

## Raision ylösajo vie odottamaamme kauemmin

Verkkokauppa.com julkisti perjantaina odotuksemme selvästi alittaneen Q2-raportin. Selkein pettymys oli kasvun jääminen 3,2 %:iin. Vaisun H1 jälkeen yhtiön loppuvuoden näkyymiin liittyy aiempaa enemmän epävarmuutta ja osakkeessa on loppuvuodelle lievä tulosvaroitusriski. Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiön pidemmän aikavälin kasvumahdollisuuksiin, mutta lyhyellä tähtäimellä epävarmuuden kasvu rajaa osakkeen nousupotentiaalia. Päivitettyjen ennusteidemme myötä laskemme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 7,0 euroa) ja suosituksemme tasolle lisää (aik. osta).

### Tukkukauppa ja Raision ylösajon hitaus selittävät kasvun vaisuutta

Verkkokauppa.comin liikevaihto kasvoi Q2:lla 3,2 %:lla 102,2 MEUR:oon alittaen selvästi ennusteemme 110,7 MEUR (konsensus 111 MEUR). Arvioimme liikevaihtopettymyksestä noin puolet muodostuneen odottamaamme korkeammasta Tukkukaupan poistumasta ja puolet Raision myymälän ylösajon hitaudesta. Yhtiön myyntikate-% (14,3 % vs. ennuste 14,4 %) ja uuden myymälän myötä kasvaneissa kiinteissä kuluissa (14,0 MEUR vs. ennuste 14,9 MEUR) ei ollut suurempia yllätyksiä. Liikevoitto 0,4 MEUR jäi ennustamastamme 0,9 MEUR:sta (konsensus 1,5 MEUR) liikevaihdon hitaamman kasvun myötä.

### Laskimme ennusteitamme Raision ylösajon kestäessä odottamaamme kauemmin

Laskimme 2018-2020 liikevaihtoennusteitamme noin 4 %:lla sekä liikevoiton osalta kuluvan vuoden ennusteitamme 21 %:lla. H2:lla odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun kiihtyvän, kun tukkueräkaupan negatiivinen vaikutus poistuu ja Raision uuden myymälän vaikutus tulee numeroihin läpi asteittain. Samaan aikaan myymälän ylösajo ja kasvun kiihtyminen kuitenkin lisäävät markkinointikuluja ja aiheuttavat painetta myyntikatteeseen. Odotamme Raision myymälän olevan täydessä potentiaalissaan vasta Q2'19. Siirsimme myös Myllypuron myymälän avauksen ajankohtaa ennusteissamme 2020 vuoden puolelle, sillä uskomme yhtiön keskittyvän ensin Raision myymälän täyteen potentiaaliin saattamiseen.

### Ennusteet lähellä ohjeistuksen alarajaa

Odotamme yhtiöltä kuluvana vuonna 469 MEUR:n liikevaihtoa (ohjeistus 460-500 MEUR) ja 11,7 MEUR:n käyttökatetta (ohjeistus 11-14 MEUR). Ennusteemme ovat lähellä ohjeistuksen alarajaa, sillä johto indikoi tätä esityksessään. Näemme yhtiössä lievän tulosvaroitusriskin loppuvuodelle, jos kilpailutilanne yllättäen kiristyisi H2 aikana. Odotamme yhtiöltä edelleen selvää noin 15 %:n kasvua 2019-2020 yhtiön jatkaessa markkinaosuutensa kasvattamista sen keskeisillä tuotealueilla ja uusien myymälöiden tukiessa myyntiä.

### Yhtiö on edelleen hyvin positioitunut kaupan alan murrekseen.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on mahdollisuus kasvattaa markkinaosuuttaan merkittävästi tulevina vuosina vahvojen kilpailuetujensa (brändi, IT-järjestelmä ja kiinteät kulut) turvin. Yhtiön ylösajassa uutta myymälää tulos pohjaiset kertoimet eivät anna osakkeelle tukea (2018e P/E 28x ja EV/EBITDA alle 17x), mutta volyympohjainen EV/S-kerroin 0,4x on yhtiölle matala. Ensi vuonna myös tulos pohjaiset kertoimet laskevat kasvuyhtiölle houkuttelevalle tasolle (2019e P/E 18x ja EV/EBITDA 11x). Odotamme edelleen osakekurssin kulkevan käsi kädessä liikevaihdon kasvun kanssa. Liikevaihdon kasvu yhdessä osinkotuoton (4 %) kanssa pitää osakkeen tuotto-odotuksen hyvällä tasolla.

### Analyttikko

Sauli Vilen  
+358 44 025 8908  
[sauli.vilen@inderes.fi](mailto:sauli.vilen@inderes.fi)



Olli Vilppo  
+358 40 761 9380

### Suositus

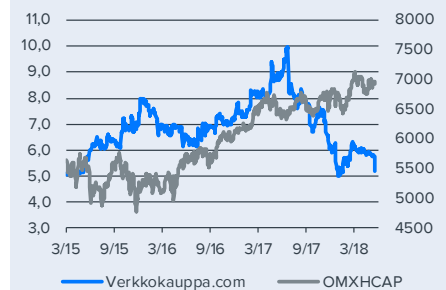
**Lisää**



**Edellinen: Osta**

**Tavoitehintaa 6,00 EUR**

**Edellinen: 7,00**



Lähde: Reuters

**Eiisen päätös**

**5,21 EUR**

**12 kk vaihteluväli**

**4,95-10,01 EUR**

**Potentiaali**

**15,2 %**

### Ohjeistus

Vuonna 2018 liikevaihdon odotetaan olevan 460 – 500 miljoonan euron välillä ja vertailukelpoisen käyttökatteen odotetaan olevan 11 – 14 miljoonan euron välillä.

**Ohjeistusmuutos:** Ennallaan

### Avainluvut

|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/                      | EV/  | P/E  | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------------------------|------|------|---------|
|                         | MEUR        | (EBIT)      | marginaali   | veroja (PTP)                 | osake  | osake   | Liikevaihto | EBITDA                   | EBIT | (x)  | tuotto  |
|                         |             | MEUR        | %            | MEUR                         | EUR    | EUR     | (x)         | (x)                      | (x)  | (x)  | %       |
| 2016                    | 372         | 12,2        | 3,3 %        | 12,2                         | 0,22   | 0,17    | 0,7         | 19,8                     | 21,9 | 29,8 | 2,5 %   |
| 2017                    | 432         | 11,7        | 2,7 %        | 12,1                         | 0,22   | 0,18    | 0,6         | 21,5                     | 18,4 | 34,0 | 2,5 %   |
| 2018e                   | 469         | 10,5        | 2,2 %        | 10,5                         | 0,19   | 0,21    | 0,4         | 17,1                     | 18,0 | 27,9 | 4,0 %   |
| 2019e                   | 542         | 16,5        | 3,0 %        | 16,5                         | 0,29   | 0,23    | 0,4         | 11,2                     | 12,2 | 17,8 | 4,4 %   |
| 2020e                   | 623         | 19,1        | 3,1 %        | 19,0                         | 0,34   | 0,25    | 0,3         | 9,7                      | 10,4 | 15,4 | 4,8 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 235          | OPO / osake 2018e, EUR       |        |         | 0,91        | CAGR EPS, 2017-2020, %   |      |      | 16 %    |
| Nettovelka 2018e, MEUR  |             |             | -34          | P/B 2018e                    |        |         | 5,7         | CAGR kasvu, 2017-2020, % |      |      | 13 %    |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 201          | Nettovelkaisuusaste 2018e, % |        |         | -82,9 %     | ROE 2018e, %             |      |      | 20,6 %  |
| Taseen koko 2018e, MEUR |             |             | 115          | Omavaraisuusaste 2018e, %    |        |         | 35,7 %      | ROCE 2018e, %            |      |      | 25,8 %  |

## Yhtiö jäi analyytikoiden ennusteista selvästi

Verkkokauppa.comin liikevaihto kasvoi Q2:lla 3,2 %:lla 102,2 MEUR:oon alittaen selvästi sekä meidän 110,7 MEUR että konsensuksen 111 MEUR ennusteen. Arvioimme liikevaihtopettymyksestä noin puolet muodostuneen odottamaamme korkeammasta Tukkukaupan poistumasta ja puolet Raision myymälän ylösajon hitaudesta. Yhtiö oli ohjeistanut Q4:n yhteydessä, että Tukkukaupan volyymien odotetaan laskevan merkittävästi ensimmäisellä vuosipuoliskolla, mutta tarkempia lukuja ei oltu kerrottu, mikä vaikeutti ennustamista. Yhtiö kertoi tulosinfon Q&A osiossa Raision ylösajon olleen odotuksia hitaampaa ja sisältäneen odotuksia enemmän kuluja.

Raision ylösajon haasteiden taustalla on mielestämme useita tekijöitä: 1) Verkkokauppa.comin oma tekeminen (avajaiset/kampanjointi yms.) ei lopulta ollut optimaalista 2) yhtiöllä ei ole organisaatiossa kokemusta uusien liikkeiden avaamisesta 3) yhtiön kilpailijat ovat onnistuneet markkinoinnissaan alueella ja vaikeuttaneet yhtiön omaa tekemistä. Nämä kaikki tekijät ovat kuitenkin väliaikaisia ja eivät missään nimessä rakenteellisia. Uskomme edelleen, että Raisio on sijaintinsa puolesta järkevä valinta ja esimerkiksi myymälän koko on talousalue huomioiden oikea. Näin ollen emme näe oleellista riskiä siitä, että Raision myymälä epäonnistuisi ja aiheuttaisi yhtiölle ongelmia pidemmällä aikavälillä.

Markkinatilanne on Q2:lla jatkunut kohtuullisena. GfK:n mukaan kodinelektronikkamarkkina kasvoi Q2:lla hieman yli 2 %:lla. Hintakilpailu on kiristynyt hieman Q1:llä nähdystä poikkeuksellisen kevyestä tasosta. Käsityksemme mukaan kaikki kolme suurinta toimijaa (Gigantti, Verkkokauppa.com ja Power) ovat säilyttäneet maltin hinnoittelussaan ja Q3:sta näyttää tällä hetkellä muodostuvan hinnoitteluympäristöltään pitkälti Q2 kaltainen.

Yhtiön myyntikate-% (14,3 % vs. ennuste 14,4 %) oli lähellä ennustettamme. Raision ylösajo ja hinnanalennukset vaikuttivat negatiivisesti myyntikatemarginaaliin, mutta Tukkukaupan poistuma tuki marginaalia, sillä se on muuta liikevaihtoa selvästi matalakatteisempaa. Lisäksi myyntikatetta tuki Apurahan kasvu. Myyntimixissä ei katsauskaudella tapahtunut oleellisia muutoksia. Uuden myymälän myötä kasvaneissa kiinteissä kuluissa (14,0 MEUR vs. ennuste 14,9 MEUR) ei ollut suurempia yllätyksiä ja näkemyksemme mukaan odotuksia matalampi kulutuso johtuu käytännössä siitä, että yhtiö on panostanut arviotamme enemmän hinnan alennuksiin (näkyä myyntikatteessa) ja vastaavasti odotuksiamme vähemmän

markkinoinnissa (näkyä kiinteissä kuluissa). Liikevoitto 0,4 MEUR jäi ennustamastamme 0,9 MEUR:sta (konsensus 1,5 MEUR) liikevaihdon hitaamman kasvun myötä. Verkkokauppa.com tekee valtaosan tuloksestaan vuoden jälkipuoliskolla ja muutenkin yhtiön vahvat kasvumahdollisuudet huomioiden, ei tuloskehitykselle pidä antaa tässä vaiheessa turhan suurta painoarvoa.

### Päivitetty liiketoimintasuunnitelma keskittyy oikeisiin asioihin

Yhtiö kertoi Q2-raporttinsa yhteydessä, että se on uuden johdon myötä päivittänyt lähivuosien liiketoimintasuunnitelmaansa. Yhtiö tulee keskittymään: asiakaskokemukseen, saumattomaan monikanavaiseen liiketoimintamalliin ja parannettuun brändimarkkinointiin. Johdon kommentit päivitettyyn liiketoimintasuunnitelmaan liittyen olivat mielestämme rohkaisevia ja ne vastaavat yhtiön keskeisiin haasteisiin. Mielestämme yksi yhtiön keskeinen haaste on matala bränditunnettavuus yhtiön pääkohderyhmän (kodnelektronikan ostajat) ulkopuolella. Tämä hidastaa selvästi uusien tuoteryhmien kasvua ja vaikeuttaa niiden ylösajoa. Näin ollen näemmekin laajemman brändimarkkinoinnin yhtiölle hyvin tarpeellisena. Asiakaskokemuksen suhteen yhtiöllä on mielestämme edelleen paljon potentiaalia hyödyntämättä, etenkin mobiiliin puolella.

| Ennustetaulukko          | Q2'17    | Q2'18      | Q2'18e  | Q2'18e    | Konsensus |          | 2018e   |
|--------------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|----------|---------|
|                          | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin     | Inderes |
| Liikevaihto              | 99,0     | 102,2      | 110,7   | 111,0     | 110,0     | - 112,0  | 469     |
| Liikevoitto (oikaistu)   | 2,3      | 0,4        | 0,9     | 1,5       | 1,0       | - 2,0    | 10,5    |
| EPS (oikaistu)           | 0,04     | 0,01       | 0,02    | 0,03      | 0,02      | - 0,03   | 0,19    |
| Liikevaihdon kasvu-%     | 23,7 %   | 3,2 %      | 11,8 %  | 12,1 %    | 11,1 %    | - 13,1 % | 8,6 %   |
| Liikevoitto-% (oikaistu) | 2,4 %    | 0,4 %      | 0,8 %   | 1,4 %     | 0,9 %     | - 1,8 %  | 2,2 %   |

Lähde: Inderes & Reuters (konsensus)

## Myymälöiden ylösajo vie odotuksiamme kauemmin ja on kalliimpaa

### Lievä tulosvaroitusriski loppuvuodelle

Yhtiö toisti ohjeistuksensa, jossa se odottaa liikevaihdon olevan 460-500 miljoonan euron välillä ja vertailukelpoisen käyttökäteen odotetaan olevan 11-14 miljoonan euron välillä. Vuoden 2018 jälkimmäiselle vuosipuoliskolle yhtiö odottaa suurempaa liikevaihdon kasvua ja parempaa kannattavuutta, sillä loppuvuoden tukkumyynnin odotetaan olevan viime vuoden kaltainen. Rasion myymälän ja lisäkampanjoinnin odotetaan vauhdittavan liikevaihdon kasvua vuoden jälkimmäisellä vuosipuoliskolla.

Olemme laskeneet kuluvan vuoden liikevaihtoennustettamme 4 %:lla ja tulosennusteitamme 21 %:lla. Päivitetyt ennusteemme ovat 469 MEUR ja 11,7 MEUR. Liikevaihto-ohjeistuksen saavuttamisessa yhtiöllä ei pitäisi olla ongelmia johtuen suotuisana jatkuvasta markkinatilanteesta sekä Rasion myymälän tuomasta kasvusta. Käyttökäteen osalta ennusteemme on ohjeistuksen alalaidassa ja näemme siihen liittyvän lievän tulosvaroitusriskin. Mikäli markkinatilanne heikkenisi odotuksiamme vastaisesti H2:n aikana ja Gigantti ja/tai Power aloittaisi aggressiivisen hintavetoisen kampanjoinnin, olisi Verkkokauppa.comin hankala saavuttaa ohjeistuksensa.

### Ennustamme edelleen selvää kasvua lähivuosille

Olemme laskeneet 2019 liikevaihtoennustettamme 4 %:lla 542 MEUR:oon johtuen Myllypuron uuden liikkeen siirtymisestä 2019 viimeiseltä kvartaalilta vuodelle 2020. Rasion avaukseen liittyvät haasteet ja odotuksia kauemmin kestävä ylösajo tulevat todennäköisesti jarruttamaan Myllypuron avaamista, sillä yhtiö haluaa saada Rasion ensin täyteen potentiaaliinsa. Tämä on mielestämme järkevää ja ennustelaskuun ei liity suurempaa dramatiikkaa. Odotamme edelleen vahvaa kasvua (+15,5 %), kun yhtiö jatkaa markkinaosuuden voittamista kodinelektronikassa ja uudet tuoteryhmät tukevat kasvua.

| Ennustemuutokset<br>MEUR / EUR | 2018e |      | Muutos<br>% | 2019e |      | Muutos<br>% | 2020e |      | Muutos<br>% |
|--------------------------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|
|                                | Vanha | Uusi |             | Vanha | Uusi |             | Vanha | Uusi |             |
| Liikevaihto                    | 490   | 469  | -4 %        | 563   | 542  | -4 %        | 646   | 623  | -4 %        |
| Liikevoitto ilman kertaeriä    | 13,3  | 10,5 | -21 %       | 16,4  | 16,5 | 1 %         | 21,3  | 19,1 | -11 %       |
| Liikevoitto                    | 13,3  | 10,5 | -21 %       | 16,4  | 16,5 | 1 %         | 21,3  | 19,1 | -11 %       |
| Tulos ennen veroja             | 13,3  | 10,5 | -21 %       | 16,4  | 16,5 | 1 %         | 21,3  | 19,0 | -11 %       |
| EPS (ilman kertaeriä)          | 0,24  | 0,19 | -21 %       | 0,29  | 0,29 | 1 %         | 0,38  | 0,34 | -11 %       |
| Osakekohtainen osinko          | 0,21  | 0,21 | 0 %         | 0,23  | 0,23 | 0 %         | 0,25  | 0,25 | 0 %         |

Lähde: Inderes

Liikevaihdon laskusta huolimatta tulosennusteemme ovat itseasiassa nousseet lievästi, sillä Myllypuron myymälän avaus ei enää rasita 2019 ennusteitamme. Odotamme yhtiöltä selkeää tuloskasvua 2019, kun kannattavuus paranee Rasion laskevien kulujen ja lievästi parantuvan myyntikatteen (Rasion kampanjoinnin vähentyminen sekä myyntimixin parantuminen) ansiosta.

2020 osalta ennusteissamme näkyy Myllypuron myymälän kulurasitus, jonka seurauksena tulosennusteemme ovat laskeneet. Yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteet ovat edelleen 10-20 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja 3-5 %:n käyttökatemarginaali. Uskomme yhtiön pääsevän näihin tavoitteisiin 2019-2020e ja liikevaihtoennusteemme on haarukan puolivälissä. Kannattavuusennusteemme ovat haarukan alalaidassa, yhtiön preferoidessa kasvua kannattavuuden yli. Huomioiden yhtiön erinomaiset kasvumahdollisuudet ja markkinassa tapahtuva murros, on tämä mielestämme täysin oikea strategia. Mielestämme olisi jopa perusteltua, että yhtiö preferoisi kasvua vielä nykyistäkin voimakkaammin tuloksensa kustannuksella. Tämä on kuitenkin epätodennäköistä, sillä yhtiön on sitoutunut kasvattamaan osinkoaan kvartaaleittain.

## Yhtiö kuuluu vähittäiskaupan murroksen voittajiin

Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiön pidemmän aikavälin kasvumahdollisuuksiin ja näkemyksemme mukaan yhtiöllä on mahdollisuus kasvattaa markkinaosuuttaan merkittävästi tulevina vuosina vahvojen kilpailuetujensa (brändi, IT-järjestelmä ja kiinteät kulut) turvin. Lyhyellä tähtäimellä epävarmuuden kasvu liittyen myymälöiden ylösajon etenemiseen ja mahdolliseen tulosvaroitukseen rajaavat kuitenkin osakkeen nousupotentiaalia. Päivitettyjen ennusteidemme myötä laskemme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 7,0 euroa) ja suosituksemme tasolle lisää (aik. osta). DCF-laskelmamme (sivu 6) antaa yhtiön arvoksi 6,3 euroa.

Verkkokauppa.com on selkeä kasvuyhtiö, tulee sitä ensisijaisesti hinnoitella liikevaihtopohjaisilla kertoimilla. Heikon kannattavuuden vuoksi tuloskertoimista on myös hankala hakea selkeää tukitasa arvoitukselle. Liikevaihtokerroin onkin hyvin herkkä yhtiön tulevaisuuden näkyville ja odotuksille. Viimeisen 12kk aikana yhtiön oma kasvuvauhti on hidastunut, yhtiö on antanut kaksi tulosvaroitusta ja lisäksi Amazonin huhuttu laajentuminen pohjoismaihin, on kasvattanut epävarmuutta yhtiön ympärillä. Kaikki nämä tekijät yhdessä ovat johtaneet siihen, että markkinan yhtiölle hyväksymä liikevaihtopohjainen arvostustaso on laskenut selvästi. Liikevaihtopohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan tällä hetkellä alennuksella suhteessa sen laajaan verrokiryhmään sekä suhteessa keskeisiin kotimaisiin verrokkeihin (Kesko ja Tokmanni). Mielestämme tämä ei ole

perusteltua, sillä Verkkokauppa.comin kasvupotentiaali on selvästi verrokiryhmän keskimääräistä yhtiötä parempi.

Näemmekin yhtiön kertoimissa nousuvaraa, kunhan markkinan tulevaisuuden kasvuodotukset saavat vahvistusta yhtiön kasvuun palaamisen kautta. Ensi vuoden tuloskertoimet (P/E 18x ja EV/EBITDA 11x) ovat houkuttelevalla tasolla, mutta emme anna niille oleellista painoa, sillä 1) yhtiön tuloskehitykseen liittyy isoa epävarmuutta 2) yhtiön arvonluonnin kannalta kasvu on selvästi tulosta tärkeämpää. Odotamme edelleen osakekurssin kulkevan käsi kädessä liikevaihdon kasvun kanssa ja näkemyksemme mukaan liikevaihdon kasvu yhdessä osinkotuoton (4 %) kanssa pitää osakkeen tuotto-odotuksen hyvällä tasolla.

| 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                         | 4,35        | 309           | 111        | 24,7        | 21,8        | 9,7         | 9,0         | 0,9            | 0,9          | 41,6        | 18,1        | 0,4            | 0,9          | 0,4          |
| Kesko                             | 48,21       | 4799          | 5101       | 15,8        | 14,5        | 11,0        | 10,3        | 0,5            | 0,5          | 19,9        | 18,1        | 4,9            | 5,2          | 2,2          |
| Groupe LDLC                       | 17,38       | 110           | 160        | 20,8        | 12,7        | 13,1        | 8,6         | 0,4            | 0,3          | 23,0        | 15,0        |                | 2,4          | 1,8          |
| Tokmanni                          | 7,67        | 451           | 621        | 11,0        | 9,7         | 8,6         | 7,7         | 0,7            | 0,6          | 12,3        | 10,8        | 6,1            | 6,8          | 2,6          |
| AO World                          | 134,40      | 686           | 686        |             |             |             | 125,1       |                | 0,7          |             |             |                |              |              |
| Qliro Group                       | 13,16       | 190           | 162        |             | 21,8        | 109,9       | 13,5        | 0,6            | 0,5          |             | 35,3        |                |              | 2,0          |
| JD.com                            | 35,80       | 44823         | 43340      | 85,5        | 33,2        | 44,1        | 20,6        | 0,7            | 0,5          | 59,0        | 34,2        |                |              | 6,5          |
| Dixons carphone                   | 175,95      | 2271          | 2664       | 6,7         | 7,7         | 4,7         | 5,0         | 0,3            | 0,2          | 6,6         | 8,6         | 6,7            | 6,3          | 0,6          |
| Amazon                            | 1887,16     | 803386        | 819644     | 80,1        | 50,1        | 27,5        | 20,2        | 3,8            | 3,0          | 109,1       | 73,9        |                |              | 21,5         |
| Bestbuy                           | 78,69       | 18600         | 17952      | 10,6        | 10,7        | 7,8         | 7,8         | 0,5            | 0,5          | 19,3        | 15,7        | 1,8            | 2,3          | 6,2          |
| Unieuro                           | 11,13       | 223           | 255        | 7,5         | 4,4         | 5,9         | 3,1         | 0,2            | 0,1          | 6,9         | 6,0         | 6,9            | 9,0          | 2,9          |
| CECONOMY                          | 7,02        | 2524          | 1792       | 5,4         | 4,9         | 3,7         | 3,4         | 0,1            | 0,1          | 31,8        | 9,3         | 3,0            | 4,8          | 3,2          |
| <b>Verkkokauppa.com (Inderes)</b> | <b>5,21</b> | <b>235</b>    | <b>201</b> | <b>18,0</b> | <b>12,2</b> | <b>17,1</b> | <b>11,2</b> | <b>0,4</b>     | <b>0,4</b>   | <b>27,9</b> | <b>17,8</b> | <b>4,0</b>     | <b>4,4</b>   | <b>5,7</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                  |             |               |            | <b>26,8</b> | <b>17,4</b> | <b>22,4</b> | <b>19,5</b> | <b>0,8</b>     | <b>0,7</b>   | <b>32,0</b> | <b>24,4</b> | <b>4,3</b>     | <b>4,7</b>   | <b>4,5</b>   |
| <b>Mediaani</b>                   |             |               |            | <b>13,4</b> | <b>12,7</b> | <b>9,7</b>  | <b>8,8</b>  | <b>0,5</b>     | <b>0,5</b>   | <b>19,9</b> | <b>15,7</b> | <b>4,9</b>     | <b>5,0</b>   | <b>2,6</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>     |             |               |            | <b>35 %</b> | <b>-4 %</b> | <b>76 %</b> | <b>27 %</b> | <b>-13 %</b>   | <b>-24 %</b> | <b>40 %</b> | <b>14 %</b> | <b>-18 %</b>   | <b>-12 %</b> | <b>125 %</b> |

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

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

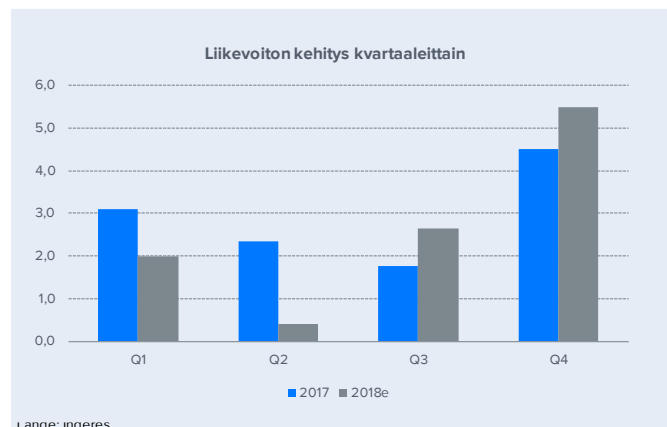
| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2016         | Q1'17        | Q2'17       | Q3'17        | Q4'17        | 2017         | Q1'18        | Q2'18e       | Q3'18e       | Q4'18e       | 2018e        | 2019e        | 2020e        |
|------------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>371,5</b> | <b>100,1</b> | <b>99,0</b> | <b>105,4</b> | <b>127,4</b> | <b>432,0</b> | <b>102,5</b> | <b>102,2</b> | <b>116,8</b> | <b>147,5</b> | <b>469,0</b> | <b>541,9</b> | <b>622,6</b> |
| <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>541,9</i> | <i>622,6</i> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>13,5</b>  | <b>3,4</b>   | <b>2,7</b>  | <b>2,1</b>   | <b>4,8</b>   | <b>13,0</b>  | <b>2,3</b>   | <b>0,7</b>   | <b>3,0</b>   | <b>5,8</b>   | <b>11,7</b>  | <b>17,9</b>  | <b>20,5</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -1,3         | -0,3         | -0,3        | -0,4         | -0,3         | -1,3         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -0,3         | -1,2         | -1,4         | -1,5         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>12,8</b>  | <b>3,1</b>   | <b>2,3</b>  | <b>1,8</b>   | <b>4,5</b>   | <b>11,7</b>  | <b>2,0</b>   | <b>0,4</b>   | <b>2,7</b>   | <b>5,5</b>   | <b>10,5</b>  | <b>16,5</b>  | <b>19,1</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>12,2</b>  | <b>3,1</b>   | <b>2,3</b>  | <b>1,8</b>   | <b>4,5</b>   | <b>11,7</b>  | <b>2,0</b>   | <b>0,4</b>   | <b>2,7</b>   | <b>5,5</b>   | <b>10,5</b>  | <b>16,5</b>  | <b>19,1</b>  |
| <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>2,7</i>   | <i>5,5</i>   | <i>10,5</i>  | <i>16,5</i>  | <i>19,1</i>  |
| Nettorahoituskulut                 | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,3          | 0,4          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>12,2</b>  | <b>3,1</b>   | <b>2,4</b>  | <b>1,8</b>   | <b>4,8</b>   | <b>12,1</b>  | <b>2,0</b>   | <b>0,4</b>   | <b>2,7</b>   | <b>5,5</b>   | <b>10,5</b>  | <b>16,5</b>  | <b>19,0</b>  |
| Verot                              | -2,4         | -0,6         | -0,5        | -0,4         | -0,9         | -2,3         | -0,4         | -0,1         | -0,5         | -1,1         | -2,1         | -3,3         | -3,8         |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>9,8</b>   | <b>2,5</b>   | <b>1,9</b>  | <b>1,4</b>   | <b>4,0</b>   | <b>9,8</b>   | <b>1,6</b>   | <b>0,3</b>   | <b>2,1</b>   | <b>4,4</b>   | <b>8,4</b>   | <b>13,2</b>  | <b>15,2</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,23</b>  | <b>0,06</b>  | <b>0,04</b> | <b>0,03</b>  | <b>0,09</b>  | <b>0,22</b>  | <b>0,04</b>  | <b>0,01</b>  | <b>0,05</b>  | <b>0,10</b>  | <b>0,19</b>  | <b>0,29</b>  | <b>0,34</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>1,86</b>  | <b>0,06</b>  | <b>0,04</b> | <b>0,03</b>  | <b>0,09</b>  | <b>0,22</b>  | <b>0,04</b>  | <b>0,01</b>  | <b>0,05</b>  | <b>0,10</b>  | <b>0,19</b>  | <b>0,29</b>  | <b>0,34</b>  |
| <b>Osinko</b>                      | <b>0,15</b>  |              |             |              |              | <b>0,17</b>  |              |              |              |              | <b>0,21</b>  | <b>0,21</b>  | <b>0,23</b>  |

| Tunnusluvut                          | 2016  | Q1'17 | Q2'17  | Q3'17  | Q4'17  | 2017  | Q1'18  | Q2'18e | Q3'18e | 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%   | 15,5% | 14,9% |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | 14,5% | 29,2% | 133,7% | -54,8% | -18,2% | -8,6% | -35,5% | -82,9% | 50,4%  | 21,8%  | -10,0% | 56,7% | 15,5% |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | 3,6%  | 3,4%  | 2,7%   | 2,0%   | 3,8%   | 3,0%  | 2,2%   | 0,7%   | 2,5%   | 3,9%   | 2,5%   | 3,3%  | 3,3%  |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 3,4%  | 3,1%  | 2,4%   | 1,7%   | 3,5%   | 2,7%  | 2,0%   | 0,4%   | 2,3%   | 3,7%   | 2,2%   | 3,0%  | 3,1%  |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | 2,6%  | 2,5%  | 1,9%   | 1,3%   | 3,1%   | 2,3%  | 1,6%   | 0,3%   | 1,8%   | 3,0%   | 1,8%   | 2,4%  | 2,4%  |

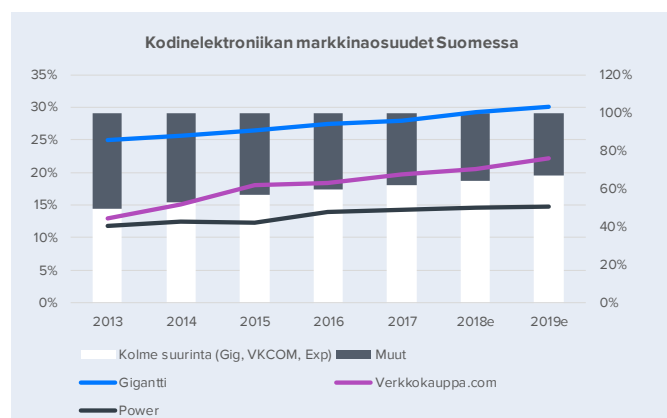
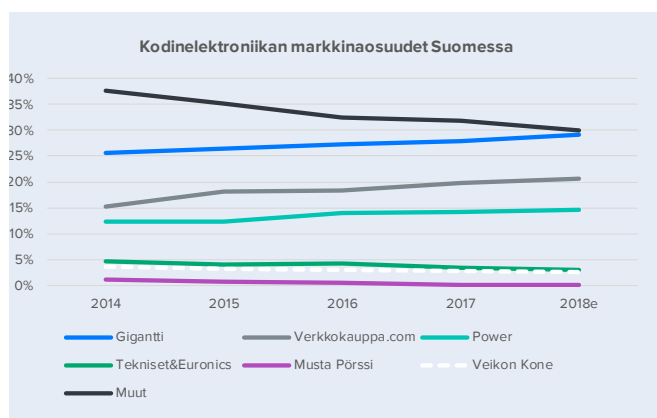
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



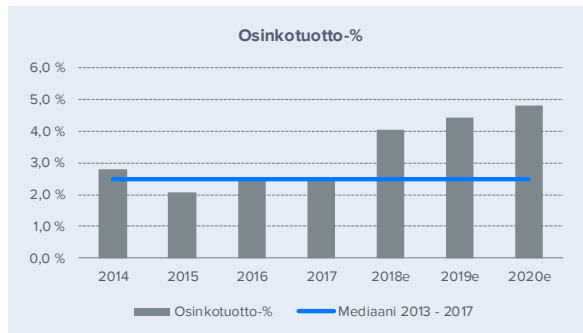
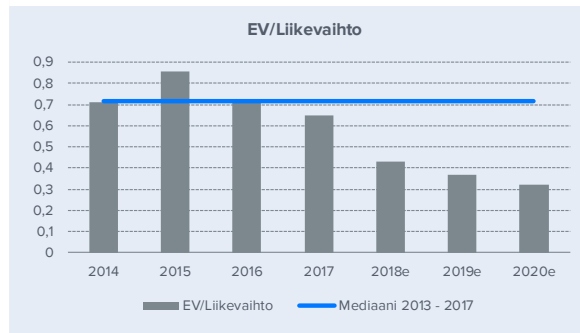
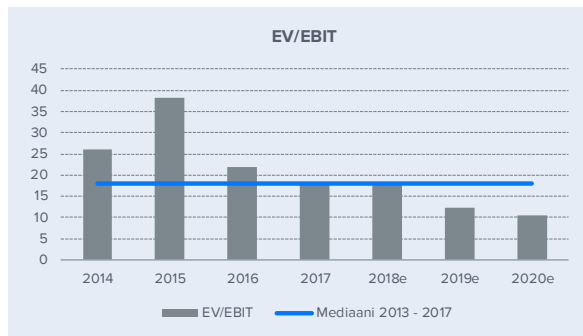
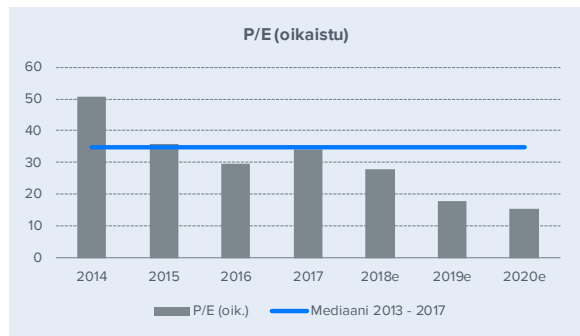
Lähde: Inderes



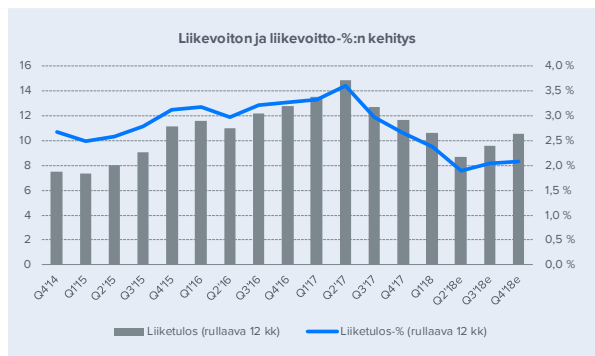
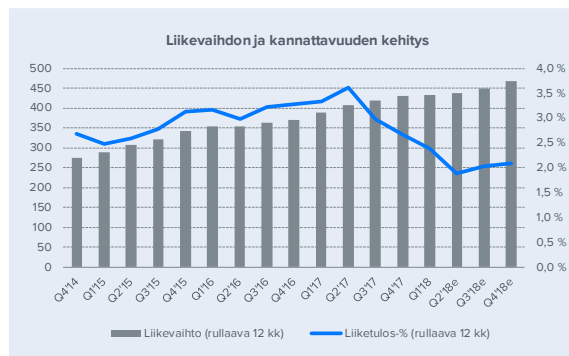
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2013 | 2014    | 2015    | 2016   | 2017   | 2018e   | 2019e  | 2020e  |
|------------------|------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Osakekurssi      |      | 5,08    | 7,20    | 6,85   | 7,35   | 5,21    | 5,21   | 5,21   |
| Markkina-arvo    |      | 229     | 324     | 309    | 331    | 235     | 235    | 235    |
| Yritysarvo (EV)  |      | 196     | 294     | 267    | 279    | 201     | 201    | 199    |
| P/E (oik.)       |      | 50,7    | 36,0    | 29,8   | 34,0   | 27,9    | 17,8   | 15,4   |
| P/E              |      | 50,7    | 58,7    | 31,6   | 34,0   | 27,9    | 17,8   | 15,4   |
| P/Kassavirta     |      | -50,0   | 69,4    | 17,4   | 18,8   | -23,8   | 24,4   | 19,6   |
| P/B              |      | 6,3     | 9,1     | 8,0    | 8,1    | 5,7     | 5,3    | 4,7    |
| P/S              |      | 0,8     | 0,9     | 0,8    | 0,8    | 0,5     | 0,4    | 0,4    |
| EV/Liikevaihto   |      | 0,71    | 0,85    | 0,72   | 0,65   | 0,43    | 0,37   | 0,32   |
| EV/EBITDA        |      | 22,5    | 33,2    | 19,8   | 21,5   | 17,1    | 11,2   | 9,7    |
| EV/EBIT          |      | 26,1    | 38,3    | 21,9   | 18,4   | 18,0    | 12,2   | 10,4   |
| Osinko/tulos (%) |      | 141,2 % | 122,4 % | 78,4 % | 84,1 % | 112,3 % | 78,5 % | 74,0 % |
| Osinkotuotto-%   |      | 2,8 %   | 2,1 %   | 2,5 %  | 2,5 %  | 4,0 %   | 4,4 %  | 4,8 %  |

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

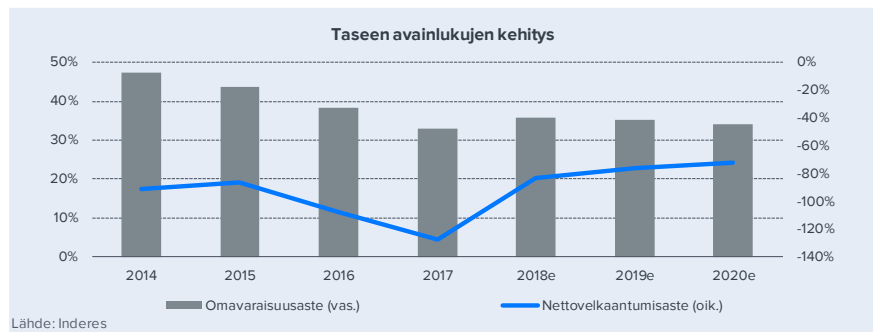


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2015      | 2016       | 2017       | 2018e      | 2019e      |
|--------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>3</b>  | <b>3</b>   | <b>3</b>   | <b>4</b>   | <b>4</b>   |
| 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          |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>78</b> | <b>98</b>  | <b>121</b> | <b>111</b> | <b>123</b> |
| Varastot                       | 39        | 44         | 48         | 54         | 61         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Myyntisaamiset                 | 9         | 12         | 21         | 23         | 28         |
| Likvidit varat                 | 31        | 42         | 52         | 34         | 34         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>81</b> | <b>101</b> | <b>124</b> | <b>115</b> | <b>127</b> |

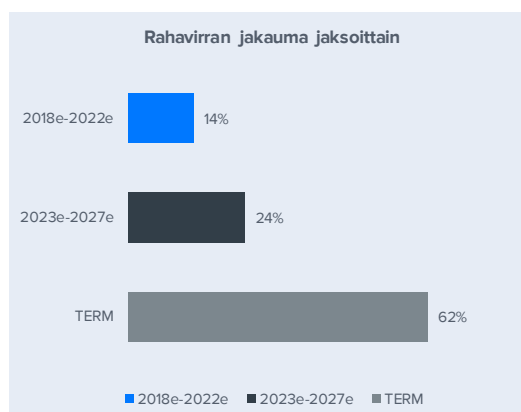
| Vastattavaa (MEUR)             | 2015      | 2016       | 2017       | 2018e      | 2019e      |
|--------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>36</b> | <b>39</b>  | <b>41</b>  | <b>41</b>  | <b>45</b>  |
| Osakepääoma                    | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Kertyneet voittovarot          | 10        | 13         | 15         | 15         | 19         |
| Omat osakkeet                  | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muu oma pääoma                 | 25        | 25         | 25         | 25         | 25         |
| Vähemmistöosuus                | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>1</b>  | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   |
| Laskennalliset verovelat       | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Varaukset                      | 1         | 1          | 1          | 1          | 1          |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>45</b> | <b>61</b>  | <b>82</b>  | <b>73</b>  | <b>81</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 45        | 61         | 82         | 73         | 81         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>81</b> | <b>101</b> | <b>124</b> | <b>115</b> | <b>127</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2017         | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | TERM  |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>11,7</b>  | <b>10,5</b>  | <b>16,5</b>  | <b>19,1</b>  | <b>24,3</b>  | <b>26,0</b>  | <b>27,3</b>  | <b>28,4</b>  | <b>29,3</b>  | <b>25,9</b>  | <b>26,4</b>  |       |
| + Kokonaispoistot                              | 1,3          | 1,2          | 1,4          | 1,5          | 1,6          | 1,7          | 1,8          | 1,9          | 1,9          | 2,0          | 2,0          |       |
| - Maksetut verot                               | -2,3         | -2,1         | -3,3         | -3,8         | -4,8         | -5,2         | -5,5         | -5,7         | -5,9         | -5,2         | -5,3         |       |
| - verot rahoituskuluista                       | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| - Käyttöpääoman muutos                         | 8,5          | -17,9        | -3,4         | -3,0         | -3,3         | -3,2         | -0,9         | -0,7         | -0,6         | -0,6         | -0,4         |       |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>19,3</b>  | <b>-8,3</b>  | <b>11,2</b>  | <b>13,7</b>  | <b>17,7</b>  | <b>19,3</b>  | <b>22,8</b>  | <b>23,9</b>  | <b>24,8</b>  | <b>22,1</b>  | <b>22,7</b>  |       |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| - Bruttoinvestoinnit                           | -1,6         | -1,6         | -1,6         | -1,7         | -1,8         | -1,9         | -2,0         | -2,0         | -2,0         | -2,0         | -1,3         |       |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>17,6</b>  | <b>-9,9</b>  | <b>9,6</b>   | <b>12,0</b>  | <b>15,9</b>  | <b>17,4</b>  | <b>20,8</b>  | <b>21,9</b>  | <b>22,8</b>  | <b>20,1</b>  | <b>21,4</b>  |       |
| +/- Muut                                       | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |       |
| Vapaa kassavirta                               | 17,6         | -9,9         | 9,6          | 12,0         | 15,9         | 17,4         | 20,8         | 21,9         | 22,8         | 20,1         | 21,4         | 325,9 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   | -9,5         | 8,6          | 9,8          | 12,0         | 12,1         | 13,3         | 12,8         | 12,3         | 10,0         | 9,8          | 148,9        |       |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>239,9</b> | <b>249,5</b> | <b>240,9</b> | <b>231,1</b> | <b>219,1</b> | <b>207,1</b> | <b>193,8</b> | <b>181,0</b> | <b>168,7</b> | <b>158,7</b> | <b>148,9</b> |       |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |              | <b>239,9</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| - Korolliset velat                             |              | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| + Rahavarat                                    |              | 51,9         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| - Vähemmistöosuus                              |              | 0,0          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| - Osinko/pääomapalautus                        |              | -8,2         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |              | <b>283,6</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |              | <b>6,29</b>  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |       |

| 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 %  |



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto           | 343,7 | 371,5 | 432,0 | 469,0 | 541,9 |
| EBITDA                | 8,8   | 13,5  | 13,0  | 11,8  | 17,9  |
| EBITDA-marginaali (%) | 2,6   | 3,6   | 3,0   | 2,5   | 3,3   |
| EBIT                  | 7,7   | 12,2  | 11,7  | 10,5  | 16,5  |
| Voitto ennen veroja   | 6,8   | 12,2  | 12,1  | 10,5  | 16,5  |
| Nettovoitto           | 5,5   | 9,8   | 9,8   | 8,4   | 13,2  |
| Kertaluontoiset erät  | -3,5  | -0,6  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2015 | 2016  | 2017  | 2018e | 2019e |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 81,3 | 100,8 | 123,8 | 114,5 | 126,8 |
| Oma pääoma        | 35,6 | 38,6  | 40,7  | 40,9  | 44,7  |
| Liikearvo         | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Korolliset velat  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

| Kassavirta                | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EBITDA                    | 8,8  | 13,5 | 13,0 | 11,8  | 17,9  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -1,6 | 7,6  | 8,5  | -17,9 | -3,4  |
| Operatiivinen kassavirta  | 5,8  | 18,6 | 19,3 | -8,3  | 11,2  |
| Vapaa kassavirta          | 4,7  | 17,7 | 17,6 | -9,9  | 9,6   |

| Yhtiökuvaus  |
|--|
| Verkkokauppa.com on vuonna 1992 perustettu pääasiassa kuluttajamarkkinoilla toimiva verkko- ja vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö myy kuluttajille oman verkkokauppansa ja vähittäismyymälöidensä kautta. Yhtiöllä on kolme vähittäismyymälää ja ne sijaitsevat Helsingissä (yhteydessä myös päävarasto), Oulussa ja Pirkkalassa. |

| Osakekohtaiset luvut     | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|--------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPS                      | 0,12 | 0,22 | 0,22 | 0,19  | 0,29  |
| EPS oikaistu             | 0,20 | 0,23 | 0,22 | 0,19  | 0,29  |
| Operat. Kassavirta/osake | 0,13 | 0,41 | 0,43 | -0,18 | 0,25  |
| Tasearvo per osake       | 0,79 | 0,86 | 0,90 | 0,91  | 0,99  |
| Osinko per osake         | 0,15 | 0,17 | 0,18 | 0,21  | 0,23  |
| Voitonjako, %            | 122  | 78   | 84   | 112   | 79    |
| Osinkotuotto, %          | 2,1  | 2,5  | 2,5  | 4,0   | 4,4   |

| Tunnusluvut    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E            | 58,7 | 31,6 | 34,0 | 27,9  | 17,8  |
| P/B            | 9,1  | 8,0  | 8,1  | 5,7   | 5,3   |
| P/Liikevaihto  | 0,9  | 0,8  | 0,8  | 0,5   | 0,4   |
| P/CF           | 56,2 | 16,6 | 17,2 | neg.  | 21,0  |
| EV/Liikevaihto | 0,9  | 0,7  | 0,6  | 0,4   | 0,4   |
| EV/EBITDA      | 33,2 | 19,8 | 21,5 | 17,1  | 11,2  |
| EV/EBIT        | 38,3 | 21,9 | 23,9 | 19,1  | 12,2  |

| Suurimmat omistajat | %-osakkeista |
|---------------------|--------------|
| Samuli Seppälä      | 49,9 %       |
| Rite Ventures       | 5,3 %        |
| Ilmarinen           | 5,1 %        |
| Varma               | 4,6 %        |
| Keva                | 4,5 %        |
| OP-Delta            | 2,9 %        |

## Suositushistoria, viimeiset 12 kk

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 18.6.2014  | Vähennä  | 4,00 €  | 4,00 €      |
| 8.8.2014   | Vähennä  | 4,17 €  | 4,00 €      |
| 24.10.2014 | Vähennä  | 5,00 €  | 5,08 €      |
| 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 €      |



## Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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