

Stockmann

Laaja raportti

18.12.2023 19:34



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Rakennemuutos ensi vuoden pääasia

Näemme osakkeessa edelleen potentiaalia ensi vuonna todennäköisesti etenevän rakennejärjestelyn tukemana. Nostimme hieman ennusteita tässä raportissa, lähinnä vahvistuneen Ruotsin kruunun myötä. Toistamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 3,1 euroon (aik. 2,8e).

Lindex on konsernin tuloksentekijä - yli 80 % myynnistä tulee muodista

Stockmann on vähittäiskauppayritys johon kuuluu kaksi ketjua: Stockmann brändillä toimivat tavaratalot Suomessa ja Baltiassa sekä Lindex vaateketju, jonka päämarkkinat ovat Ruotsi ja Norja, mutta toimintaa on 18 maassa. Konserni on kokonaisuudessaan vahvasti muotiyhtiö, sillä muoti tuo yli 80 % liikevaihdosta. Lindex on tehnyt jo vuosia koko konsernin tuloksen, tavaratalojen ollessa tappiollisia. Maantieteellisesti Lindexin vahvimmat markkinat Ruotsi ja Norja tuovat yli puolet konsernin myynnistä ja toisen puolikkaan luovat tavaratalojen päämarkkina Suomi, sekä Baltia ja muut maat (muissa maissa vain Lindexin toimintaa). Yhtiö [kertoi syyskuussa](#) harkitsevansa Stockmann-divisioonan strategisia vaihtoehtoja ja nimen muutosta Lindex Groupiksi.

Tavarataloista luopuminen oletettavasti edessä, mikä on positiivista osakkeenomistajan kannalta

Vaikka yhtiö ei suoraan sanonut pyrkivänsä tavaratalotoiminnoista luopumiseen, uskomme sen olevan tähtäimessä ja se olisi mielestämme myös arvoa luovin ratkaisu. Vaikka tämä ei lyhyellä aikavälillä onnistuisi, yhtiö on selvästi valitsemassa nyt painopisteensä tulevaisuutta varten. Pidämme tätä hyvänä osakkeenomistajille, sillä mielestämme tavaratalojen negatiivinen tulos/arvo painaa edelleen yhtiön arvostusta. Yhtiön yrityssaneerausprosessi on edelleen käynnissä johtuen entisten vuokranantajien kanssa käytävistä riidanalaisiin velkoihin liittyvistä oikeusjutuista. Uskomme yhtiön pääsevän jonkinlaisiin sopuratkaisuihin ja päättävän saneerauksen ensi vuoden aikana, joskin oikeusjutut voivat venyä pidemmiksikin.

Ennustamme Lindexin tuloksen laskevan huipputasoilta, mutta säilyvän historiaan nähden hyvänä

Lindex tekee ennusteemme mukaan tänä vuonna kaikkien aikojen parhaan tuloksen, oikaistun liikevoiton ollessa 94 MEUR. Tämä tarkoittaa lähes 15 % marginaalia, joka on Lindexin tavoite pitkällä aikavälillä. Uskomme tuloksen laskevan noin 80 MEUR:n tasolle 2024-26, joka on edelleen merkittävästi historiallista keskiarvoa (noin 55 MEUR) korkeampi taso ja verrokkeihinkin nähden marginaalimielessä (~12 %) hyvä taso. Stockmann divisioonan oletamme pääsevän liikevoitossa noin nollassa 2025, mutta on syytä huomioida se, että iso osa tavaratalojen vuokratuloista näkyy vasta rahoituskuluissa, joten nolla liikevoitollakin Stockmann-divisioona on selvästi kassavirtanegatiivinen.

Rakennemuutoksen potentiaali tarjoaa kohtuullisen hyvän tuotto-odotuksen

Stockmannin kerrottua strategisesta arvioinnista tavarataloliiketoiminnalle, näemme osien summa-mallin parhaimpana arvostusmetodin. Arvioimme yhtiön arvon ilman tavarataloja olevan noin 4,0 euroa per osake. Tässä tulee tosin huomioida tavaratalojen mahdollisten rakennemuutosten toteutumistapaan ja aikatauluun liittyvä epävarmuus. Kokonaisuutena tuotto-odotus on mielestämme hyvä, ottaen huomioon todennäköisesti ensi vuonna etenevä rakennemuutos. Nykyrakenteella, vuokratuloilla ja kassalla oikaistuna arvioimme Stockmannin 2023-24 P/E luvun olevan 10-12x ja EV/EBIT:n 7-9x, jotka ovat mielestämme neutraaleja kertoimia. Pidemmällä aikavälillä emme odota merkittävää tuloskasvua ja pääoman tuotto jää ennusteillamme tuottovaatimuksemme alle, joka korostaa rakennejärjestelyjen tarvetta ja niiden roolia tuotto-odotuksessa.

Suositus

Lisää

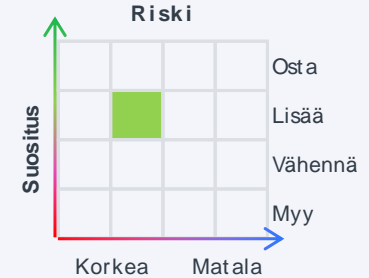
(aik. Lisää)

3,10 EUR

(aik. 2,80 EUR)

Osakekurssi:

2,72



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	982	952	975	992
kasvu-%	9 %	-3 %	2 %	2 %
EBIT oik.	80	82	72	75
EBIT-% oik.	8,1 %	8,6 %	7,4 %	7,6 %
Nettotulos	102	62	33	36
EPS (oik.)	0,32	0,22	0,20	0,22

P/E (oik.)	6,3	12,5	13,4	12,3
P/B	1,0	1,1	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	9,7	11,4	12,7	11,8
EV/EBITDA	3,0	5,2	5,2	4,7
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	0,9	0,9

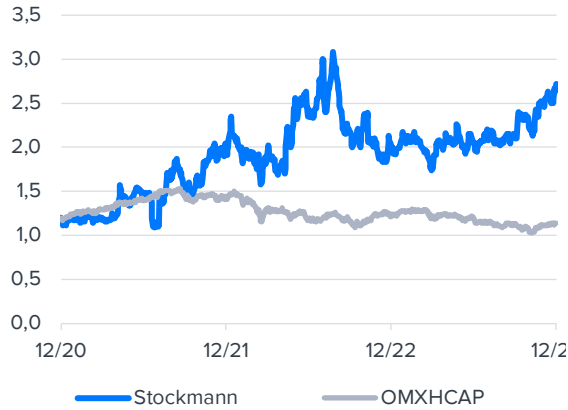
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

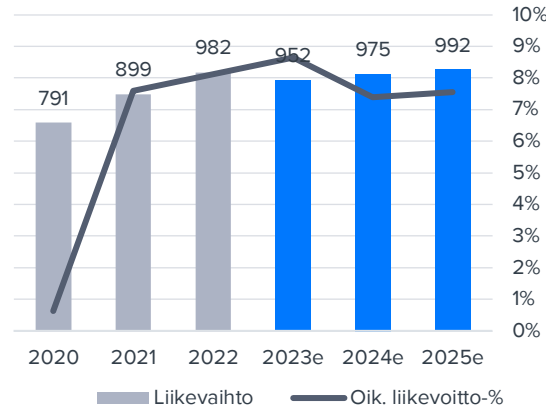
Vuonna 2023 Stockmann arvioi konsernin liikevaihdon olevan 940–970 MEUR ja konsernin oikaistun liiketuloksen 75–90 MEUR, valuuttakurssien vaihtelu vaikuttaa toteutumaan.

Osakekurssi



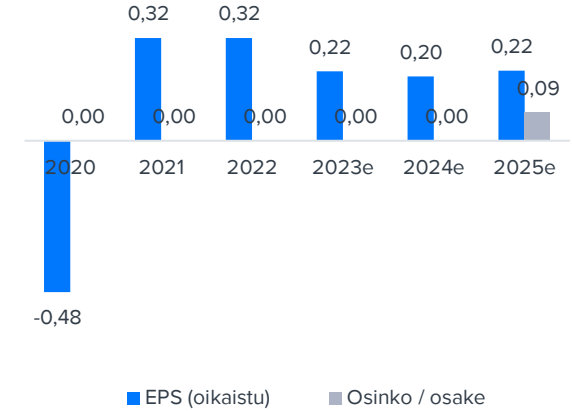
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Lindexin kassavirta ja arvonluonti
- Stockmann-divisioonan divestointi tai sen kannattavuuden asteittainen paraneminen
- Yrityssaneerauksen loppuminen, joka mahdollistaa mm. osingonjaon ja helpottaa rakennejärjestelyjä



Riskitekijät

- Tavaratalot tuhoavat arvoa, emmekä näe tähän operatiivisesti muutosta lähivuosina
- Yrityssaneerauksen aikana ja sen jälkeenkin Stockmannin mahdollisuudet saada rahoitusta voivat olla rajalliset
- Lindexin tulos, kuten muotiala ylipäänsä, on ollut ailahteleva

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,72	2,72	2,72
Osakemäärä, milj. kpl	159,8	163,7	163,7
Markkina-arvo	445	445	445
Yritysarvo (EV)	935	913	883
P/E (oik.)	12,5	13,4	12,3
P/E	7,0	13,4	12,3
P/B	1,1	1,0	1,0
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	5,2	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)	11,4	12,7	11,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5 - 16
Sijoitusprofiili	s. 17 - 18
Toimiala ja kilpailijat	s. 19 - 22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 23 - 26
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 27 - 29
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 30 - 39
Taulukot	s. 40 - 45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 46 - 47

Stockmann lyhyesti

Stockmann on vähittäiskauppayritys, johon kuuluu kaksi ketjua: Stockmann-brändillä toimivat tavaratalot Suomessa ja Baltiassa sekä Lindex-vaateketju, jonka päämarkkinat ovat Ruotsi ja Norja, mutta kauppoja on 18 maassa.

1862

Stockmannin perustamisvuosi

2/2021

Yrityssaneeraus-ohjelma hyväksytään

950 MEUR

Liikevaihto 2023e

82 MEUR (8,6 % lv:sta)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2023e

67 %

Lindexin osuus konsernin liikevaihdosta 2022

17 %

Verkkokaupan osuus liikevaihdosta 2022

6527

Henkilöstö Q223 lopussa

1862 – 1988

- Stockmann kasvaa Suomessa laajentaen tavarataloverkostoaan
- Stockmann laajentaa liiketoimintaansa ostemalla Akateemisen kirjakaupan, päivittäistavara-kauppa Seston, postimyyntiyri-tyksen Hobby Hallin, vaateketju Seppälän sekä ryhtymällä autokauppaan

1989 - 2011

- Kansainvälinen laajentuminen: tavarataloja avataan Baltiaan ja Venäjälle
- Lindex-vaateketjun osto vuonna 2007
- Autokaupasta ja Sestosta luopuminen

2012 -

- Akateeminen kirjakauppa, Seppälä, Hobby Hall, Tavaratalojen ruokaosastot Suomessa (Herkku) ja Venäjän tavaratalot sekä kauppakeskuskiinteistö myydään
- Oulun tavaratalo suljetaan
- Stockmann hakeutuu koronan alkuvaiheessa yrityssaneeraukseen, jonka yhteydessä loput kiinteistöt myydään vuosina 2021-22

Stockmannin liikevaihto (MEUR) ja kannattavuuskehitys



Lähde: Stockmann

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/11

Stockmann on jakautunut kahteen eri divisioonaan, muuttumassa Lindexiksi

Stockmann –konsernin historia on Stockmann-brändin tavarataloissa. Yhtiöllä on vuosien saatossa ollut monenlaista vähittäiskaupan liiketoimintaa ja myös merkittäviä kiinteistöomistuksia, mutta nykyisin Stockmann-yhtiönä jakaantuu kahteen eri vähittäiskaupan ketjuun. Nämä ovat Stockmann –tavaratalot Suomessa ja Baltiassa sekä vaateketju Lindex, joka toimii kansainvälisesti, joskin Pohjoismaat on sen selkeä päämarkkina. Stockmann raportoi näiden kahden ketjun taloudelliset luvut omina divisiooninaan. Yhtiö harkitsee nimen muutosta Lindex Groupiksi ja käynnisti syksyllä strategisen arvioinnin Stockmann-divisioonan asemasta. Käsittelemme konsernin historiaa ja käynnissä olevaa yrityssaneerausta ja mahdollisia rakennemuutoksia tarkemmin myöhemmin raportissa.

Koska tavaratalot ja Lindex poikkeavat maantieteelliseltä peitoltaan, kannattavuusprofiililtaan, myymälämäärältään, tuoteportfolioltaan ja kasvupotentiaaliltaan selvästi toisistaan, konsernin yhteiset luvut eivät ole mielestämme kovin havainnollistavia. Tämä vuoksi käsittelemme kahta liiketoimintaa pääosin erikseen tässä raportissa.

Konserni on kuitenkin kokonaisuudessaan vahvasti muotiyhtiö, sillä muoti tuo yli 80 % liikevaihdosta. Maantieteellisesti Lindexin vahvimmat markkinat Ruotsi ja Norja tuovat yli puolet myynnistä ja toisen puolen luovat

tavaratalojen päämarkkina Suomi, sekä Baltia ja muut maat (muissa maissa vain Lindexin toimintaa).

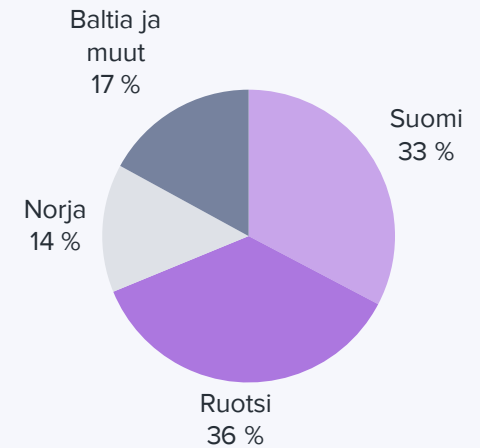
Konsernisynergiat lähinnä hankinnoissa

Ketjujen erilaisen luonteen vuoksi voi perustellusti kysyä, mitä synergioita kahdella ketjulla on. Alun perin, kun Stockmann osti Lindexin vuonna 2007, sen tarkoitus oli edistää Lindexin laajentumista etenkin Venäjälle ja muuhun Itä-Eurooppaan sekä saavuttaa näihin liittyen kustannussynergioita. Tämä ei kuitenkaan ole enää vuosiin ollut ajankohtaista.

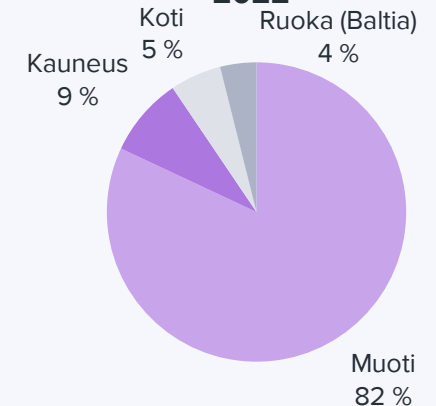
Tärkein ketjujen välinen synergia on mielestämme siinä, että Stockmann tavaratalojen omien brändien vaatteiden hankinta tehdään Lindexin ostokonttorien kautta. Tavarataloissa omien brändien osuus kaiken kaikkiaan on kuitenkin vain 10-20 % liikevaihdosta ja tästä vain osa on vaatteita, joten kovin isosta synergiasta ei nähdäksemme ole kyse. Pieniä synergioita saavutettaneen myös hallinnossa, mutta Lindex on käsittääksemme varsin itsenäinen yhtiö Stockmannin sisällä, joten tässäkin suhteessa synergiat eivät ole merkittäviä.

Stockmannin suunnitelma oli myydä Lindex vuonna 2020, mutta prosessi pysähtyi koronan tultua, joka ajoi Stockmannin yrityssaneeraukseen. Syyskuussa 2023 yhtiö ilmoitti harkitsevansa Stockmann-divisioonan strategisia vaihtoehtoja, mukaan lukien sen myynti. Tämä kertoo, että nykyiset kaksi ketjua voisivat varsin hyvin toimia myös erillisinä yhtiöinä ja todennäköisesti näin tulee myös lähivuosina tapahtumaan.

Konsernin liikevaihto maittain, 2022



Konsernin liikevaihto tuoteryhmittäin, 2022



Lähde: Stockmann

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/11

Lindex myy omia tuotemerkkejä

Lindex on yksi merkittävistä muotiketjuista Euroopassa ja etenkin Pohjoismaissa sen asema on vahva. Laajan kilpailun takia sen markkinaosuus edes Pohjoismaissa ei ole kuitenkaan kovin suuri. Arviomme markkinaosuuden Pohjoismassa koko vaatemarkkinasta olevan 5-10 % välillä. Ruotsissa Lindexin markkinaosuus alusvaatteissa on kuitenkin yli 20 %. Sillä on yli 400 myymälää 18 maassa ja 34 verkkokauppamarkkinaa. Lindexin tarkoitus on voimaannuttaa ja inspiroida naisia. Hieman konkreettisemmin muotoiltuna se tarjoaa muotia sopivaan hintaan muotitietoisille naisille. Sen pääkohderyhmä on aikuiset naiset.

Lindexin tuoteryhmiin lukeutuu naisten ja lasten pukeutuminen, alusvaatteet ja kosmetiikka. Tuoteryhmät poikkeavat ominaisuuksiltaan jonkun verran toisistaan. Lasten vaatteet ja alusvaatteet ovat hyvin tasaisia tuoteryhmiä, joiden kysyntä ei merkittävästi vaihtelee esim. muotivirtausten tai taloudellisten suhdanteiden mukana. Mielestämme Lindexin kannalta onkin positiivista, että nämä kaksi tuoteryhmää vastaavat noin 2/3 sen liikevaihdosta. Alusvaatteet ovat myös yhtiön mukaan kannattavuudeltaan Lindexin paras tuoteryhmä. Naisten muoti taas on nähdäksemme selvästi syklisin sekä muodin vaihtelujen että talouden suhteen. Lindex on kuitenkin tietoisesti siirtänyt valikoimaansa viime vuosina vähemmän sykliseen suuntaan. Tämä tehtiin reaktiona erittäin heikkoon tulokseen vuonna 2017, joka johtui malliston epäonnistumisesta.

Lindexin tuotteet ovat lähes täysin, yli 95 %, sen omia tuotemerkkejä. Tämä on mielestämme

tärkeää nykyään, kun verkkokauppa mahdollistaa helpon hintavertailun. Lindexin tuotteiden ollessa täysin sen omia, tällaista suoraa hintapainetta muista kaupoista ei sen tuotteisiin kohdistu, ja toisaalta se voi laajentaa jakeluaan myös kolmansien osapuolien verkkokauppoihin kuten Lindex on jo tehnyt. Lindexiä tukee myös iso 5,7 miljoonan kanta-asiakkaan määrä (Q323 lopussa), joka on kasvanut 2020 alkaen yli 10 % vuodessa.

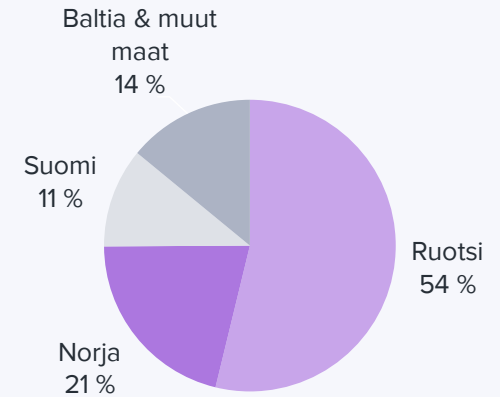
Stockmannilla tai Lindexillä ei ole omaa tuotantoa, vaan sen omat merkit tulevat sopimusvalmistajilta. Näiltä tilaukset tehdään joko suoraan tai Lindexin ostokonttorien kautta. Konsernitasolla reilut 70 % ostovolyymeista tulee ostokonttorien kautta. Lindexillä on niitä viisi, jotka sijaitsevat Bangladeshissa, Hong Kongissa, Intiassa, Kiinassa ja Turkissa. Lindexillä on tehokas jakeluketju ja se käyttää kaikkiaan noin sataa eri toimittajaa, joiden käytössä on noin 150 tehdasta. 30 suurimman toimittajan osuus oli 80 % vuonna 2022. Lindexin osalta Bangladesh on suurin valmistusmaa (41 % vuonna 2022).

Lindexin kaikki tuotteet kulkevat sen Göteborgin alueella sijaitsevien jakelukeskusten kautta. Lindex on investoimassa 110 MEUR uuteen vuoden 2024 lopulla valmistuvaan omni-channel -jakelukeskukseen, joka lisää sen kapasiteettia ja tehostaa toimintaa.

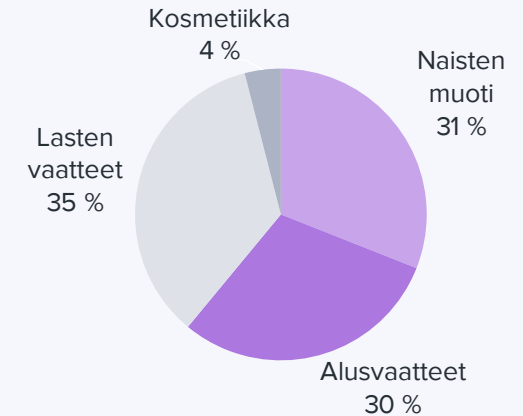
Pääosa omia myymälöitä, mutta myös franchising maita ja verkkokauppaa

Lindexin tuotteiden myynti tapahtuu pääasiassa sen omien myymälöiden ja verkkokauppojen kautta. Q323 lopussa sillä oli omia myymälöitä yhdeksässä maassa, yhteensä 403 myymälää.

Lindexin liikevaihto maittain, 2022



Lindexin liikevaihto tuoteryhmittäin, 2022



Lähde: Stockmann

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/11

Näiden lisäksi sillä on franchising liiketoimintaa yhdeksässä maassa, joissa myymälöitä on yhteensä 36. Kaiken kaikkiaan myymälöitä on 439. Myymälöiden määrä on laskenut, sekä omien että franchising myymälöiden osalta, vuodesta 2017 alkaen, jolloin omia myymälöitä oli lähes 450 ja yhteensä myymälöitä lähes 500. Tätä selittää kannattamattomien myymälöiden sulkeminen, verkkokaupan kasvu sekä Saudi-Arabian franchising toiminnan loppuminen (jossa oli 2015-17 yli 20 myymälää).

Verkkokauppa kasvoi koronavuosina

Lindexillä on ollut oma verkkokauppa yli 10 vuotta, mutta sen merkitys vuoteen 2017 asti oli rajallinen. Vuonna 2017 verkkokauppa vastasi vain reilua 3 % Lindexin myynnistä. Vuonna 2018 yhtiö sopi ensimmäiset kumppanuutensa kolmansien osapuolien verkkokauppojen kanssa, kun sen tuotteiden myynti alkoi ASOS ja Nelly verkkokaupoissa. Kumppaneiksi/jakelukanaviksi on tämän jälkeen tullut myös mm. verkkokaupat Zalando, Boozt ja Next. Verkkokaupan osuus Lindexin myynnistä oli 18,5 % vuonna 2022, joka laski hieman koronan tukemasta edellisvuodesta.

Käsityksemme mukaan verkkomyynnin kasvu on osittain tapahtunut myymälöiden myynnin kustannuksella, mutta osittain tuonut myös täysin uutta myyntiä Lindexille. Tämä lisääntynyt myynti näkyy etenkin Pohjoismaiden ulkopuolisilla markkinoilla, jossa Lindexin myymälöitä on suhteellisen vähän ja verkkokauppa on monelle helpoin tapa tehdä ostoksia Lindexistä.

Myös yhteistyö yllä mainittujen kansainvälisten verkkokauppojen kanssa on avannut Lindexin

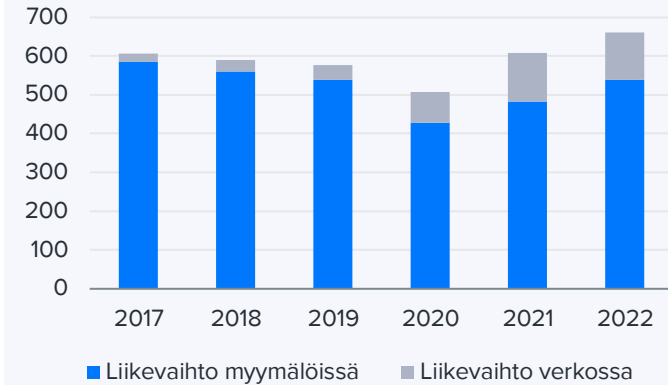
tuotteille täysin uusia markkina-alueita, jossa sillä ei välttämättä ole lainkaan myymälöitä. Kolmansien osapuolien alustojen kautta tapahtuva myynti on vielä selvästi pienempää kuin omien verkkokauppojen (18 MEUR vs. 103 MEUR viimeiseltä 12 kuukaudelta). Se on kuitenkin kasvanut voimakkaasti. Liikevaihdon osalta vaikutusta pienentää ja vertailua sekoittaa se, että kolmansille osapuolille Lindex on tukkumyyjä, jolloin se ei saa vähittäiskaupan katetta itselleen ja näin samasta tuotteesta kirjautuva liikevaihto on selvästi alempi.

Bruttokate on korkea

Lindexin bruttokate on ollut säännöllisesti yli 60 % ja yltänyt keskimäärin 2009-22 välisenä aikana noin tasolle 62,5 %. Viimeiseltä 12 kuukaudelta se on parempi, noin 65 %:n tienoilla, joka on Lindexin historian parasta tasoa. Bruttokatetaso on erittäin vahva ja esimerkiksi isompia kilpailijoita H&M:ää ja Inditexiä korkeampi. Korkeaa bruttomarginaalitasa tukee keskittyminen omiin merkkeihin ja siten koko arvoketjun hallinta. Myös aiemmin mainittu alusvaatteiden ja lasten vaatteiden tasainen kysyntä vähentää esim. sesonkeihin tai mallistoihin liittyviä riskejä ja alennusmyyntejä.

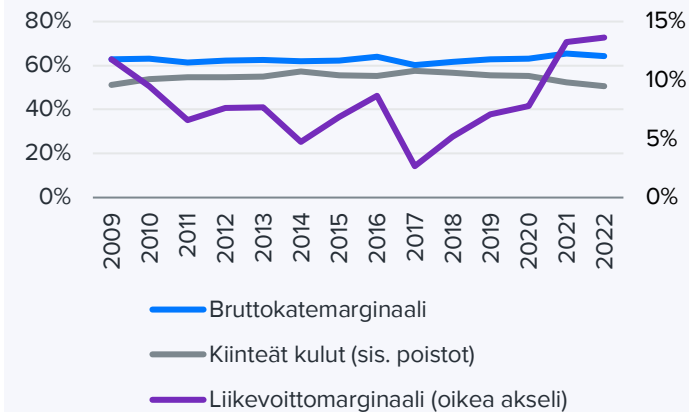
Koska Lindex on ulkoistanut kaiken valmistuksen, sen valmistuksen kulut ovat epäsuoria. Yksi pääraaka-aine sen sopimusvalmistajille on puuvilla ja muita merkittäviä kustannuseriä ovat työvoima ja logistiikka. Yksittäisten kustannuserien osuus lopputuotteen hinnasta on kuitenkin pieni ja Lindexin sopimusvalmistajat kohtaavat kustannuspaineen ja "suodattavat" osan siitä ennen Lindexiä.

Lindexin myyntijakauma



Lähde: Stockmann

Lindexin marginaalikehitys 2009-22



Lähde: Stockmann, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/11

Tämä helpottaa Lindexin sopeutumista kuluninflaatioon ja se pyrkii nostamaan hintojaan, kun kulut nousevat. Muotiala on kuitenkin rajusti kilpailtu, eikä korkeampien kulujen siirtäminen hintoihin ole itsestäänselvyys. Lindex pyrkii myös pitämään hintatason kohtuullisena. Nousevat kulut ovat siten aina jonkinlainen riski marginaaleille.

Käsityksemme mukaan Lindexin ostot tehdään pääasiassa USD-määräisinä, joka altistaa yhtiön valuuttariskille. Vahva USD suhteessa sen päämyyntivaluuttoihin (SEK, NOK, EUR) nostaa Lindexin kuluja. Yhtiö on kuitenkin suojannut USD-positionsa, joten valuuttavaikutuksessa on noin 6-9 kuukauden viive.

Myynnin kasvu parantunut viime vuosina

Lindexin raportoidusta luvuista voisi päätellä, että liikevaihto oli vuoteen 2020 asti pitkällä laskutrendillä. Tämä on kuitenkin siinä mielessä väärä tulkinta, että pääosa laskusta on johtunut valuuttojen eli etenkin Ruotsin ja Norjan kruunun heikkenemisestä euroa vastaan. Vertailukelpoisilla valuuttakursseilla Lindex on vuosina 2011-19 pystynyt keskimäärin reilun 1%:n liikevaihdon kasvuun. Tämäkin on varsin vaatimaton luku, etenkin ottaen huomioon, että Lindexin myymälöiden määrä kasvoi tuona aikana noin 5%. Arvioimme, että tämä kertoo koko Pohjoismaisen vaatemarkkinan vähäisestä kasvusta, jota korostaa Lindexin edustamassa edullisessa muodissa se, että hinnat pyritään pitämään matalina ja siten inflaatio ei juurikaan tue liikevaihdon kasvua. Vuoden 2019 jälkeen yhtiön on kuitenkin kasvanut 4% vuodessa paikallisissa valuutoissa, vaikka myymälämäärä on pienentynyt.

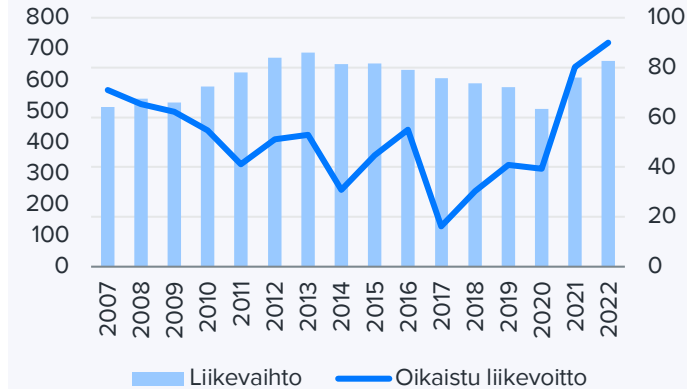
Liikevoitto on ailahdellut historiassa, nyt huipputasolla

Lindexin kiinteät kulut muodostuvat pääasiassa myymälöiden vuokrista (kaikki myymälät ovat vuokratiloissa) ja henkilöstökuluista. Myös markkinointi ja esim. IT-kulut kuuluvat tähän ryhmään. Sisällytämme myös poistot tähän ryhmään, jotta saamme kohtuullisen vertailukelpoisuuden nykyiseen IFRS 16 mukaiseen raportointiin, jossa vuokrat ovat pääosin poistoissa ja 2018 asti käytössä olleeseen raportointiin, jossa ne olivat kuluina.

Lindexin kiinteiden kulujen suhde liikevaihtoon on vaihdellut 51–57% väliä vuosina 2009-21, keskiarvon ollessa 55%. Korona-ajan tiukka kulukuuri, kannattamattomien myymälöiden sulkeminen ja viimeaikainen myynnin kasvu on painanut luvun melko alas, 52% vuonna 2021 ja 2022-23 lähellä 50%.

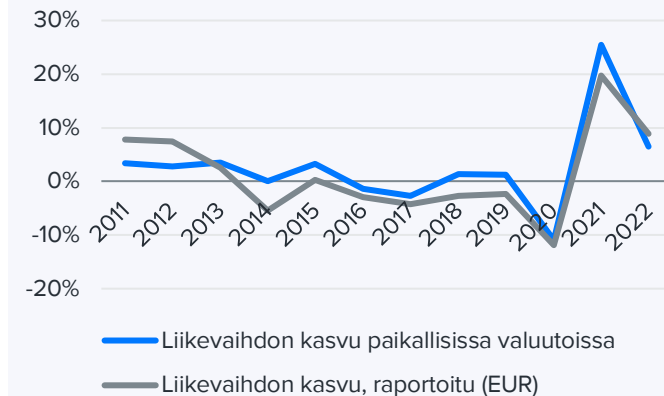
Vaikka Lindexin bruttokate on korkea, niin ovat myös sen kiinteät kulut suhteessa myyntiin. Tämä on historiallisesti tehnyt liikevoitosta ja liikevoitto-marginaalista ailahtelevaa. Lindexin oikaistu liikevoitto on vuosina 2009-22 vaihdellut 16–90 EUR välillä ja vastaavasti marginaali 2,7% ja 14% välillä (viimeiseltä 12 kuukaudelta luvut ovat vieläkin paremmat). Näiden keskiarvot samalta ajalta ovat noin 50 MEUR ja noin 8%. Vuosi 2017 näyttää hyvin liiketoiminnan riskin: malliston epäonnistuminen johti myynnin laskuun ja alennusmyynneistä johtuen myös bruttokate laski. Myynnin laskun takia myös kiinteät kulut suhteessa myyntiin nousi ja lopputuloksena liikevoitto-marginaali tippui 6%-yksikköä, absoluuttisen liikevoiton tippuessa 70%.

Lindexin liikevaihto ja -voitto, MEUR



Lähde: Stockmann

Lindexin liikevaihdon kasvu



Lähde: Stockmann, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/11

Vuonna 2021 ja 2022 nähtiin taas päinvastainen kehitys: myynnin ja bruttokatteen parantuminen on johtanut vahvaan liikevoiton kasvuun.

Pohjoismaiden ulkopuolella tulos parantunut selvästi nykyjohton aikana

Stockmannin raportointi avaa Lindexin liikevaihtoa ja tulosta osittain myös maantieteellisesti. Tästä näemme, että Ruotsi tekee ylivoimaisesti suurimman osan Lindexin tuloksesta, noin 80 % liiketuloksesta viime vuonna. Ruotsin isoa osuutta selittää osittain se, että Ruotsin luvut sisältävät myös kumppaneille menevän myynnin. Lisäksi yhtiö käyttää siirtohinnoittelumallia, jolla käsittääksemme pääosa voitosta ohjataan Ruotsiin. Tämä hinnoittelumalli otettiin käyttöön 2018 ja ainakaan sen jälkeisiä maantieteellisiä lukuja ei voi pitää todellista tulosta edustavina.

Vuosina 2009-2017 Lindex teki arviomme mukaan Pohjoismaiden ulkopuolella tappiota liikevoittotasolla. Kun huomioidaan vielä, että Lindexin Baltian liiketoiminta on käsittääksemme ollut voitollista, Keski-Euroopan toiminnot ovat olleet ajoittain selvästikin tappiolla. Tämän takia onkin mielestämme mielenkiintoista, että Lindex on onnistunut kääntämään pahimmillaan yli 10 MEUR liiketappiota (2016) tehneen kokonaisuuden Pohjoismaiden ulkopuolella tekemään nykyisin hyvää tulosta. Tähän on käsittääksemme vaikuttanut ainakin Puolasta poistuminen (jossa yhtiöllä oli omia myymälöitä), brändin tunnettuuden kasvu (Keski-Eurooppa on Lindexille melko uusi markkina edelleen) sekä verkkokaupan kasvu, joka on mahdollistanut myynnin kasvun ilman

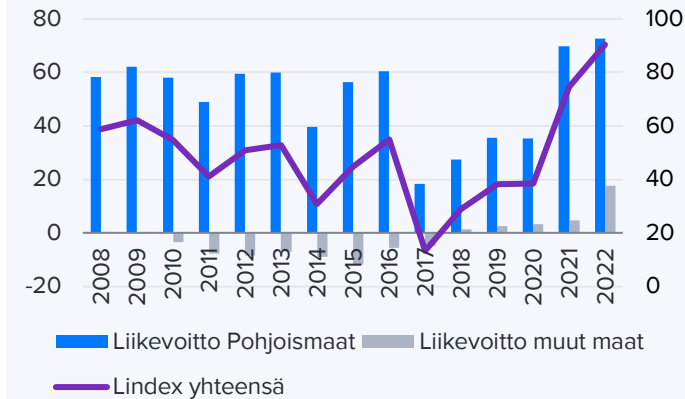
myymälöihin liittyviä kuluja. Edellä mainittuja historiallisia lukuja katsoessa onkin syytä huomata, että Pohjoismaiden ulkopuolella Lindex teki keskimäärin pientä liiketappiota 2009-17, kun jatkossa uskomme yhtiön pystyvän sielläkin voitolliseen toimintaan. Ruotsissa, Norjassa ja Suomessa Lindex on pystynyt arviomme mukaan keskimäärin noin 50 MEUR liikevoittotasoon vuosina 2009-17.

Strategia ja johto

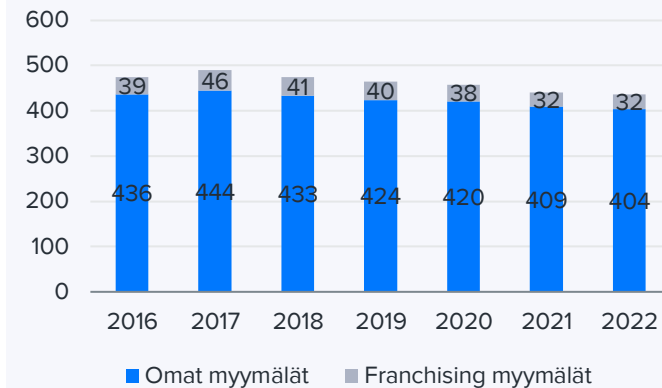
Lindexin strategiset tavoitteet ovat 1) kasvun vauhdittaminen, 2) kestävään liiketoimintamalliin siirtyminen ja 3) kustannusten ja kasvun erottaminen toisistaan. Käymme näitä myöhemmin läpi osiossa strategia ja taloudelliset tavoitteet.

Lindexin toimitusjohtaja on Susanne Ehnbåge, joka aloitti tehtävässä elokuussa 2018. Ennen Lindexiä hän oli pitkään ruotsalaisten kodinelektronikkaketjujen NetOnNet ja SIBA johdossa. Ehnbåge nimettiin keväällä 2023 myös koko Stockmann-konsernin toimitusjohtajaksi. Hän palkkasi pian Lindexissä aloittamisensa jälkeen Lindexin talousjohtajaksi Annelie Forsbergin, joka keväästä 2022 on ollut myös koko Stockmannin talousjohtaja. Nähdäksemme nykyjohto on tehnyt Lindexissä erinomaista jälkeä ja yhtiö näyttää saavuttaneen kestävästi selvästi paremman tulostason kuin mihin se ennen koronan alkua (vuosina 2018-19) pystyi ja myös selvästi paremman tason pidemmälle historiaan peilaten. Hiljattain nostettu tämän vuoden tulosohjeistus viittaa myös Lindexin tekevän tältä vuodelta uuden ennätystuloksensa.

Lindexin liikevoitto alueittain

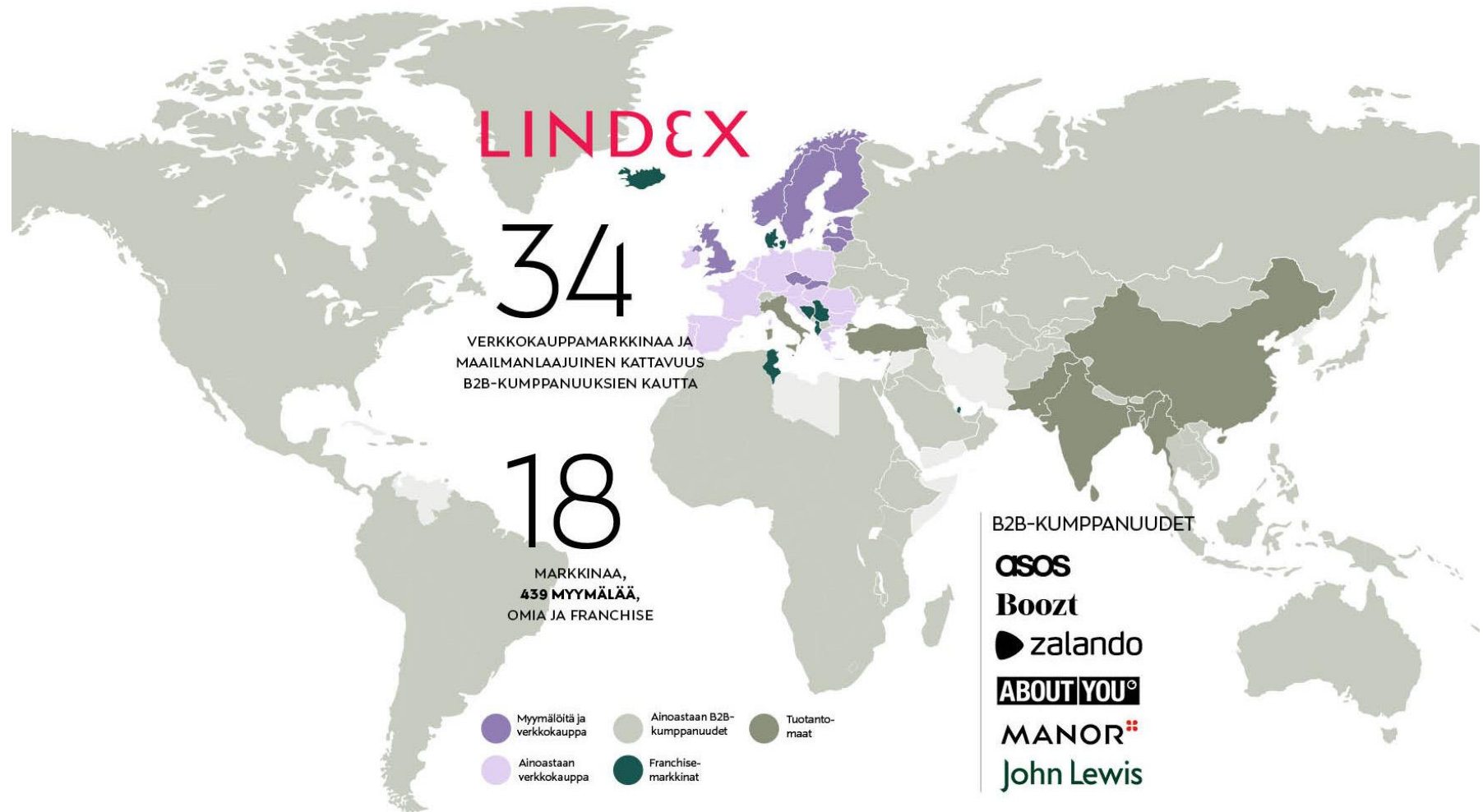


Lindex myymälöiden määrä, vuoden loppu



Lähde: Stockmann, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/11 – Lindexin toimintamaat, Q323



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/11

Stockmann – tavarataloja Suomessa ja Baltiassa

Stockmann-divisioona koostuu kuudesta tavaratalosta Suomessa (yhteensä ~65 % liikevaihdosta 2022) ja kahdesta Baltiassa (~25 % liikevaihdosta) sekä verkkokaupasta (12 %) kyseisissä maissa. Stockmann asemoituu premium-tason kauppana, jota se on viime aikoina pyrkinyt edelleen vahvistamaan kohti luksusta. Tavaratalojen selkeästi suurin tuoteryhmä on muoti. Stockmann myy pääasiassa muiden valmistajien brändituotteita ja asemoitumisensa mukaisesti pikemminkin hieman kalliimpia tuotteita. Stockmann ei ole avannut tarkemmin eri tuoteryhmien osuutta muodin sisällä, mutta arvioimme sen painottuvan kokonaismarkkinaa enemmän esim. työ- ja juhla-vaatteisiin, joka vaikutti negatiivisesti kysyntään koronavuosina. Muut tärkeät tuoteryhmät ovat koti ja kauneus (kosmetiikka), jonka arvioimme olevan parhaiten kannattava tuoteryhmä. Omaa ruokamyntiä Stockmannilla on nykyisin enää Baltian tavarataloissa, sen myytyä Suomen Stockmann Herkku –liiketoiminnan S-ryhmälle vuoden 2017 lopussa (ja joita on sen jälkeen lopetettu). Ruokaa lukuun ottamatta arvioimme tavaratalojen kysynnän olevan jossain määrin syklistä eli taloustilanteesta riippuvaista.

Tavaratalojen myynnistä vain 10-20 % ovat sen omia tuotemerkkejä. Näin ollen suurinta osaa Stockmannilla tarjolla olevista tuotteista myydään jossain muussakin kaupassa, joka altistaa Stockmannin hintakilpailulle. Stockmannilla on tosin myös paljon yksinoikeudella olevia tuotteita myynnissä Suomessa, mutta näissäkin kilpailua löytyy kansainvälisesti. Uskomme tämän näkyvän etenkin verkkokaupassa. Stockmannin kanta-

asiakas ohjelmassa (MyStockmann) on noin 1,4 miljoonaa jäsentä.

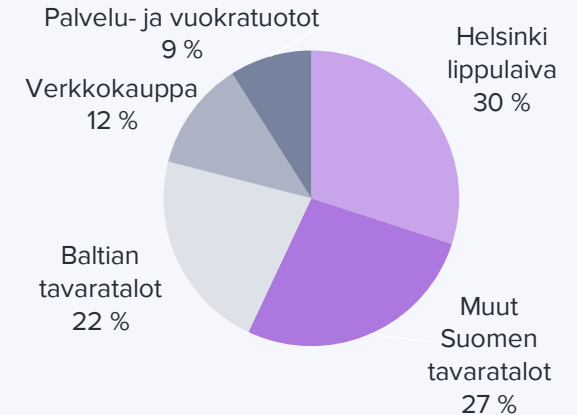
Stockmannilla ei ole omaa tuotantoa, vaan sen omat merkit tulevat sopimusvalmistajilta ja kolmansien osapuolien brändituotteet luonnollisesti näiltä yhtiöiltä, joilla tyypillisesti on omat alihankkijansa. Omien merkkien osalta tilaukset tehdään joko suoraan tai konsernin ostokonttorien kautta. Konsernitasolla reilut 70 % ostovolyymeista tulee ostokonttorien kautta. Niitä on viisi jotka sijaitsevat Bangladeshissa, Hong Kongissa, Intiassa, Kiinassa ja Turkissa. Stockmann tavaratalot käyttävät kaikkiaan noin 110:tä eri toimittajaa, joiden käytössä on noin 130 tehdasta. Stockmannin omien muotimerkkien osalta Kiina on selvästi suurin hankintamaa (65 %) ja omien kodintuotteiden osalta hankinnat tehdään pääosin EU-alueelta (57 %).

Stockmann-divisioonalla on kaiken kaikkiaan noin 1500 tavarantoimittajaa. Tavaratalojen lähes kaikki tuotteet, myös Baltian osalta (paitsi ruoka ja kosmetiikka), kulkevat sen Tuusulassa sijaitsevan jakelukeskuksen kautta, joka on valmistunut vuonna 2016.

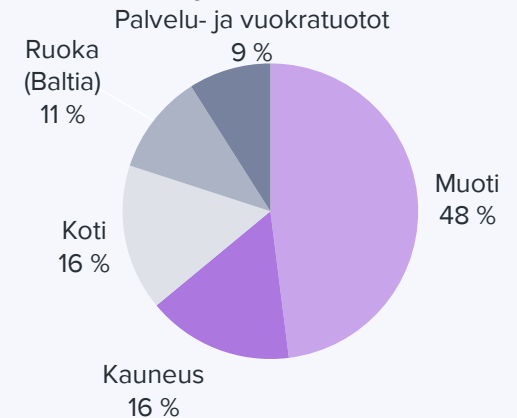
Tavaratalojen pinta-ala on pienentynyt

Nykyisistä tavarataloista uusien on vuonna 2005 avattu Vantaan Jumbon kauppakeskuksessa sijaitseva tavaratalo ja vielä 2014 yhtiö laajensi sen Tampereen tavarataloa. Tämän jälkeen tavaratalojen myyntipinta-alaa on kuitenkin vähennetty monin toimin, kuten vuokraamalla osia silloisista omista kiinteistöistä ulkopuolisille, pienentämällä tavaratalojen vuokratiloja sekä sulkemalla Oulun tavaratalo vuonna 2017.

Tavaratalojen liikevaihto myyntikanavittain, 2022



Tavaratalojen liikevaihto tuoteryhmittäin, 2022



Lähde: Stockmann

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/11

Vaikka Stockmann myi kiinteistönsä osana saneerausprosessia, se vuokrasi takaisin kiinteistöt kokonaisuudessaan ja näin ollen alivuokraa osia kiinteistöistä edelleen samaan tapaan kuin aiemminkin.

Helsingin keskustan tavaratalokiinteistön noin 50t neliön kokonaispinta-alasta Stockmannin omien toimintojen käytössä oli 34t neliötä vuoden 2018 lopussa, jolloin tietoja on viimeksi julkaistu. Vastaavasti Tallinnassa Stockmannin käytössä oli noin 18t neliötä ja Riikassa noin 12t neliötä. Loppu näiden omien kiinteistöjen tiloista oli, ja on, Stockmannin alivuokraamia. Stockmannin loput tavaratalot ovat historiallisesti olleet noin 10t neliön kokoisia, mutta ruokaosastoista luopumisen sekä muiden muutosten myötä tilat ovat nykyisin arviomme mukaan 5-10t neliötä tavaratalosta riippuen. Itiksen pinta-ala puolittui keväällä 2023 ja on nyt arviomme mukaan 4t neliötä. Stockmann on kertonut noin puolet Suomen tavaratalojen tuotemyynnistä muodostuvan Helsingin tavaratalossa (ks. kuva ed. sivulla). Aiemmin Stockmann pyrki samansuuruisilla tavarataloillaan samanlaiseen konseptiin ja tuotevalikoimaan kaikissa tavarataloissaan. Viime vuosina tilojen kokoa ja tavaratalojen profiilia on kuitenkin muokattu enemmän paikalliseen kysyntään sopivaksi, sillä yhtiön mukaan asiakkaiden profiili vaihtelee selvästi eri tavaratalojen välillä Suomen sisälläkin.

Pinta-alamuutosten sekä Suomen Stockmannin Herkun (2017), Venäjän tavaratalojen (2016), Hobby Hallin (2016) ja Akateemisen kirjakaupan (2015) myynnin myötä ja raportoinnissa tapahtuneiden muutosten takia historialliset luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia

nykyrakenteeseen.

Verkkokauppa kasvoi korona-aikana

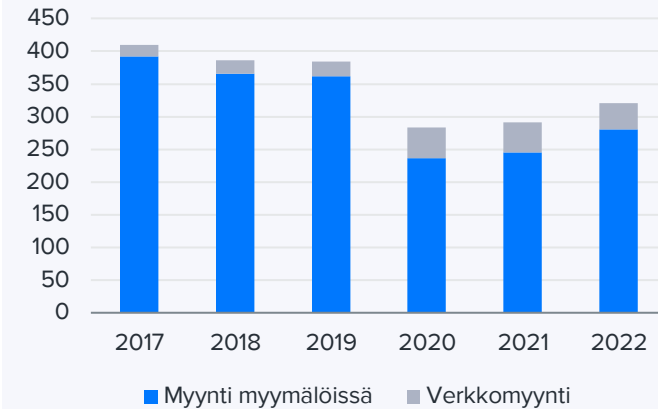
Verkkokaupan osuus tavaratalojen myynnistä oli 6 % vuonna 2019, joka nousi korona-aikana yli 15 %, mutta laski alle 13 %:iin 2022. Uskomme verkkokaupassa kilpailemisen olevan tavarataloille vaikeaa, kun sen hinnoittelu on sidottu raskasta kustannusmassaa kantavaan perinteisten kivijalkamyymälöiden liiketoimintamalliin ja toisaalta monet tuotteet ovat saatavissa myös muista kaupoista.

Bruttokate on kelvallinen tavarataloissa...

Stockmannin tavaratalotoimintoina raportoitavan yksikön nimi ja sisältö on vaihdellut vuosien varrella, mutta on siitä huolimatta selvää, että tavaratalojen myynti on ollut rakenteellisessa laskussa viimeiset 10 vuotta.

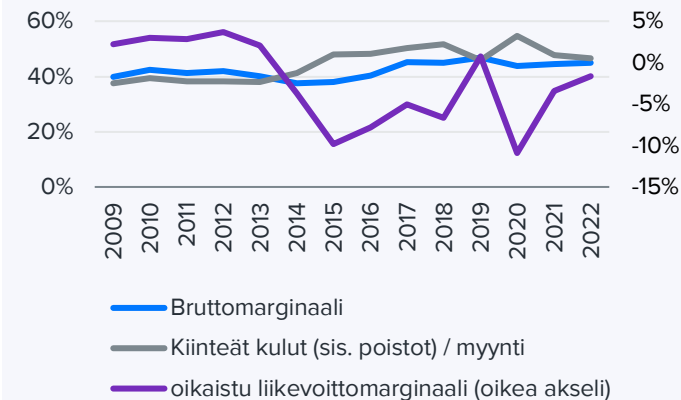
Yhtiön raportoimilla luvuilla bruttomarginaali vaihteli 37-42 %:n väliä vuosina 2009-2016, jolloin siihen vaikutti negatiivisesti ainakin Akateemisen kirjakaupan, Hobby Hallin ja ruokakaupan matalammat marginaalit verrattuna nykyiseen liiketoimintaan. Siksi parempi vertailujakso on 2017 eteenpäin, jolloin bruttokate on pyörinyt 45 %:n molemmin puolin. Tämä on nähdäksemme Stockmannin kaltaiselle vähittäiskauppiaalle varsin normaali ja kohtuullisen hyvä taso. Stockmannin pyrkii parantamaan tasoa mm. pienemmillä alennuskampanjoilla ja valikoiman siirtymisellä kalliimpiin tuotteisiin. Merkittävämpi muutos bruttokatteessa olisi toteutettavissa uskoaksemme vain selvällä tuoteportfolion muutoksella, esim. Baltian ruokakaupasta luopumisella.

Tavaratalojen myyntijakauma



Lähde: Stockmann

Tavaratalojen marginaalikehitys 2009-22



Lähde: Stockmann, Inderes *Stockmann / Stockmann Retail divisioonan lukuja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/11

Kuten todettu, pääosa tavaratalojen tuotteista ostetaan kolmansilta osapuolilta ja siten myytyjen tuotteiden hankintahintaan ei suoraan kohdistu paineita mistään yksittäisestä kuluerästä. Hankintaketjujen pituudesta johtuen mahdolliset muutokset esim. raaka-ainehinnoissa eivät välttämättä heijastu merkittävästi Stockmannin ostohintoihin. Valuuttamielessä Stockmann on paremmassa asemassa kuin Lindex, sillä sen ostoista lähes kaikki tehdään euroissa. Kaiken kaikkiaan uskomme, että bruttomarginaalitaso on tavarataloilla kohtuullisen hyvin hallinnassa.

...mutta kiinteitä kuluja on saatava alemmas

Tavaratalojen kiinteät kulut olivat vuoteen 2013 asti alle 40 % sen liikevaihdosta. Vuosien 2017-21 keskiarvo oli vajaat 50 %, vaihteluvälin ollessa iso vuoden 2019 46 %:sta vuoden 2020 55 %:iin. Stockmannin myytyä Baltian kiinteistöt 2021 lopussa ja Helsingin kiinteistön 2022 keväällä, kaikki sen tavaratalot toimivat nykyisin vuokratiloissa. On syytä huomata, että kiinteistöjen myynnin jälkeen Stockmann maksaa vuokraa tavaratalotiloistaan, jolla on merkittävä negatiivinen tulosvaikutus, joka kohdistuu osittain rahoituskuluihin eikä liikevoittotasolle (tarkemmin tästä ennusteosiossa), eikä välttämättä heijastu täysin tuloslaskelmassa ylipäänsä.

Hiljattain myytyihin kiinteistöihin Stockmann on tehnyt pitkät vuokrasopimukset, mutta lopuissa viidessä pienemmässä tavaratalossa uskomme vuokrasopimusten olevan vain muutaman vuoden (enintään 5 vuotta) pituisia ja/tai toistaiseksi voimassaolevia. Tavarataloverkoston suhteen Stockmann on siis sitoutunut kolmeen isompaan tavarataloon, mutta Suomen pienempiä

tavarataloja voidaan mielestämme hyvin edelleen supistaa ja/tai sulkea. Tämän suhteen arvelemme Stockmannin vetäytyvän Itäksen tavaratalosta vuokrasopimuksen päättyessä, joka on käsityksemme mukaan 2025 lopulla.






Yrityssaneerauksen tuloksena vuokria laskettiin selvästi 2021 alusta alkaen, mikä on tukenut tavaratalojen positiivista tuloskehitystä. Samalla vuokrasopimukset kuitenkin muuttuivat enemmän liikevaihtosidonnaisiksi, joka tarkoittaa, että myynnin kääntyessä nousuun vuokrat seuraavat osittain perässä ja vähentävät siten myynnin kasvun tuomaa operatiivista tulosvipua.

Maantieteellisesti katsottuna, arvioimme Stockmannin Baltian tavaratalojen pystyneen voitolliseen tulokseen vuoteen 2019 asti. Vaikka Baltian tavaratalot olivat 2021 loppuun asti yhtiön omistuksessa, Baltian liiketoiminta on maksanut niistä sisäistä vuokraa. Siten viime vuoden vaihteessa tehty kiinteistöjen myynti ja takaisinvuokraus ei pitäisi merkittävästi vaikuttaa Baltian tavaratalojen kannattavuuteen. Uskomme Baltian pystyvän jatkossa lievästi positiiviseen tulokseen/kassavirtaan ja siten tappioiden katkaisun kannalta keskeisessä roolissa ovat Suomen tavaratalot. Tappioiden katkaisu ei kuitenkaan käy helposti esim. heikompia tavarataloja sulkemalla, sillä tavaratalotasolla kaikki ovat käsityksemme mukaan voitollisia. Keskushallinnon kiinteiden kulujen skaalaaminen alemmaksi ei taas ole helppo tehtävä, eikä sitä voi tehdä etupainotteisesti. Tämän ongelman parissa Stockmann on paininut jo vuosia tavaratalojen myynnin laskiessa ja uskomme saman haasteen jatkuvan myös tulevana vuosina.

Stockmann tavaratalot	Vuokrasopimuksen pituus (v)
Helsingin keskusta	19
Itis, Helsinki (tilat puolitetty keväällä 2023)	2
Jumbo, Vantaa	0-5
Tapiola, Espoo	0-5
Tampere	0-5
Turku	0-5
Tallinna, Viro	15-20
Riika, Latvia	15-20

Lähde: Inderesin arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 10/11 – tavaratalojen tuoteryhmät

Tuoteryhmä	Kuvaus	Esimerkkejä omista brändeistä	Esimerkkejä muista brändeistä	Osuus tavaratalojen liikevaihdosta 2022
Muoti	<ul style="list-style-type: none"> Naisten, miesten ja lasten vaatteet, kengät, asusteet jne. Myös urheiluvaatteita Omat brändit 10-20 % myynnistä 			48 %
Kauneus	<ul style="list-style-type: none"> Kosmetiikkatuotteita kuten meikit, hiustenhoito ja tuoksut Pääosin muiden brändejä 			16 %
Koti	<ul style="list-style-type: none"> Muuan muassa sisustus-, kattaus-, valaistus-, keittiö- ja puutarhatuotteita Omat brändit 10-20 % myynnistä 			16 %
Ruoka	<ul style="list-style-type: none"> Stockmann omistaa kahden Baltian tavaratalon ruokaosaston 			11 %
Palvelu- ja vuokratulot	<ul style="list-style-type: none"> Stockmann alivuokraa tilojaan muiden käyttöön ja myös operoi esim. joidenkin brändien myyntiä ns. concession -mallilla 			9 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 11/11

Sveitsiläisten ja Konstsamfundetin yhteisyritys pääomistaja

Stockmannin omistus on historiallisesti ollut suomenruotsalaisten säätiöiden hallussa. Aiemmin tätä vahvisti se, että heillä oli A-osakkeita, joilla äänivalta keskittyi vahvasti heidän käsiin. Osana yrityssaneerausta osakesarjat yhdistettiin 2021. Yhtiön omistuksessa tapahtui merkittäviä muutoksia viime talvena, kun Sveitsiläinen JC Switzerland Holding nousi ensin isoksi omistajaksi ja muodosti sen jälkeen omistuksistaan yhteisyrityksen aiemman pääomistajan Konstsamfundetin kanssa. Näin luotu Nordic Retail Partners on tällä hetkellä Stockmannin suurin omistaja 15 % osuudella. JC Switzerland on käsittääksemme emoyhtiö konsernissa, joka omistaa Kööpenhaminassa sijaitsevan Magasin du Nord –tavaratalon sekä saksalaisen Peek & Cloppenburg –vaateketjun. Konstsamfundet kommentoi kauppojen yhteydessä, että he nimenomaisesti hakivat Stockmannin omistajiin alan osaamista. Omistusmuutos vaikutti mielestämme ratkaisevasti myös mahdollisiin omistujärjestelyihin, jota käsittelemme myöhemmin lisää.

Vuonna 2021 Stockmannin isoksi omistajaksi ilmaantui Denali European Opportunities rahasto, joka on North Wall Capital –yhtiön hallitsema rahasto. North Wall keskittyy erikoistilanteisiin Länsi-Euroopassa, joskin enemmän velkapuolella. North Wall/Denali tuli Stockmannin omistajaksi osittain ostamalla Stockmannin hybridibondia sekä muita velkoja ja konvertoimalla niitä osakkeiksi yrityssaneerauksen yhteydessä. Denali European Opportunities on liputtanut yli 10 % omistuksen eli

sen omistus on 10-15 % välillä.

Johtoryhmällä suhteellisen pieniä osakeomistuksia

Stockmannin konsernin johtoryhmä on hyvin suppea. Siihen kuuluu konsernin ja Lindexin toimitusjohtaja Susanne Ehnåge, konsernin ja Lindexin CFO Annelie Forsberg, lakijohtaja Jukka Naulapää sekä Stockmann-divisioonan operatiivinen johtaja (ja käytännössä siten divisioonan johtaja) COO Tove Westermarck. Johtoryhmän koostumus kuvastaa nykyistä asetelmaa, jossa konserni on Lindex-vetoinen ja Stockmann-divisioona sen ”haaraosa”.

Ehnåge ja Forsberg tulivat molemmat Lindexille vuonna 2018, jota ennen molemmat olivat kodinelektronikkayhtiö NetOnNetissä. Forsberg aloitti konsernin CFO:na keväällä 2022 ja Ehnåge konsernin CEO:na keväällä 2023. Naulapää ja Westermarck ovat pitkän linjan Stockmannilaisia, molemmat ovat olleet yhtiössä yli 25 vuotta.

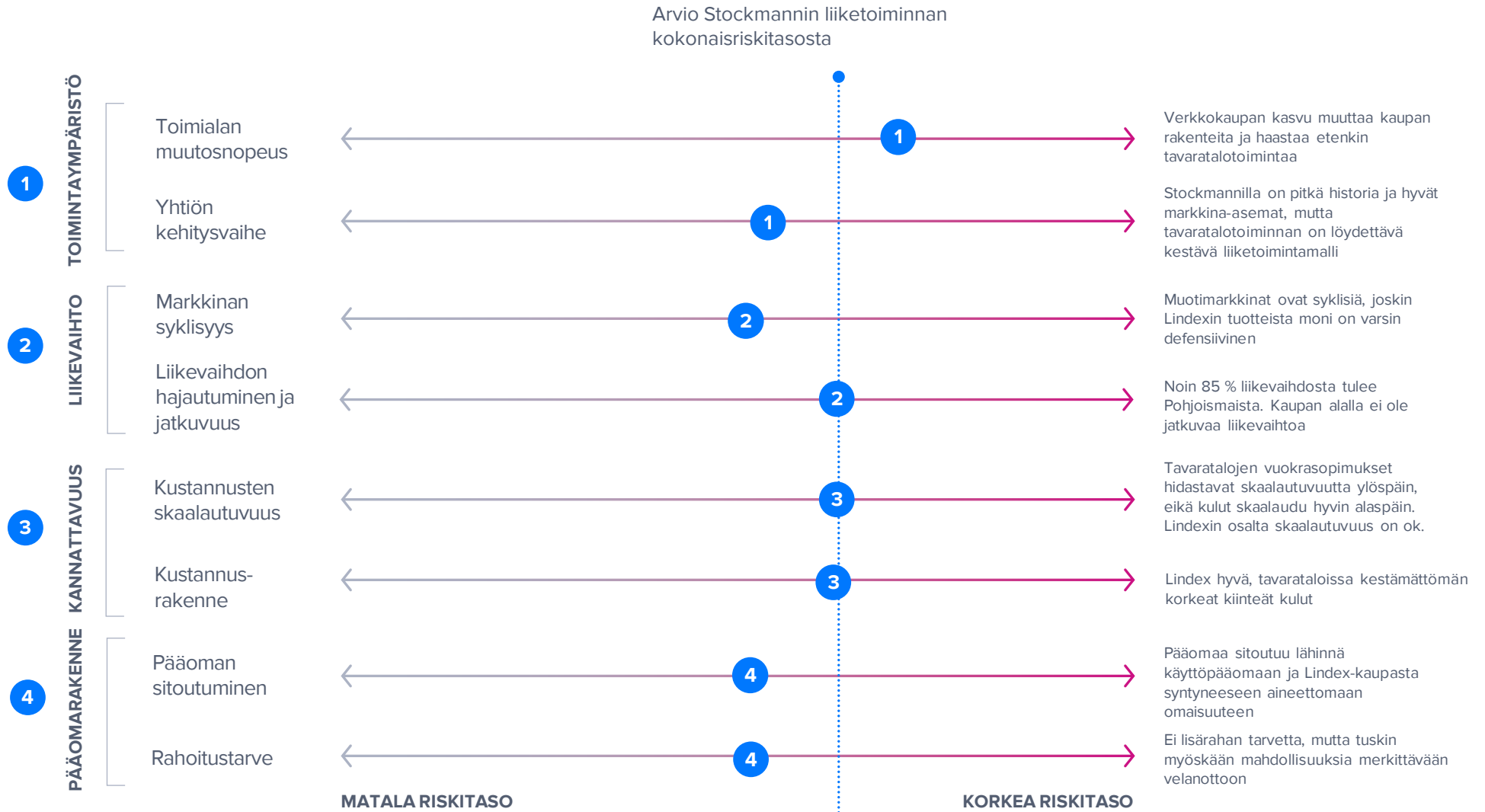
Johtoryhmän osakeomistus on suhteellisen pientä Ehnåge lisäsi hiljattain osakkeita ja omistaa nyt kohtuulliset 18 000 kappaletta. Forsberg omistaa 4000, Westermarck 1000 osaketta ja Naulapää ei lainkaan. Ehnågenkin omistus on vielä esim. vuosipalkkaan nähden pieni, muiden omistusten ollessa hyvin vaatimattomia. Näkisimme mielellään johdon omistusten olevan huomattavasti suurempia. Stockmann julkisti elokuussa 2022 osakepohjaisen kannustinjärjestelmän vuosille 2022-24, jonka kautta voidaan jakaa enintään 2 miljoonaa osaketta 40:lle henkilölle. Mittareina ovat osakkeen kokonaistuotto, liikevaihto, liikevoitto ja ilmastoneutraalisuus.

Suurimmat osakkeenomistajat* 30.11.23

Nordic Retail Partners	15,1 %
Varma	8,4 %
Svenska Litteratursällskapet	7,3 %
Etola-yhtiöt	4,5 %
Hc Holding Oy	4,1 %
Kari Niemistö	3,2 %
Folkhälsan Samfundet	1,7 %
eQ Pohjoismaat Pienyhtiö	1,7 %
Ilmarinen	1,2 %
Jenny ja Antti Wihurin Rahasto	0,9 %

Lähde: Inderes *ei sisällä hallintarekisterissä olevia omistajia

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

1.

Lindex on hyvässä tuloskunnossa

2.

Lindexissä on mahdollista saada matalariskistä ja arvoa luovaa kasvua

3.

Tase nettokassalla ilman vuokravelkoja

4.

Stockmann-divisioonan divestointi on merkittävä arvонуontimahdollisuus

5.

Tavaratalot tuhoavat tällä hetkellä arvoa

Potentiaali



- **Stockmann-divisioonan myynti:** Selkeästi helpoin ja merkittävin arvонуontitapa on mielestämme myydä Stockmann-divisioona käynnissä olevan strategisen arvioinnin tuloksena. Tämä parantaisi yhtiön tulosta ja mielestämme myös osakkeen arvoa
- **Tavaratalojen käänne:** Mikäli Stockmann saa tavaratalojen myynnin/neliömetri kääntymään selvään nousuun, tavaratalot voi tehdä positiivista tulosta, jolla olisi nähdääksemme iso merkitys yhtiön arvoon ja mielikuvaan
- **Lindexin maantieteellinen laajentuminen / ennustettua parempi kannattavuus:** Lindex pyrkii kasvamaan kansainvälisesti, joskin lähinnä kolmansien osapuolien verkkokauppojen ja franchising-mallin avulla. Tässä on silti merkittävä potentiaali edelleen vahvasti Pohjoismaiselle Lindexille. Myös Lindexin tuloksen säilyminen nykytasolla olisi mielestämme positiivista osakkeelle
- **Osingonjako:** Saneerausohjelman aikana yhtiö ei voi jakaa osinkoa. Yhtiöllä on kuitenkin nettovelaton, joten osinkoa pystyttäneen jakamaan, kun saneeraus on ohi.

Riskit



- **Kuluttajien heikko ostovoima on selvä riski lähiajan tulokselle**
- **Tavaratalojen uusi kriisi:** Mikäli tavaratalojen liikevaihto laskee entisestään, sen tappiokierre voi syventyä. Tämän nopeaan korjaamiseen on rajallisesti keinoja.
- **Tuotevalikoiman/malliston epäonnistuminen:** Lindex epäonnistui mallistossaan vuonna 2017, joka näkyi rajuna tulospudotuksena. Vastaavan toistuminen ajaisi yhtiön tiukkaan tilanteeseen etenkin, jos tavaratalot ovat tappiolla
- **Rahoitusriski:** Saneerauksen aikana rahoituksen saanti voi olla vaikeaa. Mahdollisesti negatiivisen kassavirran paikkaaminen velkarahalla ei siis onnistuisi ainakaan kovin pitkään.

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/4

Stockmannin päämarkkinat ovat muoti/vaatemarkkinat Pohjoismaissa, etenkin Suomessa tavaratalojen osalta sekä Ruotsissa ja Norjassa Lindexin osalta. Stockmannin asiakkaat ovat kuluttajia ja siten markkinoiden tärkeimmät ajurit ovat kuluttajien ostovoima ja kuluttajien luottamus, joka vaikuttaa heidän kulutushalukkuuteen.

Muodin kilpailijakenttä on laaja

Lindexin osalta kilpailijakenttä on varsin laaja, mutta monet kilpailijat ovat läsnä etenkin kaikissa Pohjoismaissa, jotkut myös kansainvälisesti. Lindexin pääkilpailijana voidaan nähdä ruotsalainen **KappAhl**, joka on kokoluokaltaan ja konseptiltaan hyvin lähellä Lindexiä. KappAhlilla on Ruotsissa, Norjassa, Suomessa, Puolassa ja Iso-Britanniassa yhteensä noin 360 myymälää. KappAhl ostettiin pois pörssistä vuonna 2019 ja sen omistaa sijoitusyhtiö Mellby Gård. KappAhlin toimitusjohtaja on Elisabeth Peregi, joka aiemmin toimi Lindexillä mm. CFO:na ja Ruotsin sekä Norjan maajohtajana.

Samoin jossain määrin kilpailija on alan ruotsalainen jätti **H&M**, joka on merkittävä toimija lähes kaikilla Lindexin markkinoilla ja monessa maassa markkinajohtaja. Yhtiö on pörssilistattu ja sillä on noin 4400 kauppaa yli 75:ssä maassa.

Muotialalta löytyy lukuisia kilpailijoita, joiden kohderyhmä ja/tai tuotevalikoima kuitenkin poikkeaa jonkin verran Lindexistä. Mainitsemme kuitenkin niistä muutaman.

Ruotsista löytyy myös lähinnä kotimaassaan toimiva **MQ Marqet**, jolla on noin 90 myymälää. Yhtiö toimi aiemmin nimellä MQ ja oli pörssilistattu kunnes teki konkurssin keväällä 2020. Sijoittaja

Mats Qviberg osti yhtiön konkurssipesästä. MQ:n toimitusjohtaja on aiemmin Lindexiä johtanut Ingvar Larsson. Ruotsalainen ketju on myös **Gina Tricot**, jolla on noin 150 myymälää Pohjoismaissa (Ruotsi, Norja, Tanska ja Suomi). Yhtiön omistaa ruotsalainen sijoitusyhtiö Frankenius Equity.

Norjalainen Varner-Gruppen omistaa useampia muotiketjuja (yhteensä noin 1200 myymälää Pohjoismaissa), joista voi mainita **Cubuksen**, jolla on noin 300 kauppaa Norjassa, Ruotsissa ja Suomessa. Varnerin omistuksessa on myös mm. Dressmann.

Useampia vaateketjuja/brändejä omistaa myös tanskalainen alan jätti **Bestseller**, jonka portfoliosta löytyy mm. Vero Moda, Only, Jack & Jones ja Name it lasten vaatemerkki. Bestsellerin brändit ovat edustettuina Stockmann tavarataloissa, joten se on myös tavarantoimittaja konsernille.

Kansainvälisistä kilpailijoista merkittäviä sekä kokonsa että pörssilistauksensa takia ovat ainakin H&M:n ohella pikamuodin jätteihin lukeutuvat espanjalaisen Inditexin omistama **Zara**, jolla on noin 2300 myymälää eri puolilla maailmaa, sekä japanilaisen pörssiyhtiö Fast Retailingin omistama **Uniqlo**, jolla on myös yli 2000 myymälää, mutta vasta vähän kauppia Euroopassa.

Tietyssä määrin kilpailijoita ovat myös kansainväliset verkkokaupat kuten Zalando, vaikka ne toimivat Lindexin tuotteille myös jakelukanavana. Laajemmin ajateltuna kilpailijoita ovat myös vaatteita myyvät, mutta enemmän päivittäis-/käyttötavaroihin keskittyneet liikkeet (esim. Prisma, Citymarket ja Tokmanni Suomessa), urheilukaupat, tavaratalot sekä pienet vaatteiden erikoisliikkeet.

Pohjoismaisia kilpailijoita

KappAhl



Toimiala- ja markkinakatsaus 2/4

Yksityisten yhtiöiden osalta meillä ei ole kovin hyvää käsitystä niiden taloudellisista luvuista. KappAHLin ja MQ:n kannattavuustasot niiden ollessa pörssissä olivat kuitenkin tyypillisesti Lindexin silloisia tasoja heikompia eli suhteellisen matalia. H&M:n liikevoittomarginaali puolittui vuoden 2015 15 %:sta vuosien 2018-19 7-8 %:iin, josta se on viimeisen 12 kuukauden jaksolla jonkin verran noussut. H&M:n kannattavuutta on painanut mm. kilpailun kasvu, yhtiön vahva fokus edullisiin hintoihin sekä nousevat kulut mm. digitalisaatioon liittyen. Lindexiin verrattuna uskomme H&M:n tuotevalikoiman olevan herkempi hinnan ja muotivirtausten suhteen. Inditexin kannattavuus on pysynyt noin 15 % liikevoittomarginaalitasolla. Lindexin tämän hetkinen kannattavuustaso (14 % viimeiseltä 12 kuukaudelta) on siis kilpailijoihin nähden erinomainen ja historiallinenkin taso hyvä.

Tavarataloissa Sokos selvä pääkilpailija

Stockmannin tavaratalojen pääkilpailija Suomessa on Sokos, jolla on 20 tavarataloa ja jonka myynti oli vuonna 2022 noin 260 MEUR (sisältäen Emotion-ketjun 40 myymälää), eli samaa luokkaa Stockmannin kanssa. Stockmannilla tosin on vain kuusi tavarataloa Suomessa. Mielestämme on hyvä huomioida, että suoraa kilpailua Stockmannin ja Sokoksen kesken on vain puolella Stockmannin tavarataloista (Helsingin keskusta, Turku, Tampere), sillä Sokos-tavarataloja ei ole lainkaan Espoossa tai Vantaalla. Aiemmin suoraa kilpailua kohdanneista sijainneista Stockmann vetäytyi Oulusta ja Sokos Espoon Tapiolasta. Stockmannin lailla myös Sokos on pienentänyt tavaratalojen käytössä olevia tiloja viime vuosien aikana.

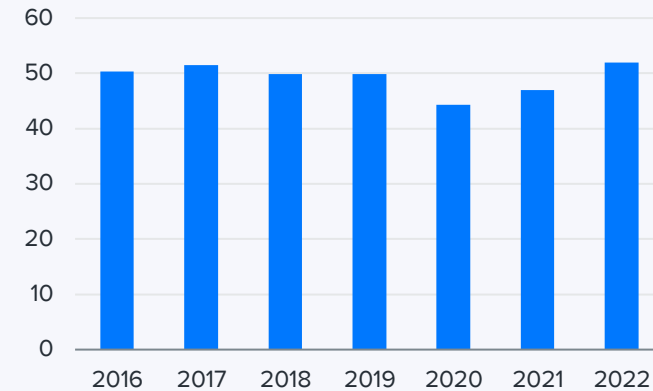
Muita kilpailijoita tavarataloille on esim. Prisma, K-Citymarket ja Tokmanni, mutta näiden tuoteportfolio eroaa merkittävästi Stockmannin tavarataloista esim. suuren päivittäistavaran suhteen. Myös kaikki yllä mainitut vaatteita myyvät liikkeet ovat tietystä suhteesta tavaratalojen kilpailijoita. Stockmann pyrkii erottautumaan kaikista näistä laajemmalla ja enemmän premium/luksusluokan tuotevalikoimalla.

Ruotsin ja Norjan muotimarkkina

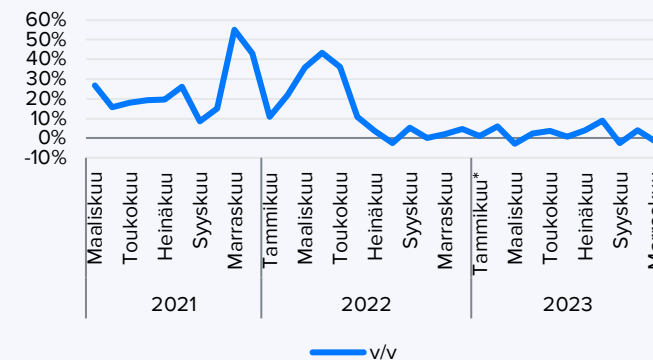
Lindexin päämarkkina on Ruotsi, jossa vaatemyynti koronaa edeltävinä vuosina oli noin 50 mrd. SEK ja se pysyi suhteellisen stabiilina. Täysin vertailukelpoisia lukuja ei viime vuosilta ole, mutta arvioimme myynnin ylittäneen viime vuonna 2019 tason ja jatkaneen tänä vuonna lievää kasvua. Uskomme tämän pääajurina olleen kuitenkin kustannusinflaatio, eikä volyymikasvu. Lindexin myynti Ruotsissa on ollut noin 3,5 mrd. SEK tasolla, jolloin sen markkinaosuus on arvioimme mukaan noin 7 %. Pääkilpailijoita ovat H&M, jonka arvioimme olevan markkinajohtaja (H&M:n myynti Ruotsissa 2022 oli reilut 8 mrd. SEK), KappAhl, joka on suurusluokaltaan Lindexin kokoinen sekä lukuisat muut toimijat (esim. Cubus, Gina Tricot, MQ Marqet, Zara jne.).

Lindex itse kertoo sen markkinaosuuden Ruotsissa olevan alusvaatteissa yli 20 %, lasten vaatteissa 16 %, mutta naisten muodissa vain 2 %.

Ruotsin vaatemarkkina (mrd. SEK)



Ruotsin vaatemarkkinan kehitys



Lähde: Svensk Handel, Inderes

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/4

Svensk Handelin keräämän tiedon mukaan vaateliikkeiden keskimääräinen liikevoittoprosentti Ruotsissa on ollut vain noin 3 % vuosina 2011-20. Tämä kuvaa alan erittäin tiukkaa kilpailua ja toisaalta suhteellisen vähäistä pääomatarvetta. Lindexin tunnetun brändin, suhteellisen ison koon, sekä omien brändien tukemana voi mielestämme olettaa, että Lindex pystyy ylittämään tämän tason (kuten on historiassa pystynyt). Kuten aiemmin mainitsimme, Lindexin keskimääräinen kannattavuus suunnilleen samalla jaksolla on ollut 8 % ja Ruotsissa selvästi tätä parempi.

Lindexin toiseksi suurimman markkinan Norjan osalta tilanne on pääkilpailijoiltaan samankaltainen. Lindex on suhteellisesti hieman pienempi kuin Ruotsissa ja sen markkinaosuus on 4-5 %. Samaan tasoon pääsee mm. KappAhl ja Dressman, markkinajohtajan ollessa H&M yli 10 %:n osuudella ja myös Cubus on Norjassa Lindexiä suurempi. Norjassa Lindexillä on omien lukujensa mukaan poikkeuksellisen suuri markkinaosuus naisten muodista (7 %), mutta alusvaatteissa ja lasten vaateissa jäädään myös alle 10 %.

Suomen markkina

Suomen markkina on relevantti niin Lindexille kuin ennen kaikkea tavarataloille. Tilastokeskuksen mukaan vaatemyynti Suomessa sekä ennen koronaa että vuonna 2022 oli noin 4 mrd. EUR vuodessa (ilman alv:a). Markkina kasvoi voimakkaasti 90-luvun lopun ja 2000-luvun alun, mutta on viimeiset 10 vuotta ollut 4 mrd. euron ympärillä. Arvioimme mukaan tämä ei ole metodologialtaan vertailukelpoinen luku edellä esitettyyn Ruotsin lukuun nähden ja siten myös

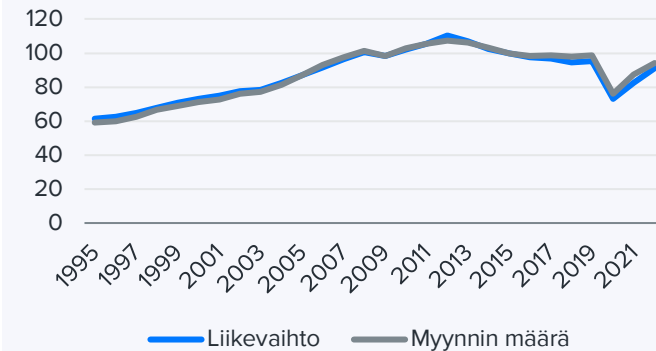
markkinaosuusarviomme ovat vain suuntaa antavia. Oikealla näkyvä liikevaihto ja myynnin määrä näyttää, että liikevaihto on kasvanut hitusen myynnin määrää hitaammin eli vaatemarkkinan inflaatio on Suomessa 1995-2022 ollut itse asiassa negatiivinen. Lindex on Suomessa selvästi pienempi kuin päämarkkinoillaan Ruotsissa ja Norjassa. Lindex kertoo itse hallitsevansa 12 % markkinaosuutta alusvaatteissa, 9 % lasten vaateissa, mutta vain 1 % naisten vaateissa. Suomessakin pääkilpailijat ovat edeltä tuttuja nimiä kuten H&M ja KappAhl.

Stockmannin tavaratalojen muotimyyntin arvioimme olevan Suomessa yli 100 MEUR ja markkinaosuuden 2 %:n luokkaa. Stockmannin pääkilpailija Suomessa on toinen merkittävä tavaratalo-etu eli S-ryhmän omistama Sokos. Kuten edellä todettu, kilpailukenttä on laaja ja erityyppisiä vaatemyyjiä on huomattava määrä.

Suomen kosmetiikkamarkkina on kosmetiikka- ja hygieniateollisuuden mukaan noin miljardi euroa. Arvioimme Stockmannin markkinaosuuden tästä olevan noin 5 %. Stockmannille relevanttien kodintuotteiden osalta emme ole löytäneet markkinadataa ja arvioimme Stockmannin markkinaosuuden kodintuotteista/käyttötavaroista kokonaisuutena olevan varsin pieni.

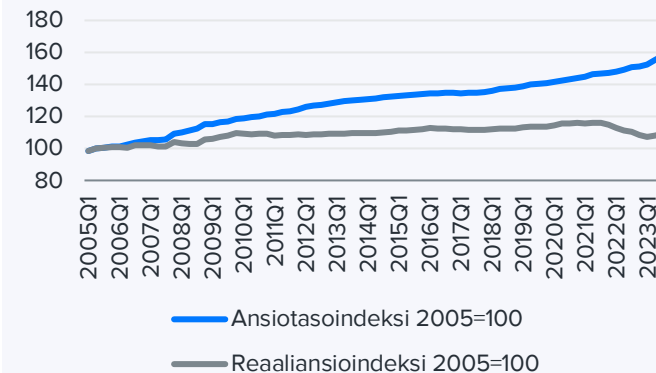
Suomi, Ruotsi ja Norja tuovat yli 80 % Stockmannin liikevaihdosta. Näiden maiden ulkopuolella yhtiön markkinaosuudet ovat pieniä, emmekä siksi ole arvioineet niitä tai kilpailijakenttää tarkemmin.

Suomen vaate- ja jalkinevyynti, 2015 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Ansiotasoindeksi, 2005 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Toimiala- ja markkinakatsaus 4/4

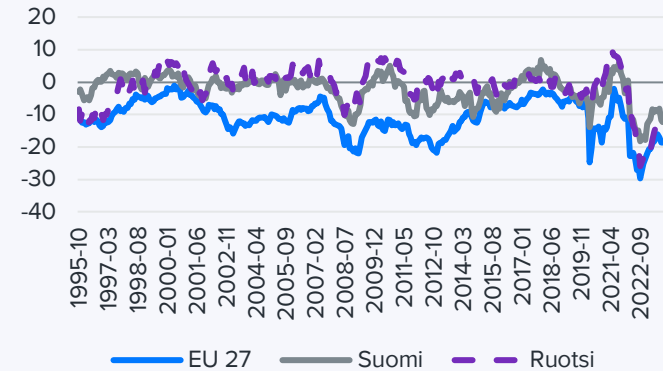
Kuluttajien paine helpottanut, mutta pikaista nousua tuskin on luvassa

Viimeisen parin vuoden inflaation nopea kiihtyminen ja korkojen nousu on aiheuttanut kovaa painetta kuluttajien ostovoimaan. Tämä on näkynyt kuluttajien luottamuksen tippumisena ajoittain ennätysalhaisiin lukemiin. Vaikka kuluttajaluottamus on toipunut heikommilta tasoiltaan, on se edelleen historiallisiin tasoihin nähden matalalla (ks. kuva oikealla). Ostovoima laski selvästi etenkin vuoden 2022 aikana, mutta on tänä vuonna kääntynyt nousuun (ks. kuvaaja Suomen osalta edellisellä sivulla) palkankorotusten ja hidastuvan inflaation myötä. Ostovoima on kuitenkin edelleen matalampana kuin muutamaan vuoteen ja heikohko taloustilanne pitää kuluttajat varovaisina.

Markkinaympäristö on siis Stockmannille lähitulevaisuudessa nihkeä, joskin mitään merkittävää muutosta huonompaan ei mielestämme ole luvassa. Koronan loppuminen tuki mielestämme vaatemyyntiä vuonna 2022, ainakin tavaratalojen valikoimaan kuuluvien juhla- ja työvaatteiden osalta, joka voi vielä näkyä rauhallisempina kysyntänä lähiaikoina. Emme kuitenkaan näe tästäkään merkittävää vaikutusta.

Pidemmälläkään aikavälillä emme usko markkinakasvun olevan kuin 0-2 % Stockmannin tuoteryhmissä, sillä alalla on voimakas hintapaine ja kilpailu, eikä volyymikehityskään ole ajanut Pohjoismaissa markkinaa merkittävästi ylöspäin viimeisen 10 vuoden aikana. Selkeän kasvun saamiseksi yhtiön pitää siis nähdäksemme laajentua ja/tai voittaa markkinaosuuksia.

Kuluttajaluottamus edelleen matalalla



Lähde: Eurostat

Suomen kuluttajahintaindeksin vuosimuutos, %



Lähde: Tilastokeskus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4 - Lindex

Lindexin strategiset tavoitteet



Kasvun vauhdittaminen



- Lindex pyrkii kasvamaan nykyisillä ja uusilla markkinoilla sekä nykyisissä että uusissa kanavissa vahvan ja erottuvan tarjoaman avulla.

Kestävään liiketoimintaan siirtyminen



- Lindex jatkaa vastuullisuuteen liittyvää transformaatiotaan, joka tarjoaa monia liiketoimintamahdollisuuksia, kuten kasvua uusien kiertotalouteen liittyvien liiketoimintamallien kautta.

Kustannusten ja kasvun erottaminen toisistaan



- Lindex jatkaa tehokkuuden parantamista ja kasvun mahdollistamista hyödyntämällä digitalisaatiota myymälöissä, logistiikassa, hankinnassa ja prosesseissa kaiken kaikkiaan.

Inderesin kommentit Lindexin strategisista tavoitteista

- Lindexin päämarkkinoilla (Pohjoismaat) vaatemarkkinan kasvu on arviomme mukaan pientä ja Lindexillä on jo varsin vahva markkina-asema. Siten näemme päämarkkinoilla kasvupotentiaalin rajallisena
- Yhtiöllä on jo hyvä ja kannattava liiketoiminta Pohjoismaiden ulkopuolella sekä omien kauppojen, omien verkkokauppojen että kolmansien osapuolien verkkokauppojen kautta
- Uskomme uuden jakelukeskuksen mahdollistavan kasvun jatkossa etenkin verkkokaupassa, joka tukee kansainvälistä kasvua
- Yhtiöllä on käsityksemme mukaan hyvä osaaminen etenkin alusvaatteissa. Niiden tuominen verkkokauppaan on kuitenkin hieman muita tuotteita vaikeampaa

- Lindex on aiemminkin puhunut kestävään liiketoimintaan siirtymisestä. Yhtiö on vähentänyt päästöjään viime vuosina ja tavoittelee 2030 mennessä merkittäviä lisävähennyksiä. Myös kierrätysmateriaalien käyttöä on lisätty. Konkreettiset toimet varsinaisen liiketoimintamallin muuttamisen suhteen ovat kuitenkin vielä vähäisiä.
- Uskomme yhtiöllä olevan mahdollisuuksia esim. käytettyjen vaatteiden myynnissä tai joltain osin esim. vaatteiden vuokrauksessa. Toisaalta yhtiön perinteiseen tuoteryhmään, alusvaatteisiin, nämä mallit toimivat huonosti
- Näemme Lindexin kaltaisen suurien volyymejä ja edullista muotia myyvän yhtiön kohtaavan myös haasteita jos sääntely ja/tai kuluttajatottumukset vaativat esim. kestävämpiä tuotteita

- Lindex on pystynyt jo viime vuosina merkittävästi parantamaan kannattavuuttaan ja on jo lähellä pitkän aikavälin taloudellista tavoitetta (josta lisää seuraavalla sivulla)
- Uusi logistiikkakeskus tulee tehostamaan toimintoja entisestään, joskin vaikutuksen odotetaan näkyvän vasta vuonna 2026
- Mikäli yhtiö onnistuu jatkamaan kasvua digitaalisissa kanavissa, sen pitäisi tukea kannattavuutta, kun myynnin kasvu ei vaadi kauppoihin liittyvien kulujen kasvua
- Toisaalta jos kivijalkakauppojen myynti vähenee oleellisesti, edelleen vahvasti kauppoihin nojaava Lindex voi kohdata haasteita toimintansa/kulujensa sopeuttamisessa. Tätä helpottaa lyhyet vuokrasopimukset (keskimäärin alle 2v).

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4 - Lindex



Taloudelliset tavoitteet (annettu marraskuussa 2023)

Vuotuinen liikevaihdon kasvu 3-5 % paikallisissa valuutoissa (keskipitkällä aikavälillä)

- Lindex on yhtiön mukaan kasvanut noin 4 % 2019 alkaen verrattuna viimeiseen 12 kuukauteen. Tähän tosin sisältyy viime vuosien voimakas inflaatio
- Tätä ennen Lindexin historiallinen kasvu on ollut vain noin 1 % luokkaa
- Näemme tavoitteen realistisena, mutta uskomme Lindexin lähivuosina olevan sen alalaidassa
- Keskipitkä aikaväli tarkoittaa 3-4 vuotta

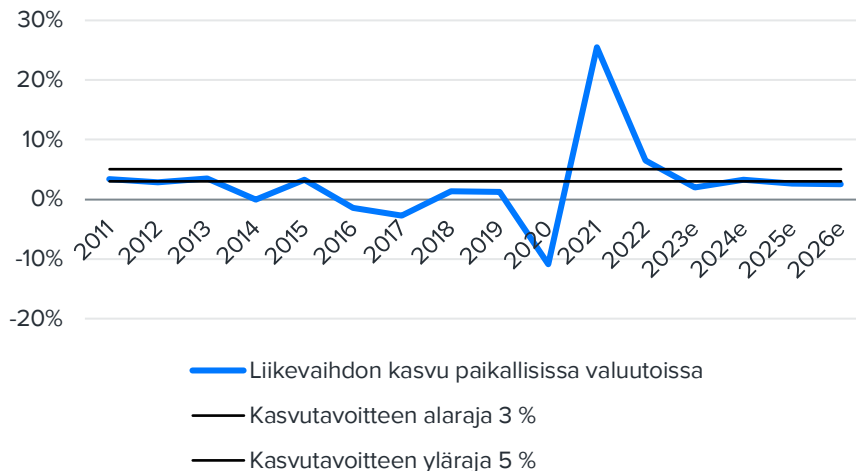
Oikaistu liikevoittomarginaali 15 % (pitkällä aikavälillä)

- Lindexin kannattavuus on historiassa ollut noin 8 % kuten aiemmin kerrottu, mutta 2022-23 14-15 % eli lähes tavoitetasossa
- Yhtiön tavoite on pitää nykyinen kannattavuus (noin 14 %) lähivuosina ja pitkällä aikavälillä (noin 5 vuotta) yltää 15 %:iin. Tavoitteena tämä on looginen, ottaen huomioon nykyinen vahva kannattavuustaso
- Ennusteissamme Lindexin marginaali on lähivuosina vain 11-12 % lähinnä kilpailun ja kasvun vaatimien panostusten takia

Digitaalisen myynnin osuus 30 % liikevaihdosta (keskipitkällä aikavälillä)

- Lindexin digitaalisen myynnin osuus kasvoi vahvasti korona-aikana ja on tällä hetkellä noin 18 %, hieman koronavuosien tasoa matalampi
- Uskomme sekä markkinatrendin että yhtiön omien toimien tukevan digitaalisen myynnin osuuden nousua jatkossa. 30 % tavoite 3-4 vuodessa on kuitenkin mielestämme haastava
- Digitaalinen myynti on yhtiön mukaan kaappoja kannattavampaa, mutta mielestämme jako on osin keinotekoinen

Lindexin liikevaihdon kasvutavoite



Lindexin liikevoitto-% tavoite



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4 – Stockmann-divisioona

Stockmann-divisioonan strategiset tavoitteet



Tarjoaman kehittäminen



- Stockmann-divisioona vahvistaa asemaansa edelleen premium- ja luksuskategorioissa lisäten samalla uusia brändejä, täydentäviä tuotekategorioita ja palveluja sekä kehittämällä tarjoamansa vastuullisuutta. Helsingin tavaratalon rooli on tässä keskeinen.

Kanta-asiakaskunnan kasvattaminen ja hyödyntäminen



- Stockmann jatkaa kanta-asiakasohjelmansa kehittämistä aktivoimalla entisestään 1,4 miljoonan henkilön kanta-asiakaskuntaansa sekä hyödyntääkseen data- ja personointikyvykkyyksiä entistä paremmin.

Saumattoman monikanavaisen asiakaskokemuksen varmistaminen



- Stockmann varmistaa saumattoman monikanavaisen asiakaskokemuksen kehittämällä tavaratalojaan, vauhdittamalla verkkokaupankäyntiä ja investoimalla digitalisaatioon ja automaatioon.

Inderesin kommentit Stockmann-divisioonan strategisista tavoitteista

- Stockmann on jo saneerausohjelmassa (alkuvuonna 2021) päättänyt suunnata enemmän kohti premium-kategoriaa. Tämä kuulostaa sinällään järkevältä, mutta epäilemme, että yhtiön verkosto/myyntipinta-ala on liian laaja selvemmin vain kalliimpiin kategorioihin keskittyneelle kaupalle
- Yhtiö korostaa Helsingin tavaratalon roolia, joka voi viitata siihen, että pienemmistä tavarataloista ajan mittaan osin luovuttaisiin. Tämä sopisi mielestämme huomioomme liian laajasta verkostosta.
- Tarjoaman/tuoteportfolion kehittäminen on jatkuvaa työtä, jossa Stockmann ei ole mielestämme onnistunut viime vuosina, sillä myynti on ollut laskusuunnassa

- Kanta-asiakkaiden määrä ja hyödyntäminen on ollut jo pitkään yksi Stockmannin teemoja, kuten monella muullakin kuluttajayhtiöllä
- Emme näe tämän suhteen saatavan mitään isompaa muutosta aikaan, joka heijastuisi oleellisella tavalla Stockmannin numeroissa

- Stockmann oli viime vuosikymmenellä selvästi jäljessä verkkokaupan kehityksessä, mutta käsittääksemme viime vuodet se on ollut suhteellisen toimiva
- Monikanavaisuus on käytännössä vaatimus nykyajan muoti/tavaratalokaupassa, emmekä näe Stockmannilla tässä suhteessa mitään kilpailuetua tai toisaalta merkittävää parannusaskelta
- Käsityksemme mukaan yhtiö ei myöskään ole panostamassa merkittävästi esim. investointien kautta Stockmann-divisioonaan

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4 – Stockmann-divisioona



Taloudelliset tavoitteet (annettu marraskuussa 2023)

Liikevaihdon kasvu markkinakasvun mukaisesti (keskipitkällä aikavälillä)

- Stockmann-divisioonan liikevaihto on ollut pitkään rakenteellisella laskutrendillä
- Yhtiö ei ole antanut arviota markkinakasvusta, mutta uskomme sen olevan vaatimaton
- Ennusteissamme Stockmann-divisioonan liikevaihto jatkaa laskua lähivuosina, lähinnä myyntipinta-alan pienentymisen takia

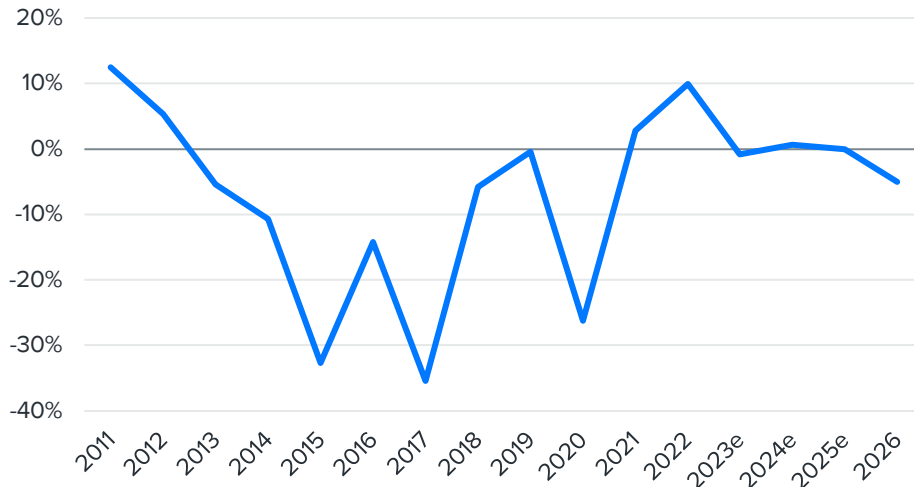
Oikaistu liikevoittomarginaali 5 % (keskipitkällä aikavälillä)

- Liiketuloksen osalta pitää huomioida, että merkittävä osa vuokratuloja näkyy vasta rahoituskuluissa IFRS 16:n takia. Näin ollen arvioimme, että 5 % marginaali tarkoittaa noin nollatulosta nämä vuokratulot huomioiden. Tätä voisi pitää vähimmäisvaatimuksena mille tahansa liiketoiminnalle
- Stockmann-divisioona (ja sen edeltäjät) ovat tehneet tappiota jo vuosikymmenen, ennustamme liikevoitoksi nollatasoa lähivuosina

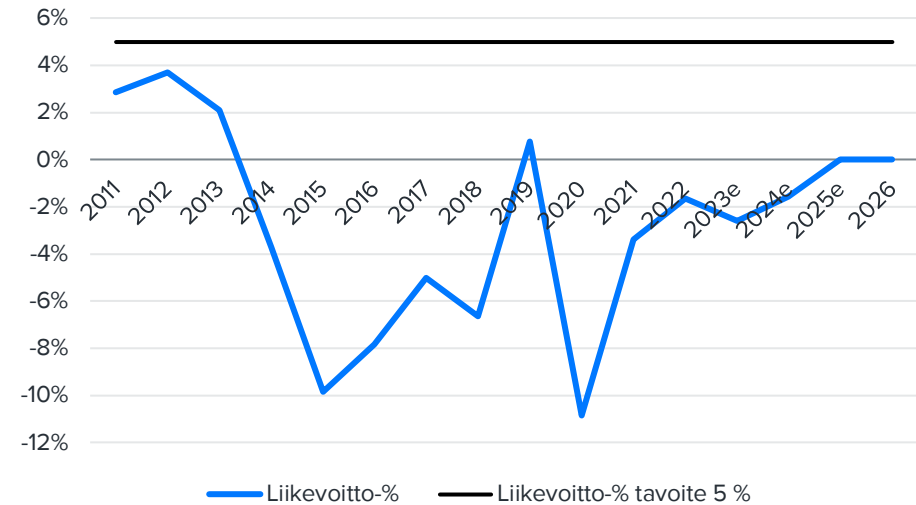
Positiivinen vapaa kassavirta (keskipitkällä aikavälillä)

- Tämä tavoite sopii mielestämme hyvin yhteen marginaalitavoitteen kanssa, sillä poistot ovat oletuksemme mukaan lähellä investointitasoa
- Ennustamme kuitenkin kassavirran pysyvän negatiivisena lähivuosina heikosta tulostasosta johtuen

Stockmannin liikevaihdon kasvu



Stockmannin liikevoitto-% tavoite



Historiallinen kehitys ja yrityssaneeraus 1/2

Tavaratalot ovat olleet Stockmannin keskiössä läpi historian, mutta eivät enää

Stockmann perustettiin 1862 ja siitä lähtien yhtiö on tehnyt tavaratalotyypistä liiketoimintaa, vuodesta 1922 lähtien nykyisellä paikalla Helsingin keskustassa. Tavaratalot laajenivat myös ulkomaille, vuonna 1989 Venäjälle ja sen jälkeen Viroon ja Latviaan. Venäjän toiminnot myytiin tappiollisina vuonna 2016 ja siellä omistettu kiinteistö vuonna 2019. Yhtiössä on ollut kuitenkin monenlaista muutakin liiketoimintaa vuosien varrella kuten Akateeminen kirjakauppa (1930-2015), autokauppa (1955-2006), päivittäistavarakauppa Sesto (1955-1999) postimyyntiyhtiö Hobby Hall (1985-2016) sekä vaateketju Seppälä (1988-2015). Näitä kaikkia, kenties autokauppa pois lukien, leimaa myyntihetkellä heikko kannattavuus eli ostetut yhtiöt eivät ole ainakaan pidemmän päälle menestyneet osana Stockmannia. Tavaratalojen lisäksi nykyisin konserniin kuuluva Lindex ostettiin vuonna 2007.

Stockmann kääntyi tappiolliseksi vuonna 2014 johtuen sekä tavaratalojen että Seppälän heikentyneestä tuloksesta. Kulusäästöillä ja heikompia osia myymällä Stockmannin onnistui kääntämään liikevoiton positiiviseksi vuosina 2018-19, mutta nettotulos pysyi tappiolla. Koronapandemian iskettyä kysyntään yhtiö (tarkemmin ottaen Stockmann Oyj eli Suomen tavarataloja pyörittävä konsernin emoyhtiö) hakeutui yrityssaneeraukseen huhtikuun 2020 alussa turvatakseen rahoituksensa. Jälkiviisaana voi tosin todeta, että koronan ensimmäisen aallon helpotettua jo touko-kesäkuussa 2020, Stockmannin kassavirta pysyi lopulta kohtuullisen

hyvänä myös vaikeimmat korona-ajat.

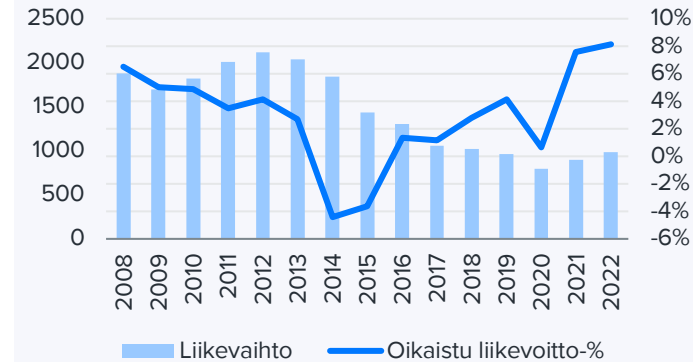
Yrityssaneerauksen vaikutukset

Helsingin käräjäoikeus vahvisti helmikuussa 2021 Stockmannin saneerausohjelman, joka on kestoaltaan kahdeksan vuotta. Saneerausohjelma määrittelee miten Stockmannin liiketoimintaa voidaan toteuttaa tänä aikana ja saneerausohjelman toteutumista valvotaan. Stockmann pyrkii lopettamaan saneerauksen niin pian kuin se on mahdollista. Käytännössä tämä hetki koittaa, kun kaikki tällä hetkellä riidanalaiset velat on jollain lailla päätetty/sovittu ja kaikki saneerausvelat maksettu. Näistä tarkemmin myöhemmin.

Saneerausohjelman keskeiset kohdat ovat:

- Saneerausohjelma perustuu siihen, että yhtiö jatkaa tavarataloliiketoimintaa kaikissa nykyisissä tavarataloissa. Lindexin liiketoiminta jatkuu kiinteänä osana konsernia ja sen kassavirrat tukevat saneerausohjelman maksujen suorittamista.
- Yhtiö myy kiinteistönsä Helsingin keskustassa, Tallinnassa ja Riiassa. Tulot käytetään vakuusvelkojen maksuun. Tämä on toteutettu H122 aikana ja vakuusvelat maksettu kokonaisuudessaan pois.
- Tavaratalojen vuokrasopimukset neuvoteltiin uudelleen
- Hybridilainoista leikattiin 50 % ja loput 50 % konvertoitiin osakkeiksi tai leikattiin. Tämä toteutettiin kesällä 2021
- Yhtiön A ja B osakesarjat yhdistettiin siten, että yhdellä A-osakkeella sai 1,1 B-osaketta

Stockmannin liikevaihto (MEUR) ja kannattavuuskehitys



Lähde: Stockmann

Historiallinen kehitys ja yrityssaneeraus 2/2

- Vakuudettomien velkojen osalta 20 % konvertoidaan osakkeiksi vaihtokurssilla 0,9106 euroa tai leikataan ja lopulle 80 % on kahdeksan vuoden maksuohjelma. Halutessaan velkoja voi konvertoida tämän 80 % osuuden vuonna 2026 erääntyvään joukkovelkakirjalainaan, josta ei saa korkoa ja jonka vakuutena ovat Lindexin osakkeet. Pääosa velkojista onkin tarttunut tähän mahdollisuuteen. Koska uusi joukkovelkakirja ei ole saneerausvelkaa, sen pois maksaminen ei ole ehto saneerauksen lopettamiselle

Kiistanalaiset velat ja saneerausvelkojen tilanne

Q323 lopussa Stockmann oli maksanut kaikki vakuudelliset saneerausvelat sekä riidattomat vakuudettomat saneerausvelat. Myös muut saneerausohjelman mukaiset toimenpiteet on suoritettu. Vuokrasopimusten irtisanomisiin liittyy kiistanalaisia saamia, jotka on selvitettävä ennen kuin saneeraus voidaan päättää. Q323 lopussa kiistanalaisia vaatimuksia oli neljä ja niiden arvo oli yhteensä 52 MEUR. Fennian vaatimuksen osalta (12 MEUR) on tosin saavutettu sovinto, mutta sitä ei ole vielä vahvistettu, eikä sovintosummaa julkistettu. Saneerausohjelman selvittäjä on kiistänyt vaatimukset ja pitää perusteltuna maksaa vuokrat 18 kuukaudelta, eikä kaikilta vuokrasopimuksen jäljellä olevilta vuosilta. Asiaan liittyviä prosesseja on menossa eri oikeusasteissa.

Elokuussa 2022 välimiesoikeus tuomitsi Stockmannin korvaamaan 19,3 MEUR LähiTapiolalle, joka oli selvästi enemmän kuin saneerausohjelmassa vahvistettu 3,5 MEUR, joskin myös selvästi alle LähiTapiolan vaatiman 43 MEUR. Stockmann on riitauttanut välimiesoikeuden

päätöksen käräjäoikeudessa, eikä oikeus ole vahvistanut 19 MEUR:n summaa saneerausvelaksi. Tästä on jo maksettu saneerausohjelmassa vahvistettu 3,5 MEUR.

Stockmann on tehnyt riidanalaisiin saataviin liittyen yhteensä 18 MEUR varauksen taseeseensa. Tämä vastaa nähdäksemme käteisellä maksettavaa osuutta (80 % kokonaisvelasta), jonka lisäksi 20 % veloista maksettaisiin osakkeilla. Uusia osakkeita tulee siten arviomme mukaan noin 5m. Uskomme siis yhtiön tekemän varauksen olevan oikean suuruinen, mutta sen lisäksi tulee huomioida noin 3 %:n diluutiovaikutus. Huomioimme nämä ennusteissamme jo vuoden 2023 luvuissa, vaikka tänä vuonna tuskin käytännössä enää muita kuin mahdollisesti Fennian jo sovittu kante tullaan maksamaan. Tämä kuitenkin tuo esiin riidanalaisien velkojen vaikutuksen taseeseen ja arvostuskertoiimiin kaikille ennustevuosille, jota pidämme selkeyden vuoksi hyvänä.

Velkasumman vahvistuttua velkoja voi muuntaa 80 % osuuden myös joukkovelkakirjaksi, jolloin se ei ole enää saneerausvelkaa. Nykyisessä tilanteessa Stockmann tosin maksanee kaikki vahvistetut saneerausvelat mahdollisimman pian pois, joten jvk:si konvertointi ei velallisen kannalta olisi mielestämme tässä tilanteessa järkevää.

Stockmann neuvottelee sovintoratkaisusta kaikkien osapuolien kanssa ja uskomme, että vuoden 2024 aikana saneerausprosessi voidaan päättää. Tämä tapahtuu käytännössä sopimalla kiistanalaisia velkoja ja mahdollisesti laittamalla rahaa sulkutilille kattamaan riidanalaiset velat. Oikeusprosessit sinällään voisivat kestää uskoaksemme vielä useamman vuoden, etenkin LähiTapiola-juttu.

Kiistanalaiset velat

Kiistanalainen vaatimus, MEUR

Nordika II SHQ Oy	13
Fennia*	8
Tampereen seudun OP	15
LähiTapiola	16
Yhteensä	52

Lähde: Stockmann *Sovintoratkaisu vireillä

Velat Stockmannin taseessa, Q323

MEUR

Vuokravelat	549
Korollinen velka (jvk-laina)	72
Raportoitu bruttovelka	621
Käteinen	108
Raportoitu nettovelka	513
Nettovelka ilman vuokravelkoja	-36
Varaus riidanalaisista veloista	18
Nettovelka varaus huomioiden	-18

Lähde: Stockmann

Taloudellinen tilanne

Logistiikkakeskus kasvattaa muutoin melko staattista tasetta

Stockmannin myytyä kiinteistönsä, sen taseessa on varsin vähän käytössä olevaa kiinteää omaisuutta, alle 50 MEUR. Lindexin rakenteilla oleva logistiikkakeskus on kuitenkin jo nyt tasearvoltaan 70 MEUR ja tulee olemaan yhteensä noin 110 MEUR valmistuessaan ensi vuonna. Taseen loppusumma on noin 1250 MEUR. Tästä lähinnä Lindexiin liittyvä liikearvo (240 MEUR) ja muut aineettomat erät vastaavat noin 30 % ja vuokravastuista syntyvät käyttöoikeusomaisuuserät yli 30 % taseen loppusummasta. Loppu on pääosin varastoja (reilut 190 MEUR Q322 lopussa) ja käteistä (108 MEUR Q3 lopussa). Lindexin erinomaisen tulokunnan ja 2020 lopussa tehdyn liikearvon alaskirjauksen (250 MEUR) ansiosta, emme näe tällä hetkellä riskiä liikearvon alaskirjaukselle.

Stockmannin käyttöpääoma on kokonaisuutena varsin matala, sillä kuluttajaliiketoiminnalle tyypillisesti sen saatavat ovat pienet. Ostovelat ovat hieman varastoja pienemmät ja nettokäyttöpääoma hieman positiivinen.

Taseen vastattavaa puolella Stockmannilla on omaa pääomaa vajaat 30 % taseen loppusummasta. Tämä on omavaraisuusasteeksi suhteellisen alhainen, mutta huomioiden vuokravelkojen suuri määrä ja toisaalta taseen nettokassa-asema ilman vuokravelkoja, yli 20 % taso on mielestämme riittävä. Vuokravelat puhdistettuna omavaraisuus olisi yli 50 %, joka on hyvä taso. Stockmannin ainoa rahoitusvelka on tällä hetkellä 72 MEUR suuruinen joukkovelkakirja, joka erääntyy 2026 ja jolle

maksetaan 0,1 % vuotuista korkoa. Uskomme yhtiön maksavan tämän lainan pois saneerausprosessin loputtua.

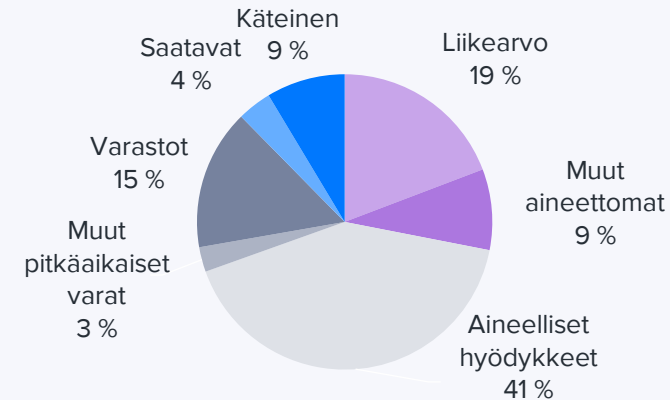
Kaiken kaikkiaan tase on hyvässä kunnossa, vuokrasopimukset pois lukien nettokassan puolella. Toisaalta Lindexin varastoinvestointi tulee syömään yhtiön käteisvaroja lähivuosina. Varasto voidaan kuitenkin valmistuessaan myydä ja takaisinvuokrata, joka vapauttaisi pääomia ja keventäisi tasetta. Osinkojen jako ei ole mahdollista ennen kuin saneerausprosessi on viety loppuun. Uskomme myös, että Stockmann haluaa tulevaisuudessa pitää taseensa vahvana, jopa nettokassalla, jolla se ennusteissamme säilyykin.

Tasetta vaikea tehostaa, pääoman tuoton muutokset enemmän tuloksen varassa

Pääoman tuotto määräytyy kannattavuuden ja pääoman kierron avulla. Pääoman kierron parantaminen vaatii isompaa liikevaihtoa samalla taseella tai taseen pienentämistä. Stockmannin taseen koostumus huomioiden, emme näe sillä merkittävää tehostamisvaraa taseessa, paitsi asteittain tavaratalojen vuokrasopimusten lyhetessä. Toisaalta uusi logistiikkakeskus kasvattaa tasetta ja näin heikentää pääoman tuottoa. Näin ollen pääoman tuoton parantaminen on mielestämme pääosin liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden kehityksen varassa.

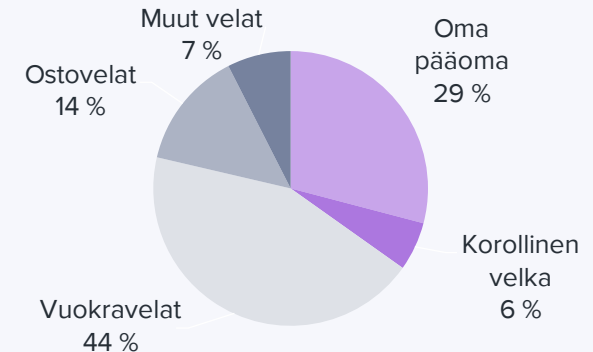
Toisaalta Stockmannin (maltillinen) kasvu ei vaadi juurikaan lisää pääomia (Lindexin investoinnin jälkeen), joten kasvun aikaansaaminen olisi pääoman käytön ja tuoton mielessä erittäin positiivista.

Taseen varat, Q323



Lähde: Inderes

Taseen velat, Q323



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/6

Ennustamme kahden divisioonan kautta

Mallinamme Stockmannia sen kahden divisioonan eli Lindexin ja Stockmann-tavaratalojen kautta. Yhtiö raportoi divisioonittain liikevaihdon, bruttokatteen ja liiketuloksen neljänneksittäin, joista pystyy laskemaan myös kiinteät kulut. Tämä antaa kohtuullisen hyvän pohjan mallintaa tulosta.

Kuten toimialaosuudessa käy ilmi, Stockmannin päämarkkinat ovat historialliselta kehitykseltään varsin tasaisia. Liikevaihdon suhteen pääosassa ovat siis mielestämme yhtiön omat toimet ja kilpailukyky. Tuloskehityksen osalta historiallinen kehitys on taas varsin ailahtelevaa molempien divisioonien osalta, joskin Lindex on pysynyt koko ajan voitollisena ja tavaratalot liikkuneet lähinnä negatiivisilla liiketulostasoilla viimeiset 10 vuotta.

Yleisellä tasolla katsottuna uskomme, että Lindexin 2021-23 tulostaso on poikkeuksellisen hyvä, eikä yhtiö tule tekemään yhtä hyvää tulosta lähivuosina. Tavaratalojen uskomme parantavan tulostaan hieman ja pääsevän nollatason liikevoittoon 2025 mennessä, joka tarkoittaa kuitenkin edelleen selvästi negatiivista kassavirtaa.

Lindex ennätysvedossa tänä vuonna

Stockmann tarkensi marraskuussa liikevaihto-ohjeistustaan ja odottaa nyt koko vuoden liikevaihdon olevan 940-970 MEUR, kun viime vuoden liikevaihto noin 980 MEUR. Oikaistun liikevoiton Stockmann ohjeistaa olevan 75-90

MEUR, kun viime vuoden taso oli 80 MEUR. Yhdeksältä kuukaudelta Stockmannilla on kasassa 50 MEUR oik. liikevoittoa eli Q4 odotus on nyt 25-40 MEUR, edelleen varsin laeva haarukka yhdelle kvartaalille. Se kertoo kuitenkin yhtiön odottavan parannusta viime vuoden Q4:stä, joka oli 26 MEUR.

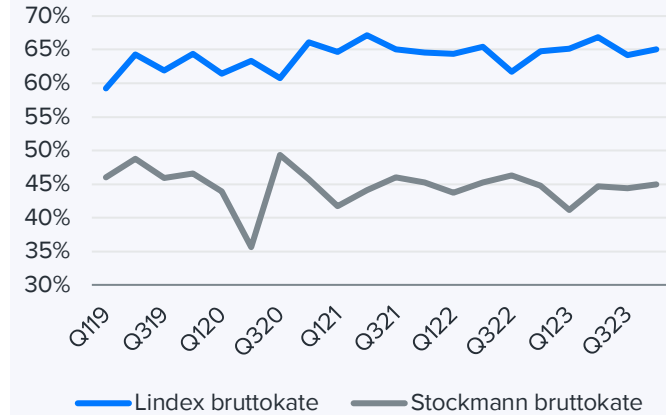
Ennustamme Lindexin oikaistun liiketuloksen yltävän ennätyskorkealle 94 MEUR:n tasolle vuonna 2023 ja tavaratalojen tuloksen heikkenevän hieman -8 MEUR:oon. Q4:n osalta, joka enää on tätä vuotta jäljellä, näemme kuitenkin molempien divisioonien tuloksen paranevan viime vuodesta kuten ohjeistus viittaa. Tätä tukee pieni kasvu paikallisissa valuutoissa ja hyvä kiinteiden kulujen hallinta.

2024 tulos laskee ennusteillamme

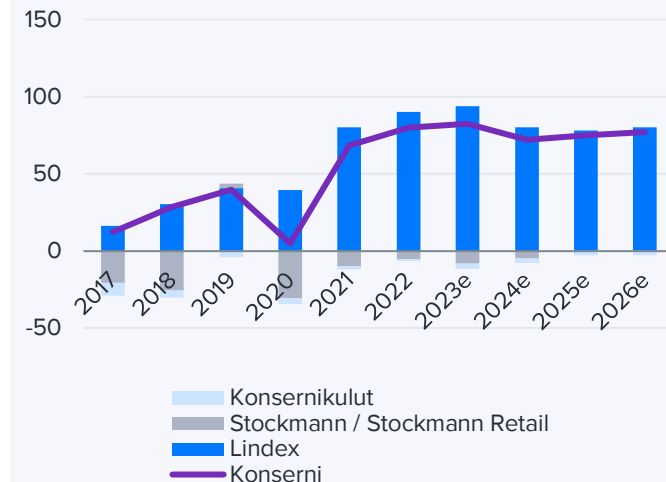
Lindexin osalta ennustamme tuloksen laskua vuonna 2024. Tämä johtuu lähinnä odotuksestamme bruttokatteen laskusta. Lindexin liikevaihdon näemme 2023 kasvavan 3 % euromääräisesti, kun valuuttojen vastatuuli helpottaa ja uskomme yhtiön myynnin paikallisissa valuutoissa jatkavan kasvutrendillä.

Lindexin bruttomarginaali on historiallisesti liikkunut 62-63 %:n tasoilla, kun se 2021-23 on ollut noin 65 %. Odotamme marginaalin normalisoituvan viime vuosia alemmalle, mutta historiallista tasoa korkeammalle tasolle, 63,5 %:iin ensi vuonna.

Kvartaalikohtaiset bruttokatteet



Oikaistun liikevoiton kehitys, MEUR



Ennusteet 2/6

Kiinteiden kulujen hallinnassakin Lindex on onnistunut viime vuosina erinomaisesti. Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat 2022-23 olleet 50,5 %, kun historiallinen keskiarvo Lindexille on noin 55 %. Odotamme tässä pientä nousua reiluun 51 %:iin ensi vuonna mm. kasvupanostusten takia.

Tämän lopputuloksena Lindexin oikaistu liike-tulos laskee 79 MEUR:n tasolle vuonna 2024, joka tarkoittaa yli 12 %:n liikevoittomarginaali. Tämä on edelleen erittäin hyvä taso yhtiön historiaan ja useimpiin kilpailijoihin nähden.

Stockmann-tavaratalojen osalta ennustamme liikevaihdon pysyvän karkeasti tämän vuoden tasolla vuonna 2024. Tähän vaikuttaa hieman negatiivisesti keväällä 2023 pienentynyt Itiksen tavaratalon myyntipinta-ala ja toisaalta näemme kuluttajakäynnin kasvun ensi vuonna vaatimattomana.

Stockmann-divisioonan bruttomarginaalin odotamme toipuvan 45 %:n tasolle, kun alennusmyyntien määrä laskee. Kiinteiden kulujen suhteessa liikevaihtoon odotamme pysyvän suunnilleen tämän vuoden tasoilla myös 2024 eli noin 46,5 %.

Ennustamme tavaratalojen oikaistun liikevoiton olevan noin -5 MEUR 2024. Koko konsernin osalta tämä tarkoittaa oikaistun liike-tuloksen laskua noin 71 MEUR:oon. Stockmann-divisioonan osalta on syytä muistaa, että merkittävä osa vuokratuloista näkyy vasta rahoituskuluissa ja siten todellinen operatiivinen tulos ja kassavirta ovat ennusteissamme edelleen selvästi tappiolla.

Liiketuloksen alapuolella ei isoja muutoksia

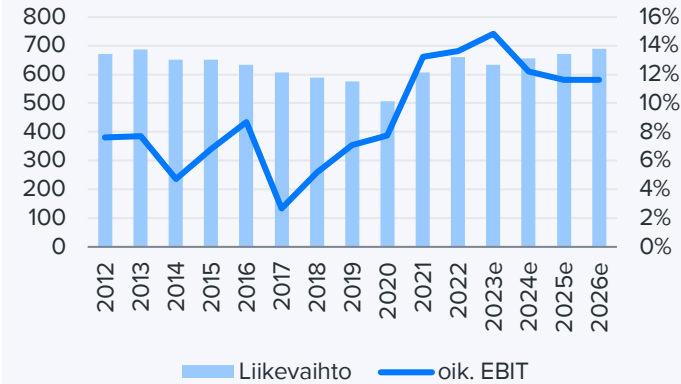
Stockmannin myytyä Helsingin kiinteistö 2022 keväällä sen rahoituskulut nousivat selvästi kun IFRS 16:n mukainen vuokratulo jakautuu osittain rahoituskuluihin. Tuloslaskelmassa olevat vuokratulot (poistot + rahoituskulut) ovat käsityksemme mukaan kokonaisuudessaan suunnilleen kassavirtavaikutusta vastaavalla tasolla. Todellisia korkokuluja Stockmannilla ei käytännössä ole, sillä ainoa varsinainen rahoituslaina on joukkovelkakirja, jonka korko on 0,1 % vuodessa. Veroasteen odotamme olevan noin 21 %, samaa tasoa kuin 2022-23. Kaiken kaikkiaan tämä johtaa 32 MEUR nettotulokseen tai 0,20 euron osakekohtaiseen tulokseen vuonna 2024. Ennusteissa on huomioitu riidanalaisista saneerausveloista odottamamme diluutiovaikutus, joka on kuitenkin vain 3 %.

Tulos ylöspäin 2025-26

Vuosina 2025-27 uskomme Lindexin pystyvän kasvamaan noin 3 % vuodessa eli tavoitteensa alarajan mukaisesti, kun taas tavaratalojen puolella uskomme liikevaihdon pysyvän paikallaan 2025 ja laskevan 2026 myyntipinta-alan pienemisen myötä (oletamme ainakin Itiksen tavaratalon sulkeutuvan kokonaan).

Bruttomarginaalin osalta ennustamme Lindexin tasoittuvan 63,5 %:n tasoon ja Stockmann-divisioonan 45 %:iin tulevinakin vuosina. Kiinteiden kulujen suhteessa liikevaihtoon odotamme nousevan hieman Lindexissä ja laskevan Stockmann-divisioonassa.

Lindexin liikevaihto ja liikevoittomarginaali, MEUR



Tavaratalojen liikevaihto (MEUR) ja kannattavuuskehitys



Ennusteet 3/6

Lindexin siirtyminen uuteen logistiikka-keskukseen loppuvuonna 2024 ja H125 aikana voi aiheuttaa hieman ylimääräisiä kuluja (joskin päällekkäisten kulujen osalta on jo tehty varaus). Odotamme Lindexin liikevoiton olevan 2025-26 noin 80 MEUR ja Stockmann-divisioonan nollatasoa, jolloin konsernitasolla tulos on 75-80 MEUR.

Lindexin tulostasoa voi hahmottaa myös historian perusteella mielestämme karkeasti näin:

- Pohjoismaiden liiketuloksen historiallinen keskiarvo (2009-17) 50 MEUR
- IFRS 16 vaikutus (2019 alkaen) 5 MEUR
- Franchise-toiminta ja kolmansien osapuolien verkkokauppa 5 MEUR yli historiallisen keskiarvon (sisältyy Ruotsin tulokseen, mutta oli pientä jaksolla 2009-17)
- Pohjoismaiden ulkopuolinen liiketulos 10 MEUR (nykytaso)
- Liikevaihdon kasvu 5-10 MEUR

Tällä päästään noin 75-80 MEUR tasoon, jota ennustamme Lindexille lähivuosina.

IFRS 16 mukaiset rahoituskulut todennäköisesti lähtevät loivaan laskuun, kun Stockmannin vuokrasopimukset lyhentyvät (tavaratalojen osalta). Veroasteen oletamme olevan 21 % myös tulevina vuosina. Osakekohtainen tulosennustemme asettuu näin 2025 0,22 euroon ja 2026 0,23 euroon (nettotulos vastaavasti 36 MEUR ja 38 MEUR).

Positiivista vapaata kassavirtaa 2024 alkaen

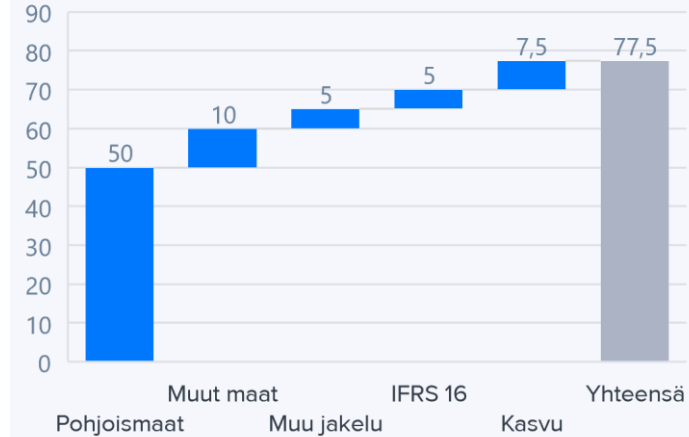
Stockmann on investoimassa lähinnä 2022-24 aikana 110 MEUR Lindexin uuteen logistiikkakeskukseen. Tästä noin 25 MEUR ajoittuu vuodelle 2024. Stockmann kertoi normaalin investointitason olevan noin 30-35 MEUR vuodessa, joten tämä investointi on tuonut/ tuo tuntevan piikin investointeihin.

Meidän investointiennusteessa näkyy myös vuokrasopimusten rahavirtavaikutus ja ne huomioiden 2023-24 investointitaso on noin 130 MEUR vuodessa. Lindexin hyvän tuloksen ja operatiivisen kassavirran myötä arviomme vapaan kassavirran olevan kuitenkin jo ensi vuonna selvästi positiivinen.

Saneerausohjelmassa on esitetty, että logistiikkakeskuksen suhteen yhtiö voisi tehdä myynti- ja takaisinvuokraussopimuksen jolloin pääomaa vapautuisi investoinnin jälkeen. Tämä tietysti kasvattaisi toisaalta tulevaa kulutasoa. Stockmannin tämän hetkinen tasetilanne mahdollistaa investoinnin omalla rahalla, eikä se ennen saneerauksen päättymistä voi järjestellä/maksaa takaisin lainojaan eikä maksaa osinkoa. Näin ollen yhtiö voi rauhassa harkita, onko myynti- ja takaisinvuokraus jossain vaiheessa järkevä toimenpide. Liikevaihdon muutosten ollessa pieniä, uskomme Stockmannin käyttöpääoman pysyvän pidemmällä aikavälillä suhteellisen samalla tasolla.

Arvioimme Stockmannin nettotuloksen asettuvan 2025-27 35-40 MEUR tasolle, joka kuvaa mielestämme myös vapaan kassavirran tasoa.

Lindexin tuloshahmotelma



Konsernin liikevaihto (MEUR) ja kannattavuuskehitys



Ennusteet 4/6

Osingonjako mahdollista vasta saneerauksen päätyttyä, ennusteissamme vuonna 2025

Kuten aiemmin on todettu, Stockmann ei voi yrityssaneerauksen ollessa käynnissä jakaa osinkoja. Oletamme saneerauksen päättyvän ensi vuoden aikana, jolloin teoriassa olisi mahdollista maksaa osinkoa jo ensi vuoden tuloksesta eli keväällä 2025. Uskomme, että yhtiö haluaa kuitenkin varmistaa rahoituksen Lindexin logistiikkakeskuksen investoinnille ja maksaa takaisin tai uudelleen rahoittaa 2026 erääntyvän joukkovelkakirjalainan ennen kuin se maksaa ainakaan merkittävän suuruisia osinkoja.

Toisaalta, mikäli yhtiö myisi logistiikkakeskuksen sen valmistuttua ensi vuoden lopulla, sillä olisi jonkin verran nettokassaa, jota voisi jakaa osakkeenomistajille. Jos yhtiö irtautuisi tappiollisista tavaratalotoiminnoista, emme näkisi syytä pitää tasetta ainakaan nettokassan puolella.

Ennusteissamme on tällä hetkellä oletuksena yhtiön jakavan 40-50% tuloksesta osinkona 2025 alkaen. Kuten yllä olevista kommentteista voi huomata, tämän toteutumiseen vaikuttaa vielä moni asia.

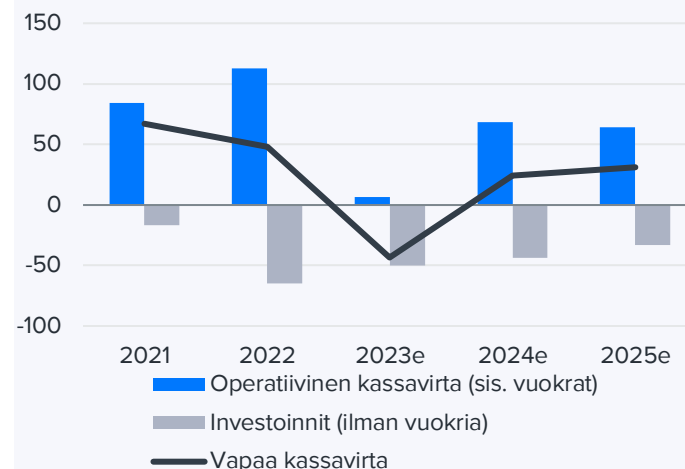
Pääoman tuotto on heikko, mutta Lindex pystyy arvonluontiin

Stockmannin historiallinen pääoman tuotto on heikko. Ennusteillamme pääoman tuotot ovat 2024 eteenpäin (jolloin uusi logistiikkainvestointi näkyy taseessa) 6-7 % luokkaa eli erittäin matalia suhteessa noin 10 % tuottovaatimukseemme.

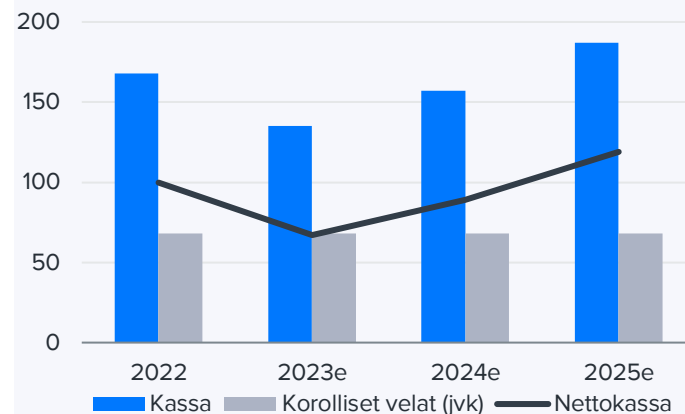
Yhtiö ei siis pysty luomaan arvoa, joka johtuu tietysti tavaratalojen tuloksesta/kassavirrasta. On hyvä huomata, että nolla liikevoitolla tavaratalojen kassavirta on edelleen negatiivinen, koska kaikki vuokratulot eivät näy liikevoittotasolla. Toisaalta, kuten aiemmin kävimme läpi, tase koostuu pääosin aineettomasta omaisuudesta ja vuokrasopimuksista. Vuokravelat poissulkien sijoitetun pääoman tuotto nousee yli 15 %, mutta ylimääräisen käteisen määrä painaa oman pääoman tuottoa. Lisäksi yhtiön kasvu ei vaadi varsinaisesti lisöpääomia, ehkä pientä käyttöpääoman nousua lukuun ottamatta. Tämän vuoksi uuden sijoitetun pääoman tuotto voi olla erittäinkin hyvä, vaikka koko konsernille laskettu tuotto on heikko.

Katsoessa Lindexin pääoman tuottoa ilman aineettomia eriä ja vuokravastuita, eli arvioiden vain todellisuudessa toimintaan tarvittavaa pääomaa, huomaamme että Lindex on pystynyt historiallisesti ylittämään 15 %:n pääoman tuoton ja ylsi viime vuonna arviomme mukaan noin 20 %:iin. Toisaalta logistiikkainvestointi laskee tuottoa jatkossa. Uskomme näin lasketun pääoman tuoton kuitenkin pysyvän yli 15 %:n jatkossakin. Lindexin liiketoiminnalla ja etenkin sen kasvulla on siis selvästi potentiaalia luoda arvoa. Konsernin arvonluonti lepääkin ennen kaikkea Lindexin harteilla.

Kassavirtaennusteet, MEUR



Kassa ja velat



Ennusteet 5/6

Pidemmän aikavälin näkymät

Mielestämme tavaratalojen näkymät ovat myös lähivuosien jälkeen hankalat. Emme usko, että nykyisellä tavarataloverkostolla saavutetaan merkittävästi voitollista (liikevoittotasolla) ja kassavirtapositiivista tulostasoa. Tämä tarkoittaa, että uskomme tavaratalojen myyntipinta-alan pientymisen jatkuvan ja todennäköisesti jossain vaiheessa myös kokonaisia tavarataloja suljettavan. Skaalan pientyminen aiheuttaa kuitenkin osaltaan kannattavuuspaineita, sillä käsityksemme mukaan kaikki tavaratalot tekevät suorien kulujen jälkeen positiivista tulosta ja siten tavarataloja suljettaessa myös keskushallinnon kulujen pitää vähentyä, jotta tulos pysyisi edes ennallaan. Tämä vuoksi uskomme kannattavuuden pysyvän heikkona ainakin seuraavat 5 vuotta, kun verkoston ja kulujen sopeutustoimet jatkuvat. Tämä korostaa tavarataloista mahdollisen luopumisen positiivista

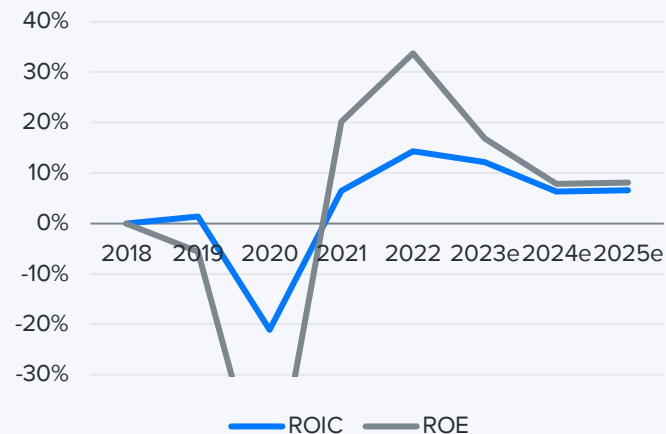
vaikutusta yhtiön kassavirroille ja arvolle.

Lindexin osalta näemme hyvät edellytykset jatkaa kansainvälistä kasvua verkkokaupan vetämänä. Ylivoimainen enemmistö Lindexin liikevaihdosta tulee kuitenkin kypsiltä markkinoilta Pohjoismaissa ja Baltiassa, jossa sillä on jo hyvä markkina asema. Tämän vuoksi emme usko koko yhtiön kasvuvauhdin yltävän matalia yksinumeroisia lukuja suuremmaksi ja sen tavoitekin on 3-5 % vuosittainen kasvu. Lindexin osalta näemme kannattavuuden pysyvän historiaan nähden hyvällä selvästi yli 10 %:n liikevoittomarginaalitasolla myös jatkossa, mutta jäävän alle yhtiön pitkän aikavälin 15 %:n tavoitteen.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	950	952	0 %	970	975	1 %	990	992	0 %
Käyttökate	180	181	0 %	176	176	0 %	187	187	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	82	82	1 %	71	72	1 %	75	75	0 %
Liikevoitto	80	80	1 %	71	72	1 %	75	75	0 %
Tulos ennen veroja	52	52	1 %	41	42	2 %	46	46	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,22	0,22	1 %	0,20	0,20	2 %	0,22	0,22	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Pääoman tuotot



Lindexin pääoma ja sen tuotto



Ennusteet 6/6

Liikevaihto	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Lindex	527	579	624	671	688	651	652	633	606	590	576	507	607	661	634	655	672	689
Stockmann	1030	1100	1237	1303	1233	1101	741	636	410	386	385	284	292	321	318	320	320	304
Yhteensä	1699	1822	2005	2116	2037	1845	1435	1303	1056	1019	960	791	899	982	952	975	992	993
Liikevaihdon kasvu																		
Lindex	-2,4 %	9,8 %	7,8 %	7,5 %	2,5 %	-5,4 %	0,3 %	-2,9 %	-4,3 %	-2,7 %	-2,4 %	-11,9 %	19,8 %	8,9 %	-4,1 %	3,3 %	2,6 %	2,5 %
Stockmann	0,4 %	6,8 %	12,5 %	5,3 %	-5,4 %	-10,7 %	-32,7 %	-14,2 %	-35,5 %	-5,9 %	-0,4 %	-26,3 %	2,8 %	10,0 %	-0,8 %	0,6 %	0,0 %	-5,0 %
Yhteensä	-9,6 %	7,3 %	10,1 %	5,5 %	-3,8 %	-9,5 %	-22,2 %	-9,2 %	-19,0 %	-3,5 %	-5,7 %	-17,7 %	13,7 %	9,2 %	-3,0 %	2,4 %	1,7 %	0,1 %
Bruttokate																		
Lindex	331	365	383	418	431	403	406	404	364	364	361	319	397	424	414	416	427	437
Stockmann	410	466	510	546	494	413	282	256	185	174	180	125	130	145	140	144	144	137
Yhteensä	817	909	977	1048	990	860	726	696	589	579	541	444	527	568	554	560	571	574
Bruttomarginaali																		
Lindex	62,9 %	63,1 %	61,3 %	62,3 %	62,6 %	61,9 %	62,3 %	63,8 %	60,1 %	61,7 %	62,7 %	63,0 %	65,4 %	64,1 %	65,3 %	63,5 %	63,5 %	63,5 %
Stockmann (Retail)	39,8 %	42,4 %	41,2 %	41,9 %	40,1 %	37,5 %	38,1 %	40,3 %	45,2 %	45,0 %	46,8 %	43,9 %	44,5 %	45,1 %	43,9 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Yhteensä	48,1 %	49,9 %	48,7 %	49,5 %	48,6 %	46,6 %	50,6 %	53,4 %	55,8 %	56,8 %	56,3 %	56,1 %	58,6 %	57,9 %	58,2 %	57,4 %	57,5 %	57,8 %
Opex (sis. poistot)																		
Lindex	269	310	341	367	378	372	362	349	348	334	320	280	317	334	320	336	349	357
Stockmann	387	433	474	498	468	454	355	306	206	199	177	155	140	150	148	149	144	137
Yhteensä	657	744	816	865	846	826	717	655	554	533	497	435	457	570	557	563	574	577
Opex/sales																		
Lindex	51,1 %	53,6 %	54,7 %	54,7 %	54,9 %	57,2 %	55,5 %	55,1 %	57,4 %	56,5 %	55,6 %	55,2 %	52,2 %	50,5 %	50,5 %	51,3 %	51,9 %	51,9 %
Stockmann	37,6 %	39,4 %	38,4 %	38,2 %	38,0 %	41,2 %	47,9 %	48,1 %	50,2 %	51,7 %	46,0 %	54,8 %	47,9 %	46,7 %	46,6 %	46,6 %	45,0 %	45,0 %
Yhteensä	38,7 %	40,8 %	40,7 %	40,9 %	41,5 %	44,8 %	50,0 %	50,3 %	52,5 %	52,3 %	51,8 %	55,1 %	50,8 %	58,0 %	58,5 %	57,7 %	57,8 %	58,1 %
oik. EBIT																		
Lindex	62	55	41	51	53	31	45	55	16	30	41	39	80	90	94	80	78	80
Stockmann	23	33	35	48	26	-41	-73	-50	-21	-26	3	-31	-10	-5	-8	-5	0	0
Jakamaton									-8	-5	-4	-2	-1	-3	-3	-3	-3	-3
Yhteensä	85	89	70	87	54	-82	-53	18	12	28	40	5	68	80	82	72	75	77
oik. EBIT marginaali																		
Lindex	11,8 %	9,5 %	6,6 %	7,6 %	7,7 %	4,7 %	6,8 %	8,7 %	2,7 %	5,2 %	7,1 %	7,8 %	13,2 %	13,6 %	14,8 %	12,2 %	11,6 %	11,6 %
Stockmann	2,2 %	3,0 %	2,8 %	3,7 %	2,1 %	-3,7 %	-9,8 %	-7,8 %	-5,0 %	-6,7 %	0,8 %	-10,9 %	-3,4 %	-1,7 %	-2,6 %	-1,6 %	0,0 %	0,0 %
Yhteensä	5,0 %	4,9 %	3,5 %	4,1 %	2,7 %	-4,5 %	-3,7 %	1,4 %	1,2 %	2,8 %	4,1 %	0,6 %	7,6 %	8,1 %	8,6 %	7,4 %	7,6 %	7,8 %

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksessä muutamia haasteita

Stockmannin arvonmääritystä hankaloittaa mielestämme muutama asia. Ensinnäkin, tappiollinen tavarataloliiketoiminta vaikuttaa yhtiön tulokertoimiin, joka vaikeuttaa koko konsernin lukujen käyttämistä. Toiseksi, tulostaso on molempien divisioonien osalta ollut viimeisen kymmenen vuoden aikana hyvin ailahteleva, jolloin jonkinlaisen normaalin tason löytäminen ei ole aivan selvää. Tätä häiritsee myös korona-ajan tuomat vaikutukset ja Stockmann-divisioonan rakennemuutokset. Kolmanneksi, yhtiön isot vuokravastuut vääristävät tase- ja EV-pohjaisia lukuja ja toisaalta ilman vuokravelkoja yhtiöllä on nettokassaa. Näiden seikkojen pohjalta näemme tarvetta katsoa myös eri tavoin oikaistuja lukuja. Stockmannin kerrottua strategisesta arvioinnista tavarataloliiketoiminnalle, näemme osien summa-mallin parhaimpana arvostusmetodina. Tässä tulee tosin huomioida tavaratalojen mahdollisten rakennemuutosten toteutumistapaan ja aikatauluun liittyvä epävarmuus.

Arvostuksen yhteenveto – Lisää

Stockmannin arvostus on mielestämme riski/tuotto-suhteeltaan houkutteleva, kun huomioidaan rakennejärjestelyjen luoma potentiaali. Tämä potentiaali on yhtiön syyskuussa julkaiseman strategisesta arvioinnin myötä huomattavasti todennäköisempi ja ajallisesti lähempänä, mitä aiemmin hahmottelimme. Tulos pohjaisen arvostuksen sinällään näemme esim. ensi vuoden osalta suhteellisen neutraalina. Osinkoa odotamme vasta vuodelta 2025, joten sen vaikutus on pieni.

Osien summa-mallin indikoimat arvot ovat selvästi nykykurssia korkeammalla. Ne olettavat tavaratalojen arvoksi pienen negatiivisen arvon tai nollan. Tämä voi toteutua, mikäli Stockmann päätyy irtautumaan tavarataloista strategisen arvioinnin päätteeksi. Toisaalta, jos tavaratalot jäävät osaksi konsernia, sen tappiot ja negatiivinen kassavirta jatkavat yhtiön rasittamista.

Nykyrakenteella uskomme Stockmannin pystyvän 6-7 %:n pääoman tuottoihin ja 7-8 %:n vapaan kassavirran tuottoon keskipitkällä aikavälillä. Tämän yhtiö pystyisi maksamaan myös osinkona ulos pidemmällä aikavälillä, mikäli isompia investointeja ei tehdä. Nykyisten ennusteiden tuoma tulos- ja osinkotuotto sinällään ei kuitenkaan riitä positiiviseen näkemykseen osakkeesta.

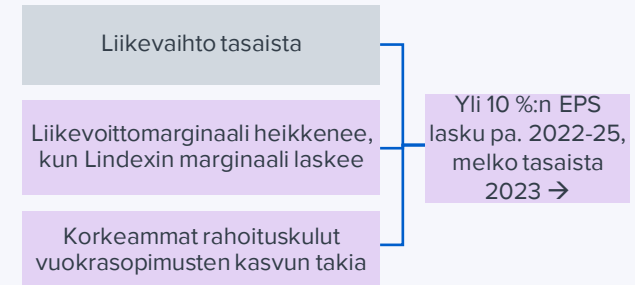
Tulos- ja kassavirtakertoimet nykyrakenteella

Stockmannin arvostuksessa ei mielestämme tule katsoa suoraan raportoiduista luvuista laskettavia kertoimia. Mielestämme parempi tapa on oikaista markkina-arvoa nettokassalla P/E-luvussa ja poistaa vuokravelat EV:stä. Jos poistaa vuokravelat EV:stä, on kuitenkin mielestämme syytä huomioida niiden rahoituseriin sisältyvä tulosvaikutus, jolloin saadaan vertailukelpoinen luku ilman IFRS 16-vaikutuksia. Lisäksi huomioimme riidanalaisten velkojen oletetun vaikutuksen (sekä velkaan että osakemäärään). Näin laskettuna P/E tälle vuodelle olisi noin 12x ja EV/EBIT (tai käytännössä EV/PTP) noin 8x. Vuodelle 2024 luvut ovat 11x ja 7x. Nämä kertoimet ovat mielestämme Stockmannille hyväksyttävällä tasolla, mutta pikemminkin niiden alalaidassa.

Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

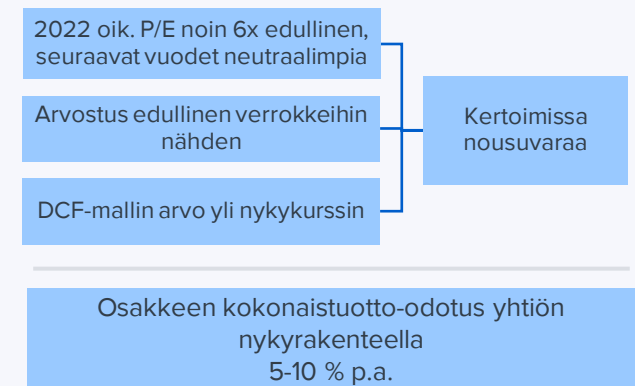
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys ja suositus 2/3

Arvioimme Stockmannin kestäväksi vapaan kassavirran tasoksi 30-35 MEUR, emmekä näe yhtiön pystyvän oleelliseen tuloskasvuun pidemmällä aikavälillä. Tämä tarkoittaa nykymarkkina-arvolla 7-9 %:n kassavirtatuottoa. Stockmannin ollessa nettokassan puolella, yhtiö pystyisi ainakin periaatteessa jakamaan koko kassavirran ulos osinkoina, kunhan se saneerauksen jälkeen teknisesti on mahdollista. Pidemmän aikavälin kassavirtatuotto jää joka tapauksessa 10 % tuottovaatimuksemme alle.

Tavarataloista eroon pääsy nostaisi osakkeen arvon 4 euroon

Osien summa on mielestämme kiinnostava ja hyödyllinen kulma osakkeen arvonmääritykseen. Perusskenaariossamme arvostamme Lindexin noin 650 MEUR:n arvoiseksi, joka ensi vuoden tulosenusteella tarkoittaa noin 8x EV/EBIT (ilman vuokratuloja). Lindexin lähimmät verrokkit KappAhl ja MQ hinnoiteltiin yleensä pörssissä ollessaan alle 10x EV/EBIT. Nousut korkotaso ja IFRS 16-vaikutukset huomioiden, arvostuksen voisi olettaa olevan nykymarkkinassa hieman matalampi. Normalisoiduksi tulostasoksi arvioimallamme 75-80 MEUR:n liikevoitolla Lindex tekee noin 55 MEUR vapaata kassavirtaa/nettotulosta. Diskonttaamalla tämän 2 %:n kasvuoletuksella ja 10 %:n tuottovaatimuksella saamme Lindexin nykyarvoksi vajaat 700 MEUR. P/E-luvuksi käännettynä tämä tarkoittaa noin 13x. Tämä on samaa suurusluokkaa pohjoismaisten kaupan alan verrokkien tasoa (10-19x vuodelle 2024), mutta alle isompien globaalien kilpailijoiden H&M:n (19x) ja Inditexin (yli 20x) tason. Näiden yhtiöiden vahva globaali markkina-asema ja brändi tarjoaa niille mielestämme Lindexiä selvästi paremmat kasvunäkymät, jonka takia korkeampi arvostus on perusteltu.

Mikäli yhtiö löytäisi ottajan sen tavarataloliiketoiminnalle (eli antaisi sen pois nollahintaan), yhtiön arvo muodostuisi vain Lindexistä ja olisi noin 4,0 euroa per osake (ks. laskelma oikealla). Laskelmassa tulee silti huomioida pienet konsernikulut sekä tavaratalojen tuottama negatiivinen kassavirta niin kauan kuin se on konsernissa. Toki yhtiö voi myös saada pienen kauppasumman tavaratalojen myynnistä, joskaan merkittävään summaan emme tästä selvästi tappiollisesti liiketoiminnasta usko. On myös mahdollista, että yhtiö joutuisi käytännössä maksamaan tavaratalojen ostajalle, jolloin arvo olisi transaktiossakin negatiivinen. Tavaratalotoiminnan rakennejärjestelyillä on siis selvästi mahdollisuus luoda arvoa yhtiössä.

Todennäköisyyksillä painotettu tuotto-odotus

Ilman rakennejärjestelyjä osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme sen kestäväen kassavirtatuoton tasolle eli 7-9 %:iin. Jos annamme 4,0 euron osien summa arvon vapautumiselle esim. 65 % todennäköisyyden kahden vuoden tähtäimellä (ja loput 35 % tuolle 7-8 % tuotolle), nousee tuotto-odotus 15-20 % -tasolle. Tämä tukee lisää-suositustamme.

DCF-malli sisältää pari hankaluutta

DCF-mallin luominen Stockmannille vaatii jonkin verran normaalia enemmän oletuksia ja toisaalta rakennejärjestelyjen näyttäessä ainakin keskipitkällä aikavälillä hyvin todennäköiseltä, konsernin DCF-malli ei mielestämme ole paras metodi kuvaamaan yhtiön arvoa.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,72	2,72	2,72
Osakemäärä, milj. kpl	159,8	163,7	163,7
Markkina-arvo	445	445	445
Yritysarvo (EV)	935	913	883
P/E (oik.)	12,5	13,4	12,3
P/E	7,0	13,4	12,3
P/B	1,1	1,0	1,0
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	5,2	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)	11,4	12,7	11,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Osien summa laskelma	Arvo, MEUR
Lindex	650
Tavaratalot ja muut kulut	-50
Yhteensä	600
Velka ilman vuokratuloja	-72
Käteinen 2023 lopussa	135
Osakepääoman arvo	663
Arvo / osake	4,0

Arvonmääritys 3/3

Liikevaihtokehityksen osalta haastetta tuottaa tavaratalojen tulevaisuus ja mahdollisten tavaratalojen sulkemisten tuoma liikevaihdon lasku. Lindexin osalta mallinnus on selkeämpää. Normalisoidun marginaalitason arvioiminen on sen sijaan haaste molemmille divisioonille. Lisäksi IFRS 16 mukaiset vuokrien ja vuokravelkojen kirjanpitokäytännöt aiheuttavat ongelmia DCF:ään.

Tärkeimpien ennustevuosiemme (2022-25, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle 2026 eteenpäin liikevaihdon kasvun olevan 0-1 %. Tämä koostuu Lindexin pienestä kasvusta, mutta tavaratalotoiminnan oletetusta supistumisesta tulevien(kin) vuosien aikana, kuten mainitsimme jo ennusteosiossa. Terminaalijaksolla kasvuoletus on 1 %, tavaratalojen mahdollisen supistumisen ja vaatemarkkinoiden yleisen matalan kasvuprofiilin takia. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan 9,5 % tasolla eli noin 95-100 MEUR 2026-29, vastaten arviotamme Lindexin noin 80 MEUR:n kestävästä tulostasosta ja Stockmann divisioonan pääsemisestä kassavirtaneutraaliksi. Tämä voi tapahtua joko operatiivisesti tai luopumalla tavaratalotoiminnoista. Investoinnit ovat hieman poistoja pienemmät ison logistiikkainvestoinnin jälkeen, koska isompia investointitarpeita ei pitäisi tällä jaksolla olla.

Käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen korkeaa 10 %:n tasoa, koska yhtiö on tuloshistorialtaan vaihteleva, muotiliiketoiminnan kysyntä voi vaihdella ja tavaratalotoiminnan elinkelpoisuuteen liittyy riskejä,

Olemme pyrkineet oikaisemaan vuokravelat pois

DCF-laskelmasta ja huomioimaan vuokrien todellisen kassavirran sen tuloslaskelmavaikutusten sijaan. Tämä laskelma sisältää jonkin verran epävarmuuksia tekemistämme oletuksista. Päädyimme kuitenkin näin laskemalla noin 500 MEUR osakepääoman arvoon eli 3,1 / osake. Tämä kuvastaa tilannetta, jossa tavaratalot painaisivat kassavirtaa vielä 2024-26. Mikäli tavaratalot poistuisivat konsernista jo ensi vuonna, lähinnä Lindexin arvoa kuvastava DCF-arvomme (velaton arvo eli EV) olisi aiemminkin mainittu noin 700 MEUR.

Verrokkiryhmästä rajallinen apu arvostukseen

Koska Stockmannin arvo muodostuu käytännössä Lindexistä, relevantit verrokkit olisivat mielestämme juuri Lindexin verrokkeja. Valitettavasti aiemmin Ruotsissa listatut KappAhl ja MQ ovat poistuneet listoilta. Listattuja verrokkeja löytyykin lähinnä isommista kansainvälisistä ketjuista, joista olemme sisällyttäneet verrokkeihimme H&M:n, Japanilaisen Fast Retailiingin (Uniqlo-ketju) sekä Espanjalaisen Inditexin (Zara-ketju). Vaikka nämä yhtiöt ovat liiketoiminnaltaan samantapaisia kuin Lindex, niiden koko ja maantieteellinen peitto/laajuus ovat merkittävästi Lindexiä isompia. Olemme lisäksi lisänneet verrokkiryhmään kotimaisista vähittäiskaupan toimijoista Puuilon, Tokmannin ja Keskon sekä Ruotsissa Clas Ohlsonin ja Norjasta Europrisin. Nämä eivät ole samantyyppistä liiketoimintaa kuin Lindex tai Stockmann, mutta antavat hieman vertailukohtaa siitä, missä Pohjoismaisten vähittäiskauppioiden yleinen arvostus liikkuu.

Kaikilla vähittäiskaupan ketjuilla on merkittäviä vuokravelkoja, jotka sekoittavat EV-pohjaista arvostusta. Niinpä katsomme lähinnä P/E-lukuja verrokkiryhmästä. Ne liikkuvat vuodelle 2024 H&M:n ja Inditexin osalta noin 20x ympärillä, Fast retailingilla yli 30x. Muiden pohjoismaisten nimien osalta luvut ovat 10-19x. Yhtiöiden kasvunäkymien ja tilanteiden ollessa varsin erilaisia, emme näe sen paremmin yksittäisten verrokkien kuin ryhmän keskiarvoa/mediaaniakaan erityisen hyödyllisenä Stockmannin osaketta arvostettaessa. Kuten aiemmin totesimme, uskomme H&M:n ja Inditexin suuremman koon, vahvemman brändin ja laajemman maantieteellisen peiton perustelevan niiden korkeampaa arvostusta Lindexiin nähden.

Tasepohjainen arvostus

Kuten aiemmin on käynyt ilmi, Stockmannin taseessa on lähinnä aineetonta omaisuutta ja vuokravelkaa. Siten tasepohjainen arvostus ei ole nähdäksemme erityisen hyvä tapa Stockmannin suhteen. Huomioimme kuitenkin, että P/B luku on lähivuosina noin 1x. Kun ennustamamme (oman) pääoman tuotto on 6-7 % eli tuottovaatimustamme vähemmän, alle 1x P/B luku on perusteltu nykyrakennetta ajatellen. Rakennejärjestelyt tukevat toki tässäkin suhteessa yhtiön arvostusta.

ESG

Stockmannin liiketoiminta on pääosin taksonomian ulkopuolella

Stockmannin päätoimiala eli vähittäiskauppa ei tässä vaiheessa kuulu taksonomian piiriin. Tämä johtuu nähdäksemme siitä, että taksonomiassa on määritetty aluksi toimialoja, joilla on merkittävin vaikutus ilmastonmuutokseen, joihin vähittäiskauppa ei kuulu.

Stockmannin toimintaan liittyvät kiinteistöt sen sijaan ovat taksonomiassa mukana. Vuoden 2022 alussa Stockmann vielä omisti tavaratalokiinteistöjä, joista on kirjautunut taksonomiakelpoista liikevaihtoa ja kuluja. Lisäksi IFRS 16-mukaiset käyttöoikeusomaisuuserät (eli vuokrasopimukset) ovat taksonomian piirissä, joka selittää erittäin suurta taksonomiakelpoisuutta capex-luvussa. Koska Stockmann myi tavaratalokiinteistöt vuoden 2022 aikana, luvut tulevat arviomme mukaan olemaan liikevaihdon ja opexin osalta matalampia jatkossa. Stockmannin arvion mukaan sillä ei ole taksonomian mukaista toimintaa konsernissa lainkaan.

Taksonomia ei tuo nähdäksemme vaikutuksia liiketoimintaan

Koska Stockmannin päätoimiala ei tällä hetkellä kuulu taksonomian piiriin, nykyisen kaltaisesta taksonomiasta ei nähdäksemme tule vaikutuksia sen liiketoimintaan, eikä siten myöskään esim. rahoitustilanteeseen tai rahoituskuluihin. Vähittäiskauppa voi taksonomian laajentuessa kuulua esim. kiertotalouteen liittyviin kriteereihin.

Ilmastotavoite juuri julkaistu

Stockmann julkaisi marraskuussa 2023 uuden ilmastotavoitteen (aiemmin sillä ei konsernitasolla ollut tavoitetta), jonka mukaan se tavoittelee 42 % vähennystä koko arvoketjussa eli scope 1, 2 ja 3

vuoteen 2030 mennessä verrattuna vuoden 2022 tasoon. Se on toimittanut tavoitteensa myös Science Based Targets -hankkeen arvioitavaksi ja tavoittelee Pariisin sopimuksen mukaisia (1,5 asteen) tavoitteita. SBTi hyväksyy Stockmannin tavoitteet yhtiön arvion mukaan ensi vuoden aikana.

Stockmann on vähentänyt viime vuosina päästöjään merkittävästi. Scope 1 päästöt ovat pudonneet noin 70 % ja Scope 2 yli 55 %. Scope 3:n osalta yhtiö on tehnyt kattavan laskelman vasta vuosilta 2021-22, jolloin päästöt olivat samaa tasoa. Ainakin omien päästöjen osalta trendi on siis hyvä, mutta yli 90 % päästöistä oli viime vuonna Scope 3:ssa. Kokonaispäästöjen vähentäminen vaatii huomattavasti työtä Scope 3-päästöjen suhteen, joka on nähdäksemme omia päästöjä haastavampaa. Huomioimme, että tavaratalotoiminnan mahdollinen irtaantuminen konsernista vaikuttaisi merkittävästi myös päästöihin. Stockmann raportoi jo nyt päästöt erikseen Lindexin ja Stockmannin osalta, joten kehitystä voi seurata myös kunkin osalta erikseen. Lindexillä on myös olemassa jo oma tavoite vähentää koko arvoketjun hiilidioksidipäästöjä 50 % vuoteen 2030 mennessä verrattuna vuoteen 2017.

Taksonomiakelpoisuus	2021	2022
Liikevaihto	-	2 %
OPEX	-	10 %
CAPEX	-	92 %

Taksonomian mukaisuus	2021	2022
Liikevaihto	-	0 %
OPEX	-	0 %
CAPEX	-	0 %

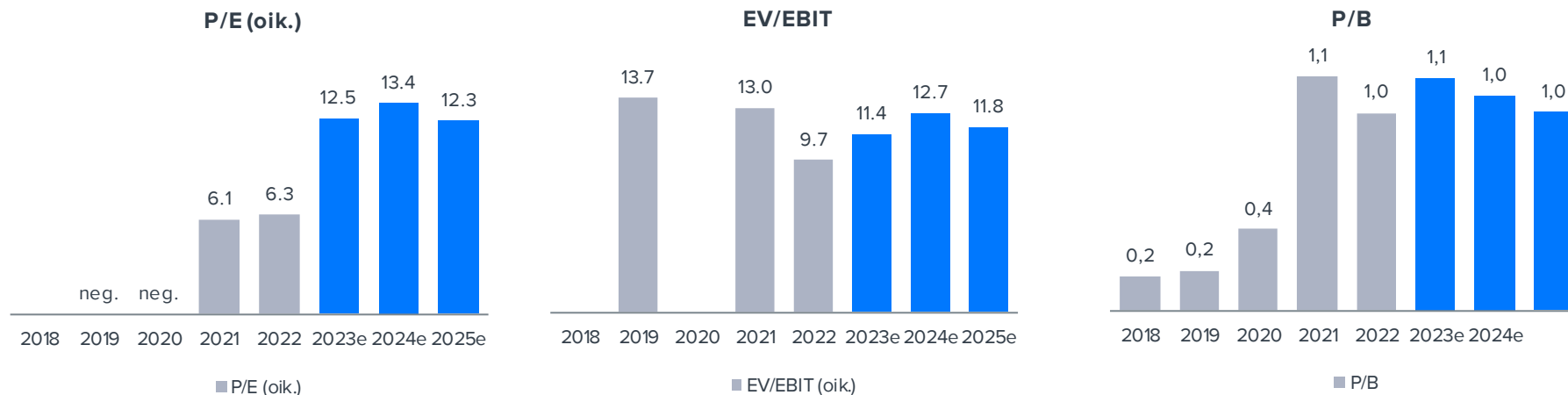
Ilmasto

Ilmastotavoite	Ei	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,00	2,26	1,14	1,96	2,05	2,72	2,72	2,72	2,72
Osakemäärä, milj. kpl	72,0	72,0	72,0	114,0	155,2	159,8	163,7	163,7	163,7
Markkina-arvo	141	155	80	303	320	445	445	445	445
Yritysarvo (EV)	685	542		889	774	935	913	883	862
P/E (oik.)		neg.	neg.	6,1	6,3	12,5	13,4	12,3	11,6
P/E		neg.	neg.	4,7	3,1	7,0	13,4	12,3	11,6
P/B	0,2	0,2	0,4	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
P/S	>100	0,2	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	>100	0,6		1,0	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)		22,5		4,8	3,0	5,2	5,2	4,7	4,5
EV/EBIT (oik.)		13,7		13,0	9,7	11,4	12,7	11,8	11,2
Osinko/tulos (%)		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	40,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,2 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Stockmann	418	932	12,2	12,7	5,3	5,4	1,0	1,0	9,1	12,0			1,1
H & M	25842	30265	24	16	9	8	1	1	29,2	19,5	3,7	4,0	5,9
Fast Retailing	73175	67655	32,8	21,9	18,3	16,2	3,8	3,4	41,3	35,3	0,8	0,9	6,4
Inditex	119710	113730	20,9	16,9	13,5	11,7	3,5	3,2	29,1	22,5	3,0	3,8	7,2
Tokmanni	776	1889	19,8	16,3	10,1	8,4	1,4	1,1	12,9	10,4	5,9	6,3	3,7
Puuilo	717	796	16,6	14,0	13,1	10,8	2,6	2,2	20,1	17,0	3,9	4,7	8,9
Kesko	7002	9556	13,6	14,1	7,8	7,9	0,8	0,8	13,9	14,5	6,1	6,0	2,5
Clas Ohlson	917	1079	37,6	16,9	10,2	7,4	1,3	1,2	58,0	19,4	3,1	3,1	6,3
Stockmann (Inderes)	445	935	11,4	12,7	5,2	5,2	1,0	0,9	12,5	13,4	0,0	0,0	1,1
Keskiarvo			21	16	11	9	2	2	25,1	18,1	3,9	4,2	5,0
Mediaani			19,8	16,3	10,1	8,0	1,4	1,4	20,1	17,0	3,8	4,4	5,9
Erotus-% vrt. mediaani			-43 %	-22 %	-49 %	-35 %	-31 %	-32 %	-38 %	-21 %	-100 %	-100 %	-81 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	899	196	269	244	273	982	199	252	227	275	952	975	992	993
Lindex	607	134	188	167	172	661	127	176	162	169	634	655	672	689
Stockmann	292	62	81	77	100	321	72	76	65	106	318	320	320	304
Käyttökate	185	35,5	141	31,9	49,3	258	22,7	55,3	45,2	57,5	181	176	187	190
Poistot ja arvonalennukset	-103	-25,7	-26,9	-25,9	-24,7	-103	-25,6	-25,1	-24,9	-25,0	-101	-104	-112	-113
Liikevoitto ilman kertaeriä	68,3	-3,7	35,4	22,0	26,1	80	-2,4	31,6	20,6	32,5	82	72	75	77
Liikevoitto	82,1	9,8	115	6,0	24,6	155	-2,9	30,2	20,3	32,5	80	72	75	77
Lindex	80	5,5	39,0	22,5	23,0	90	5,6	36,2	26,2	26,0	94	80	78	80
Stockmann	-10	-7,3	-1,5	0,1	3,3	-5	-7,0	-3,5	-4,8	7,0	-8,3	-5,0	0,0	0,0
Jakamaton	-2,1	-2,0	-2,0	-0,6	-0,2	-4,8	-1,0	-1,1	-0,8	-0,5	-3,4	-3,0	-3,0	-3,0
Nettorahoituskulut	-17	-5,4	-6,5	-7,3	-6,5	-26	-7,3	-7,1	-6,6	-7,1	-28	-30	-29	-29
Tulos ennen veroja	65	4,4	108	-1,3	18,1	129	-10,2	23,1	13,7	25,4	52	42	46	49
Verot	-17,3	-1,6	-27,4	2,0	-0,5	-27,5	29,7	-9,4	-5,0	-5,1	10,3	-8,8	-9,6	-10,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	48	2,8	80,6	0,7	17,6	102	19,5	13,8	8,7	20,3	62	33	36	38
EPS (oikaistu)	0,32	-0,05	0,12	0,13	0,12	0,32	-0,06	0,10	0,06	0,13	0,22	0,20	0,22	0,23
EPS (raportoitu)	0,42	0,02	0,52	0,00	0,11	0,66	0,13	0,09	0,05	0,13	0,39	0,20	0,22	0,23
Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	13,7 %	26,0 %	17,9 %	2,6 %	-1,8 %	9,2 %	1,2 %	-6,3 %	-7,0 %	0,7 %	-3,0 %	2,4 %	1,7 %	0,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1293,9 %	-82,3 %	32,2 %	-33,1 %	-12,1 %	16,8 %	-35,7 %	-10,8 %	-6,4 %	24,5 %	3,1 %	-12,5 %	4,2 %	2,7 %
Käyttökate-%	20,6 %	18,1 %	52,6 %	13,1 %	18,1 %	26,3 %	11,4 %	21,9 %	19,9 %	20,9 %	19,0 %	18,0 %	18,9 %	19,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,6 %	-1,9 %	13,2 %	9,0 %	9,6 %	8,1 %	-1,2 %	12,5 %	9,1 %	11,8 %	8,6 %	7,4 %	7,6 %	7,8 %
Nettotulos-%	5,3 %	1,4 %	30,0 %	0,3 %	6,4 %	10,4 %	9,8 %	5,5 %	3,8 %	7,4 %	6,5 %	3,4 %	3,6 %	3,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	1002	890	925	950	956
Liikearvo	272	251	251	251	251
Aineettomat hyödykkeet	120	114	114	114	114
Käyttöomaisuus	583	498	533	558	564
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	3,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Laskennalliset verosaamiset	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8
Vaihtuvat vastaavat	414	385	345	367	400
Vaihto-omaisuus	155	174	167	166	169
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	45,7	43,2	42,8	43,9	44,6
Likvidit varat	214	168	135	157	187
Taseen loppusumma	1416	1276	1269	1316	1356

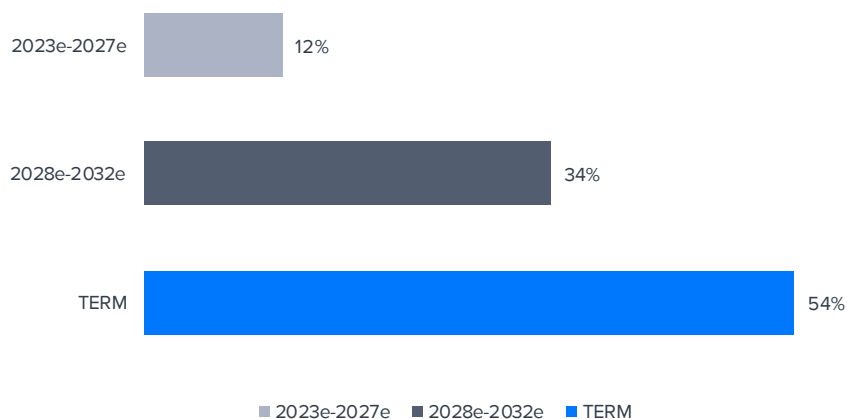
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	268	336	398	431	467
Osakepääoma	77,6	77,6	77,6	77,6	77,6
Kertyneet voittovarot	103	205	267	300	336
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	14,4	-18,9	-18,9	-18,9	-18,9
Muu oma pääoma	73,2	72,3	72,3	72,3	72,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	409	586	590	590	590
Laskennalliset verovelat	40,6	40,3	40,3	40,3	40,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	330	545	550	550	550
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	37,8	0,7	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	740	361	281	295	298
Korolliset velat	470	77,3	75,0	75,0	75,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	223	179	176	190	193
Muut lyhytaikaiset velat	46,4	105	30,0	30,0	30,0
Taseen loppusumma	1416	1283	1269	1316	1356

DCF-laskelma, ilman IFRS 16-vaikutusta

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,2 %	-3,0 %	2,4 %	1,7 %	0,1 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	15,8 %	8,4 %	7,4 %	7,6 %	7,8 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Liikevoitto	155	80	72	75	77	95	95	96	96	97	98	
+ Kokonaispoistot	28	21	24	32	33	33	33	32	32	34	34	
- Maksetut verot	-28	-20	-9	-10	-10	-14	-14	-15	-15	-15	-15	
- verot rahoituskuluista	-5	6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-5	-5	-5	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-2	-70	14	0	0	0	0	0	0	0	0	
Operatiivinen kassavirta	147	17	95	91	94	107	108	108	108	110	111	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-49	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	9	-50	-44	-33	-30	-30	-30	-30	-37	-32	-43	
Vapaa operatiivinen kassavirta	107	-34	51	58	64	77	78	78	71	78	68	
+/- Muut	100	-38	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-26	-26	-26	
Vapaa kassavirta	207	-72	26	33	39	52	52	52	45	53	43	482
Diskontattu vapaa kassavirta		-78	26	30	32	39	36	33	26	27	20	225
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		415	493	467	437	405	366	331	298	272	245	225
Velaton arvo DCF		415										
- Korolliset velat		-72										
+ Rahavarat		168										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		511										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,1										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	790,7	899,0	981,7	951,9	975,1	EPS (raportoitu)	-4,05	0,42	0,66	0,39	0,20
Käyttökate	-252,4	185,0	258,1	180,7	175,9	EPS (oikaistu)	-0,48	0,32	0,32	0,22	0,20
Liikevoitto	-252,4	82,1	154,9	80,1	72,0	Operat. kassavirta / osake	-3,65	1,01	1,43	0,79	1,07
Voitto ennen veroja	-294,0	65,2	129,2	52,0	42,0	Vapaa kassavirta / osake	1,48	1,16	1,89	-0,06	0,28
Nettovoitto	-291,6	45,1	101,7	62,3	33,2	Omapääoma / osake	2,86	2,35	2,16	2,49	2,63
Kertaluontoiset erät	-257,3	13,8	75,1	-2,2	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	1424,3	1416,1	1275,5	1269,2	1316,5	Liikevaihdon kasvu-%	-18 %	14 %	9 %	-3 %	2 %
Oma pääoma	206,1	268,1	335,5	397,8	431,0	Käyttökateen kasvu-%	-1147 %	-173 %	40 %	-30 %	-3 %
Liikearvo	277,5	271,5	250,9	250,9	250,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	-88 %	1294 %	17 %	3 %	-13 %
Nettovelat	724,5	586,7	454,4	489,8	467,9	EPS oik. kasvu-%	14 %	-168 %	0 %	-33 %	-7 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	-31,9 %	20,6 %	26,3 %	19,0 %	18,0 %
Käyttökate	-252,4	185,0	258,1	180,7	175,9	Oik. Liikevoitto-%	0,6 %	7,6 %	8,1 %	8,6 %	7,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-9,8	-56,9	-2,4	-69,9	13,8	Liikevoitto-%	-31,9 %	9,1 %	15,8 %	8,4 %	7,4 %
Operatiivinen kassavirta	-262,5	115,0	222,4	126,6	174,6	ROE-%	-57,9 %	20,2 %	33,7 %	17,0 %	8,0 %
Investoinnit	809,3	-17,1	8,5	-135,0	-129,0	ROI-%	-22,0 %	7,6 %	15,3 %	8,1 %	6,9 %
Vapaa kassavirta	106,8	132,7	293,8	-9,1	45,6	Omavaraisuusaste	14,5 %	18,9 %	26,3 %	31,3 %	32,7 %
						Nettovelkaantumisaste	351,5 %	218,8 %	135,4 %	123,1 %	108,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto		1,0	0,8	1,0	0,9						
EV/EBITDA (oik.)		4,8	3,0	5,2	5,2						
EV/EBIT (oik.)		13,0	9,7	11,4	12,7						
P/E (oik.)	neg.	6,1	6,3	12,5	13,4						
P/B	0,4	1,1	1,0	1,1	1,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 sijoituspäätösten tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.11.2022	Vähennä	2,00 €	1,97 €
20.1.2023	Vähennä	2,10 €	2,05 €
27.2.2023	Vähennä	2,10 €	2,00 €
21.3.2023	Lisää	2,10 €	1,76 €
2.5.2023	Lisää	2,35 €	2,11 €
24.7.2023	Lisää	2,40 €	2,08 €
26.9.2023	Lisää	2,80 €	2,34 €
30.10.2023	Osta	2,80 €	2,13 €
17.11.2023	Lisää	2,80 €	2,47 €
19.12.2023	Lisää	3,10 €	2,73 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**