

Verkkokauppa.com

Laaja raportti

20.6.2022 19:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Väli vuosi kasvutarinassa

Toistamme tavoitehintamme 4,5 euroa ja vähennä-suosituksen. Vähittäiskaupan markkina on nyt kaikille toimijoille vaikea, sillä rekyyli tavarasta takaisin palveluihin on kiihtynyt, kuluttajaluottamus on Ukrainan sodan myötä romahtanut ja kiihtynyt inflaatio on alkanut syödä kuluttajien ostovoimaa. Ennustamme Verkkokauppa.comin 2022 tuloksen romahtavan ja osakkeelle on vaikea nähdä lyhyen ajan ajureita ylöspäin, vaikka luottamuksemme yhtiön strategiaan on edelleen varsin hyvä. Mielestämme sijoittajan ei kuitenkaan tule tehdä liian hätäisiä päätöksiä yhden vuoden tulostason perusteella, sillä dynaamisella kodintekniikan markkinalla rajut heilahtelut marginaalissa ovat arkipäivää. Kokonaisuutena näemme yhtiön nykyisen arvostuksen eri kulmista tarkasteltuna neutraalina.

Matkalla kuluttajien verkon tavarataloksi sekä yhä isommaksi peluriksi yritysasiakasmarkkinalla

Koronapandemian kiihdyttämän markkinamurroksen myötä yhä enemmän kaupasta käydään verkkokanavassa, missä yhtiön kilpailuedut (brändi, valikoima, nopeat toimitukset, matala kustannusrakenne) korostuvat. Myös uskollisten asiakkaiden määrä oli viime vuonna noin 120 000 ja asiakastyytyväisyys nousi ennätystasolle (NPS 72). Markkina-aseman ollessa vahva kodintekniikan kuluttajamarkkinassa (markkinaosuus 16 %), on yhtiö alkanut panostaa yritysasiakkaisiin, jossa markkinaosuus on vielä matalampi. Ennustamme yritysasiakasmyynnin vahvan kasvun jatkuvan myös lähivuosina. Viime vuosina myös onnistunut brändimarkkinointi ovat vahvistanut kehittyvien kategorioiden jalansijaa ja odotamme lähivuosina kasvua myös näistä paremman katetason tuoteryhmistä. Kehitys pienentää riippuvuutta erittäin kilpailluista kodintekniikan kategorioista madaltaen yhtiön riskiprofilia. E-ville:n hankinta tuo taloon myös aiemmin puuttunutta osaamista private-label tuotteiden kehityksessä ja suorahankinnassa. Myös strategian sisältämät investoinnit kasvun skaalautumisen varmistamiseksi näemme kriittisinä, jotta yhtiön tulevaisuuden kilpailukyky varmistetaan myös globaaleja jättejä vastaan.

Ennustemme ovat ennallaan ja yhtiön tavoitteet ovat selvästi niitä ylempänä

2022 liikevaihdon ennustemme on 582 MEUR (ohjeistus 530-590 MEUR) ja liikevoiton ennustemme on 12,4 MEUR (ohjeistus 12-19 MEUR), sillä kuluvan vuoden vaisu myynnin kasvu (1 %) ei pysy kulujen kasvun perässä. 2023-2025 välille ennustamme jälleen 7 %:n myynnin kasvua (CAGR) verkkokanavan vedon jatkuessa väli vuoden jälkeen. Odotamme myyntikate-%:n pysyvän noin 15,5 %:n tasolla, kun myyntimixin parantumisen vastavoimana vaikuttaa alati tiukkeneva hintakilpailu. Jätkäsaaren investointien tehokkuushyötyjen odotamme alkavan näkyä kunnolla vuoden 2022 jälkipuoliskolla. Ennustamme kasvun ja tehokkuusparannusten alkavan skaalata kuluja ja 2025 ennustemme ovat 715 MEUR:n liikevaihto ja 3,1 %:n liikevoitto. Yhtiön vuodelle 2025 asettamat tavoitteet ovat selvästi korkeammalla (miljardin liikevaihto ja liikevoitto yli 5 %).

Lyhyellä aikavälillä ajurit ylöspäin puuttuvat, vaikka pidempi aikaväli puoltaisi jo kyytiin palaamista

2022 ja 2023e P/E-kertoimet ovat 23x ja 17x. Etenkin ennustamaamme pidemmän ajan tuloskasvunäkymään (2022-2025 25 % CAGR-%) tai yhtiön tavoitteisiin peilattuna nämä alkaisivat olla houkuttelevia kertoimia osakkeen kyytiin palaamiseen. Pidemmän ajan tuloskasvuun on kuitenkin toistaiseksi vaikea nojata, kun odotamme Q2:lla tuloksen vielä painuvan selvästi vaikeassa markkinassa. Emme näe kiirettä positiiviselle suositukselle ennen kuin kuluttajamarkkina alkaa toipua ja yhtiö palaa kannattavaan kasvuun. Myös suhteessa verrokkiryhmäämme yhtiön hinnoittelu on selvällä preemiolla, eikä arvostuskertoimissa ole tästä kulmasta tarkasteltuna nousuvaraa.

Suositus

Vähennä

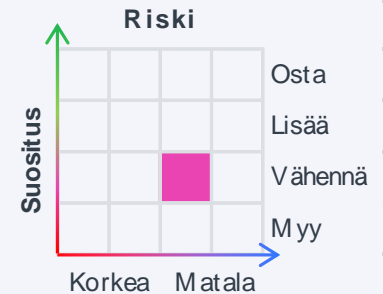
(aik. Vähennä)

4,50 EUR

(aik. 4,50 EUR)

Osakekurssi:

4,39



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	574,5	582,0	627,8	671,2
kasvu-%	4 %	1 %	8 %	7 %
EBIT oik.	20,3	12,4	15,8	20,0
EBIT-% oik.	3,5 %	2,1 %	2,5 %	3,0 %
Nettotulos	15,1	8,5	11,5	14,8
EPS (oik.)	0,33	0,19	0,25	0,33

P/E (oik.)	21,3	23,1	17,3	13,4
P/B	9,0	6,0	6,1	5,7
Osinkotuotto-%	3,5 %	6,0 %	6,3 %	6,7 %
EV/EBIT (oik.)	15,8	16,8	13,0	10,2
EV/EBITDA	12,7	12,0	9,6	8,0
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,3	0,3

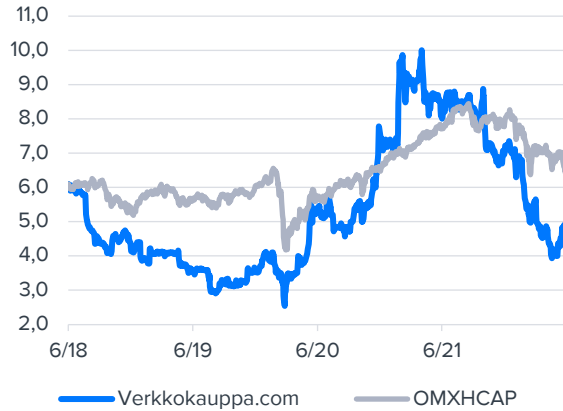
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

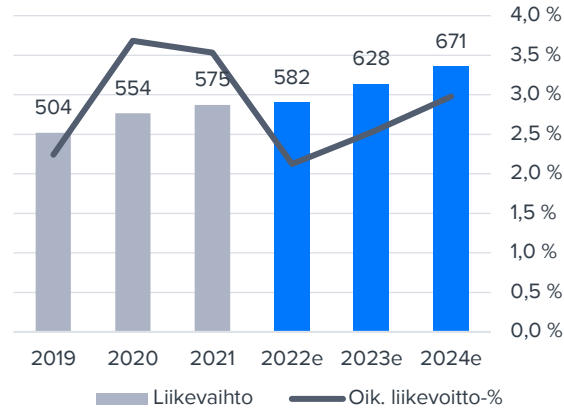
Verkkokauppa.com odottaa liikevaihdon olevan 530–590 miljoonan euron välillä (2021: 574,5 MEUR) ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan 12–19 miljoonan euron välillä (vuonna 2021: 20,4 MEUR) vuonna 2022.

Osakekurssi



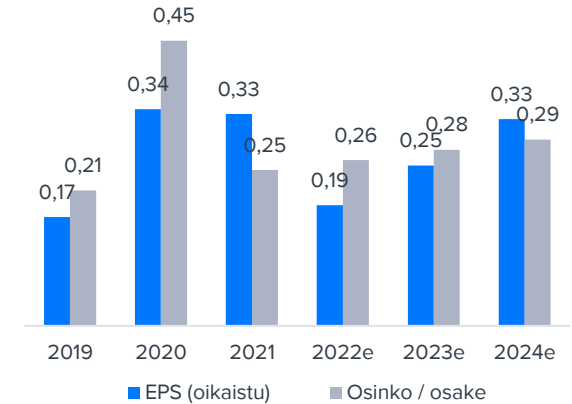
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Verkkokanavan kasvu antaa yhtiölle myötätuulta
- Brändi on vahvistunut selvästi kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Yritysassiakkaisa markkinaosuudella vielä tilaa kasvaa
- Myyntimixin parantuminen
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Automaation lisääminen prosesseissa



Riskitekijät

- Verkkokanavan vahvan kasvun hidastuminen koronan jälkeen
- Kuluttajien rahankäytön palautuminen tavarasta takaisin palveluihin
- Kuluttajien ostovoiman lasku inflaation laukattessa
- Kuluttajaluottamuksen lasku
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Amazonin laajentuminen lähialueille
- Yrityssostoissa epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,39	4,39	4,39
Osakemäärä, milj. kpl	45,4	45,4	45,4
Markkina-arvo	199	199	199
Yritysarvo (EV)	208	206	204
P/E (oik.)	23,1	17,3	13,4
P/E	23,5	17,3	13,4
P/Kassavirta	89,9	12,7	12,5
P/B	6,0	6,1	5,7
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	12,0	9,6	8,0
EV/EBIT (oik.)	16,8	13,0	10,2
Osinko/tulos (%)	140,0 %	109,9 %	90,1 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-10
Kilpailuedut	s. 11-12
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 13-17
Taloudellinen asema	s. 18-19
Strategia ja taloudellinen potentiaali	s. 20-25
Ennusteet	s. 26-28
Arvonmääritys ja suositus	s. 29-30
Taulukot	s. 31-36
Vastuuvapauslauseke	s. 37

Verkkokauppa.com lyhyesti

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

1992

Perustamisvuosi

2014

Listautuminen

575 MEUR (+3,8% vs. 2020)

Liikevaihto 2021

20,3 MEUR (3,5% lv:sta)

Liikevoitto 2021

~16 %

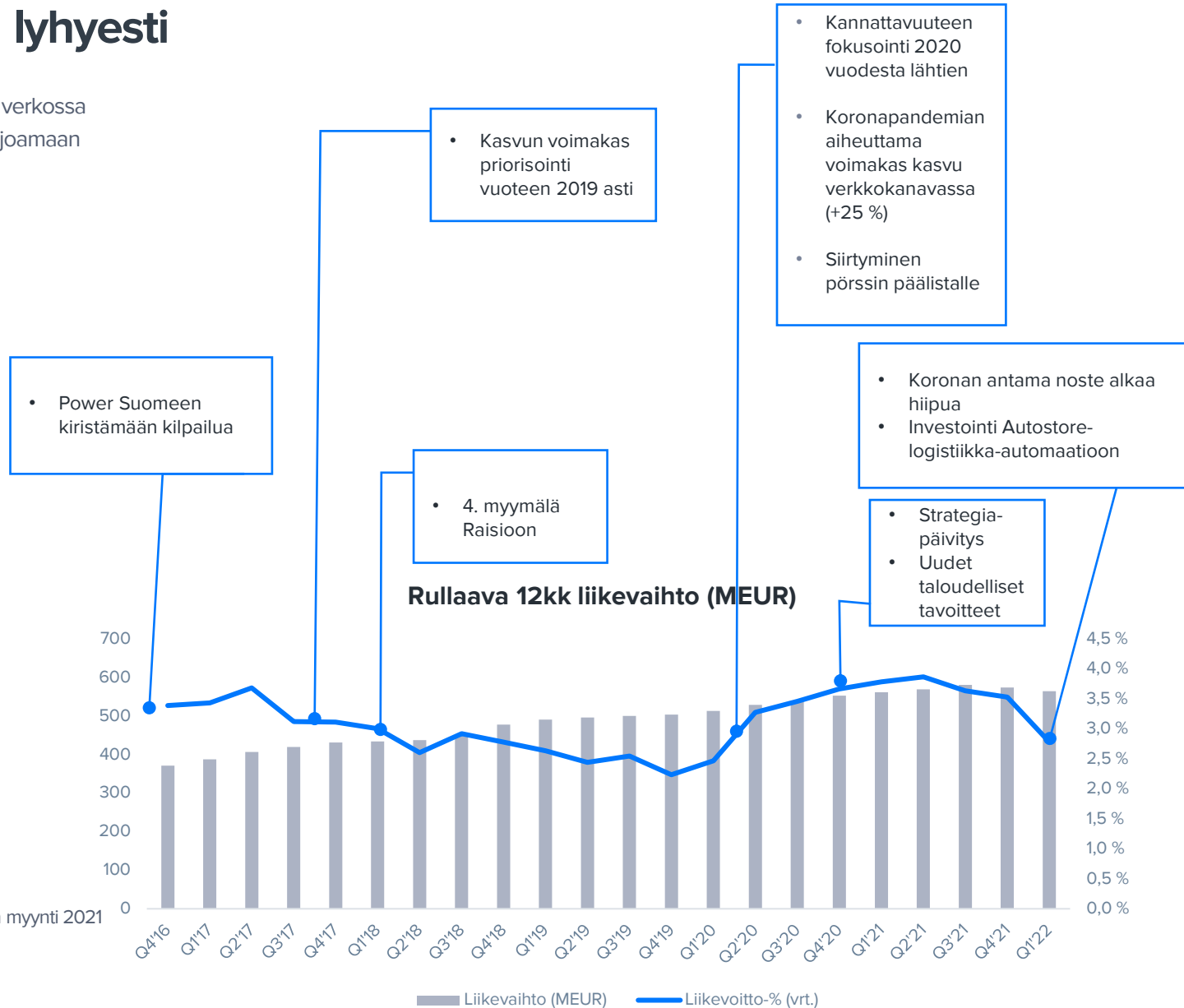
Markkina-osuus kodintekniikan kuluttajakaupassa

825

Henkilöstö 2021 lopussa

86 % / 14 %

Kodintekniikan myynti / Kehittyvien kategorioiden myynti 2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Kasvuyhtiö alusta asti

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa Suomen kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön myynti vuonna 2021 oli 574 MEUR ja myynnistä noin 7 % suuntautui ulkomaille.

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi historiansa ja vuosina 2008-2021 keskimääräinen kasvu on ollut noin 11 %. Yhtiön on saavuttanut vahvan jalansijan Suomen vähittäiskaupassa ja sille on vuosien saatossa kertynyt yli 1,7 miljoonaa rekisteröitynyttä asiakasta. Yhtiön perustaja ja pääomistaja (omistusosuus 35,2 %) on Samuli Seppälä. Hän toimi yli 25 vuotta myös toimitusjohtajana kunnes vuonna 2018 tehtävään valittiin Panu Porkka.

Asiakslupaus liiketoiminnan ytimessä

Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus, joka muodostuu tuotteiden edullisesta hinnasta, laajasta valikoimasta, hyvästä saatavuudesta, löydettävyydestä ja toiminnan läpinäkyvyydestä.

Verkkokauppa.comin asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa yhtiön toimintamallia. Yhtiö pyrkii olemaan hintajohtaja myymissään tuoteryhmissä alhaista kulurakennettaan hyödyntäen. Yhtiö pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä noin 400 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota myytävistä tuotteista. Lisäksi tuotekohtaiset tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja

huolto prosentit ovat julkisia. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa tuotteesta.

Valikoima ja myyntikanavat























Yhtiön tuotevalikoima keskittyy pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti myös kodintekniikan ulkopuolelle. Uusista kategorioista yhtiö käyttää nimitystä kehittyvät kategoriat. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 25 päätuotealuetta, jotka on esitetty sivupalkissa. Niiden alta löytyy noin 80 000 nimikkeen tuotevalikoima.

Yhtiön verkkosivusto on Suomen suosituin verkkokauppa (Kaupan liitto, Postin tutkimus). Yhtiöllä on neljä vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Oulussa, Pirkkalassa, Raisiossa ja Helsingissä. Helsingin myymälän yhteydessä on myös yhtiön oma varasto. Yhtiön oman arvion mukaan sen neljästä myymälästä kaksi ovat myös Suomen kaksi suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Yhtiön Postille ulkoistama toinen varasto sijaitsee Vantaalla. Sen merkitys on viime vuosien vahvan volyymikasvun myötä noussut, sillä Jätkäsaaren omaa varastoa on jo muutaman vuoden operoitu lähellä täyttä kapasiteettia. Jätkäsaaren kapasiteettia etenkin pienempien tuotteiden käsittelyn osalta ollaan kuitenkin parhaillaan nostamassa varaston automaatioastetta lisäämällä. Yhtiön tuotteiden jakelu myymälöihin hoidetaan pääsääntöisesti Vantaan varaston kautta Postin toimiessa kumppanina.



Päätuotealueet

-  Pienkoneet
-  Puhelimet
-  Ruoka ja juoma
-  Tietokoneet
-  Toimistotarvikkeet
-  TV/video
-  Urheilu
-  Verkko
-  Audio ja hifi
-  Grillaus ja kokkaus
-  Kaapelit
-  Kamerat
-  Kellot
-  Kodinkoneet
-  Komponentit
-  Koti- ja valaistus
-  Vauvat ja perhe
-  Laukut ja matkailu
-  Lelut
-  Lemmikit
-  Musiikki
-  Muut tuotteet
-  Oheislaitteet
-  Ohjelmistot
-  Pelit ja viihde

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Kivijalka rakennettu tukemaan verkkomyyntiä

Verkkokauppa.comilla kivijalkamyymälät on rakennettu verkkokaupan ja mobiiliin ympärille, kun käytännössä kaikilla yhtiön keskeisillä kilpailijoilla verkkokauppaa rakennetaan kivijalan ympärille kivijalan ehtoilla. Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina, noutopisteinä ja tukien 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.

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

Yhtiön liiketoimintamalli sitoo kasvun myötä vain vähän pääomaa, sillä investointitarpeet ovat pienet ja varaston kierto on tehokasta. Yhtiön ROE-% onkin säilynyt historiallisista tulosaasteista huolimatta koko ajan erinomaisella tasolla.

Nettokäyttöpääoma on ollut viime vuosina lähellä nollaa, mikä tarkoittaa että tavarantoimittajille maksetaan suunnilleen samaan aikaan, kun asiakkaat maksavat laskunsa. Yhtiö hyödyntää myös vahvaa kassaansa sekä tavarantoimittajien että asiakkaiden suuntaan. Asiakkaiden Apuraha-rahoituksen 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. Varastotasoissa on viime aikoina nähty selvää kasvua yhtiön keskittyttyä aiempaa enemmän palvelutason ja saatavuuden varmistamiseen, kun globaalien logistiikkaketjujen toimivuus ja tuotteiden saatavuus on heikentynyt.

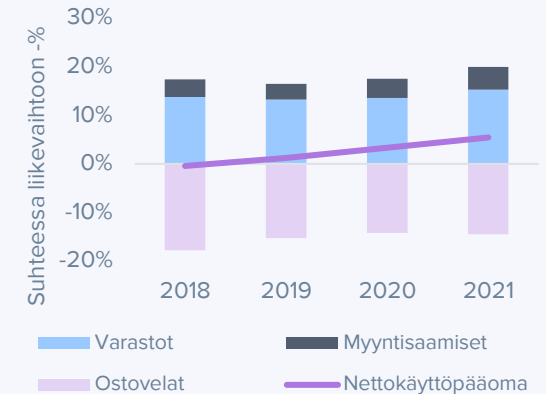
Hankintaketju

Yhtiö ostaa valmiita tuotteita sekä tukkureilta että OEM-valmistajilta. Eri tavarantoimittajia on noin 750. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 3000 omien tuotemerkkien alla myytävää tuotetta, jotka se valmistuttaa pääsääntöisesti Kiinassa. 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/tuotekehityksen itse.

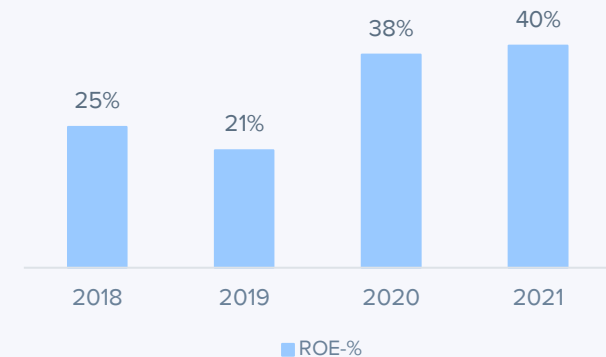
Tuotteiden toimitus asiakkaalle

Yhtiö toimittaa tuotteitaan yli 3000 noutopisteeseen kumppanien kuten Postin ja Matkahuollon kautta sekä myös yhteistyökumppanien kautta kotiin kuljetettuna ja asennettuna. Vuonna 2021 yhtiön kotimaan myynnistä noin 66 % tapahtui verkkokanavassa ja loput kivijalkakaupan kautta. Kivijalkakaupan tilausten osalta on kuitenkin syytä huomata, että näistä tilauksista merkittävässä osassa asiakas on aloittanut ostopolkunsa jo etukäteen digitaalisten kanavien avulla.

Nettokäyttöpääoman kehitys



ROE-% kehitys



Kumppanit

Tavaran toimittajat ja tukkurit



Logistiikka
(Posti, Matkahuolto)



Toinen päävarasto
ulkoistettu (Posti)



Alihankkijoilta myös
Apurahan reskontra ja
asiakaspalvelu
sekä osa tieto-
järjestelmäkehityksestä

Toiminnot

Hankintatoimi

Varasto

Myymlähenkilöstö ja
asiakaspalvelu

Hallinto

It-järjestelmäkehitys

Tuotteet ja palvelut

Kodintekniikka

Kehittyvät
kategoriat

Asennus- ja
huoltopalvelut

Apuraha

Liiketoimintaidea

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



- Suomen vierailuin verkkokauppa
- Laaja valikoima päätuotealueilla
- Nopea saatavuus ja toimitus
- Asiointiprosessin jatkuva parantaminen
- Läpinäkyvyys
- Kustannustehokkuus

Myyntikanavat (2021)



Kilpailu kodintekniikassa

Kodintekniikan
kauppiat



Teleoperaattori
en laitemyynti



Kansainväliset
verkkokauppa
alustat



Muu kaupan
ala



Asiakassegmentit



Kuluttaja-asiakkaat



Yritysasiakkaat
(n. 55 000 kpl)

Osuus myynnistä (2021)



Kodintekniikka
86 %



Kehittyvät kategoriat
14 %

Kustannusrakenne 825 hlö kauden lopussa (2021)



Materiaalit ja palvelut
(84,1 %)

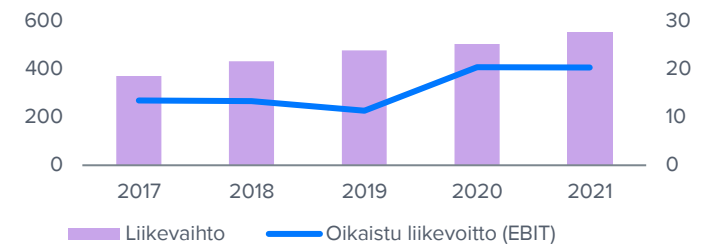


Henkilöstökulut
(6,4 % kustannuksista)

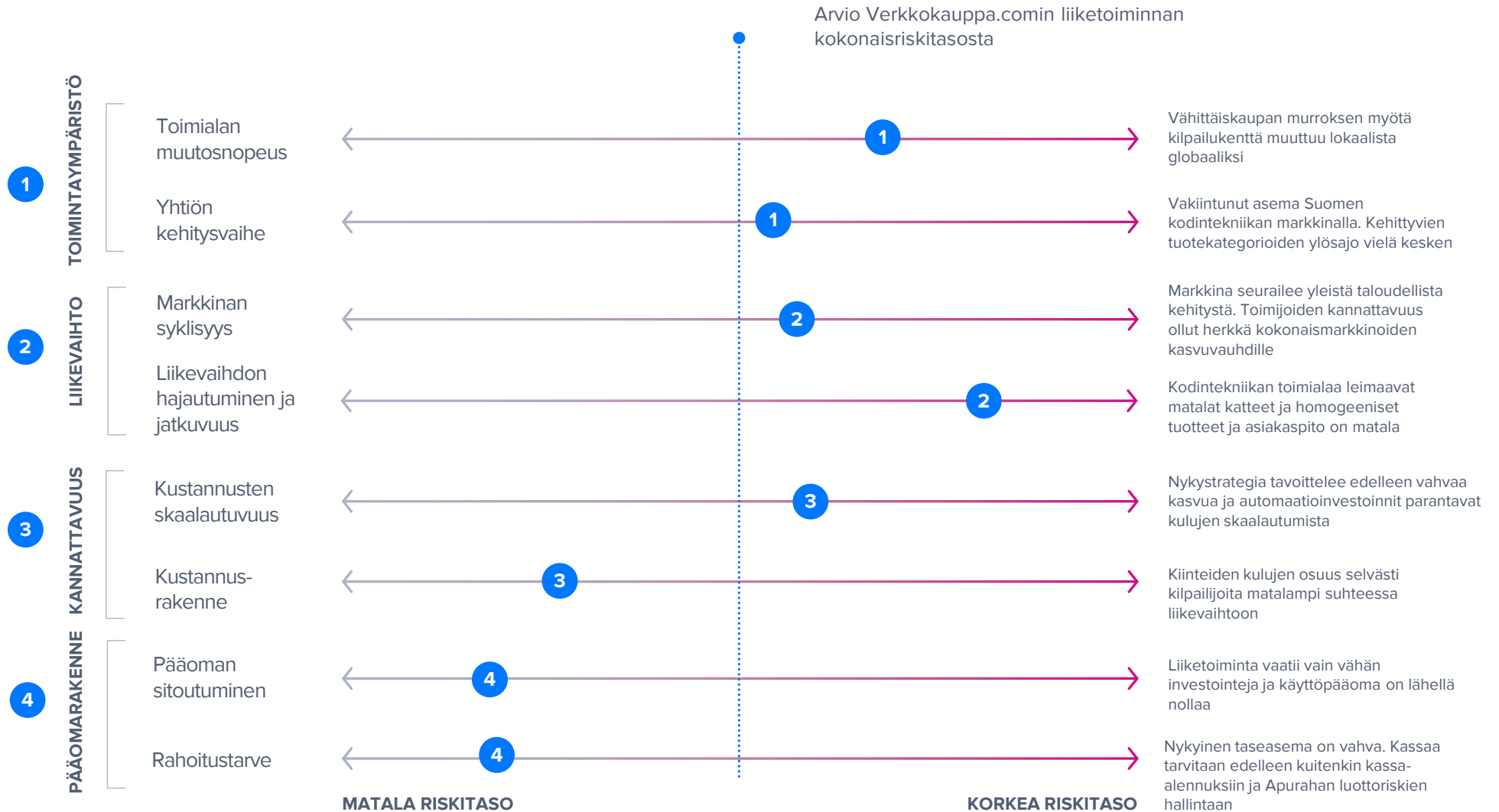


Liiketoiminnan muut kulut
(5,3 %)

Tulovirrat (MEUR)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi ja Suomen suosituin verkkokauppa

2.

Matala kustannusrakenne

3.

Transformaatio verkon tavarataloksi

4.

Kilpailukyvyyn vahvistaminen kasvun ja tehokkuusinvestointien kautta

5.

Vahva kassavirta ja nouseva osinko

Potentiaali



- Verkkokanavan kasvu antaa yhtiölle myötätuulta
- Brändi on vahvistunut selvästi kodintekniikan ulkopuolella sekä uusien kuluttajien parissa
- Yritysassiakkaissa markkinaosuudella vielä tilaa kasvaa
- Myyntimixin parantuminen
- Kasvun myötä paraneva neuvotteluvoima tavarantoimittajiin ja kulujen skaalautuminen
- Automaation lisääminen prosesseissa

Riskit



- Verkkokanavan vahvan kasvun hidastuminen koronan jälkeen
- Kuluttajien rahankäytön palautuminen tavarasta takaisin palveluihin
- Kuluttajien ostovoiman lasku inflaation laukatessa
- Kuluttajaluottamuksen lasku
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Amazonin laajentuminen lähialueille
- Yritysostoissa epäonnistuminen

Kilpailuedut

Vahva brändi ja asiointikokemus

Verkossa tapahtuvassa kaupassa kuluttajat suosivat huomattavasti pienempää määrää toimijoita ja näin ollen menestyäkseen toimijan on oltava tunnetuimpien pelureiden joukossa. Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan brändin 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 2021 80 miljoonaa. Yhtiön uskollisten asiakkaiden määrä kerrottiin viimeksi syyskuun CMD:llä, jolloin se oli 120 000. Uskolliset asiakkaat ovat ostaneet sekä edellisen kuukauden aikana että vähintään kerran aiemmin edellisen 12 kk aikana.

Vuonna 2019 aloitetun laajan brändimarkkinoinnin myötä on yhtiön brändi vahvistunut arviomme mukaan myös kehittyvissä tuotekategorioissa ja uusien asiakasryhmien parissa. Kuluttajien mieltymyksiä mittaavan verkkosivusto YouGov:in mukaan Verkkokauppa.com oli vuonna 2021 verrokkiryhmänsä suositelluin, puhutuin ja kokonaisindeksiltään vahvin brändi. Asiointikokemuksesta kertova NPS-luku nousi myös vuonna 2021 uuteen ennätykseensä ollen 72, mikä on kaupan alan parhaimmistoa. Myös yhtiön alhainen tuotteiden palautusprosentti 1,0 % kertoo erinomaisesta asiointikokemuksesta.

Verkkokauppa.com on myös valittu Suomen innovatiivisimpien yritysten joukkoon vuonna 2021 [Hankenin tutkimuksessa](#). Kyseinen tutkimus

perustuu kuluttajien kokemuksiin.

Brändi on saavuttanut hyvän aseman myös pienten ja keskisuurten yritysasiakkaiden parissa ja yritysten asiointikokemukseen on myös panostettu viime vuosina. Yritysasiakkaat arvostavat erityisesti hyvää saatavuutta, helppoutta ja toimitusnopeutta. Yhtiöllä oli yli 50 000 yritysasiakasta vuonna 2021.

Matala kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset sekä poistot olivat vuonna 2021 vain 12,6 % liikevaihdosta, kun pääkilpailijoilla Gigantilla ja Powerilla ne olivat 15,5 % (2021/4) ja 21,1 % (2020). Yhtiön kiinteiden kulujen alhaisuus johtuu kivijalan pienestä roolista, jolloin kiinteistöistä aiheutuvat vuokra- ja hoitokulut ovat matalia. Verkossa tapahtuva kauppa vaatii myös perinteistä kauppaa selvästi vähemmän henkilöstöä.

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan edullisia hintoja. Ero keskeisiin kilpailijoihin ja kaupan alaan yleensä on merkittävä ja arviomme mukaan kaupan alan toimijoiden, joiden liiketoiminta perustuu kivijalkakauppaan, on erittäin vaikea leikata kulurakennettaan tuntuvasti ilman liiketoimintamallin täydellistä muutosta.

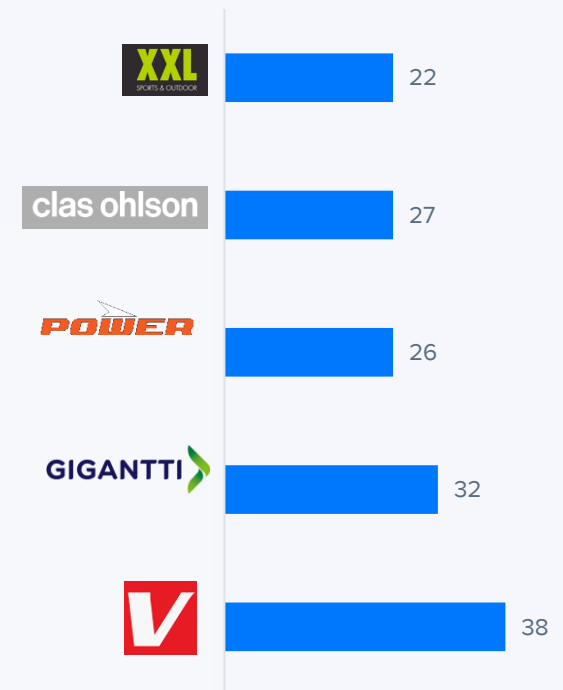
Laaja valikoima

Yhtiö pyrkii päätuotealueillaan tarjoamaan kilpailijoitaan laajemman ja syvemmän valikoiman. Yhtiöltä löytyy noin 80 000 nimikkeen tuotevalikoima. Valikoiman ja saatavuuden vahvistamista on käsitelty strategiaosiossa.

Asiakastyytyväisyydestä kertovat indikaattorit (2021)

- 120 000 kuukausittaista uskollista asiakasta
- Asiakastyytyväisyys (NPS) 72
- Palautukset hyvin matalat 1 %

Brändin vahvuus Suomessa*



Kilpailuedut

Saatavuus ja nopeat toimitukset

Yhtiön varastot sijaitsee Suomessa toisin kuin pääkilpailijoilla, mikä omalta osaltaan mahdollistaa yhtiölle hyvän tuotteiden saatavuuden ja nopeat toimitukset. Yhtiön toimitusverkosto kattaa jo noin 75 % suomalaisista seuraavan päivän toimituksilla. Verkkokauppa.com on panostanut voimakkaasti tuotteidensa saatavuuden parantamiseen, mistä osoituksena ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kioski, Postin varaston yhteydessä oleva Vantaan noutovarasto. Saman päivän toimitus on saatavilla tällä hetkellä pk-seudun lisäksi Tampereella. Pk-seudulla toimii myös 3 tunnin kuljetuspalvelu.

Oma tietojärjestelmä

Tärkeä kulmakivi Verkkokauppa.comin liiketoimintamallissa on myös sen itse kehittämä IT-järjestelmä (Private). Sen ympärillä pyörivät kaikki tärkeät toiminnot kuten verkkosivut, logistiikka, varastonhallinta, ostot ja kassajärjestelmä. Oma IT-järjestelmä mahdollistaa yhtiölle myös ketterän IT-kehityksen, eikä se ei ole riippuvainen ulkoisista palveluntarjoajista. Myös alihankkijoita hyödynnetään, sillä osa kehityksestä on kustannustehokasta ostaa valmiina. Omaan IT-järjestelmään liittyy luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön kilpailukyky heikkenee merkittävästi, mikäli se epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä. Tätä riskiä madaltaa kuitenkin yhtiön kehitystyössään omaksuma iteratiivinen prosessi. Yhtiö ei tee kerralla isoja muutoksia, vaan vaiheittain pieniä muutoksia samalla mitaten niiden toimintaa.

Viimeisen parin vuoden aikana yhtiö on


panostanut selvästi resursseja oman IT-järjestelmän kehitykseen, minkä arvioimme vahvistaneen kilpailuetuja. Erityisesti tuotetietoihin on panostettu, sillä niiden laadun parantamisen myötä sivuston hyödyntämät algoritmit osaavat yhdistää asiakkaan ja oikean tuotteen toisiinsa entistä relevanttimmin. Yhtiö on myös ottanut hakutoiminnoissa käyttöön käyttäjäkohtaisen personoinnin, joka hyödyntää tekoälyyn pohjautuvia algoritmeja. Tekoälyyn perustuvat algoritmit paranevat myös jatkuvasti mitä enemmän dataa ne käyvät läpi. Sivusto myös suosittelee muiden käyttäjien dataan perustuen, mikä asiakasta voisi kiinnostaa. Yhtiö on saanut lisäksi sivuston nopeutta parannettua, mikä osaltaan parantaa asiointikokemusta.

Volyymikasvu vahvistaa asemaa

Ostovolyymien koot ovat tärkeitä kaupan alalla ja kasvaneet volyymit ovat parantaneet myös yhtiön neuvotteluasemaa tavarantoimittajia kohtaan. Monissa kodintekniikan kategorioissa volyymit ovat jo vahvat, mutta niitä tarvitaan mielestämme edelleen lisää kehittyvissä kategorioissa.

Verkkokauppa.comin kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu saa myös tukea kasvavasta volyymistä, sillä osa kustannuksista skaalautuu. Tämä mahdollistaa paremman hintakilpailukyvyyn, joka on tarpeen etenkin ulkomailta tulevaa puhtaasti digitaalisen liiketoimintamalliin nojaavaa kilpailupainetta vastaan. Yhtiön kulurakenne on erinomaisella tasolla myös kansainvälisesti mitattuna, vaikka kustannuspohja on Suomessa.

Kilpailuedun kulmakivet

- 
- Asiointikokemus ja vahva brändi
 - Matala kustannusrakenne
 - Oma tietojärjestelmä
 - Laaja valikoima
 - Nopeat toimitukset

Markkinan kehitys

Kodinelektronikkamarkkina keskittyy

Kodintekniikkamarkkina (KOTEK) on Suomessa erittäin kilpailtu. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihinoista johtuen kuluttajien hintaherkkyys on erittäin korkea. Käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta. Tämän seurauksena alan keskimääräinen myyntikate on erittäin alhainen ja alan kolmen suurimman toimijan myyntikatteen Suomessa ovat keskimäärin n. 18 % (vrt. kaupan ala keskimäärin noin 30 %). Matalasta katetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja isolla ostovolyymin.

Kodinelektronikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli viimeisen kymmenen vuoden aikana. Viime vuosina useita alan toimijoita on joko lopettanut tai supistanut toimintojaan rajusti. Esimerkkeinä markkinalta poistuneista toimijoista ovat mm. Stockmann, Musta Pörssi, konebox.fi, Hirvox, ON/OFF, Anttila ja monet pienet paikalliset toimijat. Alan viime vuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com sekä Power, jotka kaikki ovat onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

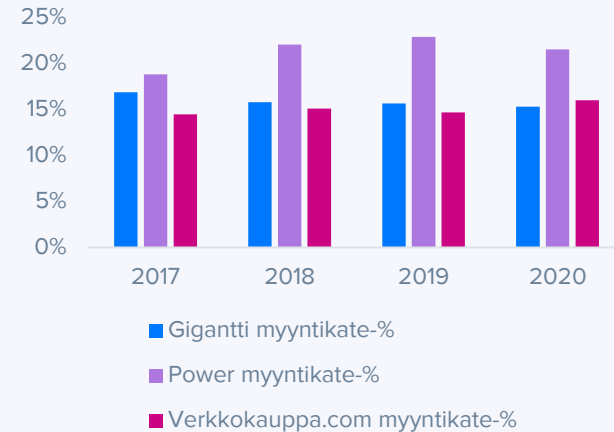
Vuoden 2021 lopussa Gigantin markkinaosuus kuluttajamarkkinassa oli arviomme mukaan noin 24 %. Verkkokauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus on noin 16 %. Power on markkinan kolmonen noin 13 %:n markkinaosuudellaan. Verkkokaupan voimakas kasvu sekä tavarantoimittajien harjoittama myynnin

keskittäminen suurimmille toimijoille ovat syventäneet kuilua pienten ja suurempien toimijoiden välillä. Pienemmistä KOTEK-ketjuista (Veikon Kone ja Tekniset Euronics) ei tarkkaa dataa ole saatavissa, mutta ottaen huomioon alan karut reunaehdot, arvioimme niiden osuuden laskevan. Pienet ketjut ovat pyrkineet tasaamaan puntteja isompiin ketjuihin kansainvälisen hankintayhteistyön avulla. Niille ennustamaamme hiipumista hidastaa hieman myös niiden sijainti maakunnissa ja keskittyminen palveluun.

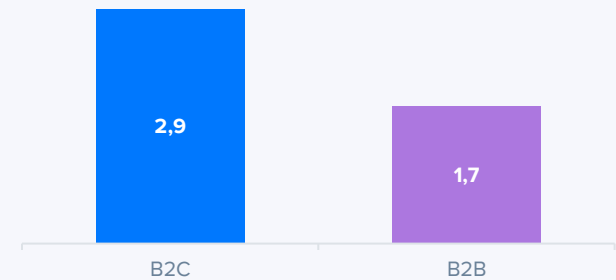
Muista toimijoista käsityksemme mukaan ainoastaan teleoperaattorit ovat kasvattaneet Suomessa markkinaosuuttaan viime vuosina. Arviomme mukaan niiden osuus kodintekniikan markkinan kokonaisymyynnistä on n. 20 %. Niiden myyntimix keskittyy pääosin puhelimiin sekä tabletteihin, sillä niiden mukana myös liittymän myynti on luontevaa. Niiden valikoimista löytyy myös tietokoneita ja televisioita. Teleoperaattorien yksi kilpailuvaltti on tarjota halpaa kuluttajarahoitusta laitemyynnin yhteydessä, sillä ne saavat defensiivisen ydinliiketoimintansa myötä halpaa rahaa markkinoilta. Muina kilpailijoina ovat suuret kauppaketjut (S-ryhmä ja K-Citymarket), jotka operoivat kuitenkin hyvin suppeilla valikoimilla ja niiden osuus on käsityksemme mukaan ollut KOTEK-markkinalla loivassa laskussa.

Markkinaosuuksien ollessa kuluttajapuolella jo korkeita ainakin Gigantin ja Verkkokauppa.comin strategiat tähtäävät kasvun hakemiseen myös B2B-markkinassa, joissa niiden markkinaosuudet ovat vielä selvästi matalampia (kts. Strategiaosio).

Alan toimijoiden myyntikatteen



Kodintekniikan markkinat Suomessa (mrd. €)



Lähde: Inderes, Gigantilla poikkeava 2021/4 päättävä tilikausi, jota verrattu vuoteen 2020. Powerin 2021 ja Gigantin 2022/4 tilinpäätökset eivät vielä julkisissa.

Markkinan kehitys

Gigantilla Suomessa matalat marginaalit

Gigantin emoyhtiö on verrokkiryhmästäme löytyvä Curry, joka toimii UK:ssa, Pohjoismaissa sekä Kreikassa. Currylla on pelkästään Pohjoismaissa kilpailijoita korkeammat volyymit (liikevaihto noin 5 000 MEUR), mikä edesauttaa sitä saamaan hyviä ostohintoja ja -ehtoja. Alueen logistiikkaan yhtiö hakee skaalaetuja automatisoidulla Nordic- keskusvarastolla, joka sijaitsee Jönköpingissä. Gigantilla on silti markkinajohtajana ollut yllättävän isoja haasteita pitää kiinni marginaaleistaan juuri Suomessa. Suomen Gigantin liikevoittomarginaalin kehityksen (kts. kuva) vertailu konsernin Pohjoismaiseen tulokseen (liikevoitto 3-4 %) kertoo omaa kieltään Suomen selvästi kireämmästä kilpailutilanteesta.

Suomen liikevaihto kasvoi yhtiön viimeisimmällä päättyneellä tilikaudella (2021/4) jälleen kuitenkin selvästi markkinan annettua vetoapua. Myös kannattavuus jatkoi elpymistään, mutta oli edelleen Verkkokauppa.comia (3,5 %) perässä. Verkkokauppa.comin tavoin Gigantin kysyntä alkoi selvästi pehmetä vuoden 2021 lopulla*.

Gigantti on viime vuosina lanseerannut kanta-asiakkuusohjelman Pohjoismaissa ja noin puolet alueen kotitalouksista kuuluu jo siihen. Sen myötä asiakaskohtaista myyntiä on saatu kasvatettua selvästi**. Yhtiö on viime aikoina investoinut myös verkon asiakaskokemukseen (mm. Live-myyjäpalvelu) ja sen strategiana on ollut laajentaa tuotevalikoimaa elektroniikassa voimakkaasti (2021 yli 100 000 SKU vs. 2019 50 000 SKU). Gigantin Suomen valtakunnallinen

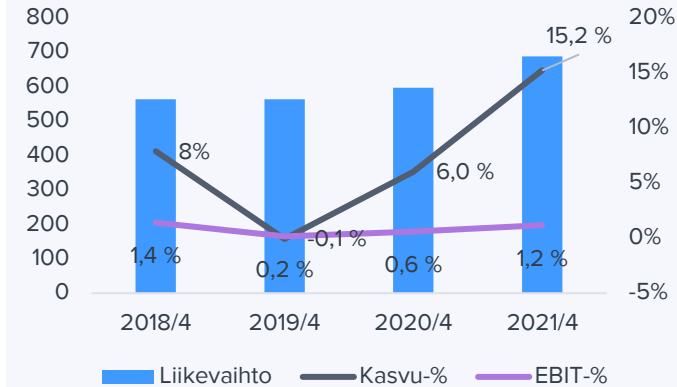
myymäläverkosto koostuu nykyisellään 42 myymälästä (2019: 41 myymälää), joista 20 toimii kauppiaismallilla.

Power haastanut muut onnistuneesti

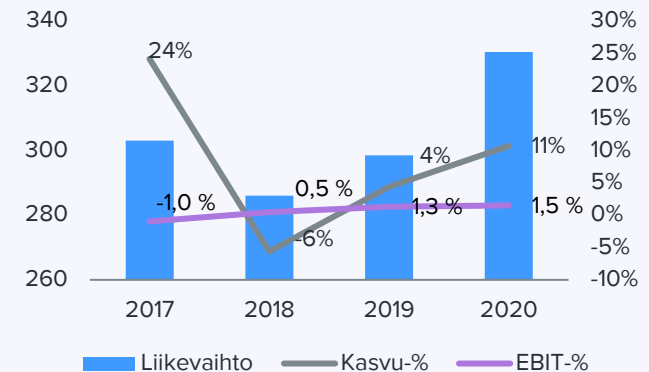
Power Suomi kuuluu norjalaiseen listaamattomaan Power International AS:ään (liikevaihto noin 1500 MEUR), jolla on myymälöitä Norjassa, Tanskassa ja Suomessa. Power lanseerattiin Suomessa keväällä 2016, kun emoyhtiö hankki Expert-ketjun. Powerin valtakunnallinen myymäläverkosto koostuu 38 omasta myymälästä (2019: 37 myymälää) ja yhtiöllä on lisäksi 7 kauppiaismyymälää. Yhtiön investoinnit kohdistuivat viime tilikaudella etenkin myymälöiden ilmeiden uudistamiseen.

Kivijalkapainotteisen strategiansa lisäksi Power panostaa myös voimakkaasti Click & Collect -toimintojensa kehittämiseen, mikä on loogista verkkokaupan osuuden kasvaessa. Myös Power pärjäsi korona-aikana hyvin sen myynnin kasvettua vuonna 2020 11 %:lla. Tämä oli hyvä suoritus, sillä osa sen myymälöistä on sijoitettu keskeisille paikoille ja käsityksemme mukaan näiden myymälöiden myynti kärsi liikkumisrajoituksista. 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 2020 1,5 %:iin.

Gigantti Suomi (MEUR)



Power Suomi (MEUR)



Markkinan kehitys

Markkinan kasvu vaikuttanut kilpailutilanteeseen

Verkkokauppa.comille relevantti kodintekniikan kuluttajamarkkinan koko oli Suomessa vuonna 2021 noin 2,9 miljardia euroa. Markkina on kasvanut historiallisesti vuosien 2008-2019 välillä keskimäärin noin 2-3 % vuodessa. Vuonna 2020 koronapandemia kiihdytti markkinan ennätyselliseen 11,5 %:n vuosikasvuun (GfK). Poikkeuksellinen kasvu myötävaikuttanut myös alan kireän kilpailutilanteen helpottamiseen. Vuoden 2021 lopussa markkina kääntyi kuitenkin selvään laskuun painaen koko vuoden myynnin 1 %:n laskuun, mikä kiristi myös kilpailutilannetta selvästi. Pitkällä aikavälillä odotamme kodintekniikan alan kasvavan hieman yleistä talouskehitystä nopeammin kodintekniikan ja digitaalisuuden roolin kasvaessa kuluttajien arjessa.

Kodintekniikan verkon penetraatio on korkea

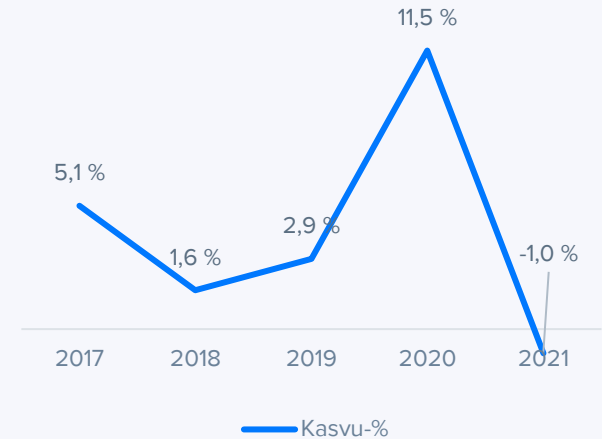
Kodintekniikka on suurin verkossa ostettava tuoteluokka ja verkkokanavan myynti otti vuosina 2020-21 vielä selvän kasvuloikan. Verkkokauppa.comin kotimaan myynnistä tuli verkon puolelta 2021 jo 66 %, kun vuonna 2019 vastaava luku oli hieman yli puolet. Kivijalkapainotteiselle Gigantilla verkon osuus kasvoi myös viime tilikaudella (2021/4) vahvasti nouden Pohjoismaissa noin 28 %:iin, kun tilikautta aiemmin se oli vielä 19 %. [Kaupan liiton](#) tuoreen arvion mukaan vuonna 2021 jopa 600 MEUR kuluttajien euromääräisistä kodintekniikan ostoksista suuntautui myös ulkomaisiin verkkokauppoihin, joita ei lasketa mukaan Suomen markkinaan. Arvio perustuu puhtaasti kuluttajille tehtyyn kyselytutkimukseen.

Yhtiölle relevantti markkina laajentunut

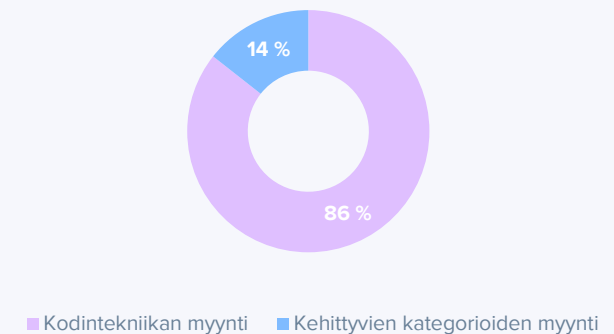
Yhtiön tuotetarjooman laajennuttua on myös sen kohdemarkkina kasvanut kodintekniikan ulkopuolelle. Yhtiön myynnistä tuli vuonna 2021 jo 14,4 % kehittyvistä kategorioista. Samalla riippuvuus kodintekniikan markkinan kehityksestä on pienentynyt, mitä pidämme positiivisena. Yhtiön arvion mukaan kehittyvien kategorioiden relevantti markkinan koko on noin 2,0 miljardia euroa ja tästä kaupasta noin 11 % käydään verkon välityksellä. Yhtiön markkinaosuus kehittyvissä kategorioissa on noin 3 % (Yhtiön CMD 2021).

Pääsääntöisesti kilpailupainetta kehittyvissä kategorioissa antavat kaupapaketit kuten Prisma, Citymarket, Tokmanni, Biltema, Motonet tai Clas Ohlson. Todella vahvoja erikoiskauppaketjuja löytyy lähinnä lemmikeissä Musti (Zooplus verkossa), urheilussa (XXL ja Intersport), kodin ja valaisimien puolella (Ikea, indoor Group ja Jysk). Myös kansainväliset verkkokaupat kuten Amazon ovat yhtiölle merkittäviä kilpailijoita lähes kaikissa kategorioissa, sillä yhtiön valikoima on keskittynyt verkossa helposti myytäviin tuotteisiin. Kilpailutilanteet ovat eri tuotealueilla arviomme mukaan erilaiset ja myös kategorioiden sisällä löytyy vähemmän hintakilpailtuja tuotteita. Suurimpia ja samalla hyvin kannattavia kehittyviä kategorioita ovat arviomme mukaan urheilu, musiikki-instrumentit ja lelut. Käsitksemme mukaan Verkkokauppa.com on viime vuosina saanut asiakkaita mm. lopettaneilta erikoisikaupoilta kuten Suomen polkupyörätukku tai lelukaupat (BR- ja Toys 'R' Us).

KOTEK-markkinan kehitys



Verkkokauppa.com myyntimix (2021)



Markkinan kehitys

Koronan jälkeinen myyntikanavakehitys

Koronapandemian jälkeistä kanavasiirtymän nopeutta on tässä vaiheessa hankala ennustaa. Pitkällä tähtäimellä kaupan kasvu painottuu joka tapauksessa edelleen verkkoon kuten ennen pandemiaakin. Kanavasiirtymän etenemisnopeus on samalla yksi keskeisimmistä kysymyksistä Verkkokauppa.comin sijoittajille, sillä yhtiön kilpailuedut korostuvat verkossa käytävässä kaupassa. Tämä näkyy myös sen korkeina verkon markkinaosuuksina (kodintekniikka 32 % ja kehittyvät 14 %).

Yhtiön 2021 alussa antaman oman arvion mukaan kiihdytetty kanavasiirtymä jatkuu myös pandemian jälkeen, sillä se ennakoii kodintekniikan verkkomyynnin kasvavan 17 %:lla (CAGR) ja kehittyvien kategorioiden osalta 25 %:lla (CAGR) 2020-2025 välillä. Alustavan markkinadatan perusteella arvioimme, että verkkokanavan kasvussa nähdään kuitenkin vuonna 2022 välivuosi, kun pandemia on väistymässä ja osa kuluttajista palaa kivijalkaan asioimaan. Verkkokanavan kasvun jatko pidemmällä aikavälillä antaa kuitenkin edelleen myötätuulta yhtiölle etenkin, jos globaalit jätit eivät laajene Suomeen omalla logistiikallaan.

Amazonin laajentuminen Pohjoismaihin

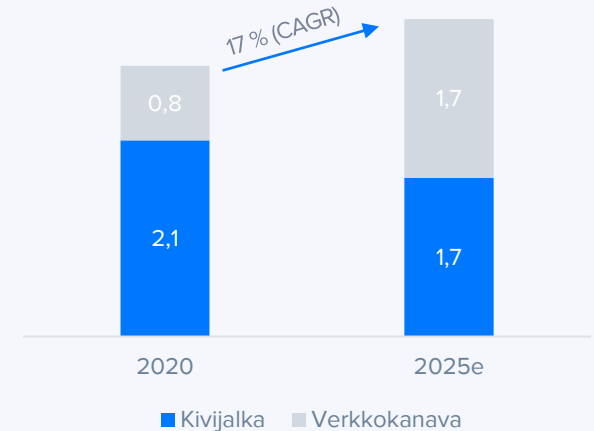
Amazon on verkkokaupan valtiias monella suuremmalla markkinalla länsimaissa. Yhtiö toimii itse myymiensä tuotteiden lisäksi verkkokauppa-alustana kolmansille osapuolille. Liiketoimintamalli mahdollistaa sille suuret myyntivolyymit, mikä lisää logistiikan käyttöasteita pääomatehokkaasti.

Liiketoimintamalli mahdollistaa myös valtavan valikoiman sekä yhtäläillä valtavan asiakasdatamäärään, jota se tehokkaasti hyödyntää. Lisäksi Amazonilla on suosiotaan kasvattava jäsenmaksullinen Primepalvelu, johon ilmaisten toimitusten lisäksi on paketoitu lukuisia muita palveluita. Amazon avasi verkkosivunsa Ruotsissa sekä pienen välivaraston Eskiltunassa vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä. Aloitus ei tähän mennessä ole heijastunut mitenkään Suomen markkinan toimitusnopeuksiin, vaan toimitukset tulevat edelleen Saksan tai UK:n varaston kautta. Uskomme Amazonin käyttävän ensin aikaa kolmansien osapuolten saamiseen sen alustalle sekä datan keräämiseen, eikä Suomen markkina ole yhtälössä prioriteettina korkeimmalla.

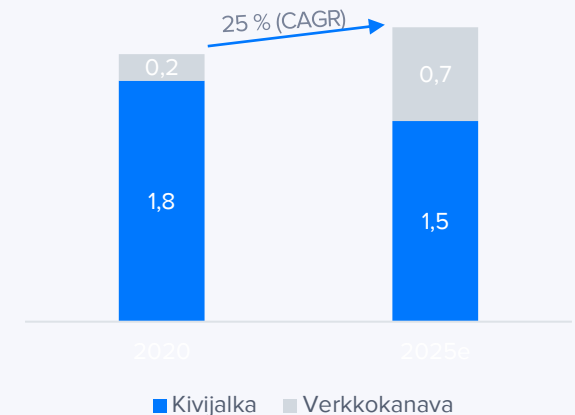
Tarkkaa lukua Amazonin nykyisestä Suomen myynnistä ei ole saatavilla, mutta ulkomaisten verkkokauppojen osuus suomalaisten kodintekniikan ostoksista on kaupan liiton kyselytutkimuksen mukaan yhteensä noin 18 % ja kehittyvissä kategorioissa osuus on käsityksemme mukaan selvästi matalampi.

Amazonin laajentuminen Suomeen jossain kohtaa tulevaisuudessa koko arvolupauksellaan (nopeat toimitukset ja Prime-palvelu) uhkaa mielestämme enemmän Verkkokauppa.comin kodintekniikan ulkopuolisia kategorioita, joissa myös sen volyymit ovat vielä pienehköjä. Paras ase yhtiölle myös Amazonia vastaan on nykyisen markkina-aseman vahvistaminen etenkin kehittyvissä kategorioissa ja kulutehokkuuden jatkuva parantaminen. Mitä myöhemmäksi laajentuminen Suomeen siirtyy, sitä parempi se on Verkkokauppa.comille.

Kodintekniikan markkina (mrd. €)



Kehittyvien kategorioiden markkina (mrd. €)



Kilpailukenttä ja markkina kehittyvissä kategorioissa

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. €* <ul style="list-style-type: none"> 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 <ul style="list-style-type: none">
Urheilu (merkittävä kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Vaihtelee tuoteryhmittäin 	<ul style="list-style-type: none"> Markkinan kasvu BKT 	<ul style="list-style-type: none">
Kellot (merkittävä kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Neutraali kilpailu 	<ul style="list-style-type: none"> Älykelloissa voimakas kasvu (+50 %)**** 	<ul style="list-style-type: none">
Musiikki (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">
Lemmikit (pieni kategoria)**	<ul style="list-style-type: none"> Kireä kilpailu 	<ul style="list-style-type: none"> Markkinan kasvu 4 %/v*** 	<ul style="list-style-type: none">

Tase

Tase on helppo ymmärtää

Verkkokauppa.comin taseen loppusumma oli vuoden 2021 lopussa 172,3 MEUR.

Pitkäaikaista omaisuutta yhtiön taseessa oli ennen IFRS-16 muutoksia niukasti, sillä yhtiö ei itse omista myymälöitään. Vuokravastuiden (16 MEUR) tuonti taseeseen kasvatti kuitenkin aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä noin 21 MEUR:oon. Aineettomia hyödykkeitä taseessa on niukasti (1 MEUR), sillä mm. yritysostoja ei aiemmin ole tehty.

Lyhytaikaisten varojen tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2021 lopussa 88 MEUR tai 15,3 % liikevaihdosta (2020: 13,6 %). Varastotasojen kasvu johtui siitä, että yhtiö on panostanut aiempaa enemmän hyvän palvelutason varmistamiseen saatavuushaasteiden keskellä. Myös odotuksista jäänyt myynti ja kasvanut valikoima ovat arviomme mukaan selittäviä tekijöitä. Pitkällä aikavälillä ennustamme varastotasojen palautuvan noin 14 %:iin suhteessa liikevaihtoon.

Yhtiön saamiset olivat yhteensä noin 41 MEUR, josta myyntisaamisiin (pitkäaikaiset ja lyhytaikaiset) laskettavien erien osuus oli noin 27 MEUR tai 4,7 % liikevaihdosta (2020 3,9 % liikevaihdosta). Hyppäys johtui Apurahan luottokannan kasvusta. Arviomme mukaan yhtiön myyntisaamiset tulevat kasvamaan lähivuosina hieman liikevaihtoa nopeammin (seuraava sivu), kun se kasvattaa asiakasrahoitusliiketoimintaansa. Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa

rahavaroja 21 MEUR (2020: 43 MEUR).

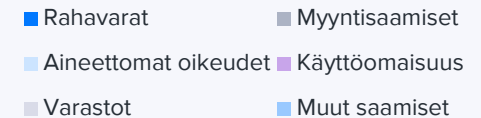
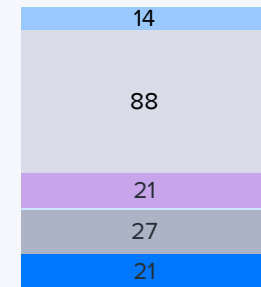
Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2021 lopussa 36 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä on vain vuokravastuisiin liittyvät vuokrasopimusvelat 20 MEUR. Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2021 lopussa 115 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja ja ennakkomaksuja on noin 83 MEUR tai 14,5 % liikevaihdosta (2020: 14,2 %). Liiketoiminnan kasvava volyyymi tarjoaa edelleen mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin, jolloin osuus voisi nousta, mutta emme ennusta suhteessa enää merkittävää parannusta. Kassa-alennusten hyödyntäminen voi kuitenkin heilautella suhdelukua.

Sijoittajien on tärkeä muistaa, että kassa-alennusten hyödyntämiseksi yhtiö tarvitsee myös ostoehtojen turvaamiseksi tavarantoimittajilta sekä yhtiön rahoituspalveluiden riskiprofiilin hallitsemiseksi yhtiöllä on hyvä olla taseessaan jonkin verran käteispuskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan enää lisäosingoilla kuten vuonna 2020 tehtiin (ylimääräinen osinko 0,22 euroa).

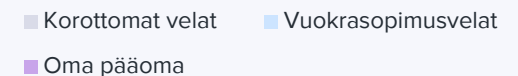
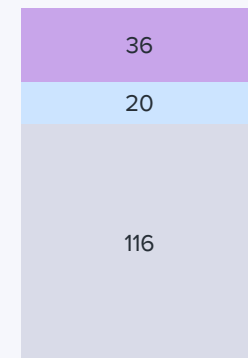
Velkaa otettu hieman 2022 alkuvuodesta

E-Ville yritysoston rahoittamiseksi yhtiön Q1'22 taseeseen oli nostettu 15 MEUR:n pankkilainat. Uskomme, että yhtiö hyödyntää myös jatkossa pientä velkavipua liiketoiminnassaan, mitä se ei listautumisen (2014) jälkeen ole aiemmin tehnyt.

Vastaavaa puoli (2021)



Vastattavaa puoli (2021)



Apurahan kehitys

Apuraha-asiakasrahoitus

Verkkokauppa.com lanseerasi syyskuussa 2015 oman Apuraha-asiakasrahoituksensa. Oman asiakasrahoituksen tarkoituksena on nostaa yhtiön myyntikatteita. Lisäksi asiakasrahoituksen tarkoituksena on tukea yhtiön myyntiä tarjoamalla asiakkaille erilaisia rahoitusvaihtoehtoja.

Yhtiö tarjoaa kuluttajarahoitusta nykyisin täysin omasta taseestaan. Asiakasrahoituksen prosessi on automatisoitu ja Verkkokauppa.comin järjestelmä tekee luottopäätökset ilman manuaalista työtä. Verkkokauppa.comin kannalta asiakasrahoituksen potentiaali riippuu yksinkertaistettuna siitä, että kuinka moni asiakas käyttää asiakasrahoitusta, minkälaiset ehdot yhtiö lainoilleen antaa (maksuaika ja korko) sekä luottotappioiden määrästä.

Suhtaudumme positiivisesti Apurahaan ja näkemyksemme mukaan se tarjoaa yhtiölle selkeää ansaintapotentiaalia pitkällä aikavälillä. Alkuvaiheessa Apuraha toteutettiin pitkälti kumppanien taseilla ja Verkkokauppa.comin oma riski (ja samalla tuotto) jäi hyvin pieneksi. Verkkokauppa.com on asteittain skaalannut Apurahaa ylös ja vuoden 2021 lopussa yhtiöllä oli Apurahaan liittyviä saamisia jo noin 18 MEUR:n edestä taseessaan.

Huhtikuusta 2019 lähtien Verkkokauppa.com alkoi myydä kaikki ikääntyneet saatavansa ns. jatkuvan kaupan mallilla. Malissa kaikki yli 60 päivää erääntyneet saatavat myydään kolmansille osapuolille. Tämä on näkemyksemme mukaan pienentänyt yhtiön saatavariskiä selvästi.

Viime vuonna yhtiön saamat tuotot apurahasta kasvoivat 4,3 MEUR:oon (2020: 3,6 MEUR), mutta samalla luottotappiot laskivat selvästi 0,8 MEUR:oon (2020: 1,7 MEUR). Molempien parametrien kehityttyä oikeaan suuntaan, kasvoivat nettotuotot kokonaisuutena selvästi.

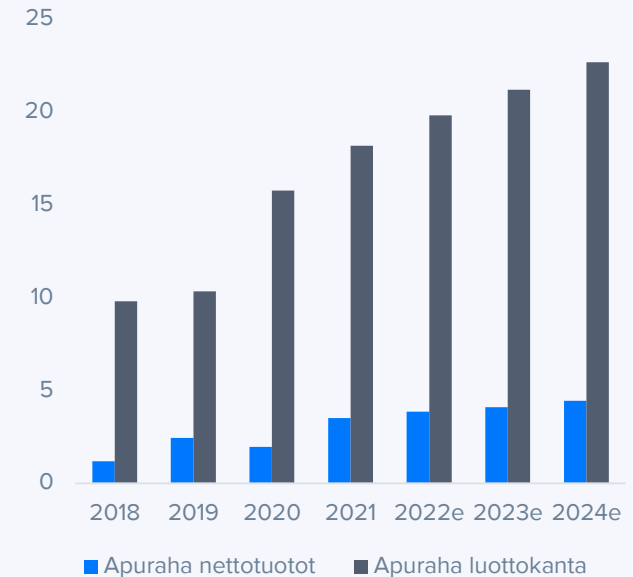
Positiivista kehitystä selitti käsityksemme mukaan se, että vertailukaudella koronapandemia aiheutti ylimääräisiä luottotappioita ja myös yhtiön käyttämät tietokannat ja algoritmit luottopäätösten arvioinnissa ovat edelleen parantuneet.

Yhtiö on myös ottanut käyttöön Apuraha-asiakkaille uusia rahoitusvaihtoehtoja kuten uuden [tilituotteen](#), jonka tarjoaa 45 päivää kulutonta maksuaikaa. Tilituotteen myötä maksukokemus on saatu lähelle luottokortin käyttöä ja sen aloitus vaikuttaa lupaavalta. Helmikuussa käynnistynyt tilituote oli saanut nopeasti jo 1500 käyttäjää maaliskuun loppuun mennessä.

Odotamme Apurahan nettotuottojen (huomioi luottotappiot) ja luottokannan kasvavan kuvaajan mukaisesti lähivuosina. Kehitys on ennusteessamme hieman liikevaihtoa nopeampaa, mikä johtuu Apuraha-tarjooman parantumisesta.

Apurahan ennusteemme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme erittele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä. Ennusteemme heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofiilia hankkeeseen liittyen. Apurahan nettotuotot kirjataan myyntikatteeseen ja luottotappiot muihin kuluihin Verkkokauppa.comin tuloslaskelmassa.

Apurahan kehitys ja ennusteet (MEUR)



Strategia

Kasvustrategia tavoittelee miljardin myyntiä

Verkkokauppa.comin vuoden 2021 alussa päivitetyn strategian keskiössä on voimakkaan kasvun jatkaminen, sillä yhtiö tavoittelee miljardin euron liikevaihtoa vuoteen 2025 mennessä. Kasvustrategia rakentuu verkkokanavan varaan, mikä on loogista, sillä yhtiön kilpailuedut korostuvat verkon puolella ja samalla markkinan kasvu painottuu verkkoon. Yhtiö on onnistunut myös historiassaan kasvamaan verkossa selvästi muuta kasvua nopeammin (kts. kuvaaja). Myymälöiden suhteen yhtiöllä ei käsityksemme mukaan ole enää laajennustarpeita.

Karkeasti reilut puolet kasvusta on tarkoitus saada kasaan nykykategorioista, joiden sisällä valikoimaa vahvistetaan edelleen sekä laajentamalla uusiin vielä julkistamattomiin kategorioihin. Tavoitteena on myös kaksinkertaistaa B2B-liiketoiminta vuoteen 2025 mennessä, mikä tarkoittaisi noin 100 MEUR:n kasvua. Tämän lisäksi noin 100 MEUR:n kasvua tavoitellaan yritysostojen kautta sekä private label liiketoiminnan ja palvelumyynnin kasvattamisella.

Siirtymä kohti verkon tavarataloa

Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin kuluttajamarkkina alkaa olla saturoitunut isojen kodintekniikan kategorioiden osalta (TV, puhelimet ja tietokone). Niiden osuus yhtiön myynnistä on arviomme mukaan lähes puolet ja emme odota näiden kasvun ylittävän markkinan kasvua. Kodintekniikassa kasvupotentiaalia tarjoavat yhä keskiuurissa kategorioissa kodinkoneet. Myös pienemmissä kategorioissa mm. älykelloissa

näemme potentiaalia.

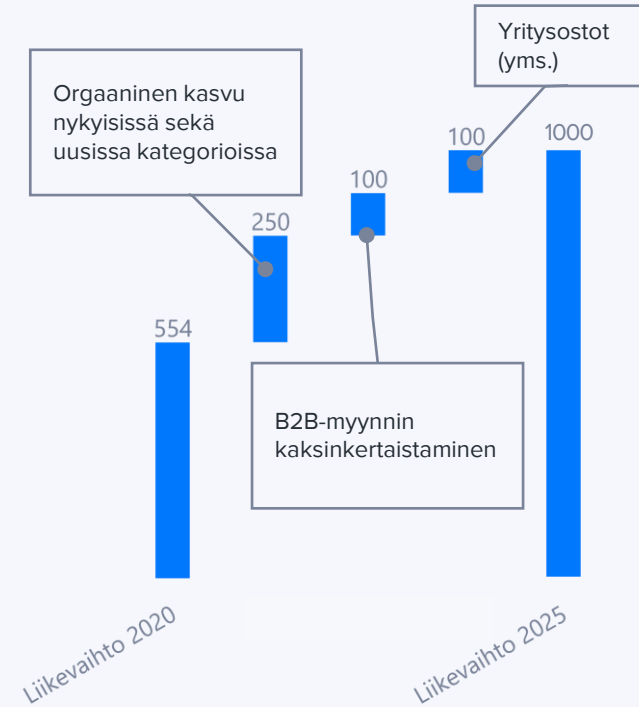
Yhtiön nykyisten kodinelektroniikan ulkopuolisten tuoteryhmien osalta kasvupotentiaalia on sen sijaan markkinankokoon nähden vielä runsaasti (s. 15). Näkemyksemme mukaan pandemiasta johtunut vähittäiskaupan murroksen kiihtyminen sekä samanaikaisesti onnistunut brändimarkkinointi ovat antaneet kehittyvien kategorioiden myynnille vahvan ”momenttumin” ja niiden saavuttama jalansija on vahvistunut. Odotamme hyvän kehityksen jatkuvan ja Q1'22:lla kehittyvien kategorioiden myynti kasvoikin edelleen 10 %:lla, vaikka kodintekniikan osalta myynti laskee selvästi vaisussa markkinassa.

Yhtiö tarkastelee jatkuvasti uusia kategorioita

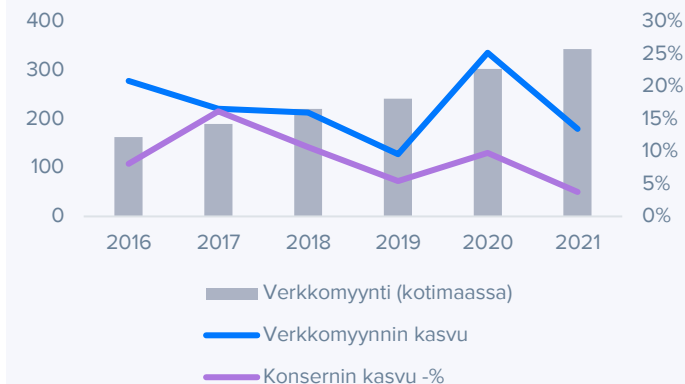
Yhtiön verkkokaupan isot kävijämäärät mahdollistavat uusien tuotekategorioiden ketterän testauksen pienellä määrällä nimikkeitä ennen varsinaista laajentumispäätöstä. Ohjaavana tekijänä laajentumisessa on yhtiön kyky täyttää edullisten hintojen asiakaslupauksensa. Yhtiön tavoitteena on olla kolmen suurimman verkkomyyjän (e-tailer) joukossa kaikissa päätuoteryhmissä, jotta se voi saavuttaa riittävät ostovolyymit kilpailukykyisten hintojen ylläpitämiseksi. Yhtiö myös pyrkii etsimään tuotealueita, jotka menevät sen nykyisen logistiikkaketjun läpi helposti.

Strategisesti valikoiman laajennuksella tavoitellaan etenkin kahta asiaa. Yhtiö pyrkii houkuttelemaan itselleen kokonaan uusia asiakkaita ja nykyisten asiakkaiden parissa tavoitellaan puolestaan ostoskorin arvon nousua.

Kasvun lähteet (MEUR)



Historiallinen kehitys (MEUR)



Strategia

Uusia päätuotealueita, ei lanseerattu vielä 2021 aikana ja uskomme niiden tulevan vuonna 2023 ajankohtaisiksi, kunhan Jätkäsaaren logistiikan automatisointi on saatu valmiiksi (kts. sivu 23).

Kehittyvissä kategorioissa paremmat katteet

Kodintekniikan ulkopuoliset tuoteryhmät sisältävät merkittävää kannattavuuspotentiaalia, sillä useilla myyntikatteet liikkuvat 25-50 %:n välillä. Vielä nykyisillä volyymeilla myyntikatteet eivät kuitenkaan arviomme mukaan ole näin korkeita, sillä käytössä on osin edelleen aggressiivinen hinnoittelu markkinaosuuden ja sitä kautta isompien volyymien saavuttamiseksi. Yhtiö on indikoinut, että vuoteen 2025 mennessä sen myyntikatemarginaalit saisivat kokonaisuutena noin 1,0-1,5 %:n tuen kehittyvien kategorioiden osuuden kasvusta, jos se yltää miljardin myyntiin.

Yritysosot nyt mukana yhtiön strategiassa

Yhtiö hakee uutta liiketoimintaa myös yritysostoilla. Yritysosot ovat nyt ensimmäistä kertaa mukana strategiassa, sillä aiemmin fokus on ollut puhtaasti organisaation kasvussa. Tähtäimessä ovat erityisesti paikalliset tuotetarjoomaa täydentävät verkkokauppayhtiöt. Uskomme tulevien kohteiden koon olevan selvästi yhtiötä pienempiä (liikevaihto 10-50 MEUR), mikä rajaa riskejä. Onnistuessaan yritysostot tarjoavat kustannustehokkaan reitin uusiin kategorioihin ja uusiin asiakkaisiin.

Yhtiö toteutti vastikään (1.4.2022) ensimmäisen yritysoston (e-ville.com). Kohteen 2021 liikevaihto oli noin 10 MEUR ja liikevoitto 5 %. E-villen hankinta oli yhtiölle ennen kaikkea strateginen, sillä se

vahvisti kyvykkyyksiä suorahankinnassa. E-villellä on Kiinassa oma hankintaorganisaatio.

Private-labelin kasvu tukee marginaaleja

Käsityksemme mukaan yhtiön private-label tuotteiden osuus myynnistä on nykyisellään kaupan alan keskiarvoja selvästi perässä ollen noin 4 %. Yhtiön tavoitteena onkin kaksinkertaistaa osuus vuoteen 2025 mennessä. Tavoitteeseen pääsemistä tukee se, että volyymit alkavat olla riittävän suuria jo pienemmissä kategorioissa, joissa ei ole hallitsevia brändejä. Private-label tuotteiden myyntikatteet liikkuvat tyypillisesti 30 %:n paremmalla puolella, joten niiden kasvu tukisi yhtiön myyntikatteita selvästi. Yhtiö on myös arvioinut, että omien tuotteiden osuuden kasvu voisi tukea sen myyntikatemarginaaleja noin 0,5 %:lla vuoteen 2025 mennessä.

Käsityksemme mukaan vuoden 2021 aikana ei omien tuotteiden osuuden kasvatuksessa vielä edetty tavoitteiden mukaisesti. Jatkossa osuuden kasvattamista tukee e-villen kautta hankittu osaaminen ja yrityskauppaan liittyi myös lisäkauppahinta, joka on riippuvainen private-label tuotteiden myyntiin osuuden kasvusta. Arviomme mukaan e-villen kautta kehitetyt ensimmäiset uudet private label tuotteet saadaan yhtiölle myyntiin loppuvuodesta, ja vasta sen jälkeen yhtiön ensimmäisen yritysoston onnistumista on ajankohtaista arvioida. Yhtiön kertoman mukaan integrointi on käynnistynyt suunnitellusti.

Yhtiö hakee kasvua myös uusista palveluista, joita käsityksemme mukaan voisivat olla mm. asennuspalvelut tai vakuutusvälitys.

Myyntikate eri tuoteryhmissä*



Strategia

Yritysmarkkinalla vielä hyvin tilaa kasvaa

Yhtiö tavoittelee yritysmyyntin liikevaihtonsa kaksinkertaistamista vuoteen 2025 mennessä. Yhtiön historiallinen kasvuvauhti tukee tavoitteen saavuttamista (kts. kuva). Relevanteimpana segmenttinä yhtiölle ovat pk-yritykset (markkinaosuus 9 %), sillä niiden kulutuskäyttäytyminen muistuttaa paljolti B2C-kauppaa. Ostot hoidetaan niissä pääasiallisesti ilman virallisia hankintakilpailutuksia. Yhtiö on myös kehittänyt yrityspuolen asiointikokemusta uusimmalla mm. käyttöliittymän yritysten suuntaan. Vuonna 2021 yhtiön kotimaan yritysmyynti (+19 %) jatkoi myös vahvassa kasvussa, vaikka yhtiön kuluttajamyyntin kasvu jäikin samaan aikaan vaisuksi (+2 %).

Saatavuuden edelleen kehittäminen

Yhtenä strategian painopistealueena on myös toimitusnopeuden kehittäminen. Kaupan alalla tuotteiden saatavuus ja logistiikan hallinta ovat eräitä keskeisimpiä menestystekijöitä. Saatavuus on kyettävä pitämään hyvänä, mutta varastoja ei toisaalta voida nostaa liikaa, sillä korkeat varastot sitovat pääomaa ja heikentävät siten pääoman tuottoa sekä kasvattavat varastoon liittyviä riskejä.

Tällä hetkellä 75 % suomalaisista asuu Verkkokauppa.comin seuraavan päivän toimitussäteen sisällä. Yhtiön arvion mukaan sen myymälöiden omia varastoja voitaisiin tulevaisuudessa hyödyntää keräilyhubeina. Silloin yli 90 % suomalaisista olisi saavutettavissa seuraavana päivänä ja 50 % samana päivänä. Näin toimimalla varastoja ei tarvitsisi kasvattaa. Tästä

koituu lisäkustannuksia ja siksi tehokkaan toimintamallin kehittäminen on ratkaisevassa roolissa, jotta myymäläkeräily kannattaa toteuttaa.

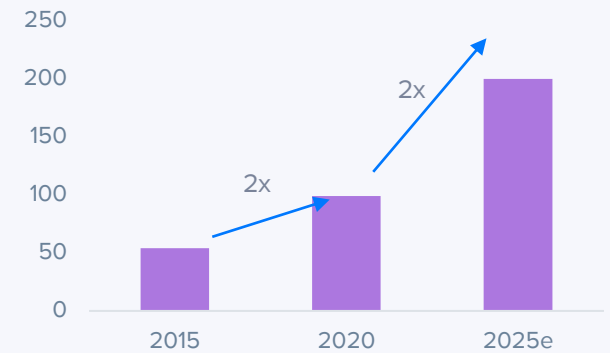
Kannattavuustavoite myös kunnianhimoinen

Yhtiö tavoittelee kannattavuuden osalta 5 %:n liikevoittomarginaalia vuoden 2025 loppuun mennessä (2021: liikevoitto 3,5 %). Yhtiön kertoman mukaan kannattavuusparannus perustuu pääosin kulurakenteen skaalautumiseen. Uskomme tämän viestivän siitä, että edellisillä sivuilla käytyjen myyntikatteiden positiivisten ajureiden vastapainona markkinalla vaikuttaa myös alati kiristyvä kilpailu. Yhtiön hinnoittelua sen myymissä tuotteissa määrittelee pitkälti kilpailijoiden antama hinnoittelupaine. Tämä johtuu sen asiakaslupauksesta ”todennäköisesti aina halvempi”, josta uskomme yhtiön pitävän kiinni eri markkinaolosuhteissa. Siten hinnoittelun osalta yhtiöllä on vain rajallisesti liikkumavaraa.

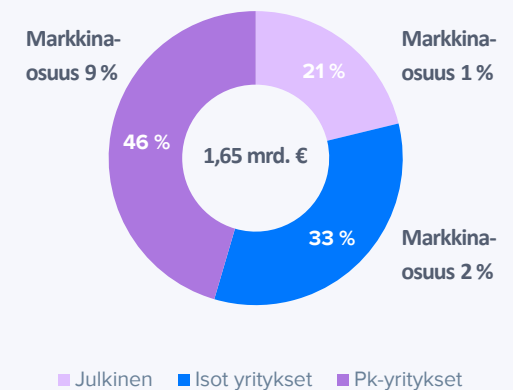
Vastuullisuus myös tärkeä osana strategiaa

Yhtiö on tehnyt taustalla paljon toimenpiteitä myös vastuullisuusasioiden edistämiseksi. Se sai keväällä päätökseen epäsuorien päästöjen (scope 3) laskennan ja seuraavaksi yhtiö määrittää tavoitteensa näiden päästöjen osalta. Myös omien tuotteiden hankintaan liittyen yhtiö huomioi hankintaketjun vastuullisuuden BSCI-auditoinneilla. Vaikka vastuullisuusstrategian hedelmät eivät näykään heti tuloslaskelmassa, näemme tehtävät toimenpiteet pidemmällä aikavälillä tärkeinä. Uskomme, että suomalaiset kuluttajat painottavat tulevaisuudessa toimijoiden vastuullisuutta yhä enemmän ostopäätöksissään.

Yritysmyyntin kehitys ja yhtiön tavoite (MEUR)



B2B-markkina



Strategia

Kulupuolen tehostaminen

Yhtiön tavoitteena on painaa kiinteät kustannukset alle 10 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2025 mennessä (2020 11,5 %) Luku ei huomioi vuokria, jotka sisältyvät poistoihin IFRS-kirjanpidossa. Kulupuolella avaintekijöitä ovat toiminnan tehostaminen ja skaalautuvuuden pullonkaulojen ratkaiseminen. Kannattavuustavoitteen saavuttaminen edellyttää käsityksemme mukaan myös miljardin liikevaihtotavoitteen saavuttamista. Pidämme sekä kasvu- että kannattavuustavoitetta kunnianhimoisina ja omat ennusteemme ovat toistaiseksi selvästi alempana (s.28). Tavoitteen suhteen ei vuonna 2021 vielä edetty oikeaan suuntaan, sillä kiinteät kustannukset nousivat 11,6 %:iin liikevaihdosta. Lisäksi Q1'22:lla myynti laski selvästi ja samalla kulut nousivat ja kulujen suhde liikevaihtoon nousi vertailukaudesta yli 2 %:lla.

Jätkäsaaren logistiikka-investoinnit

Yhtiön Jätkäsaaren oma varasto on jo parin vuoden ajan käynyt täydellä kapasiteetilla ja myynnin kasvun myötä tullut lisävolyymi on pitänyt kierrättää Postille ulkoistetun varaston kautta. Tämä on hidastanut kulujen skaalautumista. Päivitetyn strategian ensimmäisenä konkreettisena toimenä yhtiö on tekemässä noin 4 MEUR:n investoinnit Jätkäsaaren varastoautomaatioon parantamiseen. Suhtaudumme investointiin erittäin positiivisesti ja odotamme lähivuosina myös Jätkäsaaren automatisointiasteen edelleen laajenevan. Yhtiö on aiemmin indikoinut, että noin kolmannes yhtiön asettamasta kulujen tehostamistavoitteesta voidaan saavuttaa

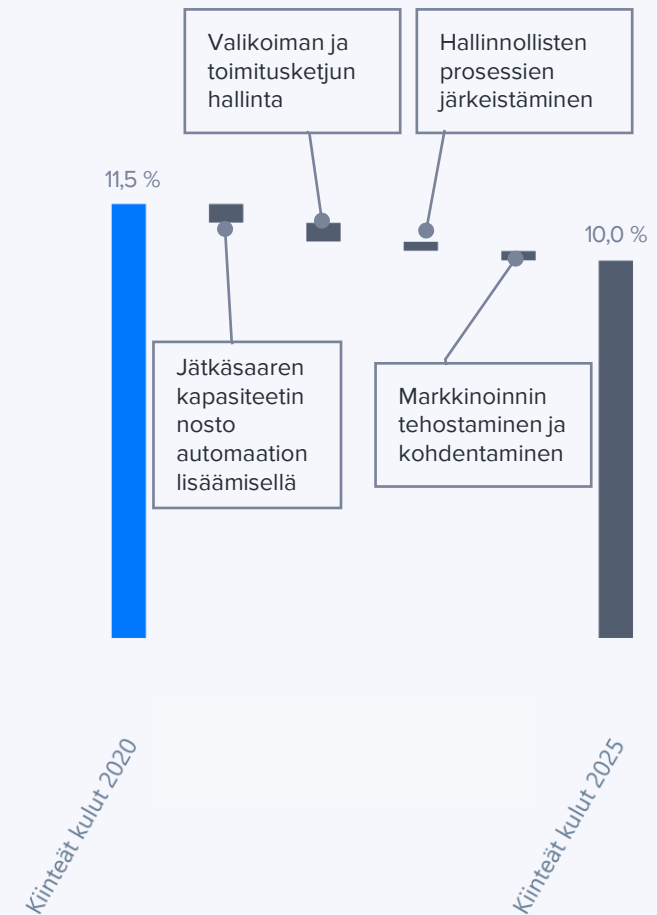
Jätkäsaaren automatisoinnilla olettaen että liikevaihto saadaan samalla nostettua miljardiin euroon. Ensimmäinen vaihe investoinnista eli Autostore-pienartikkeli varasto on otettiin käyttöön sujuvasti 2022 huhtikuun lopussa. Seuraava vaihe on lähtevän tavaran pakkausautomaatio (syksy 2022). Kolmantena vaiheena on tulevan tavaran vastaanoton automatisointi pystykuljetinjärjestelmällä, jonka työt alkavat todennäköisesti vuoden vaihteessa.

Datan aiempaa parempi hyödyntäminen

Yhtiö aikoo automatisoida enenevässä määrin myös muita operaatioitaan, mikä tehostaa kulujen skaalautumista. Tähän mennessä mm. yhtiön ostotoiminnot ovat olleet vielä manuaalisia ja suunnitelmassa on, että tulevaisuudessa tuotteiden täydennystilausprosessi automatisoidaan, jolloin osto-organisaatio skaalautuu aiempaa paremmin. Muita kehitettäviä operaatioita ovat myös tuotevalikoiman sekä toimitusketjun (drop shipment ja sisälogistiikka) hallinta sekä markkinoinnin tehostaminen. Näissä datan kerääminen ja toiminnan analysointi ja johtaminen teköälyavusteisesti on keskeistä.

Käsityksemme mukaan Suomen kaupan alalla vasta muutamia edelläkävijä hyödyntävät dataa tämän kaltaisissa prosesseissa kattavasti. Näemme kehitystyön tulevaisuuden kilpailukyvyyn kannalta kriittisenä komponenttina etenkin kansainvälisiä verkkokauppajätettä vastaan kilpailtaessa. Suhtaudumme suunnitelmiin positiivisesti, ja arvioimme niiden etenevän iteratiivisesti ja näkyvän tuloksessa pikkuhiljaa.

Kulurakenteen tehostamisen komponentit



Strategia



Kasvun voimakas priorisointi

- Kodintekniikan markkinaosuuden voittaminen
- Uusien verkossa helposti myytävien kategorioiden lanseeraus
- Oman tietojärjestelmän kehitys
- Kivijalkaverkoston rakentaminen harkitusti tukemaan verkkoliiketoimintaa
- Fokus kuluttaja-asiakkaissa
- Oman Apurahan lanseeraus

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- Kasvu Suomen suosituimmaksi verkkokaupaksi
- Vahva brändi kodintekniikassa
- Kasvussa onnistuminen tavoitteiden mukaisesti
- Kannattavuuskehitys jäi tavoitteista
- Pääoman tuoton säilyminen erinomaisella tasolla
- Kvartaaleittain kasvavan osingon toimittaminen

Kannattavuuteen fokusointi ja pandemia

- Painopiste kannattavuudessa
- Asiakaskokemuksen edelleen parantaminen
- Pandemia muutti toimintaympäristöä nopeasti
- Brändimielikuvan vahvistaminen etenkin uusien asiakkaiden ja kehittyvien kategorioiden parissa
- Strategian päivittäminen
- Päälistalle siirtyminen

Toteutunut

- Vahva tasonnosto liiketuloksessa (vrt.) noin 20 MEUR:oon.
- Vähittäiskaupan murroksen kiihtymisen ketterä hyödyntäminen
- Asiakasmäärät kasvoivat merkittävästi
- Saatavuuden varmistamisessa onnistuttiin
- Asiakaskokemuksen nousu ennätystasolle

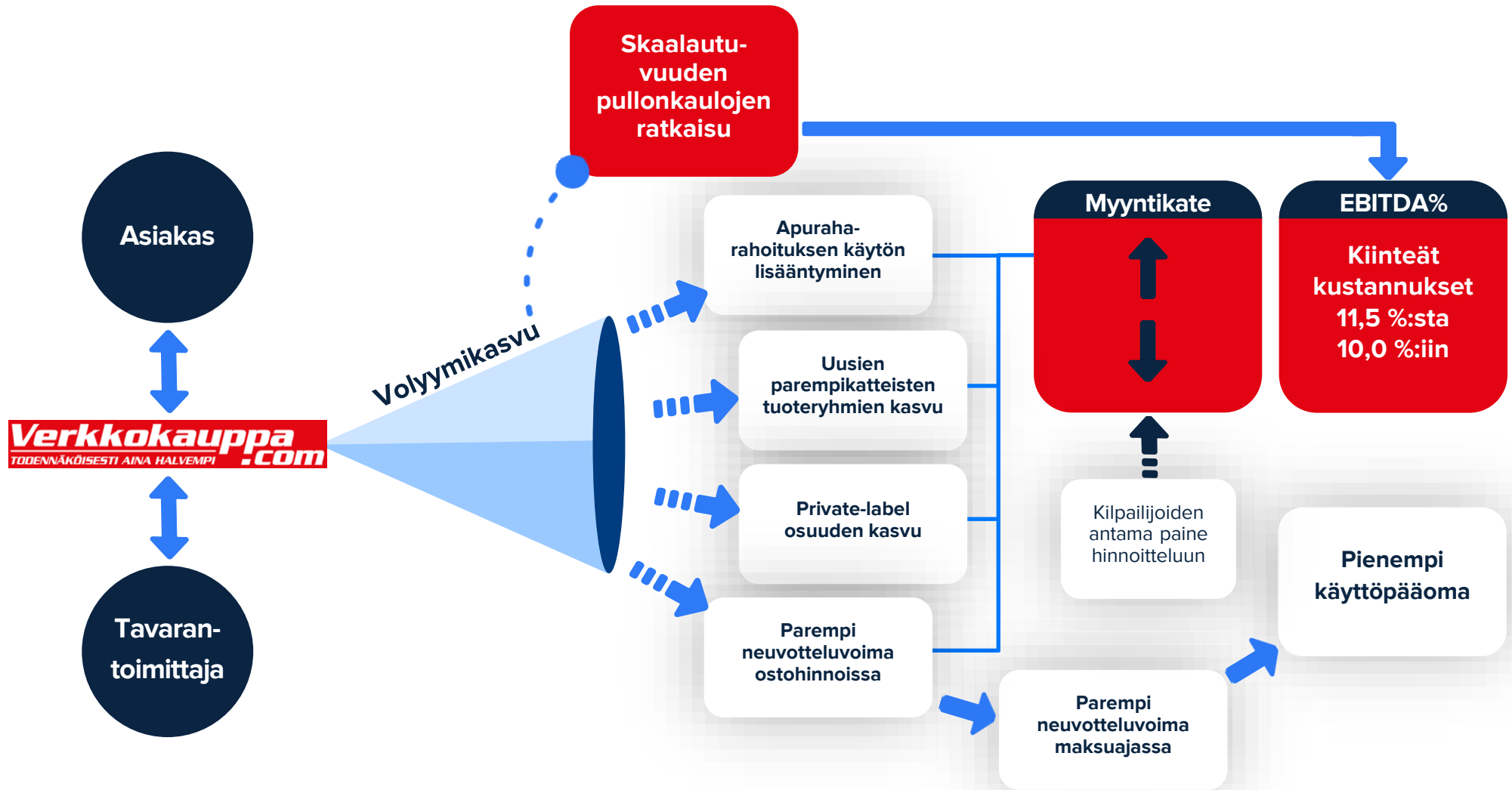
Kohti verkon tavarataloa

- Fokus verkkomyynnin kasvussa
- Kasvun pullonkaulojen ratkaisu
- Markkinaosuuden voittaminen yhä enemmän kodintekniikan ulkopuolella
- Yritysassiakkaiden vahvan kasvun jatkaminen
- Mahdolliset yrityskaupat
- Private-label osuuden kaksinkertaistaminen
- Kunnianhimoiset tavoitteet ylittää miljardin liikevaihtoon sekä 5 %:n liikevoittoon 2025

Seuraavat 5 vuotta

- Verkkokanavaan siirtyvien uusien kuluttajien voittaminen asiakkaiksi
- Kulurakenteen tehostamisessa onnistuminen
- Uusien kategorioiden lanseerauksessa onnistuminen
- Yrityssostoissa onnistuminen
- Myyntimixin parantamisessa onnistuminen
- Kvartaaleittain kasvavan osingonmaksun jatko

Strategia



Ennusteet

Vastatuulta on nyt poikkeuksellisen paljon

Kodintekniikan markkinan kysyntä alkoi selvästi pehmetä Q4'21:n tärkeällä sesongilla ja lasku jatkui myös Q1'22:lla. Tätä selitti se, että kodintekniikka hyötyi voimakkaasti ”kotoilutrendistä” ja rokotuskattavuuden noustua rahaa alkoi enenevässä määrin virrata takaisin palveluihin. Kulutuksen rekyyli palveluihin vaikuttaa myös kiihtyneen Suomen vähittäiskaupassa kevään edetessä, kun omikron jäi muita variantteja vaarattommaksi.

Toisena negatiivisena tekijänä Venäjän hyökkäys Ukrainaan romautti kuluttajaluottamuksen (28.2) ja se on edelleen matalalla tasolla. Kodintekniikka on perinteisesti harkinnanvaraisena kulutuseränä ollut hyvin herkkä kuluttajaluottamuksen kehitykselle. Myös inflaation on kiihtynyt alkuvuodesta [kodintekniikassa](#) (puhelimet 14 %, tietokoneet +12 %). Tämä on arviomme mukaan myös laskenut ostohalukkuutta, kun samalla kuluttajien ostovoima on ollut koetuksella usealta suunnalta mm. kallistuneiden energiahintojen myötä.

Myös osassa kodintekniikan tuotteissa on ollut saatavuushaasteita viime vuoden lopulta lähtien (mm. Playstation, Apple). Arviomme mukaan vuonna 2022 vähittäiskaupan murroksen eteneminen viettää välivuotta, kun osa kuluttajista palaa rajoitusten päätyttyä kivijalkaan ja tästä ei koidu yhtiölle totuttua myötätuulta.

Vuodesta 2022 tulossa kokonaisuutena heikko

Yhtiö joutui jo maaliskuussa laskemaan selvästi

ohjeistustaan ennakoitua heikomman kuluttajakysynnän myötä. Myös päätös Venäjän tukkumyynnin lopettamisesta sodan alettua toi myyntiin loven, jonka määrä vuonna 2021 oli noin 20 MEUR.

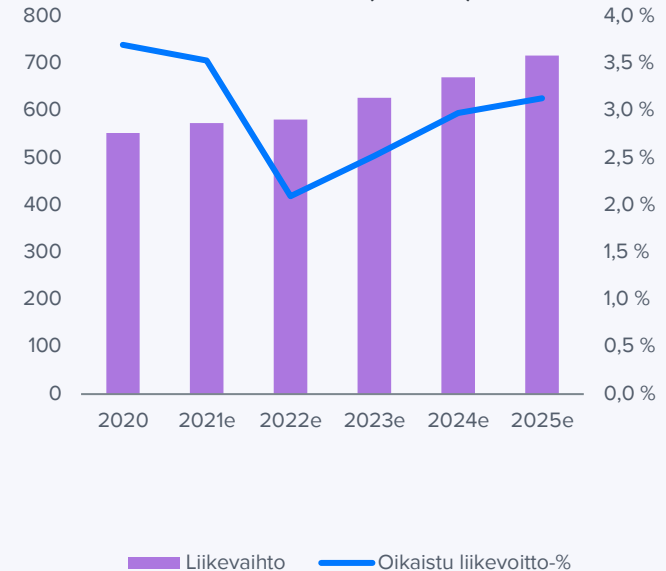
Yhtiö ohjeistaa nyt vuoden 2022 liikevaihdon olevan haarukassa 530-590 MEUR (2021: 574,5 MEUR) ja liikevoiton (vrt.) 12-19 MEUR (2021: 20,3 MEUR). Omat ennusteemme ovat liikevaihdon osalta 582 MEUR (kasvu 1 %) ja liikevoiton osalta 12,4 MEUR (liikevoittomarginaali 2,1 %).

2022 myyntiennusteen sisällä odotamme kehittyvien kategorioiden myynnin kasvavan 10 %:lla 92 MEUR:oon ja kodintekniikan myynnin pysyvän viime vuoden tasolla 490 MEUR:ssa. Yrityksiäsiakkaissa odotamme kodintekniikan myynnin kasvavan noin 12 %:lla 132 MEUR:oon, mutta kuluttajamarkkinan jarrutus etenkin H1'22:lla ja Venäjän tukkukaupan poistuminen painavat ennusteessamme muuta osaa kodintekniikan myynnistä 3 %:lla 358 MEUR:oon.

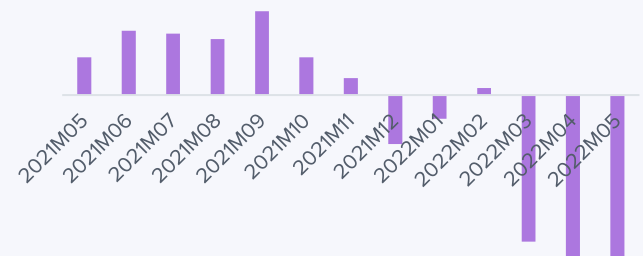
H1'22 tulos laskee arviomme mukaan selvästi

Q1'22:n osalta yhtiön liikevaihto laski jopa 7 %:lla 125 MEUR:oon. Liiketulos (oik.) puolestaan laski 83 %:lla 0,9 MEUR:oon (ebit-marginaali 0,7 %). Myyntikate heikkeni laskumarckinan kiristyneessä kilpailutilanteessa 15,4 %:iin (Q1'21: 16,2 %) ja samalla sekä henkilöstökulut että muut kulut kasvoivat suhteessa liikevaihtoon 13,7 %:iin (Q1'21: 11,5 %). Q1:n valopilkkuna olivat kehittyvien kategorioiden 10 %:n kasvu noin 15 MEUR:oon. Sekä B2B-myyntin kasvu 12 %:lla 32 MEUR:oon.

Ennusteet (MEUR)



Kuluttajien luottamusindikaattori



Ennusteet

Ennustamme myös Q2'22:sta tulevan heikon myynnin laskiessa 2 %:lla 127 MEUR:oon ja liiketuloksen laskiessa 80 %:lla 1,0 MEUR:oon. Myös myöhästynyt kevät on arviomme mukaan painanut Q2:lla kehittyvissä kategorioissa mm. hyväkätteisten ilmastointilaitteiden ja grillien myyntiä.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan jälleen H2'22:lla 6 %:lla ja samalla liiketuloksen ennustamme nousevan hieman viime vuotta paremmaksi 10,6 MEUR:oon (H2'21: 10,0 MEUR). Tätä selittävät selvästi alkuvuotta heikommat myynnin vastaluvut sekä Jätkäsaaren investointien tuomat ensimmäiset tehokkuushyödyt. E-Ville yritysosto tukee myös hieman lukuja ja odotamme sen kautta lanseerattavien ensimmäisten private-label tuotteiden ehtivän jo joulukauppaan mukaan. Loppuvuodelle ennusteisiimme on ladattu sisään suhteellisen nopea elpyminen, mutta jos markkina ei oikene, voi edessä olla vielä uusi tulosvaroitus.

Pidemmän ajan ennusteemme

Vuosina 2023-2025 Verkkokauppa.comin liikevaihto kasvaa ennusteessamme noin 7 %:lla (CAGR) nousten vuonna 2025 718 MEUR:oon. Tämä on silti selvästi alle yhtiön miljardin euron tavoitteen. Vuodesta 2023 alkaen odotamme verkon kasvun jatkuvan noin 10 %:ssa vuodessa, mikä oli vauhti ennen pandemiaa. Isossa kuvassa tämä toimii yhtiön kasvun merkittävänä tausta-ajurina, sillä yhtiön kilpailukyky on verkkokanavassa vahva ja etenkin kehittyvissä kategorioissa markkinaosuus on vielä matala. Arviomme verkkokanavan lähivuosien kasvusta on

yhtiön omia arvioita matalampi (s. 16).

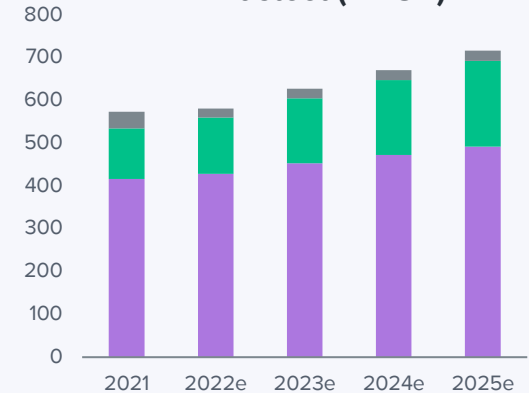
Ennustamamme kasvu kehittyvissä kategorioissa (12 % CAGR) perustuu verkkokanavan kasvun ohella vahvistuneeseen brändiin sekä harkitusti lanseerattuihin uusiin kategorioihin. Kasvun myötä kehittyvien kategorioiden osuus koko myynnistä nousee vuonna 2025 18 %:iin (2021: 14 %).

Ennustamme yhtiön myynnin kehittyvän yritysasiakkaissa tavoitteiden mukaisesti ja odotamme sen nousevan 201 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä (CAGR 13 %). B2B-myynti muodostaakin noin puolet lähivuosille ennustamastamme kasvusta absoluuttisesti.

Loput ennustamamme myynnin kasvusta tulee kuluttajaelektronikasta, jossa arvioimme kasvuvauhdin noudattelevan noin 2 %:n markkinan kasvuvauhtia, sillä yhtiön markkinaosuus on kodintekniikassa jo korkea. Myöskään ulkomaan myynnin emme odota kasvavan merkittävästi lähivuosina, sillä emme odota myynnin palautuvan Venäjän tukkukaupan osalta. Tälle on myös vaikeaa löytää korvaavaa myyntiä muualta. Huomautamme, että ennusteemme ei sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja.

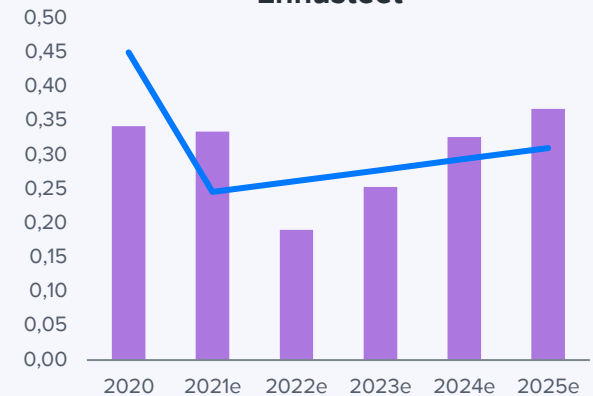
Liikevoittomarginaali paranee ennusteessamme vuoden 2022e 2,1 %:sta asteittain vuoden 2025 3,1 %:iin, sillä kasvun skaalautuvuutta aiemmin rajoittaneita pullonkauloja saadaan ratkaistua strategian mukaisesti. Samalla kuitenkin kilpailuympäristö säilyy arviomme mukaan erittäin kireänä, emmekä ennusta myyntikatteella olevan edellytyksiä nousta nykyisiltä 15,5 %:n tasoilta huolimatta myyntimixin parantumisesta.

Ennusteet (MEUR)



■ Ulkomaan myynti
■ B2B-myynti kotimaassa
■ Kuluttajamyynni kotimaassa

Ennusteet



■ Osakekohtainen tulos (EUR/osake)
— Osinko (EUR/osake)

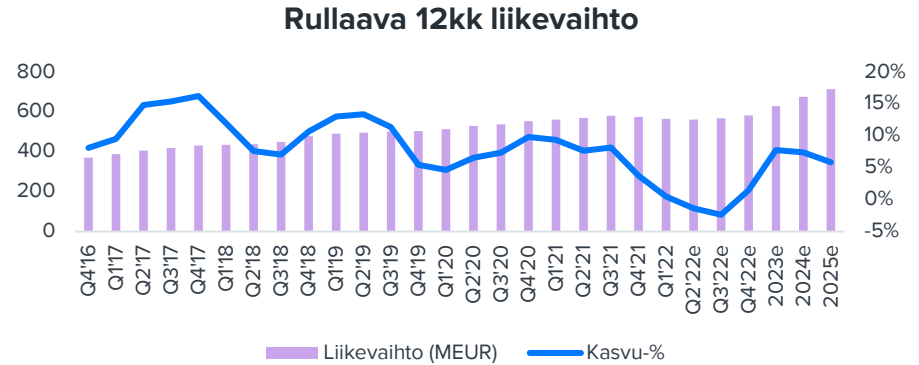
Ennusteet ja historia suhteessa taloudellisiin tavoitteisiin

Kasvu

Tavoite: Liikevaihto miljardi euroa vuonna 2025
Edellyttää 15 %:n kasvua 2022-2025 (CAGR-%)

Historiallinen CAGR-kasvu 9 % (2016-2021)

2025 liikevaihdon ennustemme 715 MEUR (6 % CAGR)

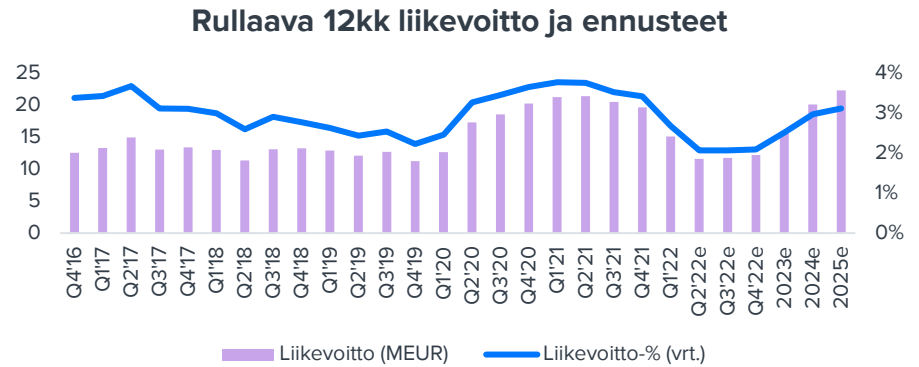


Kannattavuus

Yli 5 %:n liikevoittomarginaali vuonna 2025
Etenkin kiinteiden kustannusten skaalautumisen kautta

Historiallinen liikevoittomarginaalin keskiarvo 3,1 % (2016-2021)

2025 liikevoittomarginaalin ennustemme 3,1 %

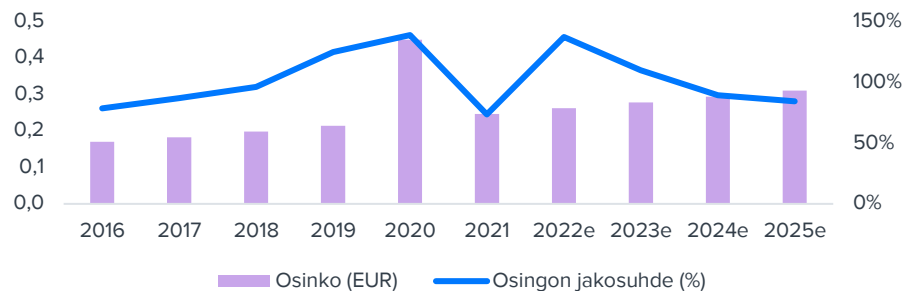


Osinkopolitiikka

Kasvava kvartaaliosinko
Tavoite maksaa kasvavaa osinkoa vuosineljänneksittäin

Toteutunut historiallisesti

Nykyennusteillamme emme näe osingon kvartaalikorotukselle (+0,001 euroa/kvartaali) esteitä



Arvonmääritys

Lyhyellä aikavälillä ajurit ylöspäin puuttuvat

Yhtiön 2022 ja 2023 P/E-kertoimet ovat 23x ja 17x. Etenkin ennustamaamme pidemmän ajan tuloskasvunäkymään (2022-2025 25 % CAGR-%) tai yhtiön omiin tavoitteisiin peilattuna nämä alkaisivat olla houkuttelevia kertoimia osakkeen kyytiin palaamiseen (PEG ~1x). Lyhyen aikavälin tuotto-odotusta rajaa kuitenkin selvästi se, että kuluvana vuonna tulos vielä laskee selvästi. Tämä vie osakkeelta tärkeä ajurin ja 12kk tuotto-odotus jää alle tuottovaatimuksemme sen nojatessa pitkälti noin 6 %:n osinkotuottoon.

Pidemmällä aikavälillä tuotto-odotus nousisi kuitenkin selvästi yli tuottovaatimuksemme sen saadessa tukea osingon ohella myös ennustamastamme vahvasta tuloskasvusta. Emme kuitenkaan ole valmiita nojaamaan tähän näkymään suositukssessamme. Kaipaamme vielä yhtiöltä vahvempia näyttöjä kannattavasta kasvusta myös pandemian jälkeisessä ympäristössä.

Verrokkiryhmää jaoteltu kahtia

Olemme jakaneet verrokkiryhmän tässä raportissa (s. 32) kahteen osaan koostuen Suomessa toimivista kaupan alan yhtiöistä (ryhmä 1) sekä kansainvälisistä elektroniikan myyjistä (ryhmä 2).

Suhteessa ensimmäiseen ryhmään yhtiö on hinnoiteltu 2022 ja 2023 ennusteilla P/E-kertoimilla tarkasteltuna selvällä preemiolla (+70 ja +50 %). Mielestämme perusteltu lähtökohta hinnoittelulle olisi kuitenkin lähempänä verrokkeja, sillä Verkkokauppa.comin tavoin verrokkit ovat

omien kaupan alojensa johtavia toimijoita vahvoilla brändeillä ja markkina-aseilla.

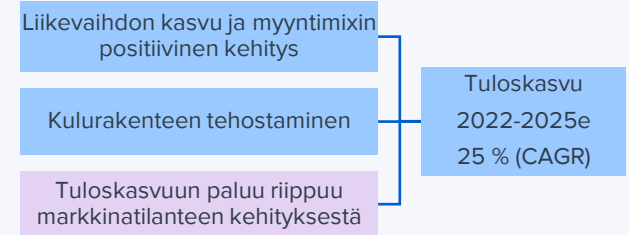
Suhteessa toiseen ryhmään pidämme yhtiön nauttimaan selvää tulospohjaista preemiota (100 - 200 %) osin perusteltuna, sillä yhtiö on positiivisesti kivijalkalähtöisesti liiketoimintamallinsa rakentaneita verrokkeja paremmin kaupan siirtymiseen verkkokanavaan. Tosin preemio alkaa olla näiden toimijoiden kohdalla jo kipurajoilla, kun huomioidaan, että myös kivijalkapohjaiset pelurit ovat viime vuosina heränneet kehittämään omia verkkokauppojaan. AO World on ryhmän yhtiöistä ainoa puhdas verkkokauppa, mikä näkyy markkinan sille hyväksyminä korkeina kertoimina.

Tavoitteiden toteutuessa nousuvara merkittävä

Nykyiset tuloskasvuennusteemme ovat yhtiön tavoitteita selvästi alempana. Vuoden 2025 tavoitteiden mukaisella 50 MEUR:n liikevoitolla osakekohtainen tulos nousisi laskelmiemme mukaan noin 0,85 euroon/osake. Arvioimme että yhtiötä hinnoiteltaisiin tällöin vähintään 20x P/E-kertoimella erinomaisen track-recordin sekä vahvistuneen markkina-aseman johdosta, jolloin osakkeen hinta liikkuisi yli 17 eurossa. Suhtaudumme kuitenkin yhtiön tavoitteisiin tässä vaiheessa enemmän kasvuyhtiön visiona ja näyttöjä tarvitaan tavoitteiden mukaisesta kannattavasta kasvusta myös pandemian jälkeen. Pandemia-aikaa lukuun ottamatta historialliset näytöt eivät vielä tue tavoitteiden mukaista myynnin kasvun sekä liikevoiton samanaikaista selvää kasvua (s. 28).

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

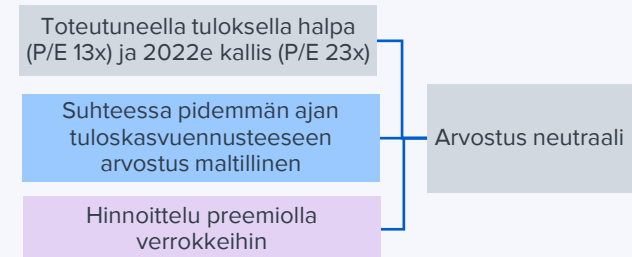
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



Arvonmääritys

Historiallinen arvostus heilunut tuloksen mukana

Markkinat hyväksyivät Verkkokauppa.comille vuosina 2015-2017 vielä 30-35x P/E-kertoimet toteutuneella tuloksella. Sen jälkeen hyväksytyt kertoimet laskivat vuosina 2018-2019 noin 20x tasolle, kun sijoittajien odottama kannattava kasvu jäi toteutumatta. Nykyisellä osakekurssilla P/E-kerroin on 2022 ennusteella 23x, mikä on edelleen koholla verrattuna viime vuosien mediaanitasoon.

Mielestämme sijoittajan ei tule kuitenkaan tehdä liian hätäisiä päätöksiä arvostuskertoimesta yhden vuoden tulostason perusteella, sillä dynaamisella kodintekniikan markkinalla rajut heilahtelut marginaalissa ovat arkipäivää. Vuosina 2020-21 yhtiön liikevoittomarginaalit (3,5 %) olivat arviomme mukaan jo liian hyviä, kun pandemia vauhditti kysyntää ja helpotti kilpailutilannetta. Tämän vuoden osalta ennustamme liikevoittomarginaalin laskevan epänormaalin alas vain 2,1%:iin, kun negatiivisia ajureita on markkinalla useita.

Arviomme mukaan yhtiön todellinen tuloskunto on normaalimmassa markkinassa liikevoittomarginaalin osalta noin 2,5-3 %. Vuonna 2019 marginaali oli vain 2,2 %, mutta yhtiö on mennyt tästä eteenpäin asiakasmäärien kasvettua verkossa. Vuonna 2023 Jätkäsaaren automaatioinvestointiohjelman valmistumisen myötä uskomme yhtiön normaalien marginaalien nousevan lähemmäksi 3 %:ia. Tällä tuloskunnolla myös P/E-kerroin putoaisi n. 15x:ään 2022e myynnillä, mikä olisi jo absoluuttisesti edullinen taso ja selvästi alle historiallisten tasojen.

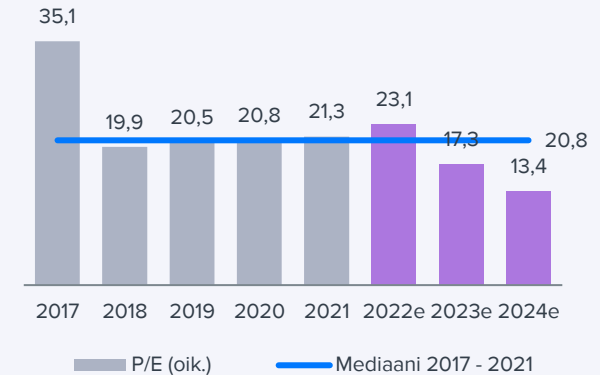
DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme antama arvo on 5,3 euroa viestien yhtiössä olevasta potentiaalista, mikäli se saa

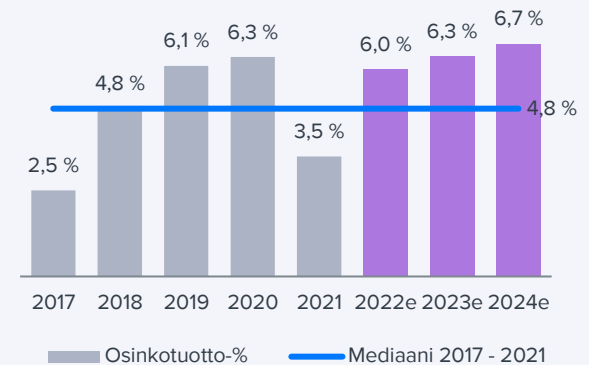
kannattavuutensa jälleen nostettua lähemmäs historiallisia (2016-21) ja samalla normaaleiksi arvioimiamme tasoja (3 %) väli vuoden jälkeen. Pidämme DCF-mallia yhtiön arvonmääritykseen hyvin soveltuvana, sillä se huomioi myös yhtiön pääomakevyyden liiketoimintamallin. Yhtiön kasvu ei sido juurikaan nettokäyttöpääomaa, eikä se vaadi myöskään liiaksi investointeja (IFRS 16 mukaisia vuokrasopimusten uusimisia lukuun ottamatta), mikä lisää kasvun arvoa. Malli on kuitenkin erittäin herkkä oletuksille. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun (6-7 %) jälkeen asteittain termiinalijaksolla 1,5 %:n tasolle. Samalla EBIT-marginaali nousee asteittain vuoden 2022e 2,1 %:sta vuoden 2025 3,1 %:iin liikevaihdosta ja on termiinalijaksolla 3,0 %. Termiinalin oikaistu EBIT-marginaali on selvästi alle yhtiön oman tavoitteen (EBIT tavoite yli 5 %).

Termiinali (2031 jälkeen) heijastelee kireänä säilyvää kilpailutilannetta, jossa myös globaalit verkkokauppajätit ovat entistä enemmän läsnä Suomen markkinalla. Yhtiö on kuitenkin omilla tehokkuustoimillaan saanut onnistuneesti korvattua myyntikate-%:iin aiheutunutta painetta. Kilpailun kiristymisen ja mm. Amazonin läsnäolon voimistumisen vaikutusta yhtiön liiketoiminnalle ja erityisesti sen kannattavuudelle on tässä vaiheessa hankala arvioida pidemmällä tähtäimellä, mikä nostaa hieman riskiprofilia. Lyhyellä aikavälillä selkeimmät riskit liittyvät kiihtyneen inflaatio-ajan kestoon ja sen vaikutuksiin kuluttajien ostovoimaan, kuluttajaluottamuksen kehitykseen. Pääoman kustannuksena (WACC) olemme käyttäneet 8,0 %.

P/E (oik.)



Osinkotuotto-%

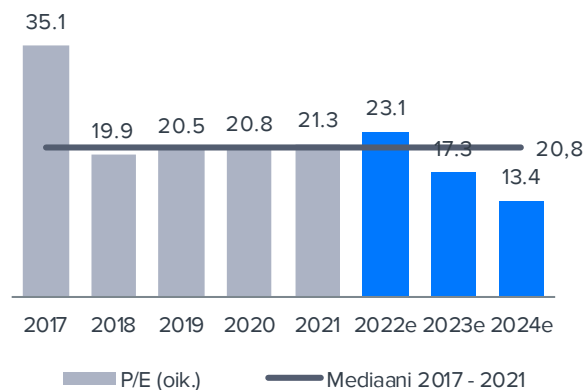


Arvostustaulukko

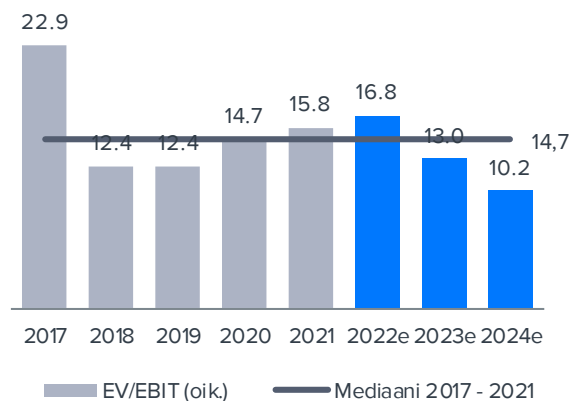
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,35	4,10	3,53	7,12	7,13	4,39	4,39	4,39	4,39
Osakemäärä, milj. kpl	45,1	45,1	45,1	45,1	45,1	45,4	45,4	45,4	45,4
Markkina-arvo	331	185	159	321	321	199	199	199	199
Yritysarvo (EV)	309	164	140	300	321	208	206	204	203
P/E (oik.)	35,1	19,9	20,5	20,8	21,3	23,1	17,3	13,4	11,9
P/E	35,1	19,9	20,5	21,9	21,3	23,5	17,3	13,4	11,9
P/Kassavirta	neg.	23,3	18,7	22,7	>100	89,9	12,7	12,5	12,5
P/B	9,0	4,9	4,4	7,9	9,0	6,0	6,1	5,7	5,2
P/S	0,8	0,4	0,3	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,3	0,3	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	17,1	8,9	8,6	12,2	12,7	12,0	9,6	8,0	7,2
EV/EBIT (oik.)	22,9	12,4	12,4	14,7	15,8	16,8	13,0	10,2	9,0
Osinko/tulos (%)	86,8 %	95,9 %	124,6 %	138,7 %	73,6 %	140,0 %	109,9 %	90,1 %	84,3 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	4,8 %	6,1 %	6,3 %	3,5 %	6,0 %	6,3 %	6,7 %	7,1 %

Lähde: Inderes

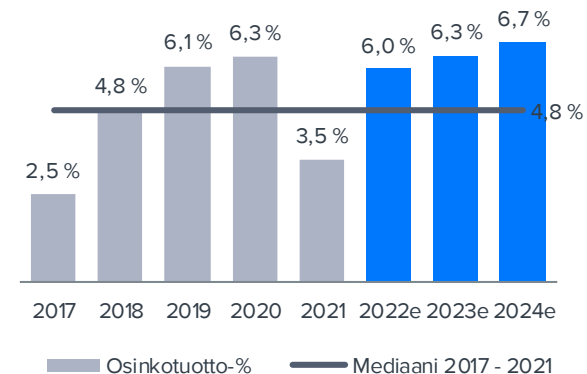
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Yhtiö		MEUR	MEUR											
Kamux Oyj	8,02	323	407	11,7	8,5	8,7	6,6	0,4	0,3	12,0	9,6	2,9	3,8	2,6
Kesko Oyj	21,50	8419	10428	14,1	14,8	8,7	8,9	0,9	0,9	14,6	15,5	5,1	5,2	3,1
Tokmanni Group Corp	11,34	671	985	11,4	10,4	6,4	6,0	0,9	0,9	10,1	9,1	7,1	7,7	2,6
Musti Group Oyj	16,04	536	672	22,8	14,6	11,7	8,4	2,0	1,5	22,0	17,0	3,3	4,5	3,3
Puuilo Oyj (Inderes)	4,89	415	501	1,8	1,6	9,8	8,8	14,6	13,1	13,1	11,2	6,1	5,9	5,5
Verkkokauppa.com (Inderes)	4,39	199	208	16,8	13,0	12,0	9,6	0,4	0,3	23,1	17,3	6,0	6,3	6,0
Keskiarvo				12,4	10,0	9,1	7,7	3,8	3,3	14,3	12,5	4,9	5,4	3,4
Mediaani				11,7	10,4	8,7	8,4	0,9	0,9	13,1	11,2	5,1	5,2	3,1
Erotus-% vrt. mediaani				44 %	25 %	38 %	15 %	-62 %	-64 %	76 %	55 %	17 %	23 %	93 %

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

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Yhtiö		MEUR	MEUR											
AO World PLC	6,68	386	500			48,1	21,4	0,3	0,3					419,0
Groupe LDLC SA	27,20	177	162	2,4	2,9	2,1	2,3	0,2	0,2	5,1	6,4	7,0	6,8	1,5
Currys PLC	77,45	984	2122	9,7	9,6	4,3	4,3	0,2	0,2	7,4	6,9	4,3	4,8	0,3
Best Buy Co Inc	70,51	15123	15643	7,6	6,5	6,0	4,8	0,5	0,3	7,1	8,2	4,0	5,0	4,3
Unieuro SpA	17,14	354	176	9,9	9,7	3,8	3,6	0,2	0,2	7,0	7,2	7,0	5,9	2,4
Ceconomy AG	2,80	1325	3024	9,2	7,2	3,0	2,6	0,1	0,1	4,9	4,5	5,0	7,4	1,3
Unieuro SpA	17,14	354	176	9,9	9,7	3,8	3,6	0,2	0,2	7,0	7,2	7,0	5,9	2,4
Verkkokauppa.com (Inderes)	4,39	199	208	16,8	13,0	12,0	9,6	0,4	0,3	23,1	17,3	6,0	6,3	6,0
Keskiarvo				8,1	7,6	10,2	6,1	0,2	0,2	6,4	6,7	5,7	6,0	61,6
Mediaani				9,5	8,4	3,8	3,6	0,2	0,2	7,0	7,0	6,0	5,9	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				78 %	55 %	214 %	166 %	74 %	59 %	229 %	147 %	0 %	8 %	150 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	554	134	131	141	169	575	125	127	147	183	582	628	671	718
Verkkokauppa.com	554	134	131	141	169	575	125	127	147	183	582	628	671	718
Käyttökate	24,6	6,5	6,3	6,0	6,6	25,3	1,9	2,3	6,1	7,1	17,4	21,4	25,6	28,1
Poistot ja arvonalennukset	-5,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,2	-5,6	-5,6	-5,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,4	5,2	5,1	4,7	5,3	20,3	0,8	1,0	4,8	5,8	12,4	15,8	20,0	22,5
Liikevoitto	19,6	5,2	5,1	4,7	5,3	20,3	0,7	1,0	4,8	5,8	12,2	15,8	20,0	22,5
Verkkokauppa.com	19,6	5,2	5,1	4,7	5,3	20,3	0,7	1,0	4,8	5,8	12,2	15,8	20,0	22,5
Nettorahoituskulut	-1,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-1,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,5	-1,5	-1,6
Tulos ennen veroja	18,1	4,9	4,7	4,3	5,0	18,9	0,3	0,6	4,4	5,4	10,7	14,3	18,5	20,8
Verot	-3,5	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-3,8	-0,1	-0,1	-0,9	-1,1	-2,2	-2,9	-3,7	-4,2
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	14,6	3,8	3,8	3,5	4,0	15,1	0,2	0,5	3,5	4,3	8,5	11,5	14,8	16,7
EPS (oikaistu)	0,34	0,09	0,08	0,08	0,09	0,33	0,01	0,01	0,08	0,10	0,19	0,25	0,33	0,37
EPS (raportoitu)	0,32	0,09	0,08	0,08	0,09	0,33	0,00	0,01	0,08	0,10	0,19	0,25	0,33	0,37
Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	9,8 %	7,0 %	6,1 %	9,0 %	-4,0 %	3,8 %	-6,9 %	-2,4 %	4,1 %	8,2 %	1,3 %	7,9 %	6,9 %	6,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	80,5 %	39,4 %	5,4 %	-16,4 %	-14,6 %	-0,5 %	-84,4 %	-80,4 %	1,2 %	9,3 %	-39,0 %	28,1 %	26,3 %	12,4 %
Käyttökate-%	4,4 %	4,8 %	4,9 %	4,2 %	3,9 %	4,4 %	1,5 %	1,8 %	4,1 %	3,9 %	3,0 %	3,4 %	3,8 %	3,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,7 %	3,9 %	3,9 %	3,3 %	3,1 %	3,5 %	0,6 %	0,8 %	3,2 %	3,2 %	2,1 %	2,5 %	3,0 %	3,1 %
Nettotulos-%	2,6 %	2,9 %	2,9 %	2,5 %	2,3 %	2,6 %	0,2 %	0,4 %	2,4 %	2,4 %	1,5 %	1,8 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	22,5	24,4	31,9	32,1	32,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,8	1,4	4,0	4,8	5,5
Käyttöomaisuus	19,6	21,0	25,8	25,2	24,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Vaihtuvat vastaavat	151	148	149	154	162
Vaihto-omaisuus	75,3	87,8	87,3	87,9	91,3
Muut lyhytaikaiset varat	10,9	12,2	12,2	12,2	12,2
Myyntisaamiset	21,9	26,9	27,9	30,8	33,6
Likvidit varat	43,1	20,9	21,2	22,9	24,4
Taseen loppusumma	174	172	181	186	194

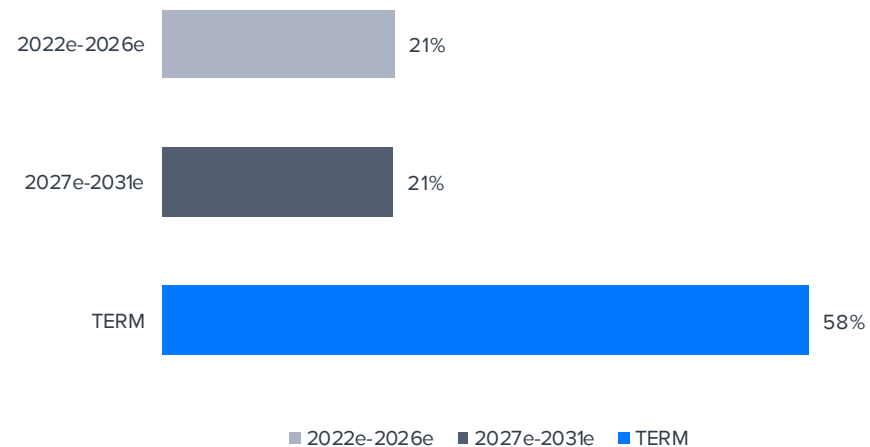
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	40,5	35,7	33,1	32,6	34,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	16,8	11,3	8,7	8,2	10,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-2,2	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Muu oma pääoma	25,8	25,9	25,9	25,9	25,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	18,8	17,0	25,3	24,6	24,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Lainat rahoituslaitoksilta	18,0	16,1	24,4	23,7	23,3
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	114	120	122	129	135
Lainat rahoituslaitoksilta	3,8	4,0	6,1	5,9	5,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	78,6	83,4	83,8	90,4	96,7
Muut lyhytaikaiset velat	32,0	32,3	32,3	32,3	32,3
Taseen loppusumma	174	172	181	186	194

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	20,3	12,2	15,8	20,0	22,5	22,6	23,5	24,2	24,7	25,2	25,6	
+ Kokonaispoistot	5,0	5,2	5,6	5,6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	
- Maksetut verot	-3,8	-2,2	-2,9	-3,7	-4,2	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	-13,9	-0,1	3,2	0,1	-1,9	-1,5	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	7,3	14,8	21,4	21,7	21,7	22,2	23,2	24,1	24,8	25,2	25,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,9	-12,6	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-6,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,5	2,2	15,6	15,9	15,9	16,4	17,4	18,3	19,0	19,4	19,3	
+/- 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	0,5	2,2	15,6	15,9	15,9	16,4	17,4	18,3	19,0	19,4	19,3	304
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	13,9	13,1	12,1	11,6	11,4	11,1	10,7	10,1	9,3	146
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		252	250	236	223	211	199	188	176	166	156	146
Velaton arvo DCF		252										
- Korolliset velat		-20,1										
+ Rahavarat		20,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-11,1										
Oman pääoman arvo DCF		241										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	504,1	553,6	574,5	582,0	627,8	EPS (raportoitu)	0,17	0,32	0,33	0,19	0,25
Käyttökate	16,3	24,6	25,3	17,4	21,4	EPS (oikaistu)	0,17	0,34	0,33	0,19	0,25
Liikevoitto	11,3	19,6	20,3	12,2	15,8	Operat. kassavirta / osake	0,23	0,40	0,16	0,33	0,47
Voitto ennen veroja	9,7	18,1	18,9	10,7	14,3	Vapaa kassavirta / osake	0,19	0,31	0,01	0,05	0,34
Nettovoitto	7,7	14,6	15,1	8,5	11,5	Omapääoma / osake	0,81	0,90	0,79	0,73	0,72
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,8	0,0	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,21	0,45	0,25	0,26	0,28
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	160,2	173,7	172,3	180,5	185,9	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	10 %	4 %	1 %	8 %
Oma pääoma	36,6	40,5	35,7	33,1	32,6	Käyttökateen kasvu-%	-11 %	50 %	3 %	-31 %	23 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-15 %	81 %	0 %	-39 %	28 %
Nettovelat	-19,1	-21,3	-0,8	9,3	6,8	EPS oik. kasvu-%	-17 %	99 %	-2 %	-43 %	33 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	3,2 %	4,4 %	4,4 %	3,0 %	3,4 %
Käyttökate	16,3	24,6	25,3	17,4	21,4	Oik. Liikevoitto-%	2,2 %	3,7 %	3,5 %	2,1 %	2,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,6	-2,6	-13,9	-0,1	3,2	Liikevoitto-%	2,2 %	3,5 %	3,5 %	2,1 %	2,5 %
Operatiivinen kassavirta	10,5	18,0	7,3	14,8	21,4	ROE-%	20,9 %	38,0 %	39,6 %	24,7 %	34,9 %
Investoinnit	-2,0	-4,1	-6,9	-12,6	-5,8	ROI-%	18,3 %	32,1 %	34,4 %	20,5 %	25,2 %
Vapaa kassavirta	8,5	14,1	0,5	2,2	15,6	Omavaraisuusaste	22,8 %	23,3 %	20,7 %	18,3 %	17,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-52,1 %	-52,6 %	-2,2 %	28,2 %	20,8 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,6	0,4	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	8,6	12,2	12,7	12,0	9,6						
EV/EBIT (oik.)	12,4	14,7	15,8	16,8	13,0						
P/E (oik.)	20,5	20,8	21,3	23,1	17,3						
P/B	4,4	7,9	9,0	6,0	6,1						
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,3 %	3,5 %	6,0 %	6,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. 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 analyytiikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.8.2019	Vähennä	3,70 €	3,59 €
12.8.2019	Vähennä	3,00 €	3,10 €
4.10.2019	Vähennä	3,10 €	3,18 €
28.10.2019	Vähennä	3,20 €	3,29 €
19.12.2019	Vähennä	3,40 €	3,60 €
16.2.2020	Vähennä	3,40 €	3,78 €
18.3.2020	Vähennä	3,00 €	3,10 €
27.4.2020	Vähennä	3,90 €	4,00 €
2.6.2020	Myy	5,00 €	5,56 €
4.6.2020	Vähennä	5,00 €	5,14 €
27.7.2020	Vähennä	5,30 €	5,64 €
24.9.2020	Lisää	5,30 €	4,82 €
26.10.2020	Lisää	5,70 €	5,40 €
22.12.2020	Vähennä	7,50 €	7,48 €
12.2.2021	Lisää	8,80 €	8,48 €
30.3.2021	Lisää	9,30 €	8,86 €
26.4.2021	Vähennä	9,80 €	9,57 €
19.5.2021	Lisää	9,30 €	8,47 €
19.7.2021	Lisää	9,30 €	8,48 €
25.10.2021	Vähennä	8,50 €	8,20 €
17.1.2022	Vähennä	7,30 €	7,02 €
11.2.2022	Vähennä	6,50 €	6,45 €
29.3.2022	Vähennä	5,00 €	4,92 €
29.4.2022	Vähennä	4,50 €	4,44 €
21.6.2022	Vähennä	4,50 €	4,39 €

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

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

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

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

Inderes 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.**