

Seurannan lopetus

Päätämme Stockmannin osakkeen seurannan. Tästä johtuen emme anna osakkeelle enää tavoitehintaa (aik. 2,0 euroa) tai suositusta (aik. vähennä). Yhtiön osissa oleva arvo on edelleen Retail-segmentin vankina emmekä näe tämän potentiaalisen arvon purkautuvan ilman Retailin kääntymistä. Keskeiset huomiomme sijoittajille jatkoa ajatellen ovat seuraavat:

2018 on sujunut selvästi odotuksia heikommin

Stockmann Retailin alkuvuoden vertailukelpoinen liikevaihdon lasku (-5 %) on ollut erittäin huolestuttavaa, sillä talouskasvu ympäristön olisi pitänyt tukea myyntiä. Myös lokakuun Hullujen Päivien myynti (-9 %) ei lupaa Retailille hyvää. Lindexin liikevaihto on alkuvuodesta laskenut 2 %, mutta yhtiö on kyennyt tulosparannukseen onnistuneen malliston, elpyneen myyntikate-%:n sekä kulusäästöjen myötä. Ruotsin muotimarkkina jatkaa kuitenkin laskussa (loka- ja marraskuu -3,5 %), mikä heikentää Lindexin näkymiä (enemmistö sen liikevoitosta tulee Ruotsista). Myös Lindexin myyntikate on Q4:llä paineessa koko toimialan jouduttua alennuskierteeseen (esim. ASOS, Kappahl, H&M).

Toimialan murros rasittaa molempia segmenttejä

Retailin sekä Lindexin ongelmana on, että ne kärsivät korkeista kiinteistä kuluista, eivätkä niiden liiketoimintamallit kestä myynnin (tai myyntikatteen) laskua. Kaupan murroksen myötä kulutus siirtyy yhä enemmän verkkoon, jossa etenkin Retailin hintakilpailukyky on heikko. Kulusäästöjen tie on hidas, sillä myymälöihin on tehty pitkiä vuokrasopimuksia. Myös myyntihenkilöstön mahdolliset vähennykset näkyisivät nopeasti laskevana kivijalkakaupan myyntinä palvelulupauksen heikentyessä.

Retailin tilanne näyttää todella vaikealta

Retailin on pakko saada myynnin lasku pysähtymään, jotta positiivinen tuloskäännös olisi mahdollinen. Emme pidä tässä onnistumista erityisen todennäköisenä, sillä merkittävistä toimenpiteistä ja talouden vahvasta tuesta huolimatta Retailin myynti on pysynyt heikkona. Pidämme todennäköisenä, että Retail tulee sopeuttamaan nykyistä tavarataloverkostoaan tulevina vuosina vuokrasopimusten päättyessä, sillä liiketoiminnan nykyinen volyyymi ei riitä ylläpitämään nykyistä tavarataloverkostoa. Lindexin tilanne selvästi Retailia parempi, mutta myös Lindexin tulos on paineessa muotimarkkinan nopean murroksen myötä. Yhtiön on onnistuttava korvaamaan laskevaa kivijalkavolyymiä digitaalisilla kanavilla ja samalla sopeuttamaan kustannustasoa sekä muokkaamaan toimintamalliaan aiempaa ketterämmäksi. Tämä tulee olemaan hankalaa ja tämän seurauksena Lindexin tulos tulee lähivuosina jäämään arviomme mukaan selvästi sen historiallista tasoa alemmas.

Osissa on arvoa, mutta arvo on Retailin vankina

Päivitetty osien summa laskelmamme antaa Stockmannin osien summan arvoksi 3,5 euroa ilman Retailia. Markkina hinnoittelee Retailia kuitenkin oikeutetusti negatiivisella hintalapulla, sillä sen liiketappio pilaa muun konsernin tuloksen. Osien summassamme Retailin arvo onkin -100 MEUR ja tällä arvolla laskien osien summaksi muodostuu 2,1 euroa. Emme kuitenkaan näe reittiä osien summassa olevan arvon purkautumiselle Retailin jatkaessa selvästi tappiolla, sillä ostajaehdokkaita on vaikea löytää ja tuloksen tervehdyttäminen näyttää epätodennäköiseltä. Stockmannin tulospäätös arvosuhteeseen ei tarjoa osakkeelle edelleenkään mitään tukea emmekä odota yhtiön maksavan osinkoja lähivuosina. Näin ollen sijoittajien toivo lepää Retailin käänteessä.

Analyytikko

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



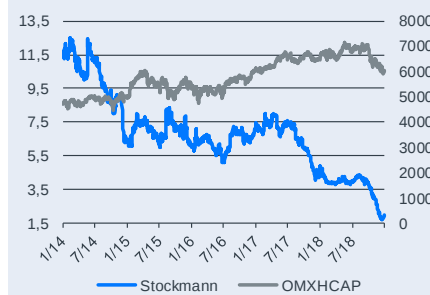
Suositus

Ei suositusta

Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa Ei tavoitehintaa

Edellinen: 2,00



Ei suositusta **1,98 EUR**

12 kk vaihteluväli **1,65-5,13 EUR**

Potentiaali

Ohjeistus

Stockmann arvioi konsernin vuoden 2018 liikevaihdon laskevan edellisvuoden tasolta. Oikaistun liikevoiton odotetaan paranevan vuonna 2018.

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	1 303	18	1,4 %	-6	-0,35	0,00	1,0	16,3	27,1	-20,2	0,0 %
2017	1 056	-148	-14,1 %	-180	-2,85	0,00	1,0	4,7	-7,1	-7,1	0,0 %
2018e	1 020	21	2,1 %	-11	-0,42	0,00	0,6	7,3	24,9	101,8	0,0 %
2019e	984	15	1,5 %	-5	-0,15	0,00	0,6	8,5	28,2	-13,2	0,0 %
2020e	993	18	1,8 %	-1	-0,03	0,00	0,6	8,0	32,6	-78,1	0,0 %
Markkina-arvo, MEUR			143	OPO / osake 2018e, EUR			11,86	CAGR EPS, 2017-2020, %			-79 %
Nettovelka 2018e, MEUR			496	P/B 2018e			0,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			-2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			639	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			58,0 %	ROE 2018e, %			-3,5 %
Taseen koko 2018e, MEUR			1737	Omavaraisuusaste 2018e, %			49,2 %	ROCE 2018e, %			1,4 %

Lindexin ennusteet laskivat heikentyneen markkinatilanteen takia

Lindexin Q4 on ollut hankala

Laskimme Lindexin Q4'18:n myyntikate-ennustettamme 61 %:iin (aik. 62,5 %) sekä liikevaihdon kasvuennustettamme -2 %:iin (aik. 0 %) toimialan viime kuukausina heikentyneen markkinatilanteen seurauksena. Alennusvetoisesta myynnistä ovat raportoineen mm. ASOS sekä Kappahl ja samaan aikaan Ruotsin muotimarkkina on jatkanut laskussa. Arviomme mukaan Lindexille ei ole Q4:llä jäänyt muuta vaihtoehtoa kuin puolustaa volyymejä aggressiivisemmalla hinnoittelullaan. Heikkenevä myyntikate valuu rumasti tuloslaskelman alimmalle riville johtuen heikosti joustavasta kulurakenteesta. Lindexin haasteiden jatkuminen ja markkinan murroksen kiihtyminen korostavat mielestämme tarvetta uusille merkittäville kustannussäästöille Lindexissä. Lisäksi Lindexin tulisi pyrkiä parantamaan kulurakenteensa joustavuutta sekä liiketoiminnan reagoitukykyä. Lindexin odotettua heikkomman kehityksen seurauksena emme yllätyisi, mikäli Stockmann alakirjaisi jälleen Lindexiin liittyvää liikearvoa. Tämä olisi mielestämme perusteltua, koska tasearvo on rajusti Lindexin todellista arvoa korkeampi.

Retailin osalta ennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja odotamme kohtalaista joulumyyntiä. Odotamme vertailukelpoisen myynnin laskun hidastuvan hieman alkuvuoden tasolta, mutta olevan edelleen selvästi negatiivinen. Ennusteeseemme yltäminen vaatii nappisuoritusta joulukaupassa, sillä lokakuun Hullujen Päivien 9 % myynnin lasku oli erittäin heikko ja se kasvattaa huolia Retail-segmentin kilpailukyvystä pitkällä aikavälillä.

Huomautamme sijoittajille, että teimme jo edellisessä päivityksessämme Newskyn divestoinnit huomioivat muutokset

Real Estaten tulokseen, vaikka divestointi siirtyikin sittemmin ensi vuoden alkuun ja Q4 tuloksessa segmentit raportoidaan vielä Newskyn kanssa. Kokonaisuutena 2018 oikaistu liikevoittoennusteemme on laskenut 28 MEUR:oon (aik. 33 MEUR). Rahoituskulujen sekä verojen johdosta EPS painuu selvästi miinukselle.

2019 näkymä on synkkä

Vuoden 2019 osalta ennustamme myyntikatteen olevan vielä lievässä paineessa ja jäävän 61,5 %:iin (aik. 62 %), jonka seurauksena vuoden 2019 liikevoittoennusteemme on laskenut 28 MEUR:oon (aik. 33 MEUR). Vaikka Lindexin tulos paraneekin vuodesta 2018, on se edelleen kaukana yhtiön historiallisesta tulokunnosta (2007-2018 keskiarvo EBIT 42 MEUR). Markkinan nopeasta murroksesta johtuen emme näe Lindexillä edellytyksiä yltää historialliselle tulostasolleen lähivuosina.

Muilta osin ennusteemme ovat pysyneet ennallaan. Odotamme Retailin säilyvän edelleen selvästi tappiollisena johtuen myynnin jatkuvasta laskusta. Kuten olemme useaan otteeseen aiemmin sanoneet, emme näe Retaililla edellytyksiä tuloskäänteeseen ilman liikevaihdon kääntymistä kestäväan kasvuun. Suomen talouden heikentyminen tulee vaikeuttamaan tätä emmekä tällä hetkellä näe edellytyksiä Retailin myynnin kääntymiselle. Mielestämme liiketoiminnan nykyinen volyymi ei ole riittävä ylläpitämään nykyistä tavarataloverkostoa. Siten emme yllätyisi, mikäli yhtiö ilmoittaisi supistavansa tavarataloverkostoaan vuoden 2019 aikana.

Konsernin 2019 liikevoitto laskee selvästi 2018 tasosta johtuen Nevskyn poistumisesta yhtiön numeroista.

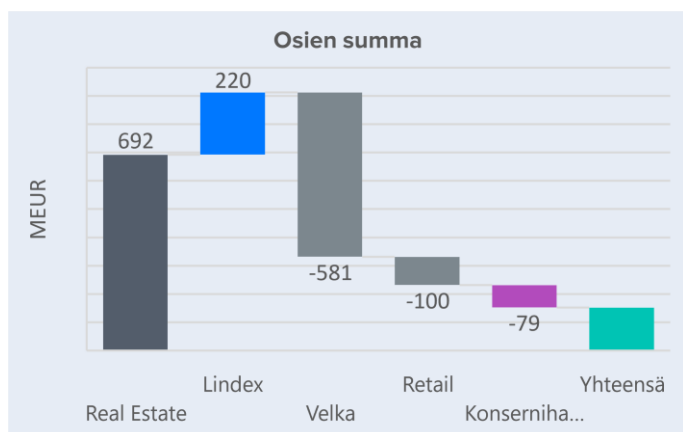
Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1023	1020	0 %	988	984	0 %	997	993	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,0	28,4	-14 %	19,9	14,8	-25 %	20,1	18,3	-9 %
Liikevoitto	26,0	21,4	-18 %	19,9	14,8	-25 %	20,1	18,3	-9 %
Tulos ennen veroja	-6,1	-10,7	76 %	-0,1	-5,4		-0,6	-1,0	
EPS (ilman kertaeriä)	-0,27	-0,32		-0,09	-0,15		-0,02	-0,03	
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	
Lähde: Inderes									

Liikevoitto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Retail	-21	-21	0 %	-16,9	-16,9	0 %	-18,1	-18,1	
Lindex	28	23	-16 %	33	28	-16 %	33	31	-5 %
Real Estate	35	35	0 %	11	11	0 %	11	11	0 %
Lähde: Inderes									

Osien summa on Retailin panttivankina

Osake on ennusteillamme tulospohjaisesti kallis eivätkä tulokertoimet ei tarjoa osakkeelle mitään tukea. Myös taseen raskaan velkataakan huomioiva EV/EBIT-kerroin on lähivuosina korkeahko noin 25x. Osinkoa yhtiö ei tule lähivuosina maksamaan johtuen heikosta tuloksesta ja kiinteistöistä saatavat varat menevät täysimääräisesti lainojen lyhennyksiin.

Osien summa arviomme ilman Retailia on laskenut 3,5 euroon (aik. 4,1 euroa) johtuen Lindexin arvon laskusta. Arvo on edelleen nykykurssia selvästi korkeampi ja se kuvastaa osissa olevaa potentiaalia, jos Retail saataisi käännettyä. Arvotamme itse Retailin edelleen -100 MEUR:n (-1,4 euroa/osake) hintalapulla, sillä sen liiketappio (ennuste noin -17 MEUR/v) pilaa muun konsernin tuloksen. Retailin -100 MEUR:n hinnalla saadaan osien summaksi 2,1 euroa.



Lindexin osalta olemme laskeneet arviomme yhtiön arvosta 220 MEUR:oon (aik. 261 MEUR) laskeneiden tulosenusteidemme myötä. Arvo perustuu 2019 tulosenusteisiimme ja keskeisenä pitämämme verrokin Kappahlin kertoiin. Huomautamme sijoittajille, että Lindexin arvo on suhteellisen matala ja mikäli sen tulos paranisi edes lähelle yhtiön historiallista suorituskäytä (2007-2018 keskimääräinen EBIT 42 MEUR), olisi arvo selvästi tätä korkeampi. Emme kuitenkaan tällä hetkellä näe, että Lindex kykenisi merkittävään tulospohjaiseen ilman uusia toimenpiteitä suunnan kääntämiseksi (kulut sekä myynti) kiihtyvällä tahdilla digitalisoituvalla muotimarkkinalla.

Osien summassa piilevän arvon purkautuminen epätodennäköistä lyhyellä aikavälillä

Osakkeenomistajien kannalta tilanne on edelleen hyvin hankala. Retailin rumat tappiot sekä raskaat velkakulut hautaavat alle Lindexin sekä Real Estaten tekemät tulokset. Ilman Retailin käännettä tulospohjaiset kertoimet eivät tule antamaan osakkeelle tukea.

Näin ollen katseet kääntyvätkin rakennejärjestelyihin ja mahdolliseen osien summassa olevan arvon purkautumiseen. Ongelmana tässäkin on Retail, jonka arvo on rumien tappioiden johdosta selvästi negatiivinen. Mikäli Retailin arvo nousisi lähelle nollaa, olisi osakkeessa merkittävää nousuvaraa. Retailin arvon nouseminen edes lähelle nollaa vaatisi kuitenkin 1) tulokäänteeseen onnistumisen tai 2) Retailista onnistuneen irtaantumisen. Tulokäänteelle emme tällä hetkellä näe edellytyksiä ja pidämme Retailin myyntiä (tai järkevän myyntihinnan saamista) myös erittäin epätodennäköisenä. Sijoittajien on tärkeä tiedostaa, että Retailin arvoa ei saada nolliin ajamalla toiminta alas, sillä toiminnan alasajon kustannukset olisivat merkittävät (arviomme mukaan 100-200 MEUR).

Myymällä kiinteistönsä Stockmannista tulisi nettovelaton, mutta tulos olisi edelleen hyvin heikko Retailin tappioista johtuen. Tällä olisi kuitenkin todennäköisesti ainakin väliaikainen positiivinen kurssivaikutus johtuen hetkellisestä laskeneesta riskiprofiilista. Pidemmällä aikavälillä kurssi olisi kuitenkin edelleen riippuvainen Retailin kehityksestä. Kiinteistöjen isot verovelat kuitenkin pienentävät tämän skenaarion toteutumista ja yhtiön olisi fiksua luopua ensin Lindexistä kiinteistöjen verovelkojen minimoimiseksi.

Stockmann voisi myös myydä Lindexin ja tästä se saisi merkittävästi verovähennettäviä tappioita. Myynnin jälkeen Real Estaten loppujen kiinteistöjen myynti olisi verotehokasta, kun näitä tappiota voitaisiin vähentää kiinteistöjen myyntivoitosta. Tässä hypoteettisessa skenaariossa jäljelle jäisi rajusti tappiollinen tuhdin nettokassan omaava Retail-yhtiö. Luonnollisesti myös tässä skenaariossa osakkeenomistajien tuotto on riippuvainen Retailin käänteestä.

Lindex ei saa kriisiytyä

Stockmannin osakkeenomistajien on myös tärkeä tiedostaa Lindexin tuloksen kriittinen rooli. Retailin rajuista tappioista huolimatta Stockmannin liikevoitto on edelleen plussalla Lindexin ansiosta ja kiinteistöjen arvon ylittäessä velkojen määrän, ei yhtiö ole akuutissa kriisissä. Tämä kaikki nojaa kuitenkin Lindexin tulokseen ja mikäli Lindexin tulos romahtaisi nykytasolta, ajautuisi Stockmann välittömään kriisiin. Yhtiö joutuisi hankkimaan velkarahoitusta tappioidensa kattamiseksi ja jo valmiiksi korkean velkataakan seurauksena tämä olisi hankalaa. Muotimarkkinan nopeista muutoksista johtuen Lindexin tuloksesta on tullut selvästi aiemmin vaikeammin ennustettava, mikä nostaa siihen liittyvää riskitasoa.

Verrokkirymä

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Stockmann Oyj Abp	2,01	148	775	23,5	30,8	8,5	8,7	0,6	0,7					0,2
Nordstrom Inc	47,48	7005	8379	11,0	11,3	6,5	6,5	0,7	0,7	16,1	13,2	3,1	3,2	8,6
N Brown Group PLC	92,05	294	761	6,8	8,3	5,2	6,1	0,7	0,8	3,7	4,2	17,2	7,9	0,5
Marks and Spencer Group PLC	256,20	4530	6276	10,0	10,1	5,3	5,3	0,6	0,6	8,4	10,1	7,9	7,7	1,1
H & M Hennes & Mauritz AB	127,66	18449	18685	15,1	14,2	9,6	9,0	1,2	1,1	16,3	15,9	6,8	6,7	3,8
Next PLC	4442,00	6560	7783	10,0	9,3	8,6	8,0	1,8	1,7	9,1	9,6	7,1	3,9	10,0
Kesko Oyj	47,60	4727	5017	15,3	14,2	10,8	10,1	0,5	0,5	19,5	17,9	4,9	5,2	2,2
Ted Baker PLC	1571,00	787	926	16,3	10,5	13,4	8,0	2,2	1,3	11,8	12,0	4,1	4,0	
Hyundai Department Store Co Ltd	87500,00	1613	2200	6,7	6,5	4,8	4,5	1,3	1,1	8,3	8,0	0,9	1,0	0,5
KappAhl AB (publ)	17,26	131	168	8,2	6,6	5,7	4,2	0,6	0,4	5,1	6,8	10,2	6,8	0,8
Debenhams PLC	5,65	72	429	11,1	16,3	3,1	2,7	0,2	0,1	2,3	8,5	12,8		0,1
ICA Gruppen AB	315,90	6358	6357	14,9	14,4	11,2	10,8	0,6	0,6	17,4	17,4	3,2	3,1	1,9
Tokmanni Group Oyj	7,30	431	595	10,5	9,4	8,1	7,2	0,6	0,6	11,5	10,4	6,3	7,1	2,4
Adler Modemaerkte AG	3,26	61	74	13,1	5,3	2,9	2,2	0,1	0,1	102,4	11,1	2,7	5,2	0,6
Myer Holdings Ltd	0,41	207	273	9,2	8,6	3,4	3,1	0,2	0,2	11,1	11,5			0,6
Verkkokauppa.com Oyj	4,34	193	165	13,7	10,6	11,9	9,6	0,3	0,3	20,9	16,3	4,6	4,9	4,6
Clas Ohlson AB	78,60	464	505	10,9	14,0	7,4	8,4	0,7	0,6	12,2	17,7	8,0	8,0	2,2
Macy's Inc	30,76	8339	12550	6,3	7,4	4,2	4,8	0,5	0,6	8,4	7,3	5,0	5,0	1,9
J C Penney Company Inc	1,14	317	4107	12,6	118,5	4,9	7,2	0,4	0,3	10,4				0,3
Kohls Corp	67,80	9871	12405	9,7	9,8	5,7	5,9	0,7	0,7	16,6	12,3	3,3	3,6	2,2
Stockmann (Inderes)	1,98	143	639	24,9	28,2	7,3	8,5	0,6	0,6	101,8	-13,2	0,0	0,0	0,2
Keskiarvo				11,7	16,8	7,1	6,6	0,7	0,6	16,4	11,7	6,4	5,2	2,3
Mediaani				10,9	10,3	6,1	6,8	0,6	0,6	11,5	11,3	5,0	5,1	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				128 %	173 %	19 %	24 %	1 %	7 %	784 %	-216 %	-100 %	-100 %	-91 %

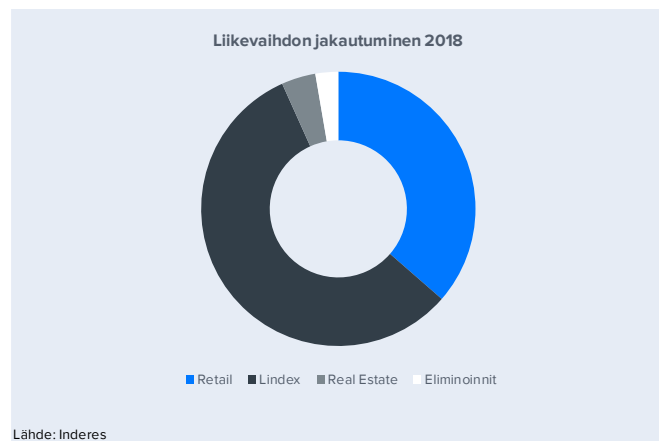
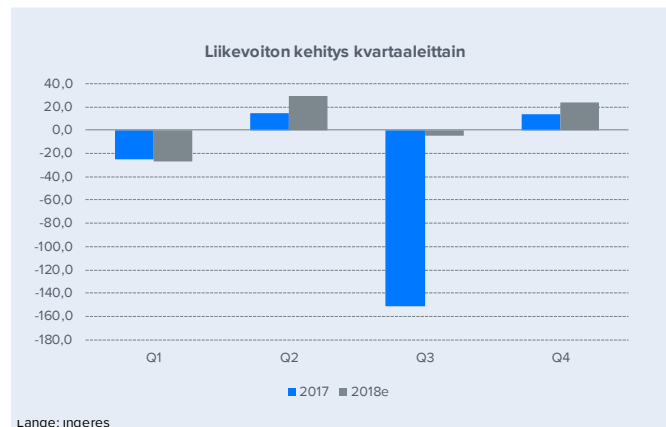
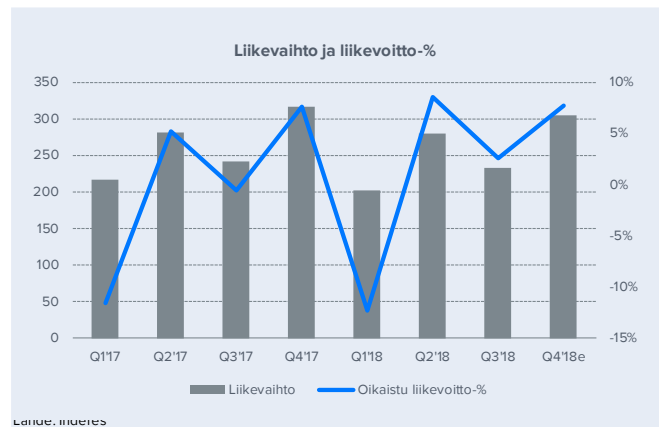
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1303,2	216,9	281,2	241,9	315,8	1055,8	202,4	279,6	232,4	305,4	1019,8	984,5	993,1
Retail	633,2	83,7	109,1	81,2	136,2	410,2	76,3	104,7	75,4	129,4	385,8	378,8	375,0
Index	635,7	123,2	162,1	151,1	169,6	606,0	114,8	163,8	147,0	166,2	591,8	591,8	603,6
Real Estate	60,1	17,0	16,8	16,5	16,8	67,1	17,9	17,5	16,7	16,8	68,9	41,8	42,5
Eliminoinnit	-25,8	-7,0	-6,8	-6,9	-6,8	-27,5	-6,6	-6,4	-6,7	-7,0	-26,7	-28,0	-28,0
Käyttökate	76,8	-9,8	29,2	14,1	29,0	62,5	-12,7	44,6	10,1	38,6	80,6	72,2	74,6
Poistot ja arvonalennukset	-59,2	-15,3	-14,6	-165,5	-15,5	-210,9	-14,2	-15,0	-15,0	-15,0	-59,2	-57,4	-56,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,6	-25,1	14,6	-1,4	24,1	12,2	-24,9	23,8	5,9	23,6	28,4	14,8	18,3
Liikevoitto	17,6	-25,1	14,6	-151,4	13,5	-148,4	-26,9	29,6	-4,9	23,6	21,4	14,8	18,3
Retail	-49,8	-14,7	-2,6	-10,8	7,5	-20,6	-17,2	-3,6	-10,0	10,2	-20,6	-16,9	-18,1
Index	54,9	-14,7	12,6	5,6	9,9	13,4	-16,2	19,6	10,8	9,2	23,4	27,5	31,5
Real Estate	21,1	6,4	6,6	6,2	9,8	29,0	7,5	14,3	6,6	6,2	34,5	10,6	11,0
Eliminoinnit	-8,6	-2,1	-2,0	-152,4	-13,7	-170,2	-0,9	-0,7	-12,3	-2,0	-15,9	-6,5	-6,0
Nettorahoituskulut	-23,1	-4,6	-10,8	-4,7	-11,0	-31,1	-8,7	-8,8	-7,8	-6,8	-32,1	-20,2	-19,3
Tulos ennen veroja	-5,5	-29,7	3,8	-156,1	2,5	-179,5	-35,6	20,8	-12,7	16,8	-10,7	-5,4	-1,0
Verot	-12,7	2,8	-4,9	-1,8	-14,8	-18,7	4,7	-12,8	-1,1	-3,7	-12,9	1,1	0,2
Vähemmistöosuudet	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,6	-1,0
Nettotulos	-25,0	-28,6	-2,8	-159,6	-14,0	-205,0	-32,6	6,3	-15,5	11,4	-30,4	-10,8	-1,8
EPS (oikaistu)	-0,35	-0,40	-0,04	-0,13	-0,05	-0,62	-0,42	0,01	-0,07	0,16	-0,32	-0,15	-0,03
EPS (raportoitu)	-0,35	-0,40	-0,04	-2,22	-0,19	-2,85	-0,45	0,09	-0,22	0,16	-0,42	-0,15	-0,03

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,1 %	-20,6 %	-20,3 %	-16,3 %	-18,7 %	-19,0 %	-6,7 %	-0,6 %	-3,9 %	-3,3 %	-3,4 %	-3,5 %	0,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-280,6 %	-17,2 %	31,6 %	-146,4 %	-28,7 %	-30,7 %	-0,8 %	63,0 %	-520,7 %	-2,1 %	132,8 %	-47,8 %	23,4 %
Käyttökate-%	5,9 %	-4,5 %	10,4 %	5,8 %	9,2 %	5,9 %	-6,3 %	16,0 %	4,3 %	12,6 %	7,9 %	7,3 %	7,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,4 %	-11,6 %	5,2 %	-0,6 %	7,6 %	1,2 %	-12,3 %	8,5 %	2,5 %	7,7 %	2,8 %	1,5 %	1,8 %
Nettotulos-%	-1,9 %	-13,2 %	-1,0 %	-66,0 %	-4,4 %	-19,4 %	-16,1 %	2,3 %	-6,7 %	3,7 %	-3,0 %	-1,1 %	-0,2 %

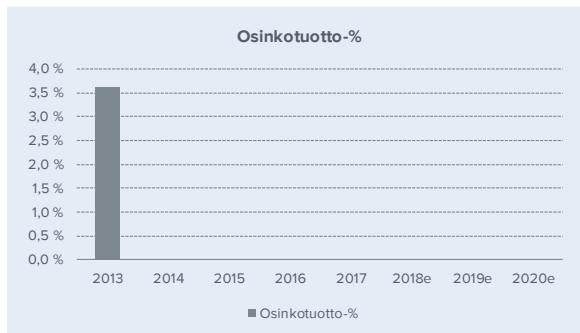
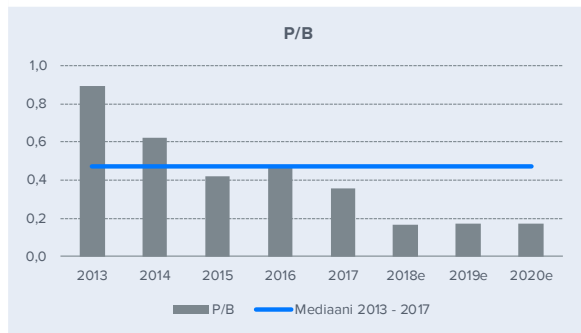
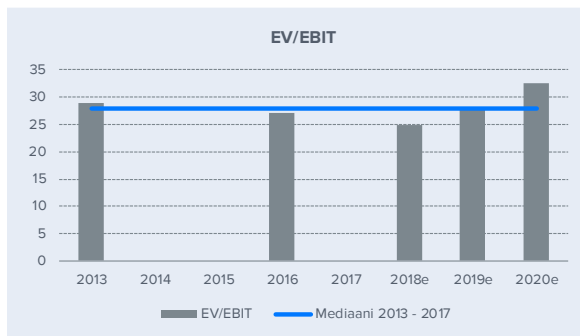
Lähde: Inderes



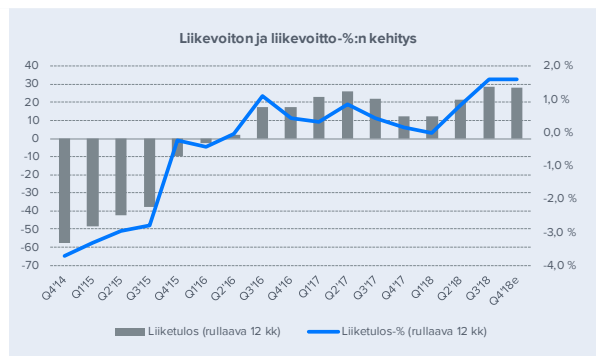
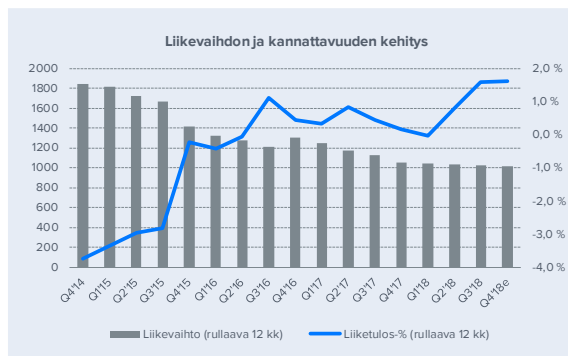
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	11,04	6,55	6,10	7,00	4,35	1,98	1,98	1,98
Markkina-arvo	796	472	439	507	313	143	143	143
Yritysarvo (EV)	1577	1277	1204	1248	1056	639	616	596
P/E (oik.)	16,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	16,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	8,0	23,6	11,2	-337,5	10,8	0,5	3,1	4,0
P/B	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2
P/S	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	12,2	95,3	16,6	16,3	4,7	7,3	8,5	8,0
EV/EBIT	29,0	neg.	neg.	27,1	neg.	24,9	28,2	32,6
Osinko/tulos (%)	59,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

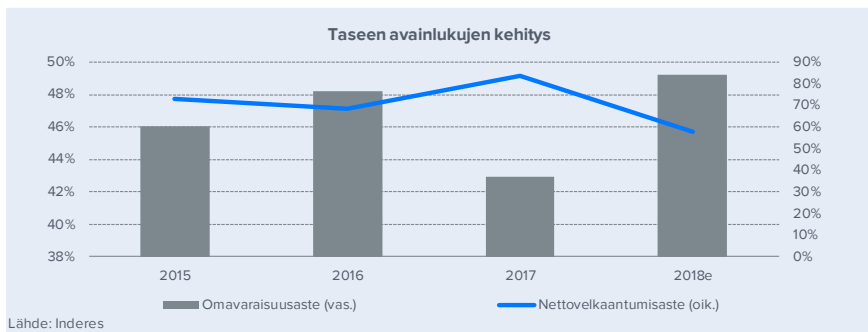


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	2028	1980	1793	1497	1475
Liikearvo	765	736	564	564	564
Aineettomat oikeudet	153	147	134	133	133
Käyttöomaisuus	1016	865	773	750	728
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	39	187	285	14	14
Muut pitkäaikaiset varat	10	7	3	3	3
Laskennalliset verosaamiset	45	38	33	33	33
Vaihtuvat vastaavat	245	261	269	240	217
Varastot	171	181	162	148	138
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	56	60	85	71	59
Likvidit varat	19	20	21	20	20
Taseen loppusumma	2274	2241	2061	1737	1691

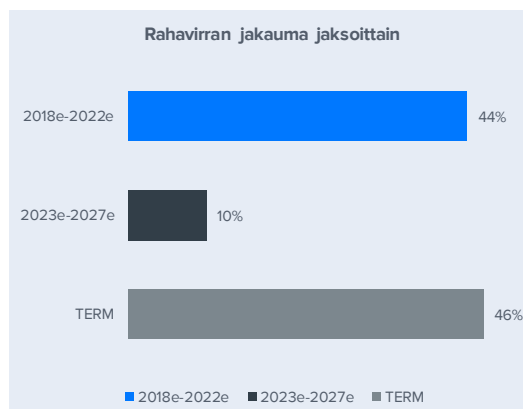
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	1047	1080	885	855	844
Osakepääoma	144	144	144	144	144
Kertyneet voittovarot	-27	-21	-228	-258	-269
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-4	-7	-15	-15	-15
Muu oma pääoma	934	965	983	983	983
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	703	692	673	497	481
Laskennalliset verovelat	164	164	147	115	115
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	535	525	505	362	345
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	5	3	21	21	21
Lyhytaikaiset velat	523	469	504	385	367
Lainat rahoituslaitoksilta	249	237	258	155	148
Lyhytaikaiset korottomat velat	231	203	184	168	158
Muut lyhytaikaiset velat	44	29	62	62	62
Taseen loppusumma	2274	2241	2061	1737	1691



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-148,4	21,4	14,8	18,3	20,8	10,2	10,3	10,4	10,5	10,6	10,7	
+ Kokonaispoistot	210,9	59,2	57,4	56,3	55,2	54,2	53,3	52,4	51,5	50,7	48,9	
- Maksetut verot	-30,5	-44,6	1,1	0,2	-0,5	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9	
- verot rahoituskuluista	-6,5	-6,7	-4,2	-4,1	-3,9	-3,7	-3,6	-3,5	-3,4	-3,3	-3,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,1	13,0	11,6	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	31,6	42,3	80,7	70,4	71,1	61,9	61,0	60,2	59,4	58,6	56,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	17,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-28,8	236,3	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-28,0	-19,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	20,4	278,6	45,7	35,4	36,1	26,9	26,0	25,2	24,4	30,6	37,5	
+/- Muut	8,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	29,1	278,6	45,7	35,4	36,1	26,9	26,0	25,2	24,4	30,6	37,5	728,6
Diskontattu vapaa kassavirta		278,7	43,1	31,4	30,1	21,1	19,3	17,6	16,0	18,9	21,8	424,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		922,3	643,6	600,5	569,1	539,0	517,9	498,6	481,1	465,1	446,1	424,3
Velaton arvo DCF		922,3										
- Korolliset velat		-763,5										
+ Rahavarat		21,0										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		179,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,50										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	1419	1303	1056	1020	984
EBITDA	44	77	63	81	72
EBITDA-marginaali (%)	3,1	5,9	5,9	7,9	7,3
EBIT	-38,2	17,6	-148,4	21,4	14,8
Voitto ennen veroja	-59,4	-5,5	-179,5	-10,7	-5,4
Nettovoitto	-160,6	-16,2	-216,3	-30,4	-10,8
Kertaluontoiset erät	-28,5	0,0	-160,6	-7,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	2274	2241	2061	1737	1691
Oma pääoma	1047	1080	885	855	844
Liikearvo	765	736	564	564	564
Korolliset velat	783	762	764	516	493

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	44,1	76,8	62,5	80,6	72,2
Nettokäyttöpääoman muutos	87,9	-56,8	6,1	13,0	11,6
Operatiivinen kassavirta	204,8	9,0	31,6	42,3	80,7
Vapaa kassavirta	39,1	-1,5	29,1	27,6	45,7

Yhtiökuvaus
Stockmann on vuonna 1862 perustettu suomalainen vähittäiskauppaa harjoittava pörssi-yhtiö. Stockmann on ottanut 1.1.2015 alkaen käyttöön uuden yhtiörakenteen, jonka mukaisesti yhtiön toiminta jakautuu kolmeen liiketoimintayksikköön, jotka ovat Stockmann Retail, Real Estate ja Fashion Chains.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-1,03	-0,35	-2,85	-0,42	-0,15
EPS oikaistu	-0,64	-0,35	-0,62	-0,32	-0,15
Operat. kassavirta per osake	2,84	0,13	0,44	0,59	1,12
Tasearvo per osake	14,53	14,99	12,29	11,86	11,71
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	0,4	0,5	0,4	0,2	0,2
P/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1
P/CF	2,1	55,7	9,9	3,4	1,8
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,0	0,6	0,6
EV/EBITDA	27,3	16,3	16,9	7,9	8,5
EV/EBIT	neg.	70,9	neg.	29,9	41,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
HTT Holdings	11,7 %
Föreningen Konstsamfundet-ryhmä	9,4 %
Svenska Litteratursällskapet i Finland	7,6 %
Varma	6,9 %
Niemistö-ryhmä	5,8 %
Åbo Akademin säätiö	4,2 %

Suositus historia 2013-2018

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/02/2015	Vähennä	6,60 €	7,00 €
29/04/2015	Vähennä	6,60 €	7,20 €
12/08/2015	Vähennä	7,00 €	7,00 €
28/10/2015	Vähennä	7,00 €	6,80 €
04/12/2015	Vähennä	7,50 €	7,50 €
15/01/2016	Vähennä	6,50 €	6,05 €
18/02/2016	Myy	5,00 €	6,20 €
15/08/2016	Myy	6,00 €	7,18 €
30/10/2016	Vähennä	6,50 €	6,74 €
29/12/2016	Vähennä	6,50 €	7,01 €
15/02/2017	Vähennä	7,00 €	7,29 €
03/05/2017	Vähennä	7,40 €	7,79 €
03/07/2017	Lisää	8,00 €	7,31 €
16/08/2017	Lisää	7,50 €	6,83 €
26/09/2017	Lisää	6,50 €	6,00 €
31/10/2017	Lisää	6,30 €	5,70 €
08/12/2017	Osta	5,70 €	4,11 €
12/01/2018	Lisää	5,50 €	4,75 €
14/02/2018	Lisää	4,50 €	3,98 €
25/04/2018	Vähennä	4,00 €	4,00 €
27/04/2018	Vähennä	3,50 €	3,78 €
08/06/2018	Vähennä	4,00 €	3,80 €
16/08/2018	Vähennä	4,00 €	4,32 €
26/10/2018	Vähennä	3,00 €	3,20 €
03/12/2018	Vähennä	2,00 €	2,06 €
04/01/2019	Ei suositusta	-	1,98 €

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/01/2013	Vähennä	11,00 €	11,25 €
31/01/2013	Lisää	12,50 €	11,72 €
26/04/2013	Vähennä	11,00 €	11,70 €
09/08/2013	Lisää	13,00 €	11,30 €
16/09/2013	Vähennä	13,00 €	13,30 €
15/10/2013	Vähennä	11,50 €	11,60 €
05/11/2013	Vähennä	11,00 €	11,70 €
20/02/2014	Myy	11,00 €	12,00 €
19/03/2014	Myy	9,50 €	11,40 €
02/05/2014	Myy	9,00 €	10,20 €
26/05/2014	Vähennä	11,00 €	11,50 €
19/06/2014	Vähennä	11,00 €	11,30 €
14/08/2014	Vähennä	10,00 €	9,80 €
02/10/2014	Lisää	10,00 €	9,00 €
29/10/2014	Lisää	10,00 €	8,60 €
17/12/2014	Lisää	8,00 €	6,80 €
19/12/2014	Vähennä	6,00 €	6,70 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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