

Verkkokauppa.com

Yhtiöraportti

11/2018

**inde
res.**

Tehokkuus edelleen valttina

Toistamme Verkkokauppa.comin 5,7 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksemme. Pidämme yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä edelleen vahvoina sen vahvojen kilpailuetujen ansiosta. Tänä vuonna yhtiön arvostus on painunut mielestämme selvästi alle sen käyvän arvon yhtiön kasvuvauhdin väliaikaisen hidastumisen sekä Amazonin laajentumishuhujen myötä. Osakkeen tuotto-odotus on mielestämme nykykursilla erittäin hyvä ennustamamme kasvun realisoituessa.

Strategia, kilpailuedut ja vähittäiskaupan murros kasvun takuuna

Yhtiön markkinaosuuden voittamisen taustalla on sen edullinen kustannusrakenne ja tästä johtuvat kilpailukykyiset hinnat. Uskomme, että yhtiö jatkaa markkinaosuuden voittamista myös jatkossa vähittäiskaupan murroksen etenemisen antaessa sille tukea. Myös uudet myymälät tukevat kasvua ja helpottavat kuluttajien asiointia Verkkokauppa.comissa. Kireä kilpailu antaa painetta yhtiön myyntikatteelle myös jatkossa, mutta yhtiö kykenee kompensoimaan tätä parantuvan kodinelektronikan tuotemixin, uusien tuoteryhmien, Apurahan kasvun sekä kulujen skaalautumisen myötä.

Kasvu on hidastunut, mutta emme näe rakenteellisia ongelmia

Kuluvana vuonna yhtiö on fokusoitunut uuden Raision myymälän avaukseen. Ylösajo on painanut kuluvan vuoden kannattavuutta ja ylösajo on myös sujunut odotuksia hitaammin, mistä johtuen myymälän antama tuki kasvulle tulee läpi etukäteisodotuksia hitaammin. Uuden myymälän tuesta huolimatta yhtiön kasvu on hidastunut kuluvana vuonna merkittävästi. Näkemyksemme mukaan tämä on johtunut pääosin tukkukaupasta, joiden seurauksena 2017 alkuvuoden kasvuvauhti (21 %) näytti liian hyvältä ja 2018 alkupuoliskon kasvu puolestaan liian huonolta (2018 H1: 3 %). Yhtiön muutaman viikon takainen Q3-raportti oli meille selkeä helpotus (kasvu 10,8 % ja EBITDA 3,2 %) ja viesti yhtiön kilpailuetujen säilymisestä. Odotamme yhtiö kasvavan lähivuosina noin 12 %:n vauhtia ja liikevoittomarginaali paranee samalla asteittain kulujen skaalautumisen myötä.

Arvostus painettu liian alas

Markkinan luottamus Verkkokauppa.comia kohtaan on romahtanut viimeisen 12 kk aikana. Näkemyksemme mukaan markkina on pyyhkinyt yhtiön kurssista pitkälti tulevaisuuden kasvuodotukset pois ja nykyinen markkina-arvo olisi perusteltavissa nykyisellä liikevaihdolla. Ensi vuoden P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 10x ja ensi kevään osinkotuotto noin 4,4 %. Näkemyksemme mukaan kertoimet ovat absoluuttisesti jo varsin houkuttelevia ja ne eivät anna juurikaan painoa tulevaisuuden kasvulle. Näin ollen osake alkaakin saada tukea tulosperusteisista kertoimista ja mikäli markkina alkaisi jälleen hinnoitella yhtiötä kasvuyhtiönä, olisi kertoimissa selkeää nousuvaraa. Yhtiö on myös volyympipohjaisesti hinnoiteltu rajulla alennuksella (-35 %) suhteessa laajaan verrokkiryhmäämme, mikä tukee näkemystämme aliarvostuksesta. Kokonaisuutena näemme Verkkokauppa.comin tuotto-/riskisuhteen erittäin vahvana, sillä markkinan luottamuksen palautuessa kertoimissa on selkeää nousuvaraa.

Analytikot

Sauli Vilen
+358 44 0258908
sauli.vilen@inderes.fi



Olli Vilppo
+358 40 7619380
olli.vilppo@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: Osta



5,7 EUR

Edellinen: 5,7 euroa

Osakekurssi: 4,45 EUR

Potentiaali: 28,0 %

Avainluvut

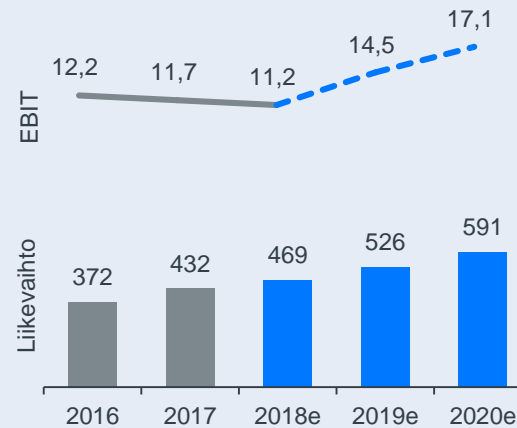
	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	432,0	469,0	525,7
kasvu-%	16,3 %	8,6 %	12,1 %
EBIT (oik.)	11,7	11,2	14,5
EBIT-%	2,7 %	2,4 %	2,8 %
Tulos ennen veroja	12,1	11,2	14,5
EPS oik. (EUR)	0,22	0,20	0,26
Osinko (EUR)	0,18	0,20	0,21
P/E	34,0	22,5	17,3
P/B	8,1	4,8	4,5
EV/S	0,6	0,3	0,3
EV/EBITDA	21,5	12,0	9,4
Osinkotuotto-%	2,5 %	4,4 %	4,8 %

Kurssikehitys

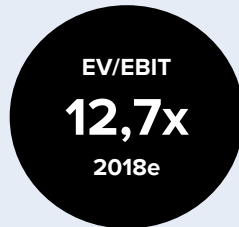
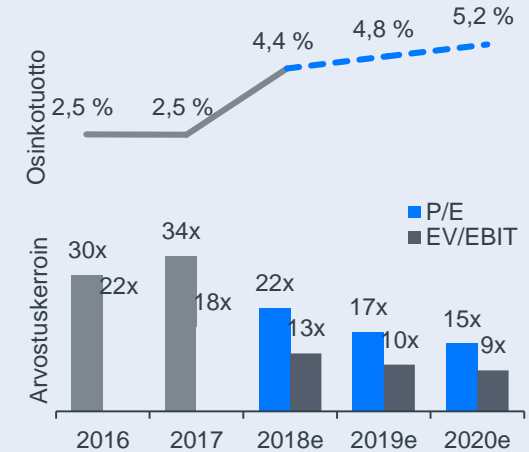


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Kuluttajien heikentyvä ostovoima
- Muutokset kilpailukentässä
- Riippuvuus omasta IT-järjestelmästä
- Yhtiön brändin kantavuus uusille tuotealueille



Arvostus

- Tukkukaupan poistuma, Rasion ylösajon hitaus ja Amazonin uhka painaneet arvostusta
- Liikevaihtopohjainen arvostus on todella matala
- Kasvun realisoituessa myötä myös tulokertoimet laskevat nopeasti

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-6
Liiketoimintamalli	s. 7-8
Kilpailuedut, kustannusrakenne ja myyntikate	s. 10-11
Sijoitusprofiili	s. 12
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 13-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-25
Taloudellinen kehitys	s. 26-29
Ennusteet	s. 30-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-35
Taulukot	s. 36-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 41

Yhtiöesittely

Yhtiökuvaus

Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiön tuotevalikoima keskittyy tällä hetkellä pitkälti kodintekniikkaan, mutta yhtiö on laajentanut sitä viime vuosina aktiivisesti kodintekniikan ulkopuolelle ja uusina tuoteryhminä on tuotu mm. vauvat & perhe, ruoka & juoma sekä laukut ja matkailu. Verkkokauppa.com tarjoaa tällä hetkellä 26 päätuotealuetta. Niiden alta löytyy noin 70 000 nimikkeen tuotevalikoima, jota yhtiö myy kuluttajille oman verkkokaupansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiön päätuotealueet ovat vuoden 2018 syksyllä: audio ja hifi, grillaus ja kokkaus, kaapelit, kamerat, kellot, kodinkoneet, komponentit, koti ja valaistus, laukut ja matkailu, lelut, lemmikit, musiikki, muut tuotteet, oheislaitteet, ohjelmistot, pelit ja viihde, pienkoneet, puhelimet, ruoka ja juoma, tarvike/toimisto, tietokoneet, TV/video, urheilu, vauvat ja perhe, verkko sekä palvelut. Yhtiöllä on neljä vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa, Pirkkalassa ja Raisiossa (avattu 2018). Yhtiön oman arvion mukaan sen neljästä myymälästä kaksi ovat myös Suomen kaksi suurinta kodintekniikan vähittäismyymälää.

Yhtiön verkkokaupan kautta myytävien tuotteiden jakelu hoidetaan kumppanien avulla (mm. Posti ja Matkahuolto). Lisäksi yhtiö tarjoaa myös kotiinkuljetuspalveluja yhteistyökumppaneidensa kautta. Kävijämäärältään yhtiön verkkokauppa on Suomen suurin verkkokauppa ja 2018 syyskuu-2017 lokakuu välillä yhtiön verkkokaupassa oli noin 59 miljoonaa käyntiä (2017: yli 50m).

Verkkokauppa.comin päämarkkina on Suomi ja arviomme mukaan vain murto-osa sen liikevaihdosta tulee Suomen ulkopuolelta. Arviomme mukaan yhtiön markkinaosuus Suomen kodintekniikkamarkkinoilla oli vuonna 2017 19,3 % (Yhtiön liikevaihdosta on vähennetty arvioimamme kodintekniikan ulkopuoliset uudet tuotekategoriat). Q3'18 lopussa Verkkokauppa.com työllisti 659 henkilöä. Verkkokauppa.comin visiona on tarjota asiakkailleen paras itsepalveluun perustuva ja verkko- ja kivijalkakauppaa yhdistävä asiakaskokemus, joka muodostuu tuotteiden edullisesta hinnasta, laajasta valikoimasta, hyvästä saatavuudesta sekä toiminnan läpinäkyvyydestä. Yhtiön perustaja ja pääomistaja (omistusosuus 49,4 %) on Samuli Seppälä, joka toimi yli 25 vuotta myös yhtiön toimitusjohtajana. Maaliskuussa 2018 Panu Porkka aloitti uutena toimitusjohtajana ja Seppälä jatkoi yhtiön hallituksessa.

Kasvuyhtiö alusta asti

Yhtiö on kasvanut voimakkaasti läpi sen historian ja vuosien 1992-2017 välillä keskimääräinen vuotuinen liikevaihdon kasvu on ollut yli 30 %. Yhtiön kannattavuus on läpi sen historian ollut melko vaatimattomalla tasolla, sillä yhtiö on keskittänyt resurssinsa pitkän aikavälin kasvuun kannattavuuden optimoinnin sijaan.

Vuosien 2008 ja 2017 välillä liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 13 %. Samaan aikaan Suomen kodintekniikkamarkkina on kasvanut noin 1 %:n vuodessa, kun heikko talustilanne ja heikentynyt ostovoima ovat rasittaneet kuluttajia. Kun huomioidaan, että kyseiseen periodiin osuvat myös finanssikriisi ja eurokriisi, voidaan yhtiön saavuttamaa kasvua pitää erittäin hyvänä suorituksena. Kokonaisuutena

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

Vuonna 2010 yhtiö päätti rakennuttaa itselleen uuden lippulaivamyymälän, keskusvaraston ja pääkonttorin Helsingin Jätkäsaareen. Verkkokauppa.com on ollut kiinteistössä alusta asti vuokralla. Jätkäsaareen muutto oli yhtiölle erittäin raskas ja sen vaikutukset heijastuvat vuosien 2011 ja 2012 tulosnumeroissa. Vuosien 2011 ja 2012 kannattavuus oli heikko ja yhtiön liiketulos vain hieman positiivinen. Yhtiö on pitänyt hintansa strategian mukaisesti alhaisella tasolla ja tämän avulla maksimoitunut liiketoiminnan kasvun. Vuonna 2013 yhtiön kasvu hidastui tilapäisesti yhtiön fokuksen ollessa listautumisessa, jonka yhtiö toteutti 2014 keväällä. Listautumisen jälkeen yhtiö on jatkanut voimakasta kasvuaan ja yhtiö on jatkanut markkinaosuuden haalimista aggressiivisella hinnoittelulla. Yhtiö myös vauhdittanut kasvuaan laajentamalla uusiin tuoteryhmiin ja asiakasrahoitukseen.

Power kiristänyt kilpailua selvästi

Powerin tulo markkinalle (2016) on kiristänyt kodinelektroniikkamarkkinan hintakilpailua selvästi. Powerin markkinatulo on onnistunut hyvin ja yhtiö on onnistunut kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi. Vaikka Verkkokauppa.com on vastannut kiristyneeseen hintakilpailuun olemalla hinnoittelussaan aiempaa aggressiivisempi, on Powerin aggressiivinen tulo heijastanut negatiivisesti myös Verkkokauppa.comin kasvuun. Maaliskuussa 2018 yhtiö avasi neljännen kivijalkamyymälän Raisioon ja yhtiön fokus on suuntautunut 2018 aikana sen ylösajoon.

Verkkokauppa.com lyhyesti

Verkkokauppa.com on Suomen vierailuin verkossa toimiva vähittäiskauppa

1992

PERUSTAMISVUOSI

13 %

LIIKEVAIHDON
CAGR (2008-2017)

#2 markkina-osuus

SUOMEN KODINELEKTRONIIKASSA

* Kehittyvä Kauppa

432 MEUR (+16 % vs. 2016)

LIIKEVAIHTO 2017

13,0 MEUR (3,0 % lv:sta)

KÄYTTÖKATE 2017

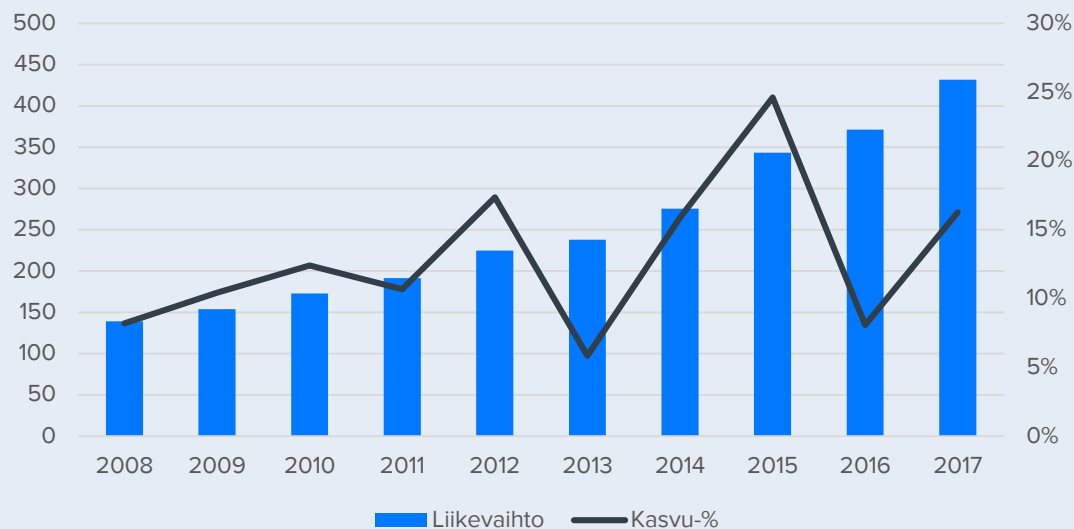
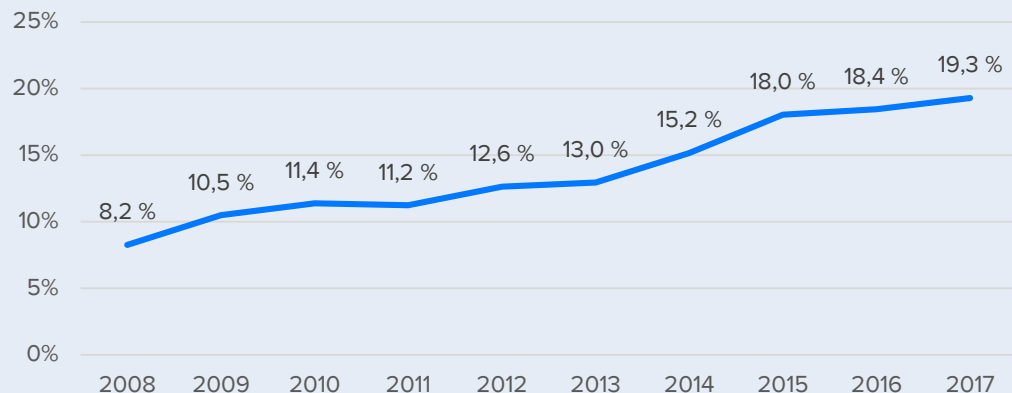
659

HENKILÖSTÖ
Q3'2018 LOPUSSA

4

MYYMÄLÄÄ

Markkinaosuus Suomen kodinelektronikassa (Inderes arvio)



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com,
Kehittyvä kauppa

Liiketoimintamalli

Liiketoiminta rakennettu verkkokaupan ympärille

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

Yhtiön liiketoimintamallissa kivijalkakaupat toimivat ennen kaikkea tuotteiden näyteikkunoina, esittelytiloina, noutopisteinä ja kokonaisuutena ne tukevat yhtiön verkkoliiketoimintaa. Verkkokauppa.com pyrkii olemaan toiminnassaan mahdollisimman avoin ja läpinäkyvä. Sen sivuilla on julkaistu yhteensä yli 300 000 asiakkaiden antamaa tuotearviota siellä myytävistä tuotteista. Lisäksi tuotekohtaiset tekniset tiedot, kuten myös palautusprosentit ja huoltoprosentit julkaistaan yhtiön verkkokaupassa. Yhtiön tavoitteena onkin, että sen verkkokauppa olisi asiakkaalle aina ensimmäinen kanava, kun asiakas etsii tietoa jostain tietyistä tuotteista.

Yhtiön tuotevalikoima on niin ikään hyvin laaja ja 2018 syksyllä sen valikoimissa oli noin 70 000 tuotetta. Yhtiöllä on myös valikoimissaan noin 4000 sen omien brändien alta myytävää tuotetta. Näitä tuotteita myydään usean eri brändin alla mm. Green Cyclone, Fujitech ja ProCaster. Omien tuotteiden osalta Verkkokauppa.com kantaa niihin liittyvät

markkinointi- ja logistiikkakulut itse ja osassa tuotteista yhtiö myös tekee tuotesuunnittelun/tuotekehityksen itse. Pääasiallisesti yhtiö kuitenkin ostaa valmiita tuotteita OEM-valmistajilta. Arviomme mukaan omien tuotemerkkien alla myytävien tuotteiden osuus yhtiön kokonaisymyynnistä on alle 5 %.

Asiakaslupaus liiketoiminnan ytimessä

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

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

Verkkokauppa.comin myynti koostuu yhtiön myymistä tuotteista, sekä myymälä- ja mainostilan myynnistä sen päämiehille. Käytännössä siis yhtiön päämiehet (esim. HP tai Lenovo) maksavat yhtiölle näkyvyydestä liikkeissä ja verkossa sekä päämiehen tuotteisiin

erikoistuneen myyntihenkilön työajasta liikkeessä. Arviomme mukaan myymälä- ja mainostilan myynti tuo yhtiön liikevaihdosta jotain prosentteja, mikä on kokonaisuuden kannalta varsin pieni osa. Tällä on kuitenkin positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen.

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

Yhtiö on itse kehittänyt myös oman IT-järjestelmänsä (Private) ja sen ympärillä pyörivät kaikki yhtiön kannalta kriittiset funktiot, kuten esimerkiksi logistiikka, varastonhallinta, ostot ja kassajärjestelmä. Oman IT-järjestelmä mahdollistaa yhtiölle suhteellisen ketterän IT-kehityksen ja historiallisesti oma IT-kehitys on näkemysemme mukaan tuonut yhtiölle kilpailuetua. Verkkokauppa.com toimii tällä hetkellä ainoastaan Suomessa eikä yhtiöllä tällä hetkellä ole kiinnostusta laajentaa Suomen ulkopuolelle. Tämä on mielestämme loogista, sillä yhtiön markkinaosuus Suomen kodinelektroniikkamarkkinasta on edelleen noin 20 % ja koko Suomen vähittäiskauppariikasta noin prosentti. Näin ollen yhtiöllä on Suomessa edelleen merkittävää kasvupotentiaalia. Pidemmällä yli 10 vuoden aikajänteellä näemme kansainvälistymisen yhtiölle realistisena vaihtoehtona.

Sidosryhmät



Tavaran toimittajat



Logistiikka

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



Rahoituspalvelut

Lowell, Santander, Collector Bank (Apuraha) Klarna



Sijoittajat

Samuli Seppälä 49,4%
~6000 omistajaa

Toiminnot

Hankintatoimi

Varasto

Myynti ja markkinointi

Asiakastuki

IT-järjestelmän kehitys

Resurssit

Suomen suosituin verkkokauppa

Oma IT-järjestelmä

Vahva brändi kodinelektronikassa

Verkkokaupan ympärille rakennettu kivijalkakauppa

Liiketoimintaidea

Verkkokauppa.com kykenee tarjoamaan asiakkailleen alaiset hinnat poikkeuksellisen matalan kulumakenteensa ansiosta

Verkkokauppa.com
TODENNÄKÖISESTI AINA HALVEMPI

Alhaisemmat hinnat

Laaja valikoima

Tuotteiden saatavuus

Ensimmäinen sivusto etsiä tietoa

Asiakaskokemuksen laatu

Läpinäkyvyys ja asiakaslähtöisyys

Matalat kiinteät kulut

Jatkuva toiminnan laajentuminen

PRIVATE oma IT-järjestelmä

Ketteryyys

Tuoteryhmät (26 kpl)

Päätuotteet kodintekniikassa
Markkinaosuus 19 %



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



Asiakas-segmentit



Kuluttajat

Yritykset ja julkishallinto



Matalakatteinen tukkukauppa



Näkyvyyden myynti liikkeissä ja verkossa eri valmistajille

Myyntikanavat



Suomen vieraillun verkkokauppa 59 M /rullaava 12 kk



Nykyiset kivijalkamyymälät: Helsinki, Tampere, Oulu, Raisio
Suunnitteilla: Toinen myymälä pääkaupunkiseudulle

Kustannusrakenne



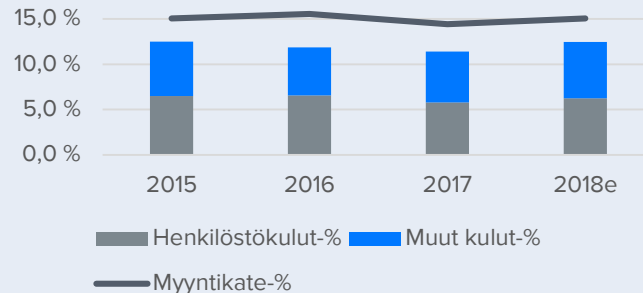
Hankinta tavaran toimittajilta



Henkilöstö 633 kpl (2017)

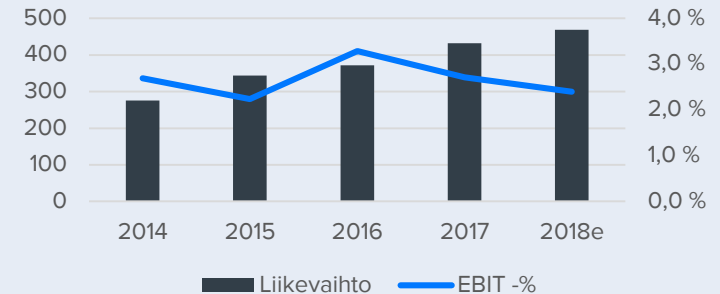


Liiketoiminnan muut kulut



Tulovirrat

Liikevaihto 432 m€ (2017)
EBIT 11,7 m€ (2017)



Kilpailuedut

Vahvat kilpailuedut

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

Edullinen kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kiinteät kustannukset olivat vuonna 2017 11,4 % liikevaihdosta, kun ne ovat kaupan alalla viime vuosina olleet keskimäärin noin 27 %. Kiinteiden kulujen merkittävä ero johtuu mielestämme kolmesta tekijästä: 1) Verkkokauppa.comin strategia rakentuu verkkokaupan ympärille ja kivijalan osuus on huomattavasti verkkokauppaa pienempi. Tämän myötä sen kiinteistöihin liittyvät kulut ovat myös hyvin pienet suhteessa kivijalkaan pohjautuvaan toimintamalliin. 2) Verkossa tapahtuva kauppa vaatii perinteistä kauppaa vähemmän henkilöstöä ja näin ollen henkilöstökulut ovat pienemmät. 3) Yhtiölle ei sen nuoren iän vuoksi ole kertynyt historiallista taakkaa (päällekkäisiä IT-järjestelmiä, raskaita kanta-asiakasohjelmia yms.).

Yhtiön edullinen kulurakenne toimii kulmakivenä sen asiakaslupauksen täyttämiseksi ja kulurakenteen turvin yhtiö pystyy tarjoamaan kilpailijoita edullisempia hintoja. Arviomme mukaan Verkkokauppa.comin kulurakenteeseen perustuva kilpailuetu on erittäin vahvalla pohjalla. Ero keskeisiin kilpailijoihin ja kaupan alaan yleensä on merkittävä ja arviomme mukaan kaupan alan toimijoiden, joiden

liiketoiminta perustuu kivijalkakauppaan, on erittäin vaikea leikata kulurakennettaan tuntuvasti ilman liiketoimintamallin täydellistä muutosta. Tämä johtuu siitä, että niin sanotuilla kivijalkakaupan toimijoilla kulurakenteesta merkittävä osa syntyy kiinteistöistä ja henkilöstön määrä on myös vahvasti sidoksissa liiketoiminnan volyyymiin. Näin ollen emme pidä realistisena sitä, että perinteiset kaupan toimijat pystyisivät painamaan kulurakenteensa Verkkokauppa.comin tasolle.

Verkkokauppa.comin kustannusrakenteeseen perustuva kilpailuetu tulee arviomme mukaan säilymään myös tulevaisuudessa, kun yhtiön liiketoiminnan kasvavan volyymin myötä suhteellinen kustannustaso jatkaa laskuaan. Tämä mahdollistaa paremman hintakilpailukyvyyn, joka on tarpeen etenkin ulkomailta tulevaa puhtaasti digitaalisen liiketoimintamalliin nojaavaa kilpailupainetta vastaan. Verkkokauppa.comin kulurakenne kestää näkemyksemme mukaan myös Suomen ulkopuolelta tulevan kilpailun ja yhtiön kulurakenne on erinomaisella tasolla myös kansainvälisesti mitattuna.

Vahva brändi

Yhtiön verkkokaupassa oli viimeisen 12 kk aikana (Q3'18-Q4'17) 59 miljoonaa käyntiä (2017 yli 50 miljoonaa käyntiä) ja yhtiön sivusto on Suomen suosituin verkkokauppa. Verkossa tapahtuvassa kaupassa kuluttajat suosivat huomattavasti pienempää määrää toimijoita ja näin ollen menestyäkseen toimijan on oltava tunnetuimpien pelureiden joukossa.

Verkkokauppa.com on onnistunut rakentamaan ympärilleen vahvan brändin, joka nojaa ennen kaikkea sen asiakaslupaukseen ja mielikuvaan edullisista hinnoista. Näkemyksemme mukaan kaupan muiden toimijoiden on äärimmäisen

vaikea murtaa tämä mielikuva, sillä niiden kulurakenne ei mahdollista hintatason alentamista Verkkokauppa.comin tasolle. Brändin kestävyys uusissa tuoteryhmissä ja asiakasryhmissä on edelleen riski, mutta yhtiön näytöt onnistuneesta laajentumisesta kodinelektronikan ulkopuolelle viime vuosina sekä uuden johdon kommentit uudistuneesta markkinointistrategiasta ovat lieventäneet tätä huolta jonkin verran. Yhtiön uusi toimitusjohtaja on myös ottanut Verkkokauppa.comin brändin vahvistamisen kodintekniikan ulkopuolisissa kategorioista yhdeksi fokusalueeksi.

IT-järjestelmä

Kolmas kulmakivi Verkkokauppa.comin kilpailuedussa on sen itse kehittämä IT-järjestelmä (Private), jonka kautta yhtiön kaikki tärkeät toiminnot pyörivät. Verkkokauppa on koko historiansa ajan toiminut oman IT-järjestelmänsä puitteissa. Yhtiö ei myöskään ole laajentunut yritysostoin, eikä sille näin ollen ole kertynyt historiallista taakkaa IT-järjestelmistä (esim. päällekkäisiä tai rinnakkaisia järjestelmiä). Uskomme, että oma IT-järjestelmä on yhtiölle kilpailuetu, sillä sen liiketoiminta on alusta asti rakennettu järjestelmän ympärille. Koska yhtiö on rakentanut itse oman IT-järjestelmänsä, se kykenee reagoimaan sen kehityksessä erittäin nopeasti ja se ei ole riippuvainen ulkoisista palveluntarjoajista. Omaan IT-järjestelmään liittyvä luonnollisesti myös riskejä. Yhtiön liiketoiminta on hyvin riippuvainen järjestelmästä ja yhtiön kilpailukyky heikkenee merkittävästi, mikäli se epäonnistuu järjestelmän kehittämisessä. Tätä riskiä madaltaa kuitenkin yhtiön kehitystyössään omaksuma iteratiivinen prosessi. Yhtiö ei tee kerralla isoja muutoksia, vaan vaiheittain pieniä muutoksia samalla mitaten niiden toimintaa.

Kustannusrakenne

Kulurakenne hyvin yksinkertainen

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

Henkilöstökulut olivat vuonna 2017 5,8 % liikevaihdosta. Yhtiöllä oli 2017 lopussa 633 työntekijää ja keskimääräinen henkilöstökustannus oli noin 41,8 tEUR/henkilö. Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet hieman viime vuosina johtuen yhtiön skaalautuvasta liiketoimintamallista. Vastaavasti kulu per työntekijä on ollut nousutrendillä johtuen rekrytointien painopisteen siirtymisestä yhä enemmän asiantuntijatasolle (mm. oma IT-kehitys). 2017 aikana Henkilöstökulujen suhteellinen osuus laski selvästi, kun yhtiö on ulkoistanut osan varastotoiminnastaan Postille. Nämä kulut ovat siirtyneet henkilöstökuluista muihin kuluihin ja vuoden 2017 luvut eivät ole enää täysin vertailukelpoisia suhteessa edellisiin. Vuoden 2018 alkupuoliskolla henkilöstökulut kokivat selvän hyppäyksen noin 7,0 %:iin ja tämä johtui neljänteen kivijalkamyymälään tarvitusta uudesta myyntihenkilöstöstä. Q3:lla ne olivat laskeneet normaalimmalla 5,8 %:iin tasolle Raision myyntivolyymin kasvaessa.

Liiketoiminnan muut kulut pitävät sisällään mm. vuokrat, markkinoinnin ja IT:n. Arviomme mukaan näistä kuluista noin puolet kasvaa liiketoiminnan kasvun mukana käsi kädessä (mm. markkinointi, logistiikka ja IT) ja vastaavasti noin puolet ovat varsin kiinteitä ja niiden osuus yhtiön liikevaihdosta skaalautuu alaspäin liikevaihdon kasvun myötä kohtuullisen hyvin. Vuonna 2017

liiketoiminnan muut kulut olivat 5,6 % tai 24,3 MEUR. Vuoden 2018 alkupuoliskolla muut kulut kokivat selvän hyppäyksen 6,7 %:iin Raision ylösajoon liittyneestä kasvaneesta markkinointibudjetista johtuen, mutta Q3:lla ne olivat laskeneet normaalille 5,6 %:n tasolle.

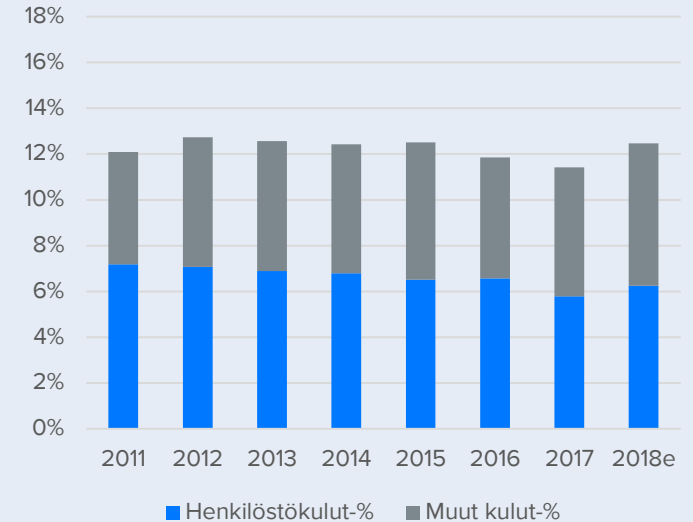
Suhteessa liiketoiminnan kokoon poistomassa on pieni ja arviomme mukaan noin 1,3 MEUR vuodessa, joka on linjassa vuotuisen investointitarpeen kanssa.

Kulurakenteen tulisi skaalautua

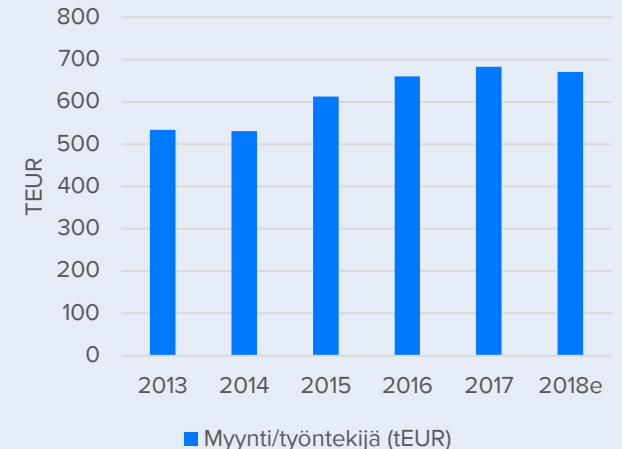
Yksi keskeisiä kysymyksiä Verkkokauppa.comissa on sen kulurakenteen skaalautuvuus. Lähtökohtaisesti kulurakenteen pitäisi skaalautua varsin hyvin, koska varsinkin digitaaliselta puolelta tuleva kasvu vaatii vain rajallisia lisäkustannuksia. 2012-2017 aikana yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet keskimäärin 0,3 % vuodessa. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on laajentanut useisiin uusiin tuoteryhmiin ja näiden mukanaan tuoma kompleksisuuden kasvu sekä jatkuvat kasvupanostukset eivät ole muuttaneet tätä trendiä, mikä kasvattaa luottamusta skaalautuvuuden suhteen.

Powerin tulon myötä kilpailutilanne on kiristynyt ja Verkkokauppa.comin kasvu on arviomme mukaan muuttunut yhä kalliimmaksi. Yhtiö onkin joutunut kasvattamaan kiinteitä kulujaan (mm. markkinointi) sekä painamaan myyntikatteitaan pitääkseen kasvuaan yllä. Lisääntyvät markkinointipanostukset vievät osan skaalaeduista, mutta arviomme yhtiöllä olevan tästäkin huolimatta hyvät edellytykset kulurakenteen asteittaiseen skaalautuvuuteen myös tulevaisuudessa.

Kulutaso



Tehokkuus



Myyntikate

Myyntikatteella useita positiivisia ajureita

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

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

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

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

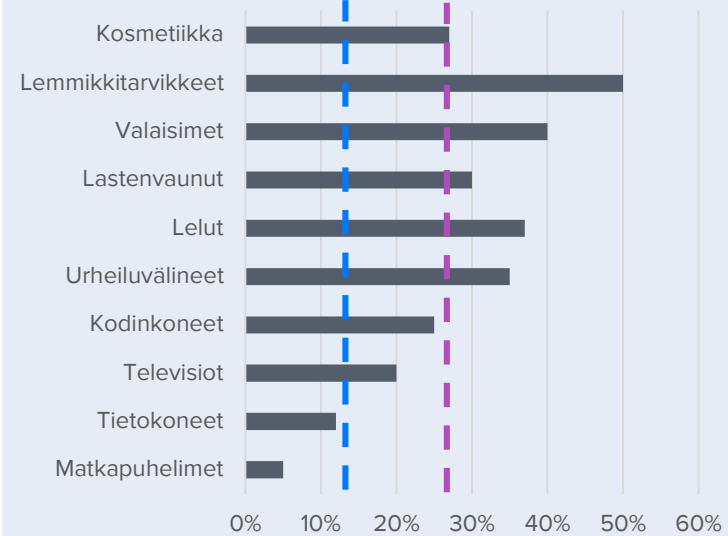
yhtiön nykyinen kokoluokka sallii sille jo varsin hyvät ostoehdot kodinelektronikassa ja täällä kokoluokan kasvu tuo enää rajallista hyötyä ostoehdoin. Muissa tuoteryhmissä sekä private label tuotteissa volyymien kasvu parantaa ostoehdot näkemyksemme mukaan edelleen selvästi. Saatavan katteen lisäksi isommilla volyyymeillä olisi myös positiivinen vaikutus maksuehtoihin ja tämän myötä käyttöpääomaan.

Kireä kilpailu antaa painetta myyntikatteelle

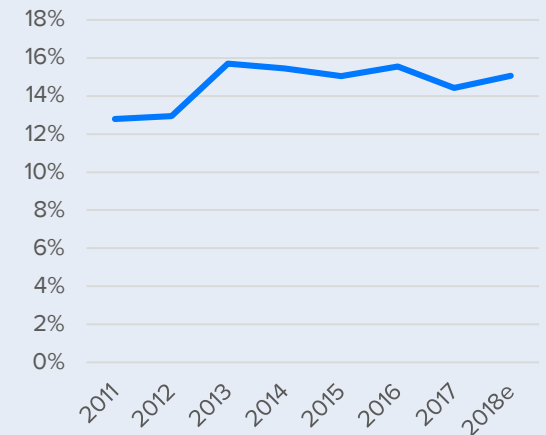
Uskomme hintakilpailun pysyvän Suomen kodintekniikan markkinalla (KOTEK) myös jatkossa kireänä, kun kaikki kolme suurta toimijaa (Gigantti, Power ja Verkkokauppa.com) pyrkivät kasvamaan selvästi yli kokonaismarkkinan kasvuvauhdin. Myös ulkomailta tuleva verkkokaupantoinijoiden kilpailupaine pitää huolta siitä, että myös kotimaiset toimijat joutuvat pitämään hintansa alhaalla. Esimerkiksi 2017 nähty Verkkokauppa.comin myyntikatteen selvä lasku johtuu puhtaasti yhtiön strategisesta päätöksestä vastata alan kiristyneeseen hintakilpailuun.

Sijoittajien kannalta myyntikatteen kehitystä kannattaa seurata pidemmällä aikavälillä, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiön omat strategiset hinnoittelupäätökset saattavat vaikuttaa katteeseen ja vastaavasti tuotemixissä tapahtuvat muutokset heijastuvat katteisiin hitaammin.

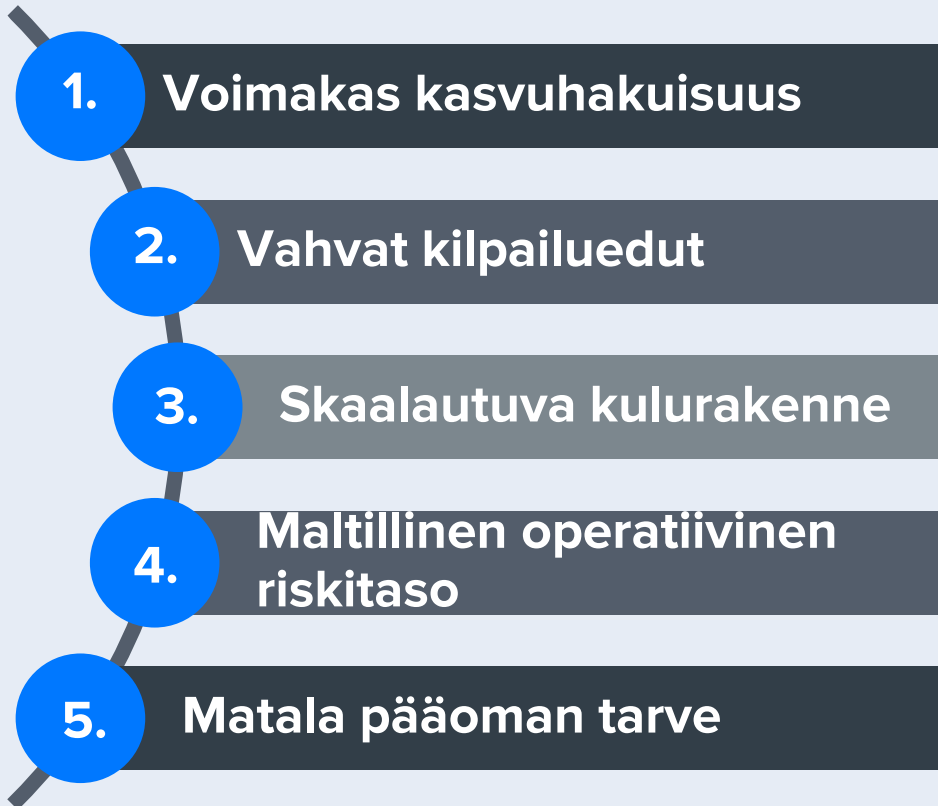
Myyntikate eri tuoteryhmissä*



Myyntikate-%



Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Vahva orgaaninen kasvupotentiaali
- Kaupan murros ja digitalisaatio
- Negatiivinen käyttöpääoma
- Liiketoiminnan skaalautuvuus
- Korkea pääoman tuotto-%

Riskit

- Suomen talouden vaisut pitkän aikavälin näkymät
- Muutokset kilpailutilanteessa
- Riippuvuus omasta IT-järjestelmästä
- Uusiin tuoteryhmiin laajentumisen onnistuminen

Suomen talous ja kaupan-ala

Suomen talouden pidemmän ajan näkymät ovat vaisut

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

Suomen BKT kääntyi vihdoin vuoden 2015 lopussa varovaiseen kasvuun pitkän korpivaelluksen jälkeen ja kasvu on kiihtynyt merkittävästi maailman talouden kasvun piristymisen sekä rakentamisen vetämänä. 2016-2018 talous on kasvanut ripeästi ja selvästi yli talouden trendikasvun. Tämä on seurausta vahvasta globaalista vientikysynnästä sekä mm. rakennussektorin vahvasta vedosta ja yksityisen kulutuksen kasvusta.

Lähivuosien talousnäkymät ovat edelleen kohtuulliset, mutta syklin kasvuhuippu on ohitettu. Talouskasvu hidastuu rakentamisen hyytymisen sekä globaalien kasvun hidastumisen seurauksena. Tämän seurauksena on myös todennäköistä, että yksityisen kulutuksen kasvu tulee hidastumaan, kun säästämisaste nousee nykyiseltä epäterveeltä tasolta normaalimmalle tasolle.

Pidemmillä aikavälillä pidämme Suomen talouskasvupotentiaalia varsin vaisuna. Suomen taloudessa on edelleen merkittäviä rakenteellisia ongelmia (mm. valtion velkaantuminen, väestön vinoutunut ikärakenne, tehottomat työmarkkinat yms.) ja nämä tulevat väistämättä painamaan

talouskasvua pidemmillä aikavälillä. Poliittisesti epäsuosittujen rakenteellisten uudistusten tekeminen on ollut hankalaa ja seuraavassa talouden laskusuhdanteessa ongelmat tulevat todennäköisesti jälleen kärjistymään.

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

Kaupan näkymät seuraavat talouden näkymiä

Vähittäiskauppamarkkina voidaan Suomessa jakaa päivittäistavarakauppaan, erikois- ja muuhun kauppaan sekä tavaratalokauppaan. Suomen vähittäiskauppamarkkinan koon ennustetaan nousevan tänä vuonna noin 40 miljardiin euroon jakautuen seuraavasti: Päivittäistavarakaupan osuus koko Suomen vähittäiskaupasta on noin 44 %, Erikois- ja muun kaupan osuus noin 43 % ja tavaratalokaupan noin 13 %.

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

Verkko vetää kaupan kasvua

Etänä tapahtuvan kaupan osuus oli vuonna 2017 Kaupan liiton mukaan 4,9 miljardia euroa eli noin 11 % koko kaupasta sisältäen ostot sekä koti että ulkomailta. Verkkokauppa kasvoi viime vuonna 8 % ja euromääräisesti tämä tarkoittaa noin 300 MEUR:n kasvua.

Päivittäistavarakaupassa verkkokaupan osuus on edelleen erittäin matala ja näin ollen käytännössä koko verkkokauppa syntyy erikois- ja tavaratalokaupan puolelta. Verkkokaupan osuus erikois- ja tavaratalokaupassa oli vuonna 2017 noin 20 %. Erot tuoteryhmien välillä ovat merkittäviä. Esimerkiksi elektroniikassa ja kirjoissa merkittävä osa kaupasta käydään jo nyt verkossa. On myös huomioitava, että verkon ja kivijalan välinen rajapinta hämärtyy jatkuvasti toimijoiden integroidessa verkon ja kivijalan entistä selvemmin toisiinsa. Esimerkiksi tilanteessa jossa kuluttaja katsoo tuotetta verkosta ja käy noutamassa tuotteen myymälästä (tai toisinpäin) on varsin subjektiivista lasketaanko myynti verkolle vai kivijalalle.

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

Kaupan-alan keskeiset trendit 1/2

Kaupan alalla käynnissä merkittävä murros

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

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

Kaupan-alan keskeiset trendit 2/2

Kilpailuettujen rooli korostuu

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

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

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

taakkaa vanhoista tehottomista ja monimutkaisista IT-järjestelmistä

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



Kodinelektroniikkamarkkinan näkymät

Kodinelektroniikkamarkkina keskittyy

Kodintekniikkamarkkina Suomessa on erittäin kilpailtu. Tuotteiden homogeenisyydestä ja korkeista keskihinnosta johtuen kuluttajien hintaherkkyys on erittäin korkea. Brändien merkitys on pääosin vähäinen ja käytännössä kuluttajat ovat valmiita tekemään merkittävästi töitä löytääkseen saman tai vastaavan tuotteen halvemmalla muualta. Tämän seurauksena alan keskimääräinen myyntikate on erittäin alhainen ja arviomme mukaan alan kolmen suurimman toimijan myyntikatteet Suomessa ovat keskimäärin n. 17 % (kaupan ala noin 30 %). Matalasta myyntikatetasosta johtuen alalla pärjää ainoastaan tiukalla kulurakenteella ja merkittävällä volyymillä.

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

Kodintekniikkamarkkina on kasvanut 2008-2016 välillä noin 1 % vuodessa ja markkinan koko vuonna 2017 oli noin 1,9 miljardia euroa (ei sisällä ALV). Tuoteryhmistä ovat kasvaneet etenkin matkapuhelimet (kalliimmat älypuhelimet) ja kodin tietotekniikka (tabletit). Vastaavasti kodin muu viihde-elektroniikka ja kuvaukseen liitännäiset tuotteet ovat olleet selvässä laskussa.

Kodinelektroniikkamarkkinalla on käyty raju pudotuspeli viimeisen kymmenen vuoden aikana. Alan kilpailutilanne on pysynyt erittäin kireänä ja viime vuosina useita alan toimijoita on joko lopettanut tai supistanut toimintaansa

rajusti. Esimerkkeinä markkinalta poistuneista toimijoista ovat mm. Stockmann, Musta Pörssi, konebox.fi, Hirvox, ON/OFF ja Anttila. Alan viimevuosien selkeät voittajat ovat olleet Gigantti, Verkkokauppa.com sekä Power (entinen Expert), jotka ovat onnistuneet kasvattamaan markkinaosuuksiaan selvästi.

Vuoden 2017 lopussa Gigantin markkinaosuus oli arviomme mukaan noin 28 %. Verkkokauppa.com on alan toiseksi suurin toimija ja sen markkinaosuus oli 2017 lopussa arviomme mukaan hieman yli 19 %. Power on markkinan kolmonen noin 15 %:n markkinaosuudellaan. Kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on noussut vuoden 2009 39 %:sta vuoden 2017 62 %:iin. Suurimmat häviäjät ovat arviomme mukaan olleet Veikon Kone, Kesko (Konebox.fi, Musta Pörssi ja CM), Tekniset, Stockmann (Hobby Hall ja oma tavaratalokauppa) ja pienet paikalliset toimijat.

Suomen kodinelektroniikkamarkkina kasvoi 2017 5,1 % ja selvästi yleistä talouskasvua nopeammin. Kasvun taustalla on näkemyksemme mukaan piristynyt talousnäkyvä sekä Powerin aggressiivinen kampanjointi mihin Gigantti ja Verkkokauppa.com ovat vastanneet. Vuoden 2017 aikana Power kasvatti kolmikosta markkinaosuuttaan selvästi eniten (kasvu 24 %) ja sen rohkea laajentuminen on toteutunut onnistuneesti. Myös Verkkokauppa.com (10 %) sekä Gigantti kasvoivat markkinaa nopeammin kodinelektroniikassa (8 %).

Vuonna 2018 markkinan kasvu on hidastunut selvästi ja tammi-elokuussa KOTEK-markkina on kasvanut 1,9 % ollen siten BKT:n kasvua selvästi alempi (3 %). Pitkällä aikavälillä odotamme alan

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

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

Power kiristänyt hintakilpailua

Expert ASA:n lanseeraama Power on kiristänyt alan hintakilpailua selvästi. Power on ollut omassa markkinoinnissaan erittäin aggressiivinen, johon Gigantti ja Verkkokauppa.com ovat vastanneet. Hintakilpailu painaa lyhyellä aikavälillä koko alan katteita ja kiihdyttää samalla alan keskittymistä kolmelle suurella toimijalle. Pidemmällä aikavälillä Power ei näkemyksemme mukaan oleellisesti muuta kolmen suurimman toimijan kilpailuasetelmia tai toimialan dynamiikkaa.

Kaupan alan kustannusrakenne

Verkkokauppa.comin kulurakenne erinomaisella tasolla

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

Kaupan alan eri toimijoita vertailtaessa mielestämme paras lähtökohta on niiden myyntikatteen tarkastelu. Kaupan myyntikatteen ohjaavana tekijänä toimii kaupan kulurakenne. Kulurakenne on sen sijaan lopulta ohjaavana tekijänä lopputuotteiden hinnoissa. Suomen kaupan alan keskimääräinen myyntikate oli vuonna 2017 Tilastokeskuksen mukaan noin 30 % ja se on säilynyt kohtuullisen vakaana finanssikriisin jälkeen. Verkkokauppa.comin

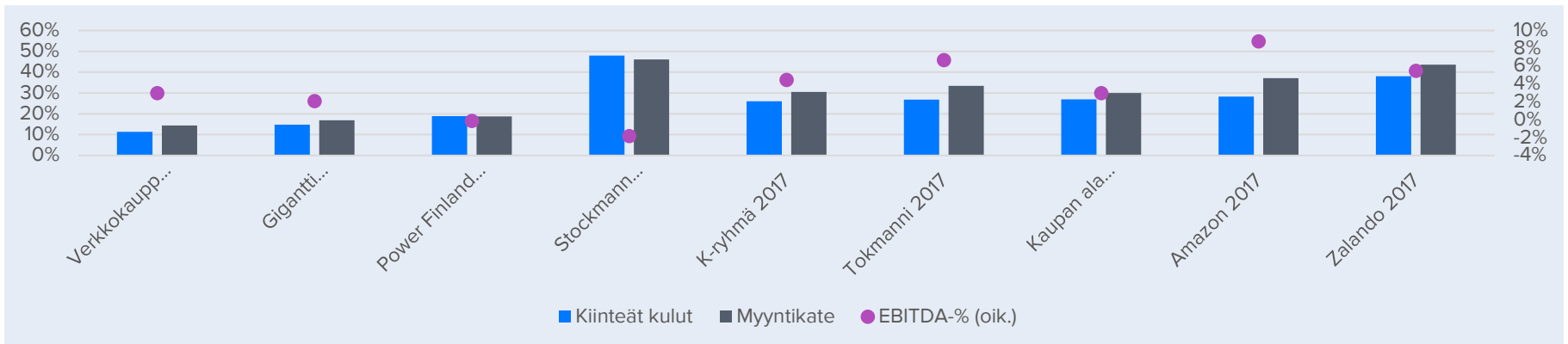
myyntikate oli 2017 14,4 % ja keskeisten kilpailijoiden Gigantin ja Power Finlandin olivat 16,9 % ja 18,8 %.

Johtuen verkkokaupan merkittävästä roolista yhtiön liiketoiminnassa, on Verkkokauppa.comin kulurakenne erittäin kevyt. Yhtiön kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2017 11,8 %, mikä on selvästi matalampi taso kuin muilla kaupan alan toimijoilla. Keskeisellä kilpailijalla ja niin ikään erittäin kustannustehokkaalla Gigantilla kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2017 noin 14,8 %. Powerin vastaava luku oli 2017 18,9 %. Kaupan alalla keskimäärin kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon olivat vuonna 2017 arviolta 27 %.

Erittäin matalien kiinteiden kulujen ansiosta Verkkokauppa.com kykenee pitämään yllä myös selvästi toimialan keskiarvoa matalampaa myyntikattea. Verkkokauppa.comin kulurakenne on kilpailukykyinen myös suhteessa kansainvälisiin verrokkeihin, mikä on mielestämme huomionarvoista analysoitaessa ulkomailta tulevaa uuden kilpailun uhkaa.

Kaupan alan käyttökate oli vuonna 2017 Suomessa arviomme mukaan noin 3 %. Perinteisiä kauppoja analysoidessa on tärkeä muistaa, että niiden liiketoiminta on alun perin rakennettu kivijalkakaupan ympärille ja näin ollen niiden kiinteistöihin ja toimitiloihin liittyvä poistomassa on merkittävä. Siten niiden liiketulokset ovat myös selvästi käyttökatteita heikompia. Verkkokauppa.comin kaltaisten digitaalisuuden ja verkkokaupan ympärille perustuvien toimijoiden kiinteistöihin sidottu poistomassa on rajallinen ja liikevoittomarginaali on hyvin lähellä käyttökattea. Verkkokauppa.comin liikevoitto-% oli vuonna 2017 2,7 % ja käyttökate 3,0 % Gigantin käyttökateen ollessa 2 % ja Powerin 0 %.

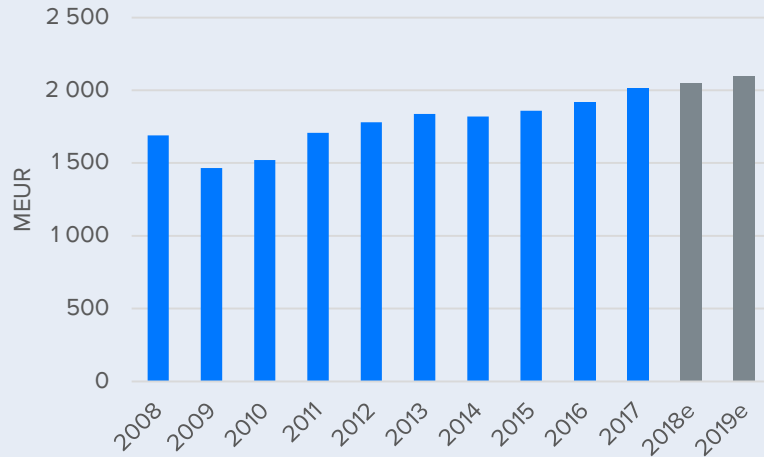
Pääoman tuotto on myös relevanttimitari, kun yhtiöiden kilpailukykyä arvioidaan. Verkkokauppa.com on myös siinä selvästi edellä pääkilpailijoitaan yhtiön 2017 sijoitetun pääoman tuoton oltua noin 30 %. Viimeisellä tilikaudella Gigantin sijoitetun pääoman tuotto oli 9,1 % ja Powerin -11,5 % (2017).



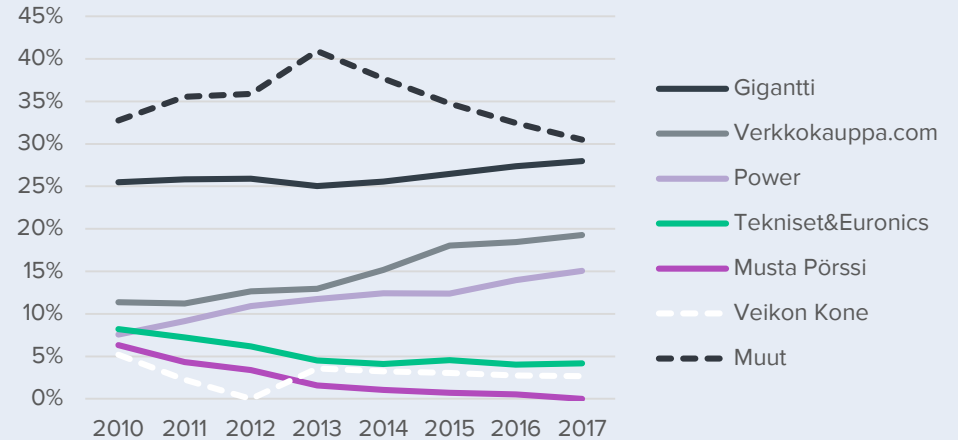
Stockmannilla käytetty 2018 ennustetta paremman vertailukelpoisuuden vuoksi. K-Ryhmän luvut ovat arvioita.

Kodinelektroniikkamarkkina Suomessa

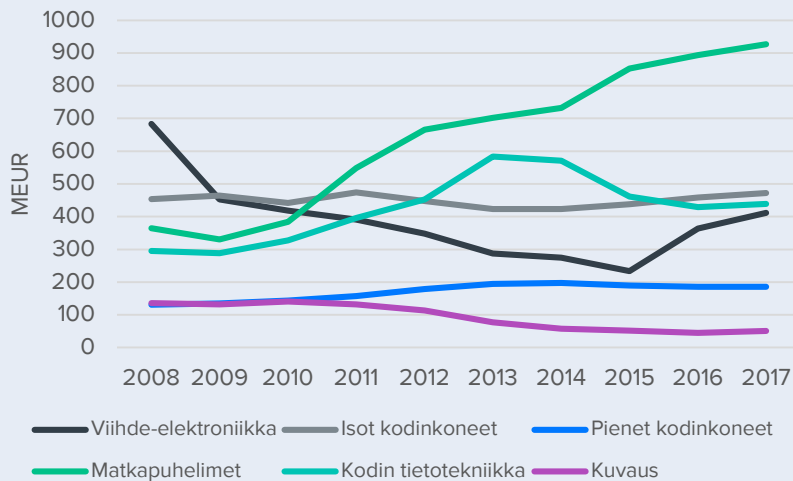
Kodinelektroniikkamarkkina 2008-2019e



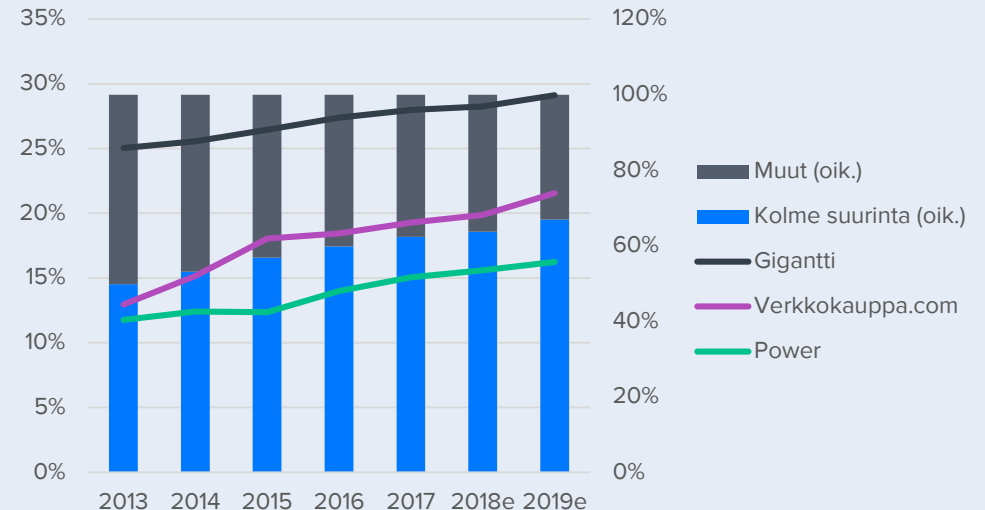
Markkinaosuuksien kehitys 2009-2017



Tuoteryhmien välinen myynnin kehitys



Markkinaosuusennusteet



Strategia 1/3

Strategia rakentuu neljälle peruspilarille

Yhtiön strategian kulmakivet voidaan mielestämme kiteyttää neljään tekijään:

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

Yhtiön **tuotevalikoima** on tällä hetkellä jo erittäin laaja ja se sisältää noin 70 000 tuotetta. Uskomme, että yhtiön tuotevalikoima tulee jatkossa kasvamaan etenkin uusille tuotealueille laajentumisen ja omien tuotemerkkien määrän kasvun myötä. Kodinelektroniikkamarkkinassa yhtiön nykyinen tuotevalikoima kattaa käytännössä kaikki keskeiset tuotteet ja näin ollen tuotevalikoiman laajennus painottuu etenkin kodinelektroniikan ulkopuolisiin tuoteryhmiin.

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

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

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

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

minkä myötä yhtiön tavoitteena onkin tarjota asiakkaille mahdollisimman vaivaton ja mukava kaupankäyntimahdollisuus. Uskomme, että yhtiö tulee myös jatkossa kehittämään toimintaansa asiakaskeskeisyys edellä.

Tavoitteena kasvupotentiaalin hyödyntäminen

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

Yhtiön kasvu voidaan näkemysksemme mukaan jakaa kahteen osaan: markkinaosuuden voittaminen kodinelektroniikassa ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin.

Yhtiön kasvu rakentuu etenkin verkkokaupan varaan ja kivijalkakaupan suhteen yhtiöllä on vain rajallisia laajennustarpeita. Yhtiö avasi uuden myymälän Raisioon Q1’18 lopussa, mutta sen ylösajo on lähtenyt liikkeelle selvästi yhtiön odotuksia hitaammin. Arvioimme yhtiön avaavan toisen myymälän Itä-Helsinkiin vasta 2020 loppuvuodesta, kun Raisio on saatu ylösajettua. Yhtiöllä on Myllypurosta tonttivaraus mikä nostaa mielestämme selvästi uuden myymälän todennäköisyyttä. 5v tähtäimellä pidämme myös mahdollisena, että yhtiö avasi vielä kuudennen kivijalkaliikkeen Itä-Suomeen palvelemaan myös venäläisiä kuluttajia. Yhtiö ei ole kuitenkaan antanut tästä mitään indikaatiota ja emme ole huomioineet tätä ennusteissamme.

Strategia 2/3

Uudet tuoteryhmät

Verkkokauppa.com on aktiivisesti viimeisten vuosien aikana laajentanut tuotetarjontaansa perinteisen kodinelektronikan ulkopuolelle. Yhtiön kodinelektronikan ulkopuolisia päätuotealueita ovat: grillaus & kokkaus, Lemmikit, koti ja valaistus, laukut ja matkailu, lelut, musiikki, ruoka ja juoma, työkalut, urheilu ja ravinteet sekä vauvat ja perhe. Vaikka yhtiön päätuoteryhmistä noin kolmasosa on kodintekniikan ulkopuolisia, on näiden tuoteryhmien osuus yhtiön myynnistä vielä varsin rajallinen. Arviomme mukaan näiden osuus yhtiön kokonaisymyynnistä on 10-15 % ja suurimpia kodinelektronikan ulkopuolisia tuoteryhmiä ovat arviomme mukaan musiikki-instrumentit ja lelut. On hyvä huomioida, että yhtiö on laajentanut useisiin näistä tuoteryhmistä vasta viime vuosien aikana ja uuden tuoteryhmän nouseminen sen täyteen myyntipotentialiin kestää yleensä useamman vuoden.

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

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

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

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

Odotamme uusia tuoteryhmälanseerauksia

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

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

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

Strategia 3/3

Markkinaosuuden voittaminen kodinelektronikassa

Verkkokauppa.com on tasaisesti voittanut markkinaosuutta Suomen kodinelektronikkamarkkinassa ja yhtiön markkinaosuus on noussut vuoden 2008 8 %:sta yli 19 %:iin vuonna 2017. Yhtiön markkinaosuuden voittamisen taustalla on sen edullinen kustannusrakenne ja tästä johtuvat matalat myyntikatteet ja edulliset hinnat. Johtuen markkinan polarisoitumisesta ja alan keskeisistä trendeistä, uskomme, että yhtiö tulee jatkamaan markkinaosuutensa voittamista myös jatkossa. Näkemyksemme mukaan tähän markkinaosuuden voittamiseen liittyy vain rajallisia riskejä ja markkinaosuuden kasvun pysyvä pysähtyminen vaatisi mielestämme yhtiöltä strategisia virheitä (esim. hinnoittelustrategian muutokset) tai merkittäviä muutoksia kilpailijakentässä. Pitkällä aikavälillä Verkkokauppa.comilla pitäisi arviomme mukaan olla edellytykset kasvattaa markkinaosuutensa kodinelektronikassa lähes 30 %:iin. Tämä kuitenkin vaatii yhtiön indikoimat kaksi uutta kivijalkamyymälää.

Apuraha-asiakasrahoitus

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

hoitanut asiakasrahoituksen Klarnan kautta. Omassa asiakasrahoituksessa kumppanina toimii Lowell sekä XXL-apurahan kanssa Santander ja Yritysapurahan kanssa Collector Bank.

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

Suhtaudumme lähtökohtaisesti positiivisesti Apurahaan ja näkemyksemme mukaan se tarjoaa yhtiölle selkeää ansaintapotentiaalia pitkällä aikavälillä. Taseriskit ovat kuitenkin merkittäviä ja nostavat yhtiön riskiprofiilia. Alkuvaiheissa Apuraha toteutettiin pitkälti kumppanien taseilla ja Verkkokauppa.comin oma riski (ja samalla tuotto) jäi hyvin pieneksi. Verkkokauppa.com on asteittain skaalannut Apurahaan ylös ja arviomme mukaan yhtiöllä on tällä hetkellä Apurahaan liittyviä saamia noin 10 MEUR:n edestä taseessaan. Yhtiön kommentit Apurahan kehityksestä ovat rohkaisevia ja yhtiön mukaan sen ensimmäinen kolme vuotta ovat olleet onnistuneet sekä volyymien, että riskienhallinnan näkökulmasta.

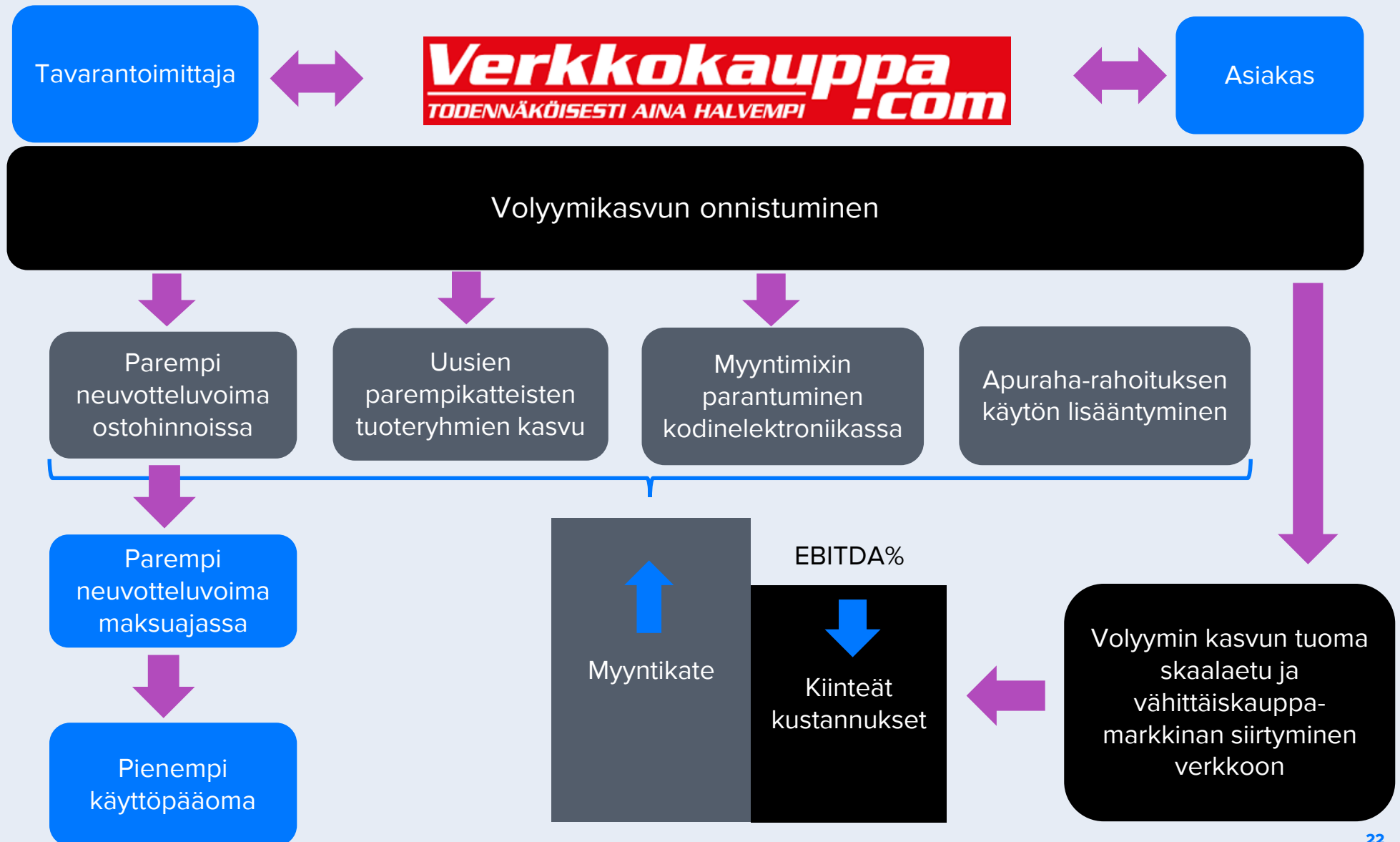
Odotamme Verkkokauppa.comin osuuden Apurahan rahoituksesta kasvavan asteittain ja ensi vuoden osalta odotamme sen

nettotuottojen (huomioi luottotappiot) olevan noin 2,2 MEUR ja luottokannan olevan noin 15 MEUR. Apurahan ennusteemme ovat sisällä liikevaihto- ja kuluennusteissamme ja emme erittele niitä ennustemallissamme erillisellä rivillä. Ennusteemme luottokannan duraatiolle on 12kk ja kulut huomioivalle korolle 20 %. Ennusteemme ovat varsin konservatiiviset ja heijastelevat yhtiön maltillista riskiprofiilia hankkeeseen liittyen.

Hankintayhteistyö

Verkkokauppa.com on listautumisestaan asti suunnitellut hankintayhteistyötä. Hankintayhteistyön kautta yhtiö kykenisi parantamaan neuvotteluvoimaansa tavarantoimittajiin nähden ja se kykenisi neuvottelemaan mm. parempia hintoja ja pidempiä maksuaikoja. Hyötyjen suuruus riippuu pitkälti hankintayhteistyön kokoluokasta. Jos yhtiö osallistuisi merkittävästi omaa kokoluokkaansa suurempaan hankintayhteistyöhön, olisi sen mahdollisuus painaa hankintakustannuksia. Toisaalta osana suurempaa hankintayhteistyötä myös yhtiön oma päätösvalta hankintoihin saattaisi supistua ja uskomme, että yhtiö pyrkisi tässä hankkeessa säilyttämään täyden autonomian päätöksensä kanssa. Arviomme mukaan hankintayhteistyön kautta saatava marginaaliparannus on kuitenkin konsernitasolla rajallinen (1-2 %) ja suurempi hyöty kohdistuisi Private label -tuotteisiin, missä yhtiön volyymit ovat matalia. Johtuen yhtiön tiukoista kriteereistä kumppanuudelle emme pidä kovinkaan todennäköisenä sopivan kumppanin löytämistä Pohjoismaista.

Verkkokauppa.comin strategia yhteenveto 1/2



Verkkokauppa.comin strategia yhteenveto 2/2



Taloudelliset tavoitteet

Taloudelliset tavoitteet

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

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

Kasvun suhteen ennusteemme ovat lähempänä haarukan alalaitaa. Markkina kasvaa tällä hetkellä noin 2 %:n vauhtia ja mielestämme haarukan ylälaita ei ole nykyisessä kireässä kilpailuympäristössä realistinen. Sen saavuttaminen edellyttää mielestämme jonkun markkinapelurin lopettamista, mikä loisi markkinalle tyhjiön, jossa kasvua olisi mahdollista saada nopeammin tai vaihtoehtoisesti yhtiön hinnoittelustrategian selkeän muutoksen, jossa kannattavuus painettaisiin lähelle nollatasoa. Myös volatiilit isot tukkukauppaerät voivat nostaa kasvun hetkellisesti haarukan ylärajalle.

Tarkempi kasvuvauhti riippuu arviomme mukaan markkinatilanteesta sekä yhtiön omista strategisista päätöksistä hinnoittelussa. Ennustamme lähivuosien kasvun olevan noin 12-13 %:ssa. Kasvun pääpaino on edelleen kodinelektroniikassa, missä yhtiö voittaa jatkuvasti markkinaosuutta. Uusien tuoteryhmien kasvu ja laajentuminen tuovat loput liikevaihdon kasvusta ja niiden merkitys korostuu jatkuvasti. Myös uusien kivijalkojen avauksella on selkeä positiivinen vaikutus liikevaihtoon.

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

Näkemyksemme mukaan yhtiön suhteellinen kannattavuuden parannus syntyy liikevaihdon kasvun myötä skaalautuvan kulurakenteen kautta. Kulurakenteessa etenkin henkilöstökulujen osuus tulee arviomme mukaan skaalautumaan varsin hyvin alaspäin tulevaisuudessa, kun liikevaihdon kasvu vaatii yhä vähemmän uusien henkilöiden rekrytoimista. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset parantaa kannattavuuttaan selvästi pitkällä aikavälillä, vaikka yhtiön lyhyen tähtäimen tavoitteena onkin liikevaihdon kasvattaminen kannattavuuden sijaan.

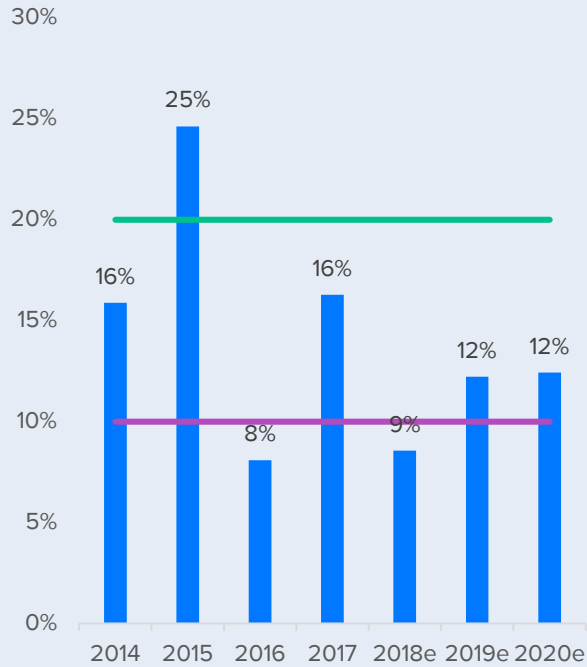
Myyntikate pysyy lähivuosien ennusteessamme 15 %:n tuntumassa. Myyntikatetta parantavat yhtiön kodinelektroniikan tuotemixin parantuminen, laajentuminen uusiin korkeamman katteen tuoteryhmiin, Apuraha-asiakasrahoitus sekä asteittain kasvavat mittakaavaedut hankinnassa. Näitä vastaan vaikuttavana voimana toimii kuitenkin kireä hinnoittelu ympäristö, joka luo painetta myyntihintoihin.

Odotamme yhtiön jatkavan aggressiivista kasvuaan lähivuosina ja tämä heijastuu kannattavuusennusteisiimme. Odotamme yhtiön kannattavuuden paranevan hieman, mutta ylittävän lähivuosina vain hieman 3 %:n alarajan johtuen kasvupanostuksista.

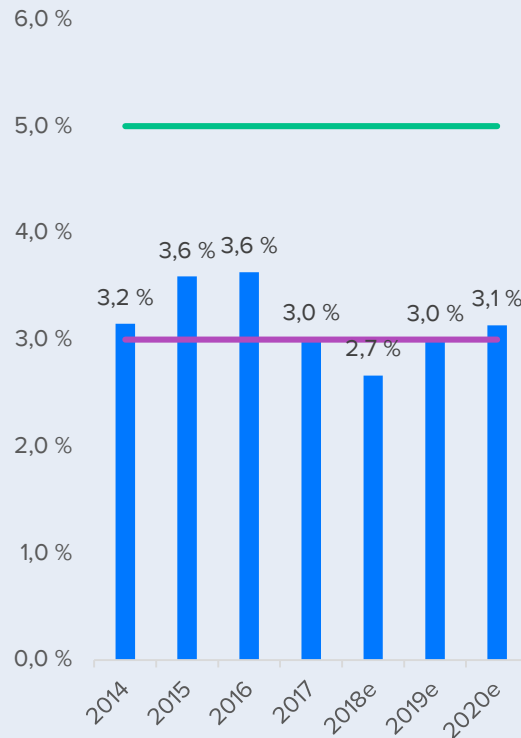
Yhtiön tavoitteena on jakaa kvartaaleittain kasvavaa osinkoa.

Näkemyksemme mukaan yhtiön pääoman allokoinnissa pääfokus on edelleen liiketoiminnan kehittämisessä. Pidämme tätä strategiaa järkevänä, sillä yhtiöllä on erinomaisia kasvumahdollisuuksia sen nykyisen kustannusrakenteen ja markkinaposition kautta. Kuitenkin käyttöpääoman pysyessä negatiivisena ja asiakasrahoituksen sitoessa vain rajallisesti pääomaa, ei yhtiö arviomme mukaan toistaiseksi tarvitse tulovirtaansa liiketoiminnan kehittämiseen. Odotamme, että yhtiö jatkaa kvartaaleittain maksettavan osingon korottamista 0,001 eurolla, jolloin vuositulos osinko kasvaa 0,016 eurolla. Näin ollen yhtiö jakaa valtaosan tulovirrastaan osinkoina lähivuosina. Odotamme voitonjakosuhteen olevan lähes 100 % vaisuhkosta 2018 tuloksesta johtuen ja laskevan tästä asteittain tuloskasvun ylittäessä osingon kasvun.

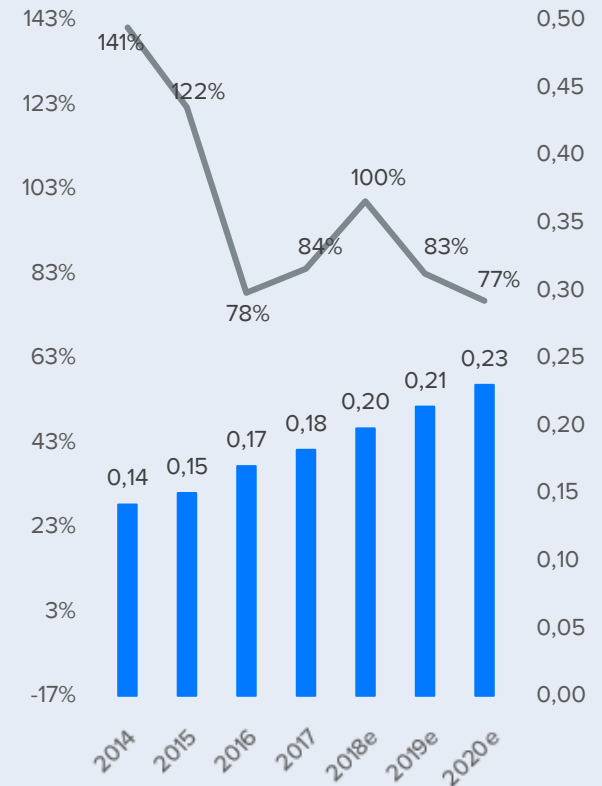
Taloudelliset tavoitteet yhteenveto



Liikevaihdon kasvu (tavoite: 10-20 %)



EBITDA-marginaali (tavoite: 3-5 %)



Voitonjakosuhte ja osakekohtainen osinko (tavoite: kasvava osinko)

Riskit

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

Uusien kilpailijoiden tulo markkinoille.

Kilpailupaineen lisääntyminen on vähittäiskaupassa aina merkittävä riski. Verkkokaupan yleistymisen myötä kaupan pelikenttä muuttuu lokaalista globaaliksi ja näin ollen uusien kilpailijoiden alalle tulon kynnyks laskee merkittävästi. Verkkokauppa.comin asemia tässä parantaa yhtiön erittäin alhainen kulurakenne, joka on näkemyksemme mukaan kilpailukykyinen myös globaaleja verkkokauppapohjaisia pelureita vastaan. Pidämme epätodennäköisenä, että Suomen kodinelektronikkamarkkinalle etabloituisi uusia kivijalkapohjaisia toimijoita lyhyellä aikavälillä johtuen markkinan pienestä koosta, kireästä kilpailutilanteesta ja Suomen markkinan syrjäisestä sijainnista. Pidemmällä aikavälillä on mielestämme selvää, että myös globaalit jätit tulevat myös Suomeen ja tämä tulee kasvattamaan kaupan alan hintapainetta ja kiihdyttämään kaupan siirtymistä verkkoon.

Tämän vuoden maaliskuusta lähtien markkinoilla on huhuttu Amazonin laajentuvan myös Pohjoismaihin avaamalla uuden Fulfillment-centerin Tukholman lähistölle. Markkinat ovat myös alkaneet hinnoitella laajentumisen riskiä, mikä on näkynyt Verkkokauppa.comin osakekurssin laskuna. Amazon ei kuitenkaan ole vahvistanut huhuja.

Amazon on siitä kunnioitettava vastus, että sen liiketoimintamalli poikkeaa Verkkokauppa.comin ja sen nykyisten kaupan alan kilpailijoiden liiketoimintamalleista selvästi. Amazonin valikoima on valtava, sillä sen itse myymien tuotteiden lisäksi myös kolmas osapuoli voi asettaa tuotteitaan myyntiin sen alustan kautta. Lisäksi Amazonilla on suosiotaan kasvattava jäsenmaksullinen Prime-palvelu, johon ilmaisten toimitusten lisäksi on paketoitu lukuisia muita palveluita ja yhtiö pyrkii saamaan kuluttajan keskittämään ostoksensa sen palveluun. Yhtiölle merkittävää kassavirtaa ja muskeliä tuottaa myös sen datakeskusliiketoiminta (AWS), jonka ansiosta se voi toimia vähittäiskaupassa pitkään myös tappiolla, jos se haluaa ajaa erityisesti tehottomia kilpailijoitaan ahtaalle.

Vaikka Verkkokauppa.com onkin asemoitunut kulurakenteensa puolesta myös Amazonin tuloon varsin hyvin, ei uuden kilpailun uhkaa tule vähätellä. Varsinkin yhtiön uusissa kategorioissa, joissa yhtiö vasta hakee tukevaa jalansijaa, voisi Amazonin tulo vaikeuttaa Verkkokauppa.comin etenemistä merkittävästi. Paras ase yhtiölle myös Amazonia vastaan on nykyisen markkina-aseman merkittävä vahvistaminen ja kulutehokkuuden jatkuva parantaminen.

Yhtiön brändin kantavuus uusille tuote-alueille.

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

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

Yhtiön oma IT-järjestelmä.

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

Asiakasrahoituksen riskit.

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio VerkkoKauppa.comin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

Verkkokauppa.comin tase on sijoittajan kannalta erittäin helppo ymmärtää. Tase on nettovelaton ja ainoat merkittävät omaisuuserät liittyvät käyttöpääomaan. Taseen loppusumma oli vuoden 2017 lopussa 123,9 MEUR. Johtuen merkittävistä kalenterivuoden sisäisistä muutoksista yhtiön käyttöpääomassa, tarkastelemme viimeisen tilikauden toteutuneita lukuja, sillä ne tarjoavat mielestämme paremman kuvan yhtiön taseen normalisoidusta tilasta.

Pitkäaikaista omaisuutta ei yhtiön taseessa juurikaan ole ja 2017 lopussa yhtiön aineettomat ja aineelliset pitkäaikaiset varat olivat yhteensä alle 3 MEUR. Sijoittajien on hyvä huomata, että Verkkokauppa.com ei omista itse myymälöitään ja Jätkäsaaren myymälään sillä on vuoteen 2027 ulottuva vuokrasopimus. Oulun, Tampereen ja Raision myymälöiden vuokrasopimukset ulottuvat vuosiin 2021-2022 asti ja yhteensä taseen ulkopuoliset vuokratavuut ovat noin 40 MEUR.

Yksittäisistä tase-eristä ylivoimaisesti suurin on yhtiön varasto, joka oli vuoden 2017 lopussa 47,7 MEUR tai 11,0 % liikevaihdosta (2016: 11,9 %). Varastojen määrä liikevaihdosta laski vuonna 2012 merkittävästi 9,7 %:iin (2011: 14,3 %), kun yhtiö muutti uusiin toimitiloihin ja paransi merkittävästi varaston hallintaansa. 2014-2016 aikana nähty varastotasojen nousu on johtunut osin vahvan taseen mahdollistamien kassa-alennusten hyödyntämisistä sekä kasvaneesta tuotevalikoimasta. Vuonna 2017 yhtiö on onnistunut hieman kasvattamaan varaston kiertonopeutta ja arvioimme tämän johtuneen nykyisen liiketoiminnan volyymikasvusta. Pitkällä aikavälillä näemme yhtiön kestävän

varastotason olevan noin 11 % suhteessa liikevaihtoon.

Yhtiön saamiset olivat yhteensä noin 21 MEUR, josta myyntisaamiisiin laskettavien erien osuus oli noin 12,5 MEUR tai 2,9 % liikevaihdosta vuoden 2017 lopussa (2016 1,8 %). Arviomme mukaan yhtiön myyntisaamiset tulevat kasvamaan lähivuosina selvästi, kun se ajaa omaa asiakasrahoitusliiketoimintaansa ylös. Ennustamme myyntisaamisten määrän suhteessa liikevaihtoon kasvavan noin 5 %:iin vuoteen 2019 mennessä. Korostamme sijoittajille, että näistä saamisista valtaosa liittyy asiakasrahoitukseen ja tuottaa näin ollen yhtiölle tulovirtaa. Tarkemmat laskelmat asiakasrahoituksesta löytyvät strategia-kappaleesta. Yhtiön kassatilanne oli vuoden 2017 lopussa erittäin vahva ja sillä oli taseessaan käteistä 51,8 MEUR.

Myös vastattavien osalta tase on erittäin yksinkertainen. Yhtiön oma pääoma oli vuoden 2017 lopussa 41 MEUR ja korollista velkaa yhtiöllä ei ole.

Lyhytaikaista korotonta vierasta pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2017 lopussa 82 MEUR. Näistä eristä liiketoiminnan ostovelkoja on noin 66 MEUR tai 15,4 % liikevaihdosta (2016 12,1 %). Ostovelkojen nousu on vuoden aikana ollut huomattava ja yhtiö on arviomme mukaan onnistunut kasvaneen volyyminsa myötä neuvottelemaan parempia maksuehtoja toimittajilta. Uskomme, että operatiivisesti yhtiöllä on ostovelkojen suhteen edelleen kehitettävää, sillä liiketoiminnan kasvava volyymi tarjoaa mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin.

Negatiivinen käyttöpääoma tärkeä osa liiketoimintamallia

Kokonaisuutena yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2017 lopussa 6 MEUR negatiivinen (2016 -10 MEUR). Negatiivinen käyttöpääoma on liiketoiminnan kannalta kriittistä, sillä sen myötä tavarantoimittajat rahoittavat yhtiön kasvua.

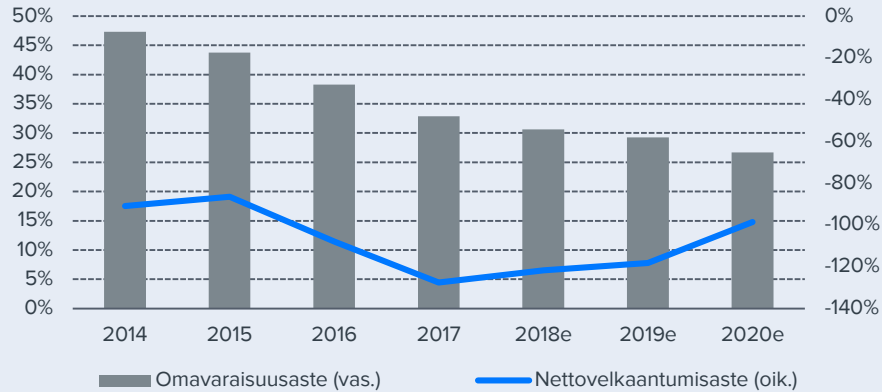
Ennustemme mukaan asiakasrahoituksen kasvu tulee lähivuosina nostamaan nettokäyttöpääoman lähelle nolaa. Asiakasrahoitukseen käytettävän pääoman määrä on säädeltävissä ja näin ollen käyttöpääoma ei tule toimimaan yhtiölle kasvun esteenä. Näin ollen käyttöpääoman kehitys ja ennen kaikkea sen pysyminen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

Verkkokauppa.comin nettovelkaantumisaste oli vuoden 2017 lopussa -128 % ja tase on selvästi ylikapitalisoitunut. Sijoittajien on tärkeä kuitenkin muistaa, että hyvien maksuehtojen saamiseksi yhtiöllä pitää olla riittävä omavaraisuusaste (2017: 32,9 %) ja rahoituspalveluiden riskiprofiiliin hallitsemiseksi yhtiön taseessa pitää olla selkeää puskuria. Näin ollen emme odota yhtiön keventävän tasettaan esim. voitonjaon kautta lähivuosina ja uskomme, että yhtiö haluaa säilyttää merkittävän taloudellisen liikkumavaran.

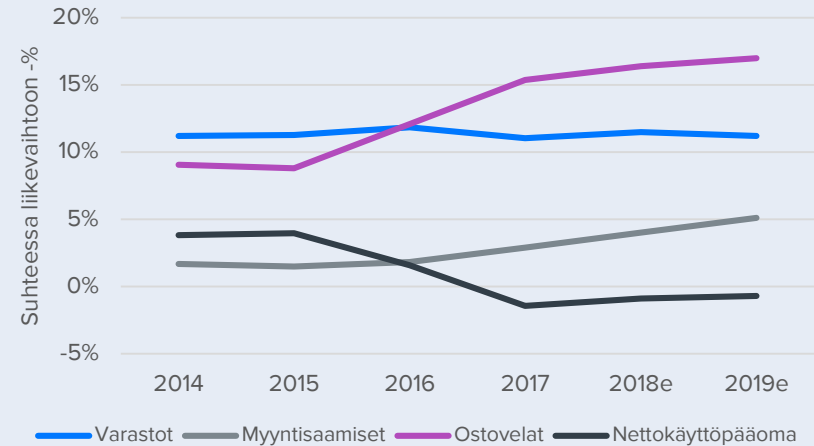
Taseen riskit ovat toistaiseksi varsin maltilliset ja mm. varastoon tai saamiin liittyvät riskit ovat hyvin rajalliset. Rahoituspalveluiden kasvu nostaa yhtiön taseeseen liittyvää riskiprofilia, mutta nykyisillä ennusteillamme taseen riski pysyy varsin kohtuullisena myös tulevina vuosina.

Taloudellinen tilanne

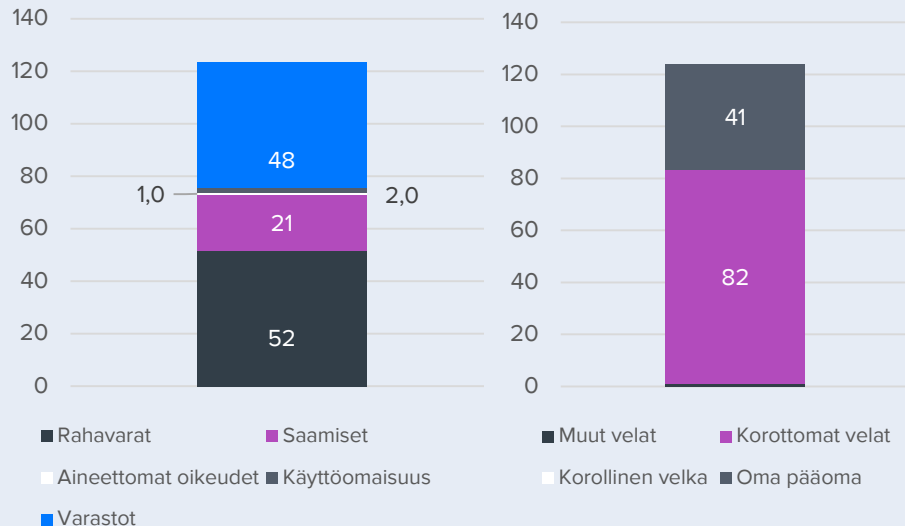
Taseen tunnuslukujen kehitys



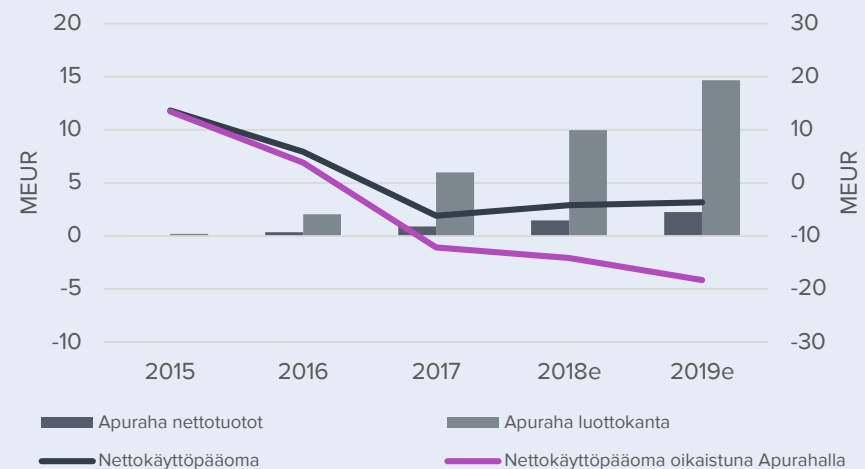
Käyttöpääoman kehitys



Taserakenne 2017 (MEUR)



Apurahan vaikutus käyttöpääomaan



Ennusteet 1/2

Kasvun hidastuminen on ollut pettymys

Vuosi 2018 on tähän mennessä ollut Verkkokauppa.comille erittäin vaisu. Sijoittajat ovat pettyneet yhtiön kasvuvauhtiin ja myös huhut Amazonin laajentumisesta ovat nostaneet huolia kilpailun kiristymisestä. Yhtiö fokus on läpi vuoden kohdistunut uuden Raision myymälän avaukseen (avattiin 8.3) ja tämän jälkeiseen myymälän ylösajoon.

Yhtiö kertoi jo 2017 tilinpäätöksen yhteydessä, että 2018 alkuvuoden Tukkukaupan volyymit ovat viime vuoden korkeita tasoja selvästi matalampia, mikä tulee painamaan liikevaihdon kasvua. Lisäksi Raision ylösajoon liittyvän kampanjoinnin ennakoitiin laskevan liikevoittoa. Yhtiön 2018 ohjeistushaarukan keskikohta (liikevaihto 460-500 MEUR ja käyttökate 11-14 MEUR) olivatkin sen keskipitkän aikavälin tavoitteiden alapuolella ja selkeitä pettymyksiä.

2018 ensimmäisen 6kk aikana yhtiö kasvoi vain 2,9 % käyttökatemarginaalin ollessa samalla vain 1,5 %. Tämä viittasi siihen, että jopa ohjeistuksen alarajat voisivat jäädä toteutumatta. Erityisesti kasvuluvut olivat selviä pettymyksiä ja arviomme mukaan ne johtuivat Tukkukaupan odotuksia suuremmasta poistumasta sekä Raision ylösajon odotuksia hitaammasta ylösajosta. Q3:lla yhtiö onnistui kuitenkin kasvamaan taas kaksinumeroisesti (10,8 %) säilyttäen samalla hyvän kannattavuuden (EBITDA 3,2 %) erityisesti parantuneen myyntikatteen (14,9 %) ansiosta. Myyntikatteen parantuminen johtui arviomme mukaan myyntimixin suotuisasta kehityksestä sekä apurahan kasvusta. Kokonaisuutena Q3 oli mielestämme selkeä helpotus, sillä vahvan kasvun luonti terveellä kannattavuudella kertoo

yhtiön kilpailueduista. Hyvän Q3:n jälkeen yhtiön tulosvaroitusriski laski selvästi, mutta vaatii edelleen hyvän onnistumisen alalle kriittisessä joulukaupassa.

Odotamme Q4:llä yhtiöltä hyvää suoritusta kasvuennustemme ollessa 15,7 % sekä käyttökateen terve 3,9 %. Myyntikate elpyy edellisestä kvartaalista edelleen 15,2 %:iin kuluttajien ollessa vähemmän hintasensitiivisiä jouluoostoksilla, mutta samalla kilpailutilanne jatkuu kireänä. Kokonaisuutena ennustamme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 8,6 %:lla 469 MEUR:oon (2017: 432 MEUR). Oikaistu käyttökateen ennustamme jäävän hieman edellisvuodesta ollen 12,4 MEUR (2016: 13,0 MEUR) johtuen pääosin Raision aloituksen kustannuksista.

Kodinelektronikkamarkkinan kasvu (1,9 %) on jäänyt jälkeen tänä vuonna Suomen talouden hyvästä kasvusta (3,0 %). Vuonna 2017 tilanne oli vastakkainen ja arviomme mukaan silloinen 5,1 %:n kasvu olikin osin hintavetoista, mikä ei ole kestävä kasvua. Odotamme lähivuosina KOTEK-markkinan kasvavan noin 2 % vuodessa.

Uudet myymälät tukevat kasvua

Uskomme yhtiön jatkavan kasvustrategiaansa lähivuosina, sillä pitkän aikavälin omistaja-arvon kannalta kestävä kasvu on huomattavasti lyhyen aikavälin tulosta arvokkaampaa. Uudet myymälät tukevat kasvua ja helpottavat kuluttajien asiointia Verkkokauppa.comissa. Odotamme Raision ylösajon etenevän asteittain ja sen myyntivolyymin nousevan täyteen kapasiteettiinsa 2020 alkuvuoteen mennessä. Itä-Helsingin uuden myymälän odotamme avautuvan vasta 2020 lopussa. Uusien

myymälöiden suora liikevaihtovaikutus täydessä kapasiteetissaan (kivijalka + alueen lisääntynyt verkkokauppamyynti) on arviomme mukaan noin 100 MEUR. Kulujen skaalautuminen näkyy tuloslaskelmassa kunnolla vasta, kun uudet myymälät on saatu ylösajettua. Itä-Helsingin myymälän avajaisiin liittyy myös ennusteissamme 2020 loppupuolelle ajoittuvia kohonneita markkinointikustannuksia ja yhtiön myyntikate on avajaisten myötä paineessa.

Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan lähivuosina noin 12 % ja 2019 liikevaihdon kohoavan 526 MEUR:oon ja 2020 591 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvusta edelleen enemmistö tulee kodinelektronikasta, jossa yhtiö jatkaa markkinaosuuksien voittamista markkinan polarisoituessa. Myös muiden tuoteryhmien osuus nousee asteittain ja niiden kasvua tukee yhtiön entistä parempi keskittyminen bränditunnettavuuden parantamiseen yhtiön pääkohderyhmän (kodnelektronikan ostajat) ulkopuolella. Uusien tuotekategorioiden kasvun onnistuminen on yhtiön pidemmän aikavälin tarinan kannalta kriittistä, sillä KOTEK-markkinan koko ja kasvu alkavat rajoittaa yhtiön kasvua yhä selvemmin markkinaosuuden kasvaessa.

Yhtiön myyntikate tulee pysymään paineessa johtuen kireästä hintakilpailusta kodinelektronikassa ja aggressiivisesta hinnoittelusta muissa tuoteryhmissä. Ennustamme myyntikatteen säilyvän lähivuosina kuluvan vuoden ennustetulla 15,1 %:n tasolla. Myyntimixin parantumisesta ja apurahan kasvusta saatava hyöty valuukin ennusteissamme kuluttajille matalampina hintoina.

Ennusteet 2/2

Kiinteät kulut jatkavat lievää skaalautumistaan ja tämän myötä myös suhteellinen kannattavuus paranee. Ennustamme 2019 ja 2020 käyttökatemarginaalin parantuvan 3,0 %:iin ja 3,1 %:iin (2018e 2,6 %). Taso on lähellä yhtiön tavoitteiden alarajaa ja heijastelee kireän kilpailun jatkumista ja yhtiön vahvaa kasvufokusta. EPS jatkaa voimakasta kasvuaan johtuen vahvasta liikevaihdon kasvusta ja asteittain parantuvasta kannattavuudesta. Ennustamme EPS:n kasvavan 2019 0,26 euroon sekä 2020 0,30 euroon (2018e 0,20 euroa).

Pitkän aikavälin ennusteet

2020 Verkkokauppa.comin osuus kodinelektronikkamarkkinasta tulee arviomme mukaan olemaan 23 % ja kolmella suurella toimijalla on hallussaan noin 70 % markkinasta. Valtaosa heikosta kilpailusta on tässä vaiheessa poistunut markkinoilta ja pienistä pelureista jäljellä ovat etenkin pienet ja lokaalit toimijat, joiden kilpailuedun ytimenä ovat muut tekijät kuin hinta (paikallisuus, asiakassuhteet yms.).

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

myynnin kehitystä. Ennustamme yhtiön laajentuvan vuosittain vähintään yhteen päätuoteryhmään ja vuoden 2019 aikana vähintään kahteen yhtiön indikoitua tätä Q3 raportissa.

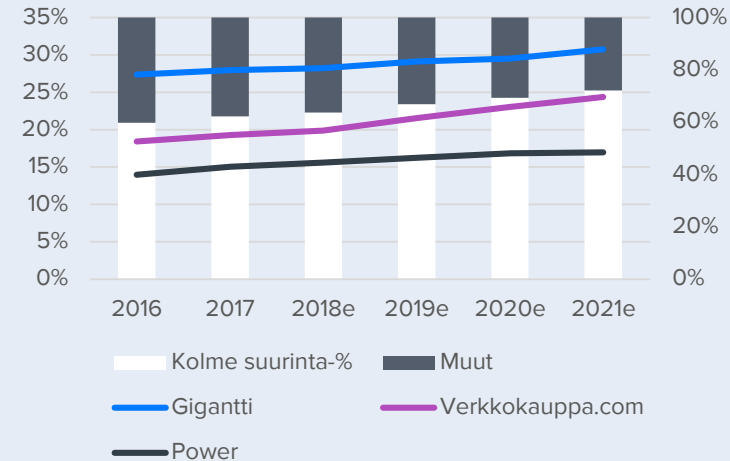
Muistutamme sijoittajia, että Verkkokauppa.com on tällä hetkellä yhä kasvuvaiheessa ja lähivuosien kannattavuutta huomattavasti tärkeämpää on yhtiön kasvuvauhti ja mielestämme tärkeintä on, että yhtiö maksimoi markkinaosuutensa meneillään olevassa markkinamurroksessa. Pidemmällä aikavälillä yhtiön kannattavuuden pitäisi kuitenkin alkaa systemaattisesti parantua, sillä liikevaihdon kasvun pitäisi tuoda kevyen kulurakenteen liiketoimintamallin sisältämä tulosvipu väistämättä esiin kunhan uusien myymälöiden ylösajo on saatu valmiiksi.

Ennustamme yhtiön 2021 liikevaihdon olevan 667 MEUR. Uskomme yhtiön kannattavuuden olevan myös 2021 vielä lähempänä tavoitteiden alarajaa (3,4 %), sillä Itä-Helsingin myymälän ylösajo on ennusteessamme vielä kesken ja siten 2021e EPS on 0,36 euroa. Yhtiön tavoittelemalla 3-5 %:n käyttökatemarginaalilla EPS olisi vuonna 2021 0,33-0,56 euroa.

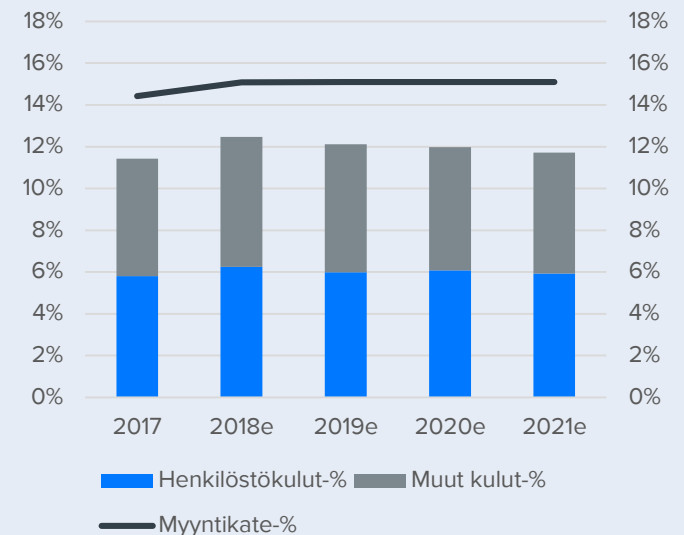
Osinko kasvaa tulosta hitaammin

Odotamme Verkkokauppa.comin osingon kasvavan tasaisesti kvartaaleittain noin 9 %:n vuosivauhtia. Kasvuvauhti on tuloskasvua hitaampaa johtuen ennustamastamme 100 %:n voitonjakosuhteesta vuodelle 2018. Odotamme voitonjakosuhteen laskevan asteittain yhtiön preferoidessa liiketoiminnan kehitystä pääoman allokoinnissaan. Vahvasta taseesta johtuen osinkoon liittyvä riski on mielestämme varsin pieni.

KOTEK-markkinaosuuksien kehitys

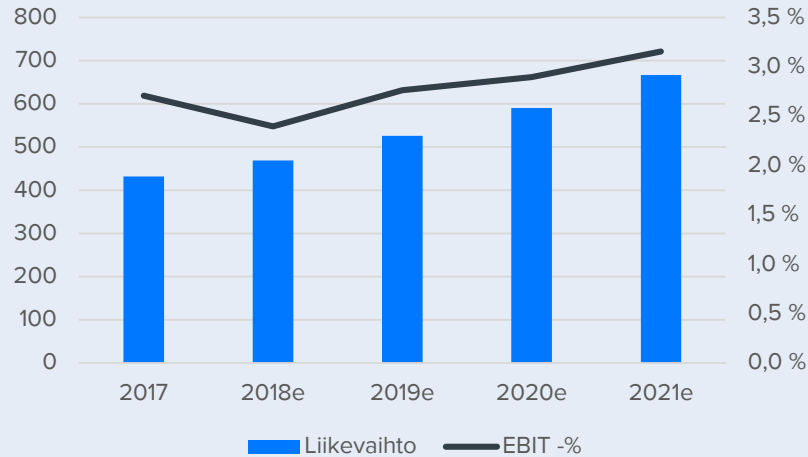


Kannattavuuden kehitys

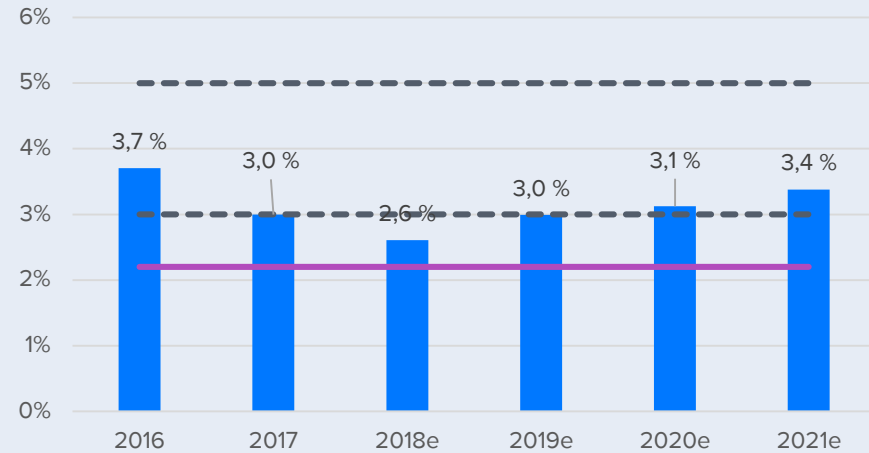


Ennusteet yhteenveto

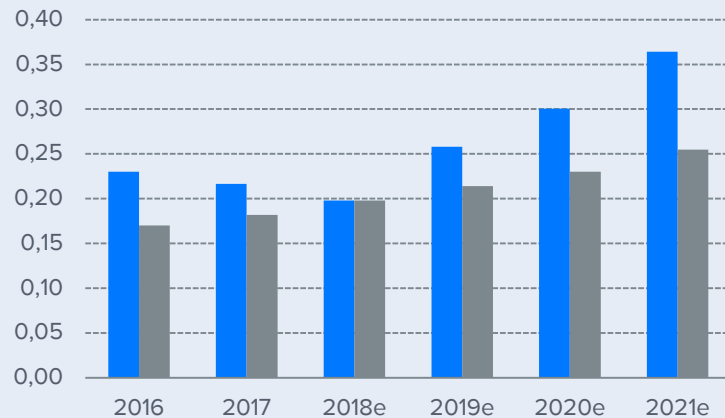
Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



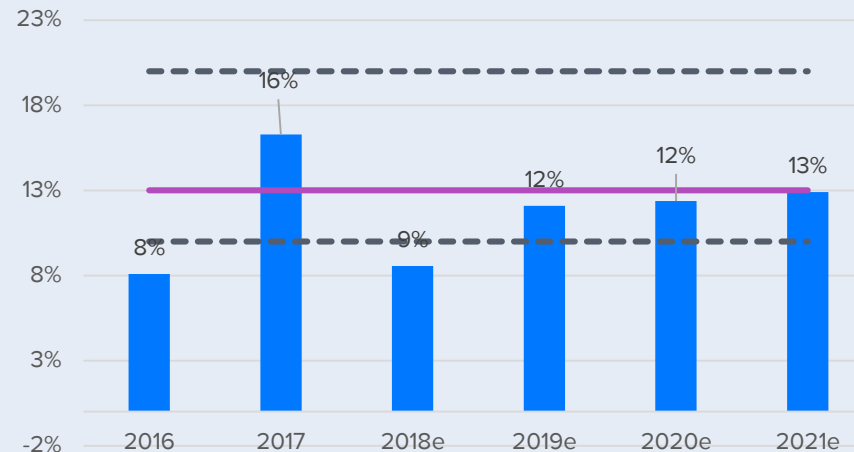
Käyttökatemarginaali suhteessa yhtiön tavoitteisiin



EPS ja osinko



Liikevaihdon kasvuennusteet



Lähde: Inderes, Verkkokauppa.com

Arvonmääritys ja suositus 1/2

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Verkkokauppa.comin 5,7 euron tavoitehinnan ja osta-suosituksemme. Pidämme yhtiön lähivuosien kasvunäkymiä edelleen vahvoina, vaikka 2018 lukujen perusteella yhtiön kasvu vaikuttaa ensisilmäyksellä hidastuneen merkittävästi. Todellisuudessa yhtiön vuoden 2017 kasvu oli epänormaalin suuri johtuen poikkeuksellisen suuresta tukkukauppaerästä (arvionamme 30 MEUR), minkä seurauksena lähivuosien tulosenusteet olivat liian korkealla. Korkeampien ennusteiden myötä myös tavoitehinta oli selvästi nykyistä korkeampi (vuosi sitten tavoitehintaa 9,0 euroa). Tänä vuonna taas kasvun kulmakerto on näyttänyt epänormaalin loivalta Tukku kaupan poistuman vuoksi ja osakkeen arvostustaso on painunut mielestämme selvästi alle käyvän arvostuksen. Käytännössä markkinat ovat pyyhkineet yhtiön hinnasta pois tulevaisuuden kasvupotentiaalin ja nykyinen kurssitaso olisi perusteltavissa jo liiketoiminnan nykyisellä kokoluokalla. Vahvojen kilpailuetujensa ansiosta pidämme yhtiön riskiprofiilia edelleen varsin maltillisena kasvuyhtiölle, vaikka yhtiön viimeaikojen haasteet kasvun kanssa sekä Amazonin uhka ovat hieman nostaneet tätä riskiprofiilia.

Yhtiön arvonmäärityksessä olemme käyttäneet suhteellista ja absoluuttista arvostusta sekä kassavirtalaskelmaamme.

Mielestämme yhtiön arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat kasvunäkymät
- Kilpailuetujen pienentämä riskiprofiili
- Skaalautuva liiketoimintamalli

- Vahva track-record

Vastaavasti arvoon negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kassavirtojen painottuminen pitkälle tulevaisuuteen painopisteen ollessa kasvussa
- Yhtiön suhteellisen pieni koko
- Tuotetarjonnan laajentamiseen liittyvä epävarmuus

Kokonaisuutena 5,7 euron tavoitehintamme heijastelee mielestämme Verkkokauppa.comin käypää arvoa suhteellisen hyvin ja korkeampi arvo vaatisi korkeampia tulosenusteita. Näkemyksemme yhtiön käyvistä arvosta on laskenut selvästi viimeisen 12kk aikana johtuen selvästi laskeneista tulosenusteistamme. Tämä heijastuu luonnollisesti myös tavoitehintaamme.

Yhtiön arvostuskertoimia tarkasteltaessa sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että yhtiö on voimakkaassa kasvuvaiheessa ja painopiste on kasvussa kannattavuuden sijaan. Mielestämme strategia on täysin oikea ja omistaja-arvon kasvattamisen kannalta yhtiön markkinaosuuden maksimointi ja laajentuminen uusiin tuoteryhmiin ovat kannattavuutta tärkeämpää lyhyellä tähtäimellä. Lisäksi yhtiön liiketoimintamalliin sisään rakennettu tulosvipu pitää huolen siitä, että liikevoittomarginaali parantuu asteittain. Korostamme sijoittajille, että yhtiön potentiaalin realisoituminen vaatii kärsivällisyyttä ja realisoitumista tulee seurata mieluummin vuositasolla yksittäisten kvartaalien sijaan.

Verkkokauppa.comin osakkeen nousupotentiaali perustuu vahvan kasvun jatkumiseen ja tuloksen asteittaiseen parantumiseen. Erinomainen tuloskasvu yhdessä

kasvavan osinkotuoton (2018e: 4,4 %) kanssa pitää osakkeen vuotuisen tuotto-odotuksen noin 20 %:ssa, mitä voidaan pitää erittäin houkuttelevana tasona suhteessa yhtiön maltilliseen riskiprofiiliin.

Yhtiön kasvupanostukset nostavat hyväksytyjä kertoimia

Hinnoittelimme Verkkokauppa.comin osaketta ensisijaisesti tulos- ja volyympihajaiten arvostuskertoimien kautta, sillä yhtiöllä ei ole käyttöpääoman ja kassan ohella merkittäviä omaisuuseriä ja liiketoiminnan investointitarve on matala. Suosimme arvomäärityksessä erityisesti EV/EBIT-, P/E- ja EV/S-kertoimia.

Kuluvan vuoden tulos pohjaisia kertoimia tarkastelemalla Verkkokauppa.comin arvostus (P/E-kerroin 22x ja vastaava EV/EBIT 12x) on vielä absoluuttisesti koholla. Kuluvan vuoden tulos on kuitenkin normaalitasoa heikompi Ration avauksesta johtuen ja ensi vuoden tuloskerroimet laskevat kasvuyhtiölle houkuttelevalle (P/E 17x ja EV/EBIT 10x) tasolle kasvun ja kannattavuusparannuksen myötä.

Lähdemme ennusteissamme siitä, että yhtiö fokus on lähivuosina edelleen kasvussa kannattavuuden sijaan ja tämän vuoksi lähivuosien kertoimet eivät kerro yhtiön täydestä tulospotentiaalista. Arvionamme mukaan, jos yhtiö lopettaisi kasvupanostukset kokonaan ja keskittyisi kannattavuuteen EBITDA-% olisi noin 1 % ennustamaamme korkeampi. Laskelmiemme mukaan 2019 P/E-kerroin olisi tässä skenaariossa noin 14x ja tulos pohjaisesti arvostus olisi edullinen (absoluuttisesti sekä suhteellisesti), vaikka yhtiö ei enää tämän jälkeen kasvaisi. Tämä hypoteettinen skenaario tukee näkemystämme siitä, että yhtiön nykyinen hinta on alle sen käyvän arvon.

Arvonmääritys ja suositus 2/2

Kasvuun liittyy rajallisesti riskiä

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

Suurin epävarmuus liittyy mielestämme yhtiön onnistumiseen uusissa kodinelektronikan ulkopuolisissa tuoteryhmissä. Uusien tuoteryhmien merkitys yhtiön tarinan kannalta kasvaa jatkuvasti ja ilman niiden kontribuution selkeää kasvua, ei osakkeessa ole enää nykytasolta nousuvaraa. Uusien tuoteryhmien kehityksen eteneminen onkin keskeisiä seuraamiamme ajureita yhtiössä tulevina vuosina. Mielestämme Amazonin mahdollinen laajentuminen lähivuosina Suomeen on yksi merkittävä riski uusien tuotekategorioiden kasvulle.

Alennusta verrokkeihin ei voida pitää perusteltuna

Verkkokauppa.comin EV/S-luku on mielestämme jopa räikeästi verrokkiryhmän keskiarvon alapuolella (0,3x vs. 0,5x). Emme pidä tätä perusteltuna, sillä verrokkiryhmällä on

keskimäärin suurempi paino kivijalassa ja hitaampi kasvuvauhti. 2018e ja 2019e P/E-lukuja tarkastelemalla yhtiö on kuitenkin selvällä preemiolla verrokkeihin (48 % ja 28 %), mutta yhtiön suuren käteiskassan huomioivat 2018e ja 2019e EV/EBIT-kertoimet ovat painuneet jo alle verrokkien (-6 % sekä -11 %). Tätä taustaa vasten yhtiö alkaa saada tukea myös tulos pohjaisista kertoimista. Annamme tulos pohjaisille kertoimille edelleen kuitenkin rajallisemmin painoa Verkkokauppa.comin arvonmäärityksessä yhtiön preferoidessa kasvua lähivuosina kannattavuuden sijaan. Verrokkitaulukko löytyy sivulta 38.

Vertailuryhmän osalta haluamme korostaa sijoittajille, että verkkokaupan ympärille strategiaansa rakentavat toimijat tulee hinnoitella selvästi korkeammilla kertoimilla (Amazon, AO World, Qliro group, JD.com, Groupe LDLC) kuin kaupan alan perinteiset toimijat varsinkin, jos niiden myymät tuotteet soveltuvat hyvin verkossa ostettaviksi. Niiden liiketoimintaa eivät rasita korkeat kiinteät kulut, mikä tekee toiminnasta ketterämpää ja skaalautuvampaa. Amazonin kertoimet ovat vielä tässä seurassa omassa luokassaan. Markkinat ovat valmiita hyväksymään sille erittäin korkeat kertoimet kokonsa puolesta ja sen toimiessa globaalilla perspektiivillä.

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

suhteessa kivijalkaan on alkanut kehittyä.

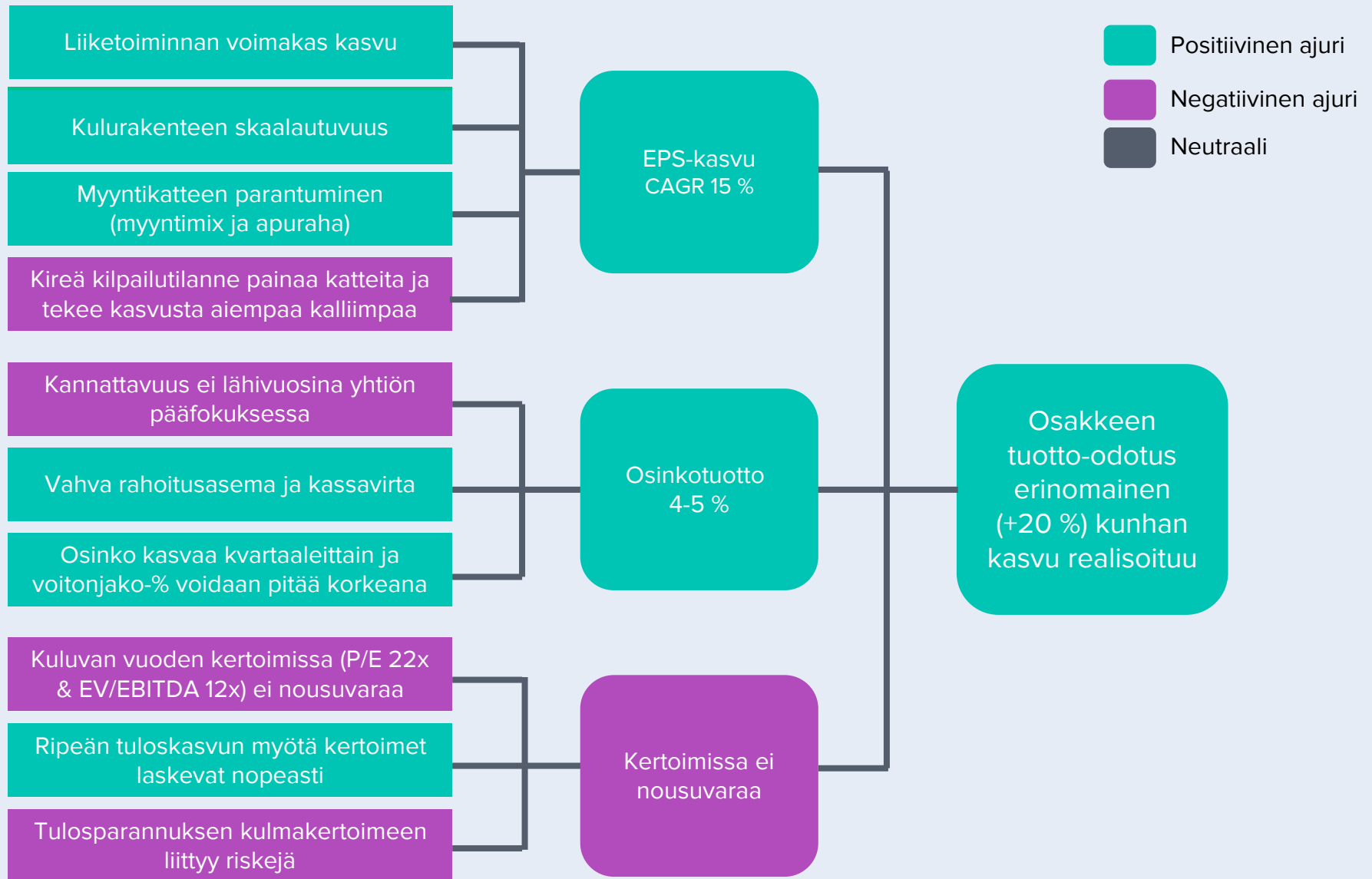
Suhteessa joihinkin verrokkiryhmän toimijoihin Verkkokauppa.com heikkoutena voidaan pitää mm. maariskiä, pientä kokoa ja tuoteryhmäriippuvuutta. Näillä riskeillä on lievä hyväksyttävistä kertoimista alentava vaikutus.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 5,7 euroa ja se tukee arviotamme yhtiön potentiaalista. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,0 %:n tasolle ja EBIT-marginaali on 2,7 % liikevaihdosta, eli lievästi yhtiön kannattavuushaarukan alapuolella. Terminaali (2027 jälkeen) heijastelee erittäin kireää kilpailutilannetta ja globaalien jättien entistä selvempää läsnäoloa myös Suomen markkinoilla. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on suhteellisen korkea, 60 % johtuen yhtiön vahvasta kasvufokuksesta vielä lähivuosina.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,7 % ja oman pääoman kustannus on myös terminaalijaksolle oletetusta velattomuudesta johtuen 8,7 %. 8,7 %:n taso on kasvuyhtiölle suhteellisen matala ja se heijastelee yhtiön rajallista riskitasoa.

Verkkokauppa.comin arvoajurit 2018-2021e



Kvartaaliennusteet

Tulokehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	371,5	100,1	99,0	105,4	127,4	432,0	102,5	102,2	116,8	147,5	469,0	525,7	590,7
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>371,5</i>	<i>100,1</i>	<i>99,0</i>	<i>105,4</i>	<i>127,4</i>	<i>432,0</i>	<i>102,5</i>	<i>102,2</i>	<i>116,8</i>	<i>147,5</i>	<i>469,0</i>	<i>525,7</i>	<i>590,7</i>
Käyttökate	13,5	3,4	2,7	2,1	4,8	13,0	2,3	0,7	3,7	5,7	12,5	15,7	18,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-1,2	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,8	3,1	2,3	1,8	4,5	11,7	2,0	0,4	3,4	5,4	11,2	14,5	17,1
Liikevoitto	12,2	3,1	2,3	1,8	4,5	11,7	2,0	0,4	3,4	5,4	11,2	14,5	17,1
<i>Verkkokauppa.com</i>	<i>12,2</i>	<i>3,1</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>4,5</i>	<i>11,7</i>	<i>2,0</i>	<i>0,4</i>	<i>3,4</i>	<i>5,4</i>	<i>11,2</i>	<i>14,5</i>	<i>17,1</i>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2
Tulos ennen veroja	12,2	3,1	2,4	1,8	4,8	12,1	2,0	0,4	3,3	5,4	11,2	14,5	16,9
Verot	-2,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,9	-2,3	-0,4	-0,1	-0,7	-1,1	-2,3	-2,9	-3,4
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
Nettotulos	9,8	2,5	1,9	1,4	4,0	9,8	1,6	0,3	2,6	4,3	8,9	11,6	13,5
EPS (oikaistu)	0,23	0,06	0,04	0,03	0,09	0,22	0,04	0,01	0,06	0,10	0,20	0,26	0,30
EPS (raportoitu)	1,86	0,06	0,04	0,03	0,09	0,22	0,04	0,01	0,06	0,10	0,20	0,26	0,30
Osinko	0,15					0,17					0,20	0,20	0,21

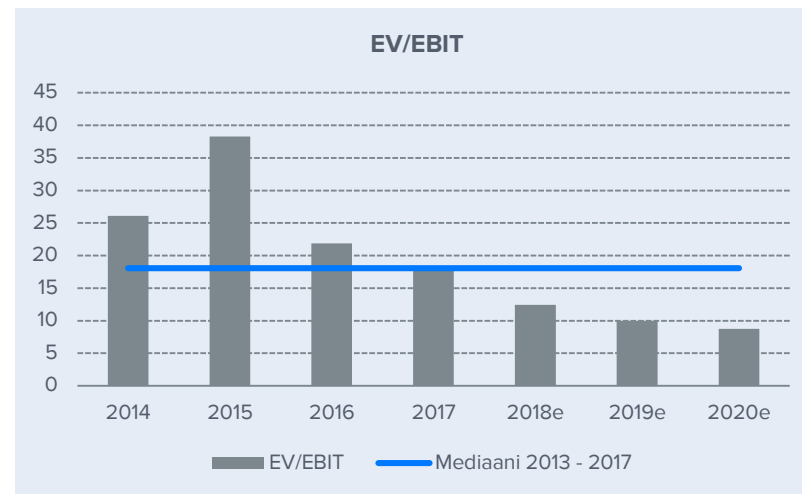
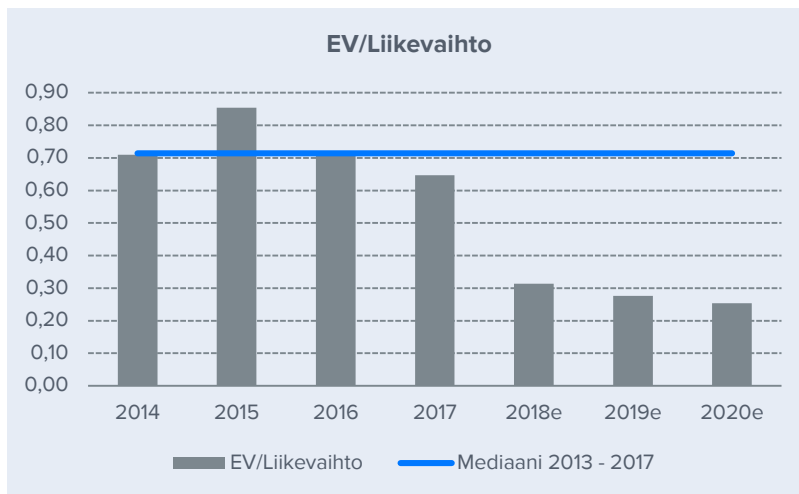
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	8,1 %	19,9 %	23,7 %	13,8 %	10,5 %	16,3 %	2,4 %	3,2 %	10,8 %	15,7 %	8,6 %	12,1 %	12,4 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	14,5 %	29,2 %	133,7 %	-54,8 %	-18,2 %	-8,6 %	-35,5 %	-82,9 %	92,9 %	20,8 %	-4,0 %	29,3 %	17,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	3,6 %	3,4 %	2,7 %	2,0 %	3,8 %	3,0 %	2,3 %	0,7 %	3,2 %	3,9 %	2,7 %	3,0 %	3,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	3,4 %	3,1 %	2,4 %	1,7 %	3,5 %	2,7 %	2,0 %	0,4 %	2,9 %	3,7 %	2,4 %	2,8 %	2,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,6 %	2,5 %	1,9 %	1,3 %	3,1 %	2,3 %	1,6 %	0,3 %	2,3 %	2,9 %	1,9 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi		5,08	7,20	6,85	7,35	4,38	4,38	4,38
Markkina-arvo		229	324	309	331	197	197	197
Yritysarvo (EV)		196	294	267	279	147	145	150
P/E (oik.)		50,7	36,0	29,8	34,0	22,1	17,0	14,6
P/E		50,7	58,7	31,6	34,0	22,1	17,0	14,6
P/Kassavirta		-50,0	70,0	17,5	18,7	29,7	18,5	40,0
P/B		6,3	9,1	8,0	8,1	4,8	4,5	4,1
P/S		0,8	0,9	0,8	0,8	0,4	0,4	0,3
EV/Liikevaihto		0,71	0,85	0,72	0,65	0,31	0,28	0,25
EV/EBITDA		22,5	33,2	19,8	21,5	11,8	9,2	8,1
EV/EBIT		26,1	38,3	21,9	18,4	12,4	10,0	8,8
Osinko/tulos (%)		141,2 %	122,4 %	78,4 %	84,1 %	100,1 %	83,0 %	76,5 %
Osinkotuotto-%		2,8 %	2,1 %	2,5 %	2,5 %	4,5 %	4,9 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Stockmann	2,67	193	822	28,5	47,6	9,3	11,2	0,8	0,8		29,6	1,9	1,3	0,2
Kesko	52,28	5126	5474	15,7	14,7	11,1	10,4	0,5	0,5	21,4	19,6	4,5	4,7	2,4
Groupe LDLC	11,30	71	123	20,8	10,7	13,1	7,7	0,4	0,2	15,0	9,4		3,9	1,2
Tokmanni	7,43	436	606	10,8	9,7	8,4	7,6	0,6	0,6	11,9	10,4	6,1	7,0	2,5
AO World	124,60	656	600				371,9	0,7	0,6					
Qliro Group	11,44	166	150		18,5	504,3	12,3	0,6	0,6		24,9			1,9
JD.com	24,20	30646	29224	193,9	43,8	42,2	21,7	0,5	0,4	85,5	37,7			4,7
Dixons carphone	160,75	2140	2488	6,7	6,7	4,7	4,3	0,3	0,2	6,0	8,0	7,4	6,9	0,6
Amazon	1619,44	699145	714555	76,3	40,4	28,6	16,8	4,1	2,5	82,1	60,7			18,4
Bestbuy	67,78	16431	15122	10,6	11,2	7,8	8,1	0,5	0,5	16,6	13,3	2,1	2,6	5,3
Unieuro	10,46	209	236	7,5	4,8	5,9	3,8	0,2	0,1	6,4	5,8	7,3	9,6	2,7
CECONOMY	4,08	1468	835	5,4	4,6	3,5	3,1	0,1	0,1	10,4	7,0	4,5	7,2	2,1
Verkkokauppa.com (Inderes)	4,38	197	147	12,4	10,0	11,8	9,2	0,3	0,3	22,1	17,0	4,5	4,9	4,8
Keskiarvo				37,6	19,3	58,1	39,9	0,8	0,6	28,4	20,6	4,8	5,4	3,8
Mediaani				13,3	11,2	9,3	9,2	0,5	0,5	15,0	13,3	4,5	5,8	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				-6 %	-11 %	26 %	0 %	-37 %	-44 %	48 %	28 %	0 %	-16 %	96 %

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

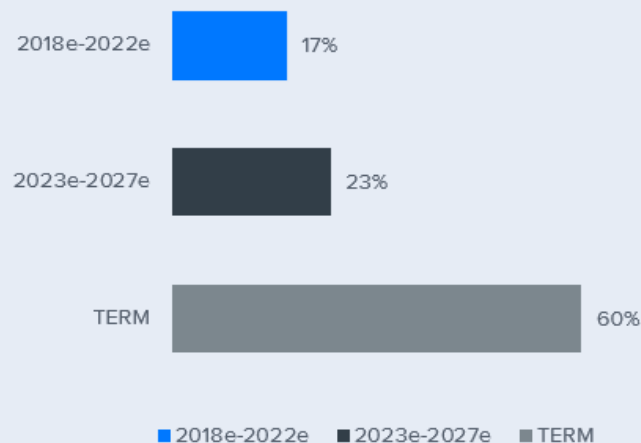
DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	11,7	11,2	14,5	17,1	21,0	23,5	22,7	23,8	24,8	23,0	23,4	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	
- Maksetut verot	-2,3	-2,3	-2,9	-3,4	-4,1	-4,6	-4,4	-4,6	-4,8	-4,5	-4,6	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	8,6	-2,0	-0,5	-8,4	-10,6	-3,2	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	19,3	8,3	12,3	6,6	7,7	17,2	18,8	19,9	20,9	19,7	20,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	17,7	6,7	10,7	4,9	5,9	15,3	16,8	17,9	18,9	17,7	17,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	17,7	6,7	10,7	4,9	5,9	15,3	16,8	17,9	18,9	17,7	17,9	273,0
Diskontattu vapaa kassavirta		6,6	9,7	4,1	4,6	10,9	10,9	10,8	10,4	9,0	8,4	127,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		213,0	206,5	196,7	192,6	188,0	177,1	166,2	155,4	145,0	136,0	127,6
Velaton arvo DCF		213,0										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		51,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-8,2										
Oman pääoman arvo DCF		256,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,70										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



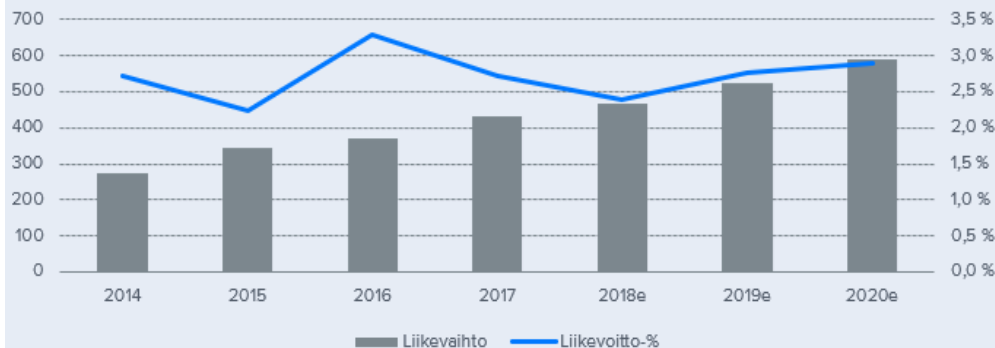
Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	344	372	432	469	526	591
Kulut	-335	-358	-419	-456	-510	-572
EBITDA	8,8	13,5	13,0	12,5	15,7	18,5
Poistot	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,4
Liikevoitto	7,7	12,2	11,7	11,2	14,5	17,1
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-3,5	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>11,2</i>	<i>12,8</i>	<i>11,7</i>	<i>11,2</i>	<i>14,5</i>	<i>17,1</i>
Rahoituserät	-0,5	0,3	0,3	-0,2	-0,7	-1,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	6,8	12,2	12,1	11,2	14,5	16,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,3	-2,4	-2,3	-2,3	-2,9	-3,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,5	9,8	9,8	8,9	11,6	13,5
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>9,0</i>	<i>10,4</i>	<i>9,8</i>	<i>8,9</i>	<i>11,6</i>	<i>13,5</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	5,5	9,8	9,8	8,9	11,6	13,5
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,12</i>	<i>0,22</i>	<i>0,22</i>	<i>0,20</i>	<i>0,26</i>	<i>0,30</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,20	0,23	0,22	0,20	0,26	0,30

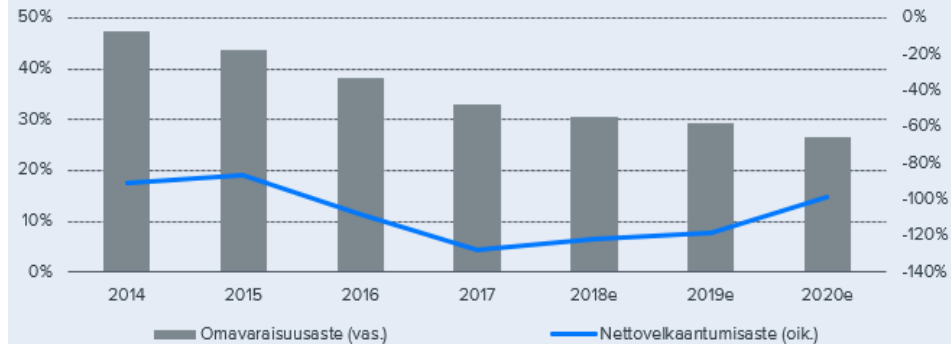
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	3	3	3	4	4
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	1	1	1	1	1
Käyttöomaisuus	2	1	2	2	2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	78	98	121	132	147
Varastot	39	44	48	54	59
Muut lyhytaikaiset varat	4	6	9	9	9
Myyntisaamiset	5	7	13	19	27
Likvidit varat	31	42	52	50	53
Taseen loppusumma	81	101	124	135	151

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	36	39	41	41	44
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	10	13	15	16	19
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	25	25	25	25	25
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	1	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	45	61	82	93	106
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	30	45	66	77	89
Muut lyhytaikaiset velat	15	16	16	16	16
Taseen loppusumma	81	101	124	135	151

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen tunnuslukujen kehitys



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.1.2015	Vähennä	5,00 €	5,17 €
16.2.2015	Vähennä	5,33 €	5,00 €
24.4.2015	Lisää	5,50 €	5,17 €
7.8.2015	Lisää	5,83 €	5,33 €
13.10.2015	Lisää	7,00 €	6,10 €
23.10.2015	Lisää	7,00 €	6,40 €
15.2.2016	Osta	8,00 €	6,86 €
22.4.2016	Lisää	8,00 €	7,48 €
5.8.2016	Lisää	7,50 €	6,60 €
21.10.2016	Lisää	7,80 €	7,16 €
24.11.2016	Osta	8,00 €	6,95 €
13.2.2017	Osta	8,00 €	6,88 €
2.5.2017	Lisää	9,00 €	8,32 €
17.7.2017	Lisää	10,00 €	9,40 €
14.9.2017	Vähennä	9,00 €	8,80 €
23.10.2017	Lisää	9,00 €	7,93 €
30.10.2017	Lisää	9,00 €	8,10 €
5.12.2017	Lisää	8,20 €	7,40 €
9.2.2018	Lisää	7,40 €	6,72 €
26.3.2018	Osta	7,00 €	5,00 €
7.5.2018	Osta	7,00 €	5,60 €
10.8.2018	Lisää	6,00 €	5,21 €
29.10.2018	Osta	5,70 €	4,46 €
21.11.2018	Osta	5,70 €	4,45 €

Inderes Oy

Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi