markkinaympäristön aiheuttavan liiketoimintaan suurta epävarmuutta.

2023 päättyy suhteellisen tuloksen kannalta kohtuullisissa merkeissä

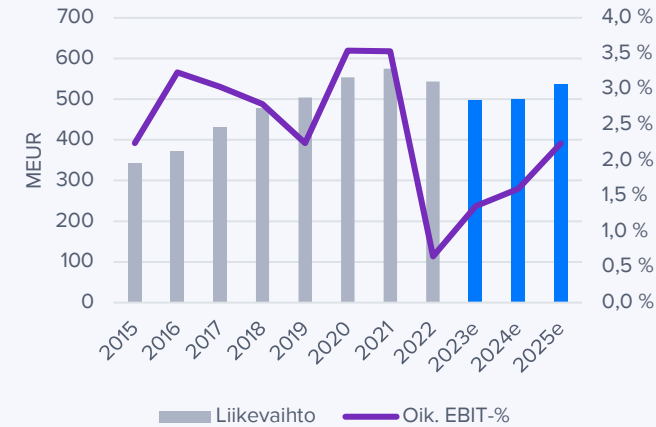
Vuosi 2023 on jatkunut markkinan suhteen alakuloisena ja yhtiön liikevaihto on viimeisten 12 kuukauden aikana laskenut 9 % vertailuajankohdasta. Myynnin maksimoinnin sijaan yhtiö on heikon markkinan aikaan keskittynyt tuloksen suojelemiseen ja kilpailukyvyyn säilyttämiseen. Tehostusohjelman avulla yhtiön tulos on parantunut tammi-syyskuun aikana 64 % suhteellisen liikevoitto-%:n ollessa 0,7 %. Suhteellinen kannattavuustaso on vielä alhainen johtuen pääosin alhaisesta volyymitasosta. Vuoden 2023 alussa aloitetulla tehostusohjelmalla yhtiö kertoo tavoittelevansa noin 10 MEUR:n vuositason säästöjä ja 2023 aikana 5-8 MEUR:n säästöjä (Q3'23 päätteeksi 16 % edellä suunnitelluista säästötavoitteista). Ennen Q4-tulosta yhtiö kertoi saavuttaneensa tavoitellut säästöt vuoden 2023 osalta ja uskomme ohjelman nostavan myös Q1'24 kannattavuutta.

Vaikka vuosi on jo vaihtunut 2024 puolelle, on tilikautta yksi kvartaali vielä raportoimatta. Odotamme Q4'23 myynnin jatkavan laskuaan (-6 %) heikon markkinan vetämänä, mutta tehostustoimien myötä kannattavuuden (1,5 %

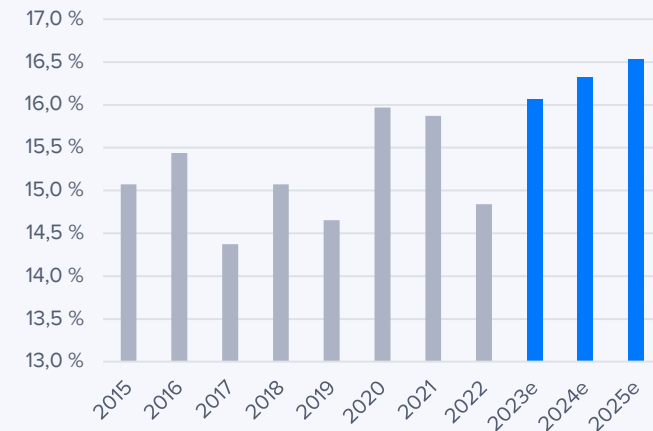
liikevaihdosta) ja nettotuloksen (+260 %) paranevan vertailukaudesta. Ennustamme 2023 liikevaihdon laskevan 8 % läpi yhtiön tuotelinjojen ja liiketoimintasegmenttien. Kokonaisuudessaan muut tuotekategoriat ovat laskeneet ydinkategorioita enemmän, mutta ero ei ole merkittävä (23e: muut -9 % vs. ydin -8 %).

Osana tehostusohjelmaansa yhtiö on virtaviivaistanut valikoimaansa ja vähentänyt alhaisen varastonkierron nimikkeitä. Lisäksi arvioimme yhtiön keskittyneen ydinkategorioiden katehallinnassaan korkeamman katteen artikkeleihin. Edellä mainittujen tekijöiden myötä yhtiön myyntikate-% on parantunut selvästi (1-9/2023 16,4 % vs. 1-9/2022 15,1 %). Vaikka vertailukauden myyntikate olikin absoluuttisesti vuotta 2023 korkeampi, on suhteellinen myyntikate tukenut kuluvan tilikauden kannattavuutta yhdessä alkuvuonna toteutettujen kulusäästöjen kanssa, joista suurin osa koski henkilöstökuluja. Odotamme Q4 oik. liikevoiton paranevan vertailukaudesta selvästi (+ 290 %) ja 2023 oik. liikevoiton asettuvan 6,7 MEUR:oon (1,4 % liikevaihdosta). Taso on vielä kaukana yhtiön tavoittelemasta yli 5 %:sta, mutta silti markkinaympäristö huomioiden kohtuullinen. Huomautamme, että vertailukauden lukuja on painanut heikon markkinan ja volyymitasoon nähden suuren kulumassan yhdistelmä, jonka vuoksi tuloskasvu vaikuttaa hyvinkin voimakkaalta.

Liikevaihto ja kannattavuus



Myyntikate-%



Lähde: Inderes

Ennusteet (3/4)

Koron nousuilla on näkemyksemme mukaan rajallinen vaikutus yhtiön tulokseen. Uskomme nettorahoituskustannusten kuitenkin nousevan edellisvuodesta, odottaen niiden asettuvan 2,1 MEUR:oon vuoden 2023 päätteeksi. Ennustetun veroasteen ollessa 26 %, odotamme 2023 oik. osakekohtaisen tuloksen olevan 0,09 euroa. 2023 osingon yhtiö on kertonut jäävän tauolle, jonka takia ennustamme osingon maksun jatkuvan vasta tilikaudelta 2024.

Tehostunut käyttöpääoma ja rajalliset investoinnit yhdessä parantuneen tuloksen kanssa ovat nostaneet yhtiön operatiivista ja vapaata kassavirtaa. Ennustamme vuoden 2023 operatiivisen ja vapaan kassavirran olevan 13 ja 8 MEUR.

Yhtiön velka-asema on melko terveellä pohjalla. Ennustamme nettovelan ja käyttökateen suhteen olevan noin 1x ja omavaraisuusasteen 18 % vuoden 2023 lopussa. Pääomakevyyden liiketoimintamallin ja vuosien 2020-21 aikana tehtyjen etupainotteisten investointien myötä investoinnit ovat edellisen vuoden aikana olleet normaalin matalat.

Odotamme markkinan heräävän vuonna 2024

Kuluttajaelektroniikan markkinan alakulo on kestänyt jo yli 2 vuotta. Kuluttajien ostovoiman parantuessa hitaantuvan inflaation sekä odotettujen koronlaskujen myötä uskomme markkinan hiljalleen heräävän vuoden 2024 aikana. Alkuvuodelle odotamme vielä hidasta laskua, mutta uskomme myynnin kääntyvän hitaaseen kasvuun H2'24:lla. Kasvua ajaa näkemyksemme mukaan ydinkategoriat, sillä

kuluttajaelektroniikka on lasketellut vuoden 2021 viimeisestä kvartaalista lähtien. Arviomme mukaan lasku jatkuu H1'24:n ajan, mutta uskomme markkinan virkoavan H2:n puolella hitaaseen kasvuun. Ennustamme 2024 liikevaihdon asettuvan 501 MEUR:oon, heijastellen 0,6 %:n kasvua. Uskomme uusien liiketoimintojen kokeilujen alkavan vuoden 2024 aikana, mutta niistä syntyvä tulosvaikutus jää arviomme mukaan vielä vähäiseksi.

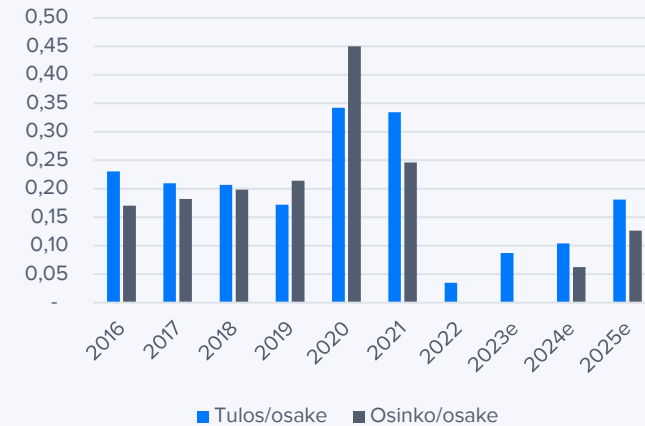
Uskomme myyntikate-%:n säilyvän hyvällä tasolla järkevän valikoiman hallinnan myötä. Nousupotentiaalia myyntikatteelle luo omien tuotemerkkien osuuden kasvu, johon yhtiö näyttää pyrkivän uudella strategiaperiodilla entisiä voimakkaammin. Ennustamme vuoden 2024 myyntikate-%:n olevan 16,3 %.

Odotamme kiinteiden kulujen pysyvän hallinnassa laskun tai kohtuullisen kasvun toimintaympäristössä. Uskomme näiden jossakin määrin skaalautuvan kasvun ja tehtyjen tehostamistoimien myötä. Ennustamme kiinteiden kulujen laskevan 2 % ja niiden olevan liikevaihdosta 13,5 %.

Odotamme oik. liikevoiton paranevan ja asettuvan 8 MEUR:oon. Tämä vastaa 1,6 %:n suhteellista kannattavuutta. Yli 5 %:n tavoitteeseen on vielä rutkasti matkaa, mutta tämä arviomme mukaan vaatii korkeamman kannattavuuden liiketoimintojen osuuden selvää kasvua.

Uskomme rahoituskustannusten asteittain pienentyvän alenevan korkonäkymän myötä. Yhtiön lainojen korkoja tarkastetaan ja velkaa lyhennetään puolivuositain.

Tulos ja osinko (EUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet (4/4)

Vuoden 2024 osakekohtainen tulos asettunee näin ollen 0,10 euroon. Uskomme yhtiön avaavan osinkohanat jakamalla 60 % (0,062 euroa per osake) nettotuloksestaan osakkeenomistajille.

Tuloksen noustessa yhtiön velka-asema paranee entisestään, sillä emme näe yhtiön nostavan nykyliiketoiminnallaan lisävelkaa (pl. mahdollinen yritysosto). Samaan aikaan ennustamme vapaan kassavirran säilyvän hyvällä tasolla, mihin suurempi nosto on kuitenkin odotettavissa vasta vuoden 2025 jälkeen.

Kasvu kiihtyy vuosina 2025-26

Korostamme, että vuosien 2025-26 ennusteisiimme kohdistuu tavanomaista suurempaa epävarmuutta kohdemarkkinan ollessa vielä alakuloinen. Uskomme ydinliiketoiminnan kuitenkin kasvavan kiihtyvästi ja uusien liiketoimintojen osuuden kasvavan. Ennustamme vuosien 2025 ja 26 liikevaihdon asettuvan 536 ja 572 MEUR:oon vastaten kukin noin 7 %:n kasvua.

Vuosien 2025-26 kannattavuuskehitystä tukee kulukontrollin lisäksi asteittain kehittyvä myyntikate-% hyvän valikoiman hallinnan ja omien tuotemerkkien kasvattaessa osuuttaan. Ennustamme oik. liikevoiton asettuvan 12 ja 14 MEUR:oon, tarkoittaen 2,2 ja 2,5 %:n suhteellista kannattavuutta. Ennusteidemme mukainen 2022-25e vuosittainen tuloskasvu on vahva 70 %, johtuen osin ennätysmatalasta vuoden 2022 tasosta.

Tuloskasvun myötä jaettava osinko luonnollisesti

nousee yhtiön 60-80 %:n osinkopolitiikan mukaisesti. Ennustamme yhtiön jakavan 70 % nettotuloksestaan osinkoina vuosina 2025 ja 2026. Suhteellisen osingon määrään vaikuttaa yhtiön tulevaisuuden investoinnit, joita uskomme jossakin vaiheessa strategiaperiodia suunnattavan välivarastojen parantamiseen ja laajentamiseen.

Tätä pidemmälle odotamme kasvun hidastuvan suurin piirtein markkinan mukaisiin numeroihin (2-5 %). Tämä taso on keskimäärin kuitenkin alle yhtiön tavoitteleman yli 5 %:n vuosittaisen kasvun. Terminaalissa ennustamme yhtiön kasvun olevan vain 1,5 %, sillä kestäviä kilpailuetuja kaupan alalla on vaikea saavuttaa.

Kannattavuusennusteissamme emme toistaiseksi nojaa yhtiön omaan yli 5 %:n tavoitteeseen vaan peilaamme kannattavuusprofiilia nykyliiketoiminnan kestävään tasoon. Pitkän aikavälin kannattavuusolettamamme ovat noin 2,5 %:n tasolla.

Kasvuennusteissamme suurimpana riskinä näemme markkinan alakulon jatkumisen ja verkkokaupan kilpailutilanteen kiristymisen. Koska kannattavuusennusteemme ovat mielestämme melko konservatiiviset, tulisi ennustealistusten tapauksessa joko markkinan jatkua hyvin alavireisenä tai yhtiön epäonnistua merkittävästi ydinliiketoimintojen kannattavuuden hallinnassa ja uusien liiketoimintojen lanseerauksessa.

Olemme arvonmäärityskappaleessa käyneet läpi kannattavuusprofiilin parantumisen vaikutuksia yhtiön arvonmuodostumiselle. Tämä laskelma

samaan aikaan odottaa liikevaihdon kasvavan nykytasolta kohti vuoden 2021 aikana ylitettyä 550 MEUR:n tasoa.

Arvonmääritys (1/4)

Arvonmääritysmalli

Yhtiötä on historiallisen kasvuprofiilinsa ansiosta hinnoiteltu selvästi pörssin keskimääräistä yhtiötä korkeammilla kertoimilla. Vuosien 2014-23 aikana, yhtiön P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat olleet keskimäärin 22x ja 18x. Valtaosaa otosperiodista on leimannut alhainen korkoympäristö, jonka myötä luvut eivät ole suoraan verrannollisia tämän päivän hinnoitteluympäristöön.

Tarkastelemme Verkkokauppa.comin arvoa useasta eri näkökulmasta. Yhtiön tulostason ollessa vielä markkinaheikkouden takia alhaisella tasolla, peilaamme Verkkokauppa.comin arvostustasoa normalisoiduilla tulostasoiilla (EBIT-% 2,5 %). Tämän lisäksi muuttuva markkinaympäristö on heiluttanut ja tulee heiluttamaan yhtiön tulosta, jolloin kertoimet saattavat heitellä suurestikin suuntaan tai toiseen. Peilaamme yhtiön valuaatiota perinteisin P/E- ja EV/EBIT-kertoimin, hakien tukitasot hyväksytyille kertoimille yhtiön historiallisen sekä Pohjoismaisen kaupanalan verrokkien arvostustasoilta. Varmennamme kerroin pohjaista arvoa peilaamalla sitä DCF-mallin pohjustamaan käypään arvoon. Lisäksi muodostamme osakkeelle pitkän aikavälin käyvän arvon potentiaalin pohjaten yhtiön tulevaisuuden volyymitasoa ja normalisoituja tulostasoa. Olemme tarjonneet sijoittajille työkalun verrata kannattavuustason ja arvostuskertoimien välistä vaikutusta osakekurssiin. Pysyttäydymme tasepohjaisista arvostusmenetelmistä poissa, sillä yhtiön kevyt taserakenne ei niitä parhaiten tue.

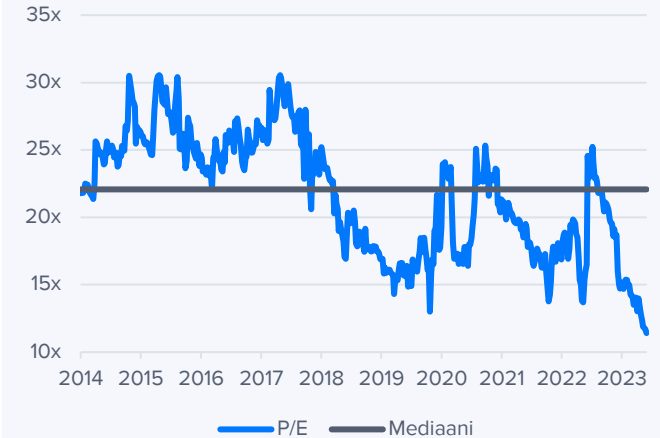
Kertoimet huomioivat liikevaihdon kasvun

Hyväksymme Verkkokauppa.comille 14-16x ja 10-12x P/E- ja EV/EBIT-kertoimet normalisoidulla tulostasolla. Mielestämme nämä tasot hinnoittelevat osaketta tavanomaisen kaupan alan yhtiön mukaisesti, antaen kuitenkin lisäarvon verkkosiirtymän luomalle kasvupotentiaalille.

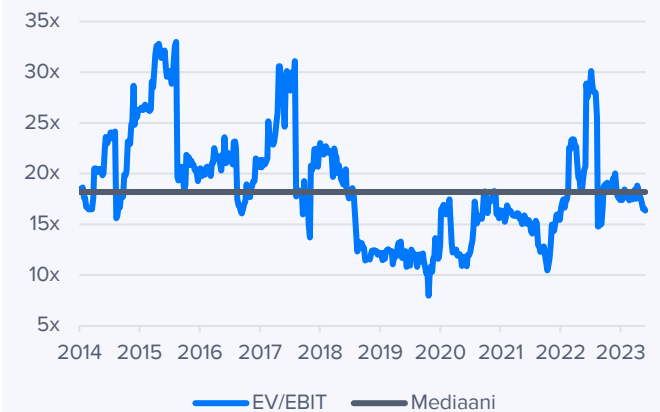
Historiaan nähden hyväksyttäviä arvostustasoa painaa muuttunut korkoympäristö. Nousseiden korkotasojen myötä sijoittajien tuottovaatimus on noussut, mikä kokonaisuudessaan painaa hyväksyttäviä arvostuskertoimia ja tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoja. Yhtiö on historiassa onnistunut kasvamaan verkkosiirtymän turvin syömällä muiden kilpailijoiden markkinaosuutta. Näemme markkinan konsolidaatioasteen nousseen ja kilpailun kiristyneen, jolloin markkinaa vauhdikkaamman kasvun saavuttaminen on entistä hankalampaa. Näiden tekijöiden myötä hyväksytyä arvostustasoa painaa näkemyksemme mukaan myös muutos yhtiön kasvuprofilissa.

Arvostuskertoimia puolestaan tukee markkinajohtajuus verkkokaupassa, joka pitkällä aikavälillä kasvaa trendinomaisesti vähittäiskaupan markkinaa nopeammin. Tämän lisäksi yhtiö on kyennyt tekemään hyvää tuottoa sen pääomille, ROE-%:n ollessa keskimäärin 25 %:n tasolla. Tehokas pääomankäyttö ja verkkosiirtymän mahdollistama kasvupotentiaali mielestämme antaa perusteet hyväksyä yhtiölle pörssin keskimääräistä arvostustasoa korkeammat kertoimet.

P/E (seuraavan 12 kk:n kons. ennuste)



EV/EBIT (seuraavan 12 kk:n kons. ennuste)



Lähde: Bloomberg konsensus

Arvonmääritys (2/4)

Historiaan nähden halpa, mutta nykyinen hinnoitteluympäristö vääristää kokonais kuvaa

Viimeisten 10 vuoden aikana yhtiötä on keskimäärin hinnoiteltu 22x ja 18x eteenpäin katsovilla P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla. Vuoden 2024 ennusteillamme Verkkokauppa.comin P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 25 ja 15x, ollen suurin piirtein linjassa historiallisiin tasoihin nähden. Mielestämme kyseisten tasojen perustelu koituu vaikeaksi nykyisessä markkinaympäristössä, jossa tuottovaatimukset ovat kohonneet nousseen korkotason myötä. Historiallista P/E-kerrointa on nostanut myös pitkään nettokassan puolella ollut varallisuus, joka on tänä päivänä nettovelan puolella.

Suhteellinen arvostus koholla

Pörsissä olevat pohjoismaiset kaupanalan yhtiöt muodostavat mielestämme varsin kelvollisen verrokkiryhmän Verkkokauppa.comin arvostustason haarukointiin. Vaikka yhtiöt toimivat vähittäiskaupan eri toimialoilla, toimii niiden liiketoiminnat samojen lainalaisuuksien mukaisesti (pääomakevyt liiketoimintamalli) ja näin ollen ovat mielestämme vertailukelpoiset. Verrokkiryhmämme yhtiöjoukko ja niiden arvostustasot on nähtävillä sivulla 44.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon P/E-kertoimelle sekä osinkotuotolle. EV-pohjaisten kertoimien vertailtavuutta verrokkiryhmän sisällä heikentää nettovelkaan vaikuttavien IFRS-16 vuokrasopimusten pituuksien eroavaisuudet yhtiöiden välillä.

Verkkokauppa.comia hinnoitellaan parhaillaan selvällä preemiolla muihin laadukkaisiin

kaupanalan yhtiöihin nähden. Mielestämme näin selvä preemio kertoo Verkkokauppa.comin arvostuksen olevan melko venytetty emmekä näe siinä ollenkaan nousuvaraa. Toisin sanoen, näemme verrokkiryhmässä olevan yhtiöitä joiden riskikorjattu tuotto-odotus on Verkkokauppa.comia houkuttelevampi.

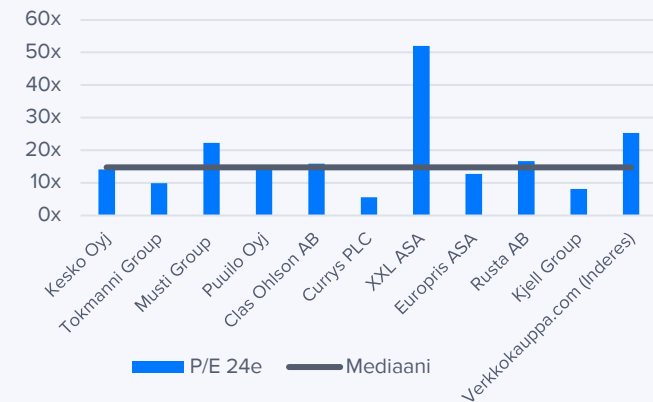
Tämän lisäksi muut kaupanalan verrokkiryhmän yhtiöt tarjoavat houkuttelevampaa osinkotuottoa Verkkokauppa.comiin nähden. Tätä voidaan yhtäältä perustella vielä toistaiseksi Verkkokauppa.comin alhaisilla osingoilla, mutta myös venyneellä arvostustasolla.

Kassavirtamalli indikoi maltillisesta kurssinoususta

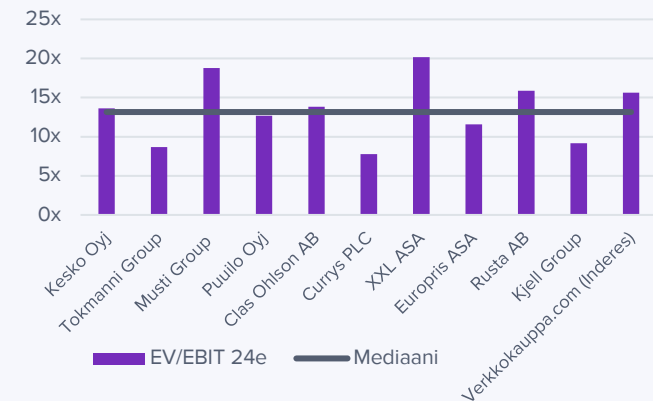
Käytämme kassavirtamallin antamaa käypää arvoa osana työkalupakkiamme. Hetkellisistä tulosongelmista huolimatta pitkällä jännteellä yhtiön tulisi tehdä melko vakaata kassavirtaa ja näin ollen näemme kassavirtamallin sopivana yhtiön käyvän arvon haarukointiin. Huomautamme kuitenkin, että malli on herkkä tehdyille oletuksille.

Kassavirtamallimme antama käypä arvo asettuu noin 2,8 euroon, joka on 10 % osakekurssin yläpuolella. Kuten näytämme seuraavalla sivulla, on yhtiön käypä arvo hyvin riippuvainen tulevaisuuden kestävästä marginaalitasosta, joka on nykyennusteillamme vielä selvästi yhtiön tavoitteleman tason alapuolella. Mikäli nostaisimme pitkän aikavälin (2028 →) kannattavuus-olettamaamme 1 %-yksiköllä, nousisi DCF-mallin osakekohtainen arvo tällöin 3,6 euroon, tarkoittaen yli 40 %:n nousupotentiaalia nykykurssiin nähden.

Kaupan alan P/E-kertoimet (2024e)



Kaupan alan EV/EBIT-kertoimet (2024e)



Lähde: Refinitiv, Inderes

Arvonmääritys (3/4)

Ennustamamme diskontatut kassavirrat ajoittuvat seuraavasti: seuraavat 5 vuotta vastaavat 25 % mallin kassavirroista, kun taas 23 % kassavirroista syntyy seuraavien 5-10 vuoden aikana. Terminaaliarvoon ajoittuu 51 % kassavirroista.

Pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) mallissamme on 9,4 %, josta oman pääoman kustannus (CoE) on 9,7 %. Nämä mielestämme kuvastavat yhtiön kohonnutta riskitasoa (kilpailu, markkinan epävakaus, kestävä tulostaso). Odotamme yhtiön terminaalikasvun olevat 1,5 % ja kannattavuuden 2,5 % (liikevoitto-%).

Käypä arvo haarukoituu noin 3 euroon

Olemme hahmotelleet Verkkokauppa.comin käypää arvoa kestäväen kannattavuustason avulla. Asettaen kestäväen liikevoittomarginaalin 2-3 %:n välille, muodostuu osakkeen käyväksi arvoksi 2,5-3,5 euroa vuosien 2024-26 liikevaihtoennusteidemme perusteella. Mikäli pitäisimme konservatiiviset (mutta realistiset) myyntiolettamamme ennallaan, mutta nostaisimme marginaalitason 4-5 %:iin, nousisi osakkeen käypä arvo 5-6 euroon. Tällöin kannattavuusparannuksella olisi selvä osakekurssia nostava vaikutus. Suositusta haarukoidessamme meidän on toistaiseksi mahdotonta nojata yhtiön tavoittelemaan yli 5 %:n kannattavuustasoon, sillä näytöt sen saavuttamisesta on toistaiseksi vähäiset.

Marginaaliparannus on huomattava kurssiajuri

Toistaiseksi uskomme yhtiön nykyliiketoiminnan kestäväen kannattavuustason (liikevoitto-%) sijaitsevan noin 2-3 %:n tienoilla, mutta toisaalta

tiedostamme uusien liiketoimintojen luoman potentiaalin. Tätä potentiaalia on toistaiseksi hankala ennustaa, jonka takia olemme tämän sijaan hahmotelleen mahdollisen marginaaliparannuksen yhteyttä kurssikehitykselle. Nykyluoketoiminnan kannattavuusprofiililla osakekurssin tulisi tulevien vuosien aikana liikkua 2-4 euron paikkeilla (P/E 12-16x). Mikäli yhtiö onnistuu parantamaan kannattavuusprofiiliaan 1-3 %-yksiköllä, on osakekurssilla mahdollisuus nousta jopa 9 euron tuntumaan. Omien tavoitteiden mukaisen yli 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaessaan yhtiön osakekurssin potentiaali liikkuu 6-8 euron tuntumassa arvioidemme mukaan. Tämä tarkoittaa yli 100 %:n nousua nykykurssiin nähden, mihin meidän on vielä tässä vaiheessa mahdotonta nojata, sillä uusien liiketoimintojen potentiaali on toistaiseksi hankalasti mitattavissa. Samaan aikaan yhtiön ydinliiketoiminnan on toimitettava vankkoja tuloksia. Mikäli liikevaihto herää erittäin nopeaan kasvuun piakkoin, voi olettamamme (550 MEUR) osoittautua liian varovaiseksi.

Osinkotuotto ei perustele positiivista näkemystä

Ennustamme yhtiön palaavan osingon maksuun tilikaudella 2024. Tästä eteenpäin osinkotuotto pyörii 2-6 %:n tuntumassa. Käytännössä yhtiö voisi jakaa arviomme mukaan koko tuloksensa pois osinkoina, joka nostaisi osinkotuottoa. Uskomme kuitenkin yhtiön pysyvän osinkojen suhteen varovaisemmalla kannalla silmällä pitäen mahdollisia toimitusverkoston laajentamisinvestointeja. Nykytason osinkotuotto ei näkemyksemme mukaan riitä perustelemaan positiivista näkemystä osakkeessa.

Keskipitkän aikavälin markkina-arvo -skenaariot

		Liikevoitto-%					
		1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %
P/E	8x	0,5	1,3	2,0	2,8	3,6	4,4
	10x	0,6	1,6	2,6	3,5	4,5	5,5
	12x	0,7	1,9	3,1	4,2	5,4	6,6
	14x	0,9	2,2	3,6	4,9	6,3	7,7
	16x	1,0	2,5	4,1	5,6	7,2	8,7
	18x	1,1	2,9	4,6	6,3	8,1	9,8

Oletukset:

Liikevaihto 550 MEUR

Nettorahoituskulut 2 MEUR

Veroaste 20 %

Verkkokauppa.comin arvostus	Osakekohtainen arvo	Paino
Käypä arvo (norm. tulos)	2,9	30 %
DCF	2,8	20 %
Suhteellinen arvostus 24e	1,5	10 %
Hyväksytty arvostus 24e	1,7	10 %
Skenaario (norm. tulos)	2,9	30 %
Painotettu keskiarvo	2,6	100 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys (4/4)

Annamme tavoitehinnassa suurimman painoarvon normalisoidulle tulokselle

Tavoitehinnan asetannassa annamme suurimman painon Verkkokauppa.comin normalisoidun tuloksen kautta lasketuille valuaatiotasolle. Yhtiön 2024e tulos jää ennusteillamme vaatimattomalle tasolle hetkellisesti alhaisen volyymitason takia. Olemme haarukoineet yhtiön arvostustaso ja tavoitehintaamme edellä lueteltujen mittareiden painotettuna keskiarvona. Laskelmamme antaa Verkkokauppa.comin osakekohtaiseksi käyväksi arvoksi 2,6 euroa, joka on myös tavoitehintamme.

Riskikorjattu tuotto-odotus jää alle tuottovaateemme

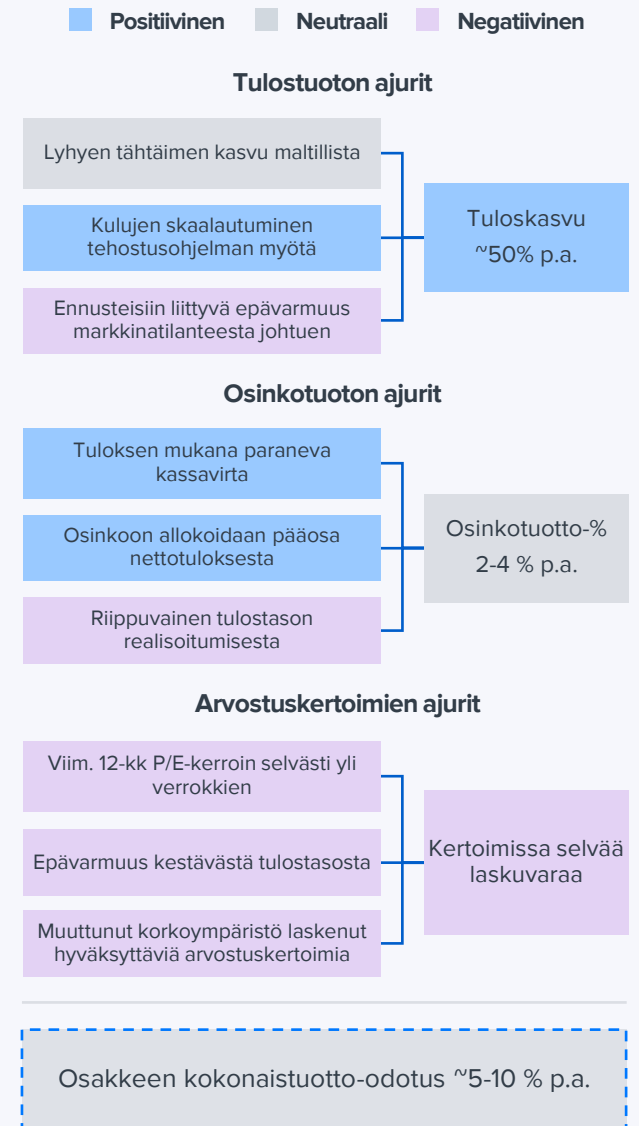
Verkkokauppa.comin tuloskasvu tulee tulevien vuosien aikana olemaan hurjaa, sillä lähtötaso on historiallisen matala. Tästä huolimatta näemme markkinan kuitenkin hinnoitelleen lähitulevaisuuden kasvun sisään osakkeeseen. Noin 4 %:n osinkotuotto antaa hentoisen pohjan tuotto-odotukselle, muttei kuitenkaan riitä kompensoimaan korkeasta arvostuksesta syntyvää riskiä. Verkkokauppa.comin vuosittainen kokonaistuotto-odotus asettuu laskelmiemme mukaan 5-10 %:n välille kun taas tuottovaatimuksemme liikkuu 10 %:n tienoilla. Näin ollen osakkeesta saatu tuotto ei riitä kompensoimaan siihen liittyviä riskejä. Pysymme toistaiseksi poissa osakkeen kyydistä ja odotamme parempaa paikkaa hypätä mukaan.

Korostamme yhtiöllä ja samoin osakekurssilla olevan potentiaalia kehittyä selvästi

positiivisempaan suuntaan, mutta lyhyen aikavälin kehitykseen liittyvät riskit painavat vaakakupissamme pitkän aikavälin tuottopotentiaalia enemmän.

Näitä riskejä aiheuttaa venynyt arvostustaso, joka nojaa paranevaan tulokseen. Mikäli tuloskasvu kohtaa esteitä on myös osakekurssissa painetta alaispäin. Lisäksi asia, jota tarkasti tarkkailemme on yhtiön kestävä tulostason kehittyminen. Tämä osaltaan linkittyy kilpailutilanteeseen, johon emme odota suuria muutoksia seuraavien vuosien aikana. Kilpailutilanteen kiristyminen, etenkin verkossa, aiheuttaisi mielestämme ylimääräistä painetta tulosmarginaaleihin. Tämä riski on sijoittajan syytä pitää mielessä.

Osaketuoton ajurit 2022-2025

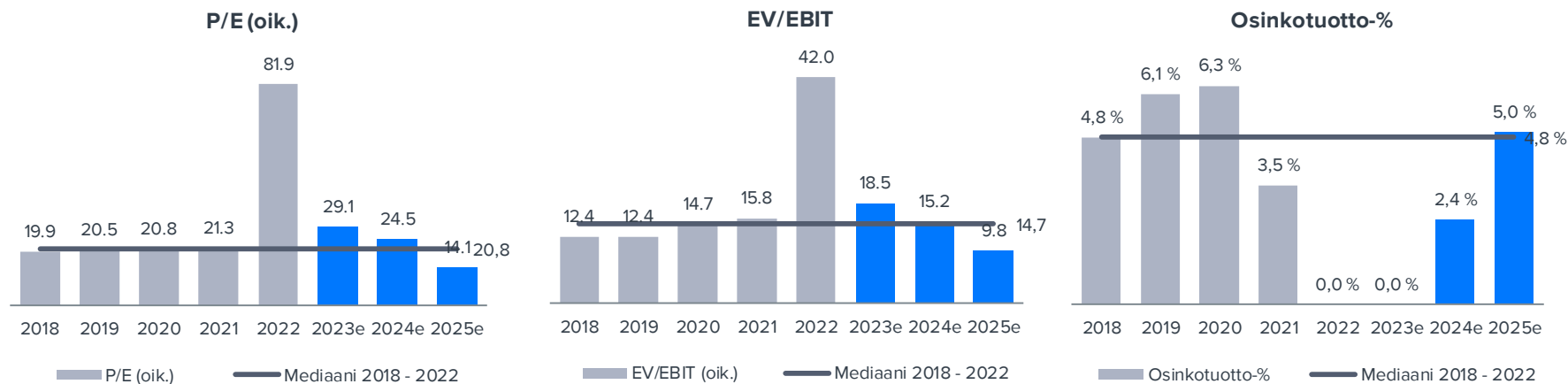


Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	4,10	3,53	7,12	7,13	2,84	2,54	2,54	2,54	2,54
Osakemäärä, milj. kpl	45,1	45,1	45,1	45,1	45,4	45,4	45,4	45,4	45,4
Markkina-arvo	185	159	321	321	129	115	115	115	115
Yritysarvo (EV)	164	140	300	321	149	126	121	118	113
P/E (oik.)	19,9	20,5	20,8	21,3	81,9	29,1	24,5	14,1	11,2
P/E	19,9	20,5	21,9	21,3	>100	51,1	24,5	14,1	11,2
P/B	4,9	4,4	7,9	9,0	4,9	3,7	3,3	2,8	2,5
P/S	0,4	0,3	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	8,9	8,6	12,2	12,7	19,1	11,3	8,6	6,5	5,7
EV/EBIT (oik.)	12,4	12,4	14,7	15,8	42,0	18,5	15,2	9,8	8,0
Osinko/tulos (%)	95,9 %	124,6 %	138,7 %	73,6 %	0,0 %	0,0 %	60,0 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	6,1 %	6,3 %	3,5 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %	5,0 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Kesko Oyj	7391	9945	14,6	13,7	8,2	7,8	0,8	0,8	15,3	14,3	5,7	5,9	2,6
Tokmanni Group	866	1139	9,8	8,5	5,1	4,7	0,7	0,6	11,6	9,7	5,6	6,3	3,0
Musti Group	885	1022	22,4	18,9	12,1	10,8	2,2	2,1	27,3	22,6	2,6	3,1	4,8
Puuiilo Oyj	699	779	13,8	11,9	10,7	9,4	2,2	2,0	16,9	14,4	4,9	5,7	7,6
Clas Ohlson AB	929	1090	17,2	14,0	7,5	7,3	1,3	1,2	19,8	16,1	3,0	3,5	5,3
Currys PLC	622	2075	8,4	7,7	3,4	3,2	0,2	0,2	6,7	5,3	3,2	4,6	0,3
XXL ASA	137	407		20,9	6,6	4,5	0,5	0,5		57,8			0,5
Europris ASA	1187	1529	12,4	11,8	8,3	7,9	1,7	1,7	13,9	13,0	4,3	4,5	3,4
Rusta AB	1070	1529	18,4	15,6	9,0	8,0	1,5	1,3	23,6	17,3	2,1	2,9	5,6
Kjell Group	83	141	12,5	9,3	5,1	4,4	0,6	0,6	12,4	8,3	1,5	6,7	0,9
Verkkokauppa.com (Inderes)	115	126	18,5	15,2	11,3	8,6	0,3	0,2	29,1	24,5	0,0	2,4	3,7
Keskiarvo			14,4	13,2	7,6	6,8	1,2	1,1	16,4	17,9	3,7	4,8	3,4
Mediaani			13,8	12,8	7,9	7,6	1,0	1,0	15,3	14,3	3,2	4,6	3,2
Erotus-% vrt. mediaani			34 %	18 %	44 %	13 %	-76 %	-76 %	91 %	71 %	-100 %	-46 %	17 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	575	125	126	138	155	543	122	113	117	145	498	501	536	572
Käyttökate	25,3	1,9	0,6	3,1	2,2	7,8	1,4	2,4	3,7	3,7	11,2	14,2	18,0	20,1
Poistot ja arvonalennukset	-5,0	-1,3	-1,5	-1,4	-1,4	-5,5	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-6,1	-6,2	-6,0	-5,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,3	0,8	-0,2	2,1	0,8	3,5	1,4	1,0	2,2	2,2	6,8	8,0	12,0	14,2
Liikevoitto	20,3	0,7	-0,9	1,7	0,8	2,3	0,0	0,8	2,1	2,2	5,1	8,0	12,0	14,2
Nettorahoituskulut	-1,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-1,7	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-2,1	-2,1	-1,7	-1,4
Tulos ennen veroja	18,9	0,3	-1,4	1,4	0,4	0,6	-0,5	0,3	1,5	1,7	3,1	5,9	10,2	12,8
Verot	-3,8	-0,1	0,4	-0,7	0,1	-0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,8	-1,2	-2,0	-2,6
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
Nettotulos	15,1	0,2	-1,1	0,7	0,5	0,3	-0,4	0,2	1,1	1,4	2,3	4,7	8,2	10,2
EPS (oikaistu)	0,33	0,01	-0,01	0,02	0,01	0,03	0,02	0,01	0,03	0,03	0,09	0,10	0,18	0,23
EPS (raportoitu)	0,33	0,00	-0,02	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,00	0,02	0,03	0,05	0,10	0,18	0,23

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	-6,9 %	-3,7 %	-2,3 %	-8,3 %	-5,5 %	-2,2 %	-10,2 %	-14,8 %	-6,1 %	-8,4 %	0,6 %	7,0 %	6,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,5 %	-84,4 %	-103,9 %	-54,7 %	-84,9 %	-82,6 %	76,8 %	-612,5 %	2,0 %	174,9 %	92,9 %	17,1 %	49,8 %	18,4 %
Käyttökate-%	4,4 %	1,5 %	0,4 %	2,3 %	1,4 %	1,4 %	1,2 %	2,1 %	3,1 %	2,6 %	2,3 %	2,8 %	3,4 %	3,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	0,6 %	-0,2 %	1,5 %	0,5 %	0,7 %	1,2 %	0,9 %	1,9 %	1,5 %	1,4 %	1,6 %	2,2 %	2,5 %
Nettotulos-%	2,6 %	0,2 %	-0,8 %	0,5 %	0,3 %	0,1 %	-0,3 %	0,1 %	1,0 %	0,9 %	0,5 %	0,9 %	1,5 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	24,4	33,7	32,6	32,4	32,9
Liikearvo	0,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Aineettomat hyödykkeet	1,4	3,8	5,0	5,9	6,6
Käyttöomaisuus	21,0	19,6	17,3	16,3	16,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	6,0	6,0	6,0	6,0
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Vaihtuvat vastaavat	148	139	134	134	140
Vaihto-omaisuus	87,8	74,8	68,7	68,1	71,8
Muut lyhytaikaiset varat	12,2	11,0	11,0	11,0	11,0
Myyntisaamiset	26,9	31,5	28,9	28,5	30,5
Likvidit varat	20,9	21,2	25,2	26,4	26,2
Taseen loppusumma	172	172	166	166	172

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	35,7	26,5	30,7	35,4	40,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	11,3	0,3	2,6	7,3	12,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Muu oma pääoma	25,9	27,5	29,5	29,5	29,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	17,0	36,9	29,9	27,9	25,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Korolliset velat	16,1	36,1	29,0	27,0	25,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	120	109	106	103	106
Korolliset velat	4,0	4,9	7,5	5,5	3,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	83,4	71,8	66,2	65,6	70,2
Muut lyhytaikaiset velat	32,3	32,1	32,1	32,1	32,1
Taseen loppusumma	172	172	166	166	172

DCF-laskelma

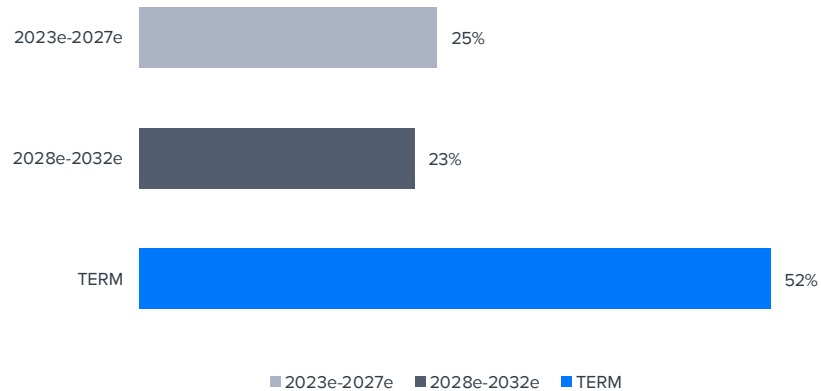
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-5,5 %	-8,4 %	0,6 %	7,0 %	6,7 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	0,4 %	1,0 %	1,6 %	2,2 %	2,5 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto	2,3	5,1	8,0	12,0	14,2	15,0	16,9	17,4	17,7	16,7	17,0	
+ Kokonaispoistot	5,5	6,1	6,2	6,0	5,9	5,8	5,6	5,6	5,6	5,5	5,6	
- Maksetut verot	-0,2	-0,8	-1,2	-2,0	-2,6	-2,8	-3,2	-3,3	-3,4	-3,2	-3,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
+ 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	-2,1	3,1	0,3	-1,1	0,1	-1,6	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	5,2	13,0	12,9	14,5	17,4	16,2	17,8	18,4	19,1	18,2	18,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-14,7	-5,0	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,0	-6,0	-6,0	-5,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,7	8,0	6,9	8,0	10,9	9,7	11,3	12,4	13,1	12,2	13,3	
+/- 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	-9,7	8,0	6,9	8,0	10,9	9,7	11,3	12,4	13,1	12,2	13,3	171
Diskontattu vapaa kassavirta		8,0	6,3	6,7	8,3	6,8	7,2	7,3	7,0	5,9	6,0	76,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		146	138	132	125	117	110	103	95,4	88,5	82,5	76,5
Velaton arvo DCF		146										
- Korolliset velat		-41,0										
+ Rahavarat		21,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		126										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,8										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	553,6	574,5	543,2	497,7	500,7	EPS (raportoitu)	0,32	0,33	0,01	0,05	0,10
Käyttökate	24,6	25,3	7,8	11,2	14,2	EPS (oikaistu)	0,34	0,33	0,03	0,09	0,10
Liikevoitto	19,6	20,3	2,3	5,1	8,0	Operat. kassavirta / osake	0,40	0,16	0,11	0,29	0,28
Voitto ennen veroja	18,1	18,9	0,6	3,1	5,9	Vapaa kassavirta / osake	0,31	0,01	-0,21	0,18	0,15
Nettovoitto	14,6	15,1	0,3	2,3	4,7	Omapääoma / osake	0,90	0,79	0,58	0,68	0,78
Kertaluontoiset erät	-0,8	0,0	-1,3	-1,7	0,0	Osinko / osake	0,45	0,25	0,00	0,00	0,06
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	173,7	172,3	172,2	166,4	166,5	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	4 %	-5 %	-8 %	1 %
Oma pääoma	40,5	35,7	26,5	30,7	35,4	Käyttökateen kasvu-%	50 %	3 %	-69 %	44 %	27 %
Liikearvo	0,0	0,0	2,8	2,8	2,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	81 %	0 %	-83 %	93 %	17 %
Nettovelat	-21,3	-0,8	19,7	11,3	6,1	EPS oik. kasvu-%	99 %	-2 %	-90 %	151 %	19 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	4,4 %	4,4 %	1,4 %	2,3 %	2,8 %
Käyttökate	24,6	25,3	7,8	11,2	14,2	Oik. Liikevoitto-%	3,7 %	3,5 %	0,7 %	1,4 %	1,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,6	-13,9	-2,1	3,1	0,3	Liikevoitto-%	3,5 %	3,5 %	0,4 %	1,0 %	1,6 %
Operatiivinen kassavirta	18,0	7,3	5,2	13,0	12,9	ROE-%	38,0 %	39,6 %	1,0 %	7,9 %	14,2 %
Investoinnit	-4,1	-6,9	-14,7	-5,0	-6,0	ROI-%	32,1 %	34,4 %	3,7 %	7,6 %	11,8 %
Vapaa kassavirta	14,1	0,5	-9,7	8,0	6,9	Omavaraisuusaste	23,3 %	20,7 %	15,4 %	18,5 %	21,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-52,6 %	-2,2 %	74,6 %	36,8 %	17,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	12,2	12,7	19,1	11,3	8,6						
EV/EBIT (oik.)	14,7	15,8	42,0	18,5	15,2						
P/E (oik.)	20,8	21,3	81,9	29,1	24,5						
P/B	7,9	9,0	4,9	3,7	3,3						
Osinkotuotto-%	6,3 %	3,5 %	0,0 %	0,0 %	2,4 %						

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 kehoitukseksi 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan 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 sijoitavassa 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 liikeytoiminnassaan 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 sijoitavassa 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.

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/06/2020	Myy	5,00 €	5,56 €
04/06/2020	Vähennä	5,00 €	5,14 €
27/07/2020	Vähennä	5,30 €	5,64 €
24/09/2020	Lisää	5,30 €	4,82 €
26/10/2020	Lisää	5,70 €	5,40 €
22/12/2020	Vähennä	7,50 €	7,48 €
12/02/2021	Lisää	8,80 €	8,48 €
30/03/2021	Lisää	9,30 €	8,86 €
26/04/2021	Vähennä	9,80 €	9,57 €
19/05/2021	Lisää	9,30 €	8,47 €
19/07/2021	Lisää	9,30 €	8,48 €
25/10/2021	Vähennä	8,50 €	8,20 €
17/01/2022	Vähennä	7,30 €	7,02 €
11/02/2022	Vähennä	6,50 €	6,45 €
29/03/2022	Vähennä	5,00 €	4,92 €
29/04/2022	Vähennä	4,50 €	4,44 €
21/06/2022	Vähennä	4,50 €	4,39 €
15/07/2022	Vähennä	4,00 €	4,00 €
17/10/2022	Vähennä	3,50 €	3,30 €
28/10/2022	Vähennä	3,30 €	3,29 €
18/01/2023	Vähennä	3,10 €	2,85 €
10/02/2023	Vähennä	2,90 €	2,70 €
28/04/2023	Lisää	3,00 €	2,59 €
20/06/2023	Vähennä	2,90 €	2,75 €
21/07/2023	Lisää	2,90 €	2,58 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
21/10/2023	Vähennä	2,60 €	2,45 €
26/10/2023	Vähennä	2,45 €	2,30 €
15/01/2023	Vähennä	2,60 €	2,54 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**