

# Stockmann

## Yhtiöraportti

20.1.2023 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Omistajamuutokset tuovat uutta potentiaalia

Näemme Stockmannin uuden omistajan tuovan potentiaalia pidemmän aikavälin arvonluontiin, mutta rakennemuutokset lähiaikoina näyttävät epätodennäköisiltä, kuten olemme aiemminkin arvioineet. Olemme tehneet kosmeettisia ennustemuutoksia ja toistamme vähennä suosituksen. Tavoitehinta nousee 2,1 euroon (aik. 2,0) euroa hieman positiivisempien ennusteiden ja uuden omistajan tuoman potentiaalilin myötä.

## Uusi vähittäiskaupan osaaja omistajakuntaan ja yhteistyöhön Konstsamfundetin kanssa

Stockmannille ilmaantui joulukuussa uusi merkittävä omistaja, kun tavaratalo/muotikauppakonserni Peek & Cloppenburgiin kuuluva JC Switzerland (JCS) kertoi yli 5 %:n omistuksestaan. Kuukausi tämän jälkeen tammikuussa JCS kertoi sopineensa käyttävänsä äänioikeuttaan yhdessä Stockmannin pitkäaikaisen pääomistajan Konstsamfundetin (KSF) kanssa. Kävi ilmi, että KSF oli aktiivisesti etsinyt kansainvälistä vähittäiskaupan osaamista omistajakuntaan tukemaan Stockmannin kehitystä jatkossa. Etenkin tavaratalojen surkea kehitys viimeisen vuosikymmenen ajalta huomioiden, tämä näyttää järkevältä. JCS ja KSF korostivat julkisessa kommunikoinnissaan, että keskittyvät Stockmannin pitkäjänteiseen kehitykseen ja laaditun strategian toteuttamiseen. Käsityksemme mukaan JCS ei kuitenkaan tässä vaiheessa tule tavoittelemaan hallituspaikkaa Stockmannissa vaan vaikuttavat KSF:n hallituspaikan kautta. JCS:n omistuksen ollessa nykyisellä tasolla, emme usko myöskään operatiiviseen yhteistyöhön Stockmannin kanssa lähiaikoina.

## Omistajamuutokset tuskin aiheuttavat lyhyellä aikavälillä merkittäviä muutoksia, mutta tuo potentiaalia

JCS:n ja KSF:n kommentit viittaavat siihen, että esimerkiksi yhtiön jakautumista Lindexin ja Stockmannin osalta ei lähiaikoina harkita (Lindexin irrottaminen saneerausollessa käynnissä on joka tapauksessa käytännössä mahdotonta). Yhteistyö voi myös olla vastavoima Stockmannista yli 10 % omistavalle North Wall / Denali erikoistilannerahastolle, jonka aikajänne mitä todennäköisemmin on JCS/KSF-liittoa lyhyempi ja siten myös näkemykset strategiasta voivat olla erilaisia. Näemme JCS:n tulon omistajakuntaan kuitenkin positiivisena asiana, sillä heillä on selvästi kiinnostusta myös Stockmannin tavaratalotoimintaan. Uskomme, että heillä on mahdollisuus tukea tavaratalojen tappioiden pienentämistä tulevana vuosina ja näemme mahdollisena myös, että jollain aikavälillä JCS & KSF –yhdistelmä voisi jäädä pelkän tavaratalotoiminnan omistajaksi, mikäli jonkinlaisiin rakennejärjestelyihin yhtiössä päädytään. Tämä ei ole kuitenkaan lyhyellä aikavälillä mielestämme todennäköistä.

## Tulos pohjainen arvostus neutraali, emme näe lähiaikoina potentiaalia osien summa arvon vapautumiseen

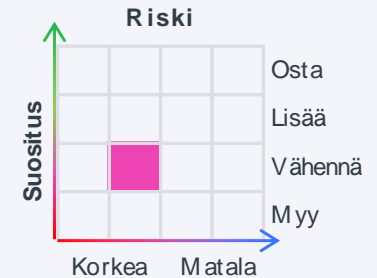
Teemme tässä raportissa vain hienoisia ennustemuutoksia ja odotamme yhä Lindexin tuloksen normalisoituvan 2021-22 korkealta tasolta ja painavan koko konsernin tulosta alaspäin tänä vuonna. Vuokraveloilla ja kassalla oikaistuna arviomme Stockmannin 2023-24 P/E luvun olevan 12-13x ja EV/EBIT:in noin 10x. Pidämme näitä tasoja neutraalina Stockmannille. Osien summa arvomme on 3-4 euroa, mutta sen vapauttaminen vaatisi nähdäksemme tavaratalojen tuloksen selvää parantumista tai rakennejärjestelyjä, joita emme lähivuosina odota. Emme siis näe tämän piilevän arvon realisoituvan lähitulevaisuudessa. Pidemmällä aikavälillä emme odota merkittävää tuloskasvua ja konsernin pääoman tuotto jää ennusteillamme tuottovaatimuksemme alle. Lähiaikojen laskeva tulostrendi ja negatiivinen kassavirta (logistiikkainvestoinnin takia) painavat tuotto-odotuksen vaisuksi ja tukevat siten negatiivista näkemystämme.

## Suositus

**Vähennä**  
(aik. Vähennä)

**2,10 EUR**  
(aik. 2,00 EUR)

**Osakekurssi:**  
2,05



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	899,0	991,1	980,0	990,0
<b>kasvu-%</b>	14 %	10 %	-1 %	1 %
<b>EBIT oik.</b>	68,3	81,2	65,0	60,0
<b>EBIT-% oik.</b>	7,6 %	8,2 %	6,6 %	6,1 %
<b>Nettotulos</b>	47,9	99,9	27,7	24,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,32	0,30	0,18	0,15
<b>P/E (oik.)</b>	6,1	6,7	11,7	13,7
<b>P/B</b>	1,1	0,9	0,9	0,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	13,0	10,1	13,2	14,2
<b>EV/EBITDA</b>	4,8	3,1	5,1	4,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,8	0,9	0,9

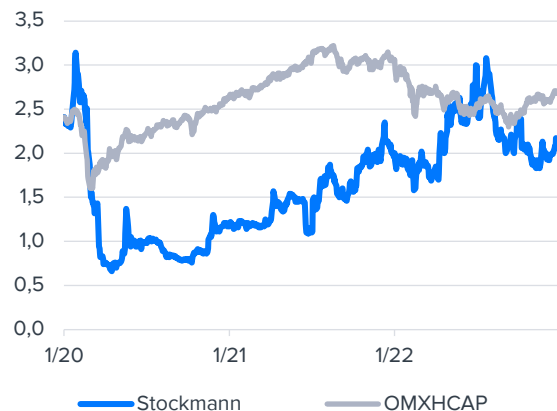
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

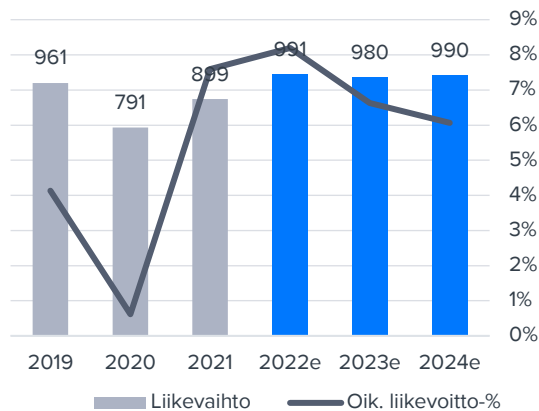
Stockmann odottaa konsernin liikevaihdon kasvavan ja oikaistun liiketuloksen paranevan edelliseen vuoteen verrattuna

## Osakekurssi



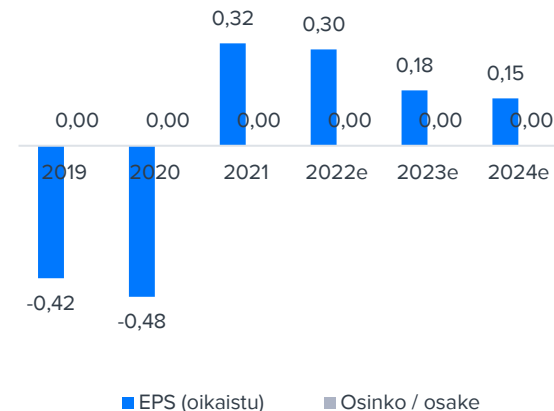
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,05	2,05	2,05
Osakemäärä, milj. kpl	155,0	158,0	162,5
Markkina-arvo	320	320	320
Yritysarvo (EV)	816	860	851
P/E (oik.)	6,7	11,7	13,7
P/E	3,2	11,7	13,7
P/Kassavirta	1,4	neg.	10,0
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	3,1	5,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	10,1	13,2	14,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Hienoisia ennustemuutoksia

## Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Teimme vuodelle 2022 kosmeettisen muutoksen liikevaihtoennusteisiin, muutokset pyöristyivät kuitenkin nolnaan prosenttiin
- Vuodelle 2023 nostimme hieman ennusteita Lindexin osalta, koska hinnankorotukset näyttävät tukevan markkinakehitystä hieman odotuskiamme enemmän. Muutokset ovat kuitenkin kokonaisuutena pieniä.

## Operatiiviset tulosajurit 2022-2024e:

- Uskomme 2023 tuloksen laskevan sekä Lindexin tuloksen normalisoituessa vuoden 2022 huipputasolta että heikon kuluttajakysyntätilanteen ja kiinteistöjen myynnin myötä nousseiden kustannusten iskiessä Stockmann-divisioonaan (tavaratalot)
- Vuodelle 2024 odotamme vielä pientä laskua 2023 tasosta, mutta karkeasti ottaen liikevoittoennustemme on 60-70 MEUR välillä vuosille 2023-25

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	989	991	0 %	970	980	1 %	990	990	0 %
Käyttökate	262	262	0 %	168	169	1 %	174	174	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	81,2	81,2	0 %	64,0	65,0	2 %	60,0	60,0	0 %
Liikevoitto	158	158	0 %	64,0	65,0	2 %	60,0	60,0	0 %
Tulos ennen veroja	131	131	0 %	34,0	35,0	3 %	30,8	30,8	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,30	0,30	0 %	0,17	0,18	3 %	0,15	0,15	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 1/3

## Arvonmäärityksessä muutamia haasteita

Stockmannin arvonmääritystä hankaloittaa mielestämme muutama asia. Ensinnäkin, tappiollinen tavarataloliiketoiminta vaikuttaa yhtiön tulokertoimiin, joka vaikeuttaa koko konsernin lukujen käyttämistä. Toiseksi, tulostaso on molempien divisioonien osalta ollut viimeisen kymmenen vuoden aikana hyvin ailahteleva, jolloin jonkinlaisen normaalin tason löytäminen ei ole aivan selvää. Tätä häiritsee myös korona-ajan tuomat vaikutukset ja Stockmann-divisioonan rakennemuutokset. Kolmanneksi, yhtiön isot vuokravastuut vääristävät tase- ja EV-pohjaisia lukuja ja toisaalta ilman vuokravastuuta yhtiöllä on nettokassaa. Näiden seikkojen pohjalta näemme tarvetta katsoa myös eri tavoin oikaistuja lukuja. Osien summa arvostus on mielestämme Stockmannille myös relevantti, mutta sen käytössä tulee huomioida millä aikataululla mahdollinen piilevä arvo pystytään realistisesti vapauttamaan. Olemme arvioineet myös eri skenaarioita osien summa laskelmissa.

## Arvostuksen yhteenveto - Vähennä

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

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

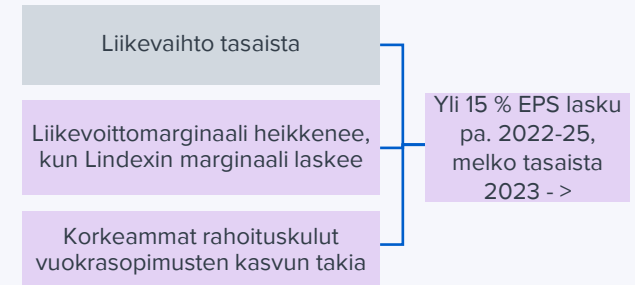
## Tulos- ja kassavirtakertoimet

Stockmannin tulos pohjainen arvostus näyttää tälle vuodelle erittäin edulliselta, kun P/E on 7x ja oik. EV/EBIT (sis. vuokravastuut) 10x. Mielestämme parempi tapa on kuitenkin oikaista markkina-arvoa nettokassalla P/E-luvussa ja poistaa vuokravelat EV:stä. Jos poistaa vuokravelat EV:stä on kuitenkin mielestämme syytä huomioida niiden rahoituseriin sisältyvä tulosvaikutus, jolloin saadaan vertailukelpoinen luku ilman IFRS 16 vaikutuksia. Lisäksi huomioimme riidanalaisten velkojen oletetun vaikutuksen. Näin laskettuna P/E tälle vuodelle olisi noin 7x ja EV/EBIT (tai käytännössä EV/PTP) 6x eli hyvin matala. Jos katsomme vuosia 2023-24, jolloin uskomme tuloksen normalisoituneen ja toisaalta Lindexin ison investoinnin syöneen kassavaroja, luvut ovat suunnilleen P/E 12-13x ja EV/EBIT 10x (molemmille vuosille). Nämä luvut ovat mielestämme Stockmannille suhteellisen neutraaleja tai jopa hieman korkeita kertoimia.

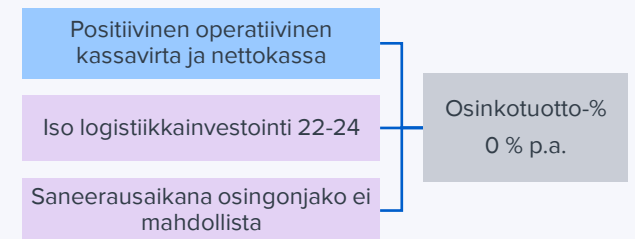
## Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

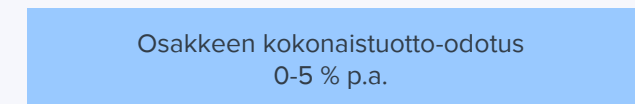
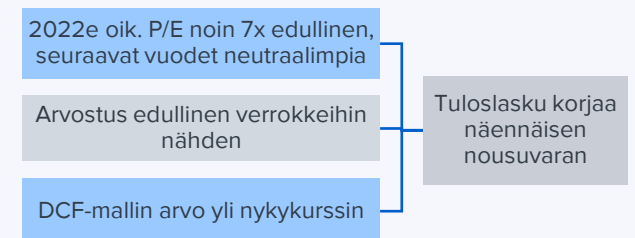
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvonmääritys 2/3

Arviomme Stockmannin kestäväksi vapaan kassavirran tasoksi on 25-30 MEUR, emmekä näe yhtiön pystyvän oleelliseen tuloskasvuun pidemmällä aikavälillä. Tämä tarkoittaa nykymarkkina-arvolla 8-10 %:n kassavirtatuottoa. Stockmannin ollessa nettokassan puolella, yhtiö pystyisi ainakin periaatteessa jakamaan koko kassavirran ulos osinkoina, kunhan se saneerauksen jälkeen teknisesti on mahdollista. Pidemmän aikavälin kassavirtatuotto jää joka tapauksessa hieman 10 % tuottovaatimuksemme alle.

## Emme pidä Lindexin myyntiä tai listausta lähivuosina todennäköisenä

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

pidemmällä horisontilla. Pääomistajien (Konstsamfundetin ja JC Switzerlandin yhdessä hallitsema 15 % omistus) kommentit viittaavat myös siihen, että Lindexin suhteen ei ole lyhyellä aikavälillä suunnitteilla rakenteellisia toimia.

## Osien summa 3,3 euroa / osake

Tästä huolimatta osien summa on mielestämme kiinnostava ja hyödyllinen kulma osakkeen arvonmääritykseen. Perusskenaariossamme arvostamme Lindexin noin 600 MEUR:n arvoiseksi, joka ensi vuoden tulosennusteella tarkoittaa noin 8x EV/EBIT (ilman vuokraelkoja). Lindexin lähimmät verrokkit KappAhl ja MQ hinnoiteltiin yleensä pörssissä ollessaan alle 10x EV/EBIT. Nousut korkotaso ja IFRS 16 vaikutukset huomioiden, arvostuksen voisi olettaa olevan nykymarkkinassa hieman matalampi. Normalisoiduksi tulostasoksi arvioimallamme 70 MEUR liikevoitolla Lindex tekee noin 50 MEUR vapaata kassavirtaa/nettotulosta. Diskonttaamalla tämän 1,5 %:n kasvuoletuksella ja 10 %:n tuottovaatimuksella saamme Lindexin nykyarvoksi noin 600 MEUR. P/E luvuksi käännettynä tämä tarkoittaa noin 12x. Tämä on lähellä Pohjoismaisten kaupan alan verrokkien tasoa (10-15x tälle vuodelle), mutta selvästi alle isompien globaalien kilpailijoiden H & M:n ja Inditexin noin 20x tason. Näiden yhtiöiden vahva globaali markkina-asema ja brändi tarjoaa niille mielestämme Lindexiä selvästi paremmat kasvunäkymät, jonka takia korkeampi arvostus on perusteltu. H & M:n kannattavuus on lisäksi tällä hetkellä historiaansa nähden matala, Lindexillä tilanne on toisin päin.

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

# Arvonmääritys 3/3

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

Tämäkin arvio vaatii, että tavaratalojen kassavirta saadaan tavalla tai toisella 3-5 vuodessa vähintään nollaan, jotta negatiivinen rahavirta loppuu. Tällöin yhtiön EV:ksi saadaan 500 MEUR. Tästä vähennämme joukkovelkakirjalainan ja huomioimme käteisen 2024 lopussa. Tämä sen takia, että 2024 lopun kassa huomioi arvioimamme maksuun tulevan määrän riidanalaisista veloista sekä Lindexin lähivuosien ison logistiikkainvestoinnin. Lopputulemana saamme osakepääoman arvoksi 530 MEUR eli 3,3 euroa osakkeelta.

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

Emme siis tukeudu tähän arvoon pääasiassa sen takia, ettemme näe Lindexin irrottamista realistisena meidän ennustamalla kehityksellä

tavarataloille. Stockmann ilman Lindexiä tekisi mielestämme selvästi negatiivista kassavirtaa, eikä siten olisi elinkelpoinen. Lindexin (osittainen) myyminen / listaus ja siitä saatujen rahojen käyttäminen tavaratalojen tappioiden kattamiseen olisi mielestämme varsin uhkarohkea liike yhtiön johdolta, johon emme myöskään usko. Mahdollinen arvonluonti lähivuosina toteutuikin mielestämme todennäköisemmin sitä kautta, että tavaratalot parantavat tulostasoaan ja siten niille nykyisin hinnoiteltava negatiivinen arvo pienenee tai poistuu kokonaan.

## Osien summa-arvostus skenaario

Mikäli yhtiö löytyisi ottajan sen tavarataloliiketoiminnalle (eli antaisi sen pois nollahintaan), yhtiön arvo muodostuisi vain Lindexistä ja olisi lähelle 4 euroa. Rakennejärjestelyillä on siis selvästi mahdollisuus luoda arvoa yhtiössä, etenkin jos sillä pystytään vähentämään/poistamaan tavaratalojen negatiivista vaikutusta yhtiön arvoon.

## Tasepohjainen arvostus

Stockmannin taseessa on lähinnä aineetonta omaisuutta ja vuokratvelkaa. Siten tasepohjainen arvostus ei ole nähdäksemme erityisen hyvä tapa Stockmannin suhteen. Huomioimme kuitenkin, että P/B luku on lähivuosina noin 0,8x. Kun ennustamamme (oman) pääoman tuotto on 6-7 % eli selvästi tuottovaatimustamme vähemmän, alle 1x P/B luku on ehdottomasti perusteltu.

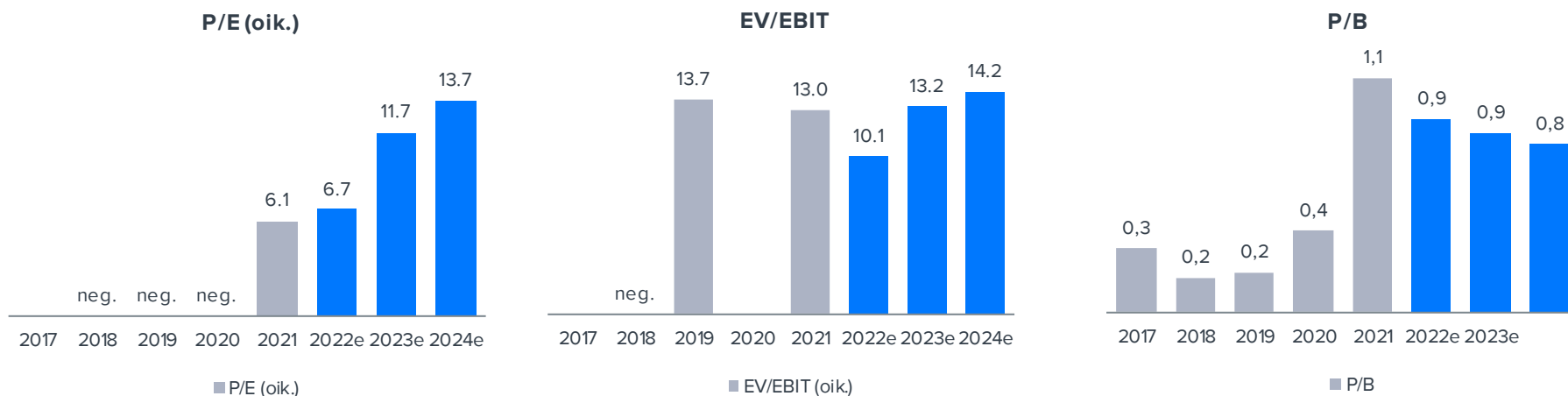
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,05	2,05	2,05
Osakemäärä, milj. kpl	155,0	158,0	162,5
Markkina-arvo	320	320	320
Yritysarvo (EV)	816	860	851
P/E (oik.)	6,7	11,7	13,7
P/E	3,2	11,7	13,7
P/Kassavirta	1,4	neg.	10,0
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,9
EV/EBITDA (oik.)	3,1	5,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	10,1	13,2	14,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,60	2,00	2,26	1,14	1,96	<b>2,05</b>	<b>2,05</b>	<b>2,05</b>	<b>2,05</b>
Osakemäärä, milj. kpl	72,0	72,0	72,0	72,0	114,0	<b>155,0</b>	<b>158,0</b>	<b>162,5</b>	<b>165,0</b>
Markkina-arvo	321	141	155	80	303	<b>320</b>	<b>320</b>	<b>320</b>	<b>320</b>
Yritysarvo (EV)	1085	685	542		889	<b>816</b>	<b>860</b>	<b>851</b>	<b>821</b>
P/E (oik.)		neg.	neg.	neg.	6,1	<b>6,7</b>	<b>11,7</b>	<b>13,7</b>	<b>11,1</b>
P/E		neg.	neg.	neg.	4,7	<b>3,2</b>	<b>11,7</b>	<b>13,7</b>	<b>11,1</b>
P/Kassavirta	neg.	0,3	0,8	0,8	2,3	<b>1,4</b>	neg.	<b>10,0</b>	<b>6,1</b>
P/B	0,3	0,2	0,2	0,4	1,1	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
P/S		0,1	0,2	0,1	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
EV/Liikevaihto		0,7	0,6		1,0	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA (oik.)		neg.	22,5		4,8	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>
EV/EBIT (oik.)		neg.	13,7		13,0	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>14,2</b>	<b>12,3</b>
Osinko/tulos (%)		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Stockmann	329	815	12,4	12,7	4,9	4,7	0,8	0,8	12,4	14,1			0,9
H & M	19199	22613	21	16	8	7	1	1	24,6	18,7	4,9	5,2	4,3
Fast Retailing	58032	55305	21,3	19,6	14,1	13,3	2,9	2,7	33,2	29,6	0,9	1,0	4,6
Inditex	85864	81534	15,1	14,8	9,7	9,6	2,5	2,5	21,0	20,3	4,2	4,3	5,2
Tokmanni	733	1636	17,6	15,8	9,8	9,0	1,3	1,3	11,0	9,8	6,3	7,2	2,7
Puuilo	543	628	13,1	12,5	10,3	9,9	2,1	1,9	15,0	14,4	5,2	5,5	6,8
Kesko	8424	10539	14,3	14,2	8,5	8,4	0,9	0,9	15,4	15,1	5,2	5,3	3,0
Clas Ohlson	419	615	17,7	11,4	5,6	4,9	0,8	0,7	14,8	10,6	7,6	8,4	3,1
<b>Stockmann (Inderes)</b>	<b>320</b>	<b>816</b>	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>6,7</b>	<b>11,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>16</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>17,8</b>	<b>16,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>15,1</b>	<b>14,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>15,0</b>	<b>14,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-33 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-63 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-55 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-71 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>791</b>	<b>156</b>	<b>228</b>	<b>238</b>	<b>278</b>	<b>899</b>	<b>196</b>	<b>269</b>	<b>244</b>	<b>282</b>	<b>991</b>	<b>980</b>	<b>990</b>	<b>1005</b>
Lindex	507	98,7	162	169	178	607	134	188	167	177	666	660	670	685
Stockmann	284	56,9	66,0	68,9	99,8	292	62,2	80,9	77,1	105	325	320	320	320
Jakamaton	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>128</b>	<b>-2,5</b>	<b>52,8</b>	<b>58,4</b>	<b>76,3</b>	<b>185</b>	<b>35,5</b>	<b>141</b>	<b>31,9</b>	<b>53,5</b>	<b>262</b>	<b>169</b>	<b>174</b>	<b>182</b>
Poistot ja arvonalennukset	-379,9	-25,1	-26,4	-25,7	-25,7	-102,9	-25,7	-26,9	-25,9	-26,0	-104,5	-104,0	-114,0	-115,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>4,9</b>	<b>-21,1</b>	<b>26,8</b>	<b>32,9</b>	<b>29,7</b>	<b>68,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>35,4</b>	<b>22,0</b>	<b>27,5</b>	<b>81,2</b>	<b>65,0</b>	<b>60,0</b>	<b>67,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-252,4</b>	<b>-27,6</b>	<b>26,4</b>	<b>32,7</b>	<b>50,6</b>	<b>82,1</b>	<b>9,8</b>	<b>115</b>	<b>6,0</b>	<b>27,5</b>	<b>158</b>	<b>65,0</b>	<b>60,0</b>	<b>67,0</b>
Lindex	38,6	-13,0	32,3	31,2	24,1	74,6	5,5	39,0	22,8	23,0	90,3	74,0	67,0	70,0
Stockmann	-30,8	-12,2	-4,0	0,0	27,8	11,6	6,3	78,3	-15,8	5,0	73,8	-7,0	-4,0	0,0
Jakamaton	-10,2	-2,4	-1,9	1,5	-1,3	-4,1	-2,0	-2,8	-1,0	-0,5	-6,3	-2,0	-3,0	-3,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-41,6	-5,7	-2,8	-4,2	-4,2	-16,9	-5,4	-6,5	-7,3	-7,5	-26,7	-30,0	-29,3	-28,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-294,0</b>	<b>-33,3</b>	<b>23,6</b>	<b>28,5</b>	<b>46,4</b>	<b>65,2</b>	<b>4,4</b>	<b>108</b>	<b>-1,3</b>	<b>20,0</b>	<b>131</b>	<b>35,0</b>	<b>30,8</b>	<b>38,5</b>
Verot	2,4	3,8	-4,4	-5,6	-11,1	-17,3	-1,6	-27,4	2,0	-4,2	-31,2	-7,4	-6,5	-8,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-291,6</b>	<b>-29,5</b>	<b>19,2</b>	<b>22,9</b>	<b>35,3</b>	<b>47,9</b>	<b>2,8</b>	<b>80,6</b>	<b>0,7</b>	<b>15,8</b>	<b>99,9</b>	<b>27,7</b>	<b>24,3</b>	<b>30,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>2,27</b>	<b>-0,20</b>	<b>0,17</b>	<b>0,20</b>	<b>0,15</b>	<b>0,32</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,10</b>	<b>0,30</b>	<b>0,18</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-4,05</b>	<b>-0,26</b>	<b>0,17</b>	<b>0,20</b>	<b>0,31</b>	<b>0,42</b>	<b>0,02</b>	<b>0,52</b>	<b>0,00</b>	<b>0,10</b>	<b>0,64</b>	<b>0,18</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21</b>	<b>Q3'21</b>	<b>Q4'21</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-17,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	13,7 %	26,0 %	17,9 %	2,6 %	1,6 %	10,2 %	-1,1 %	1,0 %	1,5 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-87,7 %				-88,5 %	1293,9 %	-82,5 %	32,1 %	-33,1 %	-7,4 %	18,9 %	-20,0 %	-7,7 %	11,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	16,1 %	-1,6 %	23,2 %	24,6 %	27,5 %	20,6 %	18,1 %	52,6 %	13,1 %	19,0 %	26,5 %	17,2 %	17,6 %	18,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	0,6 %	-13,6 %	11,8 %	13,8 %	10,7 %	7,6 %	-1,9 %	13,2 %	9,0 %	9,8 %	8,2 %	6,6 %	6,1 %	6,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	-36,9 %	-19,0 %	8,4 %	9,6 %	12,7 %	5,3 %	1,4 %	30,0 %	0,3 %	5,6 %	10,1 %	2,8 %	2,5 %	3,0 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1092</b>	<b>1002</b>	<b>927</b>	<b>983</b>	<b>992</b>
Liikearvo	278	272	272	272	272
Aineettomat hyödykkeet	121	120	120	120	120
Käyttöomaisuus	659	583	508	564	573
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	5,6	3,8	3,8	3,8	3,8
Laskennalliset verosaamiset	27,8	23,8	23,8	23,8	23,8
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>333</b>	<b>414</b>	<b>356</b>	<b>323</b>	<b>317</b>
Vaihto-omaisuus	135	155	178	176	168
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	45,0	45,7	49,6	49,0	49,5
Likvidit varat	152	214	129	98,0	99,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1424</b>	<b>1416</b>	<b>1284</b>	<b>1307</b>	<b>1309</b>

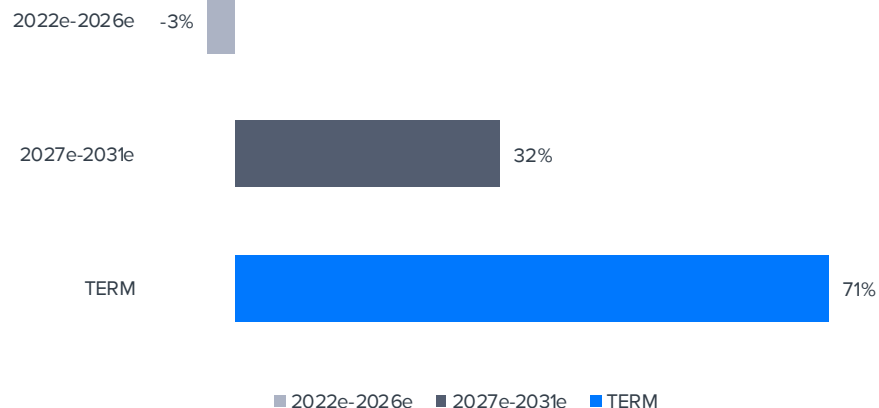
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>206</b>	<b>268</b>	<b>343</b>	<b>371</b>	<b>395</b>
Osakepääoma	144	77,6	77,6	77,6	77,6
Kertyneet voittovarot	-544,4	103	203	230	255
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	20,3	14,4	-10,6	-10,6	-10,6
Muu oma pääoma	586	73,2	73,2	73,2	73,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>327</b>	<b>409</b>	<b>623</b>	<b>607</b>	<b>591</b>
Laskennalliset verovelat	35,9	40,6	40,6	40,6	40,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	291	330	550	550	550
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	37,8	32,0	16,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>892</b>	<b>740</b>	<b>318</b>	<b>330</b>	<b>324</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	586	470	75,0	88,4	80,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	250	223	193	191	193
Muut lyhytaikaiset velat	56,6	46,4	50,0	50,0	50,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1425</b>	<b>1416</b>	<b>1284</b>	<b>1307</b>	<b>1309</b>

# DCF-laskelma – arvio ilman IFRS 16 -eriä

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,7 %	10,2 %	-1,1 %	1,0 %	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	9,1 %	15,9 %	6,6 %	6,1 %	6,7 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>65</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	
+ Kokonaispoistot	28	25	24	34	35	35	34	34	33	33	33	
- Maksetut verot	-9	-31	-7	-6	-8	-8	-8	-8	-8	-13	-13	
- verot rahoituskuluista	-4	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-5	-5	-5	
+ verot rahoitusuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-57	-54	0	10	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>40</b>	<b>15</b>	<b>76</b>	<b>91</b>	<b>88</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-49	-382	-16	-16	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-17	363	-75	-38	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-34	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-26</b>	<b>-4</b>	<b>-15</b>	<b>37</b>	<b>58</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	
+/- Muut	-3	-21	-26	-26	-26	-26	-27	-27	-27	-27	-27	
Vapaa kassavirta	-29	-25	-41	11	32	30	29	29	28	44	40	453
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-25</b>	<b>-38</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>195</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		272	297	335	326	302	282	263	247	232	212	195
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>272</b>										
- Korolliset velat		-66										
+ Rahavarat		214										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>420</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksottain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,9 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	960,5	790,7	899,0	<b>991,1</b>	<b>980,0</b>	EPS (raportoitu)	-0,63	-4,05	0,42	<b>0,64</b>	<b>0,18</b>
Käyttökate	24,1	-252,4	185,0	<b>262,3</b>	<b>169,0</b>	EPS (oikaistu)	-0,42	-0,48	0,32	<b>0,30</b>	<b>0,18</b>
Liikevoitto	24,1	-252,4	82,1	<b>157,8</b>	<b>65,0</b>	Operat. kassavirta / osake	0,98	-3,65	1,01	<b>1,10</b>	<b>0,99</b>
Voitto ennen veroja	-28,6	-294,0	65,2	<b>131,1</b>	<b>35,0</b>	Vapaa kassavirta / osake	2,72	1,48	1,16	<b>1,52</b>	<b>-0,13</b>
Nettovoitto	-45,7	-291,6	45,1	<b>99,9</b>	<b>27,7</b>	Omapääoma / osake	11,11	2,86	2,35	<b>2,21</b>	<b>2,35</b>
Kertaluontoiset erät	-15,6	-257,3	13,8	<b>76,6</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	2103,2	1424,3	1416,1	<b>1283,9</b>	<b>1306,8</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	-18 %	14 %	<b>10 %</b>	<b>-1 %</b>
Oma pääoma	800,8	206,1	268,1	<b>343,0</b>	<b>370,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	-877 %	-1147 %	-173 %	<b>42 %</b>	<b>-36 %</b>
Liikearvo	506,6	277,5	271,5	<b>271,5</b>	<b>271,5</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	31 %	-88 %	1294 %	<b>19 %</b>	<b>-20 %</b>
Nettovelat	387,4	724,5	586,7	<b>496,5</b>	<b>540,5</b>	EPS oik. kasvu-%	871 %	14 %	-168 %	<b>-6 %</b>	<b>-42 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	2,5 %	-31,9 %	20,6 %	<b>26,5 %</b>	<b>17,2 %</b>
Käyttökate	24,1	-252,4	185,0	<b>262,3</b>	<b>169,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,1 %	0,6 %	7,6 %	<b>8,2 %</b>	<b>6,6 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	79,0	-9,8	-56,9	<b>-53,7</b>	<b>0,4</b>	Liikevoitto-%	2,5 %	-31,9 %	9,1 %	<b>15,9 %</b>	<b>6,6 %</b>
Operatiivinen kassavirta	70,4	-262,5	115,0	<b>171,1</b>	<b>155,7</b>	ROE-%	-5,6 %	-57,9 %	20,2 %	<b>32,7 %</b>	<b>7,7 %</b>
Investoinnit	-297,4	809,3	-17,1	<b>-30,0</b>	<b>-160,0</b>	ROI-%	1,8 %	-22,0 %	7,6 %	<b>15,5 %</b>	<b>6,6 %</b>
Vapaa kassavirta	195,7	106,8	132,7	<b>235,3</b>	<b>-20,3</b>	Omavaraisuusaste	38,1 %	14,5 %	18,9 %	<b>26,7 %</b>	<b>28,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	48,4 %	351,5 %	218,8 %	<b>144,7 %</b>	<b>145,8 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,6		1,0	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>						
EV/EBITDA (oik.)	22,5		4,8	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	13,7		13,0	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>						
P/E (oik.)	neg.	neg.	6,1	<b>6,7</b>	<b>11,7</b>						
P/B	0,2	0,4	1,1	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.11.2022	Vähennä	2,00 €	1,97 €
20.1.2023	Vähennä	2,10 €	2,05 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**