

# Verkkokauppa.com

Yhtiöpäivitys

**10/2017**

# Vahvat kasvunäkymät lähivuosille

Toistamme Verkkokauppa.comin 9,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksen. Yhtiöllä on erinomaiset edellytykset jatkaa voimakasta kasvuaan lähivuosien uusien myymälöiden ja vahvojen kilpailuetujensa turvin. Kasvuyhtiöksi yhtiön riskiprofiili on mielestämme varsin maltillinen, mikä nostaa yhtiölle hyväksyttävää kertoimia. Yhtiön kertoimet ovat kuitenkin yli yhtiölle hyväksyttävän tason ja odotammekin niiden laskevan asteittain. Tästä huolimatta vahva kasvu pitää osakkeen tuotto-odotuksen hyvällä tasolla ja odotammekin osakkeen korreloivan yhä vahvemmin kasvun realisoitumisen kanssa.

## Liiketoiminta nojaa vahvoihin kilpailuetuihin

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

## Ennustamme voimakasta kasvua

Odotamme Verkkokauppa.comin 2017-2020e liikevaihdon kasvavan keskimäärin 17 %:lla. Kasvun keskeisinä ajureina toimivat jatkuva markkinaosuuden voittaminen kodinelektronikassa sekä jatkuva laajentuminen uusiin tuoteryhmiin. Uudet myymälät (Raisio Q1'18 ja Itä-Helsinki Q4'19e) ovat tässä tärkeässä roolissa. Odotamme kodinelektronikan hintakilpailun pysyvän kireänä ja lisäksi yhtiö preferoi strategiassaan kasvua kannattavuuden yli, mikä heijastuu negatiivisesti myyntikatteeseen. Yhtiön kiinteät kulut jatkavat tasaista skaalautumistaan alaspäin, mikä tukee kannattavuutta asteittain. Kokonaisuutena ennustamme yhtiön tuloksen kasvavan lähivuosina hieman liikevaihtoa nopeammin kasvupanostuksista huolimatta ja keskimääräinen EPS-kasvu vuosille 2017-2020e on ennusteillamme noin 20 %.

## Osakkeen potentiaali perustuu kasvuun

Verkkokauppa.comin tuottopotentiaali perustuu vahvan kasvun jatkumiseen. Yhtiön nykyiset tuloskertoimet ovat yli yhtiölle hyväksyttävän tason ja odotammekin kertoimien laskevan asteittain ja hautaavan alleen osan yhtiön kasvusta. Tästä huolimatta pidämme osakkeen tuotto-odotusta edelleen hyvänä ja näkemyksemme mukaan nykykurssilla sijoittajalle on tarjolla hieman yli 10 %:n vuosituotto. Tämä tuotto nojaa täysin kasvun realisoitumiseen. Mielestämme yhtiön kasvuun liittyvä riski on kuitenkin varsin maltillinen vahvoista kilpailueduista johtuen. Korostamme sijoittajille, että Verkkokauppa.comin potentiaalinen realisoituminen vaatii kärsivällisyyttä ja realisoitumista tulee seurata mieluummin vuositasolla yksittäisten kvartaalien sijaan.

## Analyytikko

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



## Suositus ja tavoitehintaa

### Lisää

Edellinen: Lisää



### 9,00 EUR

Edellinen: 9,00 euroa

**Osakekurssi: 7,78 EUR**

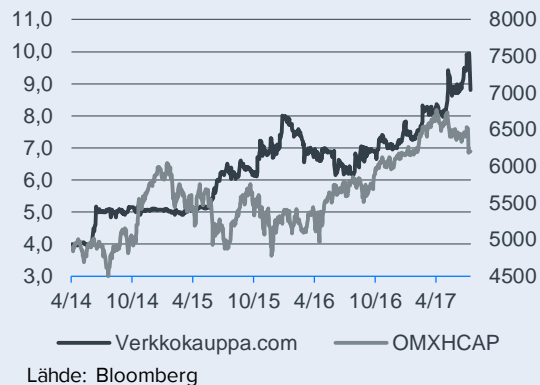
**Potentiaali: +15 %**

## Avainluvut

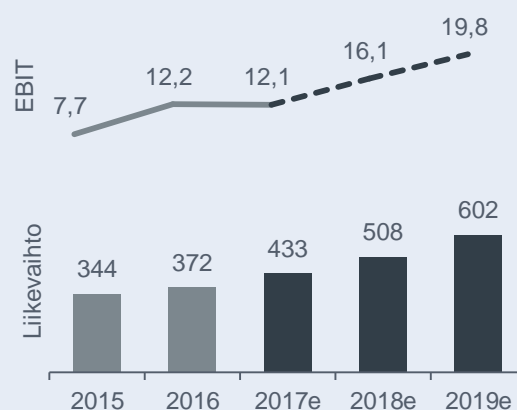
	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	371,5	433,4	508,3
kasvu-%	8,1 %	16,7 %	17,3 %
EBIT (oik.)	12,8	12,1	16,1
EBIT-%	3,4 %	2,8 %	3,2 %
Tulos ennen veroja	12,2	12,2	16,1
EPS oik. (EUR)	0,22	0,22	0,29
Osinko (EUR)	0,17	0,19	0,21
P/E	31,6	37,5	28,4
P/B	8,0	9,0	8,1
EV/S	0,7	0,8	0,6
EV/EBITDA	19,8	24,5	19,0
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,3 %	2,6 %

Lähde:Inderes

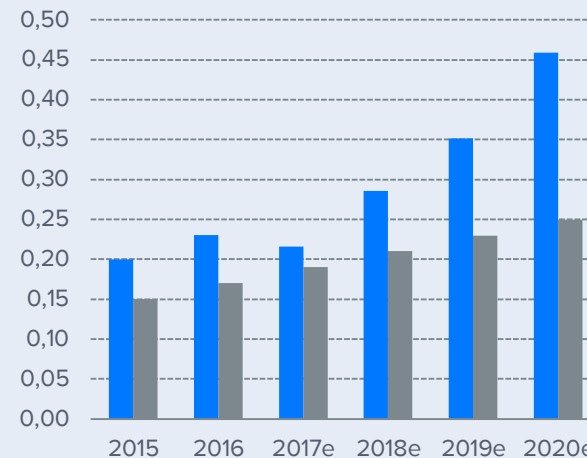
## Kurssikehitys



## Liikevaihto ja liikevoitto



## Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

**28x**

2018e

EV/EBITDA

**19x**

2018e

EV/S

**0,8x**

2017e

Osinko-%

**2,3**

2017e



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Kertoimet ovat yli hyväksyttävän tason
- Ripeä kasvu laskee kertoimia nopeasti
- Ilman kasvua ei osakkeessa ole nousuvaraa

# Sisällysluettelo

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

# Yhtiöesittely

## Yhtiökuvaus

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön tuotevalikoima keskittyy tällä hetkellä pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti kodintekniikan ulkopuolelle ja uusina tuoteryhminä on tuotu mm. vauvat & perhe, ruoka & juoma sekä laukut ja matkailu. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 27 päätuotealuetta. Niiden alta löytyy yli 50 000 nimikkeen tuotevalikoima, jota yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiön päätuotealueet ovat vuoden 2017 syksyllä: grillaus ja kokkaus, hifi ja audio, kaapelit, kamerat, kellot, kodinkoneet, komponentit, koti ja valaistus, lemmikit, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, muut tuotteet, oheislaitteet, ohjelmistot, pelit ja viihde, pienkoneet, puhelimet, ruoka ja juoma, tarvike/toimisto, tietokoneet, TV/video, työkalut ja piha, urheilu ja ravinteet, vauvat ja perhe sekä verkko. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa. Yhtiön oman arvion mukaan sen kolmesta myymälästä kaksi ovat myös Suomen kaksi suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Yhtiön verkkokaupan kautta myytävien tuotteiden jakelu hoidetaan kumppanien avulla (mm. Posti ja Matkahuolto). Lisäksi yhtiö tarjoaa myös kotiinkuljetuspalveluja yhteistyökumppaneidensa kautta. Kävijämäärältään yhtiön verkkokauppa on Suomen suurin verkkokauppa ja 2016 yhtiön verkkokaupassa oli noin 49 miljoonaa käyntiä (2015: 45 miljoonaa).

Verkkokauppa.comin päämarkkina on Suomi ja arviomme mukaan vain murto-osa sen liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta. Kehittyvän kaupan mukaan yhtiön markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinoilla oli vuonna 2016 19,4 %. Q3'17 lopussa Verkkokauppa.com työllisti 608 henkilöä. Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras itsepalveluun perustuva ja verkko- ja kivijalkakauppa yhdistävä asiakaskokemus, joka muodostuu tuotteiden edullisesta hinnasta, laajasta valikoimasta, hyvästä saatavuudesta sekä toiminnan läpinäkyvyydestä. Yhtiön perustaja ja pääomistaja (omistusosuus 49,9 %) Samuli Seppälä on toiminut yhtiön toimitusjohtajana perustamisesta lähtien. Huhtikuussa 2018 Panu Porkka aloittaa uutena toimitusjohtajana ja Seppälä jatkaa yhtiön hallituksessa.

## Kasvuyhtiö alusta asti

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi sen historian ja vuosien 1992-2016 välillä keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut 34 %. Yhtiön kannattavuus on läpi sen historian ollut melko vaatimattomalla tasolla, sillä yhtiö on keskittänyt resurssinsa pitkän aikavälin kasvuun lyhyen aikavälin kannattavuuden optimoinnin sijaan.

Vuosien 2008 ja 2016 välillä liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 14 %. Samaan aikaan Suomen kodintekniikkamarkkina on kasvanut noin 1 %:n vuodessa, kun heikko taloustilanne ja heikentynyt ostovoima ovat rasittaneet kuluttajia. Kun huomioidaan, että kyseiseen periodiin osuvat myös finanssikriisi ja eurokriisi, voidaan yhtiön saavuttamaa kasvua pitää erittäin hyvänä suorituksena. Kokonaisuutena

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

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

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

Listautumisen jälkeen yhtiö on jatkanut voimakasta kasvuaan ja yhtiö on jatkanut markkinaosuuden haalimista aggressiivisella hinnoittelulla. Yhtiö myös vauhdittanut kasvuaan laajentamalla uusiin tuoteryhmiin ja asiakasrahoitukseen. Powerin tulo markkinalle on kiristänyt hintakilpailua selvästi ja Verkkokauppa.com on vastannut tähän hintapaineeseen olemalle vielä aiempaa aggressiivisempi hinnoittelussaan. Tämä on heijastunut yhtiön kannattavuuteen etenkin vuonna 2017.

# Verkkokauppa.com lyhyesti

Verkkokauppa.com on Suomen vierailuin verkossa toimiva vähittäiskauppa

**1992**

PERUSTAMISVUOSI

**49,9%**

Toimitusjohtajan omistusosuus

**#2 markkina-osuus**

SUOMEN KODINELEKTRONIIKASSA

\* Kehittyvä Kauppa

**371 MEUR (+8,1 % vs. 2015)**

LIKEVAIHTO 2016

**13,5 MEUR (3,6 % lv:sta)**

KÄYTTÖKATE 2016

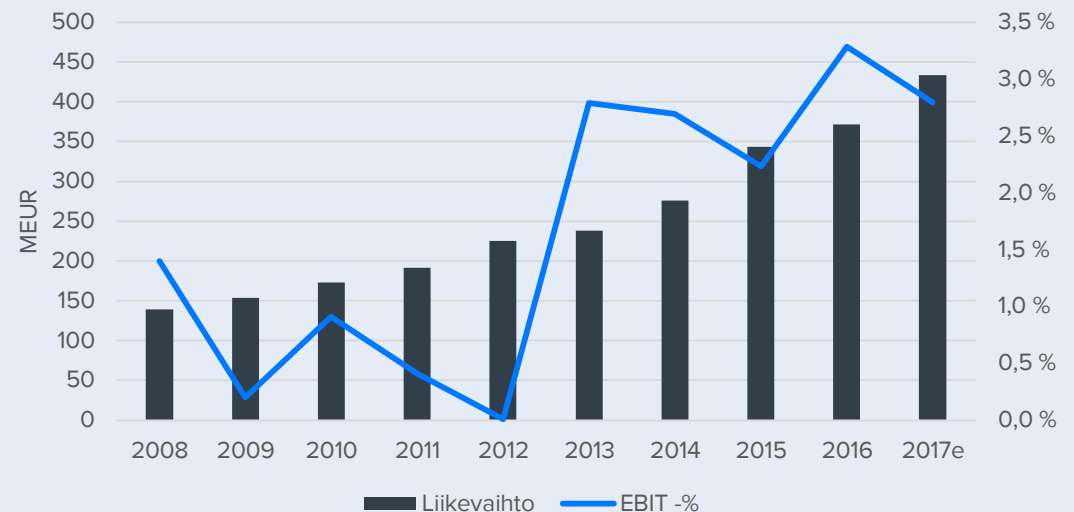
**563**

HENKILÖSTÖ 2016  
LOPUSSA

**3**

FYYSISTÄ  
MYYMÄLÄÄ

Markkinaosuus Suomen kodinelektronikassa (Inderes arvio)



# Liiketoimintamalli

## Liiketoiminta rakennettu verkkokaupan ympärille

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

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

Yhtiön tuotevalikoima on niin ikään hyvin laaja ja 2017 syksyllä sen valikoimissa oli yli 50 000 tuotetta. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 4000 sen omien brändien alta myytävää tuotetta. Näitä tuotteita myydään usean eri brändin alla ja tuotteita ovat mm. mukit (Verkkokauppa.com), lumilapiot, pölynimurit (Green Cyclone), kaapelit (Fuj:tech) ja tv-/video-

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

Yhtiön asiakaslupaus ”todennäköisesti aina halvempi” kuvastaa myös hyvin yhtiön toimintamallia. Yhtiö pyrkii olemaan hintajohtaja kaikissa myymissään tuoteryhmissä ja pyrkii välttämään tuoteryhmiä, joissa se ei kykene täyttämään asiakaslupautaan. Näin ollen yhtiön tavoitteena on luonnollisesti myös konvertoida tietoa hakevista käyttäjistä mahdollisimman suuri osa asiakkaiksi.

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

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

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

Arviomme mukaan yhtiön tilauksista noin puolet tapahtuu suoraan verkon välityksellä ja noin puolet kivijalkakaupan kautta. Kivijalkakaupan tilausten osalta on kuitenkin syytä huomata, että näistä tilauksista merkittävässä osassa asiakas on tehnyt ostopäätöksensä jo etukäteen internetin välityksellä ja käyvät noutamassa tai tarkistamassa tuotteen paikan päällä myymälässä. Näin ollen verkkokauppa näyttelee arviomme mukaan kivijalkakauppaa selvästi suurempaa roolia yhtiön liiketoiminnassa.

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

Verkkokauppa.com toimii tällä hetkellä ainoastaan Suomessa eikä yhtiöllä tällä hetkellä ole kiinnostusta laajentaa Suomen ulkopuolelle. Tämä on mielestämme loogista, sillä yhtiön markkinaosuus Suomen kodinelektroniikkamarkkinasta on edelleen noin 19-20 % ja koko Suomen vähittäiskaupamarkkinasta noin prosentti. Näin ollen yhtiöllä on Suomessa edelleen merkittävää kasvupotentiaalia. Pidemmällä yli 10 vuoden aikajänteellä näemme kansainvälistymisen yhtiölle realistisena vaihtoehtona.

## Sidosryhmät



Tavaran toimittajat



### Logistiikka

Jakelu (Posti, Matkahuolto, DHL yms.)  
Ulkoistettu varasto (Posti)



### Rahoituspalvelut

Lindorff (Apuraha)  
Klarna



### Sijoittajat

Samuli Seppälä 49,9%  
~5000 omistajaa

## Toiminnot

Hankintatoimi

Varasto

Myynti ja markkinointi

Asiakastuki

IT-järjestelmän kehitys

## Resurssit

Suomen suosituin verkkokauppa

Oma IT-järjestelmä

Vahva brändi kodinelektronikassa

Verkkokaupan ympärille rakennettu kivijalkakauppa

## Liiketoimintaidea

**Verkkokauppa.com** kykenee tarjoamaan asiakkailleen alhaiset hinnat poikkeuksellisen matalan kulumakenteensa ansiosta

**Verkkokauppa.com**  
TODENNÄKÖISESTI AINA HALVEMPI

Alhaisemmat hinnat

Laaja valikoima

Tuotteiden saatavuus

Ensimmäinen sivusto etsiä tietoa

Asiakaskokemuksen laatu

Läpinäkyvyys ja asiakslähtöisyys

Matalat kiinteät kulut

Jatkuva toiminnan laajentuminen

PRIVATE oma IT-järjestelmä

Ketteryyys

## Tuoteryhmät (27kpl)

Päätuotteet kodintekniikassa  
Markkinaosuus 19%



Laajentuminen viime vuosina uusiin tuoteryhmiin mm. lelut, musiikki, grillaus ja kokkaus, laukut ja matkailu, ruoka ja juoma, urheilu ja ravinteet, vauvat ja perhe



## Asiakas-segmentit



Kuluttajat (B2C)



Yritysasiakkauppa ja matalakatteinen tukkukauppa (B2B)



Näkyvyyden myynti liikkeissä ja verkossa eri valmistajille

## Myyntikanavat



Suomen vierailun verkkokauppa 49 M /vuosi (2016)



Nykyiset kivijalkamyymälät: Helsinki, Tampere, Oulu, Raisio (Q1'18 alkaen)  
Suunnitteilla: Toinen myymälä pääkaupunkiseudulle

## Kustannusrakenne



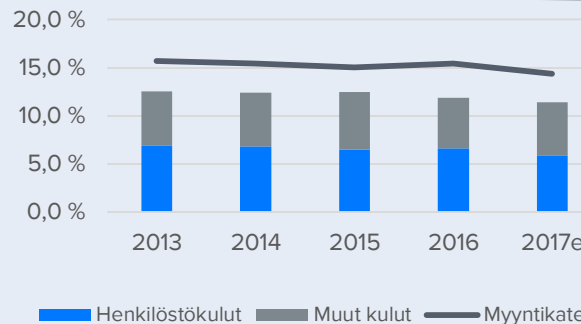
Hankinta tavaran toimittajilta



Henkilöstö 563 kpl (2016)

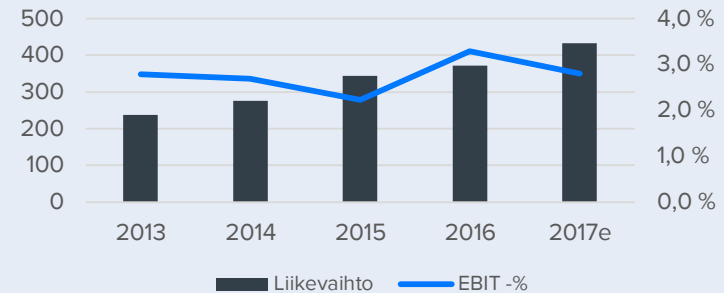


Liiketoiminnan muut kulut



## Tulovirrat

**Liikevaihto 371 m€ (2016)**  
**EBIT 12,2 m€ (2016)**





# Kilpailuedut

## Vahvat kilpailuedut

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

## Edullinen kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset olivat vuonna 2016 11,9 % liikevaihdosta (oikaistuna Teoston korvauksella), kun ne kaupan alalla keskimäärin olivat noin 27,5 %. Kiinteiden kulujen merkittävä ero johtuu mielestämme kolmesta tekijästä: 1) Verkkokauppa.comin strategia rakentuu verkkokaupan ympärille ja kivijalan osuus on huomattavasti verkkokauppaa pienempi. Tämän myötä sen kiinteistöihin liittyvät kulut ovat myös hyvin pienet suhteessa kivijalkaan pohjautuvaan toimintamalliin. 2) Verkossa tapahtuva kauppa vaatii perinteistä kauppaa vähemmän henkilöstöä ja näin ollen henkilöstökulut ovat pienemmät. 3) Yhtiölle ei sen nuoren iän vuoksi ole kertynyt historiallista taakkaa (päällekkäisiä IT-järjestelmiä, raskaita kanta-asiakasohjelmia yms.).

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan kilpailijoita edullisempia hintoja. Arviomme

mukaan Verkkokauppa.comin kulurakenteeseen perustuva kilpailuetu on erittäin vahvalla pohjalla. Ero keskeisiin kilpailijoihin ja kaupan alaan yleensä on merkittävä ja arviomme mukaan kaupan alan toimijoiden, joiden liiketoiminta perustuu kivijalkakauppaan, on erittäin vaikea leikata kulurakennettaan tuntuvasti ilman liiketoimintamallin täydellistä muutosta. Tämä johtuu siitä, että niin sanotuilla kivijalkakaupan toimijoilla kulurakenteesta merkittävä osa syntyy kiinteistöistä ja henkilöstön määrä on myös vahvasti sidoksissa liiketoiminnan volyyymiin. Näin ollen emme pidä realistisena sitä, että perinteiset kaupan toimijat pystyisivät painamaan kulurakenteensa Verkkokauppa.comin tasolle.

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

## Vahva brändi

Yhtiön verkkokaupassa oli vuonna 2016 noin 49 miljoonaa käyntiä ja yhtiön sivusto on Suomen suosituin verkkokauppa. Verkossa tapahtuvassa kaupassa kuluttajat suosivat huomattavasti pienempää määrää toimijoita ja näin ollen menestyäkseen toimijan on oltava tunnetuimpien pelureiden joukossa.

Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan

ympäriinsä vahvan brändin, joka nojaa ennen kaikkea sen asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista. Näkemyksemme mukaan kaupan muiden toimijoiden on äärimmäisen vaikea murtaa tämä mielikuva, sillä niiden kulurakenne ei mahdollista hintatason alentamista Verkkokauppa.comin tasolle. Brändin kestävyys uusissa tuoteryhmissä ja asiakasryhmissä on edelleen riski, mutta yhtiön näytöt onnistuneesta laajentumisesta kodinelektroniikan ulkopuolelle viime vuosina ovat lieventäneet tätä huolta jonkin verran.

## IT-järjestelmä

Kolmas kulmakivi Verkkokauppa.comin kilpailuedussa on sen itse kehittämä IT-järjestelmä (Private), jonka kautta yhtiön kaikki tärkeät toiminnot pyörivät. Verkkokauppa on koko historiansa ajan toiminut oman IT-järjestelmänsä puitteissa. Yhtiö ei myöskään ole laajentunut yritysostoin eikä sille näin ollen ole kertynyt historiallista taakkaa IT-järjestelmistä (esim. päällekkäisiä tai rinnakkaisia järjestelmiä). Uskomme, että tämä oma IT-järjestelmä on yhtiölle merkittävä kilpailuetu, sillä sen liiketoiminta on alusta asti rakennettu järjestelmän ympärille. Koska yhtiö on rakentanut itse oman IT-järjestelmänsä, se kykenee reagoimaan sen kehityksessä erittäin nopeasti ja se ei ole riippuvainen ulkoisista palveluntarjoajista. Omaan IT-järjestelmään liittyy luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen järjestelmästä ja yhtiön kilpailukyky heikkenee merkittävästi mikäli se epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä.

# Kustannusrakenne

## Kulurakenne hyvin yksinkertainen

Verkkokauppa.comin kustannusrakenne on erittäin yksinkertainen. Myyntikate kertoo yhtiön ostamien ja myymien tuotteiden välisen erotuksen ja myyntikatteen alla yhtiön kulut jakautuvat kahteen erään: henkilöstökuluihin ja liiketoiminnan muihin kuluihin.

Henkilöstökulut olivat vuonna 2016 6,6 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2016 lopussa 563 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus noin 43 500 euroa per henkilö. Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet hieman viime vuosina johtuen yhtiön skaalautuvasta liiketoimintamallista. Vastaavasti kulu per työntekijä on ollut nousutrendillä johtuen rekrytointien painopisteen siirtymisestä yhä enemmän asiantuntijatasolle (mm. oma IT-kehitys). 2017 aikana Henkilöstökulujen suhteellinen osuus on laskenut selvästi, kun yhtiö on ulkoistanut osan varastotoiminnastaan Postille. Nämä kulut ovat siirtyneet henkilöstökuluista muihin kuluihin ja vuoden 2017 luvut eivät ole enää täysin vertailukelpoisia suhteessa edellisiin.

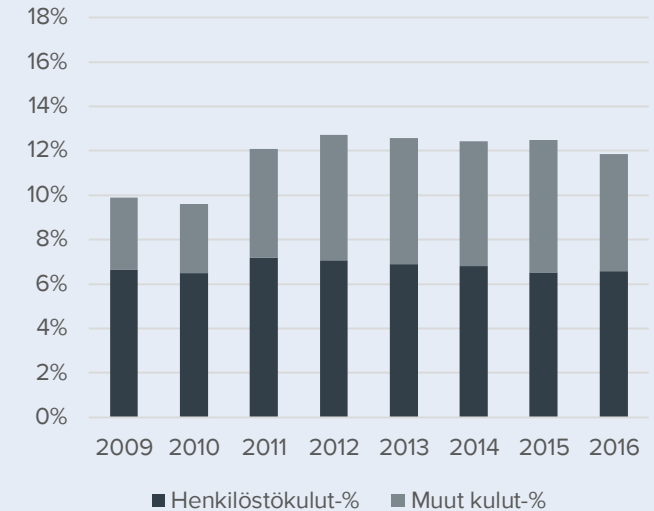
Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, markkinoinnin ja IT:n. Arviomme mukaan näistä kuluista noin puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. markkinointi, logistiikka ja IT) ja vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin liikevaihdon kasvun myötä (mm. vuokrat). Vuonna 2016 liiketoiminnan muut kulut olivat 5,3 % tai 19,6 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoon poistomassa on pieni ja arviomme mukaan noin 1 MEUR vuodessa, joka on linjassa vuotuisen investointitarpeen kanssa.

## Kulurakenteen tulisi skaalautua

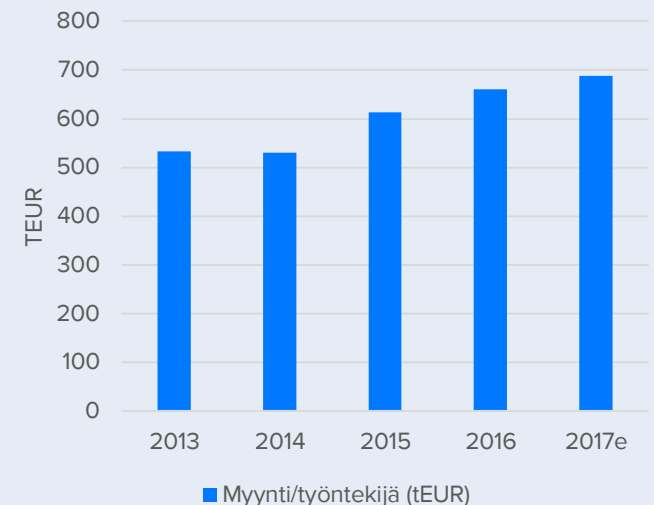
Yksi keskeisiä kysymyksiä Verkkokauppa.comissa on sen kulurakenteen skaalautuvuus. Lähtökohtaisesti kulurakenteen pitäisi skaalautua varsin hyvin, koska varsinkin digitaaliselta puolelta tuleva kasvu vaatii vain rajallisia lisäkustannuksia. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet keskimäärin 0,15 % vuodessa. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on laajentanut useisiin uusiin tuoteryhmiin ja näiden mukanaan tuoma kompleksisuuden kasvu sekä jatkuvat kasvupanostukset eivät ole muuttaneet tätä trendiä, mikä kasvattaa luottamusta skaalautuvuuden suhteen.

Powerin tulon myötä kiristyneen kilpailutilanteen myötä Verkkokauppa.comin kasvu on kuitenkin arviomme muuttunut yhä kalliimmaksi ja yhtiö on joutunut kasvattamaan kiinteitä kulujaan (mm. markkinointi) sekä painamaan myyntikatteitaan pitääkseen kasvuaan yllä. Pidämme tätä kuitenkin pääosin syklisenä asiana ja arviomme mukaan yhtiöllä pitäisi olla edelleen hyvät edellytykset kulurakenteen jatkuvaan skaalautuvuuteen tulevaisuudessa.

### Kulurakenne



### Tehokkuus



# Myyntikate

## Myyntikatteessa nousuvaraa

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

Toisena myyntikatetta tukevana tekijänä toimivat uudet tuoteryhmät, joiden myyntikate on lähtökohtaisesti kodinelektronikkaa korkeampi. Esimerkiksi leluissa myyntikate on toimialalla yhtiön mukaan 35-40 %:n välillä ja musiikki-instrumenteissa 25 %:n tasolla. Vertailun vuoksi kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli Suomessa vuonna 2016 hieman alle 30 %.

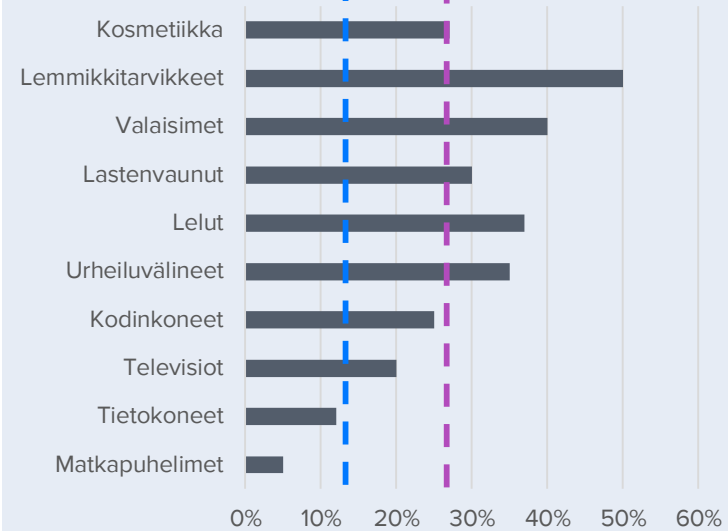
Kolmantena myyntikatetta tukevana tekijänä on yhtiön oma asiakasrahoitus Apuraha. Toimialalla tyypillisesti asiakasrahoituksella myytävien tuotteiden myyntikate nousee 3-6 %:lla ja näin ollen mikäli yhtiö saa asiakasrahoitukseen merkittäviä volyymejä ja onnistuu luotonhallinnassa, on marginaalivaikutus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

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

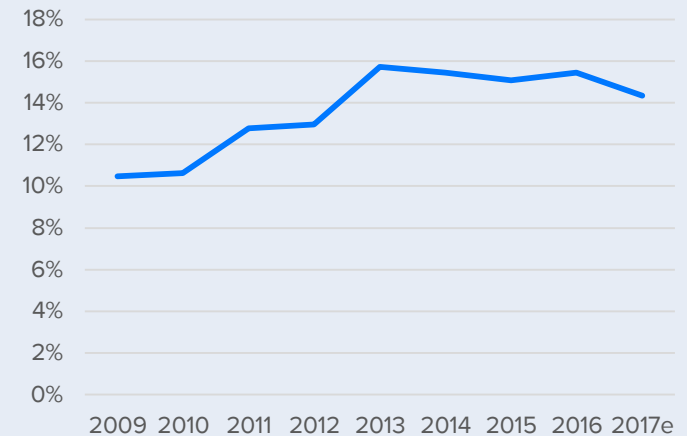
yhtiön nykyinen kokoluokka kuitenkin sallii sille jo varsin hyvät ostoehdot ja emme näe kokoluokan merkittävänkään kasvun muuttavan myyntikatetta dramaattisesti. Isommilla volyymeillä olisi kuitenkin selkeä positiivinen vaikutus maksuehtoihin ja tämän myötä käyttöpääomaan.

Sijoittajien kannalta myyntikatteen kehitystä kannattaa seurata pidemmällä aikavälillä, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön omat strategiset hinnoittelupäätökset saattavat vaikuttaa katteeseen ja vastaavasti tuotemixissä tapahtuvat muutokset heijastuvat katteisiin hitaammin. Esimerkiksi 2017 nähty myyntikatteen lasku johtuu puhtaasti yhtiön strategisesta päätöksestä vastata alan kiristyneeseen hintakilpailuun.

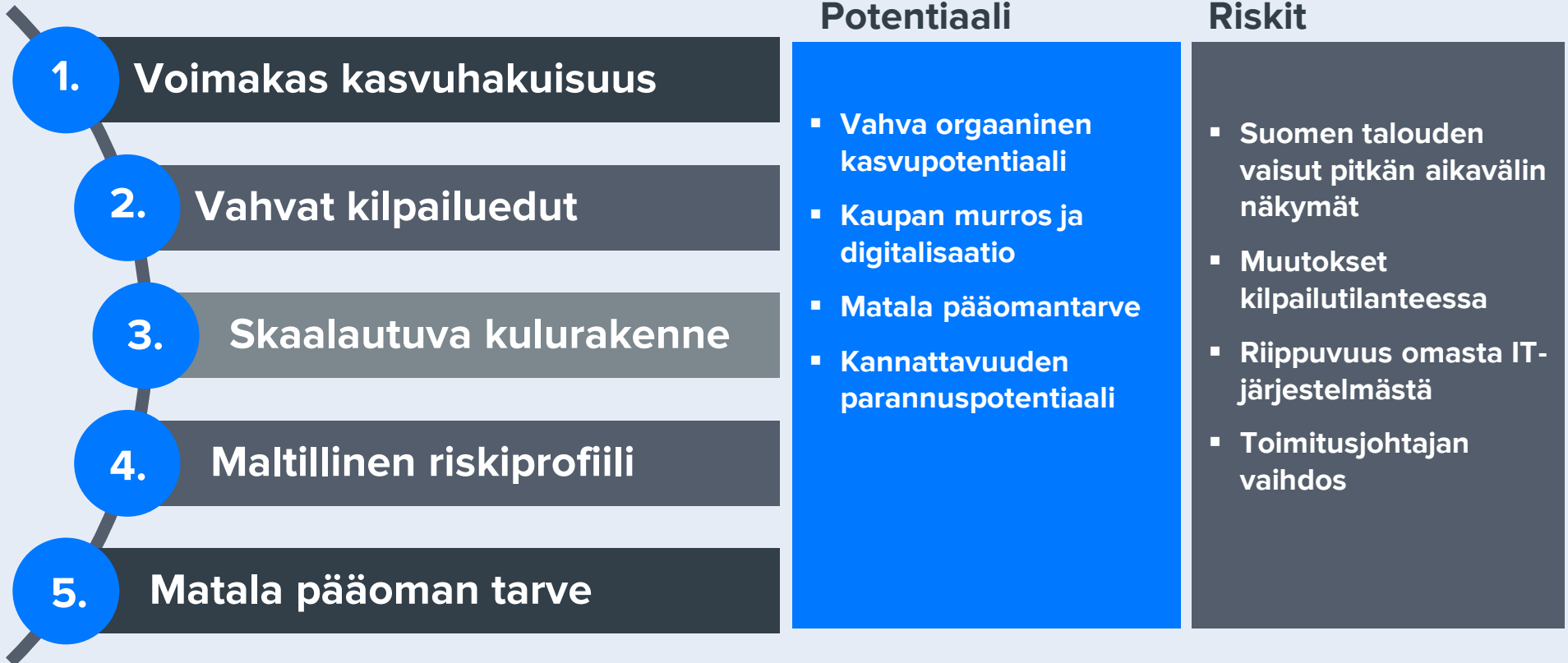
Myyntikate eri tuoteryhmissä\*



Myyntikate-%



# Sijoitusprofiili



# Suomen talous ja kaupan-ala

## Suomen talouden näkymät ovat vaisut

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

Suomen BKT kääntyi vihdoin vuoden 2015 lopussa varovaiseen kasvuun pitkän korpivaelluksen jälkeen ja kasvu on kiihtynyt merkittävästi maailman talouden kasvun piristymisen sekä rakentamisen vetämänä. Kuluvana vuonna talouden ennustetaan kasvavan noin 3 %:lla ja myös ensi vuonna kasvu jatkuu varsin ripeänä kasvuennusteen ollessa yli 2 %.

Lyhyen aikavälin positiivisista talousnäkymistä huolimatta pidämme Suomen pidemmän aikavälin talouskasvupotentiaalia varsin vaisuna. Suomen taloudessa on edelleen merkittäviä rakenteellisia ongelmia (mm. valtion velkaantuminen, väestön vinoutunut ikärakenne, tehottomat työmarkkinat yms.) ja nämä tulevat väistämättä painamaan talouskasvua pidemmällä aikavälillä. Poliittisesti epäsuosittujen rakenteellisten uudistusten tekeminen on ollut hankalaa ja seuraavassa talouden laskusuhdanteessa ongelmat tulevat todennäköisesti jälleen kärjistymään.

Kuluttajien näkökulmasta näkymä on hieman parempi. Työttömyys on lähtenyt laskuun ja palkat tulevat todennäköisesti kääntymään jälleen kasvuun 2018 alkaen. Korot pysyvät alhaalla ja inflaatio on edelleen matala. Näin ollen ostovoima tulee lähivuosina parantumaan

jonkin verran.

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

## Kaupan näkymät seuraavat talouden näkymiä

Vähittäiskauppamarkkina voidaan Suomessa jakaa päivittäistavarakauppaan, erikois- ja muuhun kauppaan sekä tavaratalokauppaan. Suomen vähittäiskauppamarkkinan koko oli vuonna 2016 noin 39 miljardia euroa jakautuen seuraavasti:

Päivittäistavarakaupan osuus koko Suomen vähittäiskaupasta on noin 45 %, Erikois- ja muun kaupan osuus 45 % ja tavaratalokaupan noin 10 %.

Vähittäiskaupan kehitys on suorassa korrelaatiossa Suomen yleiseen talouskehitykseen. Lähivuosina kuluttajien ostovoima tulee parantumaan yleisen talouskasvun myötä, mutta kohdannee samalla painetta valtion jatkuvasta veronkorotuspaineesta johtuen. Näin ollen emme odota kotimaiseen ostovoimaan merkittävää parannusta lähivuosina. Uskomme kaupan lähivuosien kasvun painottuvan yhä voimakkaammin verkkoon ja kivijalan osalta kasvu tulee olemaan parhaassakin skenaariossa hidasta.

## Verkko vetää kaupan kasvua

Etänä tapahtuvan kaupan osuus oli vuonna 2016 Kaupan liiton mukaan 4,6 miljardia euroa eli hieman yli 10 % koko kaupasta. Tästä 4,6

miljardista 38 % oli ulkomaista kauppaa ja 62 % kotimaista. Verkkokauppa on viimevuosina kasvanut noin 10 %:n vuosivauhtia ja euromääräisesti tämä tarkoittaa noin 400 MEUR:n vuotuista kasvua.

Päivittäistavarakaupassa verkkokaupan osuus on edelleen erittäin matala ja näin ollen käytännössä koko verkkokauppa syntyy erikois- ja tavaratalokaupan puolelta. Näin ollen verkkokaupan osuus erikoiskaupassa oli vuonna 2016 arviomme mukaan noin 20 %. Erot tuoteryhmien välillä ovat merkittäviä. Esimerkiksi elektroniikassa ja kirjoissa merkittävä osa kaupasta käydään jo nyt verkossa. On myös huomioitava, että verkon ja kivijalan välinen rajapinta hämärtyy jatkuvasti toimijoiden integroidessa verkon ja kivijalan entistä selvemmin toisiinsa. Esimerkiksi tilanteessa jossa kuluttaja katsoo tuotetta verkosta ja käy noutamassa tuotteen myymälästä (tai toisinpäin) on varsin subjektiivista lasketaanko myynti verkolle vai kivijalalle.

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

# Kaupan-alan keskeiset trendit 1/2

## Kaupan alalla käynnissä merkittävä murros

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

- **Kuluttajien hintatietoisuus kasvaa.** Johtuen erilaisista hintavertailupalveluista ja kaupan siirtymisestä verkkoon, ovat tavaroiden hinnat huomattavasti läpinäkyvämpiä ja helpommin vertailtavia kuin mitä ne ovat aikaisemmin olleet. Kuluttajat ovat verkossa myös huomattavasti herkempiä vaihtamaan liikettä ja tutkimaan muita vaihtoehtoja, sillä liikkeen vaihto ei edellytä fyysistä siirtymistä. Tämä hintatietoisuuden kasvu tulee johtamaan kiristyvään hintakilpailuun yhä useammalla tuotealueella.
- **Kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi.** Historiallisesti kauppa Suomessa on ollut hyvin lokaalia ja ulkomaiselta kilpailulta suojassa johtuen suhteellisen pienestä ja vähän kiinnostavasta markkinasta. Digitalisaation myötä kaupan pelikenttä muuttuu yhä selvemmin lokaalista globaaliksi, kun kuluttajat voivat verkkokauppaa hyödyntämällä tilata tuotteensa vaivattomasti ulkomailta. Tämän myötä kaupan alan toimijat kohtaavat painetta entistä enemmän myös ulkomaisilta toimijoita, jotka voivat osallistua Suomen markkinaan ilman merkittävää etabloitumista ja pelata näin ollen osittain eri pelisäännöillä. Näkemyksemme mukaan tämä tulee korostamaan kaupan kustannuskilpailukyvyyn tärkeyttä.
- **Yhä useampi kuluttaja ostaa verkosta.** Verkkokaupan yleistymisen myötä yhä useampi kuluttaja tulee siirtymään verkko-ostamisen piiriin. Ajureina tässä kehityksessä ovat mm. demografia (nuoremmat sukupolvet käyttävät verkkoa vanhempia sukupolvia enemmän), luottamuksen kasvu verkkokauppaa kohtaan, verkkokaupoissa myytävien tuotteiden saatavuuden parantuminen ja verkkokauppojen toimintamallien parantuminen.
- **Yhä useampi tuoteryhmä siirtyy verkkoon.** Pidemmillä aikavälillä on selvää, että yhä useampi tuoteryhmä tulee tavalla tai toisella siirtymään verkkoon. Tämä ei tarkoita, että verkkokauppa syrjäyttäisi perinteisen kivijalkakaupan, mutta verkosta muodostuu uusi jakelukanava kivijalkakaupan rinnalle. Tuoteryhmistä verkkoon siirtyvät tai ovat siirtyneet ensimmäisenä digitaaliset, ei fyysistä liikuttelua vaativat tuotteet, kuten esimerkiksi musiikki ja pelit, sekä homogeeniset tuotteet, kuten kodinelektronikka. Vastaavasti esimerkiksi tuoreruoka tulee siirtymään verkkoon viiveellä, sillä se on logistisesti haastavampi ja kuluttajat haluavat nähdä tuotteet ennen ostotapahtumaa.
- **Verkkokaupan kehittyvät toimintamallit helpottavat verkosta ostamista.** Uskomme, että verkkokaupan kasvun myötä kaupan alan toimijat tulevat enenevässä määrin panostamaan verkkokauppojensa kehitykseen ja palveluun. Tämän kehityksen seurauksena uskomme, että verkkokaupassa tapahtuva ostokokemus tulee parantumaan merkittävästi seuraavan vuosikymmenen aikana. Ostaminen tulee muuttumaan vaivattommaksi, kun käyttöliittymät parantuvat ja logistiikkakustannukset tulevat pienentymään kasvavien volyyymien myötä.
- **Asiakasymmärryksen kasvu.** Digitalisaatio ja ns. ”big datan” hyödyntäminen tarjoavat kauppoille entistä enemmän mahdollisuuksia parantaa asiakasymmärrystä. Lisäksi digitaaliset kanavat mahdollistavat asiakkaan entistä yksilöllisemmän palvelun ja mm. räätälöidymmän ja tarkoin kohdistetun mainostamisen. Tämä on kotimaisille kauppoille selkeä kilpailuetu suhteessa ulkomaisiin ei markkinaan etabloituneisiin toimijoihin.
- **Kauppaa käydään kellon ympäri.** Digitalisaation ja verkkokaupan kasvun myötä on selvää, että kuluttajat tulevat jatkossa asioimaan kaupassa entistä enemmän perinteisten jäykkien aukioloaikojen ulkopuolella oman arki-aikataulunsa ehdoilla. Kaupan pitää reagoida tähän varmistamalla, että kuluttaja saa miellyttävän ostokokemuksen kellon ajasta riippumatta.
- **Logistiikkaratkaisut lyhentävät toimitusaikoja.** Verkkokaupan keskeisiä haasteita ovat alusta asti olleet toimitusajat ja niiden pituus. Monilla kuluttajilla tarve tuotteen saamiselle voi olla hyvin nopea ja näin ollen ei olekaan ihme, että click&collect tyyppinen verkkokauppa on ollut keskeisiä voittajia kaupan murroksessa. Kauppa panostaa tällä hetkellä voimakkaasti logistiikan kehittämiseen ja uskomme, että logistiset innovaatiot tulevat jatkossa lyhentämään toimitusaikoja selvästi. Lisäksi volyymin kasvun myötä myös erilaiset perinteisemmät jakeluratkaisut muuttuvat entistä houkutteleviksi.

# Kaupan-alan keskeiset trendit 2/2

## Kilpailuetujen rooli korostuu

Näkemyksemme mukaan meneillään olevat kaupan alan trendit tulevat asettamaan paineita kaupan alan myyntikatteita kohtaan. Kuluttajien hintatietoisuus tulee väistämättä kasvamaan ja samalla verkkokaupan kasvu tulee mahdollistamaan erilaisten matalan kulurakenteen toimintamallien yleistymisen. Monille kaupan alan toimijoille tämä tulee asettamaan valtavia haasteita ja niiden on pakko muuttaa toimintamallejaan merkittävästi. Esimerkiksi perinteiset tavaratalot, kuten Anttila, Stockmann ja Sokos ovat Suomessa ajautuneet kriisiin, kun kuluttajat ovat kyseenalaistaneet niiden tarpeellisuuden verkkokauppojen, erikoiskauppojen ja halpahalien välissä. Laskeva myyntikate tulee myös väistämättä asettamaan paineita kaupan kulurakenteille ja tämän kautta myös kannattavuuksille. Perinteisten toimijoiden pitää yhä selkeämmin kyetä perustelevaan kuluttajille korkeammat kulunsa (korkeammat hinnat) esimerkiksi palvelun tai asiakaskokemuksen kautta.

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

- Kykenevät reagoimaan muuttuvaan ympäristöön
- Operoivat kevyellä/kilpailukykyisellä kulurakenteella
- Toimivat modernin ja ketterän IT-järjestelmän päällä ja eivät kannata merkittävää historiallista

taakkaa vanhoista tehottomista ja monimutkaisista IT-järjestelmistä

- Pystyvät tarjoamaan asiakkaalle erinomaisen ostokokemuksen monikanavaisesti asiakkaan ehdoilla (ajasta ja paikasta riippumatta)
- Ovat valmiit uudistamaan toimintatapojaan
- Hyödyntävät omia vahvuuksiaan, joita kotimaisilla kaupoilla ovat mm. brändi ja asiakastieto.



# Kodinelektroniikkamarkkinan näkymät

## Kodinelektroniikkamarkkina keskittyy

Kodintekniikkamarkkina Suomessa on erittäin kilpailtu. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihinnosta johtuen kuluttajien hintaherkkyys on erittäin korkea. Brändien merkitys on pääosin vähäinen ja käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta. Tämän seurauksena alan keskimääräinen myyntikate on erittäin alhainen ja arviomme mukaan alan kolmen suurimman toimijan myyntikatteet Suomessa ovat keskimäärin alle 20 % (kaupan ala 30 %). Matalasta myyntikatetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja merkittävällä volyymillä.

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

Kodintekniikkamarkkina on kasvanut 2008-2016 välillä noin 1 % vuodessa ja markkinan koko vuonna 2016 oli noin 1,9 miljardia euroa (ei sisällä ALV). Tuoteryhmistä ovat kasvaneet etenkin matkapuhelimet (kalliimmat älypuhelimet) ja kodin tietotekniikka (tabletit). Vastaavasti kodin muu viihde-elektroniikka ja kuvaukseen liitännäiset tuotteet ovat olleet selvässä laskussa.

Kodinelektroniikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli viimeisen kymmenen vuoden aikana. Alan kilpailutilanne on pysynyt erittäin kireänä ja 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 ja Anttila. Alan viimevuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com sekä Power (entinen Expert), jotka ovat onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

Gigantti on kasvattanut markkina-osuuttaan selvästi eniten ja sen markkina-osuus oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 27,4 %. Verkkokauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus oli 2016 lopussa hieman yli 19 %. Power on markkinan kolmonen noin 14 %:n markkinaosuudellaan. Kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on noussut vuoden 2009 39 %:sta vuoden 2016 60 %:iin. Suurimmat häviäjät ovat arviomme mukaan olleet Veikon Kone, Kesko (Konebox.fi, Musta Pörssi ja CM), Tekniset, Stockmann (Hobby Hall ja oma tavaratalokauppa) ja pienet paikalliset toimijat.

Suomen kodinelektroniikkamarkkina kasvoi 2016 3,1 % ja selvästi yleistä talouskasvua nopeammin. Kasvun taustalla on näkemyksemme mukaan piristynyt talousnäkyminen sekä Powerin aggressiivinen kampanjointi mihin Gigantti ja Verkkokauppa.com ovat vastanneet. Markkina kasvoi vielä alkuvuonna 2017 ripeästi, mutta kasvu on hyytynyt vuoden jälkipuoliskolla johtuen kertaluontoiseksi tulkittavan kampanjavetoisen kysyntäpiikin vaikutuksen hälventyessä.

Pitkällä aikavälillä odotamme alan kasvavan linjassa yleisen talouden kehityksen kanssa. Vaikka arjessa olevan elektroniikan määrä tulee jatkamaan kasvuaan, tulee elektroniikan hinta jatkamaan laskuaan.

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

## Power kiristänyt hintakilpailua

Expert ASA:n lanseeraama Power on kiristänyt alan hintakilpailua selvästi. Power on ollut omassa markkinoinnissaan erittäin aggressiivinen, johon Gigantti ja Verkkokauppa.com ovat vastanneet. Hintakilpailu painaa lyhyellä aikavälillä koko alan katteita ja kiihdyttää samalla alan keskittymistä kolmelle suurella toimijalle.

Pidemmällä aikavälillä Power ei näkemyksemme mukaan oleellisesti muuta kolmen suurimman toimijan kilpailuasetelmia. Powerin kustannusrakenne on oleellisesti Verkkokauppa.comia ja Giganttia heikompi ja ilman selkeää muutosta kustannusrakenteessa ei Power kykene kestävästi uhkaamaan Giganttia tai Verkkokauppa.comia.



# Kaupan alan kustannusrakenne

## Verkkokauppa.comin kulurakenne erinomaisella tasolla

Verkkokauppa.comin laajentaessa uusiin tuoteryhmiin perinteisen kodinelektronikan ulkopuolelle kasvaa myös sen kilpailijakenttä koko Suomen vähittäiskauppakenttään verrattuna. Verkkokauppa.comin pääkilpailijoita ovat näkemyksemme mukaan kodinelektronikkamarkkinan suuret toimijat Gigantti ja Power sekä kaupan alan suuret toimijat mm. S-ryhmä ja Kesko. Lisäksi uusiin tuoteryhmiin laajentaessa kilpailijoita ovat enenemissä määrin myös pienet lokaalit toimijat sekä suuret globaalit verkkokaupat.

Kaupan alan eri toimijoita vertailtaessa mielestämme paras lähtökohta on niiden myyntikatteen tarkastelu. Kaupan myyntikatteen ohjaavana tekijänä toimii kaupan kulurakenne. Kulurakenne on sen sijaan lopulta ohjaavana tekijänä lopputuotteiden hinnoissa. Suomen kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli

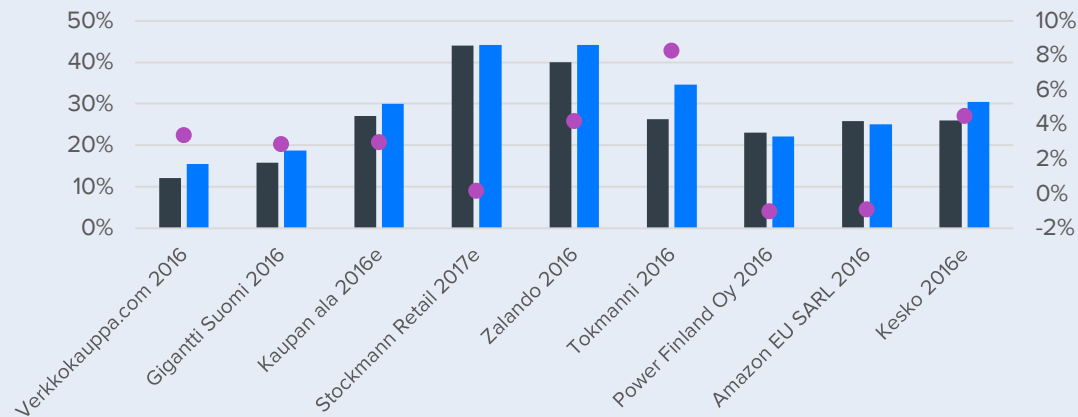
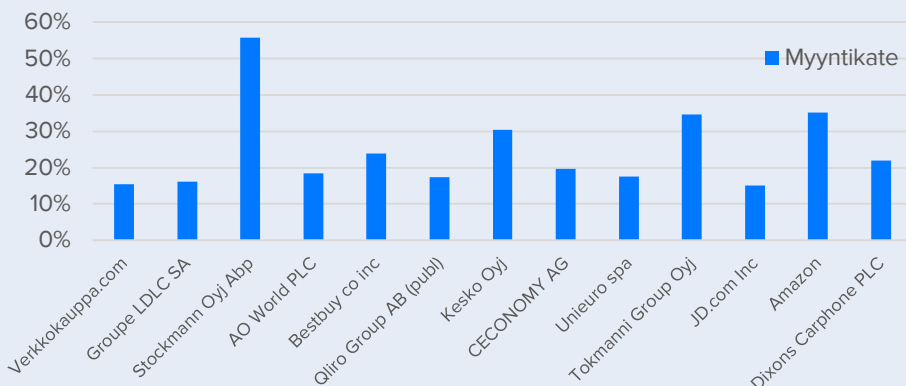
vuonna 2016 Tilastokeskuksen mukaan noin 30 % ja se on säilynyt kohtuullisen vakaana noin 30 %:ssa finanssikriisin jälkeen.

Verkkokauppa.comin myyntikate oli 2016 15,5 % ja keskeisten kilpailijoiden Giganttin ja Power Finlandin olivat 18,7 % ja 22,1 %.

Johtuen verkkokaupan merkittävästä roolista yhtiön liiketoiminnassa, on Verkkokauppa.comin kulurakenne erittäin kevyt. Yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2016 12 %, mikä on selvästi matalampi taso kuin muilla kaupan alan toimijoilla. Keskeisellä kilpailijalla ja niin ikään erittäin kustannustehokkaalla Gigantilla kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2016 noin 15,5 %. Powerin vastaava luku oli 2016 22,1 %. Kaupan alalla keskimäärin kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2016 arviolta 27,5 %. Erittäin matalien kiinteiden kulujen ansiosta Verkkokauppa.com kykenee pitämään yllä myös selvästi toimialan keskiarvoa matalampaa myyntikatetta. Verkkokauppa.comin kulurakenne

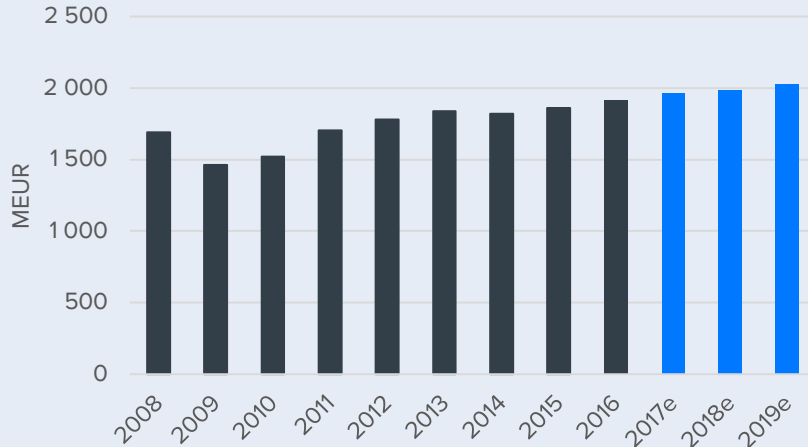
on kilpailukykyinen myös suhteessa kansainvälisiin verrokkeihin, mikä on mielestämme huomion arvoista analysoitaessa ulkomailta tulevaa uuden kilpailun uhkaa.

Kaupan alan käyttökate oli vuonna 2016 Suomessa arviomme mukaan hieman yli 3 %. Perinteisiä kauppia analysoidessa on kuitenkin tärkeä muistaa, että niiden liiketoiminta on alun perin rakennettu kivijalkakaupan ympärille ja näin ollen niiden kiinteistöihin ja toimitiloihin liittyvä poistomassa on merkittävä. Siten niiden liikeluokset ovat myös selvästi käyttökatteita heikompia. Verkkokauppa.comin kaltaisten digitaalisuuden ja verkkokaupan ympärille perustuvien toimijoiden kiinteistöihin sidottu poistomassa on olematon ja liikevoittomarginaali on hyvin lähellä käyttökatetta. Verkkokauppa.comin oikaistu liikevoittomarginaali oli vuonna 2016 3,3 % ja käyttökate 3,6 %.

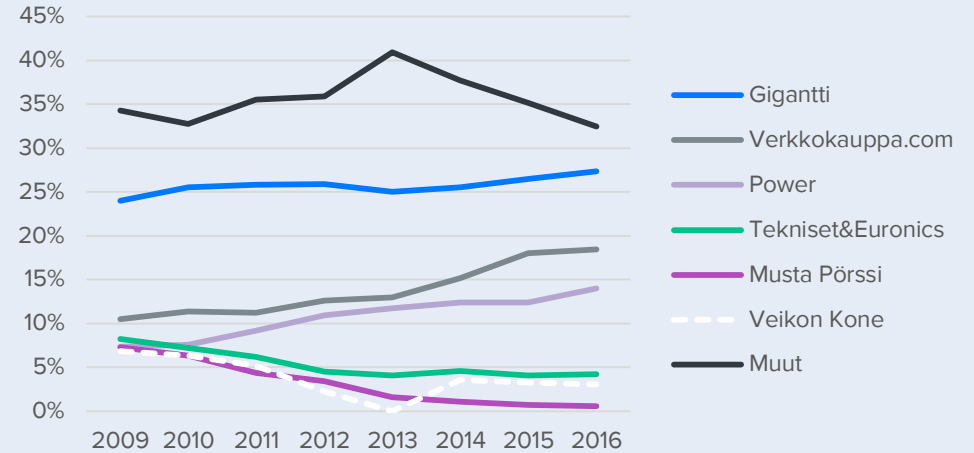


# Kodinelektroniikkamarkkina Suomessa

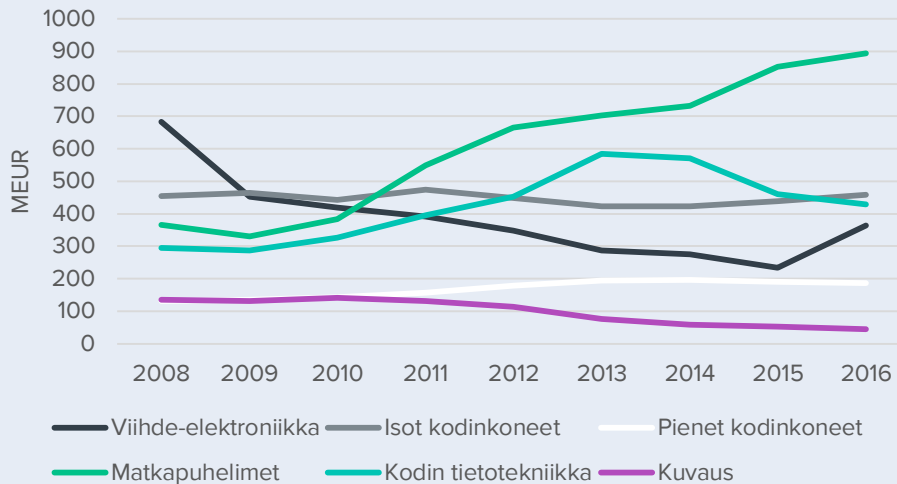
## Kodinelektroniikkamarkkina 2008-2019e



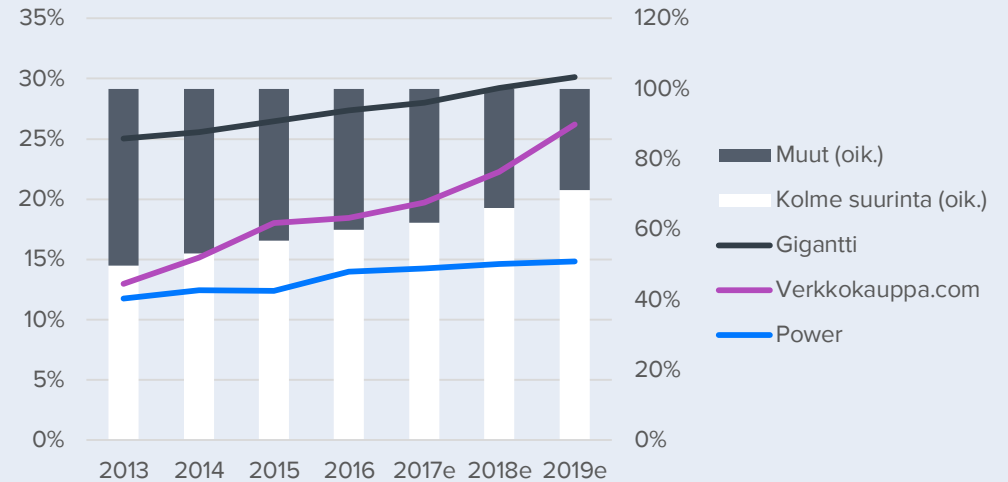
## Markkinaosuuksien kehitys 2009-2016



## Tuoteryhmien välinen myynnin kehitys



## Markkinaosuusennusteet



# Strategia 1/4

## Strategia rakentuu neljälle peruspilarille

Yhtiön strategian kulmakivet voidaan mielestämme kiteyttää neljään tekijään:

Yhtiön strategian kulmakivenä on sen **asiakslupaus** ”todennäköisesti aina halvempi”. Yhtiö pyrkii rakentamaan kilpailuetunsa edullisten hintojen ympärille ja se pyrkii välttämään laajentumista tuotealueille, joissa se ei kykene täyttämään asiakslupaustaan. Asiakslupauksen täyttämiseksi yhtiön tavoitteena on olla kolmen suurimman joukossa kaikissa päätuoteryhmissä, sillä vain tätä kautta yhtiö voi saavuttaa riittävät ostovolyymit kilpailukykyisten hintojen ylläpitämiseksi.

Yhtiön **tuotevalikoima** on tällä hetkellä jo erittäin laaja ja se sisältää yli 50 000 tuotetta. Uskomme, että yhtiön tuotevalikoima tulee jatkossa kasvamaan etenkin uusille tuotealueille laajentumisen ja omien tuotemerkkien määrän kasvun myötä. Kodinelektronikkamarkkinassa yhtiön nykyinen tuotevalikoima kattaa käytännössä kaikki keskeiset tuotteet ja näin ollen tuotevalikoiman laajennus painottuu etenkin kodinelektronikan ulkopuolisiin tuoteryhmiin.

Kaupan alalla tuotteiden **saatavuus** ja logistiikan hallinta ovat eräitä keskeisimpiä tekijöitä yhtiön menestyksen kannalta. Tuotteiden saatavuus on kyettävä pitämään hyvänä, mutta varastotasoja ei toisaalta voida nostaa liikaa, sillä korkeat varastot sitovat pääomaa ja heikentävät siten pääoman tuottoa sekä kasvattavat varastoon liittyviä riskejä. Verkkokauppa.com on Jätkäsaaren muuttonsa jälkeen onnistunut pitämään tuotteidensa saatavuuden hyvällä tasolla johtuen etenkin päävaraston ja kaupan

välisestä integraatiosta.

Kaupan digitalisoitumisen myötä saatavuus ei enää tarkoita pelkästään sitä, että tuote on kaupan hyllyssä saatavilla vaan myös sitä, että tuote on helposti saatavilla verkkokaupassa ja se kyetään toimittamaan asiakkaalle nopeasti ja kustannustehokkaasti. Verkkokauppa.com on panostanut voimakkaasti tuotteidensa saatavuuden parantamiseen, mistä osoituksena ovat mm. Jätkäsaaren 24/7 auki oleva kioski, yhtiön pääkaupunkiseudulle lanseeraamaa 3h tilauksesta ovelle –toimituspalvelu sekä postikoodiin perustuva toimitusaika-arvio.

Uskomme, että yhtenä strategian painopistealueena tulevaisuudessa onkin saatavuuden merkittävä kehittäminen. Digitaalisessa maailmassa tuotteiden saatavuuden suhteen ei ole vielä luotu selkeitä standarditoimintatapoja ja näin ollen uskommekin, että tulevaisuudessa tulemme näkemään yhtiöltä uudenlaisia toimintamalleja tämän asian suhteen. Toimitukset tulevat lisääntymään merkittävästi ja korkeamman volyymin avulla myös niiden hintaa voidaan painaa selvästi nykyistä matalammalle tasolle.

**Asiakaskeskeisyys** on ollut Verkkokauppa.comin ytimessä sen perustamisesta asti. Hyvänä esimerkkinä tästä ovat yhtiön omat verkkosivut, joiden ykkösprioriteettina on tarjota asiakkaille tarkat ja läpinäkyvät tiedot tuotteista ja vasta toissijaisena asiana on itse kaupan tekeminen. Tämän avulla Verkkokauppa.com pyrkii kasvattamaan oman sivustonsa asiakasvirtaa ja edullisen hintatasonsa turvin se uskoo, että asiakas päätyy lopulta ostamaan tuotteen siltä.

Kokonaisuutena asiakaskeskeisyys kiteytyy pitkälti kolmeen edelliseen kohtaan eli saatavuuteen, hintaan ja tuotevalikoimaan, minkä myötä yhtiön tavoitteena onkin tarjota asiakkaille mahdollisimman vaivaton ja mukava kaupankäyntimahdollisuus. Uskomme, että yhtiö tulee myös jatkossa kehittämään toimintaansa asiakaskeskeisyys edellä.

## Tavoitteena kasvupotentiaalin hyödyntäminen

Verkkokauppa.comin strategian keskiössä on yhtiön verkkokauppa ja tämän ympärille rakennettu kivijalkakauppa sekä näiden integraatio. Yhtiön tärkein strateginen prioriteetti on liiketoiminnan kasvu ja yhtiö onkin profiloitunut sijoittajien silmissä kasvuyhtiöksi. Yhtiö on tällä hetkellä muutosvaiheessa siirtymässä puhtaasta kodintekniikkamyymästä kohti laajempaa tuotetarjontaa ja eräänlaista ”verkon tavarataloa”.

Yhtiön kasvu voidaan näkemysemme mukaan jakaa kahteen osaan: markkinaosuuden voittaminen kodinelektronikassa ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin. Näiden lisäksi yhtiöllä on parhaillaan menossa useita merkittäviä strategisia hankkeita, joiden tarkoituksena on tukea yhtiön kasvua ja parantaa kannattavuutta pitkällä aikavälillä. Käsittelemme näitä kasvuhankkeita tarkemmin seuraavalla sivulla.

Yhtiön kasvu rakentuu etenkin verkkokaupan varaan ja kivijalkakaupan suhteen yhtiöllä on vain rajallisia laajennustarpeita. Yhtiö tulee avaamaan uuden myymälän Raisioon Q1’18 lopussa ja arvioimme sen avaavan toisen myymälän Helsinkiin Q4’19 aikana.

# Strategia 2/4

## Uudet tuoteryhmät

Verkkokauppa.com on aktiivisesti viimeisten vuosien aikana laajentanut tuotetarjontaansa perinteisen kodinelektronikan ulkopuolelle. Yhtiön kodinelektronikan ulkopuolisia päätuotealueita ovat: grillaus & kokkaus, Lemmikit koti ja valaistus, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, ruoka ja juoma, työkalut, urheilu ja ravinteet sekä vauvat ja perhe. Vaikka yhtiön päätuoteryhmistä noin kolmasosa on kodintekniikan ulkopuolisia, on näiden tuoteryhmien osuus yhtiön myynnistä vielä varsin rajallinen. Arviomme mukaan näiden osuus yhtiön kokonaisymynnistä on hieman yli 10 % ja suurimpia kodinelektronikan ulkopuolisia tuoteryhmiä ovat arviomme mukaan musiikki-instrumentit ja lelut. On hyvä huomioida, että yhtiö on laajentanut useisiin näistä tuoteryhmistä vasta viime vuosien aikana ja uuden tuoteryhmän nouseminen sen täyteen myyntipotentialiin kestää yleensä useamman vuoden.

Uskomme, että kantavana ajatuksena yhtiöllä on laajentua tuotealueille, joissa kilpailu on rajoittunutta ja hinnanmuodostus ei tämän myötä ole tehokasta. Nämä olosuhteet tarjoavat Verkkokauppa.comille hyvät edellytykset pitää kiinni asiakaslupauksestaan ja tarjota kuluttajille markkinoiden edullisimmat hinnat. Yhtiö myös pyrkii etsimään tuotealueita, jotka menevät sen nykyisen logistiikkaketjun läpi helposti.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Verkkokauppa.comin laajentuminen uusille tuotealueille sisältää huomattavasti vähemmän riskejä kuin perinteinen kivijalkakaupan laajentuminen. Perinteisessä kivijalkakaupassa

valtaosa kiinteistä kustannuksista (vuokrat & palkat) on pakko ajaa ylös ennen itse myynnin aloittamista. Kysynnän todellisesta määrästä ei ole takeita ja näin ollen kauppa ottaa huomattavan riskin kivijalkalaajentumisen kanssa. Myös epäonnistuneen kaupan lopettaminen on huomattavan kallista, sillä vuokrat ja palkat juoksevat vielä lopetusilmoituksen jälkeen ja varastojen alasajosta syntyy tappioita. Verkkokauppa.comin tapauksessa laajentuminen vaatii alussa rajallisesti kuluja, sillä se ei tarvitse uutta liiketilaa tai merkittävästi uutta henkilöstöä. Lisäksi yhtiö kykenee näyttelyikkunaan perustuvalla toimintatavallaan pitämään varastotasot matalina. Yhtiö testaa myös normaalisti markkinoiden kysyntää myymällä uutta tuotetta verkossa ja pienissä määrissä myymälässä ennen siirtymistä päätuoteryhmäksi.

Kodinelektronikan ulkopuolisesta laajentumisesta onnistuneita esimerkkejä ovat mm. musiikki-instrumentit sekä lelut. Musiikki-instrumenteissa yhtiö on noussut seitsemässä vuodessa markkinajohtajaksi ja leluissa yhtiö on onnistunut nousemaan markkinalla selkeään haastajan asemaan muutamassa vuodessa. Rautakaupan puolella (työkalut sekä koti&piha tuoteryhmät) yhtiön laajentuminen epäonnistui. Epäonnistumisen taustalla on arviomme mukaan mm. nimikkeiden suuri määrä ja osin erilainen logistiikkaketju, jonka seurauksena yhtiöllä ei ole edellytyksiä olla täyden palvelun rautakauppa. Yhtiö on asteittain ajanut näitä tuoteryhmiä alas ja tappiot rautakaupassa ovat jääneet suhteellisen pieniksi (joitain satoja tuhansia). Tämä kuvastaa mielestämme erinomaisesti yhtiön liiketoimintamallin vahvuuksia ja ketteryyttä.

## Odotamme uusia tuoteryhmälanseerauksia

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

Uusiin tuoteryhmiin laajentumisessa keskeinen kysymys liittyy yhtiön brändin kestävyteen uusissa tuoteryhmissä missä ostajakunta poikkeaa yhtiön perinteisestä asiakaskunnasta. Onnistuneet laajentumiset uusiin tuoteryhmiin (mm. lelut, vauvat ja perhe sekä matkailu) ovat hälventäneet tätä riskiä, mutta yhtiöllä on mielestämme edelleen tiettyjä haasteita saada kuluttajat tietoisiksi itsestään tiettyjen uusien kohderyhmien kanssa.

Kokonaisuutena uskomme, että uudet tuoteryhmät sisältävät merkittävää potentiaalia yhtiön kannalta. Nyt tutkituista tuoteryhmistä useilla myyntikatteet liikkuvat arviomme mukaan 25-50 %:n välillä ja uskomme, että Verkkokauppa.comilla on toimintamallinsa puitteissa hyvät edellytykset laajentua näille alueille.

# Strategia 3/4

## Markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa

Verkkokauppa.com on tasaisesti voittanut markkinaosuutta Suomen kodinelektroniikkamarkkinassa ja yhtiön markkinaosuus on noussut vuoden 2008 8 %:sta yli 19 %:iin vuonna 2016. Yhtiön markkinaosuuden voittamisen taustalla on sen edullinen kustannusrakenne ja tästä johtuvat matalat myyntikatteet ja edulliset hinnat. Johtuen markkinan polarisoitumisesta ja alan keskeisistä trendeistä, uskomme, että yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuutensa voittamista myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan tähän markkinaosuuden voittamiseen liittyy vain rajallisia riskejä ja markkinaosuuden kasvun pysähtyminen vaatisi mielestämme yhtiöltä strategisia virheitä (mm. hintojen nostamista, logistiikkaongelmia yms.) tai merkittäviä muutoksia kilpailijakentässä. Pitkällä aikavälillä Verkkokauppa.comilla pitäisi arviomme mukaan olla edellytykset kasvattaa markkinaosuutensa kodinelektroniikassa noin 30 %:iin. Tämä kuitenkin vaatii yhtiön indikoimat kaksi uutta kivijalkamyymälää.

## Apuraha-asiakasrahoitus

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

hoitanut asiakasrahoituksen Klarnan kautta. Omassa asiakasrahoituksessa kumppanina toimii Lindorff.

Asiakasrahoituksen prosessi on täysin automatisoitu ja Verkkokauppa.comin järjestelmä tekee luottopäätökset ilman manuaalista työtä. Verkkokauppa.comin kannalta asiakasrahoituksen potentiaali riippuu yksinkertaistettuna siitä, että kuinka moni asiakas käyttää asiakasrahoitusta, minkälaiset ehdot yhtiö lainoilleen antaa (maksuaika ja korko) sekä luottotappioiden määrästä. Lisäksi Verkkokauppa.comin ja Lindorffin suhde riskin kantamisessa vaikuttaa oleellisesti Apurahan potentiaaliin yhtiön näkökulmasta.

Suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Apurahaan ja näkemyksemme mukaan se tarjoaa yhtiölle selkeää ansaintapotentialia pitkällä aikavälillä. Taseriskit ovat kuitenkin merkittäviä ja nostavat yhtiön riskiprofiilia. Uskomme kuitenkin, että alkuvaiheessa Apuraha tullaan toteuttamaan pitkälti Lindorffin taseella ja näin ollen Verkkokauppa.comin oma riski ja samalla myös tuottopotentialia jäävät hyvin pieniksi. Yhtiön kommentit Apurahan kehityksestä ovat rohkaisevia ja yhtiön mukaan sen ensimmäinen vuosi on ollut onnistunut sekä volyymien, että riskienhallinnan näkökulmasta. Kuluvan vuoden lopussa Verkkokauppa.comin kantama taseriski Apurahaan liittyy on arviomme mukaan noin 6 MEUR ja Lindorff kantaa edelleen valtaosan taseriskistä.

Odotamme Verkkokauppa.comin osuuden Apurahan rahoituksesta kasvavan asteittain ja ensi vuoden osalta odotamme sen nettotuottojen (huomioi luottotappiot) olevan

noin 1,4 MEUR ja luottokannan olevan noin 10 MEUR. Vuoden 2019 lopussa odotamme luottokannan olevan 22 MEUR ja nettotuottojen hieman yli 3 MEUR. Apurahan ennusteemme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme erittele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä. Ennusteemme luottokannan duraatiolle on 12kk ja kulut huomioivalle korolle 20 %. Ennusteemme ovat varsin konservatiiviset ja heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofiilia hankkeeseen liittyen.

# Strategia 4/4

## Hankintayhteistyö

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

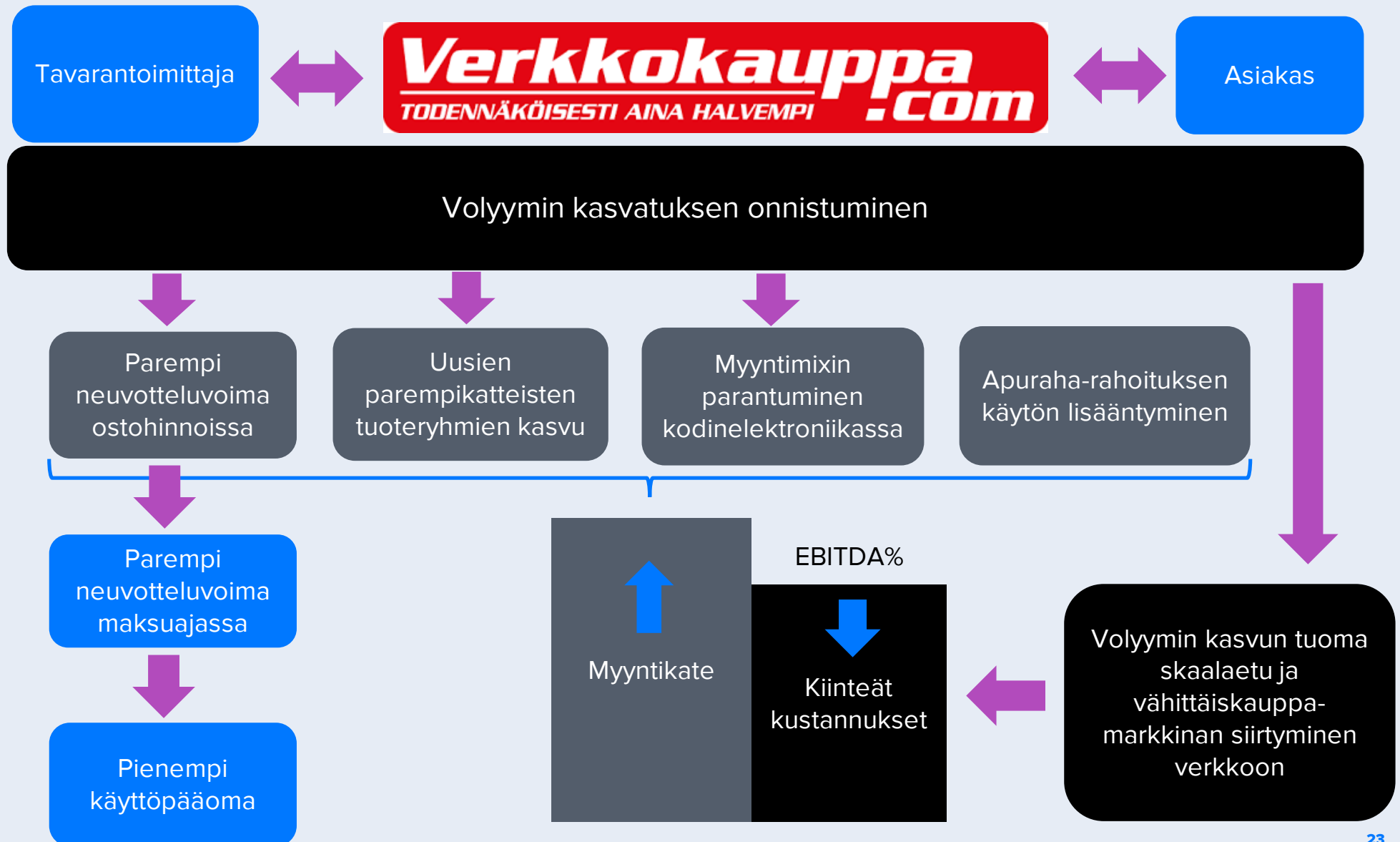
Todennäköisempänä vaihtoehtona pidämme sitä, että Verkkokauppa.com päättyy hankintayhteistyöhön jonkun tai joidenkin pienempien toimijoiden kanssa, minkä kautta yhtiön täysi autonomia ostopäätöksissä säilyisi, mutta yhteistyö tarjoaisi silti yhtiölle isompia muskeleita hankintoja tehtäessä. Tässä tärkeässä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

## C2C-kauppapaikka

Verkkokauppa.com suunnitteli pitkän aikaa omaa kuluttajien välisen kauppapaikan perustamista. Yhtiö on ottanut hankkeessa askeleen taaksepäin ja nyt tarkoituksena on käsityksemme mukaan toteuttaa kauppapaikka yhteistyössä jonkin olemassa olevan toimijan kanssa. Hankkeen strategisena tarkoituksena on arviomme mukaan kasvattaa Verkkokauppa.comin kävijämäärää ja kasvattaa yhtiön asiakasyymmärrystä.

Käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole hankkeessa suoraa ansaintaa esimerkiksi erilaisten ilmoituspalkkioiden tai provisioiden muodossa vaan hyödyt ovat puhtaasti strategisia ja välillisiä. Hankkeen merkitys yhtiön strategian kannalta on mielestämme rajallinen, varsin nyt kun se toteutetaan yhdessä kumppanin kanssa.

# Verkkokauppa.comin strategia yhteenveto 1/2



# Verkkokauppa.comin strategia yhteenveto 2/2





# Taloudelliset tavoitteet

## Taloudelliset tavoitteet

Verkkokauppa.com on määrittänyt itselleen kolme keskipitkän aikavälin taloudellista tavoitetta (päivitetty 20.10.2017). Kokonaisuutena pidämme tavoitteita realistisina ja ne tarjoavat selkeyttävät yhtiön näkymiä.

**Yhtiö pyrkii kasvamaan toimintamarkkinoitaan nopeammin ja tavoittelee keskipitkällä aikavälillä 10-20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua.**

Kasvun suhteen pidämme tavoitetta realistisena ja yhtiön kokoluokan kasvun myötä on selvää, että kasvu jää alle historiallisen (34 %) tason. Kasvuvauhti riippuu arviomme mukaan markkinatilanteesta sekä yhtiön omista strategisista päätöksistä hinnoittelussa. Haarukan ylälaita heijastelee näkemyksemme mukaan tasoa jossa Verkkokauppa.com pystyy pitämään kasvunsa hallinnassa ja kannattavana. Liian ripeä kasvu asettaisi merkittävää painetta mm. yhtiön logistiikalle ja kasvattaisi kasvuun liittyviä riskejä. Ennustamme lähivuosien kasvun olevan haarukan ylälaidassa yhtiön jatkaessa aggressiivista hinnoitteluaan ja uusien myymälöiden tukiessa kasvua. Kasvun pääpaino on edelleen kodinelektronikassa, missä yhtiö voittaa jatkuvasti markkinaosuutta. Uusien tuoteryhmien kasvu ja laajentuminen tuovat loput liikevaihdon kasvusta ja niiden merkitys korostuu jatkuvasti.

**Yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan liiketoimintavolyymin kasvaessa. Keskipitkällä aikavälillä tavoitteena on parantaa käyttökatemarginaali 3-5 %:iin.**

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

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

Odotamme yhtiön jatkavan aggressiivista kasvuaan lähivuosina ja tämä heijastuu kannattavuusennusteisiimme. Odotamme yhtiön kannattavuuden paranevan, mutta jäävän lähivuosina alle 4 %:iin johtuen kasvupanostuksista.

**Yhtiön tavoitteena on jakaa kvartaaleittain kasvavaa osinkoa.**

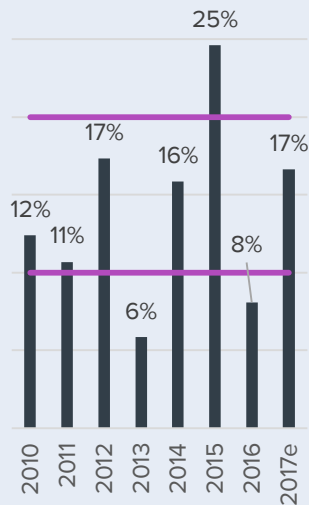
Näkemyksemme mukaan yhtiön pääoman allokoinnissa pääfokus on edelleen liiketoiminnan kehittämisessä. Pidämme tätä strategiaa järkevänä, sillä yhtiöllä on erinomaisia kasvumahdollisuuksia sen nykyisen kustannusrakenteen ja markkinaposition kautta. Kuitenkin käyttöpääoman pysyessä

negatiivisena ja asiakasrahoituksen sitoessa vain rajallisesti pääomaa, ei yhtiö arviomme mukaan toistaiseksi tarvitse tulovirtaansa liiketoiminnan kehittämiseen. Näin ollen yhtiö voisi arviomme mukaan jakaa valtaosan tulovirrastaan osinkoina lähivuosina. Odotamme voitonjakosuhteen olevan 2017 lähes 100 % vaisuhkosta tuloksesta johtuen ja laskevan tästä asteittain tuloskasvun ylittäessä osingon kasvun.

# Taloudelliset tavoitteet yhteenveto

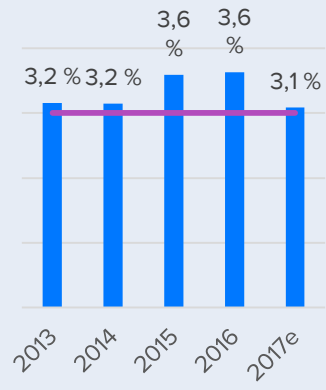
## Kasvu

Liikevaihdon kasvu keskimäärin 10 - 20 % pitkällä aikavälillä



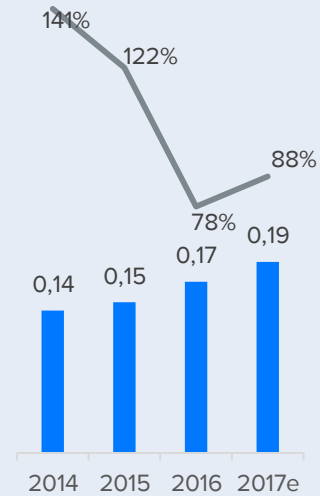
## Kannattavuus

Keskipitkällä aikavälillä yhtiön tavoitteena on 3-5 % käyttökatemarginaali



## Voitonjako

Yhtiön tavoitteena on maksaa kasvavaa osinkoa



# Riskit

## Riskiprofiili varsin rajallinen

Vaikka Verkkokauppa.com onkin sijoittajaprofiililtaan selkeä kasvuyhtiö, on sen operatiivinen riskiprofiili tyypillistä kasvuyhtiötä matalampi. Näkemyksemme mukaan Verkkokauppa.comin operatiiviseen toimintaan liittyvät merkittävimmät riskit ovat:

### Toimitusjohtajan vaihdos.

Näkemyksemme mukaan Samuli Seppälällä on normaalia toimitusjohtajaa merkittävämpi rooli Verkkokauppa.comissa. Seppälä on yhtiön perustaja ja toimitusjohtaja vielä 1.4.2018 asti. Näkemyksemme mukaan yhtiön kulutehokkuuteen tähtäävä ja varsin yrittäjähenkinen kulttuuri kulminoituvat monella tapaa häneen. Tämän ja erinomaisen operatiivisen suorittamisen lisäksi Seppälän henkilökohtainen brändiarvo on ollut yhtiölle myös merkittävä, joka on heijastunut mm. yhtiön Seppälän kautta saaneena medianäkyvyytenä.

Seppälä on pienentänyt vastuitaan asteittain yhtiön kasvaessa ja esimerkiksi ostojohtajan tehtävät hän jätti huhtikuussa 2017. Seppälä on edelleen yhtiön merkittävästi suurin omistaja (omistusosuus 49,9 %) ja uskomme, että hänen panoksensa tulee hallituksen kautta olemaan yhtiölle edelleen merkittävä. Tästä huolimatta pidämme toimitusjohtajan vaihdosta yhtiön kannalta selvänä riskinä johtuen aiemmin mainituista tekijöistä.

### Uusien kilpailijoiden tulo markkinoille.

Kilpailupaineen lisääntyminen on vähittäiskaupassa aina merkittävä riski.

Verkkokaupan yleistymisen myötä kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi ja näin ollen uusien kilpailijoiden alalle tulon kynnyks laskee merkittävästi. Verkkokauppa.comin asemia tässä parantaa yhtiön erittäin alhainen kulurakenne, joka on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen myös globaaleja verkkokauppapohjaisia pelureita vastaan. Pidämme epätodennäköisenä, että Suomen kodinelektronikkamarkkinalle etabloituisi uusia merkittäviä toimijoita lyhyellä aikavälillä johtuen markkinan pienestä koosta, kireästä kilpailutilanteesta ja Suomen markkinan syrjäisestä sijainnista.

Pidemmällä aikavälillä on mielestämme selvää, että myös globaalit jätit (mm. Amazon) tulevat myös Suomeen ja tämä tulee kasvattamaan kaupan alan hintapainetta ja kiihdyttämään kaupan siirtymistä verkkoon. Vaikka Verkkokauppa.com onkin asemoitunut kulurakenteensa puolesta tähän varsin hyvin, ei uuden kilpailun uhkaa tule vähätellä. Paras ase tätä vastaan on nykyisen markkina-aseman merkittävä vahvistaminen ja kulutehokkuuden jatkuva parantaminen.

### Yhtiön brändin kantavuus uusille tuote-alueille.

Arviomme mukaan Verkkokauppa.com brändi on tällä hetkellä edelleen profiloitunut suhteellisen vahvasti kodinelektronikkaan. Mielestämme on edelleen hyvin epäselvää miten täysin eri kohderyhmien (esimerkiksi lastenhoidon) ostajat mieltävät yhtiön brändin uusien tuoteryhmien ostospaikkana. Tähän asti Verkkokauppa.com on pienissä määrin onnistunut laajentamaan tuotetarjontaansa kodinelektronikan ulkopuolella ja brändi on

kantanut näille tuote-alueille hyvin (esim. musiikki-instrumentit ja pelut). Onnistuminen uusilla alueilla lieventääkin pahimpia huolia brändin kestävyteen liittyen, mutta arviomme mukaan yhtiöllä on edelleen tiettyjä haasteita asian kanssa. Kilpailijoita alemmat hinnat pienentävät tätä riskiä pitkällä aikavälillä ja kyse onkin lähinnä kasvun kulmakertoimesta lyhyemmällä aikavälillä.

### Yhtiön oma IT-järjestelmä.

Verkkokauppa.comin koko toiminta nojaa omaan Private IT-järjestelmään. Vaikka oma IT-järjestelmä on yhtiön keskeinen kilpailuetu, on se myös merkittävä riski. Mikäli yhtiö epäonnistuisi IT-järjestelmän kehittämisessä muodostuisi siitä nopeasti yhtiölle kilpailuhaitta kilpailuedun sijaan. Lisäksi erilaiset järjestelmähäiriöt kasvattavat oman IT-järjestelmän riskiä. Ottaen huomioon yhtiön pitkän historian oman IT-järjestelmän kehittämisestä, pidämme tätä riskiä kohtuullisen pienenä.

### Asiakasrahoituksen riskit.

Asiakasrahoituksen myötä Verkkokauppa.comin taseriski kasvaa selvästi. Pahimmassa skenaariossa luottotappioiden kasvu ja epäonnistuminen riskin hinnoittelussa voisi aiheuttaa yhtiölle merkittäviä tappioita. Kuitenkin yhtiö tulee etenemään asiakasrahoituksen suhteen varsin pienellä riskillä ja alkuvaiheissa kumppani Lindorff kantaa arviomme mukaan valtaosan riskistä. Näin ollen emme pidä tätä riskiä realistisena muutaman vuoden tähtäimellä.

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

1 Liikevaihto	Markkinan syklisyys	1	Kodinelektroniikan kysyntä on vakaa
	Laajentuminen uusiin tuoteryhmiin	1	Laajentumiseen liittyy selkeitä riskejä
	Liikevaihdon hajautuminen	1	Liikevaihto tulee pääosin Suomesta ja kodinelektroniikasta
2 Kannattavuus	Myyntikatteen kehitys	2	Myyntikatteen parantuminen ajaa tulosparannusta
	Kustannustaso	2	Toimialan edullisin kulutaso, skaalautuvuus kysymysmerkki
3 Pääoman sitoutuminen	Käyttöpääoma	3	Vahva operatiivinen kassavirta ja lähellä nollaa oleva nettokäyttöpääoma
	Investointitarve	3	Liiketoiminta sitoo hyvin vähän pääomaa ja ei vaadi merkittäviä investointeja

Arvio Verkkokauppa.comin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Taloudellinen tilanne

## Kevyt ja nettovelaton tase

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Tase on nettovelaton ja ainoat merkittävät omaisuuserät liittyvät käyttöpääomaan. Taseen loppusumma oli vuoden 2016 lopussa 100,8 MEUR. Johtuen merkittävistä muutoksista yhtiön käyttöpääomassa vuoden sisällä, tarkastelemme viimeisen tilikauden toteutuneita lukuja, sillä ne tarjoavat mielestämme paremman kuvan yhtiön taseen normalisoidusta tilasta.

Pitkäaikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juurikaan ole ja 2016 lopussa yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkäaikaiset varat olivat yhteensä alle 3 MEUR. Sijoittajien on hyvä huomata, että Verkkokauppa.com ei omista itse myymälöitään ja Jätkäsaaren myymälään sillä on vuoteen 2027 ulottuva vuokrasopimus. Oulun ja Tampereen myymälöiden vuokrasopimukset ulottuvat vuosiin 2021 ja 2022 asti ja yhteensä taseen ulkopuoliset vuokravastuut ovat noin 41 MEUR.

Yksittäisistä tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2016 lopussa 44 MEUR tai 11,9 % liikevaihdosta (2015: 11,3 %). Varastojen määrä on laskenut vuoden 2011 jälkeen selvästi, kun yhtiö muutti uusiin toimitiloihin ja paransi merkittävästi varaston hallintaansa. Viimeisen kolmen vuoden aikana yhtiön varastojen suhteellinen koko on noussut osin vahvan taseen mahdollistamien kassa-alennusten hyödyntämisten myötä sekä kasvaneesta tuotevalikoimasta johtuen. Tulevaisuudessa yhtiöllä on näkemys mukaan hyvät edellytykset kasvattaa varaston kiertonopeutta nykyisestä liiketoiminnan volyymikasvun myötä. Vastaavasti omien

”private label”-tuotteiden kasvu ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin tulevat heikentämään varaston kiertonopeutta. Kokonaisuutena odotamme varaston kiertonopeuden parantuvan lähivuosina hieman. Pitkällä aikavälillä näemme yhtiön kestävän varastotason olevan noin 11 % suhteessa liikevaihtoon.

Saamiset olivat puolestaan noin 12 MEUR tai 3,3 % liikevaihdosta vuoden 2016 lopussa ja ne ovat myös laskeneet viime vuosien aikana. Arviomme mukaan yhtiön saamiset tulevat kasvamaan lähivuosina selvästi, kun se ajaa omaa asiakasrahoitusliiketoimintaa ylös. Ennustamme saamisten määrän suhteessa liikevaihtoon kasvavan noin 5 %:iin vuoteen 2019 mennessä. Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Tarkemmat laskelmat asiakasrahoituksesta löytyy strategia-kappaleesta. Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2016 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 41,7 MEUR.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2016 lopussa 38,6 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä ei ole.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2016 lopussa 61 MEUR tai 16,5 % liikevaihdosta. Nämä erät ovat suurelta osin ostovelkoja ja kokonaisuutena laskemme ne mukaan yhtiön käyttöpääomaan. Uskomme, että operatiivisesti yhtiöllä on ostovelkojen suhteen edelleen kehitettävää, sillä liiketoiminnan kasvava volyyymi ja mahdollinen ostoyhteistyö tarjoavat mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin.

## Negatiivinen käyttöpääoma tärkeä osa liiketoimintamallia

Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2016 lopussa hieman alle 10 MEUR negatiivinen. Negatiivinen käyttöpääoma on liiketoiminnan kannalta kriittistä, sillä sen myötä tavarantoimittajat rahoittavat yhtiön kasvua.

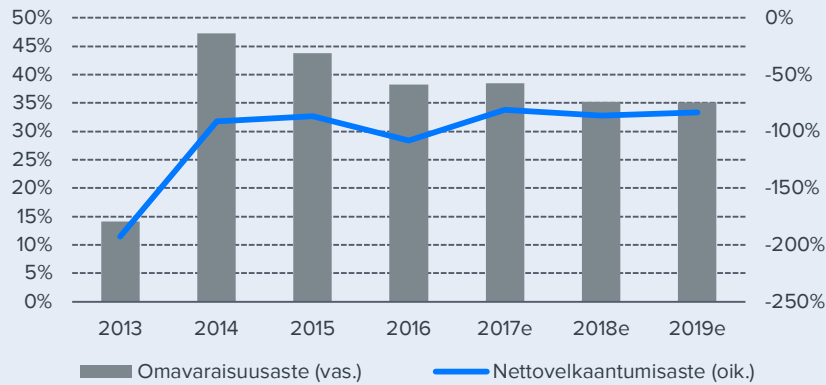
Ennustemme mukaan asiakasrahoituksen kasvu tulee lähivuosina nostamaan nettokäyttöpääoman hieman positiiviseksi. Asiakasrahoitukseen käytettävän pääoman määrä on kuitenkin säädeltävissä ja näin ollen käyttöpääoma ei tule toimimaan yhtiölle kasvun esteenä. Näin ollen käyttöpääoman kehitys ja ennen kaikkea sen pysymisen negatiivisena on sijoittajille erittäin tärkeä ja seuraamisen arvoinen tekijä.

Verkkokauppa.comin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2016 lopussa -108 % ja tase on selvästi ylikapitalisoitunut. Sijoittajien on tärkeä kuitenkin muistaa, että hyvien maksuehtojen saamiseksi ja rahoituspalveluiden riskiprofiilin hallitsemiseksi yhtiön taseessa pitää olla selkeää puskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan esim. voitonjaon kautta lähivuosina ja uskomme, että yhtiö haluaa säilyttää merkittävän taloudellisen liikkumavaran.

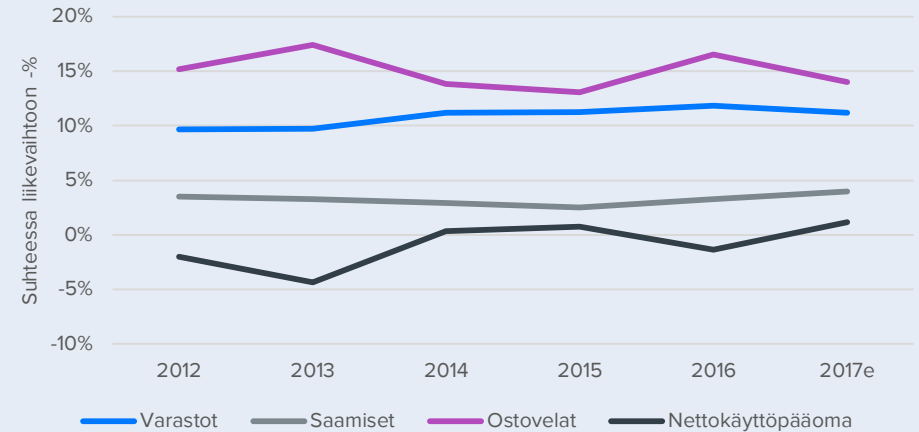
Taseen riskit ovat toistaiseksi varsin maltilliset ja mm. varastoon tai saamiin liittyvät riskit ovat hyvin rajalliset. Rahoituspalveluiden kasvu nostaa yhtiön taseeseen liittyvää riskiprofiilia, mutta nykyisillä ennusteillamme taseen riski pysyy varsin kohtuullisena myös tulevina vuosina.

# Taloudellinen tilanne

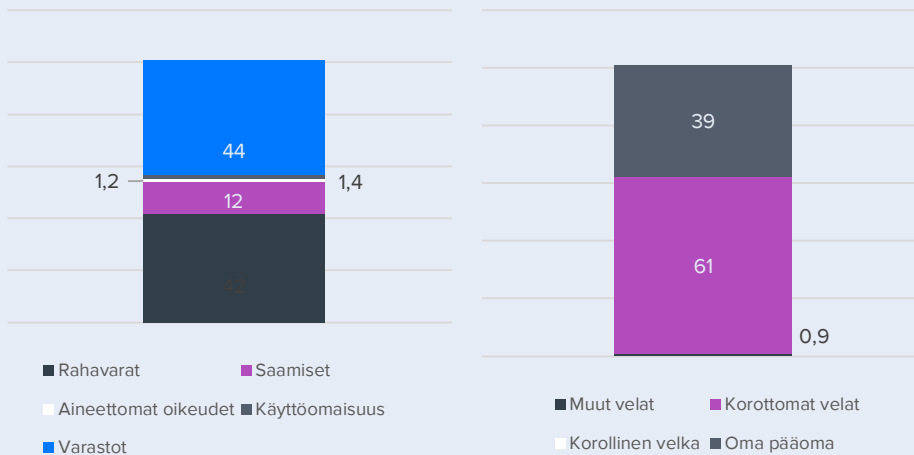
## Taseen tunnuslukujen kehitys



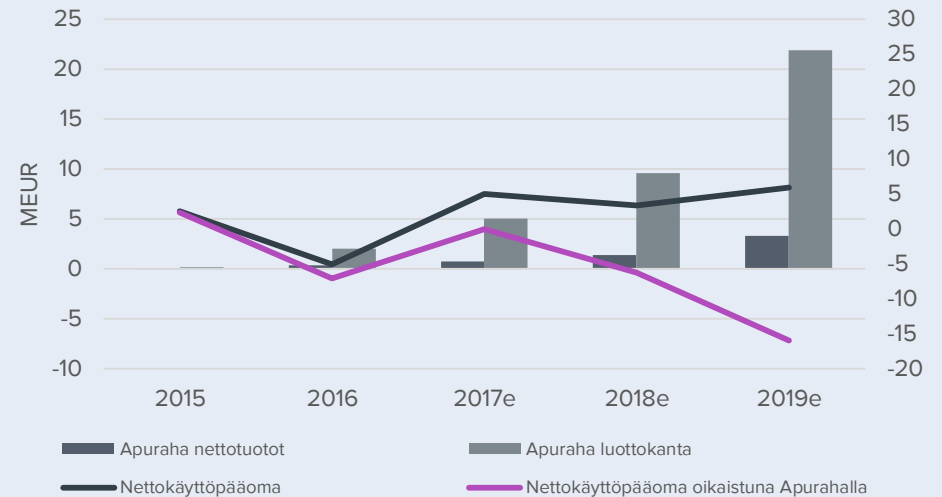
## Käyttöpääoman kehitys



## Taserakenne 2016



## Apurahan vaikutus käyttöpääomaan



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

# Ennusteet 1/2

## Kireä kilpailu painaa

Vuodesta 2017 on muodostumassa Verkkokauppa.comille kaksijakoinen. Yhtiö lähti vuoteen aggressiivisen kasvun strategialla ja tavoitteena oli kasvattaa liikevaihtoa tarvittaessa kannattavuuden kustannuksella. Alkuvuosi sujui erinomaisesti ja liikevaihto kasvoi 22 %:lla. Suomen talouden elpyminen ja kodinelektronikkamarkkinan vahvat kasvunumerot tukivat yhtiön myyntiä ja kireästä hintakilpailusta huolimatta kulurakenne skaalautui alaspäin, jonka seurauksena kannattavuus parani selvästi.

Q3:lla yhtiö joutui kuitenkin antamaan tulosvaroituksen. Näkemyksemme mukaan kodinelektronikkamarkkinan kasvun hyyytymisen yhdessä pääkilpailijoiden (Gigantti ja Power) aggressiivisen kampanjoinnin myötä on hidastanut Verkkokauppa.comin kasvua erityisesti elokuussa, jonka seurauksena yhtiö on joutunut painamaan myös omia hintojaan entisestään ja kasvattamaan markkinointipanostuksia. Yhtiö onnistui Q3:lla ylläpitämään hyvää 14 %:n kasvua, mutta tämä kasvu saavutettiin kannattavuuden kustannuksella ja bruttomarginaali laski 13,2 %:iin (matalin taso sitten 2012). Pidämme strategista valintaa kasvun preferoinnista kannattavuuden yli oikeana valintana ja emme ole huolestuneita bruttomarginaalin väliaikaisesta heikentymisestä.

Odotamme yhtiöltä edelleen hyvää suoritusta joulukaupassa missä talouden yleinen hyvä veto tukee kysyntää. Bruttomarginaali elpyy jonkin verran yhtiön omien ottaessa hieman jalkaa pois

kaasulta. Kokonaisuutena ennustamme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 17 %:lla 433 MEUR:oon. Oikaistu liikevoitto jää hieman edellisvuodesta ollen 12,2 MEUR (2016: 12,8 MEUR) johtuen aggressiivisesta hinnoittelusta.

## Uudet myymälät tukevat kasvua 2018 ja 2019

Ennustamme liikevaihdon kasvun jatkuvan ripeänä myös vuosina 2018 ja 2019. Uskomme yhtiön jatkavan aggressiivista kasvustrategiaansa myös tulevina vuosina, sillä pitkän aikavälin omistaja-arvon kannalta kestävä kasvu on huomattavasti lyhyen aikavälin tulosta arvokkaampaa. Yhtiö avaa Raison myymälän Q1'18 lopussa ja lisäksi odotamme yhtiön avaavan Itä-Helsingin uuden myymälän Q4'19 johtuen pitkästä suunnittelu ja rakennusprosessista. Olemme arvioineet myymälöiden olevan Tampereen myymälän kokoisia. Uusien myymälöiden suora liikevaihtovaikutus vuosien 2018 ja 2019 ennusteisiimme on noin 100 MEUR. Uusien myymälöiden myyntivolyymit tulevat arviomme mukaan nousemaan varsin nopeasti lähellä niiden täyttä potentiaalia ja näin ollen niiden ei pitäisi rasittaa kannattavuutta merkittävästi. Myös niihin liittyvät investoinnit ovat varsin pieniä. Investoinneista pääosa kohdistuu avauksen yhteydessä tehtävään voimakkaaseen markkinointiin ja aggressiiviseen hinnoitteluun sekä henkilöstön koulutukseen yms.

Kokonaisuutena ennustamme liikevaihdon kasvavan vuosina 2018 ja 2019 17 % ja 19 %. Liikevaihdon kasvusta edelleen enemmistö tulee kodinelektronikasta jossa yhtiö jatkaa markkinaosuuksien voittamista markkinan

polarisoituessa. Myös muiden tuoteryhmien osuus nousee asteittain ja tämä on yhtiön tarinan kannalta kriittistä.

Yhtiön myyntikate tulee pysymään paineessa johtuen kireästä hintakilpailusta kodinelektronikassa ja aggressiivisesta hinnoittelusta muissa tuoteryhmissä. Ennustamme myyntikatteen paranevan hieman kuluvan vuoden ennustetusta 14,3 %:n tasosta ja nousevan 15 %:iin vuonna 2019. 15 % on lähellä yhtiön historiallista tasoa ja myyntimixin parantumisesta saatava hyöty valuukin ennusteissamme pitkälti matalampiin hintoihin.

Kiinteät kulut jatkavat pientä skaalautumistaan alaspäin ja tämän myötä myös tuloksen pitäisi kasvaa selvästi. Ennustamme 2019 liikevoittomarginaalin parantuvan 3,3 %:iin. Taso on varsin varovainen ja heijastelee yhtiön vahvaa kasvufokusta.

EPS jatkaa voimakasta kasvuaan johtuen vahvasta liikevaihdon kasvusta ja asteittain parantuvasta kannattavuudesta. Ennustamme EPS:n kasvavan lähivuosina keskimäärin 20 %:n vuosivauhtia.

# Ennusteet 2/2

## Pitkän aikavälin ennusteet

2019 jälkeen Verkkokauppa.comin osuus kodinelektronikkamarkkinasta tulee arviomme mukaan olemaan 25 % ja kolmella suurella toimijalla on hallussaan yli 70 % markkinasta. Valtaosa heikosta kilpailusta on tässä vaiheessa poistunut markkinoilta ja pienistä pelureista jäljellä ovat etenkin pienet ja lokaalit toimijat, joiden kilpailuedun ytimenä ovat muut tekijät kuin hinta (paikallisuus, asiakassuhteet yms.).

Pitkällä aikavälillä Verkkokauppa.com kykenee arviomme mukaan kasvattamaan markkinaosuuttaan 0,5-1,0 %-yksikköä vuodessa. Tämä yhdessä kodinelektronikkamarkkinan normalisoidun kasvun kanssa (1-2 %) tarkoittaa yhtiön kodinelektronikan kasvua noin 4-6 %. Näin ollen yhtiön pitää tukeutua kasvussaan entistä voimakkaammin kodinelektronikan ulkopuolisiin tuoteryhmiin. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytykset yltää tavoittelemaansa yli 10 %:n kasvuun myös jatkossa, kunhan yhtiö onnistuu strategiassaan laajentaa tuotetarjontaansa uusiin tuoteryhmiin. Lähivuosien osalta sijoittajien kannalta on erittäin tärkeä seurata yhtiön laajentumista uusiin tuotealueisiin ja vastaavasti näiden myynnin kehitystä. Ennustamme yhtiön laajentuvan vuosittain yhteen uuteen päätuoteryhmään.

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

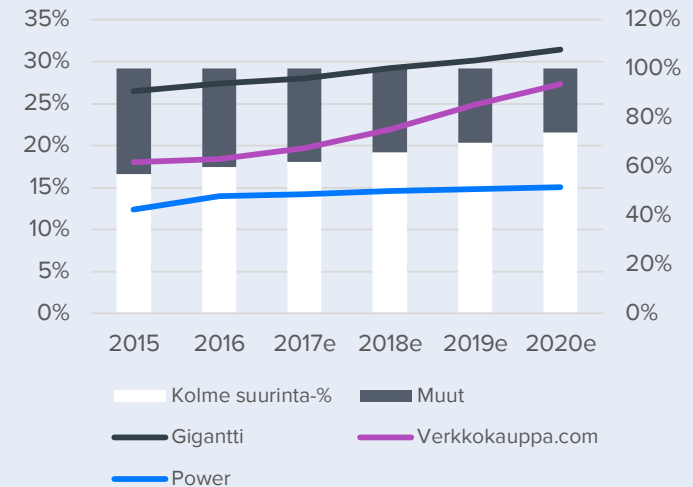
on mielestämme tärkeintä, että se maksimoi markkinaosuutensa meneillään olevassa markkinamurroksessa. Pidemmällä aikavälillä yhtiön kannattavuuden pitäisi kuitenkin alkaa systemaattisesti parantua, sillä liikevaihdon kasvun pitäisi tuoda kevyen kulurakenteen liiketoimintamallin sisältämä tulosvipu väistämättä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

Ennustamme yhtiön 2020 liikevaihdon olevan 690 MEUR (sisältää molemmat uudet myymälät täydellä myyntivolyymilla). Yhtiön tavoittelemalla 3-5 %:n käyttökatemarginaalilla ja EPS olisi vuonna 2020 0,35-0,60 euroa (Inderes: 0,46 euroa). EPS:n keskimääräinen kasvuvauhti 11-27 %.

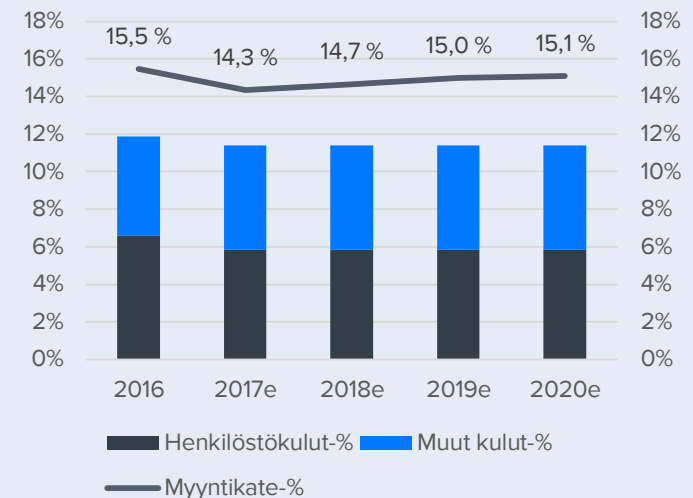
## Osinko kasvaa tulosta hitaammin

Odotamme Verkkokauppa.comin osingon kasvavan tasaisesti hieman yli 10 %:n vuosivauhtia. Kasvuvauhti on tuloskasvua hitaampaa johtuen ennustamastamme lähes 100 %:n voitonjakosuhteesta vuodelle 2017. Odotamme voitonjakosuhteen laskevan asteittain yhtiön preferoidessa liiketoiminnan kehitystä pääoman allokoinnissaan. Vahvasta taseesta johtuen osinkoon liittyvä riski on mielestämme varsin pieni.

## Markkinaosuudet kodinelektronikassa



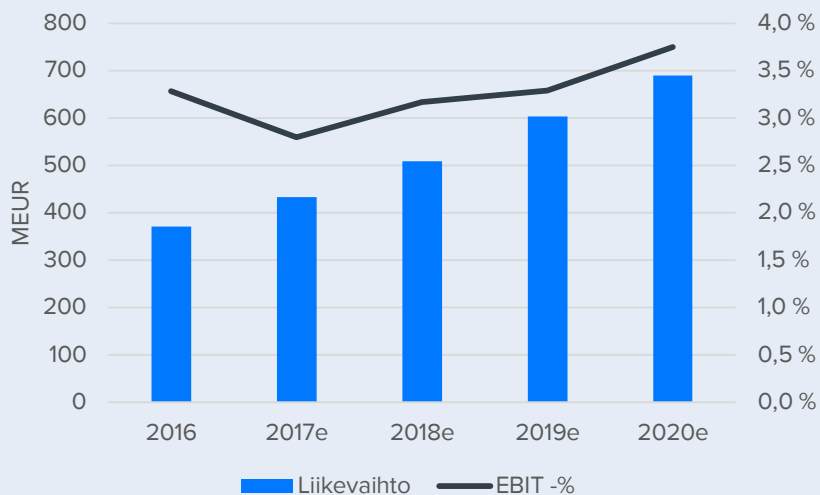
## Kannattavuuden kehitys



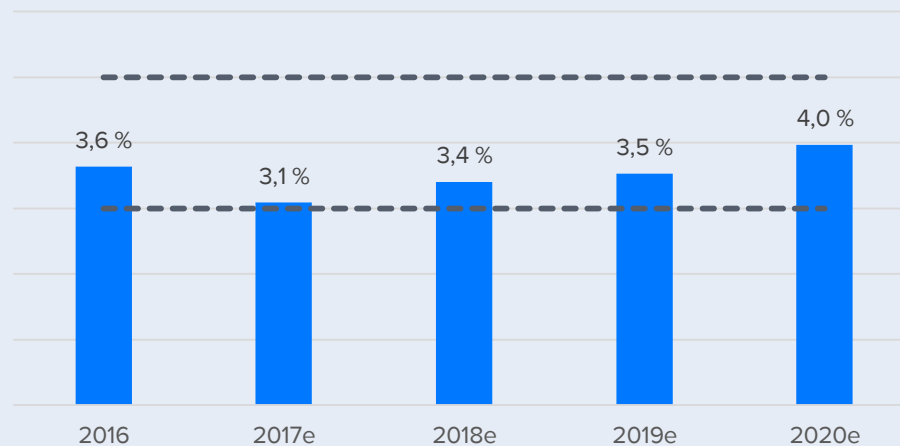


# Ennusteet yhteenveto

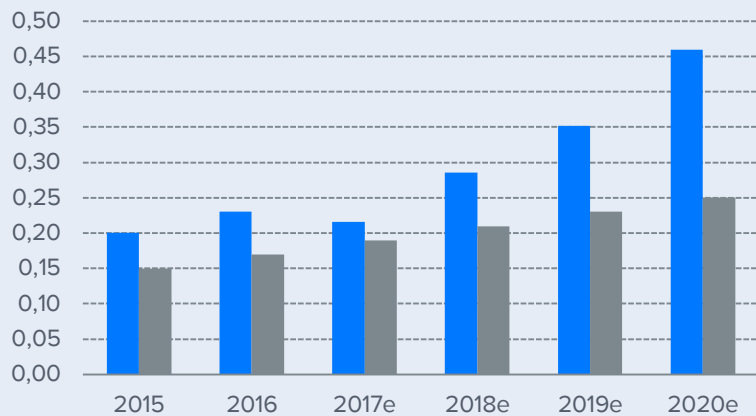
## Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



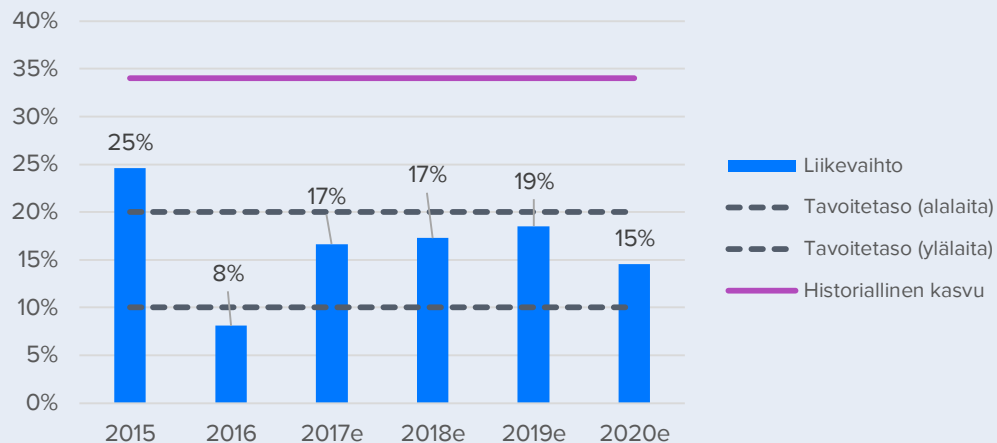
## Käyttökatemarginaali suhteessa yhtiön tavoitteisiin



## EPS ja osinko



## Liikevaihdon kasvuennusteet



# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Verkkokauppa.comin 9,0 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksemme. Pidämme yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä edelleen poikkeuksellisen vahvoina ja erinomaisten kilpailuetujensa ansiosta pidämme yhtiön riskiprofiilia varsin maltillisena kasvuyhtiölle.

Yhtiön arvonmäärityksessä olemme käyttäneet suhteellista ja absoluuttista arvostusta sekä kassavirtalaskelmaamme. Kokonaisuutena Verkkokauppa.comin käypä arvo on poikkeuksellisen hankalasti määriteltävissä johtuen yhtiön voimakkaasta kasvusta ja skaalautuvasta liiketoimintamallista.

Mielestämme yhtiön arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat kasvunäkymät
- Kilpailuetujen pienentämä riskiprofiili
- Skaalautuva liiketoimintamalli
- Vahva track-record

Vastaavasti arvoon negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kassavirtojen painottuminen pitkälle tulevaisuuteen
- Yhtiön suhteellisen pieni koko
- Tuotetarjonnan laajentamisen onnistuminen

Kokonaisuutena 9,0 euron tavoitehintamme heijastelee mielestämme Verkkokauppa.comin käypää arvoa suhteellisen hyvin ja korkeampi arvo vaatisi kasvun realisoitumista tai korkeampia ennusteita. Vaikka lähivuosien tulos pohjaiset kertoimet ovatkin varsin korkeat, on sijoittajien tärkeä ymmärtää, että yhtiö on voimakkaassa kasvuvaiheessa ja painopiste on kasvussa kannattavuuden sijaan. Mielestämme strategia on täysin oikea ja omistaja-arvon kasvattamisen kannalta yhtiön markkinaosuuden maksimointi ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin ovat kannattavuutta tärkeämpää lyhyellä tähtäimellä. Lisäksi yhtiön liiketoimintamalliin sisään rakennettu tulosvipu pitää huolen siitä, että liikevoittomarginaali parantuu asteittain. Korostamme sijoittajille, että Verkkokauppa.comin potentiaalinen realisoituminen vaatii kärsivällisyyttä ja realisoitumista tulee seurata mieluummin vuositasolla yksittäisten kvartaalien sijaan.

Nykyiset arvostuskertoimet ovat mielestämme kokonaisuutena korkeat ja pidemmällä aikavälillä näemme niissä laskuvaraa. Osakkeen nousupotentiaali perustuukin voimakkaan kasvun jatkumiseen ja tuloksen asteittaiseen parantumiseen. Erinomainen tuloskasvu yhdessä pienen, mutta kasvavan osinkotuoton kanssa pitää osakkeen vuotuisen tuotto-odotuksen hieman yli 10 %:ssa, mitä voidaan pitää edelleen houkuttelevana tasona suhteessa yhtiön maltilliseen riskiprofiiliin.

## Lyhyen aikavälin arvostus on korkea

Hinnoitteleme Verkkokauppa.comin osaketta ensisijaisesti tulos- ja volyympohjaisten

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

Kuluvan vuoden kertoimilla Verkkokauppa.com on suhteellisen haastavasti hinnoiteltu. P/E-kerroin on 38x ja vastaava EV/EBITDA 25x. Tulokertoimet ovat haastavia ja näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso on tätä alhaisempi. EV/S-kerroin on kuitenkin vain 0,8x ja suhteessa yhtiön vahvoin kasvunäkymiin se on mielestämme neutraali. Korostamme, että kuluvan vuoden tulos on yhtiön omien kannattavuustavoitteiden alalaidassa ja varsin kaukana yhtiön potentiaalista.

Lähdemme ennusteissamme siitä, että yhtiö fokus on lähivuosina kasvussa kannattavuuden sijaan ja tämän vuoksi tulokertoimet ovat myös lähivuosien osalta korkeat. Yhtiön tuloskasvu on kuitenkin nopeaa ja arvostuskertoimet laskevat nopeasti hyväksyttävälle tasolle kasvun realisoituessa. Näkemyksemme mukaan yhtiön kurssikehitys riippuukin jatkossa lähes täysin kasvun realisoitumisesta.

# Arvonmääritys ja suositus 2/2

## Kasvuun liittyy vain rajallisesti riskiä

Olemme erittäin luottavaisia Verkkokauppa.comin lähivuosien liikevaihdon kasvuennusteidemme suhteen johtuen yhtiön erinomaisista kilpailueduista ja hyvästä strategiasta. Markkinaosuuden voittaminen kodinelektronikassa toimii tärkeimpänä kasvuajurina vuosikymmenen loppuun saakka ja näin ollen lyhyen aikavälin ennusteperiodilla riskit ovat rajalliset. Pidemmällä aikavälillä kasvun riskiprofiili nousee, kun yhtiön kasvusta yhä suurempi osa tulee kodinelektronikan ulkopuolelta. Vuoden 2021 ennusteissa kodinelektronikan ulkopuolisten tuoteryhmien osuus kasvusta on jo lähes puolet.

Suurin epävarmuus liittyy mielestämme yhtiön onnistumiseen uusissa kodinelektronikan ulkopuolisissa tuoteryhmissä. Uusien tuoteryhmien merkitys yhtiön tarinan kannalta kasvaa jatkuvasti ja ilman niiden kontribuution selkeää kasvua, ei osakkeessa ole enää nykytasolta nousuvaraa. Uusien tuoteryhmien kehityksen eteneminen onkin keskeisiä seuraamiamme ajureita yhtiössä tulevina vuosina.

## Osake oikeutetusti preemiolla suhteessa verrokkeihin

Olemme sisällyttäneet Verkkokauppa.comin päivitettyyn verrokkiryhmään pääosin ulkomaisia kodinelektronikka myyviä toimijoita. Lisäksi verrokkiryhmä sisältää Helsingin pörssin kaupanalan yhtiöt Keskon, Tokmannin ja Stockmannin.

Suhteessa vertailuryhmään Verkkokauppa.com on hinnoiteltu EV/EBIT- ja P/E-lukujen osalta selvällä preemiolla. EV/S-luku on puolestaan

hieman verrokkiryhmän keskiarvon yläpuolella. Tulospohjaisille kertoimille annamme hyvin rajallisesti painoa Verkkokauppa.comin preferoidessa kasvua lähivuosina kannattavuuden sijaan. EV/S-kertoimella mitattuna lievä preemio suhteessa verrokkeihin on mielestämme perusteltu johtuen verrokkiryhmän suuremmasta painosta kivijalassa ja hitaammasta kasvuvauhdista.

Vertailuryhmän yhtiöissä on hyvä huomioida, että vertailuryhmän sisällä liiketoimintomalleissa on merkittäviä eroja. Osa toimijoista toimii etupäässä verkossa (Amazon, AO World, Qliro group, JD.com, Groupe LDLC ja Verkkokauppa.com) ja näiden yhtiöiden kertoimet ovat perustellusti selvästi muita korkeammat. Niiden liiketoimintaa eivät rasita korkeat kiinteät kulut, mikä tekee toiminnasta ketterämpää ja skaalautuvampaa. Amazonin kertoimet ovat vielä tässä seurassa omassa luokassaan. Markkinat ovat valmiita hyväksymään sille erittäin korkeat kertoimet kokonsa puolesta ja sen toimiessa globaalilla perspektiivillä.

Lopuilla verrokkiryhmän yhtiöillä (Dixons Carphone, Ceconomy, Unieuro, Bestbuy ja muut suomalaiset toimijat) kivijalka on ollut ensin merkittävässä roolista ja verkkokauppa on perustettu vasta myöhemmin sen rinnalle tukemaan myyntiä. Näidenkin toimijoiden välillä on selviä eroja siinä, miten verkkokaupan myynti suhteessa kivijalkaan on alkanut kehittyä.

Vertailuryhmän osalta haluamme korostaa sijoittajille, että verkkokaupan ympärille strategiaansa rakentavat toimijat tulee hinnoitella selvästi korkeammilla kertoimilla kuin kaupan alan perinteiset toimijat. Suhteessa

joihinkin verrokkiryhmän toimijoihin Verkkokauppa.com heikkoutena voidaan pitää mm. maariskiä, pientä kokoa ja tuoteryhmäriippuvuutta. Näillä riskeillä on lievä hyväksyttävien kertoimien alentava vaikutus.

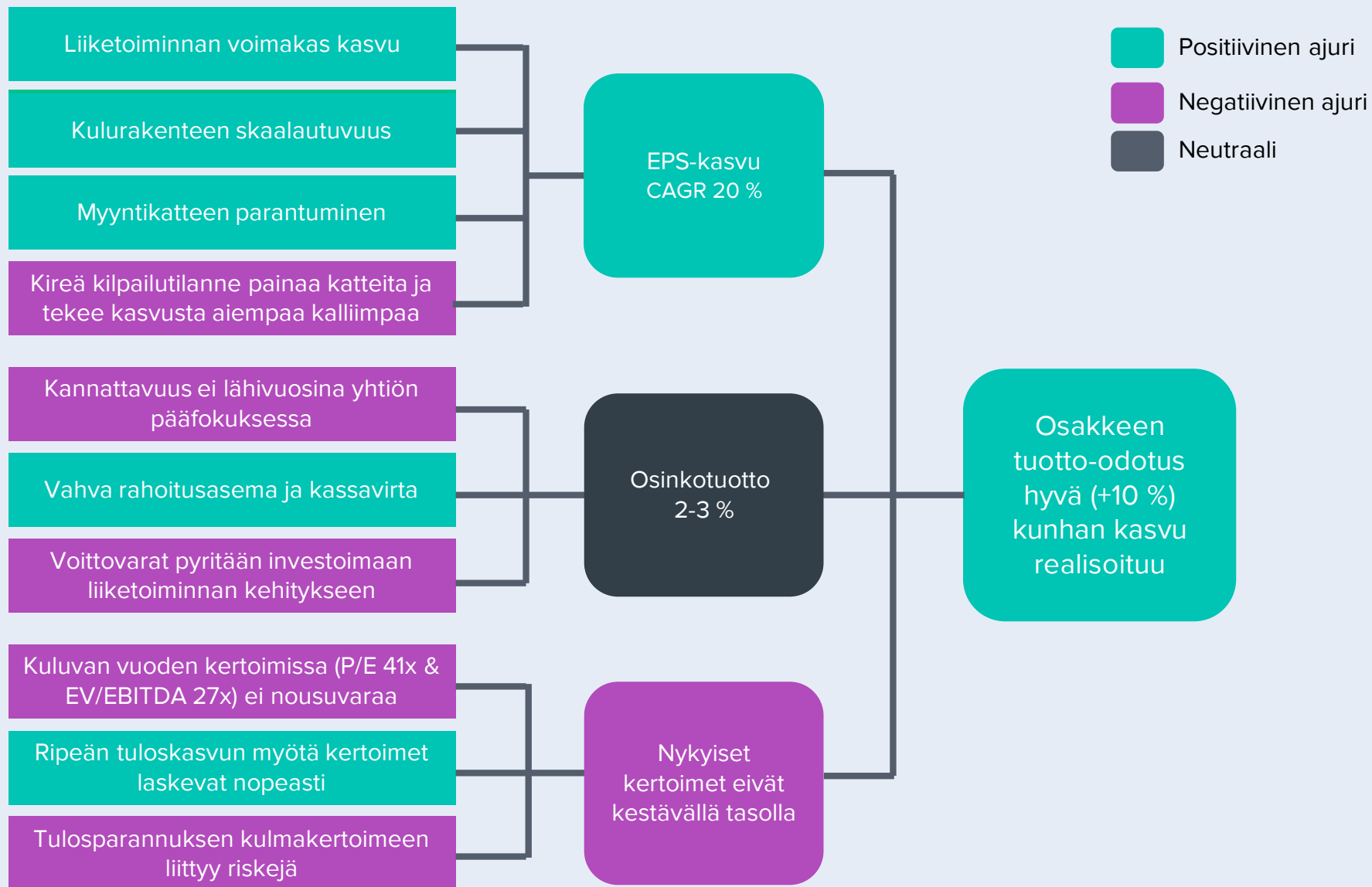
Verkkokauppa.comin tulospohjainen EV/EBIT preemio suhteessa verrokkeihin on ensi vuoden kertoimilla mediaaniin verrattuna noin 40 % korkeampi ja kuluvan vuoden kertoimilla osake on hinnoiteltu 80 % preemiolla. Tulospohjaisilla kertoimilla suhteessa verrokkeihin on siten potentiaalia tasaantua nopeastikin, jos Verkkokauppa.comin tulos kehittyä ennusteemme mukaisesti suotuisasti. Verrokkitalulukko löytyy sivulta 37.

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 9,74 euroa ja se tukee arviotamme yhtiön potentiaalista. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliarvokseen 3,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali on 3,8 %:in liikevaihdosta, eli yhtiön kannattavuushaarukan keskikohdassa. Mallissa terminaaliarvon painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea, 68 % johtuen voimakkaasta kasvusta lähivuosina.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,2 % ja oman pääoman kustannus on myös terminaaliarvokseen oletetusta velattomuudesta johtuen 8,2 %. 8,2 %:n taso on kasvuyhtiölle suhteellisen matala ja se heijastelee yhtiön rajallista riskitasoa. Pidemmällä aikavälillä yhtiön toiminnan kasvaessa ja kasvun asteittain hidastuessa näemme pääoman kustannuksessa edelleen laskuvaraa.

# Verkkokauppa.comin arvoajurit 2017-2020e



# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	5,08	7,20	6,85	8,11	8,11	8,11
Markkina-arvo	229	324	309	365	365	365
Yritysarvo (EV)	196	294	267	328	328	325
P/E (oik.)	50,7	36,0	29,8	37,5	28,4	23,1
P/E	50,7	58,7	31,6	37,5	28,4	23,1
P/Kassavirta	-50,0	69,4	17,4	101,4	42,6	31,0
P/B	6,3	9,1	8,0	9,0	8,1	7,1
P/S	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,71	0,85	0,72	0,76	0,64	0,54
EV/EBITDA	22,5	33,2	19,8	24,5	19,0	15,3
EV/EBIT	26,1	38,3	17,0	25,8	20,4	16,4
Osinko/tulos (%)	141,2 %	122,4 %	78,4 %	87,9 %	73,5 %	65,4 %
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,1 %	2,5 %	2,3 %	2,6 %	2,8 %
Lähde: Inderes						

# Vertailuryhmäarvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Stockmann	5,87	426	1218		20,4	12,9	9,7	1,1	1,0		21,5	0,2	1,8	0,5
Kesko	45,57	4526	4804	14,1	12,8	9,5	9,0	0,4	0,4	20,1	17,4	4,8	5,2	2,2
Groupe LDLC	24,12	153	188	16,0	15,0	11,9	10,5	0,5	0,5	18,1	17,7	2,3	1,9	2,8
Tokmanni	7,62	450	619	13,6	10,1	10,0	7,8	0,7	0,6	15,2	11,6	5,2	6,5	2,7
AO World	110,00	586	569		2605,4			0,7	0,7					11,0
Qliro Group	19,50	304	300	50,6	18,7	29,8	14,7	0,6	0,6	107,6	30,8			2,7
JD.com	39,67	48040	46678	87,8	40,9	50,3	27,4	1,0	0,9	85,4	45,2			7,9
Dixons carphone	180,00	2384	2758	8,3	6,9	6,3	4,9	0,4	0,3	5,9	7,1	5,8	5,5	0,7
Amazon	1006,34	409857	398185	157,8	70,9	27,3	18,5	2,9	2,1	268,3	125,5			21,7
Bestbuy	54,91	13928	12117	7,1	8,1	5,2	6,1	0,3	0,4	16,6	13,4	2,8	2,5	3,9
Unieuro	14,89	298	344		6,8		5,3		0,2		6,7		5,4	
CECONOMY	10,67	3493	3034	8,1	6,8	5,0	4,3	0,2	0,2	21,6	16,8	2,5	3,1	5,1
<b>Verkkokauppa.com (Inderes)</b>	<b>8,11</b>	<b>365</b>	<b>328</b>	<b>25,8</b>	<b>20,4</b>	<b>24,5</b>	<b>19,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>37,5</b>	<b>28,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>9,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>40,4</b>	<b>235,2</b>	<b>16,8</b>	<b>10,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>62,1</b>	<b>28,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,1</b>	<b>13,9</b>	<b>10,9</b>	<b>9,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>20,1</b>	<b>17,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>83 %</b>	<b>46 %</b>	<b>124 %</b>	<b>112 %</b>	<b>21 %</b>	<b>23 %</b>	<b>87 %</b>	<b>63 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>226 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>343,7</b>	<b>83,5</b>	<b>80,1</b>	<b>92,6</b>	<b>115,3</b>	<b>371,5</b>	<b>100,1</b>	<b>99,0</b>	<b>105,4</b>	<b>128,8</b>	<b>433,4</b>	<b>508,3</b>	<b>602,4</b>
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>343,7</i>	<i>83,5</i>	<i>80,1</i>	<i>92,6</i>	<i>115,3</i>	<i>371,5</i>	<i>100,1</i>	<i>99,0</i>	<i>105,4</i>	<i>128,8</i>	<i>433,4</i>	<i>508,3</i>	<i>602,4</i>
<b>Käyttökate</b>	<b>8,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>13,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>5,2</b>	<b>13,3</b>	<b>17,3</b>	<b>21,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,2	-1,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>11,2</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>12,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,9</b>	<b>12,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>12,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,9</b>	<b>12,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,8</b>
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>7,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,0</i>	<i>3,9</i>	<i>5,5</i>	<i>12,2</i>	<i>3,1</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>4,9</i>	<i>12,1</i>	<i>16,1</i>	<i>19,8</i>
Nettorahoituskulut	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>12,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>4,9</b>	<b>12,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,8</b>
Verot	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8	-1,1	-2,4	-0,6	-0,5	-0,4	-1,0	-2,4	-3,2	-4,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>5,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>9,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>9,7</b>	<b>12,9</b>	<b>15,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,20</b>	<b>0,05</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,23</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,21</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,22</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,21</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>
<b>Osinko</b>	<b>0,15</b>					<b>0,17</b>					<b>0,19</b>	<b>0,21</b>	<b>0,23</b>

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	24,6 %	14,6 %	0,1 %	11,3 %	7,2 %	8,1 %	19,9 %	23,7 %	13,8 %	11,7 %	16,7 %	17,3 %	18,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	48,9 %	21,8 %	-37,7 %	43,2 %	12,8 %	14,5 %	29,2 %	133,7 %	-54,8 %	-10,6 %	-5,3 %	32,7 %	23,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	2,6 %	2,5 %	1,6 %	4,6 %	5,1 %	3,6 %	3,4 %	2,7 %	2,0 %	4,1 %	3,1 %	3,4 %	3,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,3 %	2,9 %	1,2 %	4,2 %	4,8 %	3,4 %	3,1 %	2,4 %	1,7 %	3,8 %	2,8 %	3,2 %	3,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	1,6 %	1,7 %	1,0 %	3,4 %	3,8 %	2,6 %	2,5 %	1,9 %	1,3 %	3,1 %	2,2 %	2,5 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	1	1	1	2
Käyttöomaisuus	2	2	1	1	2
Sijoitukset osakkuusryhtisiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>74</b>	<b>78</b>	<b>98</b>	<b>108</b>	<b>121</b>
Varastot	31	39	44	52	58
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	8	9	12	18	25
Likvidit varat	35	31	42	38	38
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>111</b>	<b>125</b>

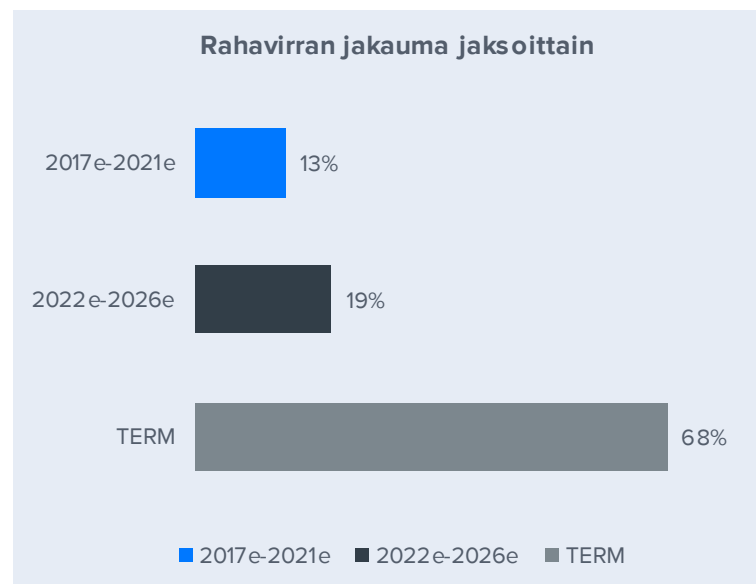
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>45</b>
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	11	10	13	15	19
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	25	25	25	25	25
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	1	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	1	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>61</b>	<b>69</b>	<b>79</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	38	45	61	69	79
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>111</b>	<b>125</b>



# Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>12,2</b>	<b>12,1</b>	<b>16,1</b>	<b>19,8</b>	<b>25,9</b>	<b>34,9</b>	<b>36,4</b>	<b>37,2</b>	<b>37,2</b>	<b>36,7</b>	<b>37,8</b>	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-2,4	-2,4	-3,2	-4,0	-5,2	-7,0	-7,3	-7,4	-7,4	-7,3	-7,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	7,6	-5,9	-3,9	-3,9	-3,3	-3,5	-3,9	-1,3	-1,0	-0,9	-0,7	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>18,6</b>	<b>5,1</b>	<b>10,2</b>	<b>13,4</b>	<b>18,9</b>	<b>26,0</b>	<b>26,9</b>	<b>30,1</b>	<b>30,5</b>	<b>30,4</b>	<b>31,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>17,7</b>	<b>3,6</b>	<b>8,6</b>	<b>11,8</b>	<b>17,2</b>	<b>24,2</b>	<b>25,0</b>	<b>28,1</b>	<b>28,5</b>	<b>28,4</b>	<b>28,7</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	17,7	3,6	8,6	11,8	17,2	24,2	25,0	28,1	28,5	28,4	28,7	566,3
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	7,8	9,9	13,4	17,4	16,6	17,3	16,2	14,9	13,9	273,9
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>404,8</b>	<b>401,2</b>	<b>393,4</b>	<b>383,5</b>	<b>370,1</b>	<b>352,7</b>	<b>336,1</b>	<b>318,9</b>	<b>302,7</b>	<b>287,8</b>	<b>273,9</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>404,8</b>										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		41,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-7,7										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>438,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,74</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää, josta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

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

## Suosituksihistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.2.2016	Osta	8,00 €	6,86 €
22.4.2016	Lisää	8,00 €	7,48 €
5.8.2016	Lisää	7,50 €	6,60 €
21.10.2016	Lisää	7,80 €	7,16 €
24.11.2016	Osta	8,00 €	6,95 €
13.2.2017	Osta	8,00 €	6,88 €
2.5.2017	Lisää	9,00 €	8,32 €
17.7.2017	Lisää	10,00 €	9,40 €
14.9.2017	Vähennä	9,00 €	8,80 €
23.10.2017	Lisää	9,00 €	7,93 €
30.10.2017	Lisää	9,00 €	8,10 €

# Inderes Oy



**2015**

#1 Ennustetarkkuus



**2014, 2016**

#1 Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

#1 Ennustetarkkuus



**2012, 2016**

#1 Suositustarkkuus



**2012, 2016**

#2 Suositustarkkuus

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

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Palkittua  
analyysiä.**