

Stockmann

Seurannan aloitus

18.11.2022 6:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tavaratalot edelleen murheenkryyni

Arvioimme Lindexin tuloksen laskevan viime vuosien poikkeuksellisen korkealta tasolta ja tavaratalojen pysyvän selvästi kassavirtanegatiivisena lähivuosina, jonka seurauksena kassaoikaistu P/E on noin 12x 2023-24. Tämä on mielestämme neutraali taso, emmekä odota merkittävää tuloskasvua keskipitkälläkään aikavälillä. Lisäksi Lindexin iso logistiikkainvestointi 2022-23 pienentää yhtiön nettokassaa, emmekä ennusta osinkoja lähivuosille. Tämä jättää tuotto-odotuksen heikoksi. Aloitamme seurannan vähennä suosituksella ja 2,0 euron tavoitehinnalla.

Stockmann tavarataloja ja Lindex vaatekauppoja – 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. Maantieteellisesti Lindexin vahvimmat markkinat Ruotsi ja Norja tuovat yli puolet konsernin myynnistä ja toisen puolen luovat tavaratalojen päämarkkina Suomi, sekä Baltia ja muut maat (muissa maissa vain Lindexin toimintaa).

Yrityssaneeraus pääosin tehty, mutta kiistanalaiset velat pitkittävät sitä

Stockmann ajautui huhtikuussa 2020 yrityssaneeraukseen. Saneerausohjelma hyväksyttiin helmikuussa 2021, jonka nojalla mm. velkoja järjesteltiin uudelleen ja tavaratalojen vuokrasopimukset uusittiin. Tämän jälkeen yhtiö on myynyt kiinteistönsä Baltiassa ja Helsingissä ja maksanut niistä saaduilla rahoilla kaikki vahvistetut saneerausvelat. Yhtiöllä on kuitenkin edelleen irtisanottuihin vuokrasopimuksiin liittyviä riidanalaisia velkoja, jotka pitää tavalla tai toisella ratkaista ennen kuin saneerausohjelma voidaan päättää. Tämä on yhtiölle tärkeää sillä se ei voi tehdä esim. isompia rakennejärjestelyjä tai maksaa osinkoa ohjelman aikana. Kiistoissa voi kuitenkin kulua vuosia.

Ennustamme Lindexin tuloksen laskevan viime vuosien huipputasolta

Lindex on yltänyt 2021-22 aikana historiansa parhaaseen tulokseen, rullaavan 12kk liiketuloksen käydessä jopa 100 MEUR:ssa. Tätä on kuitenkin tukenut poikkeuksellisen hyvä bruttokate ja kiinteiden kulujen suhde myyntiin. Uskomme tuloksen heikentyvän tulevina kvartaaleina, kuten jo Q3:ssa nähtiin. Sitä ajaa mm. hankintakustannusten nousu vahvemman USD:n myötä, heikentyvä kysyntä kuluttajien ostovoiman hiipuessa sekä inflaatiopaine kiinteissä kuluissa, etenkin vuokrissa. Ennustamme Lindexin normalisoidun tulostason olevan noin 70 MEUR eli noin 10 % marginaali, joka on sen historiaan ja verrokkeihin nähden hyvä taso. Stockmann divisioonan osalta ennustamme pienen tappion jatkuvan lähivuosina. On syytä huomata, että iso osa tavaratalojen vuokratuloista ei näy liikevoittotasolla, joten nollatuloksellakin Stockmann divisioonana on selvästi kassavirtanegatiivinen.

Tulospohjainen arvostus neutraali, emme näe lähiaikoina potentiaalia osien summa arvon vapautumiseen

Vuokraveloilla ja kassalla oikaistuna arvioimme Stockmannin 2023-24 P/E luvun olevan noin 12x ja EV/EBIT:in noin 9x. Pidämme näitä tasoja neutraalina Stockmannille. Osien summa arvomme on yli 3 euroa, mutta sen vapauttaminen vaatisi nähdäksemme tavaratalojen tuloksen selvää parantumista, jota emme lähivuosina odota. Toisaalta, jos Lindexin tulos säilyisi viime aikojen tasolla, olisi tulospohjainen arvostus houkutteleva ja osakkeessa olisi selkeää nousuvaraa (2022e P/E 6x). Pidemmällä aikavälillä emme odota merkittävää tuloskasvua ja konsernin pääoman tuotto jää tuottovaatimukseemme alle. Lähiaikojen laskeva tulostrendi ja negatiivinen kassavirta (logistiikkainvestoinnin takia) painavat tuotto-odotuksen vaisuksi ja tukevat siten negatiivista näkemystämme.

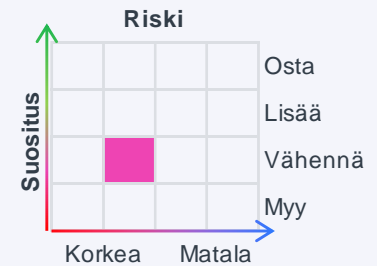
Suositus

Vähennä

2,00 EUR

Osakekurssi:

1,98



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	899,0	989,1	970,0	990,0
kasvu-%	14 %	10 %	-2 %	2 %
EBIT oik.	68,3	81,2	64,0	60,0
EBIT-% oik.	7,6 %	8,2 %	6,6 %	6,1 %
Nettotulos	47,9	99,9	26,9	24,3
EPS (oik.)	0,32	0,30	0,17	0,15

P/E (oik.)	6,1	6,5	11,6	13,2
P/B	1,1	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,0	9,9	13,3	14,0
EV/EBITDA	4,8	3,1	5,1	4,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,9	0,8

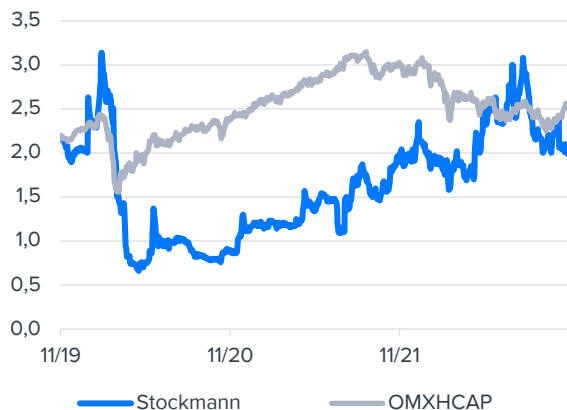
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

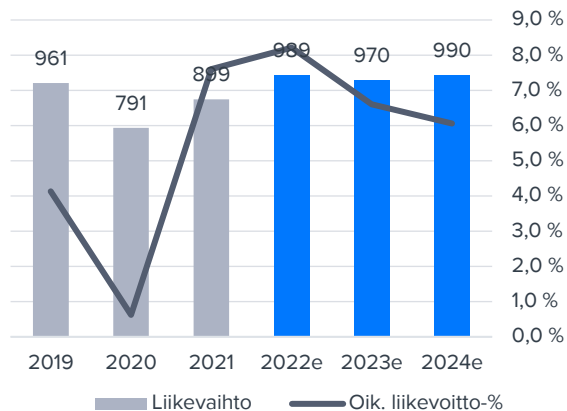
Stockmann odottaa konsernin liikevaihdon kasvavan ja oikaistun liiketuloksen paranevan edelliseen vuoteen verrattuna

Osakekurssi



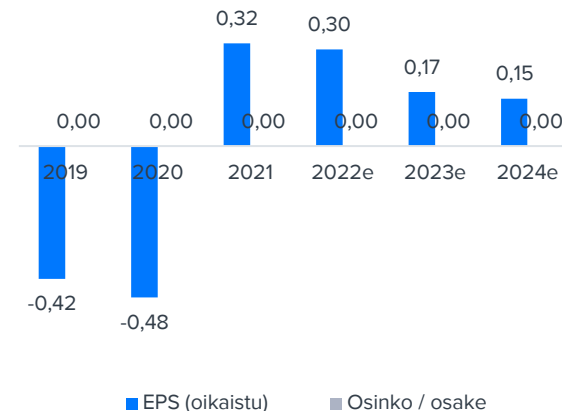
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Lindexin kassavirta ja arvonluonti
- Tavaratalojen kannattavuuden asteittäinen paraneminen
- Yrityssaneerauksen loppuminen, joka mahdollistaa mm. osingonjaon ja rakennejärjestelyt



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,98	1,98	1,98
Osakemäärä, milj. kpl	155,0	158,0	162,5
Markkina-arvo	309	309	309
Yritysarvo (EV)	805	850	841
P/E (oik.)	6,5	11,6	13,2
P/E	3,1	11,6	13,2
P/Kassavirta	1,3	neg.	9,8
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	3,1	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	9,9	13,3	14,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

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
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 24 - 26
Ennusteet ja arvonnäyttö	s. 27 - 35
Taulukot	s. 36 - 41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 42 - 43

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 toimintaa on 18 maassa

1862

Stockmannin perustamisvuosi

2/2021

Yrityssaneerausohjelma hyväksytään

989 MEUR

Liikevaihto 2022e

81 MEUR (8,2 % lv:sta)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2022e

68 %

Lindexin osuus konsernin liikevaihdosta 2021

19 %

Verkkokaupan osuus konsernin liikevaihdosta 2021

6449

Henkilöstö Q222 lopussa

1862 – 1988

- Stockmann kasvaa Suomessa laajentaen tavarataloverkostoaan
- Stockmann laajentaa liiketoimintaansa ostemalla Akateemisen kirjakaupan, päivittäistavarakauppa Seston, postimyöntiyritys Hobby Hallin, vaateketju Seppälän sekä ryhtymällä autokauppaan

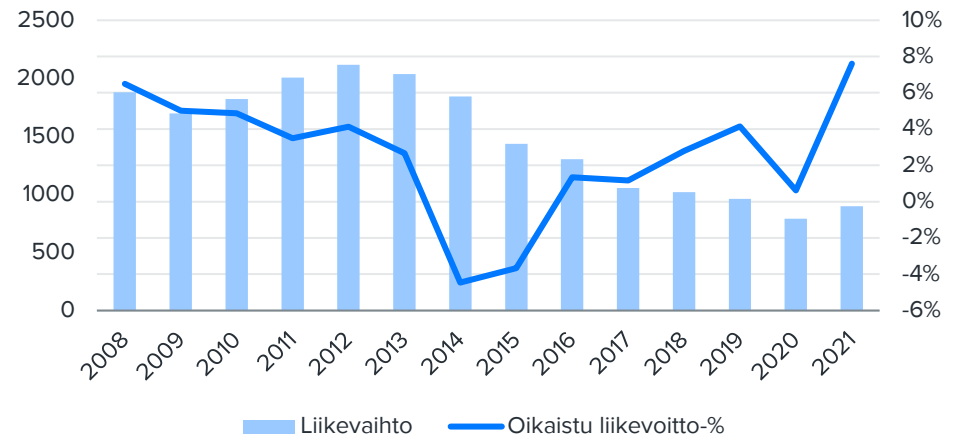
1989 - 2011

- 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 (Herkkü) 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 selvästi jakautunut kahteen eri divisioonaan

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. Käsittelemme konsernin historiaa ja käynnissä olevaa yrityssaneerausta 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).

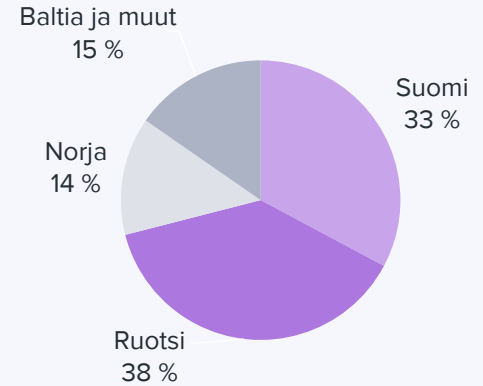
Konsernisynergiat lähinnä hankinnoissa

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 ole nähdäksemme enää ajankohtaista.

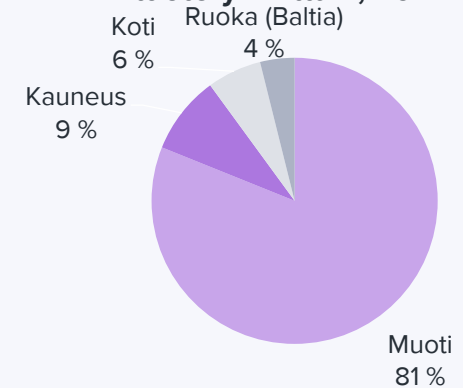
Tärkein ketjujen välinen synergia on mielestämme siinä, että Stockmann tavaratalojen omien brändien vaatteiden hankinta tehdään Lindexin ostokonttorien kautta. Tavarataloissa omien brändien osuus kaiken kaikkiaan on kuitenkin vain 10-20 % liikevaihdosta ja tästä vain osa on vaatteita, joten kovin isosta synergiasta ei nähdäksemme ole kyse. Tiettyjä 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. Tämä mielestämme kertoo, että nykyiset kaksi ketjua voisivat varsin hyvin toimia myös erillisinä yhtiöinä. Tämä ei kuitenkaan ole mahdollista saneerausohjelman toteuttamisen aikana. Lindexin potentiaalinen irrottaminen vaatisi myös tavaratalojen tulostason selkeää ja kestävä parantumista, jotta se pärjäisi itsenäisenä yrityksenä.

Konsernin liikevaihto maittain, 2021



Konsernin liikevaihto tuoteryhmittäin, 2021



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 Pohjoismaassa olevan 5-10 % välillä. Sillä on yli 400 myymälää 18 maassa ja 34 verkkokaupparkkinaa. Lindexin tarkoitus on voimaannuttaa ja inspiroida naisia. Hieman konkreettisemmin muotoiltuna se tarjoaa muotia sopivaan hintaan muotitietoisille naisille. Sen pääkohderyhmä on aikuiset naiset.

Sen tuoteryhmät ovat naisten ja lasten pukeutuminen, alusvaatteet ja kosmetiikka. Tuoteryhmät poikkeavat jonkun verran toisistaan ominaisuuksiltaan. Lasten vaatteet ja alusvaatteet ovat hyvin tasaisia tuoteryhmiä joiden kysyntä ei merkittävästi vaihtelee esim. muotivirtausten tai taloudellisten suhdanteiden mukana. Mielestämme onkin Lindexin kannalta positiivista, että nämä kaksi tuoteryhmää vastaavat noin 2/3 sen liikevaihdosta. Alusvaatteet ovat myös 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 kanta-asiakkaiden määrä, 5.4 miljoonaa Q3 lopussa, jossa on kasvua noin miljoona v/v.

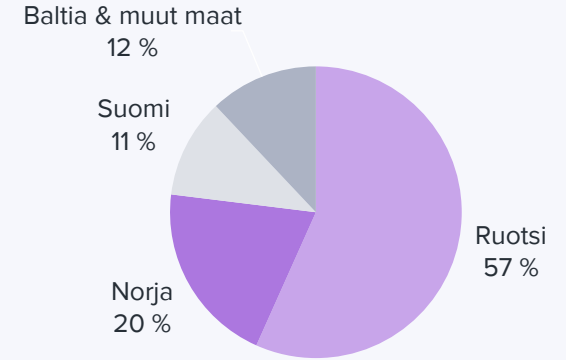
Stockmannilla tai Lindexillä ei ole omaa tuotantoa, vaan sen omat merkit tulevat sopimusvalmistajilta. Näiltä tilaukset tehdään joko suoraan tai Lindexin ostokonttorien kautta. Konsernitasolla reilut 70 % ostovolyymeista tulee ostokonttorien kautta. Lindexillä on niitä viisi, jotka sijaitsevat Bangladeshissa, 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 75 % vuonna 2021. Lindexin osalta Bangladesh on selvästi suurin valmistusmaa, sillä sieltä tuli lähes puolet tilauksista vuonna 2021.

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

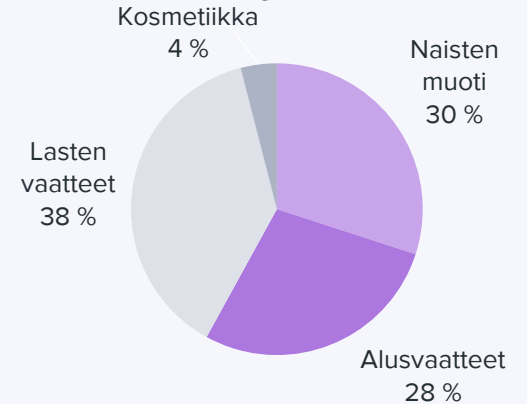
Pääosa omia myymälöitä, mutta myös franchising maita ja verkkokauppaa

Lindexin tuotteiden myynti tapahtuu pääasiassa sen omien myymälöiden ja verkkokauppojen kautta. Q322 lopussa sillä oli omia myymälöitä yhdeksässä maassa, yhteensä 404 myymälää. Näiden lisäksi sillä on franchising liiketoimintaa yhdeksässä maassa, joissa myymälöitä on yhteensä 32. Kaiken kaikkiaan myymälöitä on 436.

Lindexin liikevaihto maittain, 2021



Lindexin liikevaihto tuoteryhmittäin, 2021



Lähde: Stockmann

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/11

Myyvälöiden 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 koronavuotina

Lindexillä on ollut oma verkkokauppa yli 10 vuotta, mutta sen merkitys vuoteen 2017 asti oli rajallinen. Vuonna 2017 verkkokauppa vastasi vain reilua 3 %:a 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 verkkokaupat Zalando, Boozt ja Next. Koronapandemian suljettua myymälöitä ja vähennettyä ihmisten liikkumista 2020-21, verkkokaupan osuus Lindexin myynnistä nousi 20 % tasolle vuonna 2021.

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. Ymmärtääksemme kolmansien osapuolien

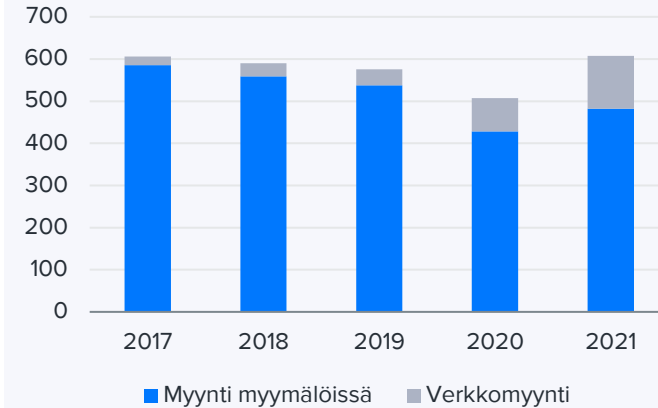
alustojen kautta tapahtuva myynti on vielä selvästi pienempää kuin omien verkkokauppojen. Se kuitenkin yli tuplaantui vuonna 2021 ja verrattuna Lindexin toimintamaihin, kolmansien osapuolten kauppa oli volyymielessä neljänneksi suurin "maa". Liikevaihdon osalta vaikutusta pienentää ja vertailua sekoittaa se, että kolmansille osapuolille Lindex on tukkumyyjä, jolloin se ei saa vähittäiskaupan katetta itselleen ja näin samasta tuotteesta kirjautuva liikevaihto on selvästi alempi. Konsernin liikevaihdosta tämä olikin vain noin 3 % vuonna 2021.

Bruttokate on korkea

Lindexin bruttokate on ollut säännöllisesti yli 60 % ja yltänyt keskimäärin 2009-21 välisenä aikana tasolle 62,5 %. 2021 ja H122 se oli vielä 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 bruttomarginaalitasoa 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.

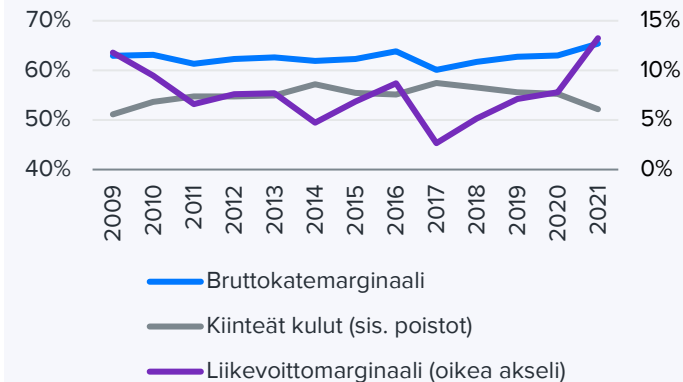
Koska Lindex on ulkoistanut kaiken valmistuksen, sen valmistuksen kulut ovat epäsuoria. Yksi pääraaka-aine sen sopimusvalmistajille on puuvilla ja muita merkittäviä kustannuseriä ovat työvoima ja logistiikka. Yksittäisten kustannuserien osuus lopputuotteen hinnasta on kuitenkin pieni ja Lindexin sopimusvalmistajat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

Lindexin myyntijakauma



Lähde: Stockmann

Lindexin marginaalikehitys 2009-21



Lähde: Stockmann, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/11

Tämä helpottaa Lindexin sopeutumista kuluinflaation 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. Näin ollen viime talvena käynnistynyt USD:n vahvistuminen näkyi vasta Q322 tuloksessa. Tähän yhtiön pitää reagoida hinnankorotuksin, mikäli se haluaa pitää nykyiset marginaalinsa.

Myynnin kehitys historiallisesti vain hienoisesti nouseva paikallisissa valuutoissa

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.

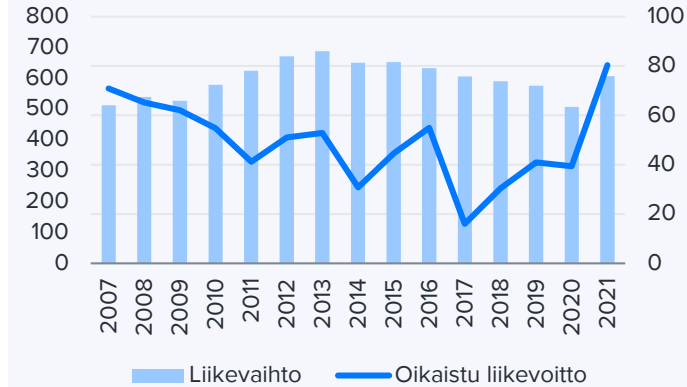
Liikevoitto on ailahdellut historiassa

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 tänä vuonna lähellä 50 %:a.

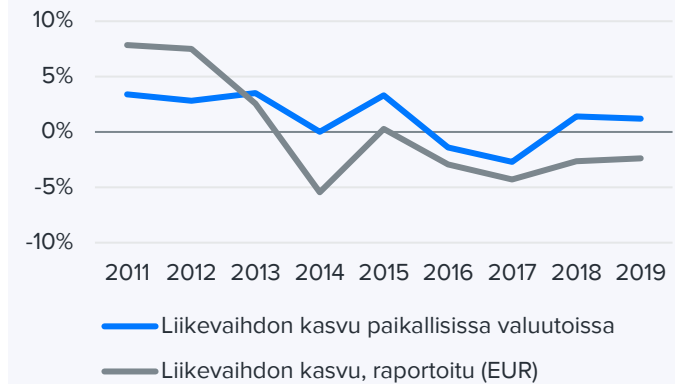
Vaikka Lindexin bruttokate on korkea, niin ovat myös sen kiinteät kulut suhteessa myyntiin. Tämä on historiallisesti tehnyt liikevoitosta ja liikevoittomarginaalista ailahtelevaa. Lindexin oikaistu liikevoitto on vuosina 2009-21 vaihdellut 16 – 80 EUR välillä ja vastaavasti marginaali 2,7 % ja 13 % välillä (viimeiseltä 12 kuukaudelta luvut ovat vieläkin paremmat). Näiden keskiarvot samalta ajalta ovat noin 45 MEUR ja 7,5 %. Vuosi 2017 näyttää hyvin liiketoiminnan riskin: malliston epäonnistuminen johti myynnin laskuun ja alennusmyynneistä johtuen myös bruttokate laski. Myynnin laskun takia myös kiinteät kulut/myynti nousi ja lopputuloksena liikevoittomarginaali 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 H122 nähtiin taas päinvastainen kehitys: myynnin ja bruttokatteen parantuminen on johtanut vahvaan liike tuloksen kasvuun.

Keski-Euroopan tulos parantunut selvästi

Stockmannin raportointi avaa Lindexin liikevaihtoa ja tulosta osittain myös maantieteellisesti. Tästä näemme, että Ruotsi tekee ylivoimaisesti suurimman osan Lindexin tuloksesta, yli 85 % liike tuloksesta 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 liike tappiota (2016) tehneen kokonaisuuden Pohjoismaiden ulkopuolella noin 5 MEUR liikevoittoa tekeväksi (2021). 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 liike tappiota 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.

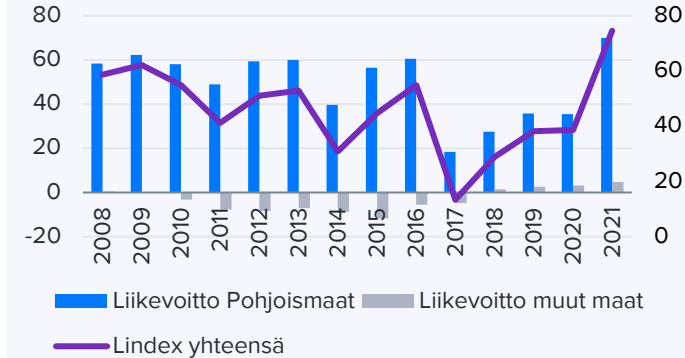
Strategia ja johto

Lindexin tavoitteena on 1) maailmanlaajuisesti vahvojen brändivalikoimien kehittäminen, 2) kestävään liiketoimintamalliin siirtyminen ja 3) siirtyminen globaaliksi, "digital first" monikanavaiseksi yritykseksi.

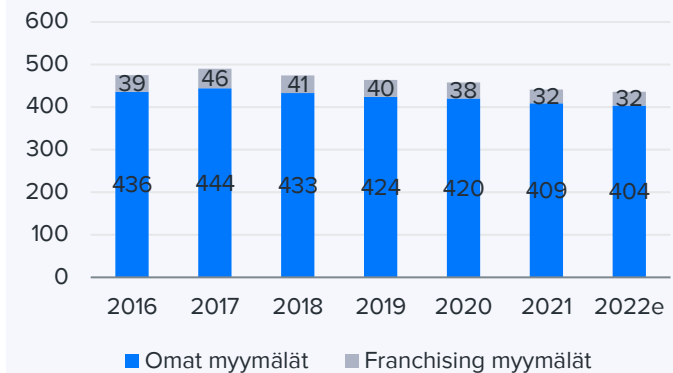
Nähdäksemme tavoitteet 1 ja 3 kiteytyvät verkkokauppa (joko oma tai kumppanin) edellä tapahtuvaan kansainväliseen kasvuun. Lindexin laajentuminen onkin jo vuosia tapahtunut joko franchising kumppaneiden kautta ja/tai verkkokaupan avulla. Myös uusi logistiikkakeskus mahdollistaa etenkin verkkokauppatoimitusten kasvun jatkumisen. Omia myymälöitä täysin uudelle markkinalle se ei ole avannut vuoden 2015 jälkeen. Yhtiö kuitenkin sanoo ettei se ole poissuljettua.

Lindexin toimitusjohtaja on Susanne Ehnåge, joka aloitti tehtävässä elokuussa 2018. Hän palkkasi pian aloittamisensa jälkeen Lindexin talousjohtajaksi Annelie Forsbergin, joka kevästä 2022 on ollut myös koko Stockmannin CFO. Nähdäksemme nykyjohto on tehnyt Lindexissä hyvää jälkeä ja yhtiö on korona-ajan haasteista huolimatta pystynyt parantamaan reippaasti tulostaan viime aikoina.

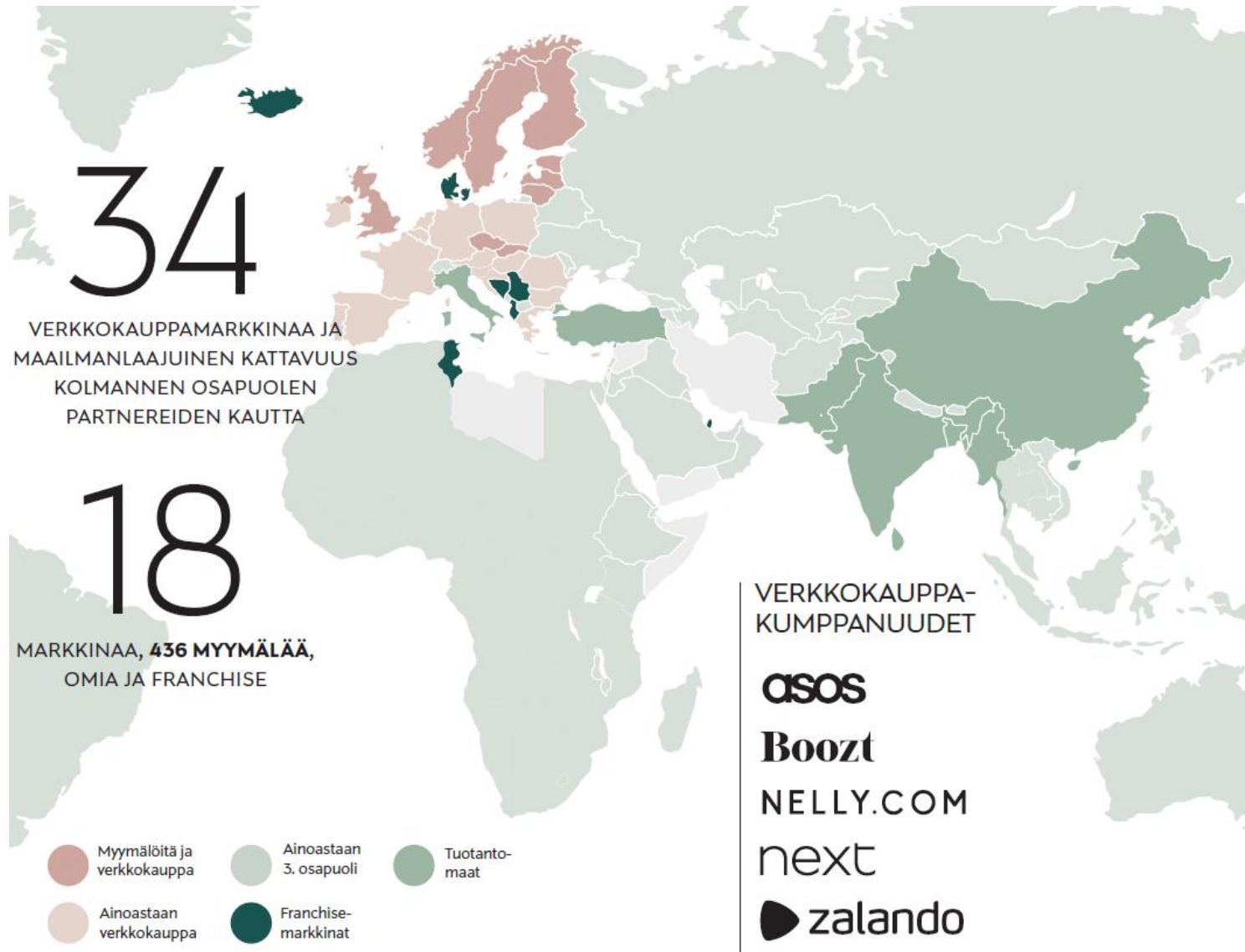
Lindexin liike tulos alueittain



Lindex myymälöiden määrä, vuoden loppu



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/11 – Lindexin toimintamaat, Q322



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/11

Stockmann – tavarataloja Suomessa ja Baltiassa

Stockmann-divisioona koostuu kuudesta tavaratalosta Suomessa ja kahdesta Baltiassa sekä verkkokaupasta kyseisissä maissa. Stockmann asemoituu premium-tason kauppana. 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 on vaikuttanut kysyntään koronavuosina. Muut tärkeät tuoteryhmät ovat koti ja kauneus (kosmetiikka), jonka arviomme olevan parhaiten kannattava tuoteryhmä. Omaa ruokamyntiä Stockmannilla on nykyisin enää Baltian tavarataloissa, sen myytyä Suomen Stockmann Herkku –liiketoiminnan S-ryhmälle vuoden 2017 lopussa. 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. Uskomme tämän näkyvän etenkin verkkokaupassa. Stockmannin kanta-asiakas ohjelmassa (MyStockmann) on noin 1,4 miljoonaa jäsentä.

Stockmannilla ei ole omaa tuotantoa, vaan sen

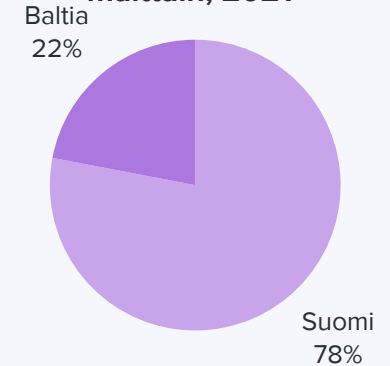
omat merkit tulevat sopimusvalmistajilta ja kolmansien osapuolien brändituotteet luonnollisesti näiltä yhtiöiltä, joilla tyypillisesti on omat alihankkijansa. Omien merkkien osalta tilaukset tehdään joko suoraan tai konsernin ostokonttorien kautta. Konsernitasolla reilut 70 % ostovolyyeista tulee ostokonttorien kautta. Niitä on viisi jotka sijaitsevat Bangladeshissa, Hong Kongissa, Intiassa, Kiinassa ja Turkissa. Stockmann tavaratalot käyttävät kaikkiaan noin 125:tä eri toimittajaa, joiden käytössä on yli 150 tehdasta. Stockmannin omien muotimerkkien osalta Kiina on selvästi suurin hankintamaa (60 %) 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

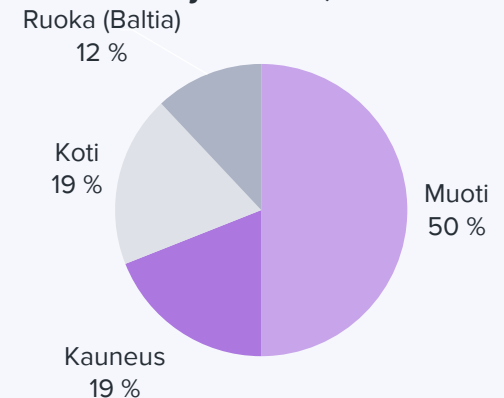
Nykyisistä tavarataloista uusin on vuonna 2005 avattu Vantaan Jumbon kauppakeskuksessa sijaitseva tavaratalo ja vielä 2014 yhtiö laajensi sen Tampereen tavarataloa. Tämän jälkeen tavaratalojen myyntipinta-alaa on kuitenkin vähennetty monin toimin, kuten vuokraamalla osia silloisista omista kiinteistöistä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

Stockmann-divisioona liikevaihto maittain, 2021



Lähde: Stockmann

Stockmann-divisioona liikevaihto tuoteryhmittäin, 2021



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. Näin ollen merkittävä osa tavaratalojen Suomen myynnistä kertyy Helsingin keskustan tavaratalosta. 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-alan vähentyminen jatkuu keväällä 2023, kun Itäisen tavaratalon tilat supistuu vain 4t neliöön ja Stockmann jää pienempiin tiloihin uudentyypisellä konseptilla. Näiden muutosten sekä Suomen Stockmannin Herkun (2018), 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

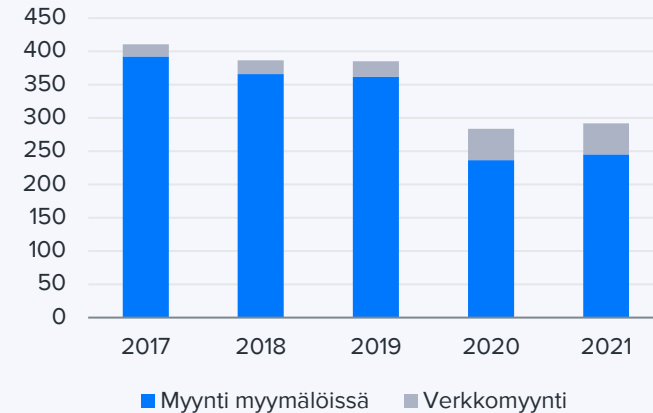
Verkkokaupan osuus tavaratalojen myynnistä oli 6 %:a vuonna 2019, mutta nousi korona-aikana yli 15 %:n. Kokonaismyynti kuitenkin laski selvästi tästä huolimatta. Uskomme verkkokaupassa kilpailemisen olevan tavarataloille vaikeaa, kun sen hinnoittelu on sidottu raskasta kustannusmassaa kantavaan perinteisten kivijalkamyymälöiden liiketoimintamalliin ja toisaalta monet tuotteet ovat saatavissa myös muista kaupoista.

Bruttokate on kunnossa 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.

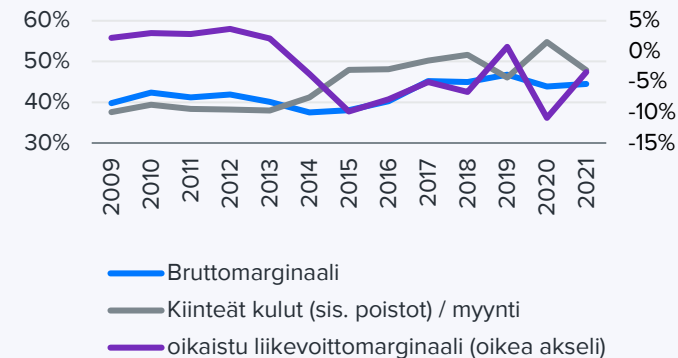
Yhtiön raportoimilla luvuilla bruttomarginaali vaihteli 37-42 %:n väliä vuosina 2009-2016, jolloin siihen vaikutti negatiivisesti ainakin Akateemisen kirjakaupan, Hobby Hallin ja ruokakaupan matalammat marginaalit verrattuna nykyiseen liiketoimintaan. Siksi parempi vertailujakso on 2017 eteenpäin, jolloin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

Tavaratalojen myyntijakauma



Lähde: Stockmann

Tavaratalojen marginaalikehitys 2009-21



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 varsin hyvin hallinnassa.

...mutta kiinteitä kuluja saatava alemmas

Tavaratalojen kiinteät kulut olivat vuoteen 2013 asti alle 40 % sen liikevaihdosta. Vuosien 2017-21 keskiarvo oli tasan 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 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 hyvin edelleen supistaa ja/tai sulkea. Itiksessä tämä tapahtuu jo ensi keväänä, kun Stockmannin käyttämät tilat pienenevät ja tavaratalotoiminta nyky muodossaan loppuu. Samoin ainakin Tampereella tiloja vuokrataan lisää ulkopuolisille toimijoille.







Yrityssaneerauksen tuloksena vuokria laskettiin selvästi viime vuoden alusta alkaen, joka on tukenut tavaratalojen positiivista tuloskehitystä. Samalla vuokrasopimukset kuitenkin muuttuivat enemmän liikevaihtosidonnaisiksi, joka tarkoittaa, että myynnin kääntyessä nousee 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 jatkossakin 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 kiinteiden kulujen skaalaaminen alemmaksi ei 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	20
Itis, Helsinki (konsepti muuttuu keväällä 2023)	3
Jumbo, Vantaa	0-5
Tapiola, Espoo	0-5
Tampere	0-5
Turku	0-5
Tallinna, Viro	15-20
Riika, Latvia	15-20

Lähde: Helsingin keskustan osalta Stockmann, muut Inderesin arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 10/11 – tavaratalojen tuoteryhmät

Tuoteryhmä	Kuvaus	Esimerkkejä omista brändeistä	Esimerkkejä muista brändeistä	Osuus tavaratalojen liikevaihdosta 2021
Muoti	<ul style="list-style-type: none"> Naisten, miesten ja lasten vaatteet, kengät, asusteet jne. Myös urheiluvaatteita Omat brändit 10-20 % myynnistä 	 	    	50 %
Kauneus	<ul style="list-style-type: none"> Kosmetiikkatuotteita kuten meikit, hiustenhoito ja tuoksut Pääosin muiden brändeja 		 	19 %
Koti	<ul style="list-style-type: none"> Muuan muassa sisustus-, kattaus-, valaistus-, keittiö- ja puutarhatuotteita Omat brändit 10-20 % myynnistä 	 	 	19 %
Ruoka	<ul style="list-style-type: none"> Stockmann omistaa kahden Baltian tavaratalon ruokaosaston 			12 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 11/11

Säätiöt edelleen suurimpia omistajia, mutta erikoistilannerahasto tullut mukaan yli 10 % omistuksella

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 viime vuonna. Tällä hetkellä Stockmannin suurin kotimainen omistaja on yhtiössä pitkään vaikuttanut Konstsamfundet, reilulla 10 % osuudella. He pystyvät siis yksin estämään esim. Stockmannin osakkeiden lunastuksen.

Tätäkin suurempi, tai vähintään yhtä suuri, omistus on viime vuonna Stockmannin isoksi omistajaksi ilmaantunut Denali European Opportunities rahasto, joka on North Wall Capital –yhtiön hallitsema rahasto. North Wall keskittyy erikoistilanteisiin Länsi-Euroopassa, joskin enemmän velkapuolella. North Wall/Denali tulikin Stockmannin omistajaksi osittain ostamalla Stockmannin velkakirjoja ja konvertoimalla niitä osakkeiksi yrityssaneerauksen yhteydessä. Denali European Opportunities on liputtanut yli 10 % omistuksen eli sen omistus on 10-15 % välillä.

Muut merkittävät omistajat ovat eläkevakuutusyhtiö Varma 8 % omistuksella ja Svenska Litteratursällskapet 7,5 % omistuksella. Nämä neljä omistajaa asettivat myös ehdokkaansa Stockmannin nimitysvaliokuntaan, joka valitsee hallituksen jäsenet. North Wallin edustajan osallistuminen nimitystoimikuntaan viittaa siihen, että he haluavat myös oman ehdokkaansa hallitukseen ja vaikuttaa yhtiön toimintaan.

Johtoryhmällä hyvin pieniä osakeomistuksia

Stockmannin konsernin johtoryhmä on hyvin suppea. Siihen kuuluu toimitusjohtaja Jari Latvanen, Lindexin toimitusjohtaja Susanne Ehnbåge, sekä Lindexin että Stockmann konsernin CFO Annelie Forsberg, lakijohtaja Jukka Naulapää ja COO Tove Westermarck.

Latvasella on pitkä kokemus etenkin elintarviketeollisuudesta, mutta ei kaupan alan kokemusta ennen Stockmannille tuloaan 2019. Latvasen päätehtävä Stockmannilla on nähdäksemme tavaratalojen kääntäminen, sillä emme usko hänen juuri puuttuvan Lindexin toimintaan, vaikka hän muodollisesti Lindexin toimitusjohtajan esimies onkin. Ehnbåge ja Forsberg tulivat molemmat Lindexille vuonna 2018, jota ennen molemmat olivat kodinelektroniikkayhtiö NetOnNetissä. Naulapää ja Westermarck ovat pitkän linjan Stockmannilaisia, molemmat ovat olleet yhtiössä yli 20 vuotta.

Johtoryhmän osakeomistus on hyvin pientä Ehnbåge ja Forsberg ostivat aiemmin tänä vuonna 4 000 osaketta kumpikin, tämän lisäksi omistus on vain Westermarckin 1 000 osaketta. Näkisimme mielellään johdon omistusten olevan huomattavasti suurempia ja siten oleellisia esim. heidän vuosituloihinsa nähden, mitä ne eivät tällä hetkellä kenenkään osalta ole.

Stockmann julkisti elokuussa osakepohjaisen kannustinjärjestelmän vuosille 2022-24, jonka kautta voidaan jakaa enintään 2 miljoonaa osaketta 40:lle henkilölle. Mittareina ovat osakkeen kokonaistuotto, liikevaihto, liikevoitto ja ilmastonutraalisuus.

Suurimmat osakkeenomistajat*

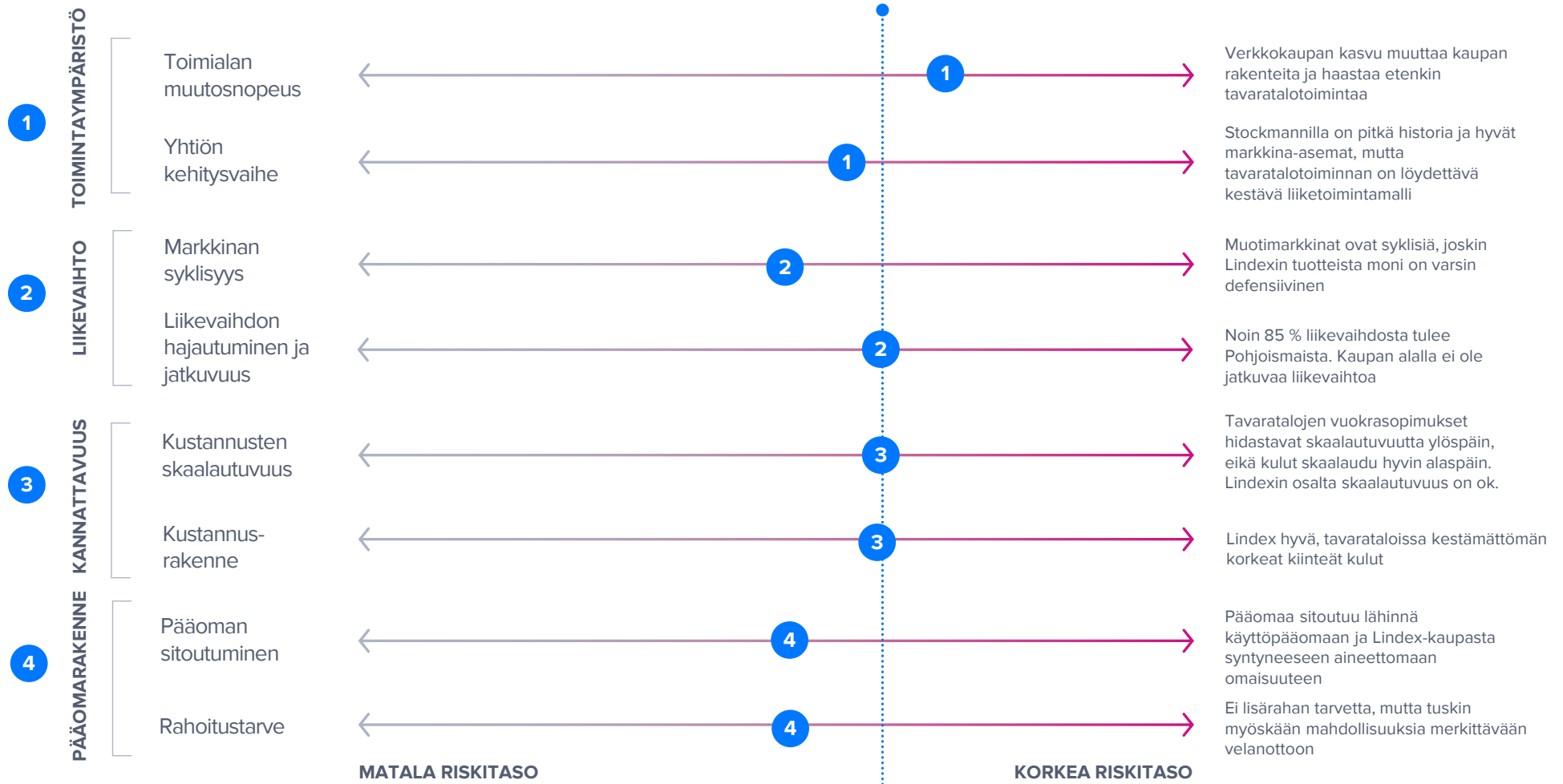
31.10.22

Föreningen Konstsamfundet -ryhmä	10,4 %
Varma	8,1 %
Svenska Litteratursällskapet	7,5 %
Hc Holding Oy	4,1 %
Etola-yhtiöt	3,9 %
Kari Niemistö	3,3 %
Folkhälsan Samfundet	1,8 %
eQ Pohjoismaat Pienyhtiö	1,7 %
Ilmarinen	1,3 %
OP-henkivakuutus	1,0 %

Lähde: Inderes *ei sisällä hallintarekisterissä olevia omistajia

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Stockmannin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2

1.

Lindex on hyvässä tuloskunnossa

2.

Lindexissä on mahdollista saada matalariskistä ja arvoa luovaa kasvua

3.

Tase nettokassalla ilman vuokraveljoja

4.

Tavaratalojen kääntäminen kassavirtaposiitiviseksi näyttää vaikealta

5.

Tavaratalot tuhoavat arvoa

6.

Lindexin myynti / listaaminen voisi luoda arvoa, mutta ei ole mahdollista lähivuosina

Potentiaali



- **Tavaratalojen käänne:** Mikäli Stockmann saa tavaratalojen myynnin/neliömetri kääntymään selvään nousuun, tavaratalot voi tehdä positiivista tulosta, jolla olisi nähdäksemme 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 selvästi positiivista osakkeelle
- **Lindexin myynti/irrottaminen yhtiöstä:** Saneerausohjelman aikana yhtiö ei voi myydä Lindexiä. Mikäli tavaratalot saadaan käännettyä kestävästi positiivista tulosta ja kassavirtaa tekeväksi, tämä on kuitenkin keskipitkällä aikavälillä mielestämme mahdollista. Tosin sen merkitys Stockmannin arvonnalle kannalta mielestämme vähenee, jos tavaratalotkin pystyvät tuloksentekoon.
- **Osingonjako:** Saneerausohjelman aikana yhtiö ei voi jakaa osinkoa. Yhtiöllä on kuitenkin nettovelaton, joten osinkoa pystyttäen jakamaan, kun saneeraus on ohi.

Riskit



- **Kuluttajien ostovoiman heikentyminen ja kustannusinflaatio ovat selviä riskejä lähiajan tulokselle sekä yleisesti syklisyyttä tuovia tekijöitä**
- **Tavaratalojen uusi kriisi:** Mikäli tavaratalojen myynti 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:** Stockmannin myytyä kiinteistöt, sen rahoituksen saanti on uskoaksemme aiempaa vaikeampaa. 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 pääkilpailijoina voidaan nähdä mm. alan ruotsalainen jätti **H&M**, joka on merkittävä toimija lähes kaikilla Lindexin markkinoilla ja monessa maassa markkinajohtaja. Yhtiö on pörssilistattu ja sillä on yli 4500 kauppaa yli 75:ssä maassa. Toinen niinikään ruotsalainen pääkilpailija on **KappAhl**, joka on kokoluokaltaan ja konseptiltään hyvin lähellä Lindexiä. KappaAhlilla on Ruotsissa, Norjassa, Suomessa ja Puolassa yhteensä noin 400 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.

Ruotsista löytyy myös lähinnä kotimaassaan toimiva **MQ Marqet**, jolla on yli 100 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 150 myymälää Pohjoismaissa (Ruotsi, Norja, Tanska ja Suomi). Yhtiön omistaa ruotsalainen sijoitusyhtiö Frankenius Equity.

Norjalainen Varner-Gruppen omistaa useampia muotiketjuja, joista tärkeimpänä kilpailijana Lindexille 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 ovat ainakin H&M:n ohella pikamuodin jätteihin lukeutuvat espanjalaisen pörssilistatun Inditexin omistama **Zara**, jolla on yli 2000 myymälää eri puolilla maailmaa, sekä japanilaisen pörssiyhtiö Fast Retailingin omistama **Uniqlo**, jolla on yli 1000 myymälää, mutta vasta vähän kauppvoja Euroopassa.

Tietyissä 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.

Tärkeimpiä pohjoismaisia kilpailijoita

KappAhl



ginatricot

Cubus

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, jossa se viimeisen 12 kuukaudenkin jaksolla oli. H&M:n kannattavuutta on painanut yhtiön vahva fokus edullisiin hintoihin sekä nousevat kulut mm. digitalisaatioon liittyen. Lindexin verrattuna uskomme H&M:n tuotevalikoiman olevan herkempi hinnan ja muotivirtausten suhteen. Lindexin 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 2021 reilut 300 MEUR, eli jonkin verran Stockmannin noin 225 MEUR suurempi. 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.

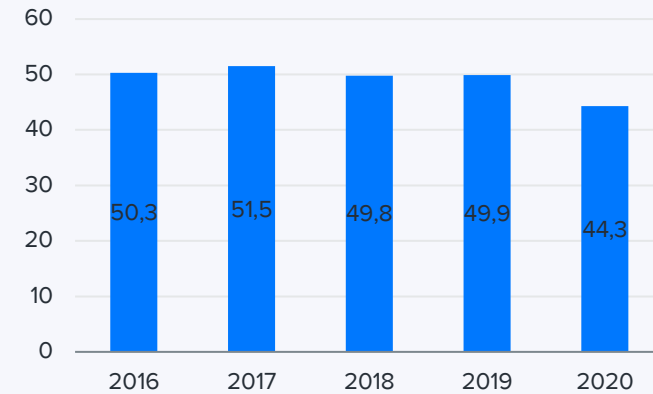
Muita kilpailijoita tavarataloille on esim. Prisma, K-Citymarket ja Tokmanni, mutta näiden tuoteportfolio eroaa merkittävästi Stockmannin tavarataloista esim. suuren päivittäistavaran suhteen. Myös kaikki yllä mainitut vaatteita myyvät liikkeet ovat tietyssä suhteessa tavaratalojen kilpailijoita.

Ruotsin ja Norjan muotimarkkina

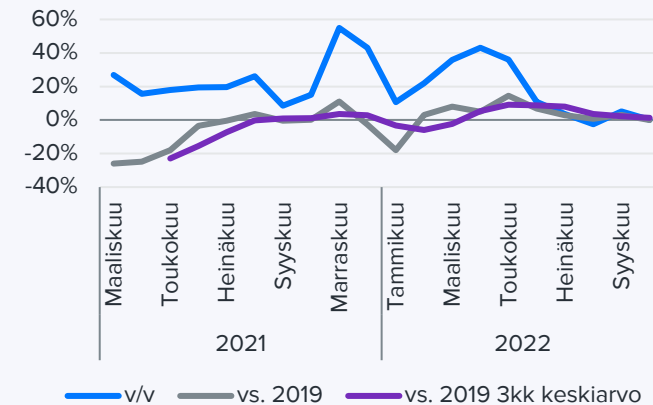
Lindexin päämarkkina on Ruotsi, jossa vaatemyynti koronaa edeltävinä vuosina oli noin 50 mrd. SEK ja se pysyi suhteellisen stabiilina. Vuonna 2020 myynti tippui 11 %, mutta tämän vuoden aikana myynti on ylittänyt 2019 tason. Lindexin myynti Ruotsissa on ollut 3,5 mrd SEK tasolla jolloin sen markkinaosuus on arvioimme mukaan noin 7 %. Pääkilpailijoita ovat H&M, jonka arvioimme olevan markkinajohtaja (H&M:n myynti Ruotsissa 2019 oli noin 9 mrd. SEK), KappAhl, joka on suurusluokaltaan Lindexin kokoinen sekä pienemmät ketjut (Ruotsissa) kuten Cubus, Gina Tricot, MQ Marqet, Zara jne. sekä lukuisat muut toimijat.

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 7,5 % ja Ruotsissa selvästi tätä parempi.

Ruotsin vaatemarkkina (mrd. SEK)



Ruotsin muotimarkkinan kehitys



Lähde: Svensk Handel

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/4

Lindexin toiseksi suurimman markkinan Norjan osalta tilanne on hyvin 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 % osuudella ja myös Cubus on Norjassa Lindexiä suurempi.

Suomen markkina

Suomen markkina on relevantti niin Lindexille kuin ennen kaikkea tavarataloille. Tilastokeskuksen mukaan vaatemyynti Suomessa sekä ennen koronaa että vuonna 2021 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. Arviomme 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 1995-2021 ollut itse asiassa negatiivinen. Lindex on Suomessa selvästi pienempi kuin päämarkkinoillaan Ruotsissa ja Norjassa ja arviommekin täällä sen markkinaosuuden jäävän alle 2 %:n tasoon. Suomessakin pääkilpailijat ovat edeltä tuttuja nimiä kuten H & M, KappAhl ja Cubus.

Stockmannin tavaratalojen muotimyyntin arviomme olevan Suomessa noin 100 MEUR ja markkinaosuuden 2 %:n luokkaa. Stockmannin pääkilpailija Suomessa on toinen merkittävä tavarataloetäjä eli S-ryhmän omistama Sokos.

Kuten edellä todettu, kilpailukenttä on laaja ja erityyppisiä vaatemyyjiä on huomattava määrä.

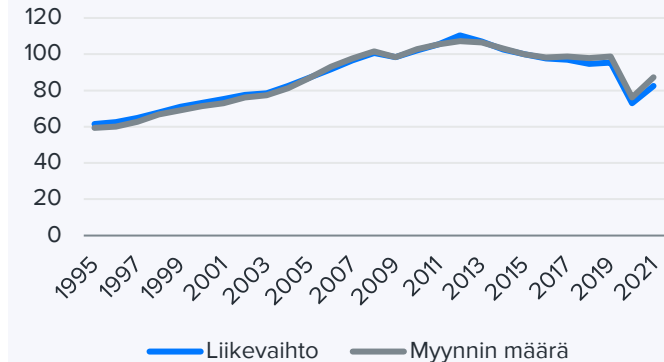
Suomen kosmetiikkamarkkina on kosmetiikka- ja hygieniateollisuuden mukaan noin miljardi euroa. Arvioimme Stockmannin markkinaosuuden tästä olevan noin 5 %. Stockmannille relevanttien kodintuotteiden osalta emme ole löytäneet markkinadataa ja arvioimme Stockmannin markkinaosuuden kodintuotteista/käyttötavaroista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

Kuluttajaluottamus ja ostovoima voimakkaassa laskussa

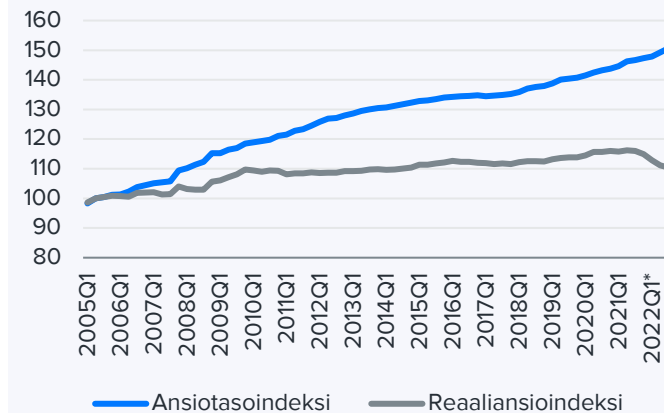
Tänä vuonna inflaation nopea kiihtyminen ja korkojen nousu on aiheuttanut poikkeuksellisen kovaa painetta kuluttajien ostovoimaan. Tämä on jo näkynyt kuluttajien luottamuksen tippumisena ennätysalhaisiin lukemiin. Vaikutus itse ostovoimaan tulee asteittain, kun kuluttajalle tärkeät kustannukset nousevat. Monissa tavaroissa tämä näkyy jo nyt, mutta esim. lainojen korot päivittyvät useimmilla vuoden välein, samoin monilla on kiinteähintaisia sähkösopimuksia, joiden päivittämisessä on tietty viive. Vuokriin ja muihin asumiskuluihin inflaatio heijastuu todennäköisesti selvemmin vasta ensi vuonna, kun vuokrien indeksikorotuksia ja taloyhtiöiden vastikkeiden korotuksia toteutetaan. Oikealla näkyvästä kuvasta nähdään, että jo tämän vuoden aikana reaalin ansiokasvitus on ollut kuitenkin merkittävästi negatiivinen.

Suomen vaate- ja jalkinevyynti, indeksoitu (2015 = 100)



Lähde: Tilastokeskus

Ansiotasoindeksi, 2005 = 100



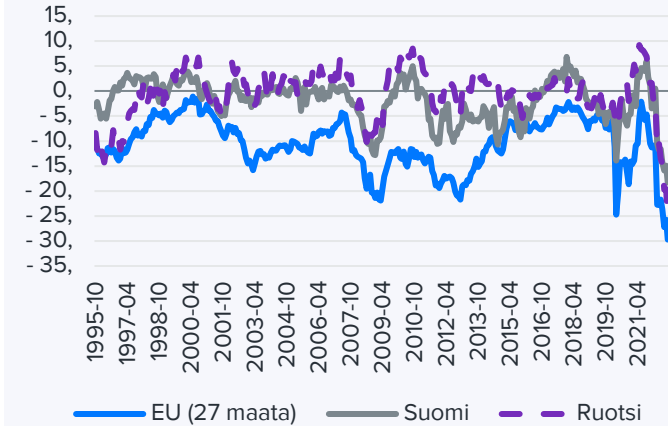
Lähde: Tilastokeskus

Toimiala- ja markkinakatsaus 4/4

Markkinaympäristö on siis Stockmannille lähitulevaisuudessa vaikea. Etenkin tavaratalojen kalliimman hintaluokan tuotteiden kysynnässä voi aiheutua kysynnän laskua. Vaikka Lindexin myynti kehittyi hyvin finanssikriisissä vuonna 2009 (kasvoi 5 % vertailukelpoisesti), tilanne on tällä kertaa nähdäksemme kuluttajille vaikeampi. Lisäksi koronan loppuminen tuki mielestämme vaatemyyntiä keväällä/kesällä 2022, ainakin tavaratalojen valikoimaan kuuluvien juhla- ja työvaatteiden osalta, joka tekee myös vertailuluvut ensi vuonna kohtuullisen haastaviksi.

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 pohjalukemissa



Lähde: Eurostat

Suomen kuluttajahintaindeksin vuosimuutos, %



Lähde: Tilastokeskus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Konsernin strategia on varsin yleisellä tasolla

Stockmann on julkaissut alla olevat viisi konsernin strategista painopistettä. Lindexin ja tavaratalojen liiketoiminnan eroista johtuen konsernistrategia ei nähdäksemme voi olla kovin konkreettinen ja nämäkin painopisteet jäävät varsin yleiselle tasolle ja tuntuvat jokseenkin itsestäänselvyyksiltä.

Toisaalta myöskään divisioonatason strategiat eivät tarjoa kovin paljon lisää konkretiaa. Lindexin tavoite on selvästi monikanavainen kansainvälinen kasvu, mutta sen tarkemmin tämän suunnista tai esim. numeerisista tavoitteista ei kerrota. Yhtä lailla tavaratalojen osalta puhutaan varsin abstraktisti asiakasuskollisuudesta, asiakaskokemuksesta ja tuottavasta liiketoiminnasta.

Ei taloudellisia tavoitteita

Stockmannilla ei ole vuosiin ollut relevantteja taloudellisia tavoitteita. Etenkin kannattavuuden osalta ja divisioonille erikseen annettuna, pitäisimme sellaisia hyvin hyödyllisinä. Tavaratalojen suhteen selvä tavoite lähivuosille on liikevoiton ja kassavirran kääntäminen positiiviseksi. Lindex sen sijaan tekee tällä hetkellä huipputulosta ja tavoitteen asettaminen voi sen takia olla haastavaa, sillä mielestämme sen pitäisi olla nykyisen marginaalitason alapuolella. Esim. myynnin kasvu markkinaa nopeammin ja yli 10 % liikevoittomarginaali olisi mielestämme hyvä pidemmän aikavälin tavoite Lindexille. Emme odota Stockmannin ottavan velkaa lähivuosina, joten taseen suhteen tavoite tuskin toisi merkittävästi uutta tietoa.

Stockmann suunnittelee taloudellisten tavoitteiden julkaisua vuonna 2023

1

• Kaikkikanavaisen toimintamallin kehittäminen

2

• Vahva valikoima ja vahvat brändit

3

• Vastuulliset liiketoimintamallit

4

• Kumppanuuksien hyödyntäminen

5

• Kannattava liiketoiminta

Historiallinen kehitys ja yrityssaneeraus 1/2

Tavaratalot ovat olleet Stockmannin keskiössä läpi historian, muuten liiketoiminta on elänyt

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 kääntää liiketulos 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.

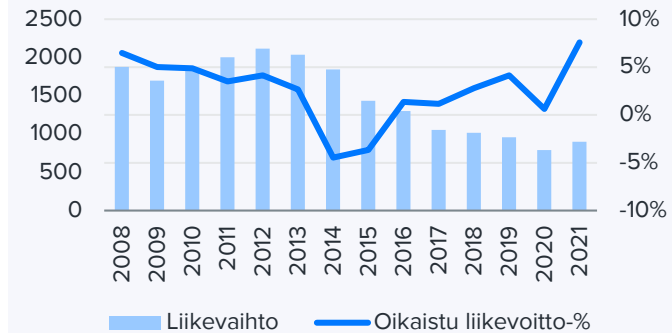
Yrityssaneerauksen vaikutukset

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. Näin ollen saneerausaikana yhtiön kädet on pitkälti sidottu saneerausohjelman mukaiseen strategiaan toteutukseen. Tämän, ja Stockmannin nykyisen hyvän käteistilanteen vuoksi uskomme, että yhtiö pyrkii lopettamaan saneerauksen heti, kun 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

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 on Lindexin osakkeet. Pääosa velkojista onkin tarttunut tähän mahdollisuuteen. Koska uusi joukkovelkakirja ei ole saneerausvelkaa, sen pois maksaminen ei ole ehto saneerauksen lopettamiselle
- 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

Kiistanalaiset velat ja saneerausvelkojen tilanne

Q322 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. Q322 lopussa kiistanalaisten vaatimusten määrä oli 45 MEUR. 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. Tähän liittyen on kuitenkin menossa uusia riitaprosesseja, jonka vuoksi ko. velka ei ole vielä tuomioistuimen vahvistama saneerausvelka, eikä siten velkaa Stockmannin taseessa. Jo maksetun 3,5 MEUR:n ja välimiesoikeuden määräämän 19,3 MEUR:n erotus eli noin 16 MEUR on varauksena Stockmannin taseessa, eikä sisälly 45 MEUR kiistanalaisiin velkoihin (koska on jo taseessa varauksena).

LähiTapiola-päätöksen perusteella arvioimme, että riidanalaisista saatavista voisi syntyä noin 25 MEUR velka Stockmannille. Kun lisäämme välimiesoikeuden LähiTapiolalle määräämän korvauksen, arvioimme Stockmannille tulevan vielä yhteensä noin 40 MEUR maksettavia velkoja. Maksimimäärä, sisältäen LähiTapiola-velka, on noin 60 MEUR.

Saneerausohjelman velkojilla on oikeus muuntaa 20 % saatavistaan osakkeiksi sen jälkeen, kun niiden saatavat on vahvistettu. Tämä voi siten aiheuttaa enintään noin 13m uuden osakkeen liikkeellelaskun eli 8 % diluution Stockmannin osakekantaan. Meidän arviolamme diluutio jää 9m osakkeeseen eli 6 %:iin. Loput 80 % velkoja voi muuntaa joukkovelkakirjaksi, jolloin se ei ole enää saneerausvelkaa. Nykyisessä tilanteessa Stockmann tosin maksanee kaikki tulevat saneerausvelat mahdollisimman pian pois, joten jvk:si konvertointi ei velallisen kannalta olisi mielestämme tässä tilanteessa järkevää. Kassavirtavaikutus on siten arvioimme mukaan 32 MEUR tai enintään 48 MEUR. Olemme ennusteissamme olettaneet näiden maksun ja osakkeiden liikkeellelaskun tapahtuvan 2023-24.

Kiistanalaiset velat

Kiistanalainen vaatimus,
MEUR

Nordika II SHQ Oy	13
Fennia	12
Tampereen seudun OP	20
Yhteensä	45

Lähde: Stockmann

Velat Stockmannin taseessa, Q322

MEUR

Vuokravelat	560
Korollinen velka (jvk-laina)	68
Raportoitu bruttovelka	627
Käteinen	140
Raportoitu nettovelka	487
Nettovelka ilman vuokravelkoja	-73

Lähde: Stockmann

Taloudellinen tilanne

Taseessa lähinnä aineetonta omaisuutta ja vuokrasopimuksia

Stockmannin myytyä kiinteistönsä, sen taseessa on varsin vähän kiinteää omaisuutta, alle 50 MEUR. Tämä tulee kuitenkin kasvamaan 2024 mennessä merkittävästi Lindexin yli 100 MEUR logistiikkakeskusinvestoinnin myötä. Taseen loppusumma on kuitenkin edelleen noin 1300 MEUR. Tästä lähinnä Lindexiin liittyvä liikearvo (260 MEUR) ja muut aineettomat erät vastaavat noin 30 %:a ja vuokravastuista syntyvät käyttöoikeusomaisuuserät yli 30 %:a. Loppu on pääosin varastoja (noin 200 MEUR Q322 lopussa) ja käteistä (140 MEUR Q3 lopussa). Lindexin erinomaisen tulokunnon 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 suuremmat, mutta nettokäyttöpääoma on kuitenkin hieman positiivinen.

Taseen vastattavaa puolella Stockmannilla on omaa pääomaa reilut 25 % 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 45 % luokkaa, joka on hyvä taso. Stockmannin ainoa rahoitusvelka on tällä hetkellä 68 MEUR suuruinen joukkovelkakirja, joka erääntyy 2026 ja

jolle maksetaan 0,1 % vuotuista korkoa.

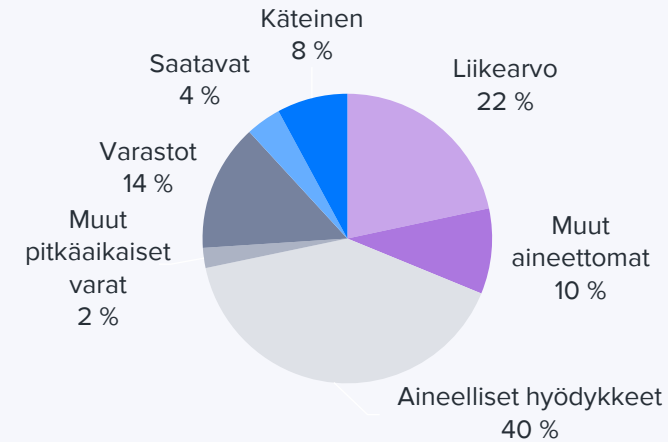
Kaiken kaikkiaan tase on hyvässä kunnossa, vuokrasopimukset pois lukien nettokassan puolella. Toisaalta Lindexin yli 100 MEUR investointi tulee syömään yhtiön käteisvaroja lähivuosina. Osinkojen jako ei ole mahdollista ennen kuin saneerausprosessi on viety loppuun, johon voi mennä vielä useita vuosia. Uskomme myös, että Stockmann haluaa tulevaisuudessa pitää taseensa vahvana, jopa nettokassalla, joten koko käteisen jakamista osinkoina emme odottaisi. Nettokassa ei enää mainitun investoinnin jälkeen ole ennusteidemme mukaan merkittävä.

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.

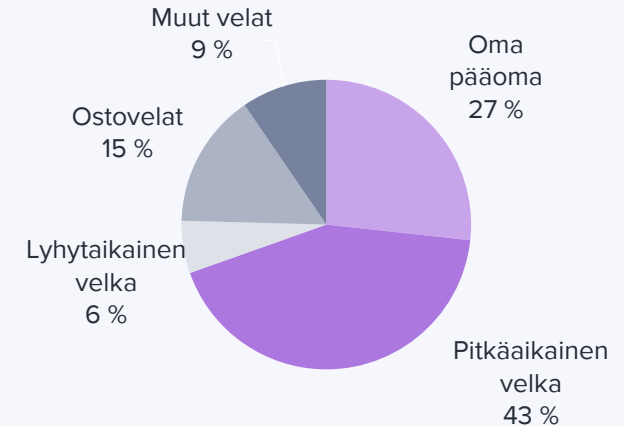
Toisaalta Stockmannin (maltillinen) kasvu ei vaadi juurikaan lisää pääomia (Lindexin investoinnin jälkeen), joten kasvun aikaansaaminen olisi pääoman käytön ja tuoton mielessä erittäin positiivista.

Taseen varat



Lähde: Inderes

Taseen velat



Lähde: Inderes

Ennusteet 1/5

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 liikkunut lähinnä negatiivisilla liiketulostasoiilla viimeiset 10 vuotta.

Yleisellä tasolla katsottuna uskomme, että Lindexin tämän ja viime vuoden tulostasoa on poikkeuksellisen hyvä, eikä yhtiö tule tekemään yhtä hyvää tulosta jatkossa. Tavaratalojen puolella uskomme tulevien 12-15 kuukautta olevan vaikeaa, kun vuokratulot iskevät tulokseen (tosin tämä näkyy kirjanpidossa lähinnä rahoituskulujen puolella eikä siten divisioonaluvuissa) ja kuluttajien ostovoima on heikoilla. Uskomme tavaratalojen pääsevän nollatason liikevoittoon 2025 mennessä, joka tarkoittaa kuitenkin selvästi negatiivista kassavirtaa.

Lindex ennätysvedossa tänä vuonna

Stockmannin ohjeistus tälle vuodelle odottaa konsernin liikevaihdon kasvavan ja oikaistun

liiketuloksen paranevan edelliseen vuoteen verrattuna. Yhtiö olikin 9 kuukauden jälkeen selvästi edellä molemmissa, kun liikevaihto oli kasvanut 14 % ja oikaistu liiketulos oli 54 MEUR verrattuna viime vuoden 39 MEUR. Ohjeistus on siis helposti saavutettava, vaikka Q4 olisikin viime vuotta heikompi, kuten me ennustamme.

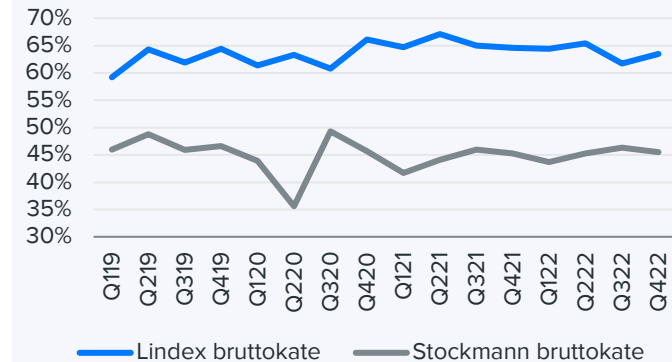
Ennustamme Lindexin oikaistun liiketuloksen yltävän lähes 90 MEUR tasolle vuonna 2022 ja tavaratalojen parantavan, mutta jäävän hieman tappiolle (-4 MEUR). Q4:n osalta, joka enää on tätä vuotta jäljellä, näemme kuitenkin molempien divisioonien tuloksen heikentyvän hieman viime vuodesta. Tähän vaikuttaa etenkin kuluttajien heikentynyt ostovoima, joka painaa kysyntää ja Lindexin bruttomarginaalin lasku vahvalta vertailutasolta.

2023 tulos laskee selvästi ennusteillamme

Lindexin osalta ennustamme varsin selvää tuloksen laskua vuonna 2023. Tämä johtuu osittain erittäin korkeasta tulostasosta vuosina 2021-22, jota ajoi nähdäksemme 1) kysynnän hyvä palautuminen koronan jälkeen, 2) korona-aikana neuvottelut kiinteiden kulujen säästöt (vuokrat ja henkilöstö) / koronatuotet ja 3) USD:n heikentyminen, joka laskee hankintakuluja 2021 ja H122. Valuuttavaikutusta korosti se, että Lindex ei yrityssaneerauksen takia pystynyt suojaamaan lainkaan USD-positiotaan huhtikuun 2020 ja syksyn 2021 välillä.

Lindexin liikevaihdon näemme 2023 laskevan hieman, 2 %, kun koronan jälkeinen kysyntä tasoittuu ja toisaalta kuluttajien heikko ostovoima ja luottamus vähentää kulutusta.

Kvartaalikohtaiset bruttokatteet



Oikaistun liikevoiton kehitys. MEUR



Ennusteet 2/5

Lindexin bruttomarginaali on historiallisesti liikkunut 62-63 % tasoilla, kun se 2021 oli yli 65 % ja 2022 odotamme sen olevan vielä lähes 64 % vahvan alkuvuoden takia. Kustannusinflaation ja USD:n vahvistumisen tuoman vastatuulen takia uskomme bruttomarginaalin palautuvan historiallisen tason tuntumaan 63 %:iin. Tämä näkyikin jo Q3 luvuissa, jolloin bruttomarginaali laski alle 62 %:n.

Kiinteiden kulujen hallinnassakin Lindex on onnistunut viime vuosina erinomaisesti. Vuonna 2023 uskomme kuitenkin inflaation mukana nousevien vuokratulujen ja laskevan liikevaihdon yhdistelmän nostavan kiinteiden kulujen suhdetta myyntiin selvästi. Lisäksi Lindex jatkaa tiettyjä kulumassaa nostavia kasvupanostuksia. Suhdeluku on kuitenkin 2023 ennusteillammekin noin 52 %, kun historiallinen keskiarvo Lindexille on noin 55 %.

Tämän lopputuloksena Lindexin oikaistu liike-tulos laskee 73 MEUR tasolle vuonna 2023, joka tarkoittaa yli 11 %:n liikevoittomarginaali. Tämä on edelleen erittäin hyvä taso yhtiön historiaan ja useimpiin kilpailijoihin nähden.

Stockmann-tavaratalojen osalta näemme yhtä lailla heikentyneen kuluttajatilanteen painavan sekä liikevaihtoa että bruttomarginaalia. Tavaratalojen liikevaihtoa pienentää hieman myös keväällä 2023 tapahtuva Itiksen tilojen pienentäminen, joka tietysti laskee myös kuluja. Toisaalta uskomme tavaratalojen kärsineen vielä Q122 koronan aiheuttamasta normaalia

vähäisemmistä kävijämääristä kaupoissa.

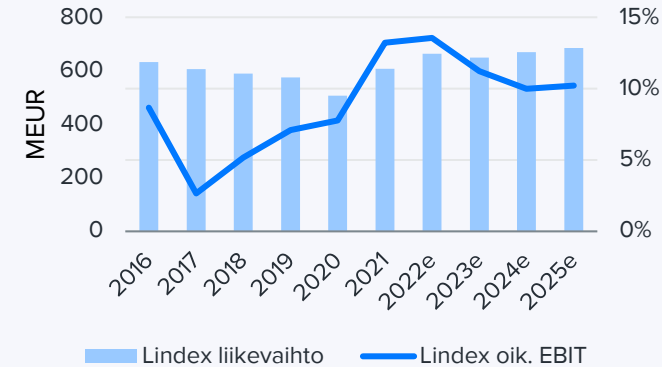
Kulujen puolella nousua tulee edelleen alkuvuoden 2023 ajan kiinteistön myynnin ja takaisinvuokrauksen jälkeisestä kustannustason noususta, sillä Helsingin tavaratalo myytiin huhtikuussa 2022. IFRS 16 säännöistä johtuen, tämä ei tosin heijastu juurikaan liikevoittotasolla, koska vuokrasopimuksen poistot jäävät pieniksi. Kassavirtavaikutus on kuitenkin isompi (negatiivinen) kuin tuloslaskelmassa näkyvät kulut.

Ennustamme tavaratalojen oikaistun liikevoiton laskevan noin -7 MEUR tasolle 2023. Koko konsernin osalta tämä tarkoittaa oikaistun liike-tuloksen laskua noin 65 MEUR:oon.

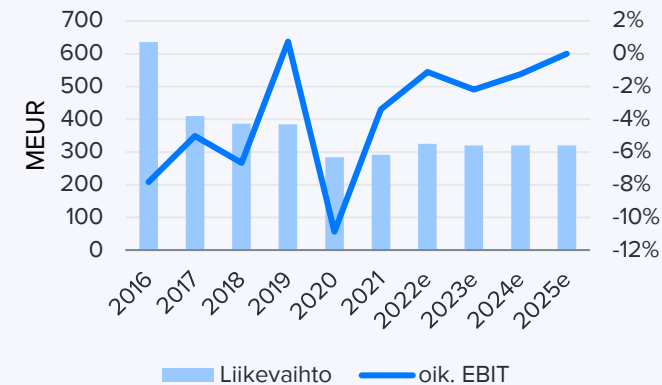
Muutokset liiketulojen alapuolella selviä muutoksia

Myös liiketulojen alapuolella tapahtuu selviä muutoksia vuonna 2023 vs. 2022. Rahoituskulut nousevat kiinteistöjen myynnin takia, kun IFRS 16:n mukainen vuokratulo jakautuu osittain rahoituskuluihin. Tuloslaskelmassa olevat vuokratulot jäävät kuitenkin niiden rahavirtavaikutusta pienemmäksi. Todellisia korkokuluja Stockmannilla ei käytännössä ole, joukkovelkakirjan koron ollessa 0,1 % vuodessa. Veroissa odotamme nähtävän normaalimman tason noin 21 % veroasteen mukaisesti. Kaiken kaikkiaan tämä johtaa 27 MEUR nettotulokseen tai 0,17 euron osakekohtaiseen tulokseen. Mikäli huomioidaan koko kiistanalaisten saneerausvelkojen osakekonversioiden ennustettu diluutiovaikutus, EPS olisi 0,16 euroa.

Lindexin liikevaihto ja liikevoittomarginaaliennusteet



Tavaratalojen liikevaihto ja liikevoittomarginaaliennusteet



Ennusteet 3/5

Meidän ennusteissa tämä diluutio tulee vuosien 2023-24 aikana (4-5 miljoonaa uutta osaketta / vuosi) ja siten on täysimääräisesti näkyvissä vuoden 2024 lopun ja 2025 keskimääräisessä osakkeiden määrässä. Raporttimme taulukot näyttävät lähtökohtaisesti vuoden keskimääräistä osakemäärää.

Tulos vielä hieman alas 2024, ylös 2025

Vuosina 2024-25 uskomme Lindexin pystyvän kasvamaan hieman, noin 2 % vuodessa, kun taas tavaratalojen puolella uskomme myyntipinta-alan pienenemisen jatkuvan ja liikevaihdon pysyvän paikallaan.

Bruttomarginaalin osalta ennustamme Lindexin jäävän 63 % tasoon tulevinakin vuosina ja tavaratalojen nousevan hieman vuoden 2023 tasosta ja tekevän 45 % bruttokatetta 2024-25.

Arvioimme Lindexin siirtymisen uuteen logistiikkakeskukseen vuoden 2024 aikana aiheuttavan hieman ylimääräisiä kuluja (joskin päällekkäisten kulujen osalta on jo tehty varaus), joka painaa hieman tulosta. EBIT-marginaali pysyy 2024-25 noin 10 % tasolla, joka on mielestämme Lindexille hyvä taso. Absoluuttisesti tämä tarkoittaa 2024 hieman alle 70 MEUR ja 2025 tasan 70 MEUR.

Lindexin tulostasoa voi hahmottaa myös historian perusteella mielestämme karkeasti näin:

- Pohjoismaiden liike tuloksen 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 liike tulos 5 MEUR (nykytaso)
- Liikevaihdon kasvu 5 MEUR

Tällä päästään samaiseen noin 70 MEUR tasoon, jota ennustamme Lindexille lähivuosina.

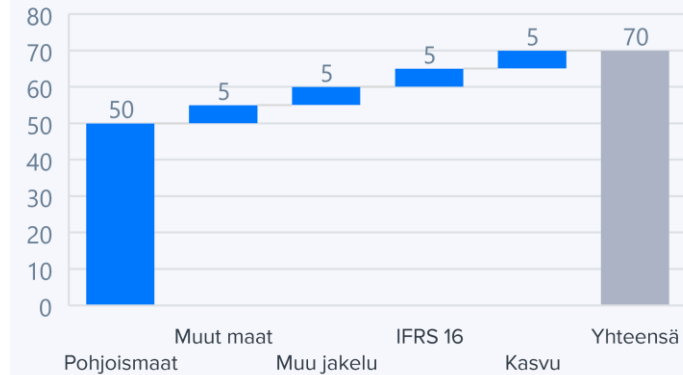
Tavaratalojen osalta uskomme oikaistun liikevoiton nousevan hieman 2024-25 ja saavuttavan nollatason 2025. Kokonaisuutena 2024 konsernin liike tulos vielä laskee siis hieman ja kääntyy nousuun vuonna 2025.

IFRS 16 mukaiset rahoituskulut todennäköisesti lähtee loivaan laskuun, kun Stockmannin vuokrasopimukset lyhentyvät (tavaratalojen osalta). Veroasteen oletamme olevan 21 % myös tulevina vuosina. Osakekohtainen tulosennustemme asettuu näin 2024 0.15 euroon ja 2025 0.18 euroon (nettotulos vastaavasti 24 MEUR ja 30 MEUR).

Rahavirta negatiivinen 2022-23 Lindexin logistiikkainvestointien takia

Stockmann on investoimassa seuraavan kahden vuoden aikana 110 MEUR Lindexin uuteen logistiikkakeskukseen. Tämä näkyi jo Q322 luvuissa voimakkaana investointien kasvuna. Arvioimme Stockmannin normaalin investointitason olevan noin 25-30 MEUR vuodessa, joten tämä tuo tuntuvaan piikkiin lähivuosien investointeihin.

Lindexin tuloshahmotelma



Konsernin liikevaihto (MEUR) ja kannattavuuskehitys



Ennusteet 4/5

Meidän investointiennusteessa näkyy myös vuokrasopimusten rahavirtavaikutus ja ne huomioiden 2022-23 investointitaso on reilut 150 MEUR vuodessa. Tämä johtaa arvioimme mukaan negatiiviseen kassavirtaan (jos kiinteistöjen myynnistä saatua summaa ei lasketa, joka käytettiin velkojen maksuun vuonna 2022) vuosina 2022-23, joka supistaa yhtiön kassan noin 100 MEUR:oon. Tässä on huomioitu myös tällä hetkellä riidanalaisen/maksamattomien saneerausvelkojen takaisinmaksu, jonka arvioimme olevan 32 MEUR vuosien 2023-24 aikana.

Saneerausohjelmassa on esitetty, että logistiikkakeskuksen suhteen yhtiö voisi tehdä myynti- ja takaisinvuokraussopimuksen jolloin yhtiöltä vaadittava investointi pienenis merkittävästi tai pääomaa vapautuisi investoinnin jälkeen. Tämä tietysti kasvattaisi toisaalta tulevaa kulutasoa. Stockmannin tämän hetkinen tasetilanne mahdollistaa investoinnin omalla rahalla. 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.

Tuloslaskelma ei kerro totuutta kassavirrasta

Arvioimme Stockmannin nettotuloksen asettuvan lähivuosina 25-30 MEUR tasolle. Ison investointivaiheen jälkeen arvioimme investointien olevan noin 5 MEUR poistoja pienempi vuosina 2025-29. Tämä johtuu siitä, että logistiikkakeskuksen poistot alkavat juosta,

mutta yhtiön ei tarvitse tehdä vastaavaa investointia tulevina vuosina.

IFRS 16 mukainen vuokrien laskenta myytyjen ja takaisinvuokrattujen tavaratalojen osalta johtaa siihen, että tuloslaskelmassa vuokratulot (joka jakautuu poistoihin ja korkoihin) ovat todellista rahavirtaa pienemmät ja korkokomponentin laskiessa ajan myötä, ero vain kasvaa. Uskomme tämän erotuksen olevan yli 5 MEUR vuonna 2023.

Vuosina 2023-24 tuloslaskelmasta johdettu kassavirta antaa siis liian positiivisen kuvan, mutta 2025-30 investointeja pienemmät poistot tasoittavat eroa. Arvioimme mukaan vapaa kassavirta on kestävästi noin 25-30 MEUR tasolla 3-8 vuoden horisontilla.

Osingonjako ei todennäköistä lähivuosina

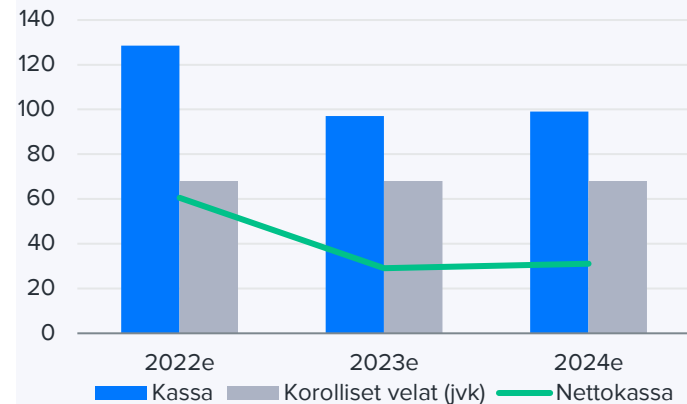
Kuten aiemmin on todettu, Stockmann ei voi yrityssaneerauksen ollessa käynnissä jakaa osinkoja. Riidanalaisen velkojen käsittely eri oikeusistuimissa voi viedä vielä useita vuosia, joten emme ennusteissamme odota osinkoa vuosilta 2022-25. Uskomme, että yhtiö haluaa myös varmistaa rahoituksen Lindexin logistiikkakeskuksen investoinnille ja maksaa takaisin tai uudelleen rahoittaa 2026 erääntyvän joukkovelkakirjalainan ennen kuin se maksaa ainakaan merkittävän suuruisia osinkoja.

Huomioimme myös, että vuosien 2023-24 ennusteillamme nettokassa on vain 30-40 MEUR ja siten mitään ylimääräistä jaettavaa kassaa yhtiöllä ei nähdäksemme lyhyellä aikavälillä ole.

Kassavirtaennusteet, MEUR



Kassa ja velat



Ennusteet 5/5

Tämä johtuu logistiikkakeskuksen ja kiistanalaisten velkojen vaatimista maksuista tulevan kahden vuoden aikana. Lisäämme osingot ennusteisiimme, kun saneerausprosessin loppuminen ja mahdollisten osinkojen ajankohta on paremmin arvioitavissa.

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) 5-7 % luokkaa eli erittäin matalia suhteessa noin 10 % tuottovaatimukseemme. Yhtiö ei siis pysty luomaan arvoa, joka johtuu tietyistä tavaratalojen negatiivisesta tai noin nollassa tuloksesta. 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 lähelle 15 %:a, mutta iso käteisen määrä painaa oman pääoman tuottoa. Lisäksi yhtiön kasvu ei vaadi varsinaisesti lisäpääomia, 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 erä ja vuokravastuita, eli arvioiden vain todellisuudessa toimintaan tarvittavaa pääomaa, huomaamme että Lindex on pystynyt historiallisesti ylittämään 15 %:n pääoman tuoton. Nykyinen tulostaso nostaa pääoman tuoton

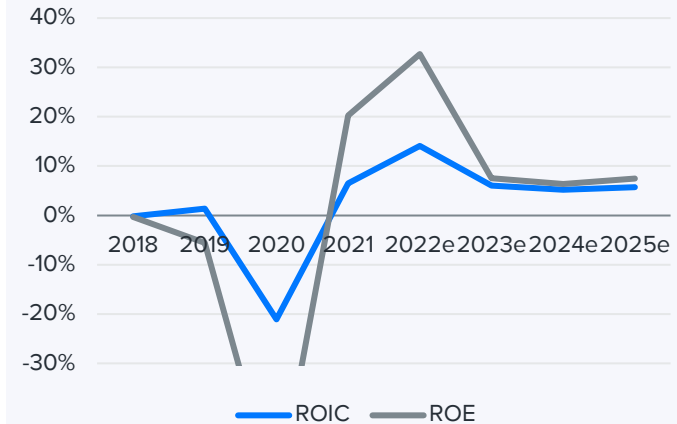
korkeammaksi, mutta toisaalta logistiikkainvestointi laskee sitä tulevina vuosina. Uskomme näin lasketun pääoman tuoton kuitenkin pysyvän yli 15 % jatkossakin. Lindexin liiketoiminnalla ja etenkin sen kasvulla on siis selvästi potentiaalia luoda arvoa. Konsernin arvonluonti lepääkin ennen kaikkea Lindexin harteilla.

Pidemmän aikavälin näkymät

Mielestämme tavaratalojen näkymät ovat myös lähivuosien jälkeen hankalat. Emme usko, että nykyisellä tavarataloverkostolla saavutetaan merkittävästi voitollista ja kassavirtapositiivista tulostasoa. Tämä tarkoittaa, että uskomme tavaratalojen myyntipinta-alan pienentymisen jatkuvan ja todennäköisesti jossain vaiheessa myös kokonaisia tavarataloja suljettavan. Skaalan pienentyminen aiheuttaa kuitenkin osaltaan kannattavuuspaineita. Tämä vuoksi uskomme kannattavuuden pysyvän heikkona läpi tämän vuosikymmenen, kun verkoston ja kulujen sopeutustoimet jatkuvat.

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. Lindexin osalta näemmä kannattavuuden pysyvän karkeasti 2023-25 ennustetulla tasolla eli 10 % liikevoittomarginaalin tuntumassa myös pidemmällä aikavälillä.

Konsernin pääoman tuotot



Lindexin pääoma ja sen tuotto



Arvonmääritys ja suositus 1/4

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. Osien summa arvostus on mielestämme Stockmannille myös relevantti, mutta sen käytössä tulee huomioida millä aikataululla mahdollinen piilevä arvo pystytään realistisesti vapauttamaan. Olemme arvioineet myös eri skenaarioita osien summa laskelmissa.

Arvostuksen yhteenveto - Vähennä

Nykyisellä tulostasolla Stockmannin arvostus on edullinen, mutta arviollamme Stockmannin normaalista, nykyistä alemmasta tulostasosta arvostus on neutraali. Stockmann ei maksane lähivuosina osinkona ja sen kassavirrat tulevat olemaan selvästi negatiiviset tulevan kahden vuoden aikana. Näin ollen arvioimme lähivuosien tuotto-odotuksen jäävän 0-5 %:n haarukkaan. Keskipitkällä aikavälillä uskomme Stockmannin pystyvän 5-7 %:n pääoman tuottoihin ja 8-10 %

vapaan kassavirran tuottoon. Tämän yhtiö pystyisi maksamaan myös osinkona ulos pidemmällä aikavälillä. Sekä lähivuosien että keskipitkän aikavälin tuottopotentiali jää siis alle 10 %:n tuottovaatimuksemme. Tämän takia suosituksemme osakkeelle on vähennä. Osien summa ja DCF-mallin indikoimat arvot ovat selvästi nykykurssia korkeammalla. Ne kuitenkin olettavat tavaratalojen kääntyvän jossain vaiheessa kassavirtapositiiviksi, joka on mielestämme vielä hyvin epävarmaa ja joka tapauksessa vuosien päässä.

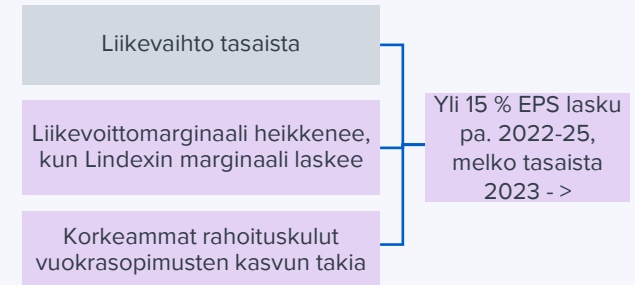
Tulos- ja kassavirtakertoimet

Stockmannin tulos pohjainen arvostus näyttää tälle vuodelle erittäin edulliselta, kun P/E on 7x ja EV/EBIT (tulos puhdistettuna kertaeristä, mutta EV vuokravastuut sisältäen) 10x. Mielestämme parempi tapa on kuitenkin 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. Näin laskettuna P/E tälle vuodelle olisi noin 6x ja EV/EBIT (tai käytännössä EV/PTP) 5x eli hyvin matala. Jos katsomme vuosia 2023-24, jolloin uskomme tuloksen normalisoituneen ja toisaalta Lindexin ison investoinnin syöneen kassavaroja, luvut ovat suunnilleen P/E 12x ja EV/EBIT 9x (molemmille vuosille). Nämä luvut ovat mielestämme Stockmannille suhteellisen neutraaleja tai jopa hieman korkeita kertoimia.

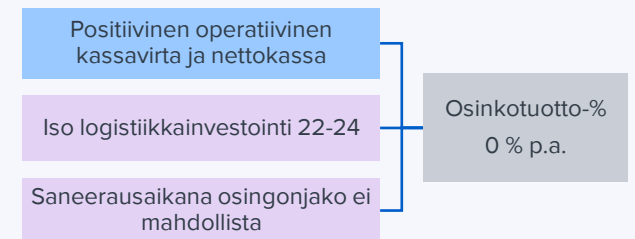
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

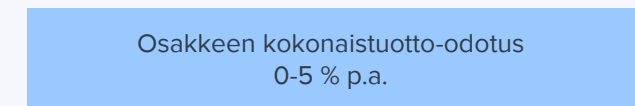
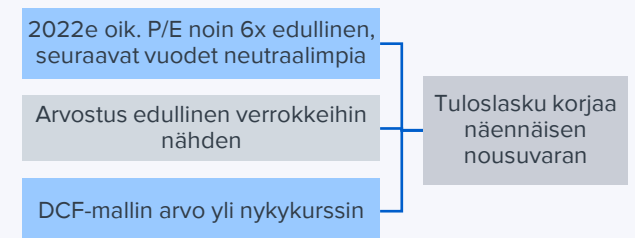
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys 2/4

Kuten ennusteosiossa totesimme, arviomme Stockmannin kestäväksi vapaan kassavirran tasoksi on 25-30 MEUR, emmekä näe yhtiön pystyvän oleelliseen tuloskasvuun pidemmällä aikavälillä. Tämä tarkoittaa nykymarkkina-arvolla 8-10 %: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 hieman 10 % tuottovaatimuksemme alle.

Emme pidä Lindexin myyntiä tai listausta lähivuosina todennäköisenä

Stockmannin koostuessa kahdesta selvästi erillisestä liiketoiminnasta ja tavaratalojen tehdessä tappiota, näemmä osien summan olevan hyödyllinen tapa yhtiön arvoa hahmottaessa. Stockmann oli myymässä Lindexiä 2019-20, mutta kauppaa ei saatu toteutettua ennen koronakriisiä. Sijoittajien on kuitenkin hyvä huomata, että tämän jälkeen Stockmann on myynyt kiinteistönsä ja saneerausohjelman toteutusaikana mitään merkittäviä rakennejärjestelyjä ei voi tehdä. Kiinteistöjen arvon ja kassavirran tukiessa tavarataloja Lindexin irrottaminen olisi ollut helpompaa, kun taas tässä tilanteessa se on nähdäksemme mahdollista vasta, kun tavaratalot tekevät riittävän hyvää ja kestävää positiivista tulosta/kassavirtaa. Meidän ennusteillamme tällaista tilannetta ei ole näkyvissä ainakaan lähivuosina. Näin ollen näemme, että Lindexin mahdollinen (osittainen) myynti on realistista vasta pidemmällä horisontilla.

Osien summa 3,3 euroa / osake

Tästä huolimatta osien summa on mielestämme kiinnostava ja hyödyllinen kulma osakkeeseen. Perusskenaariossamme arvostamme Lindexin noin 600 MEUR arvoiseksi, joka ensi vuoden tulosennusteella tarkoittaa noin 8x EV/EBIT (ilman vuokravelkoja). Lindexin lähimmät verrokkit KappAhl ja MQ oli hinnoiteltu yleensä pörssissä ollessaan alle 10x EV/EBIT ja noussut korkotaso huomioiden, arvostuksen voisi olettaa olevan nykymarkkinassa hieman alempi. Normalisoiduksi tulostasoksi arvioimallamme 70 MEUR liikevoitolla Lindex tekee noin 50 MEUR vapaata kassavirtaa/nettotulosta. Diskonttaamalla tämä 1,5 % kasvuoletuksella ja 10 % tuottovaatimuksella saamme Lindexin nykyarvoksi noin 600 MEUR. P/E luvuksi käännettynä tämä tarkoittaa noin 12x. Tämä on lähellä Pohjoismaisten kaupan alan verrokkien tasoa (10-14x tälle vuodelle), mutta selvästi alle isompien globaalien kilpailijoiden H & M:n ja Inditexin noin 20x tason. Näiden yhtiöiden vahva globaali markkina-asema ja brändi tarjoaa niille mielestämme Lindexiä selvästi paremmat kasvunäkymät, jonka takia korkeampi arvostus on perusteltu. H & M:n kannattavuus on lisäksi tällä hetkellä historiaansa nähden matala, Lindexillä tilanne on toisin päin.

Tavaratalot sekä konsernikulut, joiden arviomme vaikuttavan negatiivisesti tulokseen ja kassavirtaan lähivuodet, arvostamme negatiivisella 100 MEUR arvolla. Tästä pääosa on tavaratalojen negatiivista arvoa, konsernikulujen ollessa vain 2-3 MEUR vuodessa.

Osien summa laskelma	Arvo, MEUR
Lindex	600
Tavaratalot ja muut kulut	-100
Yhteensä	500
Velka ilman vuokravelkoja	-68
Käteinen 2024 lopussa	99
Osakepääoman arvo	531
Arvo / osake	3,3

Arvonmääritys 3/4

Tämäkin arvio kuitenkin vaatii, että tavaratalojen kassavirta saadaan tavalla tai toisella 3-5 vuodessa vähintään noltaan, jotta negatiivinen rahavirta loppuu. Tällöin yhtiön EV:ksi saadaan 500 MEUR. Tästä vähennämme joutokovelkakirjalainan ja huomioimme käteisen 2024 lopussa. Tämä sen takia, että 2024 lopun kassa huomioi arvioimamme maksuun tulevan määrän riidanalaisista veloista sekä Lindexin lähivuosien ison logistiikkainvestoinnin. Lopputulemana saamme osakepääoman arvoksi 535 MEUR eli 3,3 euroa osakkeelta.

Potentiaali nykykurssiin nähden on huomattava. Jos ajattelemme asiaa tuottovaatimuksen kautta ja oletamme, että sijoittaja saisi tämän 3,3 euroa viiden vuoden päästä, vuosittaiseksi tuotoksi muodostuu noin 10 %. Vuodesta 2024-25 eteenpäin tähän voisi tulla lisäksi jonkinlainen osinkotuotto. Jos tätä vertaa 10 % tuottovaatimuksen ja ottaa huomioon arvon vapautumiseen (ja tietysti arvoon itsessään) liittyvä epävarmuus, nimellisesti korkea tuottopotentiaali ei enää vaikuta erityisen korkealta.

Emme siis tukeudu tähän arvoon pääasiassa sen takia, ettemme näe Lindexin irrottamista realistisena meidän ennustamalla kehityksellä tavarataloille. Stockmann ilman Lindexiä tekisi mielestämme selvästi negatiivista kassavirtaa, eikä siten olisi elinkelpoinen. Lindexin (osittainen) myyminen / listaus ja siitä saatujen rahojen käyttäminen tavaratalojen tappioiden kattamiseen olisi mielestämme varsin uhkarohkea liike yhtiön

johdolta, johon emme myöskään usko.

Osien summa-arvostus skenaariot

Positiivisena skenaariona Lindexin nykyistä yli 90 MEUR liiketulosta käyttäen arvo nousisi 750 MEUR:oon ja muun konsernin arvioisimme noltaan. Tällöin osakkeen hinnaksi tulisi 4,8 euroa. Negatiivisessa skenaariossa Lindexin tulos tippuisi 40 MEUR:oon ja tavaratalojen tulos tippuisi myös, jolloin niiden arvot olisivat 350 MEUR ja -250 MEUR. Tämä antaisi osakkeen arvoksi 0,8 euroa.

DCF-malli sisältää pari hankaluutta

DCF-mallin luominen Stockmannille vaatii jonkin verran normaalia enemmän oletuksia. 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. Näemme kuitenkin DCF:n kelvollisena arvostusmenetelmänä yhtiölle.

Tärkeimpien ennustevuosiemme (2022-25, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle 2026 eteenpäin liikevaihdon nollakasvua. Tämä koostuu Lindexin pienestä kasvusta, mutta tavaratalotoiminnan oletetusta supistumisesta tulevien(kin) vuosien aikana, kuten mainitsimme jo ennusteosiossa.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,98	1,98	1,98
Osakemäärä, milj. kpl	155,0	158,0	162,5
Markkina-arvo	309	309	309
Yritysarvo (EV)	805	850	841
P/E (oik.)	6,5	11,6	13,2
P/E	3,1	11,6	13,2
P/Kassavirta	1,3	neg.	9,8
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	3,1	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	9,9	13,3	14,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 4/4

Terminaalijaksolla kasvuoletus on 1 %, tavaratalojen mahdollisen supistumisen ja vaatemarkkinoiden yleisen matalan kasvuprofiilin takia. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan 6.5 % tasolla eli noin 65 MEUR 2026-29.

Investoinnit ovat hieman poistoja pienemmät ison logistiikkainvestoinnin jälkeen, koska isompia investointitarpeita ei pitäisi tällä jaksolla olla. Koska arvioimme, että tavaratalojen ei anneta tuottaa negatiivista kassavirtaa loputtomiin (eli jos kannattavuus ei parane niin toiminnasta luovutaan), marginaaliennusteemme pomppaa 8.5 %:iin vuonna 2030 ja pysyy siinä terminaalijakson. Tämä kuvaa Lindexille aiempien vuosien kaltaista tulosta, mutta tavarataloille neutraaliin / hieman positiiviseen kassavirtaan yltyvää tulostasoa. Huomattavaa on, että tämän parantumisen saavuttaminen ja ajoitus on hyvin epävarmaa.

Mikäli olettaisimme ennustevuosien 2025-29 tasaisen kassavirran myös terminaalijaksolla, jäisi DCF-mallin arvo hieman alle 2 euron. Voisi siis ajatella, että markkina hinnoittelee tavaratalojen negatiivisen kassavirran jatkuvan hamaan tulevaisuuteen. Tämä kuulostaa ehkä turhan pessimistiseltä, mutta toisaalta mekään emme näe lähivuosina merkittävää käännettä parempaan.

Käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen korkeaa 10 %:n tasoa, koska yhtiö on tulohistorialtaan 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 400 MEUR osakepääoman arvoon eli 2,5 / osake. Alkuvuosien negatiivisen kassavirran takia arvo painottuu voimakkaasti terminaalijaksolle, jossa on noin 70 % arvosta.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

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 arvostus. Niinpä katsomme lähinnä P/E-lukuja

verrokkiryhmästä. Ne liikkuvat H&M:n ja Inditexin osalta noin 20x ympärillä, Fast retailingilla yli 30x. Muiden pohjoismaisten nimien osalta luvut ovat 10-15x. 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 0,8x. Kun ennustamamme (oman) pääoman tuotto on 6-7 % eli selvästi tuottovaatimustamme vähemmän, alle 1x P/B luku on ehdottomasti perusteltu.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,60	2,00	2,26	1,14	1,96	1,98	1,98	1,98	1,98
Osakemäärä, milj. kpl	72,0	72,0	72,0	72,0	114,0	155,0	158,0	162,5	165,0
Markkina-arvo	321	141	155	80	303	309	309	309	309
Yritysarvo (EV)	1085	685	542		889	805	850	841	811
P/E (oik.)		neg.	neg.	neg.	6,1	6,5	11,6	13,2	10,7
P/E		neg.	neg.	neg.	4,7	3,1	11,6	13,2	10,7
P/Kassavirta	neg.	0,3	0,8	0,8	2,3	1,3	neg.	9,8	5,8
P/B	0,3	0,2	0,2	0,4	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S		0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto		0,7	0,6		1,0	0,8	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)		neg.	22,5		4,8	3,1	5,1	4,8	4,4
EV/EBIT (oik.)		neg.	13,7		13,0	9,9	13,3	14,0	12,1
Osinko/tulos (%)		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
H & M	17936	21418	18,9	17,7	7,0	7,2	1,1	1,0	21,5	20,2	5,4	5,5	3,6
Fast Retailing	60974	56703	24027	22681	16677	15081	3668	3168	34,8	36,6	0,7	0,8	6,7
Inditex	74363	70745	14,9	13,6	9,7	8,7	2,6	2,3	20,9	18,9	3,8	4,8	4,8
Tokmanni	770	1674	18,7	17,6	10,3	9,9	1,4	1,4	12,2	11,5	5,9	6,3	3,0
Puuhilu	455	540	11,6	12,1	9,3	9,5	2,0	1,8	12,8	13,8	6,3	5,9	6,8
Kesko	8444	10559	12,9	14,3	8,1	8,5	0,9	0,9	13,9	15,6	5,1	5,1	3,1
Clas Ohlson	458	591	9,3	13,1	4,4	5,2	0,7	0,7	9,6	13,8	12,8	8,1	2,3
Europris	932	1340	10,4	11,3	7,2	7,5	1,6	1,5	9,9	11,2	5,4	5,6	3,2
Stockmann (Inderes)	307	804	9,9	13,3	3,1	5,0	0,8	0,9	6,5	11,6	0,0	0,0	0,9
Keskiarvo			3015	2848	2092	1892	460	397	16,9	17,7	5,7	5,2	4,2
Mediaani			13,9	13,9	8,7	8,6	1,5	1,4	13,4	14,7	5,4	5,5	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-29 %	-5 %	-65 %	-41 %	-46 %	-39 %	-52 %	-21 %	-100 %	-100 %	-73 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	791	156	228	238	278	899	196	269	244	280	989	970	990	1005
Lindex	507	98,7	162	169	178	607	134	188	167	175	664	650	670	685
Stockmann	284	56,9	66,0	68,9	99,8	292	62,2	80,9	77,1	105	325	320	320	320
Jakamaton	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	128	-2,5	50,3	109	185	342	35,5	141	31,9	53,5	262	168	174	182
Poistot ja arvonalennukset	-379,9	-25,1	-51,5	-77,2	-102,9	-256,7	-25,7	-26,9	-25,9	-26,0	-104,5	-104,0	-114,0	-115,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,9	-21,1	26,8	32,9	29,7	68,3	-3,7	35,4	22,0	27,5	81,2	64,0	60,0	67,0
Liikevoitto	-252,4	-27,6	26,4	32,7	50,6	82,1	9,8	115	6,0	27,5	158	64,0	60,0	67,0
Lindex	38,6	-13,0	32,3	31,2	24,1	74,6	5,5	39,0	22,8	23,0	90,3	73,0	67,0	70,0
Stockmann	-30,8	-12,2	-4,0	0,0	27,8	11,6	6,3	78,3	-15,8	5,0	73,8	-7,0	-4,0	0,0
Jakamaton	-10,2	-2,4	-1,9	1,5	-1,3	-4,1	-2,0	-2,8	-1,0	-0,5	-6,3	-2,0	-3,0	-3,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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
Nettorahoituskulut	-41,6	-5,7	-8,5	-12,7	-16,9	-43,8	-5,4	-6,5	-7,3	-7,5	-26,7	-30,0	-29,3	-28,5
Tulos ennen veroja	-294,0	-33,3	-9,7	18,8	65,2	41,0	4,4	108	-1,3	20,0	131	34,0	30,8	38,5
Verot	2,4	3,8	-0,6	-6,2	-17,3	-20,3	-1,6	-27,4	2,0	-4,2	-31,2	-7,1	-6,5	-8,1
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	-291,6	-29,5	-10,3	12,6	47,9	20,7	2,8	80,6	0,7	15,8	99,9	26,9	24,3	30,4
EPS (oikaistu)	2,27	-0,20	-0,09	0,11	0,26	0,08	-0,05	0,12	0,13	0,10	0,30	0,17	0,15	0,18
EPS (raportoitu)	-4,05	-0,26	-0,09	0,11	0,42	0,18	0,02	0,52	0,00	0,10	0,64	0,17	0,15	0,18

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-17,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	13,7 %	26,0 %	17,9 %	2,6 %	0,9 %	10,0 %	-1,9 %	2,1 %	1,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-87,7 %				-88,5 %	1293,9 %	-82,5 %	32,1 %	-33,1 %	-7,4 %	18,9 %	-21,2 %	-6,3 %	11,7 %
Käyttökate-%	16,1 %	-1,6 %	13,1 %	17,5 %	20,6 %	16,6 %	18,1 %	52,6 %	13,1 %	19,1 %	26,5 %	17,3 %	17,6 %	18,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,6 %	-13,6 %	11,8 %	13,8 %	10,7 %	7,6 %	-1,9 %	13,2 %	9,0 %	9,8 %	8,2 %	6,6 %	6,1 %	6,7 %
Nettotulos-%	-36,9 %	-19,0 %	-4,5 %	5,3 %	17,3 %	2,3 %	1,4 %	30,0 %	0,3 %	5,6 %	10,1 %	2,8 %	2,5 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	1092	1002	927	983	992
Liikearvo	278	272	272	272	272
Aineettomat hyödykkeet	121	120	120	120	120
Käyttöomaisuus	659	583	508	564	573
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	5,6	3,8	3,8	3,8	3,8
Laskennalliset verosaamiset	27,8	23,8	23,8	23,8	23,8
Vaihtuvat vastaavat	333	414	356	320	317
Vaihto-omaisuus	135	155	178	175	168
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	45,0	45,7	49,5	48,5	49,5
Likvidit varat	152	214	129	97,0	99,0
Taseen loppusumma	1424	1416	1283	1304	1309

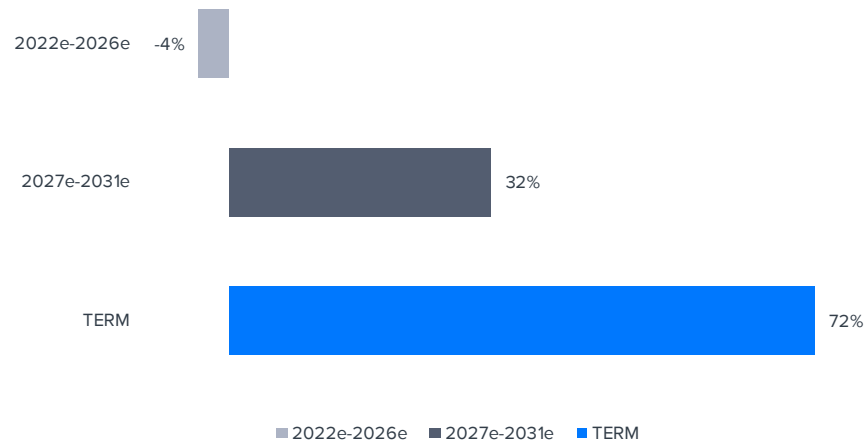
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	206	268	343	370	394
Osakepääoma	144	77,6	77,6	77,6	77,6
Kertyneet voittovarot	-544,4	103	203	230	254
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	20,3	14,4	-10,6	-10,6	-10,6
Muu oma pääoma	586	73,2	73,2	73,2	73,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	327	409	623	607	591
Laskennalliset verovelat	35,9	40,6	40,6	40,6	40,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	291	330	550	550	550
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	37,8	32,0	16,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	892	740	318	327	324
Lainat rahoituslaitoksilta	586	470	75,0	87,9	81,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	250	223	193	189	193
Muut lyhytaikaiset velat	56,6	46,4	50,0	50,0	50,0
Taseen loppusumma	1425	1416	1283	1304	1309

DCF-laskelma – arvio ilman IFRS 16 eriä

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,7 %	10,0 %	-1,9 %	2,1%	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	9,1%	16,0 %	6,6 %	6,1%	6,7 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Liikevoitto	82	82	64	60	67	65	65	65	65	85	86	
+ Kokonaispoistot	28	25	24	34	35	35	34	34	33	33	33	
- Maksetut verot	-9	-31	-7	-6	-8	-8	-8	-8	-8	-13	-13	
- verot rahoituskuluista	-4	-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	-57	-54	1	9	0	0	0	0	0	0	0	
Operatiivinen kassavirta	40	15	75	91	88	86	86	85	85	101	101	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-49	-382	-16	-16	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-17	363	-75	-38	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-34	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-26	-4	-16	37	58	56	56	55	55	71	67	
+/- Muut	-3	-21	-26	-26	-26	-26	-27	-27	-27	-27	-27	
Vapaa kassavirta	-29	-25	-42	11	32	30	29	29	28	44	40	453
Diskontattu vapaa kassavirta		-25	-37	9	24	20	18	16	14	20	17	191
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		267	292	329	321	297	277	259	243	229	208	191
Velaton arvo DCF		267										
- Korolliset velat		-66										
+ Rahavarat		214										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		415										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

Rahavirran jakauma 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	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	960,5	790,7	899,0	989,1	970,0	EPS (raportoitu)	-0,63	-4,05	0,42	0,64	0,17
Käyttökate	24,1	-252,4	185,0	262,3	168,0	EPS (oikaistu)	-0,42	-0,48	0,32	0,30	0,17
Liikevoitto	24,1	-252,4	82,1	157,8	64,0	Operat. kassavirta / osake	0,98	-3,65	1,01	1,10	0,98
Voitto ennen veroja	-28,6	-294,0	65,2	131,1	34,0	Vapaa kassavirta / osake	2,72	1,48	1,16	1,52	-0,13
Nettovoitto	-45,7	-291,6	45,1	99,9	26,9	Omapääoma / osake	11,11	2,86	2,35	2,21	2,34
Kertaluontoiset erät	-15,6	-257,3	13,8	76,6	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	2103,2	1424,3	1416,1	1283,5	1303,5	Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-18 %	14 %	10 %	-2 %
Oma pääoma	800,8	206,1	268,1	343,0	369,9	Käyttökateen kasvu-%	-877 %	-1147 %	-173 %	42 %	-36 %
Liikearvo	506,6	277,5	271,5	271,5	271,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	31 %	-88 %	1294 %	19 %	-21 %
Nettovelat	387,4	724,5	586,7	496,4	540,9	EPS oik. kasvu-%	871 %	14 %	-168 %	-6 %	-44 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	2,5 %	-31,9 %	20,6 %	26,5 %	17,3 %
Käyttökate	24,1	-252,4	185,0	262,3	168,0	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	0,6 %	7,6 %	8,2 %	6,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	79,0	-9,8	-56,9	-53,6	0,7	Liikevoitto-%	2,5 %	-31,9 %	9,1 %	16,0 %	6,6 %
Operatiivinen kassavirta	70,4	-262,5	115,0	171,1	155,2	ROE-%	-5,6 %	-57,9 %	20,2 %	32,7 %	7,5 %
Investoinnit	-297,4	809,3	-17,1	-30,0	-160,0	ROI-%	1,8 %	-22,0 %	7,6 %	15,5 %	6,5 %
Vapaa kassavirta	195,7	106,8	132,7	235,3	-20,8	Omavaraisuusaste	38,1 %	14,5 %	18,9 %	26,7 %	28,4 %
						Nettovelkaantumisaste	48,4 %	351,5 %	218,8 %	144,7 %	146,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,6		1,0	0,8	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	22,5		4,8	3,1	5,0						
EV/EBIT (oik.)	13,7		13,0	9,9	13,3						
P/E (oik.)	neg.	neg.	6,1	6,5	11,6						
P/B	0,2	0,4	1,1	0,9	0,8						
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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 analyytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa 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.

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.11.2022	Vähennä	2,00 €	1,98 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**