

Tokmanni

Yhtiöraportti

13.06.2024 23.40 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Pohjolan johtava halpakauppias

Tokmanni harppasi Pohjoismaiden suurimmaksi halpakauppiaksi syksyllä 2023 toteutetun Dollarstore-yritystoston jälkeen. Markkinaa nopeamman kasvuvauhdin saavuttaminen Suomessa on tulevaisuudessa entistä haastavampaa, kun taas Suomen ulkopuolella Tokmannin kasvumahdollisuudet ovat näkemyksemme mukaan merkittävät. Näemme nopeasti kasvavan Dollarstoren liiketoiminnan tehostamisen yhtenä osakkeen merkittävimmistä arvoajureista. Toistamme 15,0 euron tavoitehinnan ja Lisää-suosituksen tuloskasvun tukeman tuotto-odotuksen säilyessä houkuttelevana.

Tokmanni on Suomen markkinajohtaja halpakaupassa

Tokmanni on Suomen suurin ja Ruotsin neljänneksi suurin halpakauppayhtiö. Yhdessä Dollarstoren kanssa konserni muodostaa Pohjoismaiden suurimman halpakauppayhtiön, mikä takaa mm. hyvän neuvotteluaseman esim. hankinnassa ja vuokraehdoissa. Viimeisten 10 vuoden aikana Tokmannin liikevaihto on kasvanut noin 5 %:n vuosivauhtia Suomessa, kun taas Dollarstoren kasvu samalla periodilla on ollut lähes 20 %. Konseptien kasvuvauhtien polarisaatio tulee arviomme mukaan jatkumaan, sillä Tokmannin myymäläverkosto lähestyy Suomessa täyttä lentokorkeuttaan. Toisaalta Suomen kannattavuus on pitkään ollut toimialan keskitasoa, kun taas näemme Dollarstorella olevan selvää parantamisen varaa, mikä on onnistuessaan toimisi osakkeen merkittävänä arvoajurina. Pääomatehokas liiketoimintamalli mahdollistaa hyvät pääoman tuotot, joiden laskusuuntaisen trendin kääntäminen olisi sijoittajatarinan kannalta ensiarvoisen tärkeää.

Strategia tähtää kasvuun ja liiketoiminnan tehostamiseen

Tokmannin strategian ydin säilyi ennallaan helmikuussa 2024 päivitetystä strategiasta. Sen keskiössä on asiakasluottamuksen ja –uskollisuuden parantamisen sekä myymäläverkon laajentamisen lisäksi kustannustehokkuus. Asiakasuskollisuutta parantamalla yhtiö uskoo saavuttavansa kasvua sen olemassa olevissa myymälöissä kun taas kasvun pääajurina toimii mielestämme myymäläverkon laajentaminen. Uskomme Tokmannin Suomen ulkopuolisille markkinoille mahtuvan useita kymmeniä uusia Dollarstore-myymlöitä. Uuden strategian mukaisesti Tokmanni pyrkii saavuttamaan 1,8 mrd. liikevaihdon ja 150 MEUR:n oikaistun liikevoiton vuoteen 2025 mennessä. Näemme myyntitavoitteen realistisena (2025e 1795 MEUR), mutta ennusteemme tuloksen (2025e 134 MEUR) osalta ovat yhtiön omia tavoitteita matalammat. Kuluva tilikauden ensimmäinen kvartaali oli odotuksimme nähden pehmeätkö ja nykyennusteemme ovat yhtiön ohjeistuksen alalaidalla. Tämä nostattaa negatiivisen tulosvaroituksen riskiä, mikäli kausiluonteisesti loppuvuoteen painottuva tuloskertymä jää vajaaksi.

Tuotto-odotus säilyy houkuttelevana

Näemme Tokmannin arvostuskuvan ylätasolla neutraalina (2024e P/E 13x ja IFRS 16 oik. EV/EBIT 12x). Tämä tarkoittaa sitä, että tuotto-odotuksen pääajureina toimii ennustamamme 12 %:n tuloskasvu sekä 6 %:n osinkotuotto. Osakkeen arvonkehityksen kannalta merkittävin ajuri piilee Dollarstoren onnistuneessa kasvattamisessa ja konsernin kannattavuustason parantamisessa (ml. Dollarstore-synergiat). Pitkällä aikavälillä Tokmannin ambitiot lienee olemassa olevien markkinoiden ulkopuolella, jolloin myös arvonluontipotentiaali onnistuessaan nousee seuraavalle tasolle. Kokonaisuutena näemme Tokmannin osakkeen tarjoavan houkuttelevan tuotto-odotuksen (n. 15 % p.a.) lyhyen aikavälin markkinahaasteiden vastapainoksi.

Suositus

Lisää

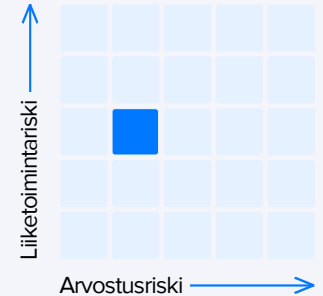
(aik. Lisää)

15,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

13,35



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1392,7	1673,3	1794,7	1882,8
kasvu-%	19 %	20 %	7 %	5 %
EBIT oik.	100,2	112,9	134,2	145,1
EBIT-% oik.	7,2 %	6,7 %	7,5 %	7,7 %
Nettotulos	54,1	56,5	74,6	83,5
EPS (oik.)	1,04	1,01	1,32	1,47
P/E (oik.)	14,8	13,2	10,1	9,1
P/B	3,4	2,8	2,6	2,3
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,8 %	6,2 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	16,4	13,5	11,2	10,2
EV/EBITDA	8,6	6,5	5,8	5,5
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,8	0,8

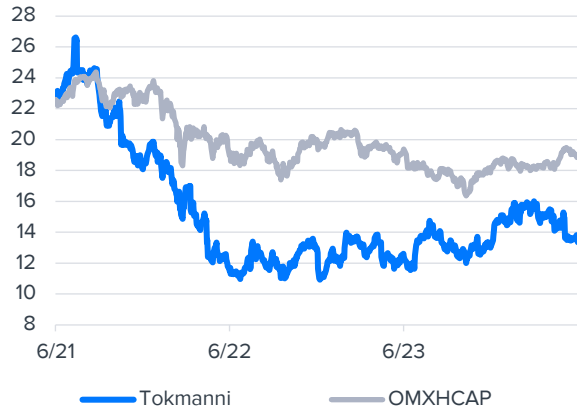
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

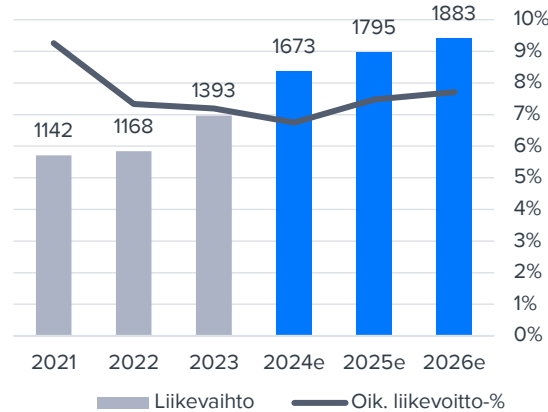
Yhtiö ohjeistaa 2024 liikevaihdon olevan 1 660-1 760 MEUR (2023: 1393 MEUR). Vertailukelpoisen liikevoiton olevan 110-130 MEUR (2023: 99 MEUR).

Osakekurssi



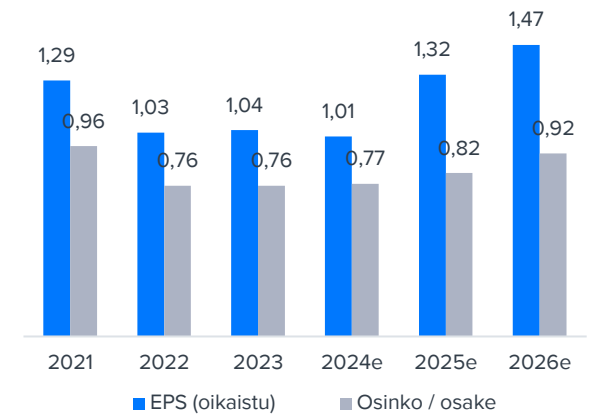
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Dollarstore ja kansainvälistyminen
- Uudet myymäläavaukset
- Private label-osuuden kasvu
- Fiksun ostamisen lisääntyminen
- Volyymien kautta tulevat skaalaedut mm. hankinnoissa ja vuokraetoja neuvoteltaessa
- Oman verkkokaupan hyödyntäminen potentiaalisena alustana muiden tuotteille



Riskitekijät

- Kilpailutilanteen kiristyminen ja uudet ulkomaiset haastajat
- Yritysostoissa tai kv-laajentumisessa epäonnistuminen
- Riippuvuus keskusvarastoista
- Maine- ja hintamielikuvriskit
- Häiriöt tuotteiden saatavuudessa ja alan riippuvuus Kaukoidän valmistuksesta

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	13,4	13,4	13,4
Osakemäärä, milj. kpl	58,8	58,8	58,8
Markkina-arvo	785	785	785
Yritysarvo (EV)	1522	1507	1486
P/E (oik.)	13,2	10,1	9,1
P/E	13,9	10,5	9,4
P/B	2,8	2,6	2,3
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	6,5	5,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,2	10,2
Osinko/tulos (%)	80,1%	65,0%	65,0%
Osinkotuotto-%	5,8%	6,2%	6,9%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-10
Konsernin historiallinen kehitys	s. 11
Segmentit: Tokmanni	s. 12-16
Segmentit: Dollarstore	s. 17-19
Segmentit: Muut	s. 20
Sijoitus- ja riskiprofiili	s. 21-23
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 24-28
Toimiala ja markkina	s. 29-32
Kilpailukenttä	s. 33-34
Taloudellinen tilanne	s. 35-36
Ennusteet	s. 37-39
Arvonmääritys	s. 40-42
Taulukot	s. 43-49
Vastuuvapauslauseke	s. 50

Tokmanni Group lyhyesti

Tokmanni Group on vuonna 1989 perustettu, Pohjoismaiden suurin halpatavaroihin keskittyvä vähittäiskauppayhtiö.

1989

Perustamisvuosi

2016

Listautuminen

1673 MEUR (+20,1 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024e

+7 % 2013-2023

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu

113 MEUR (6,7 % liikevaihdosta)

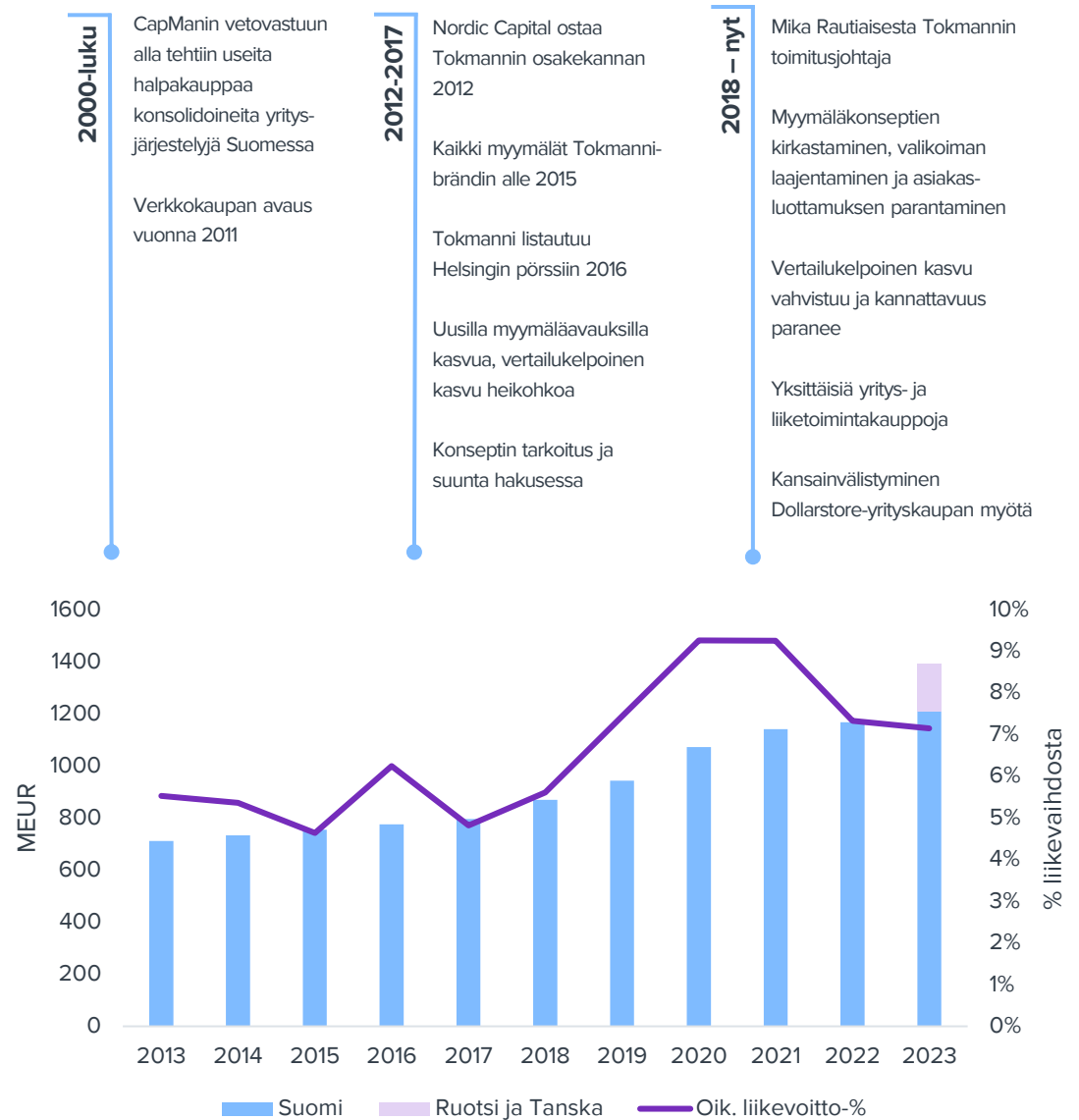
Liikevoitto 2024e

6 206

Henkilöstö 2023 lopussa

73 % / 27 %

Suomi / Ruotsi & Tanska osuus liikevaihdosta 2024e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (1/5)

Tokmanni Group

Tokmanni Group on pohjoismaalaisia halpakauppakonsepteja hallinnoiva vähittäiskaupan konserni. Konserni omistaa Tokmanni, Dollarstore, Bigdollar, Miny ja Click Shoes –kauppakonseptit ja toimii Suomen lisäksi Ruotsissa ja Tanskassa.

TOKMANNI

Tokmanni on Suomen suurin halpakauppaketju reilulla 200:lla myymälällä ja 1,2 mrd. euron liikevaihdolla. Tokmanni-
ketju on muodostunut useiden yritystojen turvin.



Dollarstore on Ruotsin neljänneksi suurin halpakauppaketju reilulla 130:llä myymälällä ja noin 400 MEUR:n liikevaihdolla. Yhtiö toimii Tanskassa Bigdollar –konseptillaan.



Miny on konsernin itsekehittämä lifestyle -konsepti, joka toimii omilla ja shop-in-shop myymälöillään Suomessa.

CLICK SHOES

Konserni osti kaksi kenkäliiketoimintaa täydentämään sen pukeutumisvalikoimaa. Click Shoes toimii omilla sekä shop-in-shop myymälöillään Suomessa.



Konserni on kasvanut voimakasta tahtia orgaanisesti ja yritystojen turvin. Suomessa yhtiö on saavuttanut kypsän vaiheen, kun taas muissa Pohjoismaissa sillä on vielä rutkasti kasvupotentiaalia.



Hyvällä tasolla olevaa tulosta yhtiö pystyy vielä parantamaan kulutehokkuutta kohentamalla ja myyntikate-%:a parantamalla mm. omien tuotemerkkien osuutta kasvattamalla.



Tasetta kasvattaa vuokravastuut sekä hetkellisesti kohonnut velkataakka. Muuten Tokmannin liiketoimintamalli on pääomakevyt.

TOKMANNI GROUP



Tokmanni Groupin asiakaslupaus perustuu halpoihin hintoihin ja helppoon asiointiin sekä yllätykselliseen asiakaskokemukseen. Yhtiö on arviomme mukaan onnistunut parantamaan asiakastytyväisyyttä Suomessa merkittävästi 2010-luvun loppupuoliskolla, mikä näkyi hyvänä liikevaihdon kasvuna.



Tokmanni Group on Pohjoismaiden suurin halpakauppaketju, joka takaa tälle huomattavat mittakaavaedut hankintatoiminnoissa.



Tokmanni Group vastaa konsernin strategisesta kehittämisestä sekä hallinnosta, mukaan lukien hankinta. Pääomaa ollaan allokoitu tehokkaasti, ja Dollarstore-yritystoston onnistunut integraatio tulee todistamaan johdon todellisen kyvykkyyden kasvattaa konsernia tätäkin luokkaa suuremmaksi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/5)

Useamman konseptin halpakauppias

Tokmanni Group on vuonna 1989 perustettu, yritysostoin laajentunut ja halpatavaroihin fokusoitunut vähittäiskauppayhtiö. Yhtiö on Suomen ja Pohjoismaiden suurin halpakauppias myymälämäärällä (372 kpl) ja liikevaihdolla (~1400 MEUR) mitattuna. Halpakaupan lisäksi yhtiö toimii kenkäliiketoiminnassa Click Shoes-konseptilla ja lifestyle-kategoriassa vuonna 2022 aikana avatulla erityisesti (nuorille) naisille kohdistetulla Miny-konseptilla. Tokmanni Groupista onkin viimeisen vuoden aikana kuoriutunut yhden konseptin halpakaupan sijaan useita konsepteja hallitseva konserni. Olemme käsitelleet konsernin myymäläkonsepteja erikseen omissa kappaleissaan.

Tokmanni Groupin historia

Tokmanni perustettiin vuonna 1989, jonka jälkeen se on omien myymäläavausten lisäksi kasvattanut myymäläverkostoaan ostamalla muita halpakauppaketjuja. Vuonna 2015 Tokmanni yhdisti kauppajensa ilmeen Tokmanni-brändin alle, alkoi keskittyä asiakastyytyväisyyden parantamiseen ja terävöitti myymäläkonseptiaan. Tämä näkyi selvänä vertailukelpoisen liikevaihdon kasvuna vuosina 2018-21. Merkittävimmän yritysoston se teki vuonna 2023 ostamalla ruotsalaisen Dollarstore-halpakauppaketjun, jonka avulla Tokmanni Group sai alustan kasvun jatkamiseen Pohjoismaissa.

Pääoman allokoinnin rooli korostuu

Muutos vähittäiskauppakonsepteja hallitsevaksi konserniksi tulee nostamaan Tokmanni Groupin

roolia puhtaana pääoman allokoijana. Onneksi tilanne ei ole uusi, vaan konserni on historiansa aikana yhdistellyt useita halpakauppamyymälöitä/-ketjuja osaksi konsernia sekä parantanut näiden kannattavuutta. Nyt kuvaan astuu maantieteellinen elementti, jossa konsernin tulee kohdistaa kassavirtakoneensa tuotokset tuottavimpiin kohteisiin. Tällä hetkellä tuottavin kohde arviomme mukaan on ulkomaiden kasvu, josta helmikuinen pääomamarkkinapäivä antoi myös osviittaa.

Pääomistajana pitkäjänteinen kumppani

Tokmanni Groupin suurin omistaja on perheomisteinen sijoitusyhtiö Takoa Invest noin 18 %:n omistusosuudellaan. Takoa Invest kuuluu Suomen vähittäiskaupassa vaikuttaneelle Saastamoisten suvulle. Näemme Takoan Tokmanni konsernin pitkäaikaisena omistajana, mutta mahdollista irtaantumista emme voi kuitenkaan poissulkea. Toisaalta Takoan Saastamoisilla on siteet Tokmannin historiaan sen perustamien ja Tokmannin ostamien halpakauppaketjujen johdosta. Tokmanni Group toimii joissakin Takoan omistamissa kiinteistöissä ja näin ollen se on sijoitusyhtiölle myöskin kumppani.

Tämän jälkeen kaksi suurinta omistajaa ovat eläkeyhtiöt Varma (4 %) ja Ilmarinen (3 %). Muilta osin kymmenen suurimman omistukset jakautuvat melko tasaisesti tunnetuiden kotimaisten sijoitusrahastoiden ja institutionaalisten sijoittajien kesken. Yhtiön toimitusjohtaja Mika Rautiainen omistaa Tokmanni Groupista 0,3 %. Näemme Rautiaisen suuren osakeomistuksen positiivisena seikkana osakkeenomistajan kannalta.

Suurimmat osakkeenomistajat

31/05/2024	Osuus-%
Takoa Invest	18,4 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	2,9 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	1,6 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Select	1,4 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	1,3 %
Säästöpankki Kotimaa -sijoitusrahasto	0,9 %
Sijoitusrahasto Nordea Suomi	0,9 %
Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas	0,8 %
Sijoitusrahasto Danske Invest Suomi Osake	0,8 %

Sisäpiirin osakeomistukset

31/5/2024	Osuus-%
Seppo Saastamoinen (hpj)	0,2 %
Harri Sivula (hallituksen jäsen, entinen CEO)	0,4 %
Mika Rautiainen (CEO)	0,3 %
Tapio Arimo (CFO)	0,0 %

Lähde: Tokmanni

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (3/5)

Pääomien sitoutuminen

Liiketoiminta ei pääsääntöisesti sido paljoa pääomaa ja investointitarpeet tavanomaisesti rajoittuvat myymäläavauksiin sekä kevyisiin ylläpitoinvestointeihin. Tokmanni Group on edellisvuosina investoinut Suomen Mäntsälän logistiikkakeskukseen mittavan määrän pääomaa. Logistiikkakeskus myytiin sijoittajille sen valmistuessa loppuvuonna 2023, minkä myötä pääomaa vapautui ydinliiketoimintoihin. Varastoitavat tuotteet tyypillisesti sitovat käyttöpääomaa, mikä on korostunut pandemian aikana tehtyjen etupainotteisten ostojen sekä tämän jälkeen hiljentyneen asiakaskysynnän yhdistelmänä. Yhtiön nettokäyttöpääoma on historiassa pyörinyt 10 %:n ympärillä, jota pidämme kasvavalle kaupan alan yhtiölle kohtuullisena tasona.

Myymälää avattaessa keskimääräinen investointi on arviomme mukaan noin 0,4 MEUR (vaihtelee konsepteittain), joka maksaa itsensä takaisin yhtiön mukaan nopeasti. Etenkin Dollarstoren tapauksessa takaisinmaksu tapahtuu hyvin lyhyessä ajassa, kun yhtiön keskivertomyymälä saavuttaa kannattavan liiketoiminnan heti avaamista seuraavana kuukautena.

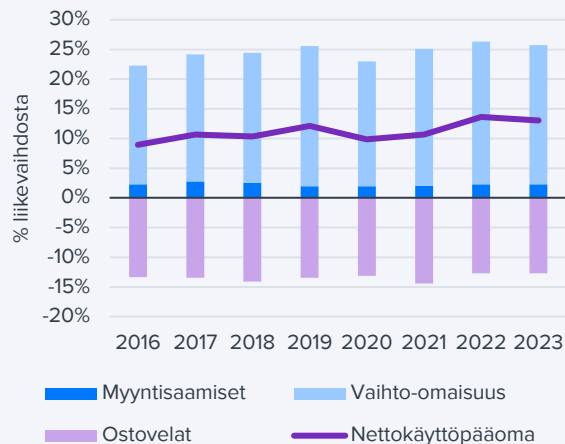
Keveyen taserakenteen ansiosta yhtiön tase tuottaa kiitettävästi. Oman pääoman tuotto on vaihdellut 30 %:n molemmin puolin kun taas sijoitetun pääoman tuotto on sekin ylittänyt pääoman kustannuksen.

Liiketoiminta on kausiluonteista

Tokmanni Groupin liiketoiminta on kausiluonteista, mikä heijastuu myynnissä, kannattavuudessa ja käyttöpääomassa. Kausiluonteisuus näkyy etenkin Suomessa, jossa esimerkiksi puutarha ja

joulumyynti ovat yhtiölle tuotekategoriana tärkeitä. Neljäs kvartaali on poikkeuksetta yhtiön vahvin joulumyynnin siivittämänä, kun taas ensimmäinen kvartaali on vuoden heikoin ja usein tappiollinen. Yhtiön toinen kvartaali on tyypillisesti kolmatta vahvempi, mutta ero ei ole merkittävä. Alan kausiluonteisuus johtaa myös heiluntaan yhtiön käyttöpääomassa ja esimerkiksi ylijääneet sesonkituotteet voivat lumettoman talven seurauksena luoda varastoriskiä. Myös puutarhatuotteiden menekki on hyvin sääriippuvaista, mikä nähtiin keväällä 2022. Tokmanni käyttää kausiluonteisuudesta johtuen henkilöstövuokrausyritysten palveluita. Käsitksemme mukaan Dollarstoren kausiluonteisuus ei ole yhtä voimakasta kuin Suomessa, mutta sesonkituotteiden menekki saattaa heiluttaa kvartaalikohtaisia lukemia.

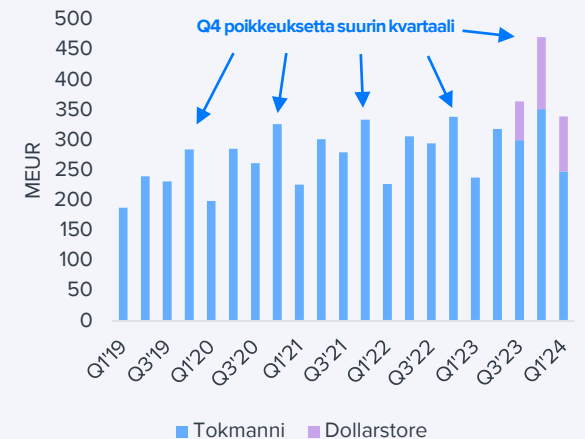
Nettokäyttöpääoma



Investoinnit (CapEx)



Liiketoiminnan kausiluonteisuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (4/5)

Hankintaa Suomesta ja ulkomailta

Hankinta on vähittäiskaupan yksi keskeisimmistä tuloksentekokyvyn elementeistä. Etenkin halpakaupassa se korostuu, sillä tuotteet pyritään tarjoamaan asiakkaille kilpailukykyiseen hintaan. Yhtiö hyödyntää hankinnassa kotimaisten kumppaneiden lisäksi ulkomaisia tuotteiden valmistajia, joiden joukossa omien tuotemerkkien valmistajien rooli korostuu. Omissa tuotemerkeissä Tokmanni Group hyödyntää Europrisin kanssa perustettua hankintayhteistyötä.

Keskusvarasto tehostaa toimintaa

Suomessa Tokmanni on vuosien 2023-24 aikana siirtänyt sen hajallaan olevaa varastoverkostoa yhden logistiikkakeskuksen alle. Suomen keskusvarasto sijaitsee Mäntsälässä, jossa Tokmanni toimii päävuokralaisena. Nk. alivuokravarastot ovat usein volyymilaskutteisia, jolloin niistä seuraavat kulut ovat myös usein suurempia. Keskitetyn varastoinnin myötä Tokmanni uskoo saavuttavansa kuluhyötyjä. Ruotsissa Dollarstorella on käsityksemme mukaan yksi keskusvarasto, joka sijaitsee Örebrossa.

Toimintojen keskittäminen yhden tai kahden varaston varaan lisää toisaalta riippuvuusriskiä. Mikäli varaston toiminta jostain syystä heikkenisi merkittävästi, saattaisi tällä olla negatiivisia vaikutuksia Tokmanni Groupin sisälogistiikkaan. Pidämme kuitenkin tällaisen riskin realisoitumista melko epätodennäköisenä.

Omilla tuotemerkeillä kannattavampaa liikevaihtoa

Tokmanni Groupin tuotetarjoama koostuu kolmansien osapuolten tuotemerkeistä (A-brändit), omista tuotemerkeistä sekä eksklusiivisista ja brändäämättömistä tuotteista. Tokmanni-segmentin 2023 liikevaihdosta 33,5 % muodostui sen hallinnoimista merkeistä (omat tuotemerkit, yksinoikeusmerkit ja brändäämättömät tuotteet). Yhtiö ei jaottele myynnin jakautumista sen hallinnoimien merkkien sisällä, mutta käsityksemme mukaan omat tuotemerkit tuolta osan ryhmän myynnistä.

Yhtiö on maininnut sen hallinnoimien merkkien suhteellisen osuuden kasvun myynnistä tukevan bruttomarginaalia. Tämä on myös keskeisessä roolissa pitkän aikavälin kannattavuustavoitteen saavuttamisessa. Tavoitteista huolimatta yhtiön hallinnoimien tuotemerkkien osuus liikevaihdosta on jumittanut viime vuosina paikoillaan ja tämän trendin kääntämiseksi yhtiö on lanseeraamassa lähivuosina useita uusia omia tuotemerkkejä.

Käsityksemme mukaan omien tuotemerkkien mukaisten tuotteiden myyntikatemarginaalit huitelevat 40-50 %:n paikkeilla kun taas kolmansien osapuolisen brändituotteiden katteet pysyttelevät tuoteryhmästä riippuen alle 30 %:ssa. Näin ollen omien tuotemerkkien osuuden kasvu on sekä hintaherkän asiakkaan että yhtiön näkökulmasta positiivinen asia, sillä asiakas saa halvemmän hinnan ja myyjä tyypillisesti suuremman katekertymän vaikka hintapiste olisikin A-brändin tuotetta alempi.

Havainnollistava laskelma omien tuotemerkkien katekertymästä

	Oma tuotemerkki	A-brändi
Hinta	10,0	15,0
Kate-%	50 %	30 %
Katekertymä	5,0	4,5

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (5/5)

Suoratuonnilla välikäsiä pois

Omien tuotemerkkien lisäksi katteita yhtiö pyrkii tervehdyttämään suoratuonnin avulla. Suoratuonti tarkoittaa tuotteiden hankintaa suoraan valmistajilta ilman tukkukauppiaita tai muita välikäsiä, jotka tyypillisesti veloittaa arvoketjusta oman osansa. Tämän lisäksi suora hankinta helpottaa tuotteiden laadun ja vastuullisen tuotannon valvontaa ja parantaa Tokmannin hankintaketjun hallintaa. Suorahankintaa Tokmanni harjoittaa norjalaisen Europrisin perustetun yhteisyriyksen avulla.

Vuonna 2023 Tokmanni-segmentin suoratuonnin osuus liikevaihdosta oli 27,6 %. Tämä jakautui siten, että 21,4 % on hankintayhtiötä hyödyntäen hankittuja tuotteita ja 6,2 %-yks. muuta suoratuontia. Suoratuonnin osuus on noussut merkittävästi menneen vuosikymmenen aikana, sillä vuonna 2013 se oli vain 16 %. Strategiansa mukaisesti ja Dollarstoren myötä suurempien volyymien avulla yhtiö pyrkii lisäämään suoratuonnin osuutta tarjoten sille kannattavampaa liikevaihtoa.

Vuonna 2023 Tokmannin hankinnasta ~80 % tuli kotimaisilta (Suomi ja Ruotsi), kun taas muun Euroopan osuus oli ~10 % ja Aasian osuus ~10 % (Kiina 9 %). Huomautamme, että nämä luvut eivät ole vuositasolla vertailukelpoisia, sillä Dollarstoren luvut konsolidoitiin osaksi Tokmanni Groupia elokuun alusta lähtien.

Hankintayhteistyö

Tokmanni perusti vuonna 2013 Shanghain

yhteisen tuontiyhtiön norjalaisen halpakauppaketju Europrisin kanssa. Perustetun yrityksen tarkoituksena on tehostaa Kiinasta ja Kaukoidästä tulevaa tuontia. Tuontiyhtiö auttaa mm. paikallisten toimittajien etsinnässä, toimittajien valinnassa, laadun sekä toiminnan vastuullisuuden varmistuksessa ja toimitusaikojen seurannassa. Yhteinen hankintayhtiö työllistää reilu 30 henkilöä. Europrisin kanssa perustettu hankintayhtiö on olennainen osa Tokmannin strategiaa, sillä se parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa ja leikkaa pois välikäsiä toimitusketjusta. Yhtiö on sanonut bruttomarginaalin olevan selvästi korkeampi tuotteissa, jotka hankitaan Shanghain tuontiyhtiön kautta (Inderesin arvio: ~10 % yksikköä).

Tokmannin yhteistyöllä Europrisin kanssa on kolme eri tasoa: 1) Yhtiöt ostavat täysin saman tuotteen ja merkin, mikä mahdollistaa parhaan volyymin yhdistämisen. 2) Samalta valmistajalta ostetaan eri brändiä tai eroavaa pakkauskokoa. 3) Erilaisten tuotteiden hankinta, mutta ostojen keskittäminen samalle tavarantoimittajalle.

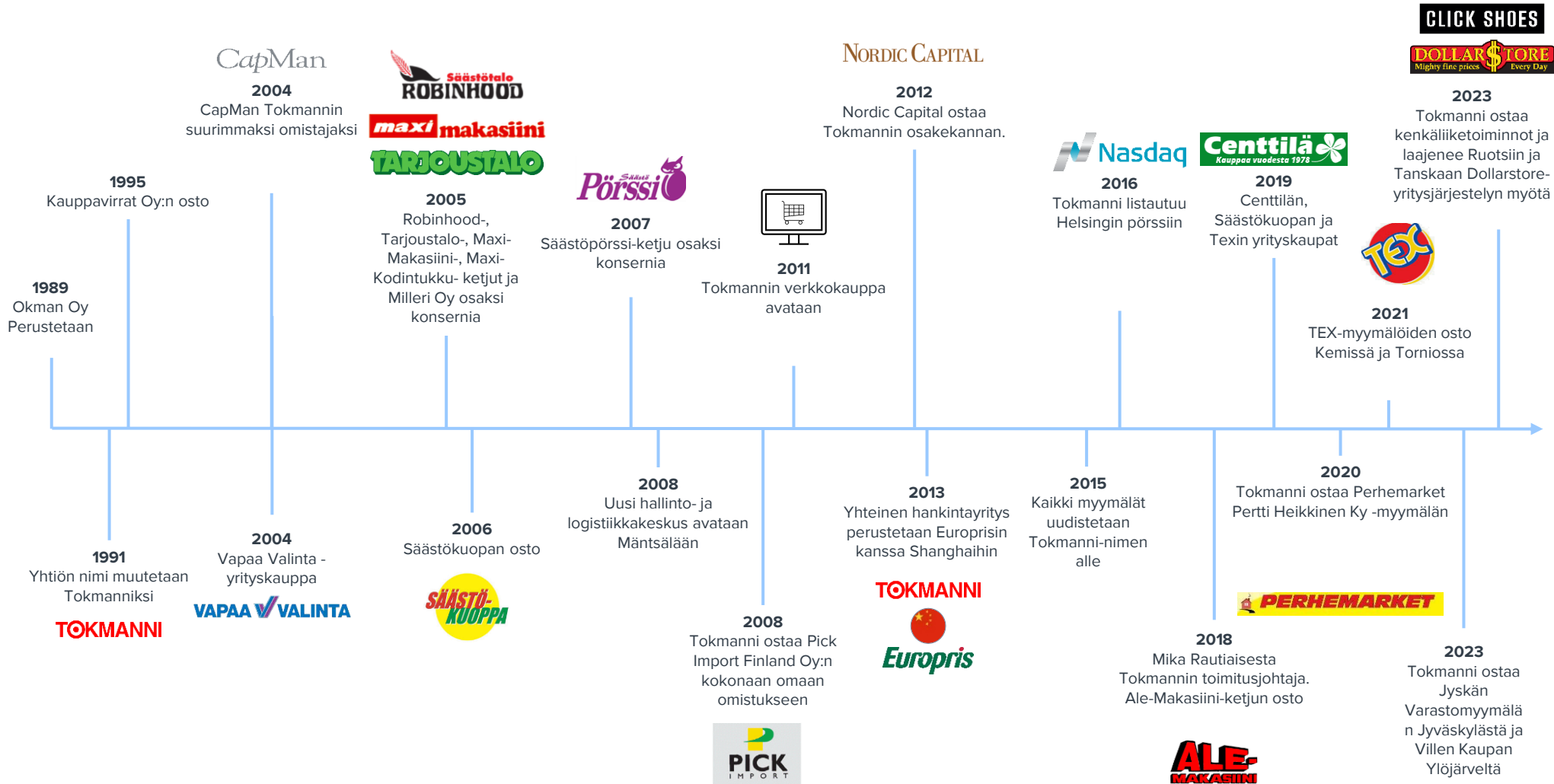
Tokmannin laajeneminen Pohjoismaihin ja kumppani Europrisin ÖoB-yritysosto aiheuttaa joitakin riskejä liittyen yhteistyön hedelmällisyyteen. Yhtiön omien sanojen mukaan Europrisin muuttuminen kumppanista kilpailijaksi ei pitäisi muuttaa yhteistyön dynamiikkaa. Tätä osaltaan tukee muiden kansainvälisten yhtiöiden väliset yhteistyöt, kuten USA:n päivittäistavara-kauppayhtiö Krogerin ja Walgreensin hankintaorganisaatio. Pelkäämme kuitenkin yhteishankinnan kärsivän Ruotsin toimintojen osalta (ei osteta yhdessä kilpailevia tuotteita).

Private label ja Myyntikate-%



Lähde: Tokmanni

Konsernin historiallinen kehitys



Segmentit: Tokmanni (1/5)

Asiakslupaus perustuu alhaisiin hintoihin ja laajaan valikoimaan

Tokmannin asiakslupaus koostuu useasta eri komponentista, joihin mielestämme lukeutuvat: 1) laaja valikoima, 2) halpa hintamielikuva, 3) nopea ja helppo asiointi kaikissa myyntikanavissa ja hyvä asiointikokemus, 4) pätevä henkilöstö ja 5) kestävyys ja vastuullisuus. Vaikka kukin näistä toimii mielestämme Tokmannin menestystekijöinä, halpakaupalle keskeisinä komponentteina nostamme esille laajan valikoima, halvan hinnan ja asiointikokemuksen (johon muut lupaukset mielestämme nivoutuvat). Tokmannin iskulause ”Fiksun ostamisen puolesta” kuvastaakin yhtiön asiakslupausta melko hyvin.

Halpa hintamielikuva liiketoiminnan keskiössä

Tokmanni pyrkii olemaan halpakaupan toimijoista hintamielikuvaltaan edullisin, vaikkei se arvioidemme mukaan tarkoita absoluuttisesti markkinoiden halvimpia hintoja. Suomessa hintamielikuvaa pyritään parantaa sekä ylläpitää halvoilla eräalennuksilla/-kampanjoilla, joiden avulla asiakkaiden mielikuva Tokmannin halvoista hinnoista säilyy ja ostoskorja täydentävät ostokset parantavat asiakaskohtaisia katteita. Keskeistä yhtiöllä on huolehtia niiden hintasensitiivisten tuotteiden sekä sen ydinkategorioiden hintakilpailukyvyistä. Näemme Tokmannin hintamielikuvan yhdeksi markkinansa parhaimmaksi, mutta Tokmannin markkinajohtajuuden toisena merkittävänä tekijänä näemme hyvin laajan myymäläverkoston.

Maan kattava myymäläverkosto

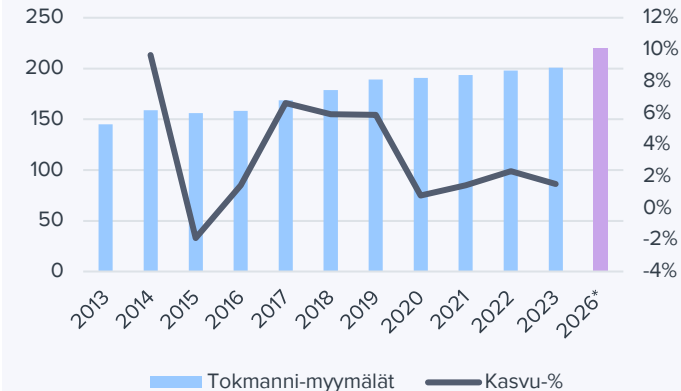
Asioinnin vaivattomuuteen ja hyvään asiakaskokemukseen yhtiö pyrkii vaikuttamaan laajalla myymäläverkostolla ja myymälöiden hyvillä sijainneilla. Tällä hetkellä konsernilla on Suomessa reilu 200 Tokmanni-myymlää ja myymäläverkoston saman tahtinen kasvattaminen käy kotimaassa hankalaksi. Yhtiön edellisen strategian tavoitteena oli nostaa Tokmanni-myymlöiden määrä yli 220 kappaleeseen, minkä yhtiö on jälkikäteen kertonut olevan saavutettavissa vuoden 2026 loppuun mennessä. Näemme erittäin laajan myymäläverkoston yhtenä Tokmannin etuna, etenkin verrattuna muihin halpakaupan toimijoihin. Varttunut myymäläverkosto toisaalta viestii kasvuvaran hupenemisesta, jolloin konsernin kasvu nojaa enenevässä määrin ulkomaiden kasvuun sekä Suomen vertailukelpoisen myynnin lisäämiseen. Jälkimmäinen ei kuitenkaan tule olemaan helppoa peilaten yhtiön vahvaan markkina-asemaan ja kilpailun lisääntymiseen.

Suurin osa Tokmannin liikevaihdosta syntyy myymälöistä, verkkokaupan tuodessa vain murto-osan (2023: 1,6 %) yhtiön liikevaihdosta. Tätä selittää tyypillisen asiakkaan alhainen keskiostoskori, jolloin tuotteet on suhteellisesti halvempaa noutaa suoraan myymälästä. Yhtiö on sääntillisesti kasvattanut myymäläverkostoaan edellisten kahden vuosikymmenen ajan ja tällä hetkellä se käytännössä kattaa koko Suomen. Myymälöitä ollaan sijoiteltu sekä hyvien kuluuyhteyksien varrelle että keskustojen kauppakeskuksiin. Suurinta kasvua myymälämäärissä nähtiin vuosina 2013-2019 kun myymälämäärä kasvoi vuosittain noin 4 %:n tahtia.

Tokmannin asiakslupaus



Tokmanni-myymlät



Lähde: Tokmanni

* Interdesin arvio milloin 220 myymälän tavoite tullaan saavuttamaan

Segmentit: Tokmanni (2/5)

Keskimäärin Tokmanni saa uuden myymälän kannattavaksi 12 kuukauden aikana ja myymälän kannattavuus saavuttaa normaalitason 24 kuukaudessa. Uuden myymälän takaisinmaksuaika on noin 3 vuotta, kun taas uudelleen sijoitetussa myymälässä se on hieman lyhyempi, alhaisemman investointitarpeen ja olemassa olevan asiakaskunnan ansiosta. Tokmanni on aiemmin kertonut, että vaadittu investointi uuden keskikokoisen myymälän avaamiseksi on noin 200 euroa neliometriä kohden. Yhtiö määrittelee keski-suuren myymälän kooksi 1,5-4 tuhatta neliometriä, joten sen avaaminen maksaa keskimäärin noin 0,55 MEUR.

Halpakaupan ollessa vielä kivijalkapainottunut tarjoaa laaja myymäläverkosto mielestämme Tokmannille etua (nk. first mover advantage), sillä joillakin paikkakunnilla Tokmanni saattaa olla ainoa suurempi tavaratalokauppa.

Suosittu brändi Suomessa

Useiden vuosien varrella tehtyjen tutkimusten perusteella Tokmanni on osoittautunut suomalaisten joukossa hyvin tunnetuksi ja arvostetuksi halpakauppiaksi. Asia ei sinällään ole selviö yritysjärjestelyhistoriansa takia, mihin lukeutuu vuonna 2015 ostettujen kauppakonseptien nimeäminen Tokmanniksi.

Yhtiön tilaaman kyselytutkimuksen (2022) mukaan 75 % vastaajista sanoo asioivansa Tokmannilla vähintään kerran kuukaudessa. Mielestämme Tokmanni onkin onnistunut alhaisen mielikuvan jalkauttamisessaan kuluttajille varsin hyvin. Tästä viestii hyvin kasvanut asiakasvirta sekä keskiostos,

mutta toisaalta samaan aikaan halpakaupan markkina on kasvanut, sillä tänä päivänä myös korkeamman tuloluokan taloudet asioivat halpakaupoissa useammin.

Valikoima kasvanut laajaksi

Tokmannin valikoima sisältää karkeasti 30 tuhatta eri tuotenimikettä. Suurin saavutettavuus löytyy luonnollisesti verkkokaupasta, sillä pienimpiin kauppoihin kaikkia nimikkeitä ei pystytä mahdollistamaan. Vuonna 2011 avatun verkkokaupan lisäksi Tokmannin on suurentanut joitakin sen myymälöitä parhaimmillaan 8-10 tuhannen neliön kokoisiksi jättimyymälöiksi, joissa nimikemäärä on pienempiä kauppia suurempi. Halpatuotteiden lisäksi Tokmanni tarjoaa A-brändien tuotteita usein kilpailukykyiseen hintaan. Tuotekategorioittain myyntijakauman kärkisijoja arviomme mukaan pitää hygieniaan ja siivoukseen liittyvät tuotteet. Edullisessa arkipukeutumisessa Tokmanni on vahva toimija markkinalla ja pihassa ja puutarhassa se on hyvin vahva paikallinen peluri. Arviomme mukaan edellä mainitut tuotekategoriat ovat yhtiön kohdekategorioita, joiden perässä asiakkaat saapuvat yhtiön myyntikanaviin.

Tokmannin päätuotekategoriat voidaan jakaa siivoustuotteisiin, piha ja puutarhatuotteisiin, pukeutumiseen, kodin sisustukseen ja keittiöön, kodin parannukseen sekä elintarvikkeisiin. Tämän lisäksi Tokmannista löytyy leluja, lastentarvikkeita, lemmikkitarvikkeita ja muita vapaa-aikaan liittyviä tuotteita. Kokonaisuudessaan konsernin myynti jakautuu lähes tasan käyttö- ja päivittäistavaroiden kesken.

Tokmannin päätuotekategoriat



Siivous ja säilytys



Piha, parveke ja puutarha



Kauneus, terveys ja hyvinvointi



Pukeutuminen



Kodin sisustus ja keittiö



Kodin kunnostus



Elintarvikkeet

Kohde kategoria: Tokmannin tärkein kategoria, joka houkuttelee asiakkaita asioimaan sen myyntikanaviin.

Segmentit: Tokmanni (3/5)

Näemme yhtäältä laajan tuotekategorian positiivisena seikkana Tokmannille, sillä se mahdollistaa asiakasostosten keskittämisen yhteen ketjuun. Toisaalta huonosti hallittu laaja valikoima voi aiheuttaa kustannuksia sekä haittaa katteille. Toistaiseksi Tokmannin varastonkierto on ollut hyvä, mutta näkemyksemme mukaan myyntikate-% voisi olla korkeampikin etenkin kun peilaa Tokmannin itse hallinnoitujen merkkien korkeaa osuutta myynnistä (reilu 30 %).

Verkkokauppa ja jättimymälät tukevat tuotenimikkeiden määrän kasvua

Valikoima on verkkokaupassa tavanomaista myymälää laajempi ja se sisältää esimerkiksi kumppaneiden valmistamia suoratoimitettavia tuotteita. Verkkokaupasta löytyy esimerkiksi kalliimpia, suurikokoisia tuotteita, joiden varastonkierto on muita tuotteita alhaisempi ja jotka veisivät turhan paljon tilaa myymälöiden varastoissa. Verkkokauppa toimii myymälämyynnin ohessa väylänä kasvattaa tuotetarjontaa ja houkutellessa uusia asiakkaita.

Monikanavainen liiketoimintamalli luo synergioita, kun tuotteen voi tilata netistä ja noutaa pian tilauksen jälkeen myymälästä. Maanlaajuisen myymäläverkoston mahdollistamat nopeat toimitusajat ovat Tokmannille tärkeä kilpailuvaltti. Verkkokaupan myynti on kasvanut viime vuosina erittäin vahvasti, mutta sen osuus yhtiön liikevaihdosta on vielä alhainen. Yhtiö kertoi tavoitteestaan kaksinkertaistaa varastonimikkeiden määrän 50:een tuhanteen pääasiassa laajentamalla verkkokaupan tuotevalikoimaa. Verkkokauppa tuo Tokmannille

uusia asiakkaita ja heidän noutaessa tilattuja tuotteita myymälästä.

Verkkokaupan tyypillinen tilaus on Tokmannin asiakkaan keskimääräistä ostoskorja merkittävästi suurempi, arvioimme mukaan 50-100 euroa. Korona-ajan jälkeen kulutus on kohdistunut enemmän päivittäisiin, alemman hintapisteen tavaroihin, ja tämän myötä korkeampien hintapisteiden omaavien tuotteiden kysyntä on heikentynyt. Arvioimme verkkokaupan myynnin koostuneen suurilta osin tämän kaltaisesta kysynnästä, minkä syystä Tokmannin verkkomyynti onkin laskenut toista vuotta peräkkäin.

Asiakaskunta

Tokmannin asiakkaat ovat tyypillisesti hintatietoisia, minkä vuoksi edullisen hintamielikuvan ylläpitäminen on yhtiölle tärkeä kilpailuvaltti. Tokmannin asiakasmäärät ovat kasvaneet viime vuosina tasaisesti. Vuonna 2018 tehdyn tutkimuksen perusteella Tokmannin asiakaskunnasta oli etenkin lapsiperheitä (43 %), yhdessä asuvia aikuisia (16 %) ja eläkeläisiä (16 %).

Tokmannin suurin asiakasryhmä muodostuu kuluttajista, mutta yhtiöllä on myös noin 30 tuhatta yritysasiakasta ja noin 3 % liikevaihdosta tulee yritysmyynnistä. Tokmanni tavoittaa suuren osa Suomen väestöstä. Yhtiön vuonna 2022 tilaaman kyselytutkimuksen mukaan 75 % vastaajista sanoo asioivansa Tokmannilla vähintään kerran kuukaudessa. Yhtiön asiakkailta on tapana keskittää ostoksensa yhteen myymälään, mikä tekee Tokmannin laajasta tuotevalikoimasta kilpailuedun.

Verkkomyynti



Lähde: Tokmanni

Segmentit: Tokmanni (4/5)

Tokmanni Klubi

Toisin kuin tunnettujen päivittäistavara-kauppojen kanta-asiakasohjelmat Tokmannin kanta-asiakasohjelma Klubi ei kerrytä pisteitä tai bonusta ostokertojen perusteella, vaan edut perustuvat kuukausittaisiin kohdennettuihin alennuksiin ja muihin rahanarvoisiin etuihin. Näin ollen kanta-asiakasohjelmasta puuttuu asiakas-ostojen keskittämistä edistävä elementti. Toisaalta kohdennettu (kilpailijoilta piilossa oleva) kampanjointi auttaa siihen, ettei kilpailijalla ole välttämättä aikaa reagoida Tokmannin alennuksiin hintakilpailun keinoin.

Yhtiön kannalta kanta-asiakasohjelma tuottaa arvokasta tietoa sen asiakkaistaan ja niiden käyttäytymisestä, jonka avulla markkinointia voidaan kohdentaa personoidummin. Kanta-asiakasjärjestelmän ylläpitäminen sitoo jonkin verran kuluja, mutta toisaalta sillä on potentiaalia tehostaa markkinointikustannuksia ja niiden asiakaskohtaista purevuutta. Näemme kanta-asiakasohjelman kokonaisuudessaan positiivisena asiana Tokmannille, joskin bonusjärjestelmä saattaisi sitouttaa asiakkaita vahvemmin.

Vuoden 2021 lanseerauksen jälkeen Klubi saavutti nopeasti suuren suosion. Tällä hetkellä Tokmanni-klubijäseniä on yhteensä yli 3 milj. asiakasta.

Kasvua on syntynyt myymäläverkostoa kasvattamalla ja konseptia terävöittämällä

Tokmanni on kasvattanut myymäläverkostoaan noin 3 %:n vuositahtia (2013-23). Samaan aikaan yhtiö on parantanut myymäläkohtaisen myynnin tehokkuutta, ts. onnistunut lisäämään myymälöidensä

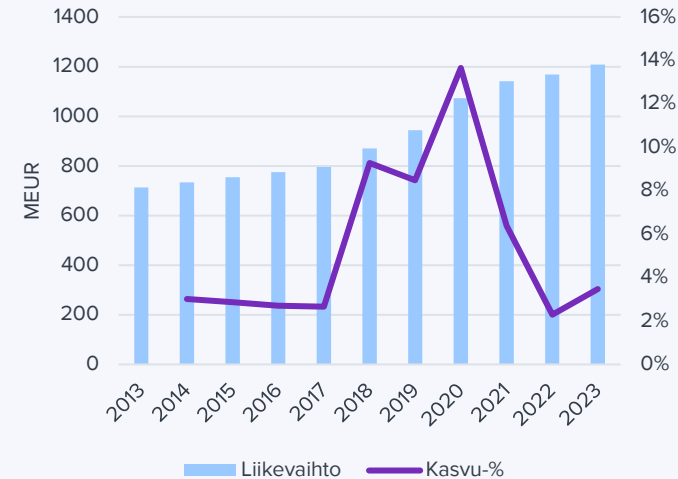
asiakasmääriä. Tämän taustalla uskomme olleen halpakauppamielikuvan terävöittäminen sekä valikoiman laajentaminen. Vuosien 2013-23 aikana Tokmannin liikevaihto on kasvanut noin 5 %:n vuositahtia, mikä on tavaratalomarkkinan (n. BKT:n kasvu) kehitykseen nähden hyvä vauhti. Toisaalta Tokmanni on juuri ja juuri saavuttanut halpakaupan kasvuvauhdin Suomessa (yli 5 % p.a.), mikä saattaa viestiä markkinan olleen yksi merkittävä kasvun edistäjä.

Aikajaksolle asettuu useita yritysostoja, jolloin puhtaan orgaanisen kasvun hahmottaminen koituu hankalaksi. Näemme kuitenkin vertailukelpoisen (like-for-like) myynnin kasvun kuvaavan varsin hyvin Tokmannin vetovoimaa. Ennen toimitusjohtaja Rautiaisen ajanjaksoa vertailukelpoinen kasvu oli heikkoa, ja keskimäärin vanhojen myymälöiden liikevaihdot laskivat (2013-17 -0,5 %). Rautiaisen astuttua puikkoihin, kehittyi vertailukelpoinen kasvu varsin lupaavasti vuosina 2018-21. Hyvää kehitystä mielestämme selittää uuden strategian myötä tehdyt panostukset asiakastyytyvyyden parantamiseen, konseptin piristämiseen sekä valikoiman laajentamiseen. Koronapandemia osaltaan nosti käyttötavaratuotteiden kysyntää, mikä heikentää vuosien 2020-21 vertailukelpoisuutta. Tämän jälkeen vertailukelpoinen kasvu on laskenut matalammille tasoille ja vertailukelpoiset asiakasmäärät ovat jopa laskeneet muutamana edellisenä vuotena. Arviomme mukaan vertailukelpoisen kasvun viimeaikaiseen hidastumiseen on vaikuttanut ainakin 1) heikko kuluttajan asema, 2) kilpailijoiden uusperustanta, 3) yhtiön oma fokus kansainvälistymisessä sekä 4) tavarakysynnän hidastuminen pandemian jäljiltä.

Tokmanni Klubi –kanta-asiakasohjelma



Liikevaihdon kehitys



Lähde: Tokmanni

Segmentit: Tokmanni (5/5)

Tokmannin myyntikatteessa on mielestämme parantamisen varaa

Tokmannin myyntikate-% on ollut keskimäärin hieman reilu 34 % (2013-23). Katteen kehitys on ollut kaksijakoista, ja se on kärsinyt esimerkiksi vuosien 2017 ja 2022 hintakilpailusta ja heikosta markkinaympäristöstä. Toisaalta myyntikatteen kehitys on saanut selvää tukea hyvän markkinaympäristön aikaan, joista pätevimpänä esimerkkinä toimii korona-pandemia (2020-21), jolloin tavarakulutus koki mittavan kasvun. Pitkää peliä peilaten marginaalissa ei ole tapahtunut mullistavia muutoksia viimeisen 10 vuoden aikana, vaan se on kehittynyt suhteellisen tasaisesti tehokkaammasta hankinnasta huolimatta (suoratuonti + omat tuotemerkit). Arviomme mukaan osa suoratuonnin kasvun tuomasta marginaaliyhdydystä on kilpailun myötä valunut asiakashintoihin.

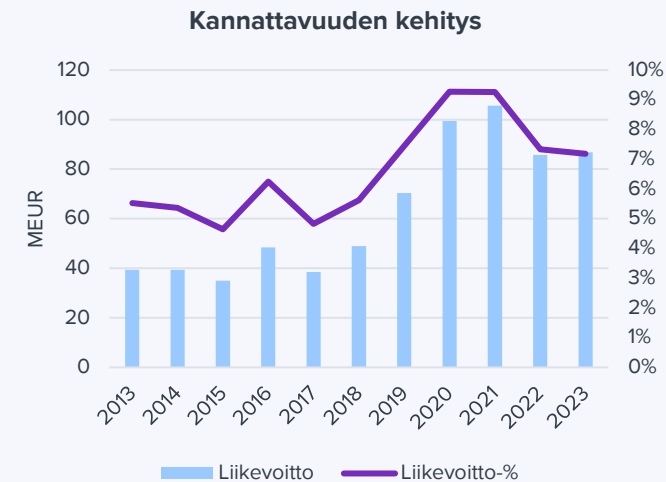
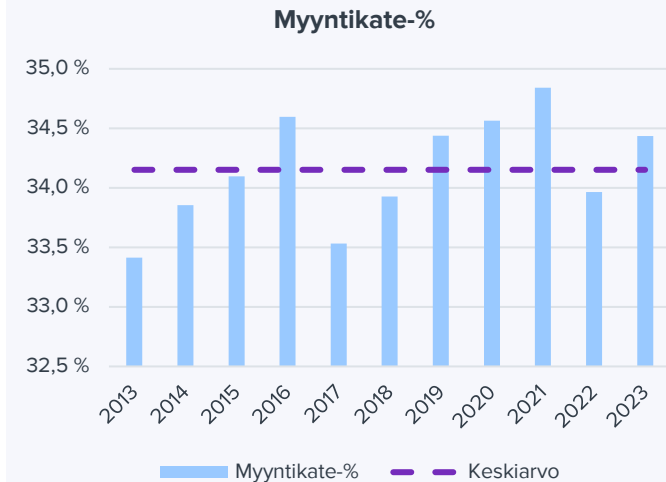
Suhteessa muihin halpakauppoihin, tulisi Tokmannin myyntikate-%:lla olla selvää nousupotentiaalia (esim. Europris ja Rusta omaa noin +10 % korkeamman myyntikatemarginaalin). Eroja halpakauppayhtiöiden bruttokatteiden välillä saattaa selittää omien tuotemerkkien osuudet sekä markkinakohtaiset erot kuten hinnoittelu ympäristö ja kilpailutilanne. Arviomme mukaan Suomen kilpailutilanne on Pohjoismaista tiukin, mitä selittää kuluttajien heikompi (euromääräinen) ostovoima, hintatietoisuus ja kilpailijoiden määrä.

Liiketoiminnan kateparannukseen on

mielestämme kaksi selvää ajuria: 1) suoratuonnin sekä 2) private label tuotteiden osuuden lisääminen, joista jälkimmäistä pidämme voimakkaampana ajurina. Suoratuontia yhtiö on kasvattanut ajan myötä 5-10 %-yksiköllä, kun taas private label tuotteiden osuus on säilynyt melko tasaisena. Kasvaneesta suoratuonnista huolimatta yhtiön suhteellinen myyntikatetaso on heilunut melko paljon eikä merkittävää trendinomaista parannusta olla nähty.

Kannattavuus kehittynyt suotuisasti

Kannattavuuden suhteen Tokmannin kehitys on ollut nousujohteista. Vuosien 2013-23 keskimääräinen oikaistu liikevoitto-% on ollut 6,6 %, kun taas viimeisten 5 vuoden aikana se on noussut lähes 8 %:iin. Kun huomioidaan tasaisena pysynyt myyntikate-%, on suhteellisen kannattavuuden parantumista ajanut kulutehokkuuden koheneminen. Tätä on arviomme mukaan ajanut kasvaneen myymäläkohtaisen myynnin ohella myös tukitoimintojen tehostuminen. Mikäli Tokmanni onnistuu parantamaan suhteellista myyntikatettaan, tulisi tällä olla positiivinen vaikutus myös suhteelliseen kannattavuuteen. Tämän lisäksi kannattavuutta saattaa nostaa Tokmannin tekemät kulutehokkuustoimet (logistiikka, hallinto, data ja analytiikka jne.), joihin suhtaudumme kuitenkin varauksella, sillä samaan aikaan yhtiö kohtaa kustannusinflaatiota esimerkiksi nousevien palkkojen muodossa.



Lähde: Tokmanni

Segmentit: Dollarstore (1/3)

Asiakslupauksena aina halvat hinnat

Konsernin uusimman tulokkaan Dollarstoren myymäläkonsepti on pohjoismaiselle halpakaupalle tyypillinen tarkoittaen suurta myymälää sekä laajaa tuotevalikoimaa. Konseptiin on kuitenkin muista paikallisista halpakaupoista poiketen koitettu tuoda vaikutteita USA:sta, mikä tekee siitä arviomme mukaan helposti ulkomaille monistettavan. Dollarstoren hinnat mielletään jatkuvasti halvoiksi, eikä liiketoiminnassa korostu kampanjat tai halvat erätuotteet. Tällöin yhtiö ei erotu kampanjalehtisillä vaan pyrkii luomaan asiakkailleen luotettavasti alhaisista hinnoista tunnettavaa mielikuvaa. Yhtiön omien sanojen mukaan Dollarstore on valittu useissa hintavertailuissa verrokkiryhmänsä halvimmaksi. Kilpailukykyisen hintamielikuvan ylläpitäminen vaatiikin kulurakenteen tiukkaa kuria, tehokasta hankintaa sekä fiksua ja tietoon perustuvaa hinnoittelua, johon uskomme Tokmannin tarjoavan apuja.

Dollarstoren historia

Dollarstore toimi 1990-luvulla tukkumyyjänä ja maahantuojana toimittaen Aasiasta tuotuja tuotteita muille vähittäiskaupan toimijoille kuten ICA:lle. Yhtiön perustaja ja silloinen omistaja ymmärsi tuomiensa tuotteiden potentiaalin ja perusti ensimmäisen myymälänsä Ruotsiin vuonna 1999. Tästä lähtien yhtiön strateginen fokus on ollut vähittäiskaupassa ja sen myynti on tuplaantunut 4-5 vuoden välein. Vuonna 2015 Dollarstore ylitti miljardin kruunun rajapyykin arviomme mukaan alle 50 myymälällään. Vuonna 2021 yhtiö avasi uuden keskusvaraston Örebroon, jolla sisälogistiikkaa saatiin

tehostettua. Vuonna 2022 Dollarstore laajeni Tanskaan, missä sillä on tänä päivänä 4 myymälää.

Myymäläverkosto on Suomea nuorempi

Dollarstoren myymäläverkosto on vielä jokseenkin nuori. Tämän myötä Ruotsissa ja etenkin Tanskassa on rutkasti tilaa kasvaa. Tällä hetkellä Dollarstorella on 134 myymälää, joista 4 sijaitsee Tanskassa. Dollarstoren myymäläavaustahti on ollut voimakasta ja yhtiö on keskimäärin kasvanut yli 20 % vuosittain viimeisen vuosikymmenen aikana. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa konsernina yli 360 myymäläverkosto vuoden 2025 päätteeksi. Tämä arviomme mukaan tarkoittaa lähes 20 uutta myymälää avattavaksi Ruotsissa ja/tai Tanskassa.

Valikoima risteää Suomen kanssa suurilta osin

Dollarstoren valikoima muistuttaa Tokmannin myymiä tuotekategorioita. Suurin sen kategorioista on muoti ja kauneus edustaen lähes neljäsosaa yhtiön myynnistä. Muita tärkeitä tuotekategorioita Dollarstorelle on naposteltavat ja juomat, kodin sisustus sekä siivous. Näiden lisäksi valikoimassa on vaihtuvia sesonki- ja juhlatuotteita, vapaa-ajan tuotteita sekä leluja, ja eläintarvikkeita. Hintapisteen näkökulmasta Dollarstoren valikoima on Tokmannia alhaisempi, mikä samaan aikaan on mahdollistanut paremman suhteellisen myyntikatteen. Pitkälti saman tuotevalikoiman myötä Tokmanni Group saavuttaa sen kahden suurimman konseptin avulla merkittäviä hankintasynergioita, joiden suuruudeksi se on arvioinut reilu 15 MEUR. Tulevaisuudessa hankinta voidaan tehdä yhden organisaation alta ja hallinnollisia toimintoja voidaan yhdistää konsernitoimintojen alle.



Siivous



Muoti ja kauneus



Vapaa-aika ja lelut



Kodin sisustaminen



Naposteltavat ja juomat



Sesonki ja juhla



Lemmikkitarvikkeet

Segmentit: Dollarstore (2/3)

Uutta myymälää avatessa valikoima koostuu noin 11 tuhannesta tuotenimikkeestä, kun taas iän karttuessa kokonaisnimikemäärä kasvaa noin 14-15 tuhanteen. Erittäin laajan valikoiman sijaan Dollarstore painottaa suuria myyntivolyymeja ja nopeaa varaston kiertoa. Tällöin Dollarstore saa neuvoteltua tavarantoimittajien kanssa edullisemmat ostohinnat kun se tilaa suurempia volyymeja etenkin niissä tuotteissa joiden se tietää kiertävän hyvin nopeasti. Arviomme mukaan nimikkeiden määrä ei tule näistä tasoista merkittävästi kasvamaan lyhyellä tai keksipitkällä tähtäimellä. Yksi nimikemäärän lisäämistä rajoittava tekijä on verkkokaupan puuttuminen.

Myymäläavaukset ovat hyvin perusteltuja

Dollarstoren myymäläavausmalli on kaupan alalle varsin tehokas. Yhtiö saa avatun myymälän kannattavaksi avauksesta ensimmäisen kuukauden jälkeen, mikä tarkoittaa alhainen alkuinvestointi huomioiden hyvin rivakkaa takaisinmaksuaikaa. Arvioimme uuden myymälän avausinvestoinnin olevan 200-400 TEUR:n välillä, joka noin 3 MEUR:n liikevaihdolla ja 15 %:n käyttökatemarginaalilla tarkoittaa alle vuoden takaisinmaksuaikaa. Laskelma ei kuitenkaan huomioi alkuvarastoa, jonka arviomme olevan 600-900 TEUR:n välissä. Alkuvarasto mukaan lukien, uudella myymälällä on potentiaali maksaa itsensä takaisin 2-3 vuodessa.

Keskeistä tulevaisuudessa myymäläavauksissa on löytää ne lokaatiot, joissa sama kannattavuuspotentiaali on saavutettavissa. Käsityksemme mukaan Dollarstore on onnistunut myymäläavauksissa hyvin ja se on joutunut sulkemaan vain muutamia myymälöitä.

Tanskassa piilee potentiaalia

Dollarstore laajeni Tanskaan uudella Bigdollar-konseptilla, joka käsityksemme mukaan noudattelee pitkälti samaa kaavaa kuin Dollarstore. Markkinana Tanska poikkeaa Suomesta ja Ruotsista siten, että siellä laajan tuotevalikoiman halpakauppa ei ole yhtä korostuneessa asemassa. Maassa operoi suuria päivittäistavaraketjuja sekä tunnettuja Pohjoismaisia fokuoituneita halpaketjuja (Normal, Clas Ohlson). Dollarstore on positioltaan uniikissa asemassa pinta-alaltaan suurempana, laajemman valikoiman omaavana ja halpoja hintoja tarjoavana konseptina. Tämä yhtäältä asettaa kysymysmerkkejä sille onko Tanskassa kysyntää konseptille. Mikäli kysyntää löytyy on Dollarstore tällöin herkullisessa etuasemassa avaamassa ”uutta” markkinaa (nk. first mover -etu).

Uudet markkinat

Dollarstoren johto vihjaili 2024 CMD:llä uusille markkinoille laajanemisen yhtenä kasvumahdollisuutena. Laajentuminen tapahtuisi arviomme mukaan joko Dollarstoren konseptilla (tai sen variaationa) tai yritysostoin. Näemme Dollarstoren orgaanisen laajentumisen todennäköisenä, mikäli yhtiö onnistuu kasvattamaan itsensä tätä suurempaan kokoluokkaan Tanskassa. Mikäli kasvu Tanskassa koituu vaikeaksi, uskomme yritysoston olevan relevantimpi laajenemismuutostohto.

Potentiaalisina kohdemarkkinoina pidämme Norjaa tai Saksaa, joskin jälkimmäisessä kilpailutilanne lähentelee Suomen tasoa. Emme myöskään yllätyisi mikäli Dollarstorea kokeiltaisiin Baltian maissa. Esimerkiksi ruotsalainen PT-kauppias ICA toimii Virossa omalla Rimi-konseptillaan.

Dollarstoren myymäläavausmalli*

Keskimääräinen DS-myymäla avausvuonna, MEUR	Keskimääräinen DS-myymäla		
Liikevaihto	3,0		
Käyttökate	0,5		
Käyttökate-%	15 %		
		Skenario 1	Skenario 2
Myymäläinvestoinnit	0,2	0,2	0,4
Alkuvarasto	0,6	0,6	0,9
Investoinnit yhteensä	0,8	0,8	1,3
Takaisinmaksu (vuotta)	1,8	1,8	2,9

* Inderesin arvio.

Segmentit: Dollarstore (3/3)

Asiakaskunta

Dollarstoren asiakaskunta poikkeaa maittain: Ruotsissa se koostuu suurimmissa osin nuorista asiakkaista, jotka peräänkuuluttavat halpoja hintoja. Tanskassa puolestaan asiakaskunta on profiililtaan laajempi ja myymälöissä asioi nuorten lisäksi myös perheitä ja vanhempia kuluttajia. Dollarstoren tarkoituksena onkin laajentaa sen asiakaskuntaa Ruotsissa myös nuorten ulkopuolelle, johon arviomme mukaan mainonnan lisääminen (tarjouslehtiset) voisi olla yksi keino. Tarjouslehtiset ovat halpakaupassa usein käytetty mainontatapa, jota Dollarstore ei ole tähän mennessä laajalti hyödyntänyt. Käsityksemme mukaan Dollarstoren asiakaskunta koostuu pääosin kuluttajista ja yritysasiakkaiden rooli on toistaiseksi vähäinen.

Kasvu ollut hurjaa

Dollarstore on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana hurjaa vauhtia ja saavuttanut keskimääräisellä 20 %:n vuosikasvulla reilu 400 MEUR:n kokoluokan. Tämä tarkoittaa myynnin tuplaamista neljän vuoden välein. Käsityksemme mukaan kasvun pääajurina on toiminut uusien myymälöiden avaukset (10-15 kpl per vuosi), joilla yhtiö on saavuttanut uutta asiakaskuntaa. Vertailukelpoisen myynnin kasvu on arviomme mukaan ollut toissijainen myyntiä kasvattava tekijä, mutta sen rooli tulee korostumaan sitä myöten mitä vanhemmaksi Dollarstoren myymäläverkosto varttuu. Toistaiseksi yhtiön myymäläkohtainen myynti on vielä vaisulla tasolla noin 3 MEUR:ossa, mikä saattaa johtua yhtäältä Dollarstoren vielä matalahkosta tunnettuudesta ja toisaalta

Tokmannia pienemmästä tuotevalikoimasta. Dollarstoren yhtenä arvoajurina toimiikin vertailukelpoisen tai myymäläkohtaisen kasvun lisääminen, jonka tulisi myös parantaa yhtiön kannattavuutta.

Katteet kunnossa

Dollarstoren keskimääräinen myyntikate-% on ollut edellisten vuosien aikana lähes 40 %. Noin +5 %-yksikön ero Tokmanniin selittyy suotuisammalla myynninjakaumalla sekä Ruotsin Suomea leudommalla kilpailutilanteella. Dollarstoren valikoimassa korostuu halvemman hintapisteen tuotteet, joiden suhteellinen myyntikate on pääsääntöisesti kalliimpia tuotteita korkeampi. Näemmekin Dollarstorella olevan hyvät edellytykset parantaa kannattavuuttaan kasvattamalla private label -tuotteiden ja suoratuonnin osuutta.

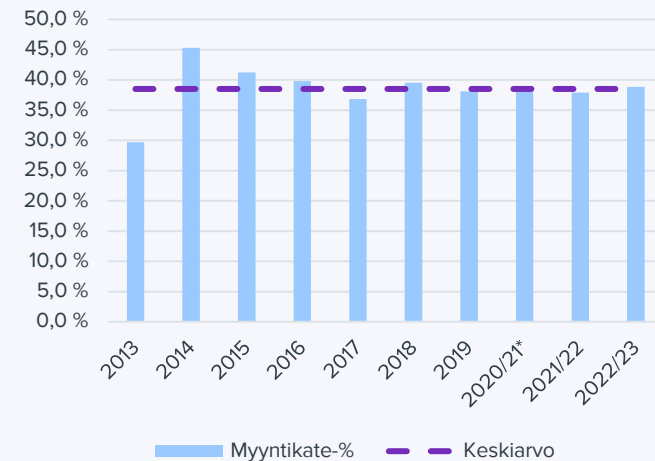
Kasvu on vaatinut etupainotteisia investointeja

Kannattavuuden suhteen Dollarstore jää jonkin verran Tokmannin alapuolelle. Keskimäärin Dollarstoren liikevoitto-% on pyörinyt 3,5 %:n tienoilla, kun se edellistilikauden päätteeksi oli arviomme mukaan noin 5 %. Uskomme Dollarstoren vaisun kannattavuuden taustalla olevan kasvun eteen tehdyt etupainotteiset operatiiviset investoinnit. Näiden lisäksi Dollarstoren poistomassa on suhteessa Tokmanniin suurempi. Yhtiön johdon puheiden perusteella tämä johtuu pidemmistä vuokrasopimuksista. Toisin sanoen, käyttökateetasolla yhtiöiden kannattavuuserot eivät ole niin suuret.

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Myyntikate-%



Lähde: Allabolag
* 13 kuukautta

Segmentit: Muut (1/1)

Tokmanni on täydentänyt tavarakauppaansa uusilla konsepteilla

Tokmannin Suomen liiketoimintaan kuuluu tavarakauppaketjun lisäksi kenkäliiketoiminta Click Shoes sekä lifestyle -konsepti Miny. Molemmat liiketoiminnat toimivat omilla sekä Tokmannin tiloissa olevilla shop-in-shop –myymälöillään.

Kenkäliiketoimintaan laajennuttiin yritysostoin

Tokmanni laajentui kenkäliiketoimintaan alkuvuodesta 2023 ostamalla kaksi Suomessa toiminutta kenkäkauppa-ketjua (Click Shoes ja Shoe House). Kauppahinta oli mielestämme hyvin kohtuullinen (10,7 MEUR; 2022 EV/EBIT 5x). Kenkäliiketoimintaan laajentuminen käsityksemme mukaan johtui yhtäältä pukeutumisvalikoiman täydentämistarpeesta, mutta toisaalta myös kansainvälisten kilpailijoiden poistumisesta Suomen markkinalta. Yhtiö omien sanojensa mukaan näki markkinalla raon.

Kooltaan nämä liiketoiminnat ovat pieniä suhteessa konserniin. Yhdistettynä ostettujen Click Shoesin ja Shoe Housen 2022 liikevaihto oli noin 15 MEUR ja liikevoitto-% jopa 14,6 %. Korona aiheutti liiketoimintaan suuren pudotuksen (reilu – 20 %), jolloin kannattavuus myöskin heikkeni. Arvioimme kenkäliiketoiminnan kasvaneen merkittävästi vuoden 2023 aikana, sillä Tokmanni on avannut useita uusia shop-in-shop ja omia myymälöitä. Omia kenkämyymälöitä Tokmannilla on tällä hetkellä reilu 30 kappaletta.

Kenkävalikoima sisältää halvemman hintapisteen tuotteita sekä hieman kalliimpia A-brändin

tuotteita. Arviomme mukaan brändeistä yksi (2Moons) kuuluu Tokmannin hallinnoitaviin tuotemerkkeihin. Click Shoesin kenkävalikoima on vielä rajallinen, mutta uskomme yhtiön laajentavan sen peittoa esimerkiksi urheiluun.

Emme näe kenkäliiketoiminnassa merkittävää kasvupotentiaalia, sillä uskomme kansainvälisten kenkäkauppojen kaikkoamiseen olleen pätevä syy. Jalkineiden nettikauppa on yleistynyt vauhdilla ja Tokmannin erillisten kenkäkauppojen rooli jäänee suhteessa konsernin kokoon vähäiseksi. Kenkävalikoima kuitenkin täydentää Tokmannin pukeutumisen valikoimaa, ja näemme liikkeen sinällään perusteltuna. Arvioimme Tokmannille validin kenkämarkkinan Suomessa olevan noin 300 MEUR, koko jalkinemarkkinan ollessa lähes 600 MEUR:n arvoinen.

Asiakaskuntaa pyritään laajentaa Minyn avulla

Miny on Tokmannin itsekehittämä lifestyle – konsepti, jolla se pyrkii houkuttelemaan myös nuorempia kuluttajia asioimaan Tokmannin myyntikanaviin. Minyn valikoima koostuu pääosin kauneuteen, pukeutumiseen ja asusteisiin, askarteluun ja sisustamiseen liittyvistä tuotteista. Tällä hetkellä Minyllä on 6 omaa liiketilaa ja useita Tokmannin myymälöissä sijaitsevaa shop-in-shopia. Shop-in-shopit ovat mielestämme perusteltuja Tokmannin myymälätilan skaalatessa kuluja, mutta suhtaudumme toistaiseksi varauksella Minyn omiin myymälöihin. Tokmanni ei avaa Minyn lukuja, mutta konsernin lukuihin tällä ei ole arviomme mukaan merkittävää kontribuutioarvoa.

Kenkäliiketoiminnat

Click Shoes Oy	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liikevaihto	3,4	3,8	3,8	2,8	3,4	4,3
Kasvu-%		11 %	0 %	-27 %	24 %	26 %
Liikevoitto		0,1	0,2	0,1	0,2	0,6
Liikevoitto-%		2 %	6 %	3 %	7 %	13 %

Shoe House Oy	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liikevaihto	5,7	5,6	6,3	5,1	7,2	10,8
Kasvu-%	-2 %	-2 %	12 %	-18 %	41 %	49 %
Liikevoitto		0,1	0,4	0,2	0,6	1,6
Liikevoitto-%		2 %	7 %	4 %	8 %	15 %

Pro-forma	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liikevaihto	9,1	9,4	10,1	7,9	10,6	15,1
Kasvu-%		3 %	7 %	-22 %	35 %	41 %
Liikevoitto		0,2	0,6	0,3	0,8	2,2
Liikevoitto-%		2 %	6 %	4 %	8 %	15 %

Kauppahinta (EV)	10,7
EV/S	0,7x
EV/EBIT	4,9x

Lähde: Suomen Asiakastieto

Sijoitusprofiili (1/2)

Vahva markkina-asema takaa useita etuja

Yhtiö on kokonsa kasvun myötä saavuttanut tietyn asteisen vallihaudan Suomen markkinalla. Sen myymäläverkosto on merkittävästi suoria kilpailijoitaan suurempi ja Tokmanni-brändi tunnetaan Suomessa halvoista hinnoistaan. Absoluuttisesti yhtiö ei kuitenkaan arviomme mukaan ole halvin vaan se on onnistunut erittäin hyvin ylläpitämään halvan hintamielikuvaa kuluttajien keskuudessa. Tämän lisäksi yhtiö saa vahvan markkina-asemansa myötä skaalaetuja esimerkiksi ostoihin ja markkinointiin. Liiketoimintamallin ollessa kevyt on Tokmannin pääomantuotto sen keskimääräisen kustannuksen yläpuolella. Kokonsa ja vakiintuneen asemansa myötä Tokmannin tuotteiden ja palveluiden kysyntään liittyvä riski on mielestämme alhainen, vaikkakin kauppa lähtee päivittäin nolliasta.

Arvoajurit

Mielestämme konsernin keskeisimpinä arvoajureina toimii kasvun jatkaminen Ruotsissa ja Tanskassa sekä Dollarstore-liiketoiminnan tehostaminen. Suomessa yhtiön kasvuvara on hiipumassa, mutta orgaaninen asiakasmäärän kasvattaminen nousee ensiarvoiseen asemaan. Verkkokauppa saattaa toimia yhtenä kasvun ajurina ja etenkin siellä nouseva tuotenimikkeiden määrä. Omien tuotemerkkien ja suoratuonnin osuuden kasvaessa on konsernin kannattavuudella tilaisuus suhteellisesti parantua. Pitempää perspektiiviä pelaaville sijoittajille (5+ vuotta) tulevaisuuden yritysostojen onnistuminen esittää keskeistä roolia.

Riskit liittyvät kilpailuun ja omaan tekemiseen

Kilpailu kaupan alalla on kireää ja Tokmannin suorat kilpailijat ovat aggressiivisesti kasvattaneet niiden myymäläverkostojaan. Tämän lisäksi tavanomaiset tavaratalot pyrkivät kasvamaan käyttötavarakaupassa. Näemme suorien kilpailijoiden (esim. Rusta) laajentumisen nostavan kilpailun uhkaa ja lisääntyvä kilpailu on mielestämme yksi keskeisimmistä riskeistä sijoittajan kannalta.

Dollarstoren integroinnissa tai synergiaetujen saavuttamisessa epäonnistuminen nostaa mielestämme yritysostoon liittyvää riskiä, sillä kauppahinta ei mielestämme ollut edullisin (EV/EBIT 22x ja synergiat huomioiden 11x). Riskiä toisaalta pienentää yhtiön antamat kommentit (H2'23) integraation alkamisesta suunniteltua paremmin ja Dollarstoren hyvä kasvun track-record. Tokmannin tehtäväksi jää edellytysten tehokkuuden parantaminen ja suhteellisen kannattavuuden nostaminen.

Mikäli Tokmannin alhainen hintamielikuva tai brändi haavoittuisi, sillä saattaisi arvioidemme mukaan merkittävä vaikutus yhtiön liikevaihdon kehitykseen, etenkin kun otetaan toimialan lisääntyvä kilpailu huomioon.

Lopuksi tietyt ESG-vaatimukset Aasian kauppaan liittyen nostavat riskejä liittyen hankintatoimintoihin ja saattavat aiheuttaa painetta kustannuksille. Tämän lisäksi kiristynyt geopoliittinen tilanne on osoittanut sillä olevan vaikutuksia tavanomaisiin liiketoimintoihin myös konfliktialueiden ulkopuolella (vrt. Suezin kanava).

SWOT-analyysi

Vahvuudet <ul style="list-style-type: none">• Defensiivinen toimiala• Laaja myymäläverkosto ja valikoima• Vahva brändi ja alhainen hintamielikuva• Korkeista volyymeista etua osto- ja myyntitoihin ja markkinointiin• Korkea pääoman tuotto	Mahdollisuudet <ul style="list-style-type: none">• Yritysoston synergiat• Dollarstoren laajeneminen Ruotsissa ja Tanskassa• Valikoiman laajentaminen• Omien tuotemerkkien lisääminen• Konsernin kannattavuuden parantaminen
Heikkoudet <ul style="list-style-type: none">• Kilpailu halpakaupassa kireää• Suomen kasvuvara hiipumassa• Kulujen alhainen skaalautuvuus• Velkaantuneisuus on nostanut rahoituskustannuksia	Uhat <ul style="list-style-type: none">• Kilpailijoiden laajeneminen Tokmannin kauppapaikoille• Dollarstore-integraatiossa epäonnistuminen• Maineriski• ESG-sääntely ja kiristynyt geopoliittinen tilanne• Riippuvuus keskusvarastoista

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili (2/2)

1.

Vahva brändi ja markkina-asema

2.

Defensiivinen halpakauppa kasvaa vähittäiskauppaa nopeammin

3.

Kansainvälistyminen Ruotsiin ja Tanskaan

4.

Edullinen hintamielikuva ja laaja valikoima

5.

Vahva kassavirta ja osingonjakopolitiikka

Potentiaali



- Myymäläverkoston laajentaminen (etenkin Ruotsissa ja Tanskassa) ja asiakasvirran kasvattaminen
- Tuotevalikoiman kasvattaminen
- Suoratuonnin ja private label -tuotteiden laajemmat marginaalit tukee kannattavuutta
- Dollarstore-synergioiden realisoituminen nostaa myyntikatemarginaalia
- Dollarstoren tehostaminen ja kannattavuusparannus

Riskit



- Halpakaupan kilpailu kiristyy
- Taseasema heikentyi velalla rahoitetun yritysoston yhteydessä
- Kuluttajien heikon ostovoiman ja luottamuksen jatkuminen
- Dollarstore-integraatiossa epäonnistuminen
- Valikoiman hallinnassa epäonnistuminen
- Riippuvuus Mäntsälän ja Örebron keskusvarastoista

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/5)

Inderesin näkemys Tokmanni Groupin strategiasta



Vertailukelpoinen kasvu asiakastytyväisyyttä parantamalla

Laaja valikoima
Halvimmat hinnat
Helppo ja yllättävä asiointikokemus
Pätevä henkilöstö
Vastuullisuus



Tokmannin vertailukelpoinen (like-for-like) kasvu otti suurloikan nollatasoista vuosien 2018-21 aikana (4 % p.a.) fokuksen siirtyessä asiakastytyväisyyden parantamiseen. Kasvua tosin vauhditti koronapandemia.

Tulevaisuudessa vertailukelpoisen kasvun rooli korostuu Suomessa, jossa myymälävausten tahti hidastuu. Tehtävä ei ole helppo, sillä kilpailu näyttää kirstyvän entisestään muiden halpakauppojen avatessa uusia myymälöitä.

Uskomme vertailukelpoisen myynnin paranevan ulkomailla yhtiön kokoluokan kasvaessa. Lisäksi Dollarstorella on isompien muskeleiden avulla mahdollisuus lisätä markkinoita.



Myymäläverkoston laajentaminen

Suomessa 10-15 uuden myymälän potentiaali
Ruotsissa ja Tanskassa runsaasti tilaa uusille myymälöille



Tokmanni on kasvattanut myymäläverkostoaan noin 3 %:n vuositahtia vuosien 2013-23 aikana.

Suomessa on enää tilaa noin 10 Tokmanni-myymälälle johdon indikoiman myymäläpotentiaalin ollessa 220 myymälää. Näemme 220 myymälän rajapyykin saavuttamiseen tai näiden myymälöiden potentiaaliin liittyvän hienoista riskiä, sillä Tokmannin verkosto kattaa leijonanosan Suomesta.

Näemme myymäläverkoston laajentamisen tuovan huomattavaa kasvupotentiaalia kansainvälisillä markkinoilla. Vuosina 2024-25 Tokmanni pyrkii avaamaan vähintään 25 uutta myymälää kaikilla sen markkinoilla.



Tehokkuuden parantaminen

Hankinnan tehostaminen
Toimitusketjun tehostaminen
Digitalisaatio



Yhtiö pyrkii parantamaan myyntikate-%:a omien tuotemerkkien ja suoratuonnin avulla. Tämän lisäksi Dollarstoren arvioidaan tuovan yli 15 MEUR:n synergiaa. Uskomme synergioiden toteutumiseen, mutta suoratuonnin nousun tuoma katevaikutus on jäänyt historiassa pieneksi.

Toimitusketjua pyritään tehostamaan optimointia lisäämällä ja kulutehokkuutta nostamalla. Lisäksi sisälogistiikan hoitaminen yhden keskuksen alta lisää kulutehokkuutta. Uskomme osan kulutehostuksista valuvan palkkainflaation kaitsemiseen.

Digitalisaatiolla on potentiaali parantaa sisäistä tehokkuutta ja tarjota personoidumpia palveluita asiakkaille.

Paraneva suhteellinen kannattavuus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/5)

Strategiaan aste kansainvälisyyttä

Tokmannin strategian ydin säilyi ennallaan helmikuussa 2024 päivitetystä strategiassa. Sen keskiössä on asiakasluottamuksen ja –uskollisuuden parantamisen sekä myymäläverkoston laajentamisen lisäksi kustannustehokkuus. Asiakasuskollisuutta parantamalla yhtiö uskoo saavuttavansa kasvua sen olemassa olevissa myymälöissä kun taas kasvun pääajurina toimii mielestämme myymäläverkoston laajentaminen.

Vuoteen 2025 ulottuvan strategiakauden taloudellisina tavoitteina on saavuttaa

- **Liikevaihto** 1,8 mrd. euroa
- **Liikevoitto** 150 MEUR

Taloudelliset tavoitteet on käsitelty tarkemmin sivuilla 23-24.

Asiakasluottamusta parannetaan usealla tekijällä

Tokmanni uskoo parantavansa asiakasluottamusta useilla tekijöillä, joiden pitäisi johtaa vertailukelpoiseen kasvuun (like-for-like). Näistä tärkeimpinä voimme nostaa laajan valikoiman sekä alhaiset hinnat. Tokmanni on nostanut sen tuotenimikkeiden määrää noin 30 tuhanteen, ja käsityksemme mukaan 45 tuhannen tavoite säilyi strategiauudistuksessa ennallaan. Nimikemäärän kasvaessa kohdistuu valikoiman hallitsemiseen myös huolia, jotka saattavat esimerkiksi nostaa varastoriskejä tai vaikuttaa varaston kiertoön ja välillisesti myyntikatteen potentiaaliin.

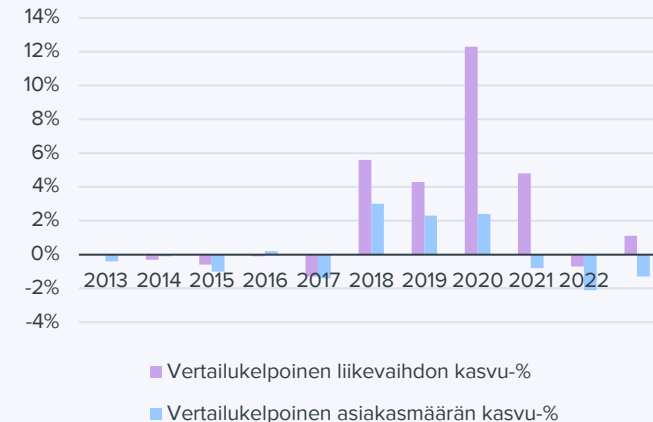
Alhaiset hinnat ovat halpakaupalle elintärkeitä, sillä näiden asiakaskunta koostuu suurilta osin

hintaherkistä asiakkaista. Jokaisessa tuotteessa Tokmanni ei kuitenkaan voi olla halvin, ja viimeisimmät riippumattomat [hintavertailut](#) ovat osoittaneet toisten toimijoiden olleen sitä halvempia ainakin hygieniatuotteiden osalta. Tokmanni on kuitenkin mielestämme onnistunut erittäin hyvin luomaan halvan hintamielikuvan itsestään, minkä uskomme olleen eräalennusten ja onnistuneiden kampanjoiden lopputulemaa. Dollarstoren hintamielikuvan luonti poikkeaa Suomen liiketoiminnoista, sillä Dollarstore pyrkii tarjoamaan aina halpoja hintoja ja olla ennustettava hintatasossa.

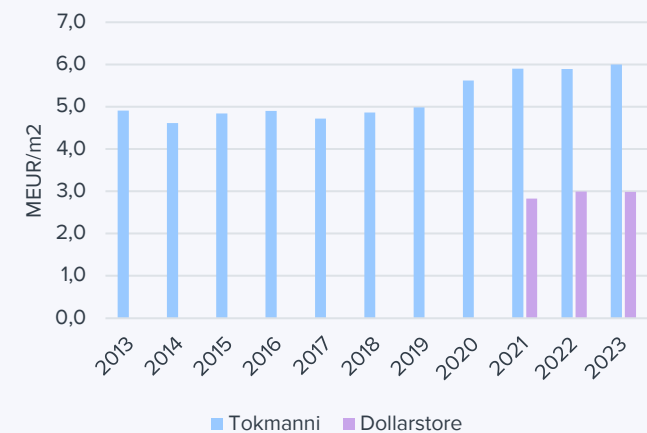
Tavoitteena yli 360 myymälää Pohjoismaissa

Tokmannin myymäläverkosto on Suomen halpakauppiasta suurin ja Ruotsissa se sijoittuu parhaan neljän joukkoon. Yhtiön tavoitteena on kasvattaa verkostoaan vähintään 25 myymälällä vuoteen 2025 mennessä. Tokmanni tavoittelee yli 360 myymälän rajapyykkiä strategiakauden päätteeksi, minkä uskomme olevan validi. Epävarmuutta tähän luo yhtiön omien sanojen mukaan Suomen epäsuotuisa vuokramarkkina, joka on hiljentänyt Tokmannin mukaan sen laajenemisvauhtia edellisten vuosien aikana. Ennustamme Tokmannin saavuttavan Suomessa edellisen strategian 220 myymälän rajapyykin vuoden 2026 aikana, mikä viittaa suurimman osan myymäläavauksista tapahtuvan Ruotsissa tai Tanskassa. Tämä onkin mielestämme perusteltua, sillä kasvuvara Suomessa jää jo tiukaksi ja Dollarstoren myymäläavausmallin on hyvin tehokas sekä tuottava. Kuten edellä totesimme, näemme 220 myymälän saavuttamiseen liittyvän kuitenkin erinäisiä riskejä.

Vertailukelpoisten myymälöiden kehitys



Liikevaihto per myymälä*



Lähde: Tokmanni, Inderes, Allabolag

* Dollarstoren myymäläpinta-ala Inderesin arvio

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/5)

Pitkässä juoksussa näemme Dollarstorella potentiaalia nostaa jonkin verran myymäläkohtaista liikevaihtoaan nousevan bränditunnettuuden myötä. Myymäläkohtaisen liikevaihdon parantaminen toisi samalla kannattavuushyötyjä kasvun skaalautuessa. Emme kuitenkaan näe Dollarstoren (3 MEUR/myymälä) saavuttavan Tokmannin 6 MEUR:n tasoa nykyvalikoimallaan vaan sitä tulisi reilusti laajentaa.

Kustannustehokkuus on halpakaupalle elintärkeää

Halpakaupalle ominainen kulutehokkuus korostuu Tokmannin strategiassa omana painoalueenaan ”joka päivä alhaiset kulut”. Tokmanni uskoo saavuttavansa tehokkuushyötyä esimerkiksi tekoälyä ja jalostettua asiakastietoa hyödyntämällä. Tämä trendi ei ole kaupan alalla mikään uutuus, sillä vastaavaa ovat esimerkiksi suomalaiset Kesko ja Verkkokauppa.com tehneet jo pitkän aikaa. Tokmannin suunnitelmat ovat tämän suhteen olleet käynnissä jo jonkin aikaa ja käsityksemme mukaan joitakin toimenpiteitä ollaan viety jo tuotantoon.

Yhtiö hakee ostotoiminnoistaan, valikoimastaan sekä toimitusketjustaan kustannusetuja esimerkiksi lisäämällä suoratuontia sekä omien tuotemerkkien osuutta myynnistä. Digitalisaatiolla uskotaan olevan tehokkuutta lisäävä elementti, jolla Tokmanni esimerkiksi pyrkii optimoimaan logistiikkaa, tuotehintoja ja asiakastuntemusta. Tokmanni odottaa joitakin kustannussäästöjä syntyvän takaisinvuokratun Mäntsälän logistiikkakeskuksen myötä. Tokmanni tämän

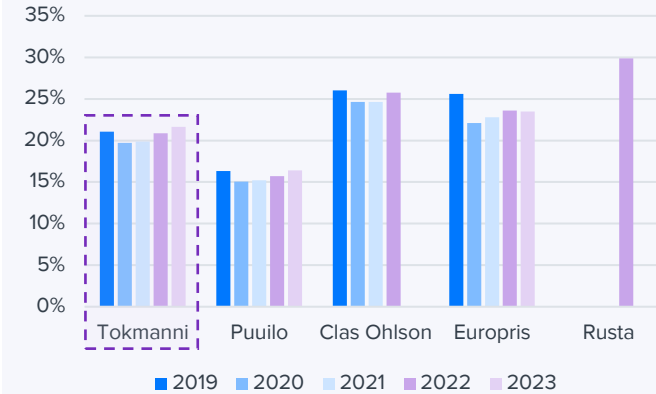
myötä siirtyy keskusvarastoinnissaan yhden kokonaisuuden alle, missä on myös ulkopuolisia vuokratavaroita edullisempi vuokrataso.

Elämme ajassa jossa inflaatio on silti läsnä ja yllättäviä kustannuksia saattaa syntyä esimerkiksi geopolittista erinäköisyyksistä. Näistä viimeisimpänä esimerkkinä toimii Suezin kanavan sulkeutuminen, joka on nopeasti nostanut rahtihintoja 50 tai jopa 100 %. Lisäksi Euroopan Unioni on asettanut useita kestävän kehityksen vaateita (EU:n Green Deal, CSRD, CBAM, CSDDD jne.) EU:n ulkopuolelta tavaraa tuonneille toimijoille, joista tulee syntymään lisäkustannuksia. Tästä syystä kustannussäästöt eivät valu suoraan alariville vaan pikemminkin hiljentävät muita inflaationaarisia elementtejä.

Yritysostoja tullaan jatkamaan

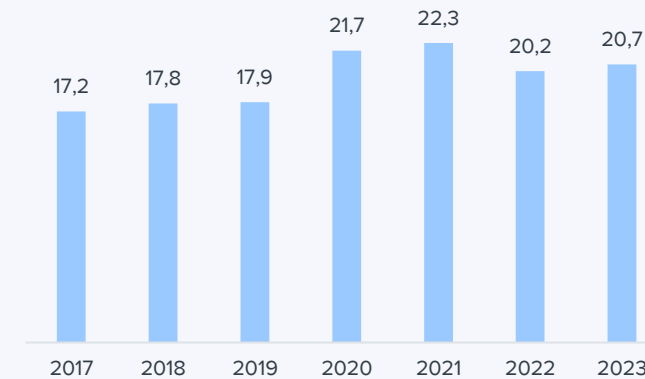
Viimeisten 20 vuoden aikana Tokmanni on tehnyt lähes 20 yritysostoa, joita on myöhemmin integroitu joko Tokmanni brändin alle (Suomi) tai ne ovat jatkaneet omalla konseptillaan (Ruotsi ja Tanska). Tokmannin pitkän aikavälin ambitiot ovat arvioidemme mukaan nykyisiä tavoitteita selvästi ylempänä, joka toisin sanoen tarkoittaa paluuta yritysostojen uralle ennemmin tai myöhemmin. Dollarstoren integraatio-prosessi on kesken, ja pidämme suuren yritysoston realisoitumista epätodennäköisenä strategiakauden aikana. Tokmanni saattaa tehdä täydentäviä yritysostoja, esimerkiksi yksittäisiä kauppoja tai valikoimaa täydentävien tuotemerkkien ostoja.

Kiinteä kulu-%



Lähde: Yhtiöiden sijoittajasivut ja raportit

Tokmanni Group keskiostos



Lähde: Tokmanni

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/5)

Uusi liikevaihtotavoite saavutettavissa

Tokmanni nosti vuonna 2021 asettamaansa 1500 MEUR:n liikevaihtotavoitetta 1800 MEUR:oon Dollarstore-yritystoston seurauksena. Pidämme uutta tavoitetta realistisena ja uskomme sen olevan saavutettavissa. Kehitystä kohti uutta tavoitetta ajaa suurilta osin myymäläverkoston laajentaminen sekä kohtuullinen vertailukelpoisten Dollarstore-myymlöiden myynnin kasvu tunnettuuden kasvaessa.

Vuotta 2021 edeltävinä strategiaperiodeina Tokmannin taloudelliset tavoitteet ovat nojanneet myymäläpinta-alan nostamiseen sekä vertailukelpoisen kasvun lievään kasvuun, joista ei tällöin saada tukea absoluuttisten tavoitteiden saavuttamiselle. Myymälämääräänsä yhtiö on onnistunut kasvattamaan, mutta samaan aikaan ennen toimitusjohtaja Rautiaisen aikakautta vertailukelpoinen kasvu on jäänyt yhtiön omista tavoitteista (2013-17 -0,5 % keskimäärin).

Tokmanni on kertonut tavoittelevansa yli 360 (Q4'23: 335 kpl) myymälän verkostoa Pohjoismaissa vuoden 2025 päätteeksi. Nykyiset ennusteemme huomioivat potentiaaliset myymäläavaukset ja mikäli myymälämäärän tavoitetasoista jostain syystä jätätisiin, olisi tällä negatiivisia vaikutuksia sekä ennusteisiimme että liikevaihdon tavoitetason saavuttamispotentiaaliin.

Kannattavuustavoite peräänkuuluttaa synergioita

Tokmanni säilytti 150 MEUR:n liikevoittotavoitteensa ennallaan. Uudella liikevaihtotavoitteella tämä tarkoittaa noin 8,3 %:n liikevoittomarginaalia, jota laskettiin aiemmasta 10 %:sta. Tätä arviomme mukaan selittää ostettu alemman katerakenteen

omaava Dollarstore. Kannattavuustavoitteen saavuttaminen vaatii onnistuneiden myymäläavauksen lisäksi Dollarstore-yritystoston seurauksena syntyneiden synergioiden onnistunutta kotiuttamista. Mikäli seuraavien kahden vuoden myymäläavaukset jäisivät yhtiön suunnitelmia pienemmiksi, tulisi konserni arviomme mukaan jäämään tavoitteistaan. Pidämme tavoitetta jokseenkin realistisena ja se on mielestämme saavutettavissa, mikäli kasvu, synergiat ja kulutehostaminen osuvat lankulle.

Nykyiset ennusteemme ovat piirun verran tavoitetasoa alempana, mutta suhteellisesti uskomme Tokmannin pääsevän lähelle tavoittelemaansa 8,3 %:n liikevoittomarginaalin tasoa.

Velkaisuus oikeene nopeasti

Strategiapäivitystä edeltävä 3,2x nettovelan suhde käyttökatteeseen meni rikki Dollarstore-yritystoston seurauksena (transaktio rahoitettiin velalla ja IFRS16-vastuut nousivat merkittävästi). Yhtiö täsmensi velkaisuustavoitettaan, ja oikaisee siitä nyt IFRS16-vastuiden vaikutuksen. Tämä on seurausta velka-aseman viestinnän selkeyttämisestä, sillä IFRS16-vaikutukset mukaan lukien Tokmannin velkaisuus näyttää korkealta. Yhtiö asetti 2,25x ylärajan nettovelka/käyttökate –suhteelle IFRS16-vastuista oikaistuna. Kyseinen luku oli Q1'24 päätteeksi 2,3x eli suurin piirtein tavoitetasolla. Tämä toisin sanoen kertoo taseeseen aktivoitavien IFRS16-vastuiden määrän olevan merkittävän suuri, ja todellisen velkaisuuden olevan kohtuullinen. On selvää, että tavoitetason alapuolella tullaan säilymään mikäli suuria investointeja ei tehdä, olettaen, että tulostaso jatkaa positiivista kehittymistään.



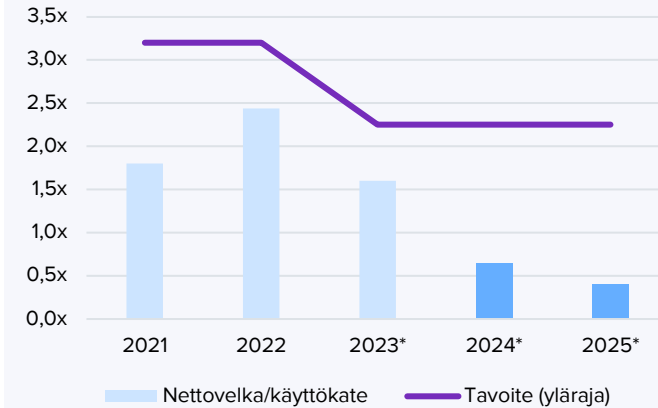
Lähde: Tokmanni, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (5/5)

Osingonjakopolitiikka ennallaan

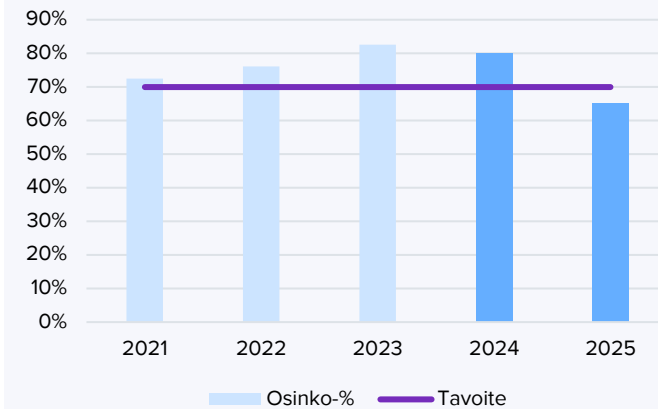
Voitonjaon suhteen yhtiö jatkoi 70 %:n osingonjakosuhteellaan, jonka yhtiö on pääsääntöisesti täyttänyt. Konserni tekee vuolasta rahavirtaa ja sen ylläpito- ja kasvuinvestoinnit ovat melko pääomakevyitä. Investointeja edellisten kahden vuoden aikana on nostanut Mäntsälän logistiikkakeskuksen laajentaminen, mikä lopulta myyntiin ja takaisinvuokrattiin sijoittajalta, vapauttaen pääomaa muihin kasvuinvestointeihin. Uskomme yhtiöllä olevan edellytykset täyttää sen osinkotavoitteen vuolaan kassavirran ansiosta.

Nettovelka/käyttökate



* IFRS16 oik.

Osinko-%



Lähde: Tokmanni, Inderes

Toimiala ja markkinat (1/4)

Vähittäiskaupan markkinan koko on valtava

Tokmanni toimii Suomen, Ruotsin ja Tanskan vähittäiskaupan markkinoilla. Suomen ja Ruotsin yhteenlaskettu vähittäiskaupan myynti on valtava ~135 mrd. EUR. Vaikka Tokmannin valikoima koskettaa suurta osaa vähittäiskaupasta, ei se kuitenkaan ole yhtä syvä kuin perinteisten erikoiskauppioiden valikoimat. Tästä syystä emme näe Tokmannin markkinaosuuksien peilaamista koko vähittäiskauppaa vasten kovin hedelmällisenä.

Halpakauppa vielä pieni osa vähittäiskauppaa

Halpakauppa on nopeasti kehittyvä, mutta toistaiseksi pieni osa vähittäiskaupan markkinaa. Ruotsin ja Suomen halpakaupamarkkinat ovat suurin piirtein samankokoiset, vaikka Ruotsin vähittäiskauppa on käytännössä kaksinkertainen Suomeen verrattuna. Tätä arviomme mukaan selittää halpakaupan alhainen penetraatio Ruotsissa sekä Ruotsin suurempi BKT/asukas. Eri tietolähteiden* perusteella arviomme perinteisen halpakaupan vastaavan Suomessa 5-7 mrd. euroa ja Ruotsissa 4-6 mrd. euroa. Lukujen tarkka validointi on kuitenkin haastavaa, sillä halpakaupat kilpailevat myös tavanomaisia kauppaketjuja ja joitakin erikoiskauppoja vastaan. Tämän lisäksi Tokmanni ajoittain lisää uusia tuotekategorioita valikoimaansa, joka usein sekoittaa laskuja. Tarkan markkinakoon tarkasteleminen sijaan katse tulisi mielestämme pitää markkinan kasvunopeudessa, etenkin Suomessa jossa Tokmanni on selvä halpakaupan markkinajohtaja.

* Rusta, Puuilo, Tokmanni, Axfood, Kaupan liitto, Handelsfakta

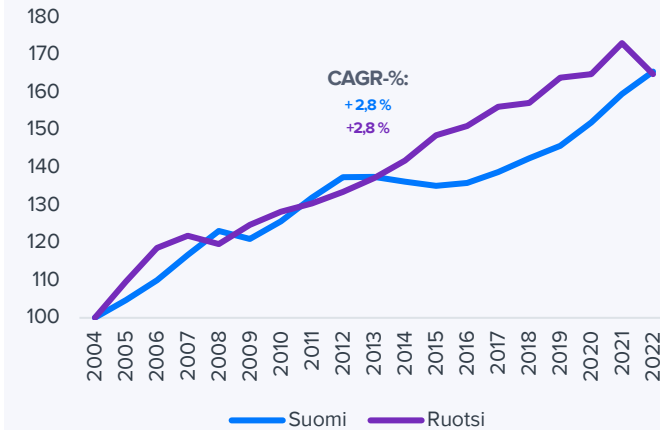
Halpakauppa kasvaa vähittäiskauppaa nopeammin

Suomen halpakauppa on kasvanut reilusti vähittäiskaupan markkinaa nopeammin. Keskimäärin vähittäiskauppa on kasvanut noin 3 %:n vuositahtia, kun taas halpatavarakaupan vuosittainen kasvu viimevuosien aikana on ollut yli 5 %. Tämän taustalla piilee sekä halpakauppojen määrän kasvu sekä kuluttajien suurempi halpatavarakulutusta. Fiksun ostamisen kulttuurin nousun myötä halpakaupan kohderyhmä on näkemyksemme mukaan laajentunut merkittävästi viimeisen 10 vuoden aikana. Näiden lisäksi halpatavarakauppojen myymien private label -tuotteiden laatu on parantunut ajan myötä kun yhtiöt ovat panostaneet hankintaketjuihensa laadunvarmentamiseen.

Markkina on myös defensiivinen

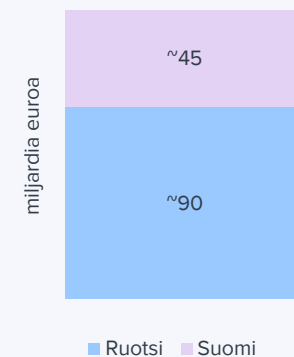
Vähittäiskaupan kehitys on ollut Suomessa jonkin verran syklistä, kun sen kasvu on lakannut tai kääntynyt negatiivisesti esimerkiksi finanssikriisin tai eurokriisin aikaan. Halpakauppa on puolestaan tunnettu defensiivisyydestään ja esimerkiksi Ruotsissa ja Norjassa halpakaupan markkina on kasvanut taantumien aikaan normaalia suhdannetta nopeammin. Tätä arviomme mukaan selittää taantumien aikaan heikentyvä ostovoima, jolloin kuluttajat ovat siirtäneet kulutusta halvempien hintapisteiden mukaisiin kauppaketjuihin. Toisaalta noususuhdanteen aikana kuluttajat saattavat siirtää kulutustaan enemmän kohti premium-tavaraa tai palveluita kun käytettävissä olevaa tuloa on kertynyt enemmän.

Indeksoitu vähittäiskaupan kehitys



Lähde: Tilastokeskus, Statistics Sweden

Vähittäiskaupan markkina



Lähde: Kaupan liitto, Handelsfakta, Inderes

Toimiala ja markkinat (2/4)

Valikoima jakautuu käyttö- ja päivittäistavaraan

Halpakauppatoimijan valikoima voidaan jakaa ylätasolla käyttö- ja päivittäistavaraan. Käyttötavaramarkkina koostuu asumiseen, pukeutumiseen ja vapaa aikaan liittyvien tuotteiden myynnistä. Markkina on todella laaja johtuen tuotteiden monipuolisuudesta, minkä seurauksena tarkkojen markkinaosuuksien laskeminen on käytännössä mahdotonta. Käyttötavaramarkkinalla oleellimmat kilpailijat Tokmannin näkökulmasta ovat hypermarketit, halpakaupat, erikoisliikkeet ja verkkokaupat. Pääkilpailijoita ovat mm. K-Citymarket, Prisma, Willy's, ICA, ÖoB, Clas Ohlson ja Rusta.

Päivittäistavaramarkkina koostuu arkisten tuotteiden myynnistä (elintarvikkeet, juomat, kodin paperit, lehdet, tupakkatuotteet, teknokemian tuotteet ja päivittäiskosmetiikka). Elintarvikemyynti tuo valtaosan (~2/3) päivittäistavarakaupan liikevaihdosta. Päivittäistavarakauppaa hallitsee suuret päivittäistavarakaupat, kuten S-ryhmä, K-ryhmä, ICA, Axfood (Willy's yms.) sekä Lidl. Halpakaupat ovat tyypillisesti vahvoja elintarvikkeiden ulkopuolisissa päivittäistavarakategorioissa, kuten hygieniatuotteissa ja pehmpapereissa.

Halpakaupan konseptit voidaan jakaa karkeasti kolmeen luokkaan

Kaikkia halpakaupan toimijoita yhdistää halu tarjota tuotteita edulliseen hintaan. Konsepteissa on kuitenkin joitakin eroavaisuuksia, ja mielestämme ne voidaan jakaa kolmeen eri luokkaan: 1) fiksun ostamisen konseptit, 2)

hintataistelijat, ja 3) fokuoituneet ja yllätykselliset konseptit (ks. kuva). Fiksun ostamisen konseptit omaavat melko laajan valikoiman (ostoksia voidaan keskittää), mutta samaan aikaan ne pyrkivät erottumaan kilpailijoistaan tietyillä kohdekategorioilla. Näistä kaupoista on usein löydettävissä edullisia hintoja sekä laadukkaita tuotteita. Hintataistelijat pyrkivät olemaan markkinoiden halvin vaihtoehto ja tuotteet ovat usein melko generisiä ja nopeasti kiertäviä. Fokuoituneet konseptit pyrkivät luomaan innostavia myymäläkokemuksia sekä innostavan/mielenkiintoisen valikoiman että halpojen hintojen voimin, ja usein niidenkin valikoima fokuoituu tiettyihin tuoteryhmiin (esim. DIY tai kauneus). Fokuoituneiden valikoiman koko pysyy usein melko rajallisena. Tokmanni Groupista löytyy mielestämme jokaisen luokan täytyviä elementtejä. Näemme Tokmannin asettuvan fiksun ostamisen kategoriaan kun taas Dollarstore on helposti luokiteltavissa hintataistelijoiden joukkoon. Tokmanni Groupin muut liiketoiminnat kuuluvat mielestämme fokuoituneisiin konsepteihin.

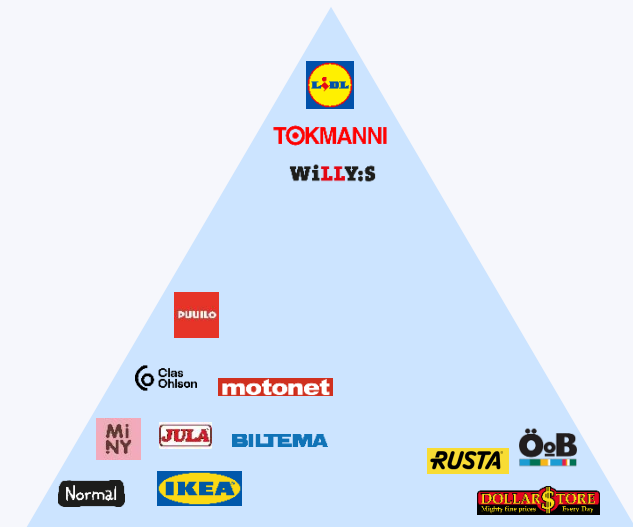
Käyttötavaroissa on muhkeammat katteet

Käyttötavaramarkkinalla katteet (> 20 %) ovat yleisesti päivittäistavarakauppaa (10-20 %) paremmat. Päivittäistavarakauppaan fokuoituneet toimijat kykenevät pitämään kannattavuutensa kohtuu hyvillä tasoilla nopean varaston kierron turvin, kun taas käyttötavaroihin fokuoituvat tasapainottelevat hyvien tuotekatteiden ja hitaamman varastonkierron välillä.

Halpakaupan konsepteja

Fiksun ostamisen konseptit:

- Useita tuotesegmenttejä
- Johtaja tietyissä kohdekategorioissa
- Laaja valikoima
- Hinta-/laatusuhteeltaan paras



Fokuoituneet konseptit:

- Tarkka fokus tietyissä tuoteryhmissä
- Yllätyksellinen valikoima tai ostokokemus
- Kapea valikoima
- Halpa hinta

Hintataistelijat

- Halvimmat hinnat
- Geneerinen ja laaja valikoima
- Priorisoidaan varaston kiertoa

Lähde: Inderes

Toimiala ja markkinat (3/4)

Kehitys korreloi käyttötavarakaupan kanssa

Tokmannin Suomen viimeaikainen vertailukelpoinen kasvu on seurannut etenkin käyttötavaramarkkinan kehitystä. Yhtiön kvartaalikohtainen eteneminen on kuitenkin poikennut päivittäistavaramarkkinan kehityksestä viimeisen vuoden aikana, jonka syyksi näemme erisuhdat Tokmannin (vähäinen) ja markkinan (suuri, noin 2/3 koko markkinasta) tuore-elintarvikeosuuksissa.

Toimiala on keskittynyt suurille ketjuille

Pohjoismaiden halpakauppamarkkina on tänä päivänä keskittynyt suurille ketjuille, kun pieniä kauppaketjuja löytyy enää lähinnä maakunnista. Keskittymisen keskeisenä ajurina on toiminut kasvavien ketjujen muskelit, joiden avulla ne on kyennyt valloittamaan nopeasti markkinaosuutta halvoilla hinnoilla ja nopealla myymäläverkoston laajentamisella. Toisaalta markkinalla on joitakin toimijoita, jotka ovat laajentuneet myös yritysostoin, joista Tokmanni toimii pätevimpänä esimerkkinä. Tokmannin lisäksi Rusta laajeni Suomeen ostamalla Hong Kongin –ketjun ja Clas Ohlson on tehnyt joitakin yritysostoja. Rustan laajentuminen poikkeaa Tokmannin kansainvälistymisestä siinä määrin, että Rusta konvertoi Hong Kongit kahden vuoden sisällä Rustan konseptin alle, kun taas Tokmanni jatkaa Ruotsissa Dollarstoren konseptilla.

Näiden lisäksi halpakauppaketjut ovat muodostaneet strategisia kumppanuuksia saavuttaakseen ensisijassa etuja hankinnasta. Esimerkiksi Europris on muodostanut strategisia suhteita Tokmannin (hankintayhteistyö) ja ruotsalaisen ÖoB:n (vähemmistöomistus) kanssa. Europrisin ja ÖoB:n järjestelyn logiikka oli

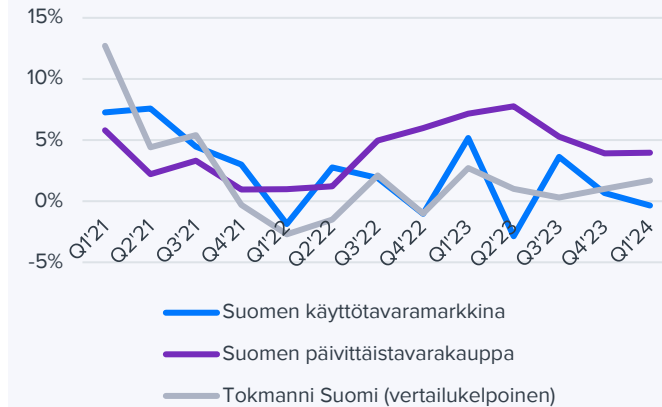
käsityksemme mukaan mahdollinen yritysosto, mutta Europris jätti jäljelle jääneiden osakkeiden osto-option käyttämättä vuonna 2020. Tilanne on kuitenkin kehittynyt ja Europris teki tarjouksen lopuista ÖoB:n osakkeista maaliskuussa 2024. Tämä konsolidoi markkinaa entisestään ja Europrisistä tulee Pohjoismaiden yksi suurimmista halpakaupan toimijoista (liikevaihto noin 1,2 mrd. euroa).

Näemme yritysjärjestelyt mahdollisina jatkossakin, mutta esimerkiksi Tokmannin osalta suurten ketjujen ostaminen Suomessa voidaan suurella todennäköisyydellä poissulkea epäreilun kilpailuaseman uhan takia. Lyhyellä tähtäimellä näemme valikoimaa vahvistavat yritysostot mahdollisina, ja pitkällä aikavälillä (3-5+ vuotta) yhtiö voisi toteuttaa suurempiakin järjestelyjä laajentuessaan nykymarkkinoidensa ulkopuolelle.

Halpakauppa kasvaa Pohjoismaissa ja maailmalla myymäläavausten vetämänä

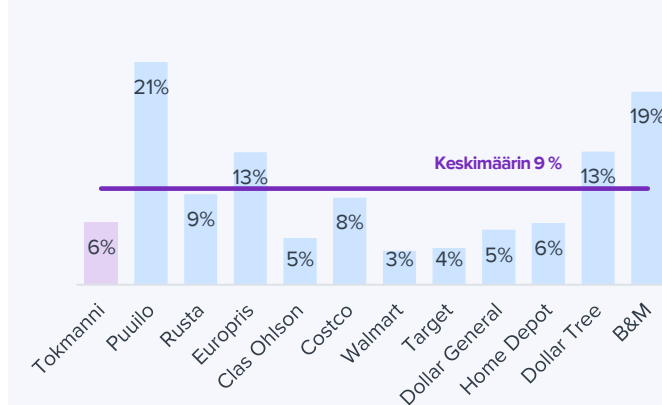
Myös globaalisti tarkasteltuna halpakaupan markkina on muuta vähittäiskauppaa selvästi nopeammin kasvava markkinan alasegmentti, mikä näkyy johtavien toimijoiden vahvoissa kasvuluvuissa. Bloombergiltä kerätyn datan perusteella tunnetuimmat kansainväliset halpakauppaketjut ovat kasvaneet keskimäärin 9 % viimeisten 15 vuoden aikana. Halpakauppiaille kasvun tärkein lähde on viime vuosina ollut uusien kauppajen avaaminen. Tokmannin arvion mukaan halpakaupan globaalista kasvusta noin 75 % tulee uusista myymäläavauksista. Yhtiöt tarjoavat tyypillisesti myös monikanavaista asiointia, jolloin ne eivät jää paitsi myöskään verkkokaupan kasvusta.

Suomen markkinan kasvu-%



Lähde: PTY ry, Tokmanni

Kasvu-%*



Lähde: Bloomberg

* CAGR, parhaimmillaan viimeisten 15 vuoden ajalta

Toimiala ja markkinat (4/4)

Tyypillisenä strategiana halpakaupoilla on myös valikoiman laajentaminen vertailukelpoisen kasvun tukemiseksi ja myös elintarvikkeita myydään yhä enemmän. Yhtiöiden strategioissa ovat alkaneet näkyä viime aikoina myös yhä enemmän vastuullisuus (hankintaketju, kiertotalous ja energian kulutus) ja digitalisaatioon ja asiakasdatan keruuseen panostaminen siten, että se nostaa joko asiakastyytyvää tai kustannustehokkuutta.

Myös kansainvälisten halpakauppojen vertailukelpoinen kasvu on ollut vahvaa ja jo ennen pandemiaa ja tarkastelun alla olevilla yhtiöillä se on liikkunut noin 2-6 % välillä vuodessa. Pandemia kiihdytti yhtiöiden vertailukelpoista kasvua vuosien 2020-21 välillä niissä maissa, missä kauppojen sallittiin olla auki. Vuosien 2022-23 aikana myös kv-halpakaupat ovat kertoneet pääsääntöisesti laskevista vertailukelpoisista myynneistä, kun kulutus on palautunut palveluihin ja inflaatio on alkanut laskea kuluttajien ostovoimaa.

Kasvu on myös kannattavaa

Johtavat halpakaupan yhtiöt kasvavat kannattavasti, mikä näkyy niiden vahvoina liikevoittomarginaaleina. Yhtiöt pyrkivät parantamaan myyntikatteitaan omien tuotemerkkien kasvun ja suurten volyymien ja korkean suoran tuonnin kautta. Eroa toimijoiden myyntikate-%:ssa selittävät kategoriapainotukset. Etenkin päivittäisvarakaupan kategoriat ovat myyntikatemarginaaliltaan matalampia. Parhaimmat kannattavuudet syntyvät tiukasta kulukurista, joihin

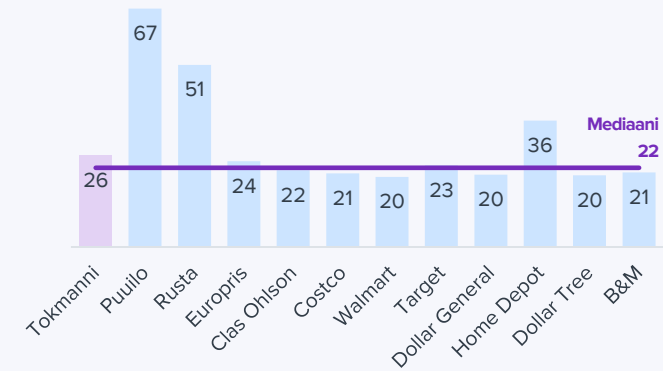
vaikuttavat mm. myymälöiden sijainnit keskustan ulkopuolella, standardoidut myymäläprosessit ja matalat pääkonttori- ja markkinointikulut, jotka skaalautuvat hyvin isoille volyymeille.

Korkea pääoman tuotto tavanomaista toimialalla

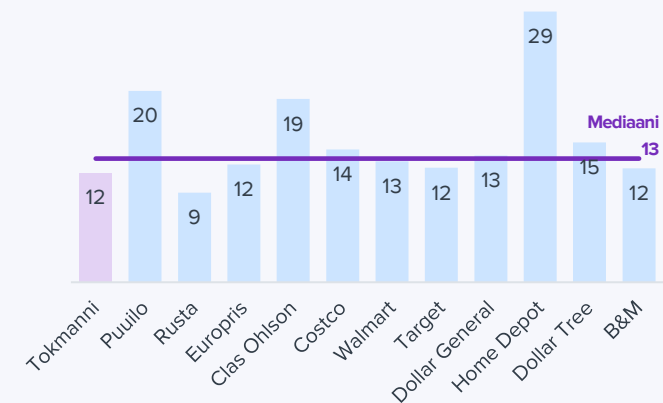
Halpakaupoille yhteistä on pääomakevyt liiketoimintamalli. Myymälät ovat usein vuokrattuja ja suurin pääomaa sitova erä onkin käyttöpääoma. Siinä mielessä sen tehokas manageeraaminen esittää suurta osaa toimijan pääoman tuoton potentiaalista (kun oletetaan että yhtiöt tekevät kohtuullista tulosta).

Kansainväliset halpakauppaverrokot ovat tehneet keskimäärin noin 22 % sijoitetun (ROIC) ja 13 % oman pääoman (ROE) tuottoa edellisten 15 vuoden aikana. Kokonaisuudessaan tunnusluvut viestivät halpakauppojen kyvykkyydestä tuottaa pääomalle sen kustannuksen ylittävää tuottoa, täten ne luovat myös arvoa.

Oman pääoman tuotto-%



Sijoitetun pääoman tuotto-%



Lähde: Bloomberg

Kilpailukenttä (1/2)

Kilpailukenttä on laaja ja hajautunut

Tokmanni Groupin kilpailukenttä on laaja ja se eroaa markkina-alueittain joissakin määrin. Esimerkiksi Suomessa ja Ruotsissa Tokmanni Group on jo vakiintunut pelaaja ja halpakauppojen suosio on markkinalla kasvanut jo jonkin aikaa. Tanskassa tilanne on toinen ja käsityksemme mukaan generalistisen ja laajan valikoiman halpakaupan rooli on siellä vähäisempi tai markkina on nuoremmassa vaiheessa. Tämä arviomme mukaan tarjoaa Bigdollar-konseptille oivan tilaisuuden luoda markkinaa ensimmäisten joukossa.

Tokmanni Groupin painottaessa melko laajaa valikoimaa, kohtaa se kilpailua niin halpakaupoilta, päivittäistavara-kaupoilta sekä erikoiskaupoilta. Kilpailu erikoiskauppojen kanssa on kuitenkin mielestämme vähäistä, sillä niiden valikoimat ovat paljon syvemmät ja niiden myyntikanavissa asioidaan selvästi tarpeesta. Tokmannin myymälöihin asiakkaat saattavat mennä ostamaan useita eri tuotekategorioita. Mielestämme Tokmanni Group kohtaa kovinta kilpailua halpakauppojen (Rusta, ÖoB, Kärkkäinen, Puuilo, Biltema) sekä päivittäistavara-kauppojen toimesta (Prisma, Willy's, Citymarket, ICA).

Laajentuminen kasvattaa markkinaa, mutta saattaa lisätä kilpailua

Halpakaupan toimijat ovat kasvattaneet halpakaupan markkinaa avaamalla uusia myymälöitä. Vähittäiskaupan markkinaa tämä ei kuitenkaan ole arvioidemme mukaan kasvattanut vaan halpakaupan kasvu on ollut joko tavarataloilta tai erikoiskaupoilta pois.

Halpakauppatoimijoiden myymäläavaukset ovat jatkuneet intensiivisinä ja kilpailu toimialalla on lisääntynyt. Niin kauan kuin itse markkina antaa myöten (ts. kasvaa) pysyy kilpailu siedettävällä tasolla, mutta mikäli markkinalle alkaa syntyä ylikapasiteettia (liikaa myymälöitä), alkaa se arviomme mukaan näkymään yhtiöiden myyntiluvuissa sekä katteissa. Puuilo on avaamassa vielä ainakin 20 uutta myymälää, Biltema ilmoitti 8 uudesta myymälästä ja Rustalla on arvioidemme mukaan suuret ambitiot myymälämääränsä lisäämiseen. Pidämmekin Rustaa yhtenä Tokmannin pääkilpailijoista, minkä hinnat ovat myös osoittautuneet hyvin kilpailukykyisiksi. Suomessa Tokmanni onkin asettumassa tilaan, jossa se myymäläverkoston kasvattamisen sijaan pyrkii kasvattamaan tai joissakin osin jopa suojaamaan markkinaosuuttaan olemassa olevalla myymäläverkostolla.

Yhteisissä ja päivittäisissä kategorioissa kilpailu kirenee

Kilpailu yhteisissä päivittäistavarakategorioissa on kireää ja katteet näissä tuotteissa muita matalampia. Kuten sivulta 30 käy ilmi, lähes jokainen Tokmannin verrokkiyhtiöstä myy siivoukseen ja sisustamiseen liittyviä tuotteita. Mitä kauemmas päivittäistavaroista siirrytään, alkaa yhtiöiden katerakenne nousemaan. Tämä saattaa viestiä vähäisemmästä kilpailusta. Esimerkiksi Puuilon, jonka myynnistä suurin osa tulee rakentamiseen liittyvistä tarvikkeista, myyntikate pyörii 36 %:n tuntumassa, kun taas päivittäistavaraketjujen myyntikate-% liikkuu karkeasti 15-20 %:n välillä.

Tokmannin kilpailuedut



Laaja myymäläverkosto



Halpa hintamielikuva



Tunnettu toimija Suomessa ja Ruotsissa



Suuret volyymit → hyvät ostoehdot

Lähde: Inderes

Kilpailukenttä (2/2)

	Markkina	Myymälät	Liikevaihto (MEUR)*	Oik. liikevoitto-%	Kauneus ja terveys	Pukeutuminen	Siivous	Päätuotekategoriat					
								Keittiö	Sisustus	Lelut	Elintarvikkeet	DIY	Vapaa-aika
TOKMANNI GROUP		~340	1 600**	7 %	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
RUSTA		~145	700	7 %	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
PUUILO		~40	340	16 %	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
Clas Ohlson		~130	480	7 %***	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
Kärkkäinen <small>se edullisen ostamisen tavaratalo</small>		~5	290	2 %	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Normal		~175	300	7 %	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✓
CITYMARKET		~85	~3 000	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PRISMA		~80	~3 500	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
JULA		~75	600	3 %	✗	✗	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
ÖB		~90	350	2 %	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
BILTEMA		~80	690	6 %	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
motonet		~40	430	7 %	✗	✗	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✓
HalpaHalli		~35	310	1 %	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Lähde: Yhtiöiden sijoittajasivut ja raportit, Asiakastieto, Allabolag

* Viimeisin saatavilla oleva 12 kk, valuuttakurssimuunnettu tilikauden viimeisen EUR/SEK kurssin mukaan.

** Sis. Dollarstore 12kk

*** Konserni (sis. Norja)

Taloudellinen tilanne (1/2)

Tasetta paisuttaa vuokravastuut

Tokmannin taseen loppusumma vuoden 2023 lopussa oli 1410 MEUR. Suureen lukemaan nähden Tokmannin tase on kuitenkin varsin kevyt, ja sitä paisuttaa IFRS16-sääntelyn myötä aktivoitavat vuokravastuut. Ilman IFRS16-vuokravastuita olisi taseen koko reilu 800 MEUR.

Yritystohistoriansa johdosta Tokmannin taseeseen on kertynyt liikearvoa 218 MEUR:n edestä. Liikearvon tasoon ei mielestämme kohdistu merkittävää alaskirjauksen riskiä, sillä uskoaksemme Tokmanni on onnistunut ottamaan ostetut liiketoiminnot hallintaansa ja parantanut niiden kannattavuusprofiilia.

Taseen vasemmalle puolelle kirjattavia aineellisia omaisuuseriä yhtiöllä oli 633 MEUR:n edestä. Näistä valtaosa peittyy IFRS16-käyttöomaisuuserien alle, kun taas todellisten aineellisten omaisuuserien (myymälöiden ja toimitilojen koneet, tavarat ja laitteistot) arvo oli 62 MEUR:n vuoden 2023 lopussa.

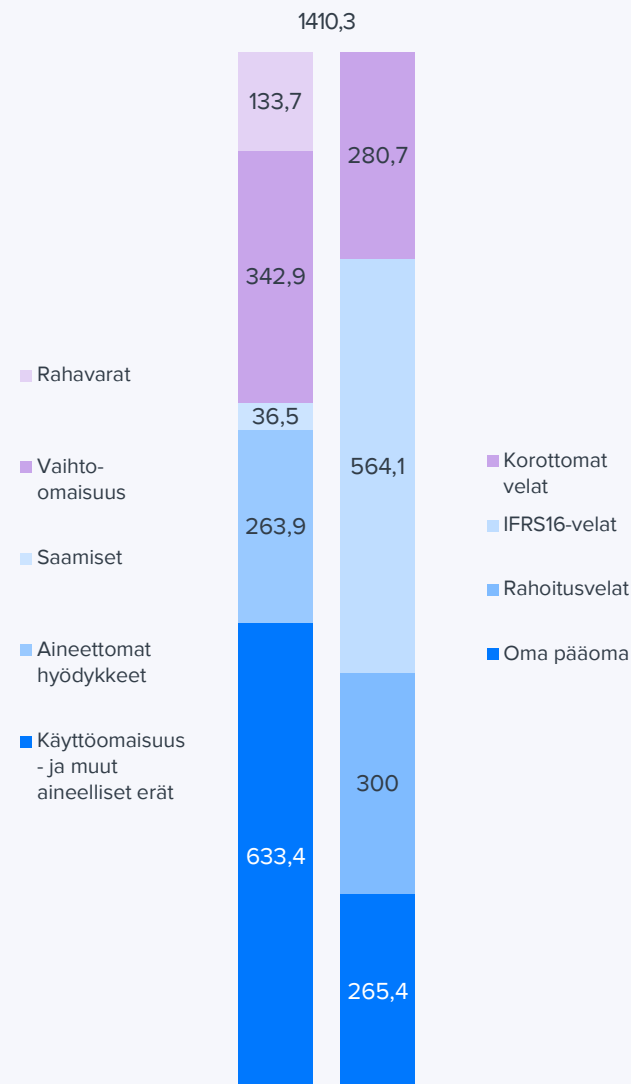
Kaupanalalle tavanomaisesti Tokmannin taseeseen sitoutuu huomattava määrä käyttöpääomaa, joka netottuu kuitenkin kohtuulliseksi (2023: 8 %) ostovelat huomioiden. Tokmannin vaihto-omaisuus oli vuoden 2023 päätteeksi 343 MEUR ja muut lyhytaikaiset saamiset summautuiivat 31 MEUR:oon. Suhteellisesti varaston ja saamisten kehitys on ollut varsin johdonmukaista, pois lukien korona-aikana paisuneet varastotasot materiaalipulan takia. Rahavaroja yhtiöllä oli kausiluonteisesti

korkean Q4:n päätteeksi noin 134 MEUR:n edestä. Rahavarat kohosivat merkittävästi raskaiden investointien jälkeen hyvälle tasolle Mäntsälän logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokraamisen ansiosta.

Omaa pääomaa taseen vastattavien puolelta löytyi 265 MEUR:n edestä vuoden 2023 lopulla. Tämä tarkoittaa noin 19 %:n omavaraisuusastetta, joka on velkaisen taseen takia alhainen lukema. IFRS16-oikaistuna omavaraisuusaste nousee 30 %:n tuntumaan, mikä kuvastaa paremmin Tokmannin operatiivista kuntoa.

Korollista rahoitusvelkaa yhtiöllä oli yhteensä 300 MEUR. Dollarstore-yritysosto rahoitettiin lainarahalla, mikä nosti yhtiön velkatasoa merkittävästi. Arviomme mukaan suuremmat investoinnit ovat takanapäin ja tervehtynyt kassavirta parantaa Tokmannin velka-asemaa tavoitetason alle lähivuosina. Emme voi kuitenkaan poissulkea joitakin pienempiä yritysostoja, mutta mielestämme yhtiön tulisi keskittää strateginen fokus Dollarstore-integraation edistämiseen sekä synergioiden kotiuttamiseen.

Tase (Q4'23)



Taloudellinen tilanne (2/2)

Tokmanni tekee vuolasta kassavirtaa

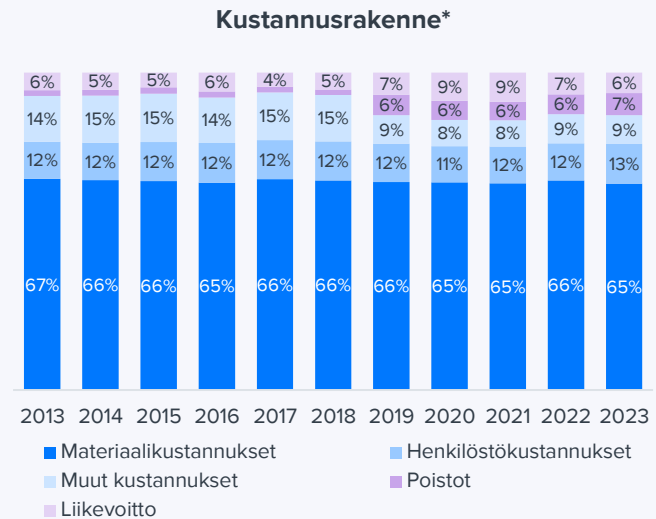
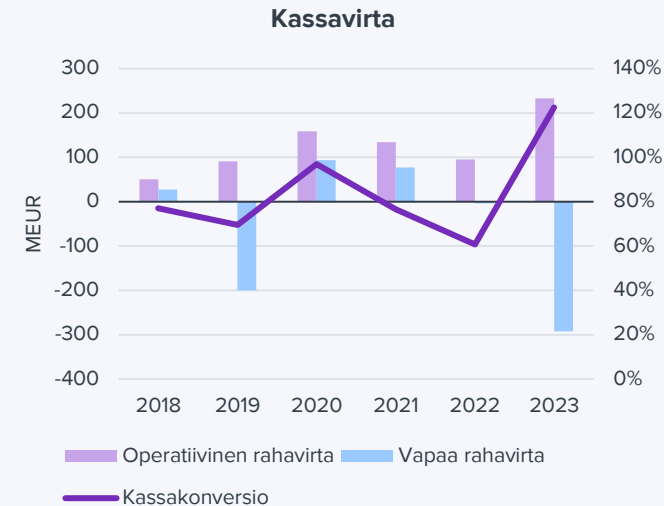
Kassavirran suhteen Tokmannin liiketoiminta on terveellä pohjalla. Yhtiön tekemä operatiivinen tulos on kääntynyt tehokkaasti operatiiviseksi rahavirraksi kassakonversion ollessa keskimäärin yli 80 %. Vapaan kassavirran taso on pitkälti riippunut investointitasoista, jotka ovat olleet koholla vuosien 2022-23 aikana (Mäntsälän logistiikkakeskus ja Dollarstore-yritysosto).

Kustannusrakenne

Konsernin liiketoiminta heijastelee tyypillistä kaupan alan yhtiön kulurakennetta. Suurin osa kuluista syntyy ostoista, mutta toinen merkittävä kuluerä on henkilöstökulut. Tiukan kulukurin ja osittaisen skaalautumisen ansiosta yhtiön kulut ovat suhteessa liikevaihtoon pienentyneet ja tämä vuosien saatossa on näkynyt parantuneena suhteellisena kannattavuutena. Toinen kulutehokkuutta indikoiva mittari, kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon, on laskenut 26 %:sta 22 %:iin viimeisen 10 vuoden aikana. Numeroista puuttuu vuokrakustannukset (näkyvät poistoissa ja rahoituskuluissa), jotka mielestämme ovat isossa kuvassa kiinteitä (ja kassavirtavaikuttavia), sillä ne sovitaan aina tietyille ajanjaksoille. Vuokrakustannukset lisättyinä, Tokmannin kiinteät kulut olivat vuosina 2021-23 keskimäärin 27 %.

Konsernin sisällä liiketoiminnot eroavat kustannusrakenteeltaan toisistaan, mutta perusdynamikka pysyy samana. Koska Dollarstore on vielä voimakkaassa kasvuvauhdissa, sen kulurakenne on tuhdimpi kuin Tokmannin joka on

jo vakiinnuttanut asemansa Suomessa, eikä kasvuun tarvitse investoida niissä määrin mitä viimeisten 10 vuoden aikana ollaan nähty. Käyttökate-%:lla mitattuna yhtiöiden kannattavuuden pyörii suurin piirtein samalla tasolla. Selvästi pidemmät vuokrasopimukset (eli suuremmat IFRS 16 poistot) laskevat Dollarstoren liikevoiton (EBIT) Tokmannin alapuolelle.



* IFRS16-vaikutus näkyy vuodesta 2019 eteenpäin

Lähde: Tokmanni

Ennusteet (1/3)

Ennusteiden yhteenveto

Noin 12 %:n tuloskasvuennustemme muodostuu yhtäältä liikevaihdon kasvusta (2023-26 CAGR 10 %), jota lyhyellä tähtäimellä ajaa epäorgaaninen kasvu ja myymäläverkoston laajentaminen kullakin markkinalla. Pidemmällä aikavälillä kasvuvolettamamme nojaavat pääosin Dollarstoren liikevaihdon kasvuun sekä operatiiviseen parantamiseen, jotka yhdessä parantavat yhtiön suhteellista kannattavuutta (2023 vs. 2026 ~1 %-yks.). Odotamme yhtiön velkaisuuden laskevan melko nopeasti, sillä Tokmanni lyhentää velkaansa säännönmukaisesti emmekä mallinna suurempia lisävelannostoa vaativia investointeja.

Ennustamme liikevaihdon tasoa myymälämäärän sekä keskimyynnin perusteella. Dollarstore-yritysoston jälkeen olemme siirtyneet liiketoimintasegmenttitason ennustamiseen, jolloin liiketoiminoilla on omat ennusterivit. Haemme liiketoimintatason ennustamiselle tukea muodostamalla entiseen tapaan konsernitason kuluennusteet. Tuloslaskeman alemmilla riveillä ennustamme rahoituskustannuksia velan sekä IFRS 16-vastuiden (johdannainen myymälämäärästä) määrän perusteella, kun taas verot perustuvat oletettuun veroprosenttiin.

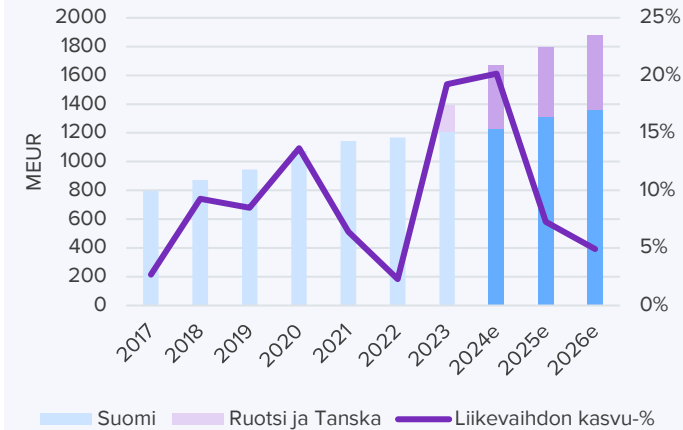
2024 – vahvan kasvun vuosi

Vuosi 2024 on ensimmäinen vuosi laatuaan uudella konsernirakenteella. Vaikka markkinatilanne on vielä haastava, näemme konsernin kasvunäkymän olevan hyvin vankka, mikä pitkälti selittyy epäorgaanisen kasvun turvin.

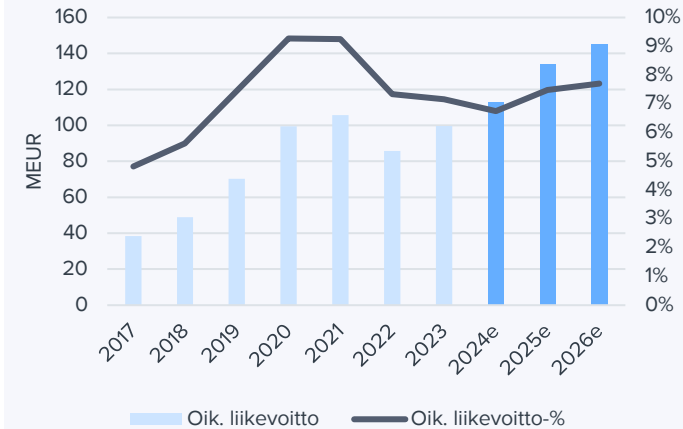
Odotamme konsernin verkoston kasvavan 2024 aikana reilu 10:llä myymälällä, ja vertailukelpoisen kasvun olevan vielä vaisuhkolla tasolla noin 1,5 %:ssa, sillä Suomen käyttötavaramarkkina ei ole antanut vahvoja viitteitä paranemisestaan. Vaikka Euroalueen ensimmäinen koronlasku on tehty (kesäkuu), emme tällä usko olevan merkittävää vaikutusta kuluttajien ostovoimaan vielä kuluvan tilikauden aikana. Yllä olevien oletuksien perusteella odotamme Tokmanni Groupin tekevän 1673 MEUR:n liikevaihdon (+20 %) ja 113 MEUR:n oik. liikevoiton (6,7 % liikevaihdesta). Kannattavuuskehitystä suhteessa edellisiin vuosiin rajoittaa rakenteellisesti alhaisemman kannattavuuden omaavan Dollarstoren integrointi, mutta samaan aikaan uskomme synergioiden tuovan nostetta yhtiön myyntikatteeseen. Ennusteemme asettuvat suurin piirtein Tokmannin ohjeistuksen alalaidalle, joka olettaa 1660-1760 MEUR:n liikevaihtoa ja 110-130 MEUR:n oikaistua liikevoittoa vuodelta 2024.

Uskomme rahoituskustannusten kasvavan sekä nousseen velkataakan että IFRS 16-vastuiden ajamana. Odotamme Tokmannin keskikoron myös nousseen yleisen korkotason nousun myötä. Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen (EPS) asettuvan 1,01 euroon, josta uskomme yhtiön jakavan reilu 70 % (0,77 euroa per osake) osinkoina osakkeenomistajille. Osingonjakosuhte on linjassa yhtiön asettamiin tavoitteisiin ja sitä mielestämme perustelee Tokmannin vahva kassavirtaprofiili ja investointitason (pl. myymäläavaukset) normalisoituminen.

Liikevaihdon kehitys



Liikevoiton kehitys



Lähde: Tokmanni, Inderes

Ennusteet (2/3)

2025-26 – myymäläavaukset kasvun moottorina

Odotamme Tokmanni Groupin kasvavan keskimäärin 6 % vuosina 2025-26. Kasvun päämoottorina toimii Dollarstore ja sen tekemät myymäläavaukset. Mikäli markkinaympäristö paranee, jota myös odotamme, on vertailukelpoisella kasvulla (2025-26e ~1-2 %) varaa nousta edellisistä vuosista tukien näin liikevaihdon kehitystä.

Kannattavuuskehitystä tukee yhtäältä yritysostoista seuraavien synergioiden realisoituminen sekä toisaalta Dollarstoren kulutehokkuuden parantuminen. Ennustamme liikevoiton olevan vuosina 2025-26 134 MEUR (7,5 % liikevaihdesta) ja 145 MEUR (7,7 % liikevaihdesta), tarkoittaen sitä, että konserni ylittää tavoittelemansa tason 2 vuotta aikataulua myöhässä. Tuloslaskelman alimmilla riveillä uskomme korkopaineen alentumisen ja rahoitusvelan kaventumisen tuovan helpotusta rahoituskustannuksiin, mutta samaan aikaan laajeneva myymäläverkosto tuo niihin nousua IFRS 16-vastuiden korkokomponentin kautta. Ennustamme vuosien 2025-26 EPS:n asettuvan 1,32 ja 1,47 euroon, ja näistä jaettavan osinkopolitiikan (70 %) mukaista osinkoa.

Pitkän tähtäimen ennusteet

Ennustamme konsernin pitkän aikavälin kasvun liikkuvan 3-4 %:n välillä. Näemme vuoden 2026 jälkeen Tokmannin myymälöiden saavuttavan lakipisteen ja kasvun oleellisesti hidastuvan Suomessa. Tällöin kasvun kulmakertoimen määrittää Dollarstoren verkostolaajenemisen onnistuminen. Koska kaupanalalla pysyvien kilpailuetujen ylläpitäminen on hankalaa tai lähes mahdotonta, ennustamme Tokmannin pitkän

aikavälin suhteellisen kannattavuuden jäävän reilu 8 %:n tasolle. Terminaalissa ennustamme 2,5 %:n kasvua ja 8,0 %:n liikevoitto-%:a. Terminaalikasvua mielestämme perustelee Suomen melko vaisu talouskasvunäkymä (ikääntyvä väestörakenne), halpakauppamarkkinan asteittainen kypsyminen (ts. halpakauppa saavuttaa tietyn lakipisteen) sekä lisääntyvä kilpailu.

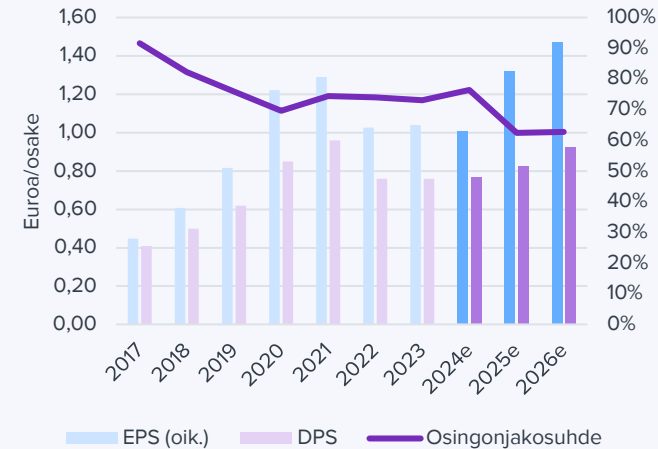
Taseasema kohenee nopeasti

Dollarstore-yritysoston jäljiltä Tokmannin velkataakka nousi, ja Q1'24 päätteeksi nettovelka vastasi 2,3x käyttökatteesta (pl. IFRS16). Yhtiön tavoite on pitää kyseinen mittari alle 2,25x. Ennustamme velkaisuuden laskevan edelleen hyvän tuloksen sekä investointitason normalisoitumisen (ei lisävelkaa) myötä. Todellisuudessa nettovelka/käyttökate tulee keskipitkällä tai pitkällä tähtäimellä pysymään koholla, sillä uskoaksemme Tokmanni tulee jatkamaan yritysostoja. Emme kuitenkaan mallinna potentiaalisia yritysjärjestelyjä, joten ennusteissamme velkaisuus laskee paranevan tuloksen ja kertyneen kassan avittamana.

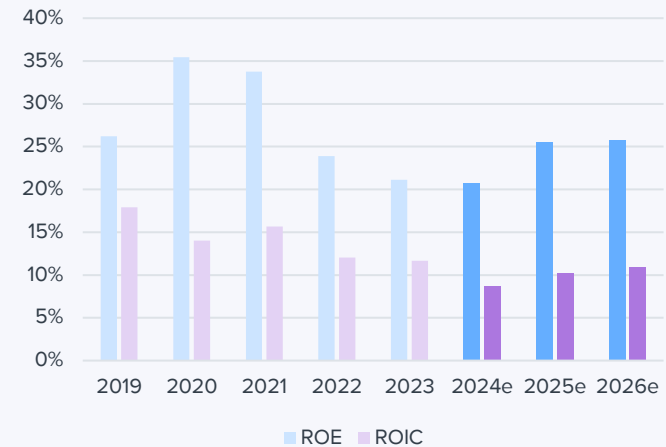
Ennusteriskit

Tokmannin liiketoiminta on melko helposti ennustettavaa, mutta nykyisen markkinatilanteen volatiilisuus aiheuttaa ennusteisiimme epävarmuutta lyhyellä tähtäimellä. Myös myymäläavausten ajoittuminen saattaa heiluttaa toteumaa ennusteisiimme nähden. Nojaamme ennusteissamme synergioiden kotiutumiseen, ja mikäli yhtiö näissä epäonnistuu, saattavat kannattavuusennusteemme olla hieman optimistiset.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Pääoman tuotto



Lähde: Tokmanni, Inderes

Ennusteet (3/3)

Teimme vain pieniä ennustemuutoksia

- Laskimme 2025-26 tulosennusteitamme hieman etenkin Dollarstoren osalta. Aiemmin odotimme Dollarstoren liikevoittomarginaalin paranevan selvästi vuodesta 2025 eteenpäin, mutta nyt odotamme kehityksen olevan maltillisempaa (2026 EBIT-% 6,5 %). Ennustelaskujen taustalla on mm. heikosti sujunut Q1 sekä muutokset mallinnuksessa.
- Ennustamme Tokmannin tuloksen kasvavan lähitulevaisuudessa noin 12 %:n vuositahtia, jonka pääajureina toimii myymäläavaukset etenkin Ruotsissa ja Tanskassa sekä Dollarstoren operatiivisen tehokkuuden paraneminen.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1673	1673	0 %	1790	1795	0 %	1877	1883	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	113	113	0 %	136	134	-1 %	147	145	-1 %
Liikevoitto	110	110	0 %	133	131	-1 %	144	142	-1 %
Tulos ennen veroja	72	72	0 %	96	94	-2 %	107	106	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,01	1,01	0 %	1,34	1,32	-2 %	1,49	1,47	-1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (1/3)

Arvostus yhteenveto

Näemme Tokmannin arvostuskuvan ylätasolla neutraalina, peilaten sitä useampaan eri arvostusmenetelmään. Tämä tarkoittaa sitä, että tuotto-odotuksen pääajureina toimii ennustamamme tuloskasvu (~12 %) sekä hyvä osinkotuotto (~6 %). Osakkeen arvonkehityksen kannalta keskipitkän aikavälin merkittävin ajuri piileekin Dollarstoren onnistuneessa kasvattamisessa ja konsernin kannattavuustason parantamisessa (ml. Dollarstore-synergiat). Pitkällä aikavälillä Tokmannin ambitiot lienee olemassa olevien markkinoiden ulkopuolella, jolloin myös arvonluontipotentiaali onnistuessaan nousee seuraavalle tasolle. Emme kuitenkaan mallinna tulevia yritysjärjestelyjä tai täysin uusille markkinoille laajentumista, vaan nojaamme nykyliiketoimintojen potentiaaliin Tokmannin arvostuskuvaa haarukoidessamme.

Olemme laskeneet Tokmannin osakkeen käyväksi arvoksi noin 16 euroa, mikä viestii selvästä nousuvarasta nykykurssiin nähden. Käyvän arvon laskelmamme perustuu normalisoituun tulostasoon (2026e), jolloin Dollarstoren integrointi tulisi olla takanapäin ja siitä syntyvät synergiat kotiutettu. Käypä arvo muodostuu P/E- ja IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimien sekä kassavirta- ja skenaariolaskelmien mukaisiin diskontattuihin nykyarvoihin (kooste seuraavalla sivulla). Tavoitehintamme (15e) on käyvän arvon alapuolella, sillä Q1 oli odotuksiemme nähden pehmeä ja näemme negatiivisen tulosvaroituksen mahdollisena, mikäli kausiluonteisesti loppuvuoteen painottuva tuloskertymä jää vajaaksi.

Kokonaisuutena näemme Tokmannin osakkeen tarjoavan houkuttelevan tuotto-odotuksen (n. 15 %

p.a.) lyhyen aikavälin markkinahaastavuuksien vastapainoksi.

Tuloskasvu sulattelee kertoimet houkutteleviksi

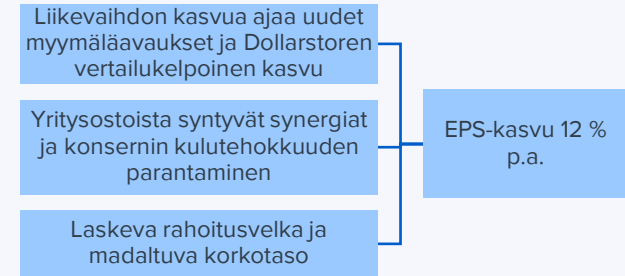
Käytämme Tokmannin arvostusta haarukoidessamme tulos pohjaisia P/E- ja myös taserakenteen huomioivaa IFRS 16-eristä oikaistua EV/EBIT-kertoimia. Hyväksymme konsernille noin 12-15x P/E- ja 11-13x IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimien mukaisen arvostuksen. Helsingin pörssin keskiarvon tasolla olevaa arvostusta mielestämme tukee Tokmannin kasvupotentiaali etenkin Ruotsissa ja Tanskassa, kun taas kertoimien nousua rajoittaa saturoitunut markkina-asema Suomessa. Muita positiivisesti hyväksytyyn arvostustasoon vaikuttavia tekijöitä on esimerkiksi yhtiön hyvä pääomantuottopotentiaali, jota tukee esimerkiksi Dollarstoren tehokas myymäläavausmalli. Huomautamme, että yritysostointegraatio, johon liittyy riskejä, on vielä varhaisessa vaiheessa.

Tokmannia hinnoitellaan toteutuneella tuloksella noin 13x P/E- ja 15x IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimilla, jotka ovat suurin piirtein linjassa hyväksymäämme arvostushaarukkaan nähden. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeen tuotto-odotus muodostuu pääosin tuloskasvusta ja osinkotuotosta. Ennustamamme tuloskasvu sulattelee kertoimet houkutteleville tasoille (2024 ja 25e P/E 10x ja 9x sekä oik. EV/EBIT 12x ja 9x). Tulevan kolmen vuoden kasvupotentiaalain ja tulos pohjaisen arvostuksen huomioiva PEG-kerroin on pääsääntöisesti alle yhden, mikä kertoo markkinoiden suhtautuvan Tokmannin tuloskasvupotentiaaliin skeptisesti. Mikäli yhtiö lunastaa ennustamamme kasvun, on osake parhaillaan edullisesti hinnoiteltu.

Osaketuoton ajurit 2023-26

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

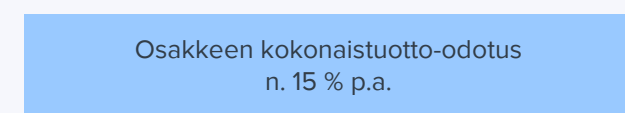
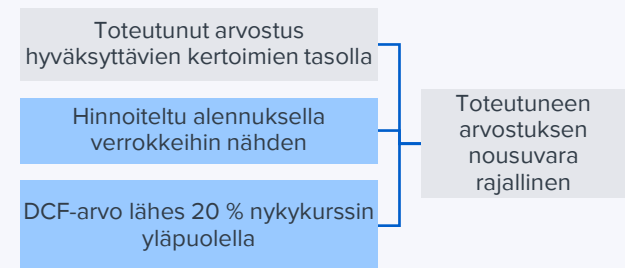
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys ja suositus (2/3)

Alennus verrokkeihin nähden perusteltu

Käytämme Tokmannin arvostusta pohtiessa pääosin Pohjoismaisista vähittäiskaupoista koostuvaa verrokkiryhmää. Kuten aiemmin totesimme, pidämme alennuksen kaventumista verrokkiryhmään nähden osin perusteltuna parantuneen kasvuprofiilin myötä.

Käytämme suhteellista arvostuskuvaa haarukoidessamme P/E-kerrointa ja osinkotuottoa, johtuen yhtiöiden taserakenteiden eroavaisuuksista (IFRS 16-velkojen määrä vaikuttaa yhtiöittäin eritavoin), mikä tarkoittaa sitä ettemme pidä EV-pohjaisia kertoimia vertailukelpoisina verrokkiryhmän sisällä.

Tokmannin verrokkiryhmää hinnoitellaan mediaanitasolla noin 19x P/E-kertoimella ja 3 %:n osinkotuotolla (2024e). Kerroin pohjaisesti Tokmanni on mielestämme arvostettu maltillisesti suhteessa vertaisiinsa, joskin näemme verrokkiryhmän arvostuksen olevan hieman koholla. Alennusta verrokkiryhmään nähden mielestämme perustee Tokmannin heikompi pääomantuotto. Tokmanni toisaalta tarjoaa verrokkiryhmän parempaa osinkotuottoa, joka arviomme mukaan selittyy yhtiön avokäisellä voitonjakopolitiikalla sekä kohtuullinen arvostustaso.

Skenaariomalli indikoi selvästä nousuvarasta

Arvioidaksemme Tokmannin tulevaisuuden eri lopputulemia, olemme muodostaneet osakkeelle kolme erilaista skenaariota. Perusskenaario muodostuu vuoden 2026 ennusteestamme, jonka rinnalle olemme muodostaneet pessimistisen ja optimistisen skenaarion. Huomautamme, että mallin kasvuennusteet perustuvat vuoden 2023

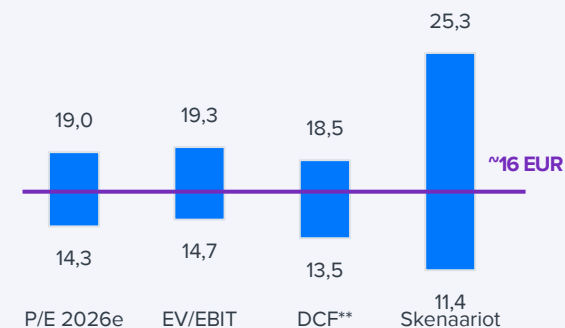
toteutuneeseen liikevaihtoon, jolloin Dollarstoren integraation myötä tuleva epäorgaaninen liikevaihto nostaa kasvuprosentteja jonkin verran.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme yhtiön kasvun jatkuvan noin 8 %:n (4 % orgaanisesti) vuositahdilla Dollarstoren myymälävausten turvin ja kannattavuuden jäävän suurin piirtein nykytasolleen. Tämä tarkoittaa sitä, että Tokmanni epäonnistuisi kotiuttamaan osan Dollarstore-yrityksoston tarjoamista synergioista. Sovellamme pessimistisessä skenaariossa 11x P/E- ja 9x IFRS 16 oikaistua EV/EBIT kerrointa, mikä tässä tapauksessa tarkoittaa osakkeen käyvän nykyarvon olevan noin 11 euroa.

Optimistinen skenaario puolestaan odottaa Tokmannin kasvun jatkuvan voimakkaana (12 % ja orgaanisesti 8 %) ja yhtiön kykenevän nostamaan kannattavuutensa tavoittelemansa tason (8,2 %) ylitse noin 9 %:iin. Tässä tapauksessa olemme myös valmiita hyväksymään yhtiölle korkeammat, 16x P/E- ja 13x IFRS 16 oik. EV/EBIT-kertoimet. Optimistisen skenaarion toteutuessa olisi osakkeella huomattava nousuvara ja se voisi laskelmiemme mukaan lähes tuplaantua. Optimistinen skenaario kuvaa maailmaa jossa kaikki asiat osuivat lankulleen, jolloin myös tämän toteutuminen on mielestämme melko epätodennäköistä.

Perusskenaarion mukaisten ennusteidemme ja 14x P/E- ja 11x EV/EBIT-kertoimien mukainen käypä nykyarvo Tokmannin osakkeelle arviomme mukaan on noin 16 euroa. Kokonaisuudessaan skenaariomalli viestii Tokmannin osakkeessa olevan selvää nousupotentiaalia, ja toisaalta laskuvara nykytasoilta jäisi rajalliseksi.

Käypä arvo



Skenaariomalli	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
Liikevaihdon kasvu (2023-26 CAGR)	8 %	10 %	12 %
Oik. EBIT-% (2026)	7 %	8 %	9 %
P/E	12,0x	14,0x	16,0x
EV/EBIT*	9,0x	11,0x	13,0x
Nykykurssi	13,7	13,7	13,7
Käypä nykyarvo	11,4	16,4	25,3

Lähde: Inderes

* Oikaistu IFRS 16-vastuista

** Liikevoittomarginaali keskimäärin: 7 % vs. 9 %

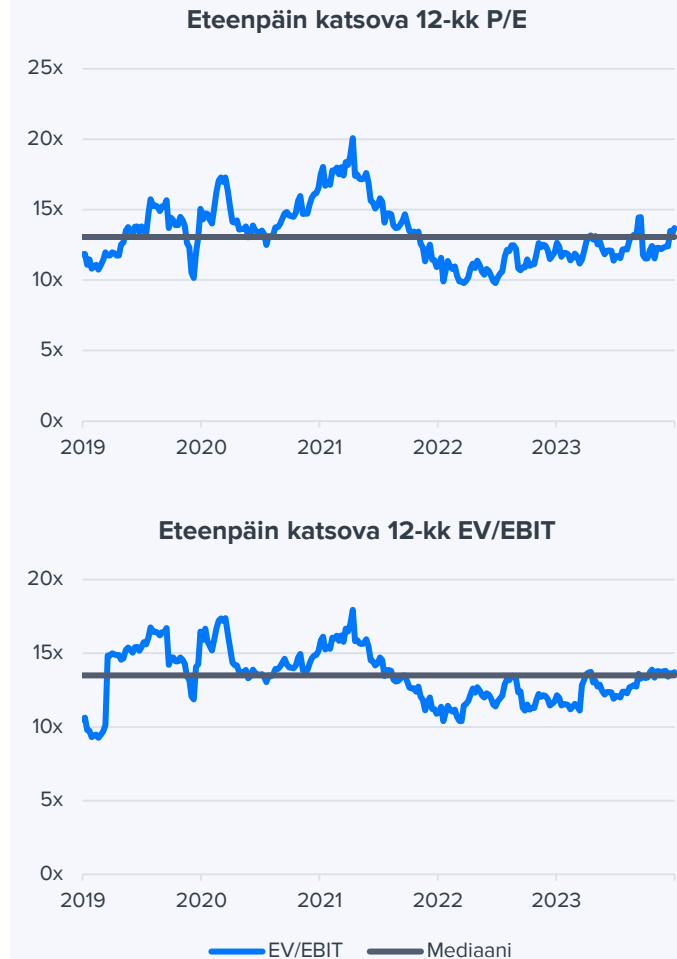
Arvonmääritys ja suositus (3/3)

DCF-malli

Tokmanni on kassavirtaprofiililtaan melko tasainen yhtiö ja yhtiön kassakonversio on ollut vakaasti mainiolla tasolla (2018-23 ka. 80 %). Nämä ovat tekijöitä jotka puoltavat DCF-mallin käyttöä osana arvonmääritystä. DCF-mallin indikoima arvo Tokmannin osakkeelle on noin 16 euroa, joka tarkoittaa lähes 20 %:n arvonnousua nykykurssiin nähden. Kypsän luonteensa mukaisesti Tokmannin ennustetut kassavirrat ajoittuvat melko tasaisesti tuleville ennustevuosille (1-5v 25 %, 6-10v 21 %, >10v 54 %). Sovellamme 8,7 %:n pääoman kustannusta (WACC), mikä on melko linjassa muihin seuraamiimme kaupan alan yhtiöihin nähden.

Tasepohjaisesti arvostus on neutraali

Tokmannin oman pääoman tuotto on vaihdellut historiassa 20-35 %:n paikkeilla. Ennustamme oman pääomantuoton olevan pitkässä juoksussa noin 20 %. Olettaen tämän lisäksi osingon kasvavan pitkällä aikavälillä liikevaihdon mukaisesti 2-4 % ja osingonjakosuhteen olevan 70 %, on Tokmannille perusteltua hyväksyä P/B-kerroin 2-3x välillä. Näemmekin tasepohjaisen arvostustason neutraalina, sillä vuoden 2024 ennusteillamme Tokmannin P/B-luku on 2,9x.

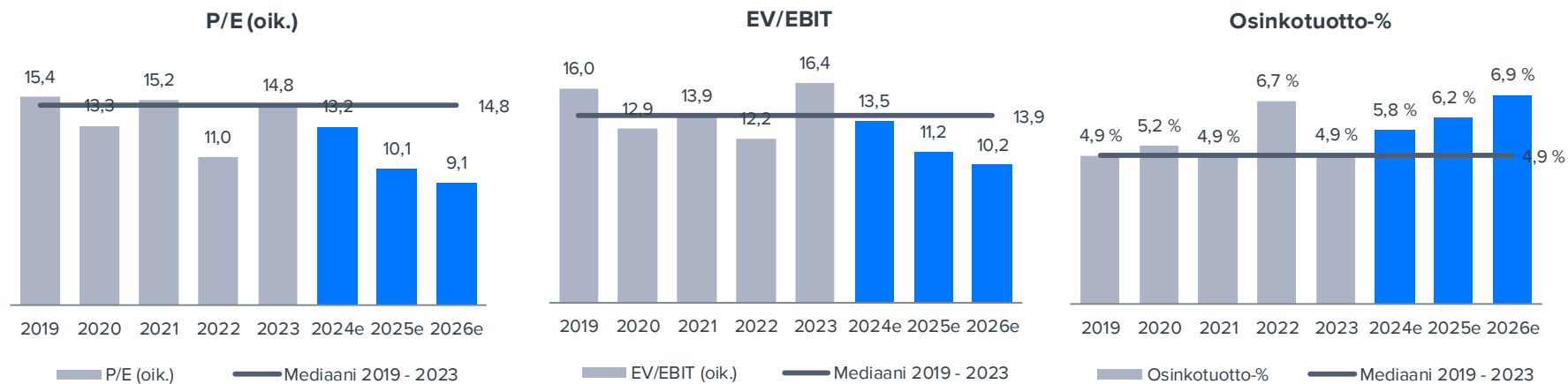


Lähde: Bloomberg

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,6	16,2	19,7	11,3	15,4	13,4	13,4	13,4	13,4
Osakemäärä, milj. kpl	58,9	58,8	58,9	58,9	58,8	58,8	58,8	58,8	58,8
Markkina-arvo	743	956	1157	665	907	785	785	785	785
Yritysarvo (EV)	1123	1288	1471	1048	1638	1522	1507	1486	1460
P/E (oik.)	15,4	13,3	15,2	11,0	14,8	13,2	10,1	9,1	8,2
P/E	15,8	13,4	14,8	11,3	16,8	13,9	10,5	9,4	8,5
P/B	4,0	4,4	4,7	2,7	3,4	2,8	2,6	2,3	2,1
P/S	0,8	0,9	1,0	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	1,3	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,6	7,9	8,4	6,7	8,6	6,5	5,8	5,5	5,1
EV/EBIT (oik.)	16,0	12,9	13,9	12,2	16,4	13,5	11,2	10,2	9,4
Osinko/tulos (%)	77,5 %	70,2 %	72,5 %	76,1 %	82,6 %	80,1 %	65,0 %	65,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,2 %	4,9 %	6,7 %	4,9 %	5,8 %	6,2 %	6,9 %	7,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Europris ASA	1070	1369	12,3	11,2	7,9	7,4	1,6	1,5	14,0	12,3	4,5	4,7	3,1
Bygghem Gruppen AB	198	442	25,9	15,7	5,7	5,1	0,8	0,8	28,2	11,8	2,1	3,7	0,9
Clas Ohlson AB	1027	1176	17,2	12,8	7,9	7,1	1,3	1,2	20,5	14,9	3,0	3,3	6,3
Axfood AB	5297	6174	17,8	16,6	9,5	8,9	0,8	0,8	21,5	19,6	3,1	3,3	8,0
Dollar General Corp	25325	31106	13,8	14,4	10,4	10,3	0,9	0,8	16,7	17,4	1,9	1,9	4,0
Kesko Oyj	6616	9521	14,7	13,7	7,9	7,5	0,8	0,8	14,7	13,5	6,0	6,1	2,4
Musti Group Oyj	862	1000	21,1	17,7	12,1	10,5	2,1	2,0	29,2	21,6	2,6	3,1	4,4
B&M European Value Retail	5618	8081	11,3	10,6	8,0	7,4	1,3	1,2	12,5	11,8	4,6	5,6	6,2
Puuhella Oyj	874	975	17,3	15,5	13,4	12,1	2,8	2,4	21,0	18,4	3,9	4,4	9,6
Verkkokauppa.com Oyj	103	123	17,6	10,6	9,0	6,7	0,3	0,2	23,2	13,7	2,3	4,5	3,2
Kamux Oyj	234	305	14,2	10,9	8,2	6,5	0,3	0,3	14,0	9,8	3,3	4,4	1,9
Rusta	1123	1601	23,0	17,6	9,7	8,5	1,5	1,4	19,6	17,1	2,3	2,9	6,2
Tokmanni (Inderes)	785	1522	13,5	11,2	6,5	5,8	0,9	0,8	13,2	10,1	5,8	6,2	2,8
Keskiarvo			17,2	13,9	9,1	8,2	1,2	1,1	19,6	15,2	3,3	4,0	4,7
Mediaani			17,3	14,0	8,6	7,5	1,1	1,0	20,0	14,3	3,1	4,1	4,2
Erotus-% vrt. mediaani			-22 %	-20 %	-25 %	-22 %	-14 %	-15 %	-34 %	-29 %	89 %	52 %	-33 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1168	238	319	364	471	1393	339	428	410	496	1673	1795	1883	1960
Konserni	1168	238	319	364	471	1393	339	428	410	496	1673	1795	1883	1960
Käyttökate	157	17,5	48,5	49,6	74,3	190	26,9	59,0	64,6	85,4	236	259	272	284
Poistot ja arvonalennukset	-73,2	-19,5	-19,8	-26,6	-30,9	-96,8	-31,9	-31,1	-29,9	-32,9	-125,8	-127,9	-129,6	-131,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	85,7	-2,2	29,3	26,4	46,7	100	-4,4	28,6	35,4	53,2	113	134	145	156
Liikevoitto	84,0	-2,0	28,7	23,0	43,4	93,1	-5,0	27,9	34,6	52,5	110	131	142	153
Konserni	84,0	-2,0	28,7	23,0	43,4	93,1	-5,0	27,9	34,6	52,5	110	131	142	153
Nettorahoituskulut	-10,7	-3,2	-4,3	-6,8	-10,4	-24,7	-9,1	-9,8	-9,8	-9,8	-38,5	-36,8	-36,5	-35,8
Tulos ennen veroja	73,3	-5,3	24,5	16,2	33,1	68,5	-14,1	18,1	24,9	42,7	71,6	94,4	106	117
Verot	-14,6	1,0	-4,8	-3,5	-7,0	-14,3	2,1	-3,6	-5,0	-8,5	-15,1	-19,8	-22,2	-24,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	58,8	-4,3	19,6	12,7	26,1	54,1	-12,1	14,5	19,9	34,2	56,5	74,6	83,5	92,4
EPS (oikaistu)	1,03	-0,08	0,34	0,27	0,50	1,04	-0,20	0,26	0,35	0,59	1,01	1,32	1,47	1,62
EPS (raportoitu)	1,00	-0,07	0,33	0,22	0,44	0,92	-0,21	0,25	0,34	0,58	0,96	1,27	1,42	1,57

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	2,3 %	4,7 %	4,0 %	23,5 %	39,0 %	19,2 %	42,4 %	34,3 %	12,4 %	5,3 %	20,2 %	7,3 %	4,9 %	4,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-18,9 %	348 %	8,8 %	12,1 %	30,5 %	16,8 %	96,4 %	-2,4 %	34,5 %	13,9 %	12,7 %	18,9 %	8,1 %	7,4 %
Käyttökate-%	13,5 %	7,3 %	15,2 %	13,6 %	15,8 %	13,6 %	7,9 %	13,8 %	15,8 %	17,2 %	14,1 %	14,4 %	14,4 %	14,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,3 %	-0,9 %	9,2 %	7,2 %	9,9 %	7,2 %	-1,3 %	6,7 %	8,7 %	10,7 %	6,7 %	7,5 %	7,7 %	8,0 %
Nettotulos-%	5,0 %	-1,8 %	6,2 %	3,5 %	5,5 %	3,9 %	-3,6 %	3,4 %	4,9 %	6,9 %	3,4 %	4,2 %	4,4 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	475	900	902	908	915
Liikearvo	136	218	218	218	218
Aineettomat hyödykkeet	4,0	45,8	42,9	39,9	36,9
Käyttöomaisuus	330	633	639	648	658
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Muut pitkäaikaiset varat	2,1	2,3	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,6	0,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	319	510	577	616	652
Vaihto-omaisuus	281	343	393	422	442
Muut lyhytaikaiset varat	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6
Myyntisaamiset	26,4	31,0	37,2	39,9	41,9
Likvidit varat	9,1	134	144	152	165
Taseen loppusumma	794	1410	1479	1524	1566

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	247	265	278	307	342
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	138	147	159	188	223
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,8	-0,7	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	110	119	119	119	119
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	328	743	797	791	783
Laskennalliset verovelat	0,0	12,9	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	323	726	793	786	778
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,8	4,3	4,3	4,3	4,3
Lyhytaikaiset velat	219	402	404	426	441
Korolliset velat	69,7	138	88,1	87,4	86,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	149	260	312	335	351
Muut lyhytaikaiset velat	1,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Taseen loppusumma	794	1410	1479	1524	1566

DCF-laskelma

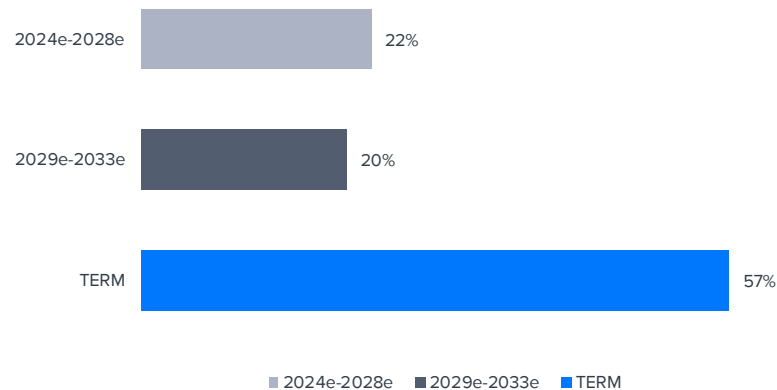
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	20,2 %	7,3 %	4,9 %	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	6,7 %	6,6 %	7,3 %	7,5 %	7,8 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	93,1	110	131	142	153	167	174	181	183	188	193	
+ Kokonaispoistot	96,8	126	128	130	132	134	136	140	143	145	147	
- Maksetut verot	0,2	-29,0	-19,8	-22,2	-24,6	-29,4	-31,0	-32,6	-33,1	-34,4	-35,5	
- verot rahoituskuluista	-5,2	-8,1	-7,7	-7,7	-7,5	-5,6	-5,5	-5,4	-5,2	-5,1	-5,0	
+ 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	47,6	-4,3	-8,6	-6,2	-5,4	-5,5	-5,8	-6,0	-5,5	-4,8	-4,2	
Operatiivinen kassavirta	233	195	223	236	247	260	268	276	281	289	295	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-524	-127	-134	-137	-139	-144	-149	-152	-152	-152	-163	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-292,2	67,8	89,5	99,1	108	116	119	124	129	137	132	
+/- 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	-292,2	67,8	89,5	99,1	108	116	119	124	129	137	132	2172
Diskontattu vapaa kassavirta		64,8	78,6	80,1	80,0	79,3	74,6	72,0	68,9	67,0	59,3	978
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1702	1637	1559	1479	1399	1319	1245	1173	1104	1037	978
Velaton arvo DCF		1702										
- Korolliset velat		-864,2										
+ Rahavarat		134										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-44,7										
Oman pääoman arvo DCF		927										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,8										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

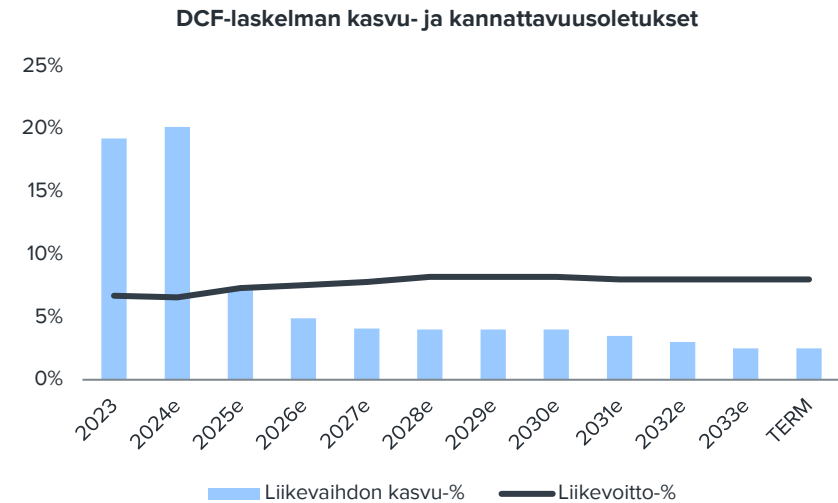
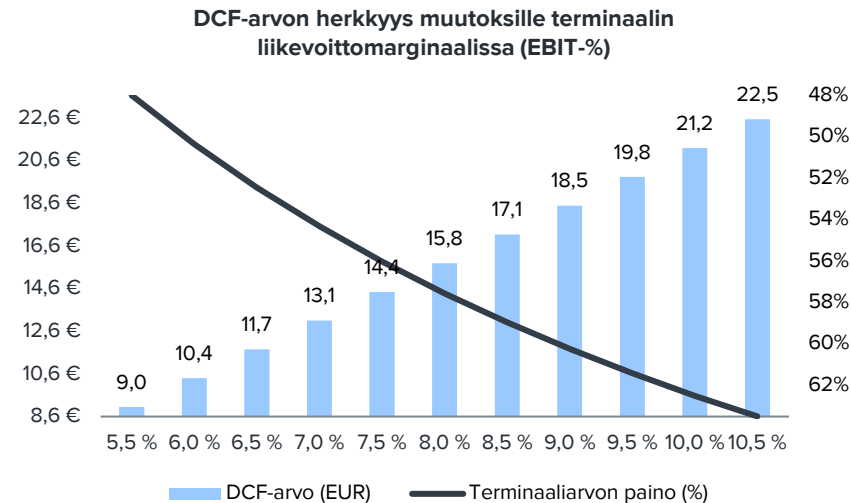
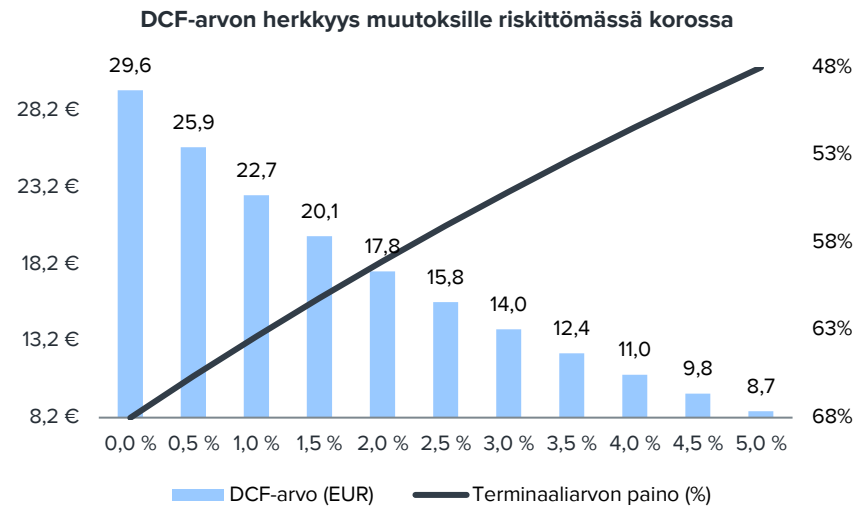
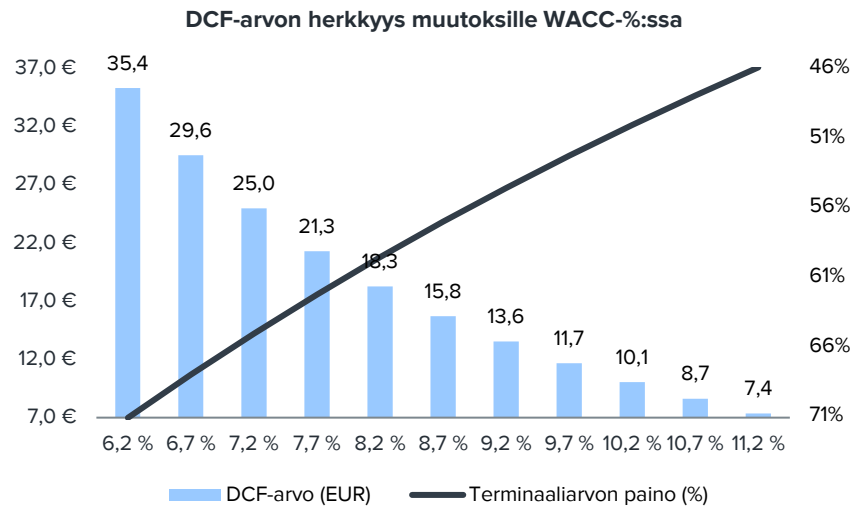
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	1141,8	1168,0	1392,7	1673,3	1794,7	EPS (raportoitu)	1,32	1,00	0,92	0,96	1,27
Käyttökate	174,6	157,2	189,9	235,8	259,1	EPS (oikaistu)	1,29	1,03	1,04	1,01	1,32
Liikevoitto	107,7	84,0	93,1	110,1	131,2	Operat. kassavirta / osake	2,27	1,62	3,95	3,31	3,79
Voitto ennen veroja	97,5	73,3	68,5	71,6	94,4	Vapaa kassavirta / osake	1,31	-0,07	-4,97	1,15	1,52
Nettovoitto	78,0	58,8	54,1	56,5	74,6	Omapääoma / osake	4,16	4,20	4,51	4,72	5,22
Kertaluontoiset erät	2,1	-1,7	-7,0	-2,8	-3,0	Osinko / osake	0,96	0,76	0,76	0,77	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	816,5	793,8	1410,3	1478,8	1523,8	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	2 %	19 %	20 %	7 %
Oma pääoma	244,7	247,0	265,4	277,9	307,2	Käyttökateen kasvu-%	7 %	-10 %	21 %	24 %	10 %
Liikearvo	136,2	136,2	218,1	218,1	218,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	-19 %	17 %	13 %	19 %
Nettovelat	314,3	383,3	730,5	737,1	722,0	EPS oik. kasvu-%	6 %	-20 %	1 %	-3 %	31 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	15,3 %	13,5 %	13,6 %	14,1 %	14,4 %
Käyttökate	174,6	157,2	189,9	235,8	259,1	Oik. Liikevoitto-%	9,3 %	7,3 %	7,2 %	6,7 %	7,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-20,0	-44,9	47,6	-4,3	-8,6	Liikevoitto-%	9,4 %	7,2 %	6,7 %	6,6 %	7,3 %
Operatiivinen kassavirta	133,7	95,4	232,6	194,5	223,0	ROE-%	33,8 %	23,9 %	21,1 %	20,8 %	25,5 %
Investoinnit	-55,8	-98,8	-524,3	-126,7	-133,5	ROI-%	17,0 %	13,1 %	10,5 %	9,6 %	11,2 %
Vapaa kassavirta	77,3	-3,9	-292,2	67,8	89,5	Omavaraisuusaste	30,0 %	31,1 %	18,8 %	18,8 %	20,2 %
						Nettovelkaantumisaste	128,5 %	155,2 %	275,3 %	265,2 %	235,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,3	0,9	1,2	0,9	0,8						
EV/EBITDA	8,4	6,7	8,6	6,5	5,8						
EV/EBIT (oik.)	13,9	12,2	16,4	13,5	11,2						
P/E (oik.)	15,2	11,0	14,8	13,2	10,1						
P/B	4,7	2,7	3,4	2,8	2,6						
Osinkotuotto-%	4,9 %	6,7 %	4,9 %	5,8 %	6,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/05/2021	Osta	25,00 €	21,68 €
29/07/2021	Lisää	27,00 €	24,66 €
31/10/2021	Osta	25,00 €	19,68 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
14/02/2022	Osta	20,00 €	17,90 €
27/04/2022	Osta	17,00 €	14,78 €
02/05/2022	Osta	15,00 €	12,40 €
27/05/2022	Lisää	13,50 €	12,17 €
01/08/2022	Lisää	14,00 €	12,82 €
30/09/2022	Lisää	12,50 €	11,04 €
31/10/2022	Lisää	12,50 €	11,83 €
19/12/2022	Lisää	12,50 €	11,63 €
13/02/2023	Lisää	14,00 €	12,98 €
13/04/2023	Lisää	14,20 €	13,20 €
02/05/2023	Lisää	13,50 €	12,41 €
07/08/2023	Lisää	14,50 €	13,73 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
20/11/2023	Lisää	14,00 €	12,61 €
14/02/2024	Vähennä	15,50 €	15,42 €
25/03/2024	Lisää	16,00 €	14,96 €
20/05/2024	Lisää	15,00 €	13,63 €
13/06/2024	Lisää	15,00 €	13,35 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**