

Marimekko

Yhtiöraportti

17.5.2023 7:57



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Q1 jäi heikoksi, näkymät edelleen hyvät

Marimekon Q1 oli odotetusti vertailukautta heikompi, joskin tuloksen osalta myös ennusteiden alapuolella. Leikkasimme tämän johdosta kuluvan vuoden tulosennusteita 5 %. Yhtiön ohjeistus vuodelle 2023 pysyi ennallaan ja näemme myös pidemmän aikavälin potentiaalin olevan edelleen hyvä. Uskomme yhtiön tuloskasvun (keskimäärin 7 % vuodessa 2022-25) ja osingon tarjoavan kohtuullisen hyvän, 10-15 % vuotuisen tuotto-odotuksen. Toistamme lisää-suosituksen ja 10,0 euron tavoitehinnan.

Q1 odotetusti alle vertailukauden, tulos laski hieman ennusteita enemmän

Marimekko oli ohjeistanut Q1-liikevaihdon laskevan, joka toteutuikin liikevaihdon laskiessa 2 % vertailukaudesta. Tämä johtui odotetusti laskusta lisenssituotoissa ja Suomen tukkutoimituksissa, mutta myös EMEA-alueen selvän liikevaihdon laskun takia. Liikevaihto oli kuitenkin hieman meidän ja konsensusodotusta parempi vahvan Aasian kasvun takia (16 %). Kokonaisuudessaan Suomen liikevaihto laski 3 % ja kansainvälinen myynti 1 %. Marimekon liikevoitto laski selvästi 3,8 MEUR:oon vertailukauden 6,6 MEUR:sta. Tämä johtui liikevaihdon laskusta sekä korkeakatteisen lisenssimyynnin laskusta. Lisäksi kiinteitä kuluja nostivat myymälöiden kasvaneet henkilöstökulut ja panostukset kansainväliseen kasvuun. Liiketoiminnan muut kulut kasvoivat odotuksiamme enemmän ja painoivat siten tulosta ennusteisiimme nähden. Kiinteiden kulujen kasvu näkyy tuloksessa vahvemmin Q1:llä, jolloin liikevaihto on kausiluonteisesti matalin. Siten kulumassan kasvu lisää tuloksen kausiluonteisuutta. Tulos jäi meidän odotuksemme (5,1 MEUR) alle sekä hieman myös konsensusennusteesta (4,3 MEUR).

Ennallaan pidetty ohjeistus tälle vuodelle indikoi melko tasaista tuloskehitystä

Marimekko toisti ohjeistuksena ja odottaa tänä vuonna sen liikevaihdon kasvavan ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin olevan 16-19 % (2022: 18,2 %). Ennusteemme on hyvin linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme 4 %:n liikevaihdon kasvua ja 17,3 % liikevoittomarginaalia. Heikkenevästä kuluttajakysynnästä huolimatta Marimekko uskoo kasvattavansa liikevaihtoa myös Suomessa, jota tukee viime vuotta selvästi isommat kampanjatoimitukset vuoden toisella puoliskolla. Ennusteemme Marimekon liikevaihdon kasvusta lähivuosille ovat 5-10 %, joka on selvästi alle yhtiön viime syksynä nostaman 15 %:n vuosittaisen kasvutavoitteen. Mikäli yhtiö pystyisi kiihdyttämään kasvua lähemmäksi tavoitteita, olisi osakkeen tuotto-odotuskin luonnollisesti houkuttelevampi. Tämä vaatisi mielestämme käytännössä odotuksiamme nopeampaa kasvua ulkomailla. Marimekko tavoittelee yli 20 %:n liikevoittomarginaalia, mutta ennusteemme odottavat hieman matalampaa ja suhteellisen tasaista noin 18 % marginaalia lähivuosina. Hieman odotuksia heikomman Q1:n johdosta tämän vuoden tulosennusteemme laskivat 5 %, mutta muuten ennusteissa ei tehty oleellisia muutoksia.

Arvostus neutraali, tuloskasvu ja osinko tarjoavat kohtuullisen tuotto-odotuksen

Osake on nyt arvostettu tälle vuodelle noin 16x P/E-kertoimella ja 12x EV/EBIT-kertoimella. Ottaen huomioon nykyisen korkotason ja tuloskasvunäkymät, pidämme arvostustasoa suhteellisen neutraalina. Verrokkit ovat kuitenkin arvostettu jonkin verran korkeammalle, joka luo potentiaalista kertoimien nousuvaraa mielestämme myös Marimekolle. Osingon ja tuloskasvun (osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 7 % vuodessa 2022-25) luoma tuotto-odotus lähivuosille on arviomme mukaan 10-15 %, joka ylittää noin 9 %:n tuottovaatimuksemme. Koska yhtiöllä ei ole isoja investointitarpeita, uskomme sen käytännössä jakavan ylimääräistä kassansa aika ajoin lisäosinkoina (joita ei ennusteissamme ole), mikäli tulos ja kassavirta kehittyvät ennusteidemme mukaisesti.

Suositus

Lisää

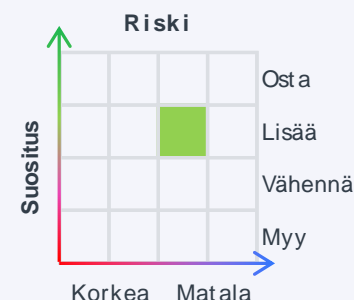
(aik. Lisää)

10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

9,15



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	167	174	191	202
kasvu-%	9 %	4 %	10 %	6 %
EBIT oik.	30,4	30,0	35,1	36,5
EBIT-% oik.	18,2 %	17,3 %	18,4 %	18,0 %
Nettotulos	22,8	22,9	27,1	28,2
EPS (oik.)	0,56	0,56	0,67	0,69

P/E (oik.)	15,2	16,2	13,7	13,2
P/B	6,3	5,8	4,9	4,5
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,4 %	5,5 %	6,4 %
EV/EBIT (oik.)	11,5	12,0	10,0	9,5
EV/EBITDA	8,8	9,1	7,7	7,3
EV/Liikevaihto	2,1	2,1	1,8	1,7

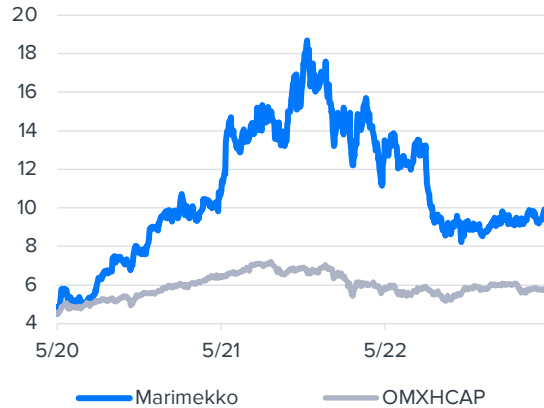
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

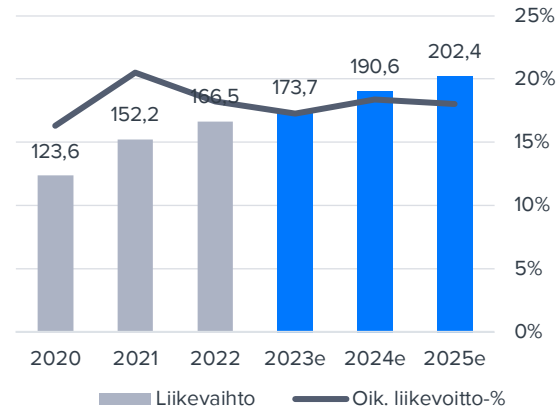
Marimekko-konsernin liikevaihdon arvioidaan vuonna 2023 kasvavan edellisvuodesta (2022: 166,5 MEUR). Vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin ennakoidaan olevan arviolta noin 16–19 % (2022: 18,2 %).

Osakekurssi



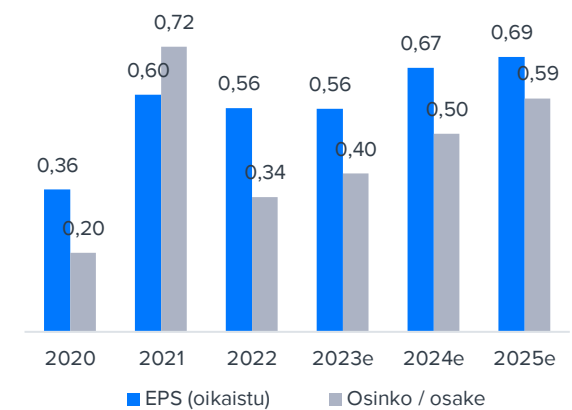
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Brändi hyvässä iskussa
- Strategia vastaa hyvin keskeisiin kulutustrendeihin
- Kansainvälinen kasvupotentiaali
- Lisensointiliiketoiminnassa hyödyntämätöntä potentiaalia



Riskitekijät

- Kuluttajien heikentyvä ostovoima
- Kustannuskilpailukyvyyn säilyttäminen globaaleilla tiukasti kilpailluilla kuluttajamarkkinoilla
- Brändin houkuttelevuus ja pysyminen relevanttina yli syklien

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,15	9,15	9,15
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	372	372	372
Yritysarvo (EV)	359	351	346
P/E (oik.)	16,2	13,7	13,2
P/E	16,2	13,7	13,2
P/Kassavirta	12,9	14,8	13,8
P/B	5,8	4,9	4,5
P/S	2,1	2,0	1,8
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,7	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,0	9,5
Osinko/tulos (%)	71,0 %	75,1 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,5 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Q1 odotetusti vertailukautta heikompi, tulos alle odotusten

Liikevaihto laski 2 %, hieman odotuksia vähemmän

Marimekon liikevaihto laski Q1:llä 2 %, odotetusti etenkin matalampien lisenssituottojen ja Suomen matalampien tukkutoimitusten takia, mutta myös EMEA-alueen selvän liikevaihdon laskun takia. Liikevaihto oli kuitenkin hieman meidän ja konsensusodotusta parempi vahvan Aasian kasvun takia (16 %). Vähittäismyynti Suomessa kuitenkin kasvoi myös hyvin (12 %). Tuotelinjottain liikevaihdon kehityksessä ei ollut merkittäviä eroja. Kokonaisuudessaan Suomen liikevaihto laski 3 % ja kansainvälinen myynti 1 %.

Matalampi liikevaihto ja nousseet kulut painoivat tulosta odotettua enemmän

Marimekon liikevoitto laski selvästi 3,8 MEUR:oon vertailukauden 6,6 MEUR:sta. Tämä johtui liikevaihdon laskusta sekä korkeakatteisen lisenssimyynnin laskusta. Lisäksi kiinteitä kuluja nostivat myymälöiden kasvaneet henkilöstökulut ja

panostukset kansainväliseen kasvuun. Liiketoiminnan muut kulut kasvoivat odotuksiamme enemmän ja painoivat siten tulosta. Kiinteiden kulujen kasvu näkyi tuloksessa vahvemmin Q1:llä, jolloin liikevaihto on kausiluonteisesti matalin. Siten kulumassan kasvu lisää tuloksen kausiluonteisuutta. Tulos jäi meidän odotuksemme alle sekä hieman myös konsensusennusteesta. Liikevoiton alapuolella rahoituskulut olivat odotettua suuremmat, joka johtui valuuttakurssimuutoksista. Tämän takia osakekohtainen tulos jäi liikevoittoon reilummin ennusteista.

Rahavirta parani hieman, tase vahva

Yhtiön rahavirta parani hieman vertailukaudesta, mutta oli kausiluonteisesti negatiivinen (-2 MEUR). Investoinnit olivat hyvin pienet ja tase säilyi vahvana, käytännössä nettovelattomana.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'22	Q1'23	Q1'23e	Q1'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	36,0	35,3	34,2	34,4			3 %	173,7
Liikevoitto (oik.)	6,6	3,8	5,1	-			-26 %	30,0
Liikevoitto	6,6	3,8	5,1	4,3			-26 %	30,0
EPS (raportoitu)	0,12	0,06	0,10	0,08			-38 %	0,56
Liikevaihdon kasvu-%	23,8 %	-2,1 %	-5,1 %	-4,6 %			3,1 %-yks.	4,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	18,4 %	10,8 %	15,0 %				-4,2 %-yks.	17,3 %

Lähde: Inderes & Bloomberg, 3 analytiikkaa (konsensus)

Marimekko Q1'23: Odotettua pehmeyttä



Ohjeistus ennallaan, pieni leikkaus tämän vuoden ennusteisiin

Koko vuoden ohjeistus ennallaan

Marimekko kertoi alkuvuoden sujuneen sen odotusten mukaisesti ja se toistikin ohjeistuksena koko vuodelle eli yhtiö odottaa liikevaihdon kasvavan ja oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 16-19 % (2022: 18,2 %). Yhtiö arvioi sekä Suomen että kansainvälisen liikevaihdon kasvavan tänä vuonna. Kasvua tukee yhtiön mukaan erityisesti Suomen tukkumyynnin kampanjatoimitukset, joiden odotetaan kasvavan merkittävästi viime vuodesta (jolloin ne vastaavasti laskivat merkittävästi 2021 verrattuna). Nämä toimitukset ajoittuvat H2:lle. Marimekko on myös nostanut arvioita uusista myymälöistä 10-15:ta aiemmasta 5-10:stä. Uudet myymälät sijoittuvat pääosin Aasiaan, joten myymäläavausten kasvu tukee etenkin Aasiaa. Tosin yhtiö myös sulkee joitakin myymälöitä, joten nettomääräisesti myymälöitä ei tule yhtä paljon lisää.

Leikkasimme hieman tämän vuoden tulosenusteita

Odotuksia heikomman Q1-tuloksen johdosta leikkasimme tämän vuoden tulosenusteitamme noin 5 %, loppuvuoden ennusteiden jäädessä käytännössä ennalleen. Odotamme edelleen 4 % liikevaihdon kasvua ja marginaaliennusteemme laski hieman 17,3 %:iin eli lähes ohjeistuksen keskikohtaan.

Pidemmillä aikavälillä ei muutosta ennusteissa

Tulevien vuosien ennusteissa ei käytännössä tapahtunut muutoksia. Odotamme edelleen kasvun kiihtyvän noin 10 %:iin 2024, mutta olevan tulevina vuosina 5-10 % välillä eli selvästi yhtiön 15 % kasvutavoitetta matalammalla. Oikaistun liikevoittomarginaalin oletamme tasaantuvan 18 % tuntumaan.

Matalat investoinnit ja korkea pääoman tuotto tukevat arvonluontia

Arvioimme investointien ja käyttöpääoman vaihtelun pysyvän pieninä, koska yhtiön kasvu ei vaadi merkittäviä pääomia. Ennustamme vapaan kassavirran olevan lähivuosina 25-30 MEUR eli samaa tasoa kuin nettotulos. Koska Marimekon tase on erittäin kevyt ja kannattavuus tällä hetkellä hyvä, on sen pääoman tuotot erittäin korkeita. Sijoitetun pääoman tuotto on ennustevuosillamme yli 50 %:n ja oman pääoman tuotto yli 30 %:n. Oman pääoman tuottoa heikentää tulevina vuosina ennusteissamme kasvava kassa, tasetta optimoimalla (esim. ylimääräisillä osingoilla), oman pääoman tuotto muodostuisi vielä korkeammaksi.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	173	174	0 %	190	191	0 %	202	202	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,4	30,0	-5 %	35,4	35,1	-1 %	36,4	36,5	0 %
Liikevoitto	31,4	30,0	-5 %	35,4	35,1	-1 %	36,4	36,5	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,56	-7 %	0,67	0,67	-1 %	0,69	0,69	0 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,40	0 %	0,50	0,50	0 %	0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/2

Tuotto/riski-suhde positiivisella puolella

Pieni tuloskasvu yhdessä terveeseen osinkotuoton kanssa tarjoa kohtuullisen hyvän tuotto-odotuksen. Nykyisellä kurssitasolla näemmä tuloskasvusta ja osinkotuotosta muodostuvan kokonaistuotto-odotuksen olevan 10-15 % p.a. Tämä tukee lisää-suositustamme. Myös kertoimissa on pikemminkin pientä nousuvaraa, mutta emme laske tuotto-odotustamme sen varaan.

Selkeänä riskinä näemme heikentyneen kuluttajaluottamuksen /-kysynnän vaikuttavan Marimekkoon ennusteitamme enemmän. Viime kvartaalien suoritus ja yhtiön näkymät huomioiden, se näyttää kuitenkin pärjäävän kohtuullisen hyvin myös heikommassa markkinatilanteessa. Mikäli kasvu hidastuu, osakkeen arvostuskertoimet todennäköisesti laskevat edelleen, jolloin osake halpenee sekä matalampien ennusteiden että alempien kertoimien vuoksi. Korkeiden marginaalien takia yhtiön operatiivinen vipu on iso, joten liikevaihdon lasku (tai odotuksia pienempi kasvu), näkyisi nopeasti myös tulosrivillä.

Positiivinen ja negatiivinen skenaario

Marimekon arvostusta voi miettiä myös parin skenaarion kautta. Positiivinen skenaario olisi mielestämme, että yhtiö pystyisi tulevina vuosina jatkamaan 10 %:n liikevaihdon kasvua ja liikevoittomarginaalin yltävän 20 %:n tasolle. Tässä skenaariossa vuoden 2024 EBIT olisi noin 40 MEUR. Jos kasvu olisi odotuksiamme parempaa, voisi 2024 EV/EBIT-kertoimeksi hyväksyä esim. 13x, jolloin tämän skenaarion käyväksi arvoksi tulisi noin 13,5 euroa / osake.

Negatiivisena skenaariona laskemme liikevaihdon

kasvun pysähtyvän vuonna 2023 ja liikevoittomarginaalin laskevan 15 %:iin. Tämä tuottaa skenaarion 2023 liikevoitoksi noin 25 MEUR. Heikentynyt kasvu aiheuttaa hyväksytyyn arvostuksen laskua, jolloin voisimme käyttää esim. EV/EBIT-kerrointa 10x. Tämä johtaa skenaarion käyväksi arvoksi noin 6,5 euroa / osake.

Verrokkeja matalampi arvostus luo potentiaalista nousuvaraa kertoimiin

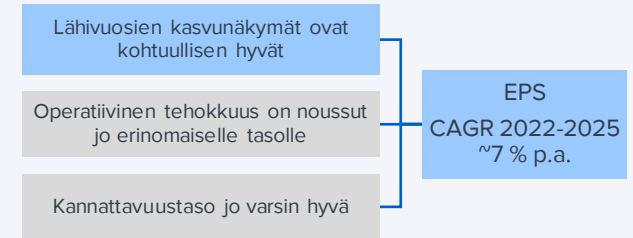
Marimekolla on vaikea löytää identtisiä pörssilistattuja verrokkeja, sillä muotia, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita sisältävä lifestyle-portfolio on melko ainutlaatuinen. Sen lisäksi pieni koko ja keskittyminen Suomeen ja Aasian-Tyynenmeren alueelle tekevät verrokkien löytämisestä haastavaa.

Vaikka verokkiyhtiöt eivät ole kaikilta ominaisuuksiltaan identtisiä, niistä saa hyvän kuvan minkälaista kannattavuutta alan muut toimijat pystyvät tekemään ja minkälaisia arvostuskertoimia markkinat niille hyväksyvät. Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulospohjaisille kertoimille (P/E ja EV/EBIT). Historiallisesti verokkiryhmän arvostustaso on pysynyt kohtuullisen vakaana ja P/E-kerroin on ollut ~20-25x. Selvästi edeltävää vuosikymmentä korkeammista koroista huolimatta, verokkiryhmän P/E-kerroin on edelleen historiallisessa haarukassa eli 21x tälle vuodelle ja 18x vuodelle 2024. Mielestämme Marimekkoa voisi hinnoitella suunnilleen linjassa sen verokkiryhmän kanssa, vaikka ryhmä onkin melko hajanainen eikä suoraan Marimekkoon rinnastettavaa liiketoimintaa.

Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

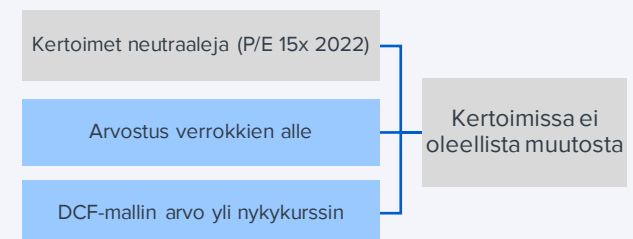
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus 10-15 % p.a.

Arvonmääritys 2/2

Historiallisesti Marimekkoa on hinnoiteltu alennuksella verrokkeihin nähden, mutta viime vuosien selvästi parantunut ja mielestämme kestävästi korkeampi tulostaso huomioiden tälle ei ole enää yhtä selkeitä perusteita. Toisaalta Marimekon iso myynnin osuus Suomessa, jossa kuluttajakysynnän näkymät ovat nyt heikot, voisi oikeuttaa hieman verrokkeja alempaan arvostukseen. Marimekko on myös edelleen kokoluokaltaan pieni ja vain yhden brändin yhtiö, joka lisää riskitasoa verrattuna globaaleihin yhtiöihin, jotka toimivat monella brändillä.

Meidän ennusteillamme Marimekon P/E on tänä vuonna 16x ja ensi vuonna noin 14x eli noin 25 % verrokkeja matalampi. Tämä on jo suhteellisen suuri alennus ja lähempänä verrokkeja oleva arvostus voisi olla perusteltua, jos yhtiö pystyy jatkamaan kasvua hyvällä kannattavuudella. EV/EBIT-kertoimen osalta verrokkiryhmän mediaani on ~16x tälle vuodelle ja ~15x ensi vuodelle. Marimekon kertoimet ovat molempina vuosina noin 30 % verrokkien alapuolella. Myös tämä tukee kertoimissa olevaa nousuvaraa.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Marimekkoa on hinnoiteltiin pörssissä vuosina 2017-21 noin 25x P/E-kertoimella ja noin 18x EV/EBIT-kertoimella. Korkeita kertoimia tuki matala korkotaso sekä Marimekon nouseva marginaalikehitys, jonka uskottiin jatkuvan. Molemmat näistä ajureista ovat nyt poissa, kun korot ovat nousseet ja Marimekon liikevoittomarginaali on ennusteissamme vakiintumassa vajaan 20 %:n tasolle. Näin ollen nyky-ympäristössä näemme hyväksytyjen arvostuskertoimien olevan P/E-luvun osalta 14-16x ja

EV/EBIT-luvun osalta 11-13x. Nämä ovat edellä mainittuja verrokkikertoimia matalammat, joka rajaa kertoimissa näkemäämme nousuvaraa.

Marimekon arvostusta voi haarukoida myös aiemmin arvioimamme lähivuosien 25-30 MEUR:n nettotuloksen/vapaan kassavirran kautta. Tämä kassavirta päättyy todennäköisesti pidemmällä aikavälillä osakkeenomistajille osinkoina, sillä emme näe yhtiön tekevän yritysostoja tai isompia investointeja pidemmälläkään aikavälillä. Nykyinen kassavirran taso tarjoaa noin 7 %:n kassavirta/osinkotuoton, joka yhdistettynä maltilliseen tuloskasvuun pitää tuotto-odotuksen 10-15 %:n haarukassa. Ennusteillamme Marimekon oman pääoman tuotto pysyy erittäin hyvällä 30-40 % tasolla lähivuosina, jossa se on ollut viimeiset viisi vuotta.

DCF-malli tukee tavoitehintaa

DCF-laskelmissamme lähdemme oletuksesta, että Marimekon kasvu jatkuu lähivuodet 5-10 %:n tasolla ja hidastuu asteittain kohti terminaalijaksosa mentäessä. Terminaalikasvuksi olemme asettaneet 2 % vuodessa. Kannattavuuden osalta ennustamme noin 18 %:n liikevoittomarginaalia 2027 asti ja sen jälkeen 17 %:n marginaalia, myös terminaalijaksolla. Tämä tarkoittaa käytännössä, että Marimekko pystyy säilyttämään kilpailuetunsa ja hyvän pääoman tuottonsa hyvin pitkälle tulevaisuuteen. Huomioimme, että terminaalikannattavuusoletus on yhtiön historiaan nähden varsin korkea, joka sijoittajan on hyvä huomioida. DCF-mallin mukainen arvo Marimekolle on 10,5 euroa per osake ja on siten hyvin linjassa tavoitehintamme kanssa. Terminaalijakson painoarvo on reilut 50 %.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,15	9,15	9,15
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	372	372	372
Yritysarvo (EV)	359	351	346
P/E (oik.)	16,2	13,7	13,2
P/E	16,2	13,7	13,2
P/Kassavirta	12,9	14,8	13,8
P/B	5,8	4,9	4,5
P/S	2,1	2,0	1,8
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,7	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,0	10,0	9,5
Osinko/tulos (%)	71,0 %	75,1 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,5 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

Kannattava ja osinkoa maksava brändiyhtiö

Marimekko profiloituu sijoituskohteena kannattavaksi ja hyvää osinkoa maksavaksi brändiyhtiöksi. Vahva markkina-asema Suomessa tunnetun brändin ansiosta ja uskollinen asiakaskunta (Suomen lisäksi esim. Japanissa) tuovat vakaata kassavirtaa samalla, kun yhtiö hakee vahvempaa kasvua, laajempaa asiakaskuntaa ja nousua suurempaan kokoluokkaan ulkomailta. Ulkomailta kasvua haetaan pääosin paikallisten partnerien kautta, mikä tekee kasvusta pääomakevyttä ja madaltaa liiketoiminnan riskiä. Sijoittajien on kuitenkin vaikea hahmottaa ulkomailta tehtävien kasvupanostusten onnistumista tai järkevyyttä, sillä yhtiö ei avaa tarkemmin kotimaan ja ulkomaan liiketoimintojen kannattavuuksia.

Kasvua mahdollista toteuttaa pääomakevyesti ja matalalla riskillä

Marimekko käyttää Aasiassa partnerimallia, missä paikallinen toimija vastaa Marimekko-myymlöistä ja tuotteiden jakelusta (konsernin konseptin mukaisesti). Kasvu ulkomaisten partnereiden kautta on pääomakevyttä ja se pienentää Marimekon omaa liiketoimintariskiä, kun yhtiön ei tarvitse investoida kasvuun niin paljon ja se saa paikallisen asiantuntemuksen käyttöönsä. Tämän lisäksi yhteistyömallistoiden kautta saatava lisenssitulo on Marimekolle erittäin tuottoisaa ja matalariskistä liiketoimintaa, joka tuo samalla yhtiölle näkyvyyttä. Näillä kahdella liiketoimintamallilla kasvaminen pitäisikin olla tuottoisaa yhtiölle.

Pääoman tuotto on korkea

Koska Marimekon tase on kevyt ja kannattavuus tällä hetkellä hyvä, on sen pääoman tuotot erittäin korkeita. Sijoitetun pääoman tuotto on ennustevuosillamme yli 50 % ja oman pääoman tuotto yli 30 %. Oman pääoman tuottoa heikentää tulevana vuosina ennusteissamme kasvava kassa, tasetta optimoimalla (esim. ylimääräisillä osingoilla), oman pääoman tuotto muodostuisi vielä korkeammaksi.

Nykyjohto on antanut vakuuttavat näytöt

Marimekon nykyjohdolla on vakuuttavat näytöt alkaen vuodesta 2015. Se mitä yhtiö on markkinoille luvannut, on toteutettu ja tavoitteita on nostettu suorituksen parantuessa. Johdolla näyttää olevan kyky luotsata Marimekko jatkuvaan kasvuun markkinoiden haasteista huolimatta ja myös ennusteemme heijastelevat kasvun ja hyvän kannattavuustason jatkumista.

Kilpailua on globaalia ja kovaa

Vielä 10-20 vuotta sitten Marimekko oli pitkälti kotimarkkinavetoinen brändi ja yhtiö täytti hyvin tiettyjen suomalaisten kuluttajasegmenttien tarpeita. Tällöin myös vaihtoehtoisten brändien ja niiden tarjonnan niukkuus Suomessa auttoi yhtiötä menestymään ja tekemään hyvää tulosta.

Nykyisessä vähittäiskaupan kiristyneessä ja digitalisaation myötä entistä globaalimmassa kilpailutilanteessa yhtiön pitäisi pystyä 1) tekemään jatkuvasti kuluttajia kiinnostavia tuotteita 2) erottautumaan tuhansien samoja kohderyhmiä koskikevien tuotteiden joukosta 3) löytämään

niistä kanavista, missä kohdeasiakkaat asioivat ja 4) säilyttämään vahva kannattavuus

Globaalin kilpailun kiristyessä ja kuluttajan ostokäyttäytymisen muuttuessa jatkuvasti uusien digitaalisten ratkaisujen myötä nykyisen kannattavuustason säilyttäminen ei tule olemaan helppoa, minkä takia yhtiön tulee koko ajan olla valmis mukautumaan muuttuvaan ympäristöön.

Toimialan trendit vaihtelevat nopeasti

Muoti on haastava sijoituskohte, sillä toimialan trendit ja eri brändien vetovoimat vaihtelevat jatkuvasti. Vain harvat yhtiöt onnistuvat vuodesta toiseen haastelemaan kuluttajien mieltymyksiä ja innostamaan kuluttajat ostamaan juuri heidän tuotteitaan. Näin ollen täysin pysyvää kilpailuetua on varsin harvalla. Marimekon brändi voidaan toki jossain määrin nähdä sellaisena etenkin Suomen markkinalla. Lisäksi Marimekon tunnistettava design luo mielestämme jonkinlaista turvaa muotitrendien heilahtelua vastaan.

Marimekolla viime vuodet ovat sujuneet ennätysyhyin, mutta ei tarvitse mennä kuin 2010-luvun alkupuolelle, kun yhtiön kysyntä oli vaisua, brändin imago ei ollut kovin vahva ja yhtiö teki nollatulosta. Muotialan trendit vaihtelevat nopeasti ja ne ovat vaikeasti ennakoitavissa. Tämä voi näkyä kysynnän heilahteluina, mikä kannattaa ottaa sijoituskohteen arvioinnissa huomioon. Vastuullisuuden merkityksen kasvu näyttäisi olevan trendin sijasta pidempiaikainen suuntaus ja sen osalta Marimekko näyttää olevan hyvässä asemassa.

Sijoitusprofiili 2/2

1. Vahva, uniikki brändi

2. Korkea pääoman tuotto

3. Korkea kassavirtasuhde, pieni investointitarve

4. Kansainvälisen kasvun jatkuminen, etenkin Aasiassa

5. Muotimaailman trendit ja mallistojen onnistuminen voivat heiluttaa tulosta

Lähde: Inderes

Potentiaali



- Viime vuosina onnistuneesti uusiutuneen brändi-imagon vieminen vahvemmin myös ulkomaille
- Marimekon historia, arvot ja tarkoitus sopivat mielestämme hyvin tämänhetkiseen maailmankuvaan (mm. vastuullisuuden kasvava merkitys)
- Kasvun, etenkin partnerivetoisesti Aasiassa, pitäisi olla matalariskistä ja tukea pääoman tuottoa
- Lisensointiliiketoiminnan kasvattaminen
- Vahva tase ja korkea kassavirtakonversio antavat mahdollisuuden investoida ja jakaa hyvää osinkoa

Riskit



- Yhtiö on edelleen pieni ja ulkomailta niche-toimija, joka voi rajoittaa kasvumahdollisuuksia.
- Kuluttajakysynnän heikentyminen
- Brändin houkuttelevuus ja pysyminen relevanttina yli syklien – tämä korostuu koska Marimekolla on vain yksi brändi
- Harmaavientiin liittyvät riskit lisääntyvät, kun yhtiö kansainvälistyy ja brändin kiinnostavuus kasvaa
- Marginaalin säilyminen nykytasolla, kun markkina vaikeutuu ja yhtiö hakee voimakasta kasvua

Strategia

Visio ja tarkoitus

Marimekon visio on olla maailman kiehtovin lifestyle-designbrändi, joka on tunnettu rohkeista kuvioistaan. Yhtiön tarkoitus on voimaannuttaa ihmisiä olemaan oma itsensä ja tuoda iloa arkeen rohkein värein ja kuvioin. Marimekolla on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia. Päämarkkinat ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyyntenmeren alue.

Strategian painopisteet 2023-2027

Marimekko julkisti syyskuussa 2022 sen seuraavan strategiakauden eli vuosien 2023-27 strategian ja painopistealueet. Yhtiö keskittyy skaalaamaan liiketoimintaansa ja hakemaan kasvua erityisesti kansainvälisillä markkinoilla. Yhtiö on määritellyt viisi strategista menestystekijää tukemaan liiketoiminnan skaalaamista:

- Määrätietoinen vastuullisuustyö tukee Marimekon pitkän aikavälin menestystä
- Terävöitetty luova visio laajemman globaalin asiakaskunnan puhuttelemiseksi
- Kasvun kiihdyttäminen Aasiassa
- Rakkaus Marimekko-elämään
- Arvoketjun digitalisointi monikanavaisen kasvun sekä tehokkuuden vahvistamiseksi

Inderesin kommentit strategiasta

Marimekon 2018-22 strategiakausi sujui mielestämme erinomaisesti. Yhtiön onnistui uusimaan brändiään ja saavuttamaan uusia

asiakasryhmiä. Tätä kautta liikevaihto ja kannattavuus kasvoivat merkittävästi, huolimatta korona-ajan tuomista haasteista.

Tämän takia onkin mielestämme loogista ja järkevää, että kovin suuria muutoksia strategiassa ei nähty. Malliston ja brändin uusimista ja muokkaamista pyritään jatkamaan houkuttelemaan myös ulkomaisia kuluttajia. Tämä on nähdäksemme jossain määrin jatkuvaa työtä, mutta korostuu Marimekon pyrkiessä jatkamaan brändin ja tuotteidensa uusiutumista. Yhtiö pyrkii myös parantamaan mallistojen modulaarisuutta ja kehittämään paremmin markkina- ja kanavakohtaisia asiakastarpeita. Tehokkuuden ja räätälöinnin tasapainon löytäminen tässä suhteessa on ratkaisevaa kannattavan liiketoiminnan luomiseksi.

Kasvun painopisteen säilyminen Aasiassa on myös hyvin odotettua. Kenties kiinnostavampaa on se, että kansainvälisen kasvun suhteen korostetaan erityisesti Aasiaa, eikä mitään muuta markkina-aluetta nosteta selkeämmin vahvemmaksi kasvumarkkinaksi. Yhtiön koko toki rajoittaa sen resursseja kasvun luomiseen, mutta kunnianhimoinen kasvutavoite (taloudellisista tavoitteista enemmän seuraavalla sivulla) huomioiden, olisi mielestämme ollut perusteltua hakea voimakkaammin kasvua myös joltain muulta markkinalta Aasian lisäksi. Aasian markkinassakin riittää luonnollisesti Marimekolle lähes loputtomasti kasvupotentiaalia, mutta uskomme yhtiön etenevän siellä hallitusti, kuten tähänkin mennessä.

Vastuullisuus ja arvoketjun digitalisointi on nähdäksemme perusedellytyksiä

kuluttajamarkkinalla pärjäämiselle, joten niiden sisältäminen strategiaan on perusteltua. Vastuullisuuden osalta uskomme Marimekon imagon olevan varsin hyvä. Digitalisoinnin ja tehokkuuden kehittäminen on jatkuvaa työtä, jossa Marimekonkin pitää olla jatkuvasti aktiivinen.

Yhtiön tavoite on pysyä uskollisena alkuperäiselle tarkoitukselleen, joka on tuoda iloa ihmisten arkeen. Marimekko ei halua tehdä pikamuotia tai seurata yleisiä trendejä, mutta tämänhetkiseen maailmankuvaan Marimekon historia, arvot ja tarkoitus sopii mielestämme hyvin. Yhtiö on onnistunut kasvattamaan tunnettuuttaan ja asiakaskuntaa positiivisen medianäkyvyyden ja hyvien brändiyhteistöiden avulla.

Katso Marimekon CMD syyskuulta 2022 [tästä](#)



Taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (päivitetty syyskuussa 2022)

Liikevaihdon vuosittainen kasvu 15 % (aiemmin yli 10 %)

- Marimekko on ylittänyt uuden tavoitteen mukaiseen kasvuun vain vuonna 2021, kun kasvua tuli yli 20 %. Yhtiön viiden vuoden keskimääräinen kasvu on 10 % ja 15 vuoden 5 % vuodessa
- Ottaen huomioon Suomen osuuden liikevaihdosta (yli 55 %), kasvutavoite on erittäin haastava ja vaatisi ennennäkemätöntä kasvuvauhtia ulkomailta
- Vahvojen kasvuvuosien jälkeen ja lähiaikojen heikon kuluttajakysynnän painamana uskomme Marimekon pystyvän 5-10 % vuotuiseseen kasvuun

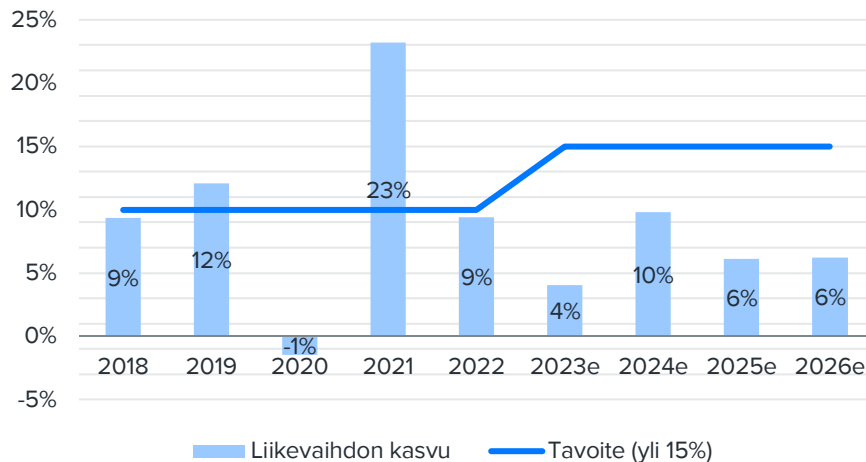
Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali 20 % (aiemmin 15 %)

- Marimekon kannattavuus kohosi 2021 yli 20 %:n oli 2022 noin 18 % ja ohjeistus tälle vuodelle on 16-19 %
- Viime aikojen taso on yhtiön historian huipputasoa ja erittäin hyvä myös verrokkeihin nähden
- Uskomme, että Marimekko ei tule lähivuosina yltämään 20 % tasolle, mutta marginaali säilyy lähellä sitä, edelleen erittäin hyvällä tasolla
- Yli 20 % marginaalin saavuttaminen kestävästi on nähdäksemme haastavaa, mutta tavoitteena hyvä

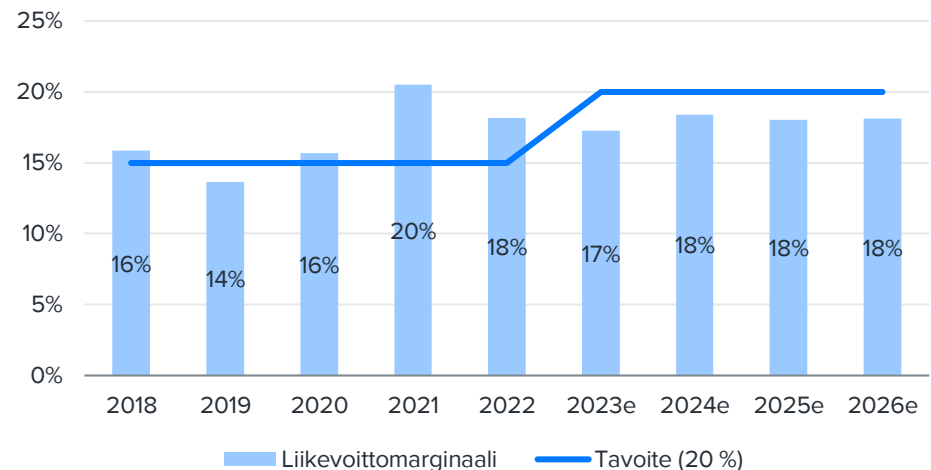
Nettovelka / käyttökate alle 2x (ennallaan)

- Marimekon velkaisuustavoite on ollut pitkään sama, mutta yhtiön velkaantuneisuus on ollut pientä ja viime vuodet yhtiö on ollut käytännössä velaton
- Koska yhtiöllä ei ole isoja investointitarpeita eikä yritysostosuunnitelmia, emme usko sen velkaantuvan merkittävästi myöskään lähivuosina
- Emme myöskään usko, että yhtiö ottaisi velkaa isompaa voitonjakoa varten, vaan pitää taseen jatkossakin vahvana, joka tuloksen vaihtelevuus huomioiden on järkevää

Liikevaihdon kasvu



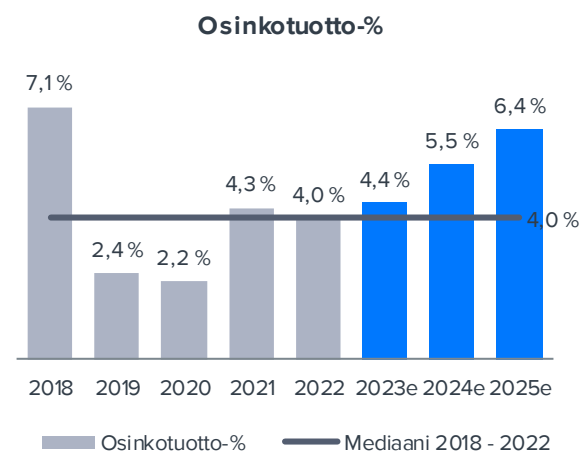
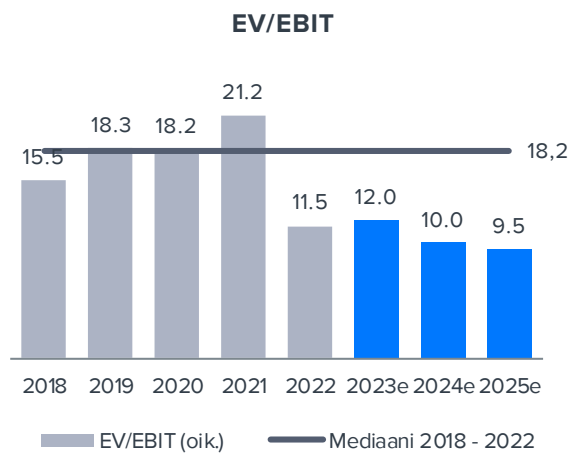
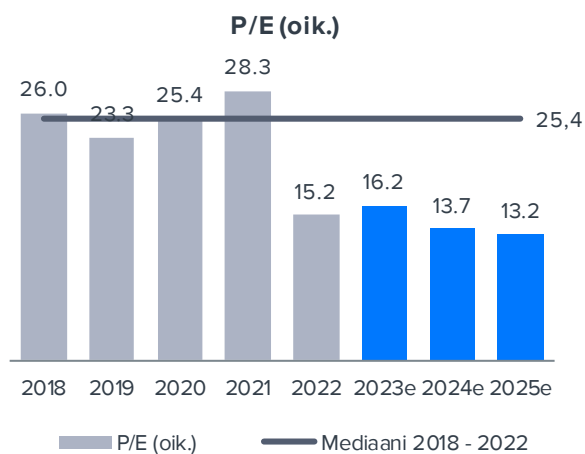
Liikevoittomarginaali



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,24	7,48	9,11	16,9	8,60	9,15	9,15	9,15	9,15
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	213	304	370	689	350	372	372	372	372
Yritysarvo (EV)	190	314	367	661	351	359	351	346	342
P/E (oik.)	26,0	23,3	25,4	28,3	15,2	16,2	13,7	13,2	12,3
P/E	15,5	23,3	26,9	28,3	15,3	16,2	13,7	13,2	12,3
P/Kassavirta	13,0	14,4	24,4	21,8	37,2	12,9	14,8	13,8	12,9
P/B	5,3	7,8	7,1	9,8	6,3	5,8	4,9	4,5	4,2
P/S	1,9	2,4	3,0	4,5	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	1,7	2,5	3,0	4,3	2,1	2,1	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA (oik.)	9,4	10,6	11,5	15,3	8,8	9,1	7,7	7,3	6,8
EV/EBIT (oik.)	15,5	18,3	18,2	21,2	11,5	12,0	10,0	9,5	8,8
Osinko/tulos (%)	109,7 %	56,2 %	59,0 %	120,2 %	60,6 %	71,0 %	75,1 %	85,0 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	2,4 %	2,2 %	4,3 %	4,0 %	4,4 %	5,5 %	6,4 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
PVH Corp	4974	6627	8,9	8,0	6,5	5,9	0,8	0,8	10,4	8,6	0,2	0,2	1,1
VF Corp	7748	13139	13,0	11,8	10,4	9,6	1,2	1,2	10,4	9,9	8,4	5,6	2,5
LVMH	442355	467621	19,7	17,9	15,9	14,4	5,3	4,9	26,8	24,1	1,6	1,8	6,8
Prada	17980	19548	19,4	17,0	11,8	10,7	4,1	3,8	27,8	23,9	2,2	2,5	4,8
H & M	20996	25433	22,2	16,2	8,5	7,4	1,2	1,2	26,2	18,2	4,5	4,8	4,7
Hugo Boss	4607	5518	14,2	12,1	7,3	6,6	1,4	1,3	18,7	15,6	2,1	2,5	3,5
Hermes International	208942	201507	36,7	32,5	32,7	29,1	15,0	13,3	53,1	47,0	0,8	0,8	13,9
Guess?	933	1124	4,7	5,2	3,8	4,1	0,5	0,5	7,8	6,8	4,9	4,9	2,5
Salvatore Ferragamo	2625	2844	34,4	22,2	10,9	9,0	2,1	2,0	61,5	35,3	1,1	1,6	3,5
Ralph Lauren	6879	6671	9,6	8,7	7,4	6,7	1,1	1,1	14,0	12,3	2,7	2,9	3,2
Inditex	97395	92782	17,0	15,3	11,0	10,3	2,9	2,7	23,7	21,0	3,7	4,1	5,9
Burberry	10995	11563	16,2	14,7	10,9	10,0	3,2	3,0	21,0	19,3	2,2	2,5	6,3
Kering	68413	76569	13,1	11,8	10,3	9,4	3,6	3,3	17,3	15,5	2,7	3,0	4,2
Marimekko (Inderes)	372	359	12,0	10,0	9,1	7,7	2,1	1,8	16,2	13,7	4,4	5,5	5,8
Keskiarvo			17,6	14,9	11,3	10,2	3,3	3,0	24,5	19,8	2,8	2,9	4,8
Mediaani			16,2	14,7	10,4	9,4	2,1	2,0	21,0	18,2	2,2	2,5	4,2
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-32 %	-12 %	-18 %	-3 %	-7 %	-23 %	-25 %	97 %	119 %	38 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	152	36,0	38,0	44,1	48,4	167	35,3	39,0	47,8	51,6	174	191	202	215
Suomi	92,3	18,5	23,0	26,7	30,1	98,2	18,0	22,0	29,5	31,0	100	108	113	117
Skandinavia	12,7	3,0	3,0	3,5	4,5	14,0	3,5	3,0	3,5	4,3	14,3	15,6	16,4	17,2
EMEA	12,9	5,5	3,2	3,7	3,7	16,0	3,8	3,8	4,1	4,4	16,1	17,7	19,1	20,6
Pohjois-Amerikka	8,4	1,8	2,0	1,9	2,3	8,0	1,6	1,9	1,9	2,5	7,9	8,7	9,1	9,6
Aasian-Tyynenmeren alue	26,0	7,3	6,8	8,3	7,9	30,3	8,4	8,3	8,8	9,4	34,9	40,1	45,0	50,3
Käyttökate	43,1	9,1	8,2	13,4	9,2	39,9	6,1	8,3	12,9	12,2	39,5	45,5	47,4	50,2
Poistot ja arvonalennukset	-11,9	-2,5	-2,5	-2,3	-2,4	-9,7	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-9,5	-10,4	-10,9	-11,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,2	6,6	5,7	11,1	7,0	30,4	3,8	5,9	10,5	9,8	30,0	35,1	36,5	38,9
Liikevoitto	31,2	6,6	5,7	11,1	6,8	30,2	3,8	5,9	10,5	9,8	30,0	35,1	36,5	38,9
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	0,3	0,1	-1,4	-1,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0
Tulos ennen veroja	30,7	6,5	6,0	11,2	5,4	29,2	3,0	5,7	10,3	9,6	28,6	34,1	35,5	37,9
Verot	-6,3	-1,5	-1,2	-2,4	-1,3	-6,4	-0,5	-1,1	-2,1	-1,9	-5,7	-7,0	-7,3	-7,8
Nettotulos	24,4	5,0	4,8	8,9	4,1	22,8	2,5	4,5	8,3	7,7	22,9	27,1	28,2	30,2
EPS (oikaistu)	0,60	0,12	0,12	0,22	0,10	0,56	0,06	0,11	0,20	0,19	0,56	0,67	0,69	0,74
EPS (raportoitu)	0,60	0,12	0,12	0,22	0,10	0,56	0,06	0,11	0,20	0,19	0,56	0,67	0,69	0,74
Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	23,2 %	23,8 %	16,2 %	4,1 %	0,7 %	9,4 %	-2,2 %	2,6 %	8,4 %	6,6 %	4,3 %	9,8 %	6,2 %	6,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	54,7 %	17,9 %	16,9 %	-15,9 %	-7,2 %	-2,6 %	-42,7 %	2,6 %	-5,3 %	40,9 %	-1,4 %	17,0 %	4,1 %	6,8 %
Käyttökate-%	28,3 %	25,3 %	21,6 %	30,4 %	19,0 %	24,0 %	17,3 %	21,2 %	27,0 %	23,7 %	22,7 %	23,9 %	23,4 %	23,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	20,5 %	18,4 %	15,0 %	25,2 %	14,4 %	18,2 %	10,8 %	15,0 %	22,0 %	19,0 %	17,3 %	18,4 %	18,0 %	18,1 %
Nettotulos-%	16,0 %	14,0 %	12,6 %	20,1 %	8,5 %	13,7 %	7,0 %	11,6 %	17,3 %	14,9 %	13,2 %	14,2 %	13,9 %	14,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	35,2	36,1	38,2	39,6	40,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,3	0,5	1,0	1,2
Käyttöomaisuus	33,2	34,6	36,4	37,4	38,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Vaihtuvat vastaavat	97,7	78,5	80,3	91,6	100
Vaihto-omaisuus	26,0	33,8	31,3	34,3	36,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,0	12,0	12,5	13,7	14,6
Likvidit varat	59,7	32,7	36,6	43,6	49,4
Taseen loppusumma	133	115	119	131	141

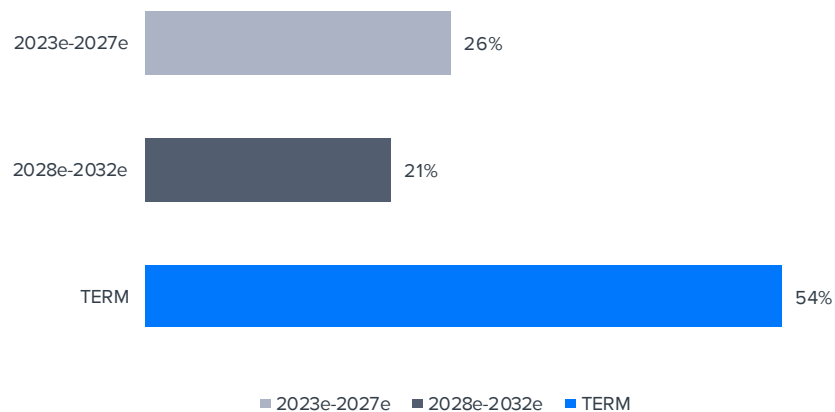
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	70,0	55,4	64,5	75,3	83,2
Osakepääoma	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kertyneet voittovarot	60,9	46,8	55,9	66,7	74,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	24,5	25,3	24,0	23,0	23,0
Laskennalliset verovelat	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	25,3	24,0	23,0	23,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	38,6	34,0	30,0	32,9	34,9
Lainat rahoituslaitoksilta	10,3	8,7	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,3	24,8	29,5	32,4	34,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	133	115	119	131	141

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	4,3 %	9,8 %	6,2 %	6,3 %	7,0 %	6,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	18,2 %	17,3 %	18,4 %	18,0 %	18,1 %	18,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Liikevoitto	30,2	30,0	35,1	36,5	38,9	41,4	41,7	43,8	45,9	48,2	49,2	
+ Kokonaispoistot	9,7	9,5	10,4	10,9	11,3	11,7	12,0	12,3	12,6	11,6	12,2	
- Maksetut verot	-8,6	-5,7	-7,0	-7,3	-7,8	-8,4	-8,4	-8,9	-9,3	-9,8	-10,0	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-10,8	6,7	-1,4	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,0	-1,1	-1,1	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	20,3	40,3	36,9	39,0	41,2	43,4	43,9	46,1	48,1	48,9	50,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,9	-11,5	-11,8	-12,1	-12,4	-12,7	-13,1	-13,3	-8,9	-13,6	-13,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,4	28,8	25,1	26,9	28,8	30,6	30,8	32,8	39,2	35,3	37,7	
+/- 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	9,4	28,8	25,1	26,9	28,8	30,6	30,8	32,8	39,2	35,3	37,7	540
Diskontattu vapaa kassavirta		27,2	21,8	21,4	21,0	20,5	18,9	18,4	20,2	16,6	16,3	233
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		435	408	386	365	344	323	305	286	266	249	233
Velaton arvo DCF		435										
- Korolliset velat		-34,0										
+ Rahavarat		32,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-13,8										
Oman pääoman arvo DCF		420										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,3										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,33
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeetti-preemio	0,30 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	123,6	152,2	166,5	173,7	190,6	EPS (raportoitu)	0,34	0,60	0,56	0,56	0,67
Käyttökate	31,9	43,1	39,9	39,5	45,5	EPS (oikaistu)	0,36	0,60	0,56	0,56	0,67
Liikevoitto	19,3	31,2	30,2	30,0	35,1	Operat. kassavirta / osake	0,71	0,92	0,50	0,99	0,91
Voitto ennen veroja	17,6	30,7	29,2	28,6	34,1	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,78	0,23	0,71	0,62
Nettovoitto	13,8	24,4	22,8	22,9	27,1	Omapääoma / osake	1,29	1,72	1,36	1,59	1,85
Kertaluontoiset erät	-0,8	0,0	-0,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,72	0,34	0,40	0,50
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	114,4	132,9	114,6	118,5	131,2	Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	23 %	9 %	4 %	10 %
Oma pääoma	52,3	70,0	55,4	64,5	75,3	Käyttökateen kasvu-%	8 %	35 %	-7 %	-1 %	15 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	18 %	55 %	-3 %	-1 %	17 %
Nettovelat	-3,2	-27,4	1,3	-12,6	-20,6	EPS oik. kasvu-%	12 %	67 %	-6 %	0 %	18 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	25,8 %	28,3 %	24,0 %	22,7 %	23,9 %
Käyttökate	31,9	43,1	39,9	39,5	45,5	Oik. Liikevoitto-%	16,3 %	20,5 %	18,2 %	17,3 %	18,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	-1,3	-10,8	6,7	-1,4	Liikevoitto-%	15,7 %	20,5 %	18,2 %	17,3 %	18,4 %
Operatiivinen kassavirta	28,7	37,3	20,3	40,3	36,9	ROE-%	30,2 %	39,8 %	36,4 %	38,2 %	38,7 %
Investoinnit	-13,3	-4,3	-10,9	-11,5	-11,8	ROI-%	23,4 %	32,5 %	31,5 %	33,7 %	37,5 %
Vapaa kassavirta	15,2	31,6	9,4	28,8	25,1	Omavaraisuusaste	45,7 %	52,7 %	48,3 %	54,4 %	57,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-6,1 %	-39,2 %	2,3 %	-19,5 %	-27,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,0	4,3	2,1	2,1	1,8						
EV/EBITDA (oik.)	11,5	15,3	8,8	9,1	7,7						
EV/EBIT (oik.)	18,2	21,2	11,5	12,0	10,0						
P/E (oik.)	25,4	28,3	15,2	16,2	13,7						
P/B	7,1	9,8	6,3	5,8	4,9						
Osinkotuotto-%	2,2 %	4,3 %	4,0 %	4,4 %	5,5 %						

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 käytettävät neuvonantajat. 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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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
6.11.2019	Lisää	40,00 €	37,40 €
14.2.2020	Lisää	42,00 €	40,00 €
25.3.2020	Lisää	27,00 €	23,90 €
14.5.2020	Lisää	25,00 €	21,90 €
17.8.2020	Lisää	33,00 €	29,65 €
21.9.2020	Lisää	40,00 €	37,05 €
9.11.2020	Lisää	42,00 €	39,00 €
11.12.2020	Lisää	47,00 €	44,50 €
19.2.2021	Lisää	55,00 €	51,10 €
21.5.2021	Lisää	62,00 €	57,10 €
20.8.2021	Lisää	80,00 €	74,30 €
4.11.2021	Lisää	80,00 €	75,50 €
Analytiikko vaihtuu			
19.1.2022	Vähennä	75,00 €	75,40 €
16.2.2022	Vähennä	75,00 €	77,00 €
Osakesplit 1:5			
16.5.2022	Lisää	14,00 €	12,10 €
Analytiikko vaihtuu			
3.8.2022	Vähennä	14,00 €	13,16 €
18.8.2022	Vähennä	13,00 €	12,02 €
15.9.2022	Lisää	11,00 €	9,30 €
3.11.2022	Lisää	10,00 €	8,60 €
17.2.2023	Lisää	10,00 €	9,15 €
10.3.2023	Lisää	10,00 €	9,37 €
17.5.2023	Lisää	10,00 €	9,15 €

Inderes yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**