

## Osake ylireagoanut Amazonin uhkaan

Nostamme Verkkokauppa.comin suosituksen tasolle osta (aik. lisää) kurssilaskun painettua osakkeen arvostuksen hyvin houkuttelevaksi. Uskomme yhtiön pystyvän puolustamaan asemiaan Suomen kodinelektronikkamarkkinassa myös Amazonia vastaan ja emme ole tehneet kasvuennusteisiimme muutoksia. Tarkistamme tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 7,4 euroa), koska Amazonin uhka painaa yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa.

### Laajentuessaan Amazon haastaa Pohjoismaiset kaupat

Amazon poikkeaa Verkkokauppa.comista liiketoimintamallillaan, sillä sen itse myymien tuotteiden lisäksi myös kolmasosapuoli voi asettaa tuotteitaan myyntiin sen alustan kautta. Lisäksi Amazonilla on suositua kasvattava jäsenmaksullinen Prime-palvelu, johon ilmaisten toimitusten lisäksi on paketoitu lukuisia muita palveluita. Yhtiölle merkittävää kassavirtaa ja muskelia tuottaa myös sen datakeskusliiketoiminta (AWS). Amazon on tähän mennessä keskittynyt Euroopassa isoihin markkinoihin.

### Verkkokauppa.com kykenee kilpailemaan myös Amazonia vastaan

Omilla vahvuuksillaan Verkkokauppa.com kykenee kilpailemaan myös Amazonia vastaan. Näkemyksemme mukaan Suomen kodinelektronikkamarkkina on kilpailullisesti hyvin tehokas johtuen kolmen suuren toimijan verisestä hintakilpailusta. Verkkokauppa.com on toimialan kustannusjohtaja ja arviomme mukaan yhtiö pystyy hinnoissaan vastaamaan Amazonin tasoon. Amazon saa kuitenkin selkeää kilpailuetua palveluillaan (mm. Prime) sekä logistisella tehokkuudellaan. Arviomme mukaan Amazon tulisi todennäköisesti kiristämään alan hintakilpailua entisestään ja kiihdyttämään pienten paikallisten kivijalkatoimijoiden poistumista markkinasta.

### Kasvu Verkkokauppa.comin pääfokuksena lähivuosina

Emme ole tehneet ennustemuutoksia, koska Amazon ei ole vahvistanut laajentumistaan tai sen aikataulua. Ennustamme Verkkokauppa.comin liikevaihdon kasvavan 2018 ja 2019 14 % ja 15 % Ration uuden myymälän, markkinan kasvun ja markkinaosuuden kasvun vetämänä. Kannattavuus jää tänä vuonna yhtiön tavoitetason (EBITDA-% 3-5 %) alle 2,6 %:iin Ration ylösjon myötä ja 2019 3,3 %:iin yhtiön preferoidessa edelleen kasvua. Amazonin saapessa Suomeen näemme liikevaihtoennusteissamme vain lievää laskupainetta, mutta kannattavuusennusteissamme selkeämpää laskupainetta. Mikäli Verkkokauppa.com siirtyisi kasvusta optimoimaan kannattavuuttaan, olisi sillä näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset tehdä kohtuullista kannattavuutta myös uudessa kilpailutilanteessa.

### Markkina on ylireagoanut Amazonin uhkaan

Verkkokauppa.comin kurssi on painunut voimakkaasti Amazonin uhan myötä ja mielestämme markkinat pitävät Amazonin saapumista lähiaikoina käytännössä varmana samalla ylireagoitujen vaikutukseen lyhyellä aikavälillä. 2018 liikevaihtoennusteellamme ja yhtiön kannattavuustavoitteen keskikohdalla (EBITDA-% 4 %) olisi yhtiön EV/EBITDA noin 10x ja P/E 14x. Kertoimet ovat mielestämme hyvin edullisia ja osakkeen kurssi olisi niillä perusteltavissa, vaikka yhtiön kasvu hidastuisi erittäin voimakkaasti tulevina vuosina. EV/S-kerroin 0,4x on painunut selvästi alle keskeisten verrokkien, mitä emme pidä perusteltuna yhtiön korkea laatu huomioiden. Osinkotuotto on kohonnut kurssilaskun jälkeen jo yli 4 %:n tasolle ja mielestämme osake alkaa saada jo tukea myös osingosta.

### Analytikko

Sauli Vilen  
+358 44 025 8908  
[sauli.vilen@inderes.fi](mailto:sauli.vilen@inderes.fi)  
Olli Vilppo  
[oli.vilppo@inderes.fi](mailto:oli.vilppo@inderes.fi)



### Suositus

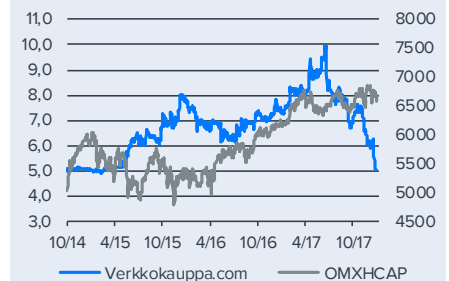
Osta



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa **7,00 EUR**

Edellinen: 7,40



Eiillisen päätös **5,00 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,95-10,01 EUR**

Potentiaali **40,0 %**

### Ohjeistus

Vuonna 2018 liikevaihdon odotetaan olevan 460 – 500 miljoonan euron välillä ja vertailukelpoisen käyttökatteen odotetaan olevan 11 – 14 miljoonan euron välillä.

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

### Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	(MEUR)	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	372	12,2	3,3 %	12,2	0,22	0,17	0,7	19,8	21,9	29,8	2,5 %
2017	432	11,7	2,7 %	12,1	0,22	0,18	0,6	21,5	18,4	34,0	2,5 %
2018e	491	11,5	2,3 %	11,5	0,20	0,21	0,4	15,0	15,8	24,5	4,2 %
2019e	564	16,5	2,9 %	16,5	0,29	0,23	0,3	10,7	11,6	17,1	4,6 %
2020e	646	21,4	3,3 %	21,3	0,38	0,25	0,3	8,2	8,8	13,2	5,0 %
Markkina-arvo, MEUR		225		OPO / osake 2018e, EUR			0,93	CAGR EPS, 2017-2020, %			21 %
Nettovelka 2018e, MEUR		-34		P/B 2018e			5,4	CAGR kasvu, 2017-2020, %			14 %
Yritysarvo (EV), MEUR		191		Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-82,7 %	ROE 2018e, %			22,3 %
Taseen koko 2018e, MEUR		119		Omavaraisuusaste 2018e, %			35,1 %	ROCE 2018e, %			27,9 %

## Amazon kilpailijana

### Laajentuessaan Amazon haastaa Pohjoismaiset kaupat

Viime viikolla Dagens Industrin verkkojulkaisu kertoi Amazonin etsivän Ruotsissa verkkokaupan osajia ja yhtiön huhuttiin laajentuvan vielä tänä vuonna Pohjoismaihin. Vahvistamattoman laajentumishuhun jälkeen Verkkokauppa.comin kurssi on laskenut selvästi (-17 %). Amazon on tähän mennessä keskittynyt Euroopassa lähinnä isoihin markkinoihin (Ranska, Saksa, UK, Espanja, Italia ja Hollanti). Suomeen tuotteita on voinut tilata jo pitkään, mutta paikallisia toimijoita selvästi pidemmällä toimitusajalla. Esimerkiksi Saksan Amazonista suomalainen kuluttaja voi tilata osan tuotteista noin viikon toimitusajalla ja ilman kuluja ostosten arvon ylittäessä 39 euroa. Laajentumisen jälkeen Amazon voisi palvella myös suomalaisia asiakkaita nopeammin.

### Amazonin liiketoimintamalli

Vahvasti kasvava jättiläinen Amazon poikkeaa Verkkokauppa.comista alustapohjaisella liiketoimintamallillaan, sillä sen itse myymien tuotteiden lisäksi myös kolmasosapuoli voi asettaa tuotteitaan myyntiin alustan kautta. Tämä takaa Amazonille valtavan valikoiman ja tehokkaan logistiikan suuren volyymin kautta. Amazonin jakelemien kolmannen osapuolien tuotteiden määrä on ollut viime vuosina selvässä kasvussa ja jo noin joka toinen myyty tuote kuuluu tähän joukkoon. Lisäksi Amazonilla on suosiotaan kasvattava jäsenmaksullinen Prime-palvelu (USA 99 \$/vuosi), jossa eri palvelut on paketoitu houkuttelemaan kuluttaja keskittämään asiointinsa Amazonille. Paketti sisältää mm. tuotteiden ilmaisen kahden päivän toimituksen, Prime-TV:n, musiikkia ja Kindle e-kirjoja. Amazonilla on myös hyvin kannattava datakeskusliiketoimintansa (AWS). AWS tuottaa Amazonille merkittävää kassavirtaa mahdollistaen aggressiiviset panostukset kasvuun ja uuteen teknologiaan.

### Verkkokauppa.com kykenee kilpailemaan myös Amazonia vastaan

Verkkokauppa.com kykenee kilpailemaan omilla vahvuuksillaan (vahva brändi ja matala kustannusrakenne) myös Amazonia vastaan. Näkemyksemme mukaan Suomen kodinelektroniikkamarkkina on kilpailullisesti hyvin tehokas johtuen kolmen suuren toimijan verisestä hintakilpailusta. Verkkokauppa.com on toimialan kustannusjohtaja ja arviomme mukaan yhtiö pystyy hinnoissaan vastaamaan Amazonin tasoon. Amazon saa kuitenkin selkeää kilpailuetua palveluillaan (mm. Prime) sekä logistisella tehokkuudellaan. Arviomme mukaan Amazon tulisi todennäköisesti kiristämään alan hintakilpailua entisestään ja kiihdyttämään pienien paikallisten kivijalkatoimijoiden poistumista markkinasta. Kolmen suurimman toimijan (Gigantti, Verkkokauppa.com ja Power) markkinaosuus Suomen kodinelektroniikassa on tällä hetkellä laskelmiemme mukaan noin 60 %. Amazonin rantautuessa Suomeen olisi mielestämme todennäköistä, että nykyiset kolme suurinta ja

Amazon tulisivat hallitsemaan käytännössä koko markkinaa (+80 %) 5 vuoden tähtäimellä. Näin ollen näemmekin markkinajohtajilla Verkkokauppa.comilla ja Gigantilla hyvät mahdollisuudet jatkaa markkinaosuutensa kasvattamista myös mahdollisen Amazonin laajentumisen toteutuessa. Powerin osalta tilanne on hankalampi sen korkeamman kulurakenteen ja tappiollisen tuloksen vuoksi.

Amazon on vähittäiskaupanmurroksen siivittämänä vaikeuttanut monen kivijalkakaupan asemaa ja ajanut monia isompia yhtiöitä konkurssiin erityisesti Yhdysvalloissa. Toimintaansa onnistuneesti tehostaneet vähittäiskaupat ovat kuitenkin pystyneet vastaamaan Amazonin kilpailuun. Elektroniikan vähittäismyyjistä Gigantin emo brittiläinen Dixons Carphone ja amerikkalainen Best Buy ovat tästä esimerkkejä verrokkiryhmässämme. Dixons Carphonon on jo vuosia pistänyt Amazonille kampoihin Briteissä ja vasta viime vuosina sen kurssi on laskenut voimakkaasti pääasiassa Brexitistä johtuen. Best Buy puolestaan on viime vuosina tehostanut toimintaansa merkittävästi ja siten säilyttänyt asemansa johtavana elektroniikkamyynjänä USA:ssa 15 % osuudella vs. Amazon 10 %. Pidämmekin todennäköisenä, että Amazonin markkinaosuus Suomen kodinelektroniikkamarkkinassa tulisi jäämään Gigantin (29 %) tai Verkkokauppa.comin (22 %) alapuolelle myös pidemmällä aikavälillä.

## Ennusteet ennallaan

Emme ole tehneet ennustemuutoksia, koska Amazon ei ole vahvistanut laajentumistaan tai sen aikataulua. Ennustamme edelleen Verkkokauppa.comin liikevaihdon kasvavan 2018 ja 2019 14 % ja 15 % Rasion uuden myymälän, markkinan kasvun ja markkinaosuuden kasvun vetämänä. Kannattavuus jää yhtiön tavoitetason (EBITDA-% 3-5 %) alalaitaan ja tänä vuonna jopa sen alle (2,6 %) yhtiön panostaessa voimakkaasti uuden myymälän ylösajoon. Yhtiö preferoi kasvua kannattavuuden kustannuksella ja pidämme tätä edelleen oikeana strategiana, sillä yhtiön omistaja-arvon kannalta markkinaosuuden kasvu on huomattavasti lyhyen aikavälin tulosta arvokkaampaa. Olemme jo aiemmin olettaneet Amazonin saapuvan Suomeen, mutta emme aivan lähivuosina. Ennustamme 2021 vuodesta alkaen liikevaihdon kasvu-% laskevan tasaisesti, siten että pitkällä aikavälillä vuonna 2027 odotamme enää 2 % kasvua.

### Amazonin laajentumisen vaikutus kasvunäkymään

Näemme liikevaihtoennusteissamme lievää laskupainetta ja kannattavuusennusteissamme selkeämpää laskupainetta, jos Amazonin laajentuminen Pohjoismaihin toteutuisi lähivuosina. Laajentumisen vaikutus Verkkokauppa.comille lyhyellä aikavälillä olisi arviomme mukaan kuitenkin markkinoiden näkemystä rajallisempi lyhyellä aikavälillä Amazonin toiminnan ylösajon viedessä aikaa ja kuluttajien ostokäyttäytyminen muuttuessa vähitellen. Amazonin laajentuminen Pohjoismaihin vaatisi ensin logistiikkakeskuksen perustamisen ja mikäli Amazonille soveltuvia valmiita tiloja ei ole saatavilla, niiden

rakentamisen. Amazonille tyypillisen suuren Fulfillment-centerin rakentamisen arvioimme vievän aikaa vähintään vuoden, kun rakennusaikaa verrataan Amazonin aiempiin julkistettuihin projekteihin. Vasta logistiikkakeskuksen kautta Amazon voisi palvella tehokkaasti ja nopeasti Ruotsia, Norjaa, Tanskaa ja Suomea. Vaikutus lyhyellä aikavälillä riippuu myös siitä, millä tuotealueilla Amazon pyrkii tulemaan markkinoille sen skaalatessa toimintaansa ylöspäin.

Pitkällä aikavälillä Amazonin tehokas liiketoimintamalli ja merkittävät resurssit voivat kuitenkin muuttaa vähittäiskaupan kilpailukenttää selvästi myös Suomessa rajoittaen myös Verkkokauppa.comin pitkän aikavälin kasvunäkymää. Toisaalta Amazonin läsnäolo kiihdyttäisi todennäköisesti ostokäyttäytymisen siirtymistä verkkoon, mikä osaltaan kasvattaisi verkossa tapahtuvan KOTEK-markkinan kokoa. Tähän muutokseen Verkkokauppa.com on mielestämme hyvin positioitunut, ja kokonaisuutena markkina onkin ylireagoitunut selvästi Amazon uhan mittakaavaan Verkkokauppa.comille.

Ennustemuutokset	2017e			2018e			2019e		
	MEUR / EUR	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Uusi	
Liikevaihto		432	432	491	491	564	564	564	
Liikevoitto ilman kertaeriä		11,7	11,7	11,5	11,5	16,5	16,5	16,5	
Liikevoitto		11,7	11,7	11,5	11,5	16,5	16,5	16,5	
Tulos ennen veroja		12,1	12,1	11,5	11,5	16,5	16,5	16,5	
EPS (ilman kertaeriä)		0,22	0,22	0,20	0,20	0,29	0,29	0,29	
Osakekohtainen osinko		0,18	0,18	0,21	0,21	0,23	0,23	0,23	

Lähde: Inderes

## Arvostus on houkutteleva

Amazonin laajentumisen uhka laskee näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comille hyväksyttävää arvostustasoa lievästi. Markkina on kuitenkin näkemyksemme mukaan ylireagoinut uhkaan ja voimakkaasti laskenut osakekurssi tekee osakkeen arvostuksesta houkuttelevan. Mielestämme markkinat pitävät Amazonin saapumista lyhyellä aikavälillä käytännössä varmana. Mikäli Verkkokauppa.com siirtyisi kasvusta optimoimaan kannattavuuttaan, olisi sillä näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset tehdä kohtuullista kannattavuutta myös uudessa kilpailutilanteessa. 2018 liikevaihtoenusteellamme ja yhtiön kannattavuustavoitteen (EBITDA 3-5 %) keskipohdalla (EBITDA-% 4 %) olisi yhtiön EV/EBITDA noin 10x ja P/E 14x. Kertoimet ovat mielestämme hyvin edullisia ja osakkeen kurssi olisi niillä perusteltavissa, vaikka yhtiön kasvu hidastuisi erittäin voimakkaasti tulevina vuosina. Yhtiön kasvun jatkuessa ovat Verkkokauppa.comin hyväksyttävät arvostuskertoimet selvästi näitä korkeammat.

Yhtiö keskittyy kuitenkin edelleen kasvuun ja ennusteidemme mukaiset tulosohjaukset kertoimet (2018 p/e 25x ja EV/EBITDA 15x) eivät siten anna tukea osakkeelle. Olemme kuitenkin väliaikaisesti valmiit hyväksymään korkeat tulokset, sillä yhtiö panostaa tällä hetkellä voimakkaasti kasvuun. Kuten aiemmin totesimme on kasvun preferointi yhtiölle täysin oikea valinta omistaja-arvon näkökulmasta. Verkkokauppa.comin osinkotuotto on kohonnut kurssilaskun jälkeen jo yli 4 %:n tasolle ja mielestämme osake alkaa saada jo tukea myös osingosta. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset säilyttää osinkonsa selvällä kasvu-uralla lähivuosina ja tämä kasvattaa osinkotuoton houkuttelevuutta.

### Volymipohjainen arvostus on oikea mittari

Näkemyksemme mukaan volymipohjainen EV/S-kerroin on oikea mittari Verkkokauppa.comille johtuen sen merkittävästä kasvupanostuksista. Yhtiön 2018e ja 2019e EV/S-kertoimet 0,4x ja 0,3x ovat painuneet selvästi keskeisiin verrokkeihin nähden,

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Stockmann	3,85	283	1027	32,1	21,0	10,3	8,9	0,9	0,9	19,6	21,1	1,0	1,4	0,3
Kesko	46,32	4585	4838	14,5	13,4	10,0	9,4	0,5	0,5	18,3	16,9	5,2	5,4	2,1
Groupe LDLC	16,32	103	137	19,6	13,5	11,8	8,9	0,3	0,3	21,2	14,4		2,5	1,7
Tokmanni	6,85	402	537	10,8	9,3	8,3	7,3	0,6	0,6	11,3	10,1	6,6	7,6	2,3
AO World	120,60	669	602			110,0	0,7	0,6						7,2
Qliro Group	12,60	187	182	22,9	9,8	13,4	7,4	0,4	0,4	32,4	15,3			1,8
JD.com	41,42	47120	45821	99,9	27,3	61,1	19,9	1,3	0,6	49,2	29,2			6,5
Dixons carphone	178,05	2359	2594	6,4	6,1	4,4	4,3	0,2	0,2	7,1	6,9	6,2	6,3	0,6
Amazon	1518,52	586196	596771	117,7	65,3	27,0	20,1	3,1	2,5	179,8	96,4			19,9
Bestbuy	68,04	15782	14342	10,6	10,8	7,8	7,9	0,5	0,5	16,4	13,4	2,1	2,7	5,2
Unieuro	12,02	227	254	7,0	5,1	4,6	3,5	0,1	0,1	7,4	5,9	6,7	7,2	2,9
CECONOMY	9,20	2966	559	7,1	6,4	4,7	4,4	0,2	0,2	13,4	11,7	3,8	4,6	3,7
<b>Verkkokauppa.com (Inderes)</b>	<b>5,00</b>	<b>225</b>	<b>191</b>	<b>15,8</b>	<b>11,6</b>	<b>15,0</b>	<b>10,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>24,5</b>	<b>17,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>
<b>Keskisarvo</b>				<b>31,7</b>	<b>17,1</b>	<b>14,9</b>	<b>17,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>34,2</b>	<b>21,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,0</b>	<b>8,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>18,3</b>	<b>14,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>9 %</b>	<b>8 %</b>	<b>50 %</b>	<b>28 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>34 %</b>	<b>19 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>108 %</b>

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

mitä emme pidä perusteltuna yhtiön korkea laatu huomioiden (vahvat kilpailuedut, track-record kasvusta yms.). Yhtiölle keskeinen verrokki on kodintekniikan verkkokauppaan keskittynyt AO World, joka toimii Ison-Britannian ja nykyään myös keski-Euroopan markkinoilla, joissa Amazon on vahvasti läsnä. Tappiota tekevä AO hinnoitellaan 2018e ja 2019e EV/Sales kertoimilla 0,7x ja 0,6x eli merkittävällä preemiolla voitolliseen Verkkokauppa.comiin nähden. Myös AO:n kasvuennusteet ovat suunnilleen linjassa Verkkokauppa.comin kanssa. Toinen keskeinen verrokki Ruotsalainen verkkokauppa Qliro Group operoi vaatteisiin keskittyvän Nelly.comin ohella CDON.com markkinapaikkaa, jonne myös kolmansien osapuolien myyjät voivat tarjota tuotteitaan. Uskomme tämän tyyppisen markkinapaikan kärsivän selvästi suuremman Amazonin tullessa Pohjoismaihin. Amazonin kilpailulle alttiimman Qliron 2018e ja 2019e EV/S-kertoimet 0,4x ja 0,4x ylittävät myös Verkkokauppa.comin arvostuksen lievästi.

Verkkokiryhmän kivijalkaan painottuvien toimijoiden kuten Unieuron ja Ceconomyn EV/S-kertoimet ovat oikeutetusti matalammalla tasolla (0,1x-0,2x) raskaammasta kustannusrakenteesta ja heikosta kasvusta johtuen. Dixons Carphonon arvostusta (0,2x) painaa Brexitin uhka ja Best Buy:n arvostusta (0,5x) nostavat sen viime vuosina tehostunut kustannusrakenne, mutta samalla laskevat sen hidasta kasvunäkymä.

Verkkokauppa.comin lievästi kohonneen riskiprofiilin johdosta olemme nostaneet DCF-analysissämme oman pääoman kustannusta 8,7 %:iin (aik.8,2 %). DCF-laskelmamme antaa osakkeen arvoksi nyt 7,09 euroa (aik.7,6 euroa).

Kokonaisuutena näemmekin Verkkokauppa.comin osakkeessa selkeää nousuvaraa, kun markkinan pahimmat huolet Amazoniin liittyen helpottavat. Pidämme nykyistä kurssilaskua selkeänä hinnoitteluvirheenä ja pidämme nykytilannetta otollisena siirtyä yhtiössä ostolaidalle.

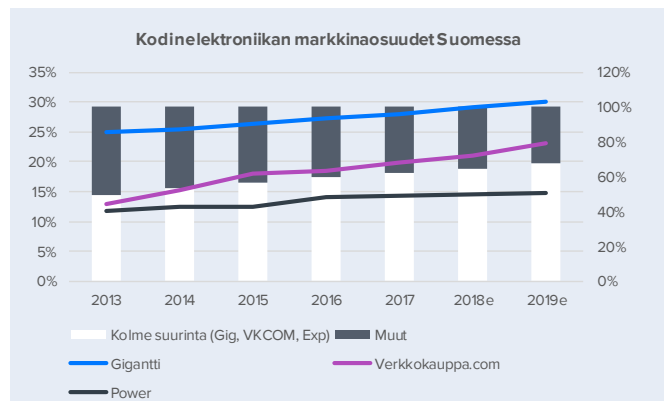
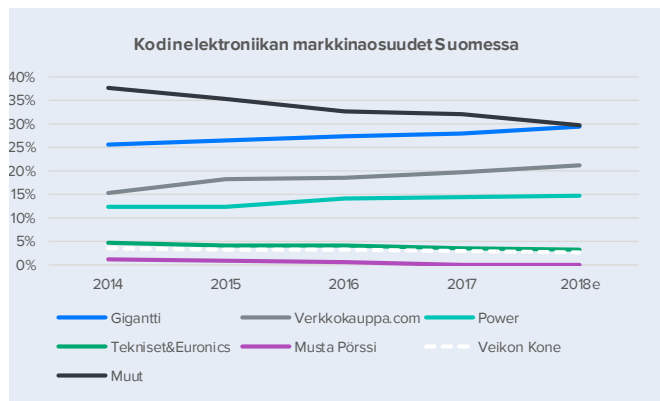
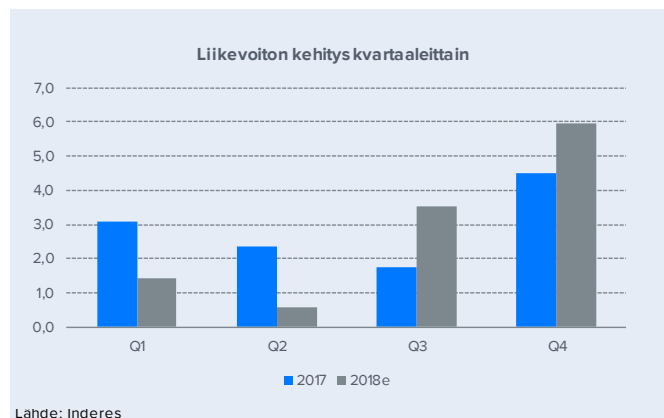
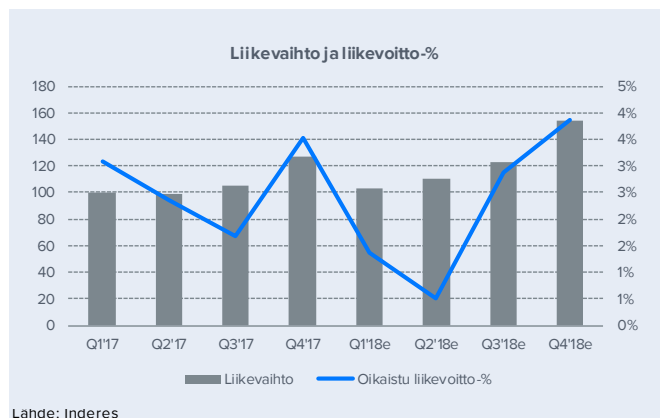


## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>371,5</b>	<b>100,1</b>	<b>99,0</b>	<b>105,4</b>	<b>127,4</b>	<b>432,0</b>	<b>103,3</b>	<b>110,7</b>	<b>122,7</b>	<b>154,5</b>	<b>491,2</b>	<b>563,6</b>	<b>646,5</b>
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>371,5</i>	<i>100,1</i>	<i>99,0</i>	<i>105,4</i>	<i>127,4</i>	<i>432,0</i>	<i>103,3</i>	<i>110,7</i>	<i>122,7</i>	<i>154,5</i>	<i>491,2</i>	<i>563,6</i>	<i>646,5</i>
<b>Käyttökate</b>	<b>13,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>4,8</b>	<b>13,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>3,8</b>	<b>6,3</b>	<b>12,7</b>	<b>17,8</b>	<b>22,8</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,4	-1,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>12,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>11,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>11,5</b>	<b>16,5</b>	<b>21,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>12,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>11,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>11,5</b>	<b>16,5</b>	<b>21,4</b>
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>12,2</i>	<i>3,1</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>4,5</i>	<i>11,7</i>	<i>1,4</i>	<i>0,6</i>	<i>3,5</i>	<i>6,0</i>	<i>11,5</i>	<i>16,5</i>	<i>21,4</i>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>12,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>12,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>11,5</b>	<b>16,5</b>	<b>21,3</b>
Verot	-2,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,9	-2,3	-0,3	-0,1	-0,7	-1,2	-2,3	-3,3	-4,3
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
<b>Nettotulos</b>	<b>9,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>4,0</b>	<b>9,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>	<b>9,2</b>	<b>13,2</b>	<b>17,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,23</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,22</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,20</b>	<b>0,29</b>	<b>0,38</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,86</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,22</b>	<b>0,03</b>	<b>0,01</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,20</b>	<b>0,29</b>	<b>0,38</b>
<b>Osinko</b>	<b>0,15</b>					<b>0,17</b>					<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	<b>0,23</b>

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	8,1 %	19,9 %	23,7 %	13,8 %	10,5 %	16,3 %	3,1 %	11,8 %	16,3 %	21,3 %	13,7 %	14,8 %	14,7 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	14,5 %	29,2 %	133,7 %	-54,8 %	-18,2 %	-8,6 %	-54,0 %	-75,7 %	100,8 %	32,7 %	-1,7 %	43,0 %	29,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,6 %	3,4 %	2,7 %	2,0 %	3,8 %	3,0 %	1,7 %	0,8 %	3,1 %	4,1 %	2,6 %	3,2 %	3,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,4 %	3,1 %	2,4 %	1,7 %	3,5 %	2,7 %	1,4 %	0,5 %	2,9 %	3,9 %	2,3 %	2,9 %	3,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,6 %	2,5 %	1,9 %	1,3 %	3,1 %	2,3 %	1,1 %	0,4 %	2,3 %	3,1 %	1,9 %	2,3 %	2,6 %

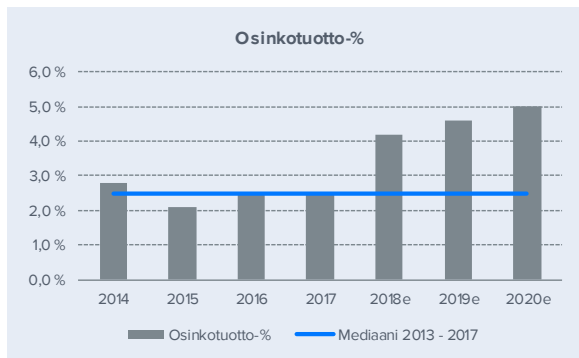
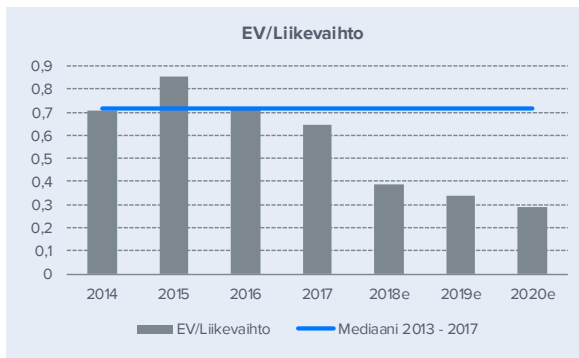
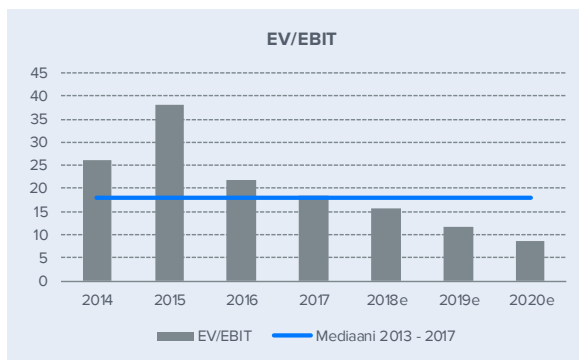
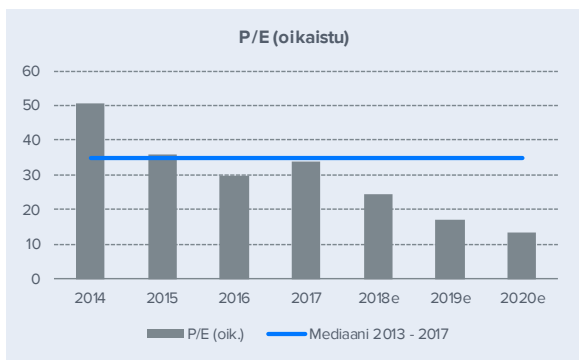
Lähde: Inderes



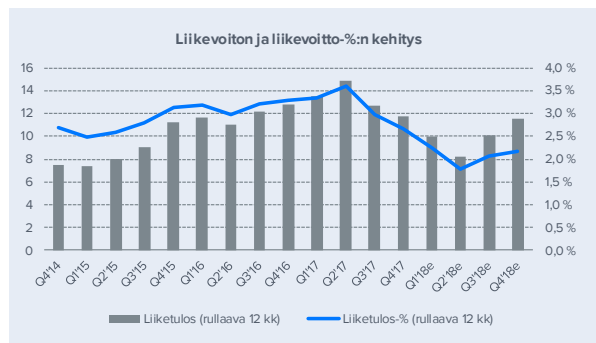
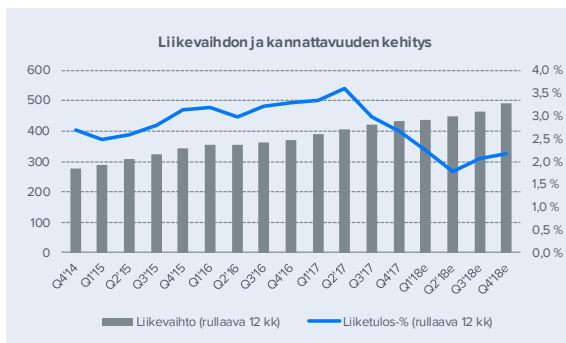
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi		5,08	7,20	6,85	7,35	5,00	5,00	5,00
Markkina-arvo		229	324	309	331	225	225	225
Yritysarvo (EV)		196	294	267	279	191	191	188
P/E (oik.)		50,7	36,0	29,8	34,0	24,5	17,1	13,2
P/E		50,7	58,7	31,6	34,0	24,5	17,1	13,2
P/Kassavirta		-50,0	69,4	17,4	18,8	-24,2	23,9	16,4
P/B		6,3	9,1	8,0	8,1	5,4	5,0	4,3
P/S		0,8	0,9	0,8	0,8	0,5	0,4	0,3
EV/Liikevaihto		0,71	0,85	0,72	0,65	0,39	0,34	0,29
EV/EBITDA		22,5	33,2	19,8	21,5	15,0	10,7	8,2
EV/EBIT		26,1	38,3	21,9	18,4	15,8	11,6	8,8
Osinko/tulos (%)		141,2 %	122,4 %	78,4 %	84,1 %	102,8 %	78,7 %	66,0 %
Osinkotuotto-%		2,8 %	2,1 %	2,5 %	2,5 %	4,2 %	4,6 %	5,0 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

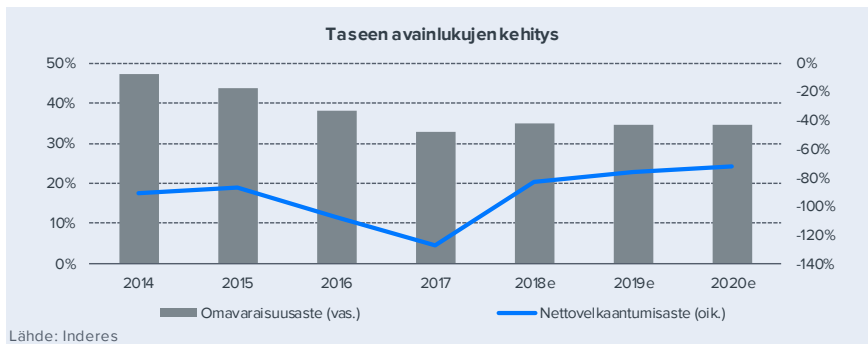


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	1	1	1	1
Käyttöomaisuus	2	1	2	2	2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>78</b>	<b>98</b>	<b>121</b>	<b>115</b>	<b>127</b>
Varastot	39	44	48	56	63
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	9	12	21	24	29
Likvidit varat	31	42	52	34	34
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>124</b>	<b>119</b>	<b>131</b>

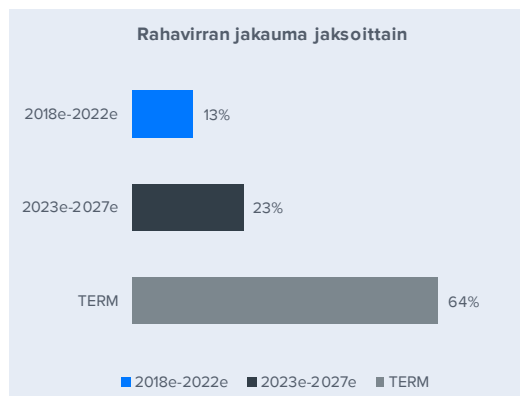
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>45</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	10	13	15	16	20
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	25	25	25	25	25
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	1	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>45</b>	<b>61</b>	<b>82</b>	<b>76</b>	<b>85</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	45	61	82	76	85
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>124</b>	<b>119</b>	<b>131</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>16,5</b>	<b>21,4</b>	<b>24,9</b>	<b>26,9</b>	<b>28,5</b>	<b>29,9</b>	<b>31,1</b>	<b>32,0</b>	<b>32,7</b>	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	
- Maksut verot	-2,3	-2,3	-3,3	-4,3	-5,0	-5,4	-5,7	-6,0	-6,2	-6,4	-6,5	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	8,5	-18,1	-3,5	-3,1	-3,2	-3,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>19,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>11,0</b>	<b>15,4</b>	<b>18,2</b>	<b>19,7</b>	<b>23,5</b>	<b>24,8</b>	<b>26,0</b>	<b>27,0</b>	<b>27,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>17,6</b>	<b>-9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>13,7</b>	<b>16,4</b>	<b>17,8</b>	<b>21,5</b>	<b>22,8</b>	<b>24,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	17,6	-9,3	9,4	13,7	16,4	17,8	21,5	22,8	24,0	25,0	25,4	387,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-8,7	8,2	10,9	12,0	12,0	13,3	13,0	12,6	12,0	11,3	171,4
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>267,8</b>	<b>276,5</b>	<b>268,4</b>	<b>257,5</b>	<b>245,5</b>	<b>233,5</b>	<b>220,2</b>	<b>207,2</b>	<b>194,7</b>	<b>182,6</b>	<b>171,4</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>267,8</b>										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		51,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>319,6</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,09</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %





## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	343,7	371,5	432,0	491,2	563,6
EBITDA	8,8	13,5	13,0	12,7	17,8
EBITDA-marginaali (%)	2,6	3,6	3,0	2,6	3,2
EBIT	7,7	12,2	11,7	11,5	16,5
Voitto ennen veroja	6,8	12,2	12,1	11,5	16,5
Nettovoitto	5,5	9,8	9,8	9,2	13,2
Kertaluontoiset erät	-3,5	-0,6	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	81,3	100,8	123,8	118,7	130,8
Oma pääoma	35,6	38,6	40,7	41,7	45,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	8,8	13,5	13,0	12,7	17,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,6	7,6	8,5	-18,1	-3,5
Operatiivinen kassavirta	5,8	18,6	19,3	-7,7	11,0
Vapaa kassavirta	4,7	17,7	17,6	-9,3	9,4

Yhtiökuvaus
Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,12	0,22	0,22	0,20	0,29
EPS oikaistu	0,20	0,23	0,22	0,20	0,29
Operat. Kassavirta/osake	0,13	0,41	0,43	-0,17	0,25
Tasearvo per osake	0,79	0,86	0,90	0,93	1,01
Osinko per osake	0,15	0,17	0,18	0,21	0,23
Voitonjako, %	122	78	84	103	79
Osinkotuotto, %	2,1	2,5	2,5	4,1	4,5

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	58,7	31,6	34,0	25,1	17,6
P/B	9,1	8,0	8,1	5,5	5,1
P/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8	0,5	0,4
P/CF	56,2	16,6	17,2	neg.	20,9
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,6	0,4	0,3
EV/EBITDA	33,2	19,8	21,5	15,5	11,0
EV/EBIT	38,3	21,9	23,9	17,1	12,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Samuli Seppälä	49,9 %
Rite Ventures	5,3 %
Ilmarinen	5,1 %
Varma	4,6 %
Keva	4,5 %
OP-Delta	2,9 %

## Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.6.2014	Vähennä	4,00 €	4,00 €
8.8.2014	Vähennä	4,17 €	4,00 €
24.10.2014	Vähennä	5,00 €	5,08 €
2.1.2015	Vähennä	5,00 €	5,17 €
16.2.2015	Vähennä	5,33 €	5,00 €
24.4.2015	Lisää	5,50 €	5,17 €
7.8.2015	Lisää	5,83 €	5,33 €
13.10.2015	Lisää	7,00 €	6,10 €
23.10.2015	Lisää	7,00 €	6,40 €
15.2.2016	Osta	8,00 €	6,86 €
22.4.2016	Lisää	8,00 €	7,48 €
5.8.2016	Lisää	7,50 €	6,60 €
21.10.2016	Lisää	7,80 €	7,16 €
24.11.2016	Osta	8,00 €	6,95 €
13.2.2017	Osta	8,00 €	6,88 €
2.5.2017	Lisää	9,00 €	8,32 €
17.7.2017	Lisää	10,00 €	9,40 €
14.9.2017	Vähennä	9,00 €	8,80 €
23.10.2017	Lisää	9,00 €	7,93 €
30.10.2017	Lisää	9,00 €	8,10 €
5.12.2017	Lisää	8,20 €	7,40 €
9.2.2018	Lisää	7,40 €	6,72 €
26.3.2018	Osta	7,00 €	5,00 €

## Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>