

Marimekko

Laaja raportti

25.3.2024 19:58



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uskomme kasvutrendin jatkuvan

Marimekko on pystynyt säilyttämään liikevaihdon kasvussa ja kannattavuuden hyvänä myös nykyisessä heikommassa markkinatilanteessa. Ennustamme yhtiön jatkavan liikevaihdon kasvua ja kannattavuuden paranevan tulevina vuosina. Uskomme yhtiön tuloskasvun (keskimäärin 9 % vuodessa 2023-26) ja osingon tarjoavan riittävän hyvän, noin 10 % vuotuisen tuotto-odotuksen. Toistamme 12,5 euron tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä).

Marimekolla on edelleen kansainvälistä kasvupotentiaalia

Marimekko on lifestyle-designyritys, jonka toiminnan ydin on ajattomien, kestävien ja käytännöllisten kuluttajatuotteiden suunnittelu ja valmistus. Marimekko tunnetaan etenkin rohkeista kuvioista ja väreistä. Viime vuonna 44 % sen liikevaihdosta tuli kodintuotteista ja 56 % muodista (eli vaatteet ja laukut & asusteet tuotelinjat yhteenlaskettuna). Maantieteellisesti yhtiö on edelleen Suomi-vetoinen, sillä 57 % liikevaihdosta tuli viime vuonna Suomesta. Kansainvälinen kasvu on kuitenkin Marimekon tavoitteena, etenkin Aasian-Tyynenmeren alueelta, josta viime vuonna tuli 20 % liikevaihdosta. Uskomme yhtiön pystyvän jatkamaan kansainvälistä kasvua tulevina vuosina, joka tukee myös tuloksen maltillista kasvua. Kansainvälinen kasvu tapahtuu Marimekon kannalta pääasiassa tukkumyynninä, joka mahdollistaa kasvun suhteellisen pienellä riskillä, sillä merkittäviä investointeja tai kiinteiden kulujen lisäystä ei tarvita.

Tämän vuoden näkymät lupaavat viime vuoden kaltaista vuotta, yhtiön kasvutavoite on haastava

Marimekon ohjeistus tälle vuodelle on täsmälleen sama kuin viime vuonna eli liikevaihdon odotetaan kasvavan ja oik. liikevoittomarginaaliin olevan 16-19 %:n välillä. Sen lisäksi yhtiö kertoo odottavansa Suomen liikevaihdon jäävän viime vuoden tasolta. Tämä tarkoittaa siis ulkomaiden myynnin jatkavan kasvuaan, jota odotamme ennen kaikkea Aasiasta. Ennustamme 4 %:n liikevaihdon kasvua ja reilun 18 %:n oik. liikevoittomarginaalia tänä vuonna eli kokonaisuutena hyvin samanlaista vuotta kuin 2023. Ennusteemme Marimekon liikevaihdon kasvusta 2025-27 ovat 7-8 % vuodessa, joka on selvästi alle yhtiön 15 %:n vuosittaisen kasvutavoitteen, mutta kertoo kuitenkin hyvästä kasvunäkymästä ja ylittää yhtiön viimeisen 20 vuoden noin 5 %:n keskimääräisen vuosikasvun. Mikäli yhtiö pystyisi kiihdyttämään kasvua lähemmäksi tavoitettaan, olisi osakkeen tuotto-odotuskin luonnollisesti houkuttelevampi. Ripeämpi kasvu vaatisi mielestämme selvästi odotuksiamme ja historiallisia tasoja nopeampaa kasvua ulkomailla. Matalan investointitarpeen ja korkean pääoman tuoton myötä kasvu on myös arvoa luovaa. Marimekko tavoittelee pitkällä aikavälillä yli 20 %:n liikevoittomarginaalia ja ennusteemme odottavat marginaalin nousevan lähelle tavoitetasoa vasta 2026-27. Emme ole tehneet ennustemuutoksia tässä raportissa.

Tuotto-odotus kääntynyt riittävän positiiviseksi

Osake on nyt arvostettu 2024 P/E noin 18x ja EV/EBIT vajaan 14x, jotka ovat hyväksyttävien kertoimiemme ylälaidassa. Verrokkit on arvostettu suunnilleen samaan tasoon ja siten mielestämme neutraalisti suhteessa Marimekkoon. Osingon ja tuloskasvun (osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 9 % vuodessa 2023-26) luoma tuotto-odotus lähivuosille on arviomme mukaan noin 10 %, joka ylittää juuri noin 9 %:n tuottovaatimuksemme. Koska yhtiöllä ei ole isoja investointitarpeita, uskomme sen käytännössä jakavan ylimääräistä kassansa aika ajoitin lisäosinkoina (joita ei ennusteissamme ole), mikäli tulos ja kassavirta kehittyvät ennusteidemme mukaisesti.

Suositus

Lisää

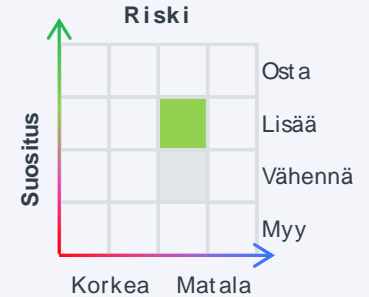
(aik. Vähennä)

12,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

11,61



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	174	180	194	208
kasvu-%	5 %	4 %	8 %	7 %
EBIT oik.	32,0	33,0	37,2	40,9
EBIT-% oik.	18,4 %	18,3 %	19,2 %	19,7 %
Nettotulos	23,6	25,6	28,8	31,7
EPS (oik.)	0,60	0,63	0,71	0,78

P/E (oik.)	20,1	18,4	16,4	14,9
P/B	7,4	6,2	5,4	5,0
Osinkotuotto-%	3,1 %	3,9 %	5,2 %	5,7 %
EV/EBIT (oik.)	15,1	13,8	12,0	10,8
EV/EBITDA	11,9	10,8	9,6	8,8
EV/Liikevaihto	2,8	2,5	2,3	2,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

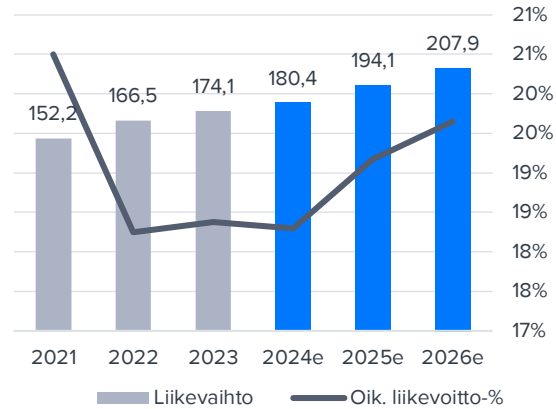
Marimekko-konsernin liikevaihdon arvioidaan vuonna 2024 kasvavan edellisvuodesta (2023: 174 MEUR). Vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin ennakoidaan olevan arviolta noin 16–19 % (2023: 18,4 %).

Osakekurssi



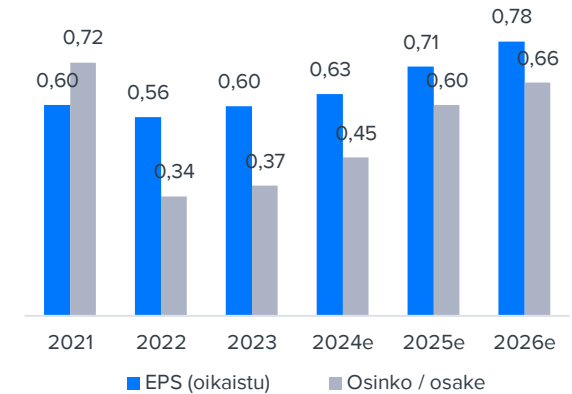
Lähde: Millistream Market Data AB

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	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	472	472	472
Yritysarvo (EV)	455	447	442
P/E (oik.)	18,4	16,4	14,9
P/E	18,4	16,4	14,9
P/B	6,2	5,4	5,0
P/S	2,6	2,4	2,3
EV/Liikevaihto	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA (oik.)	10,8	9,6	8,8
EV/EBIT (oik.)	13,8	12,0	10,8
Osinko/tulos (%)	71 %	85 %	85 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	5,2 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5 - 13
Sijoitus- ja riskiprofiili	s. 14 - 16
Toimiala ja kilpailijat	s. 17 - 19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 20 - 22
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 23 - 24
Ennusteet ja arvonnääritys	s. 25 - 29
Taulukot	s. 30 - 36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 37 - 38

Marimekko lyhyesti

Marimekko on suomalainen lifestyle-design -yritys, jonka valikoimaan kuuluu vaatteita, laukkuja ja asusteita sekä kodintavaroita sisustustekstiileistä astioihin.

1951

Perustamisvuosi

43 %

Kansainvälisen myynnin osuus liikevaihdosta 2023

167 Marimekko-myymälää (Q4'23)

Myymälöitä 18 eri maassa ja verkkokauppa 35 maassa

174 MEUR (+5 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

32,0 MEUR (+5% vs. 2022)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2023 (EBIT-% 18,4 %)

468

Henkilöstö vuoden 2023 lopussa

Liikevaihto jatkoi kasvua, kannattavuus kävi huipussa 2021

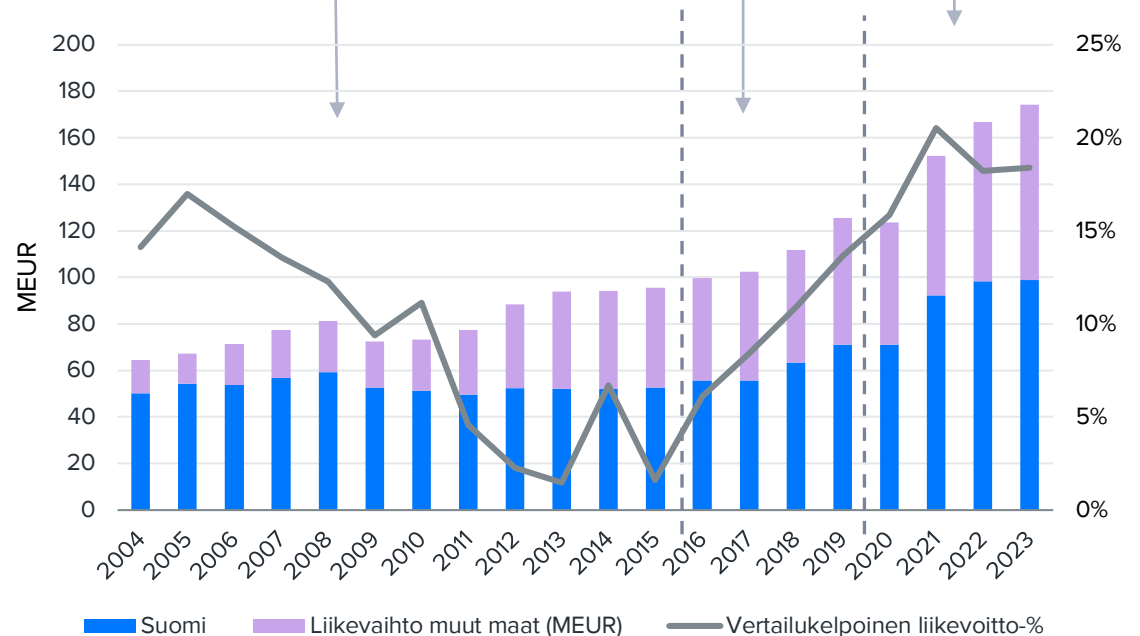
Brändin ja tuotevalikoiman uudistus sekä panostukset digitaalisuuteen tukivat liikevaihdon kasvua sekä kansainvälisesti että Suomessa. Kodintuotteet kasvoivat vahvasti pandemian aikana, tukien myynnin kasvua. Vuosina 2022-23 kasvu on tullut enemmän ulkomailta ja kannattavuus on asettunut hyvälle reilun 18 %:n tasolle.

Kilpailukyvyyn ja kannattavuuden nosto 2016-2019

Uusi johtoryhmä, toiminnan uudelleenorganisointi, yt-neuvottelut, brändin uudelleen elävöittäminen, uudet mallistot ja pääkonttorin myynti. Marimekko takaisin muodikkaaksi brändiksi. Kannattavuuteen huomattava tasokorjaus ylöspäin ja liikevaihto vahvempaan kasvuun.

Kansainvälinen laajentuminen ja kannattavuuden lasku 2005-2015

Markkina oli heikko etenkin Suomessa vuosia finanssikriisin jälkeen. Investoinnit kansainväliseen organisaatioon, myymäläverkoston rakentamiseen, omaan verkkokauppaan, markkinointiin jne. painoivat kannattavuutta. Samalla yhtiön brändi ja kilpailukyky eivät olleet kovin vahvoja.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Lifestyle-designyritys

Marimekko on vuonna 1951 perustettu lifestyle-designyritys, jonka toiminnan ydin on ajattomien, kestävien ja käytännöllisten kuluttajatuotteiden suunnittelu ja valmistus. Marimekko tunnetaan etenkin rohkeista kuvioista ja väreistä. Yhtiön missio on kannustaa ihmisiä olemaan rohkeasti oma itsensä ja tuoda iloa arkeen. Tuoteportfolioon kuuluu vaatteita, laukkuja, asusteita sekä kodintuotteita astioista sisustustekstiileihin.

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Marimekko toimii erittäin kilpailluilla globaaleilla kuluttajatuotemarkkinoilla. Yhtiö luokittelee itsensä lifestyle-brändiksi, mikä tarkoittaa, että yhtiö suunnittelee ja valmistaa ajattomia, persoonallisia vaatteita, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita elämän eri hetkiin.

Virallisesti Marimekko luokitellaan tekstiili- ja vaatetusalan yhtiöksi. Muodin sisällä Marimekko kuuluu oman arvionsa mukaan contemporary tai accessible luxury-segmenttiin, joka kertoo premium-hinnoittelusta, mutta ei kuitenkaan yllä luksuksen puolelle. Marimekon vahvuuksia tällä markkinalla ovat brändin vahva perintö, ajankohtainen arvomaailma, tunnistettava muotokieli (värit ja kuviot) sekä näiden hyödyntäminen monessa eri tuotekategoriassa esim. vaatteet, asusteet, laukut jne. Sisustuspuolella Marimekko toimii kodintuotemarkkinoilla, joka pitää sisällään mm. kankaita, sisustus- ja kodintuotteita ja keramiikkaa. Näissäkin tuotteissa yhtiö käyttää tunnistettavia kuvioita ja värejä, mikä tuo tunnetun brändin kautta hinnoitteluvoimaa.

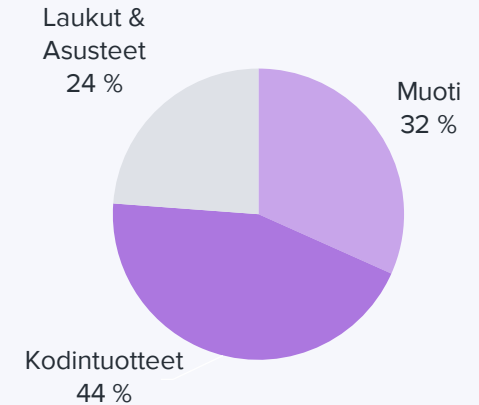
Kolme eri tuotelinjaa

Marimekolla on kolme tuotelinjaa: 1) Muoti 2) Kodintuotteet 3) Laukut & Asusteet. Muoti-tuotelinja sisältää vaatteita pääasiassa naisille. Joitain tuotteita tehdään unisex-mallistona ja yhtiöllä on pieni valikoima lastenvaatteita, mutta Marimekon mittakaavassa näiden osuus on pieni. Kodintuotteet-tuotelinja sisältää kankaita, astioita, sisustus-, keittiö-, makuuhuone- ja kylpyhuonetuotteita. Laukut & Asusteet-tuotelinja sisältää mm. tekstiili- ja nahkalaukkuja sekä asusteita, huiveja, hattuja ja pipoja jne. Nykyisen strategian mukaan muoti on yhtiön brändin viestinnällinen kärkituoteryhmä, sillä yhtiön mielestä uskottavuus muotiliiketoiminnassa mahdollistaa parhaiten brändin leveroinnin koko lifestyle-valikoimassa. Toisaalta muut tuoteryhmät voivat olla helpompia ostaa, sopivat laajemmalle kuluttajaryhmälle ja ovat hinnaltaan tyypillisesti edullisempia. Kokonaisuus on siis tärkeä.

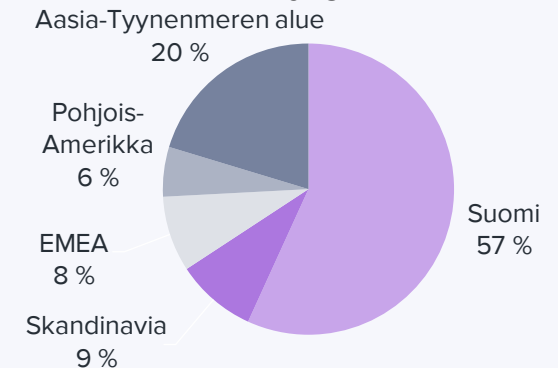
Päämarkkina-alue on Suomi

Marimekon päämarkkina on Suomi. Toiseksi suurin markkina on Aasian-Tyynenmeren alue. Aasian-Tyynenmeren alueella varsinkin Japani on yhtiölle merkittävä markkina. Kolmanneksi suurin markkina on Skandinaavia, joka viime vuonna meni liikevaihdossa EMEA-alueen (lähinnä Keski- ja Etelä-Eurooppa) ohi. Aasian-Tyynenmeren painoarvo alkoi kasvaa vauhdilla vuonna 2006, kun ensimmäiset Marimekko-myymlät avattiin Japaniin. Tämän jälkeen seuraava kasvuharppaus ulkomaille tuli 2011-2013 aikana, kun yhtiö kasvatti merkittävästi myymälöiden ja shop-in-shopien määrää Pohjois-Amerikassa, joista osa on kuitenkin sen jälkeen suljettu.

Liikevaihto tuotelinjoin, 2023



Liikevaihto markkina-alueittain, 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Vuoden 2023 liikevaihdosta 43 % tuli ulkomailta, kun 2005 se oli alle 20 %. Pandemiavuosina 2020-21 Suomen myynti kuitenkin kasvoi ulkomaita nopeammin ja siten Suomen suhteellinen osuus on viimeiset kymmenen vuotta ollut melko stabili 55-60 % liikevaihdosta. Marimekon kasvustrategia nojaa vahvasti Aasian-Tyyntenmeren partnerivertoiseen kasvuun. Kotimarkkina on kuitenkin yhtiölle nyt ja tulevaisuudessa erittäin tärkeä.

Marimekko-myymälät ja verkkokauppa ovat tärkeimmät myyntikanavat

Marimekon tärkein myyntikanava on erilaiset Marimekko-myymälät ja –verkkokauppa, joita on sekä sen omassa omistuksessa että partnerien vastuulla. Tämän lisäksi jakelukanavana on erikoisliikkeitä, tavarataloja ja e-talereita. Marimekon liikevaihto jakautuu lähes tasan puoliksi oman vähittäismyynnin ja tukkumyynnin kesken (tästä tarkemmin seuraavilla sivuilla). Omiin myymälöihin sisältyy ”tavallisia” myymälöitä etenkin Suomessa ja muutamissa tärkeissä kaupungeissa ulkomailta sekä outlet-myymälöitä. Partnerit operoivat ”tavallisia” myymälöitä etenkin Aasiassa, mutta myös Suomessa. Lisäksi eri jälleenmyyjillä on pienempiä shop-in-shoppeja lähes kaikilla markkinoilla. On tärkeä huomata, että riippumatta siitä onko myymälä yhtiön oma vai kumppanin, sen konsepti on Marimekon konseptin mukainen eli kuluttajille eron ei pitäisi näkyä. Tämä tukee yhtenäistä brändi-ilmettä.

Marimekko-myymälöitä avautui 2000-luvun alussa tasaiseen tahtiin, joka tuki yhtiön kasvua ja myymälämäärä saavutti 160 myymälän tason vuonna 2017. Tämän jälkeen myymälöiden määrä pieneni hieman, mutta viime vuonna

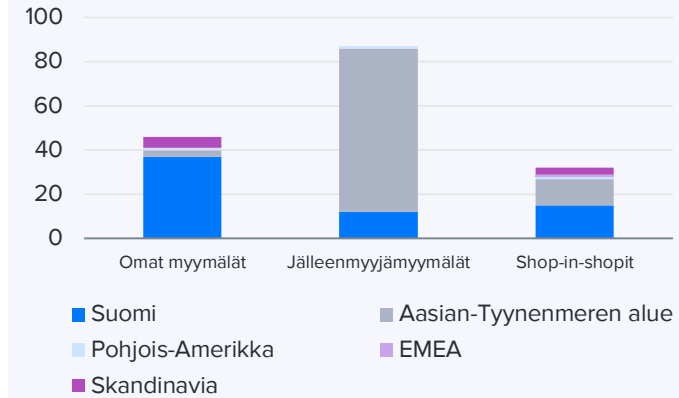
myymälämäärä kasvoi kaikkien aikojen suurimmaksi 167 myymälään. Myymälöiden lukumäärään on luonnollisesti vaikuttanut verkkokaupan merkityksen jatkuva kasvu sekä pandemia, joka osaltaan vauhditti siirtymää myymälöistä verkkoon. Lukuun on myös vaikuttanut Pohjois-Amerikassa pienentynyt myymälämäärä, joka tosin johtuu lähinnä raportointikäytännön muutoksesta 2018. Myymälöiden määrä on nettomääräisesti lisääntynyt viime vuosina vain Aasia-Tyyntenmeren alueelle, mikä on tärkein kasvualue.

Vuoden 2023 lopussa Marimekolla oli yhteensä 49 omaa myymälää, joiden liikevaihto lasketaan yhdessä verkkokaupan kanssa yhtiön ilmoittamaan ”Vähittäismyyntiin”, joka oli 85 MEUR vuonna 2023. Aiemmin olemme arvioineet, että Marimekon omat myymälät tekevät keskimäärin noin 1 MEUR liikevaihtoa vuodessa (per myymälä). Tämä luku on todennäköisesti nykyisin hieman suurempi, mutta luvuista voi päätellä, että verkkokaupan osuus on nykyisin merkittävä (Marimekko ei julkaise verkkokaupan osuutta).

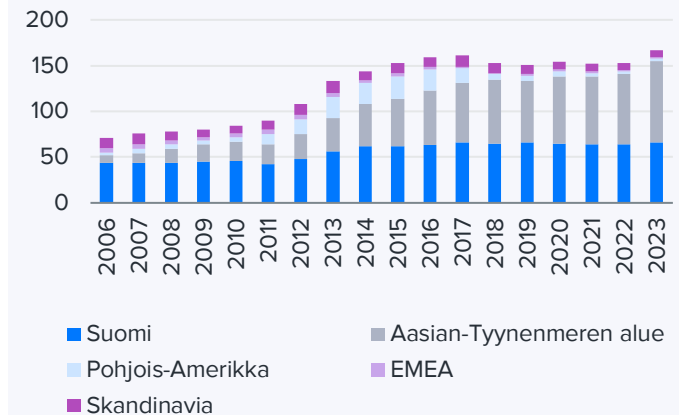
Myymäläverkoston laajentamisen pääpaino on jatkossakin partnerien operoimien Marimekko-myymälöiden avaamisessa erityisesti Aasia-Tyyntenmeren alueella. Yhtiö ei ole kuitenkaan antanut selkeitä tavoitteita myymälämäärien kasvulle pidemmällä aikavälillä.

Jälleenmyyjäomisteisten myymälöiden avulla laajeneminen on yhtiön näkökulmasta järkevä kasvutyyli, sillä se ei vaadi merkittäviä pääomia tai kiinteitä kuluja ja yhtiö kykenee näin hyödyntämään paikallisen asiantuntemuksen liiketoiminnassa kuitenkin siten, että se tapahtuu Marimekon globaalin konseptin mukaisesti. Tämän pitäisi tukea hyvää pääoman tuottoa.

Marimekon myymälät 2023 lopussa



Myymälämäärän kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Jakelukanava

Jakelukanavan luonne

%-osuus liikevaihdosta

Maantieteellinen jakauma

Oma vähittäismyynti / verkkokauppa

- Vähittäismyynniksi lasketaan yhtiön omat myymälät (34 kpl vuoden 2023 lopussa), omat outlet-myymälät (15 kpl) sekä Marimekon oma verkkokauppa (mukaan lukien verkkokauppa Kiinassa)
- Vähittäismyynnissä myydään suoraan kuluttajille
- Yhtiöllä on historiallisesti ollut laaja omien myymälöiden verkosto Suomessa ja vähittäismyynnistä lähes 80 % syntyykin Suomessa
- Vähittäismyynnin kate on erittäin hyvä, koska Marimekko saa sekä valmistuksen marginaalin että kaupan marginaalin, ja siten operatiivinen vipu myynnin noustessa tai laskiessa on suuri

49 %

Tukkumyynti

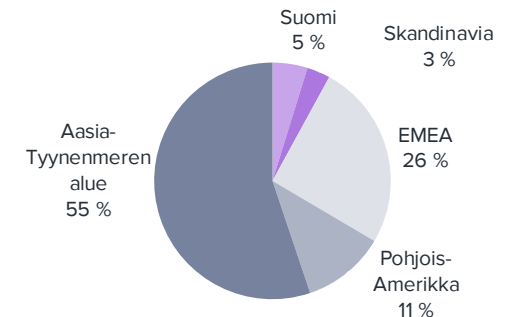
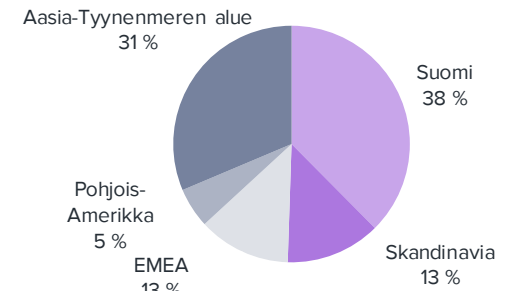
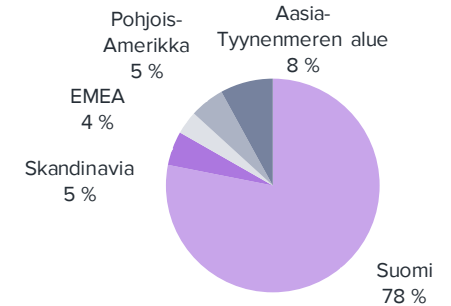
- Tukkumyynniksi lasketaan myynti Marimekon jälleenmyyjille, jotka myyvät tuotteita joko jälleenmyyjäomisteisissa Marimekko-myymälöissä (87 kpl), shop-in-shopeissa (31 kpl) tai muissa kanavissa esim. osana isomman myymälän kuten tavaratalon valikoimaa.
- Aasiassa partnerit vastaavat myös paikallisista verkkokaupoista (paitsi Kiinassa), joiden myynti on Marimekolle tukkumyyntiä
- Partnerimallin seurauksena Aasia on vahvasti tukkumyyninpainotteinen markkina-alue, mutta Suomi on kuitenkin tähän asti ollut suurin markkina myös tukkumyynnissä.
- Suomessa tukkumyyntiä heiluttaa vuosittain vaihtuvat, välillä merkittävän suuruiset, kampanjatoimitukset isoille kauppaketjuille
- Tukkumyynnin kate on vähittäiskauppaa heikompi, mutta Marimekon tuotteilla silti arviomme mukaan hyvä

49 %

Lisenssimyynti

- Lisenssimyynti tarkoittaa, että Marimekon designeja käytetään jonkun toisen valmistajan tuotteissa ja Marimekko saa tästä lisenssimaksuja
- Marimekolla on ollut viime vuosina useita rajallisesti saatavilla olevia yhteistyömallistoja mm. Adidaksen, Ikean ja Uniqlon kanssa.
- Yhteistyömallistot ovat Marimekolle sekä erinomainen markkinointikeino että ansaintatapa
- Lisenssimyynnin maantieteellinen jakauma vaihtelee voimakkaasti riippuen millaisia lisenssituottoja on tuloutunut kunakin vuonna
- Lisenssimyynnin kate on arviomme mukaan hyvin korkea eli se vaikuttaa pienestä määrästäan huolimatta myös yhtiön tulokseen

2 %



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Myymälöitä etenkin keskeisissä kaupungeissa

Keskeisillä paikoilla sijaitsevilla lippulaivamyymälöillä valikoiduilla markkinoilla (Helsinki, Tukholma, Kööpenhamina, New York, Tokio, Sydney) on merkittävä rooli tunnettuuteen ja brändin uskottavuuteen. Kun yhtiö on suurissa kaupungeissa näyttäville paikoilla, auttaa se luomaan suhteita erilaisten kumppaneiden kanssa, mikä on muotialalla tärkeää. Tämä vaikutus heijastuu jopa globaalisti esim. New Yorkista. Arviomme mukaan joitain kalliilla paikoilla olevia lippulaivamyymälöitä voidaan pyörittää tappiollisena, jos niissä nähdään markkinoinnillisesti kaupan omaa tuottoa suurempi tarkoitus, mutta tavallisten myymälöiden tappiollisuutta ei katsota pitkään.

Verkkokaupan rooli kasvane edelleen

Yhtiö aloitti kansainvälisen verkkokauppansa rakentamisen vuonna 2011 Yhdysvalloista. Suomessa verkkokauppa avautui vuonna 2012. Verkkokauppaa laajennettiin uusiin maihin erityisesti vuosien 2015-2018 aikana ja nykyään Marimekon verkkokauppa palvelee asiakkaita 35 maassa joko yhtiön oman tai kumppaneiden (Aasiassa) verkkokaupan kautta. Verkkokauppa parantaa tuotteiden saatavuutta, auttaa yhtiötä bränditunnettuuden rakentamisessa ja saamaan uusia asiakkaita. Se tuo myös yhtiölle lisää volyymiä, koska verkkokauppa mahdollistaa laajan maantieteellisen saavuttavuuden. Verkkokaupan myyntidatan avulla voi myös suunnitella mahdollisten uusien myymälöiden sijaintia.

Marimekko ei ole julkistanut verkkokaupan osuutta liikevaihdostaan, mutta on selvää, että se kasvoi pandemia-aikana merkittävästi ja on sen jälkeen

jäänyt hyvälle tasolle tai jatkanut kasvua. Yhtiö myy tuotteitaan myös kolmansien osapuolten verkkokaupoissa.

Suunnittelu ja tuotekehitys on yhtiön ydin

Marimekon liiketoiminnan ytimessä on tuotesuunnittelu ja se näkyy visiossa, joka on olla ”Maailman kiehtovin lifestyle-designbrändi, joka on tunnettu rohkeista kuvioistaan”. Marimekko tunnetaan ennen kaikkea omaleimaisista kuvioista ja väreistä. Yhtiön tavoitteena on pysyä uskollisena alkuperäiselle tarkoitukselleen, joka on tuoda iloa ihmisten arkeen. Tämän takia tuotevalikoiman suunnittelu, tuotekehitys, kiinnostavan designin ja mallistojen suunnittelu on yhtiön menestymiselle ensiarvoisen tärkeää. 2016 alkaneen kasvujakson liikevaihdon ja tuloksen kehityksestä päätellen, yhtiö on onnistunut tuotteissaan hyvin. Etenkin muotiala on kuitenkin erittäin kilpailtua ja mallistoissa onnistuminen/epäonnistuminen voi vaikuttaa merkittävästi yhtiön taloudelliseen kehitykseen. Mallistoja suunnitellessa analysoidaan tarkkaan aiempien sesonkien suoriutumista eri markkinoilla ja jakelukanavissa ja hyödynnetään analyysit uusien tuotteiden ja mallistojen rakentamisessa.

Tuotteiden suunnittelun lisäksi Marimekon myymäläkonseptien suunnittelu (sekä verkkokaupat että fyysiset kaupat) on myös tärkeässä osassa yhtiön brändin viestimisen kannalta. Myymälöiden tulee olla asiakkaille paikkoja, joissa he voivat kokea Marimekon lifestyle-konseptin elämyksellisesti ja inspiroivasti. Tätä voidaan tukea pysyvien myymälöiden lisäksi esim. pop-up myymälöillä.

Marimekon vaatteiden arkkityypit



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Tuotteiden valmistus pääosin ulkoistettu

Marimekon tuotteiden alkuperä on tasaisesti hajautunut eri maihin. Yhtiöllä on oma kangaspaino Suomessa (Helsinki) ja sopimusvalmistusta sekä Euroopassa että Aasiassa. Marimekon omassa kangaspainossa Herttoniemessä painetaan Marimekon metreittäin myytävät sisustuskaankaat ja osa vaatteissa, laukuissa ja kodintuotteissa käytettävistä kankaista. Painokangas ja siihen liittyvä suunnitteluosaaminen ovat aina olleet Marimekon liiketoiminnan ytimessä. Painon tuotanto on noin miljoona metriä vuodessa. Omalla kangaspainolla on myös tärkeä rooli tuotekehityksessä ja vastuullisuustyössä.

Pääosan tuotteista Marimekko teettää alihankintana käyttäen kaikkiaan noin 150:tä sopimusvalmistajaa. Noin 50 % Marimekon tuotteista valmistetaan EU:ssa ja toinen puolikas EU:n ulkopuolella. Suurimpia valmistusmaita ovat Portugali, Thaimaa, Kiina, Viro, Liettua, Suomi ja Turkki, jotka yhteensä vastasivat lähes 90 % vuoden 2022 myynnistä. Hyvät ja osaavat sopimusvalmistajat ovat avainasemassa Marimekon kilpailukyvyssä. Useat yhtiön käyttämistä sopimusvalmistajista ovat pitkäaikaisia kumppaneita, jopa yli 20 vuoden ajan. Yhtiö tekee itse ja järjestöjen kautta auditoiteja, ja tällä tavalla pyrkii varmistamaan tuotteiden laadun ja tuotannon vastuullisuuden.

Marimekolla ei ole mielestämme skaalaetuja suhteessa alan isoihin toimijoihin

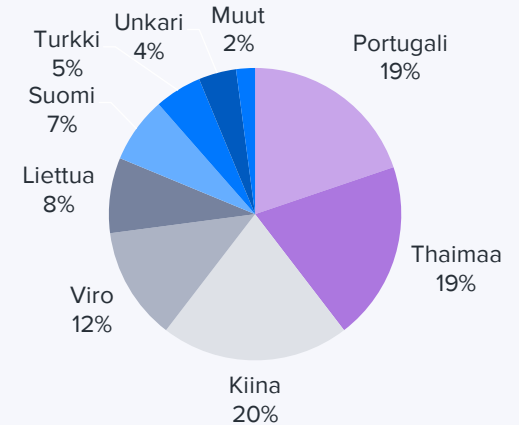
Skaalaedut hyödyttävät toimialan isoja pelureita,

minkälaiseksi Marimekkoa ei voida sanoa. Isojen muotialan pelureiden etu ovat suuret tilattavat volyymit, joiden kautta ne saavat hyvän neuvotteluaseman sopimusvalmistajiin, alihankkijoihin ja myyntikanaviin ja sitä kautta paremmat ehdot toimituksille. Marimekon tulisi pystyä liikuttelemaan merkittävästi isompia volyymeja, jotta se pääsisi samanlaisiin ehtoihin, mutta se vaatisi kokoluokan merkittävää kasvua nykytasolta.

Markkinointi on tärkeää brändin kannalta

Marimekko panostaa paljon markkinointiin ja bränditunnettuuden kasvattamiseen. Vuonna 2023 markkinointikustannukset olivat 9,5 MEUR eli 5 % liikevaihdosta. Nämä kulut liittyvät kaikkeen markkinoinnilliseen tekemiseen esim. kuvaamisiin, materiaalin ja sisällön tuotantoon, maksettuaan mainontaan ja vaikuttajamarkkinointiin, erilaisiin myymälöissä tapahtuviin aktiviteetteihin, brändiin liittyvään pr-työhön, sosiaaliseen mediaan ja muihin tapahtumiin esim. muotinäytöksiin. Marimekko luo brändimielikuvaa ja suhteita ostajiin ja muihin muotialan vaikuttajiin sekä medioihin esimerkiksi muotinäytöksissä. Yhtiöllä on myös kuluttajille avoimia muotinäytöksiä ja kokonaisuudessaan iso osa markkinointia suunnataankin suoraan kuluttajille. Tänä vuonna yhtiön tunnetuin kuosi, Unikko-kuvio, täyttää 60 vuotta, joka todennäköisesti tuo yhtiölle mahdollisuuksia markkinoida sitä kuluttajille. Yhtiön tavoite on viedä brändin uudistumistyötä eteenpäin muoti edellä ja sen myötä on helpompi myydä koko lifestyle-konseptia.

Marimekon tuotteiden alkuperä, % myynnistä 2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Hyvä myyntikate vahvan marginaalin perusta

Marimekko ei raportoi suoraan myyntikatelukujaan, mutta arvioimme, että yhtiön myyntikate on ollut viimeisen 15 vuoden aikana tyypillisesti 60-65 %. Myyntikatteeseen vaikuttavat tuotteiden hintojen ja tuotantokustannusten lisäksi mm. tuotejakauma (Marimekko ei raportoi kannattavuuksia tuotelinjoiittain, mutta itse painetut kankaat ovat arviomme mukaan kannattavuuden kärkipäätä), myyntikanavajakauma (oma vähittäismyynti on mielestämme tukkumyyntiä kannattavampaa) sekä maantieteellinen myynnin jakauma ja mahdolliset isommat kampanjat. Myös normaalihinnalla myytävien tuotteiden määrä vs. alennuksien määrä vaikuttaa myyntikatteeseen. Erilaisten liiketoimintamallien takia Marimekkoa ei voi suoraan verrata kilpailijoihin, mutta pidämme myyntikatetasoa suhteellisen hyvänä, ottaen huomioon, että puolet myynnistä tulee matalampikatteisesta tukkumyynnistä. Koska pääosa tuotannosta on ulkoistettu, volyymin kasvu ei arviomme mukaan juuri vaikuta myyntikatteeseen, vaan sen tärkeimmät ajurit ovat tuote- ja myyntikanavajakauma.

Yhtiö näytti operatiivisen vivun voiman 2016-21

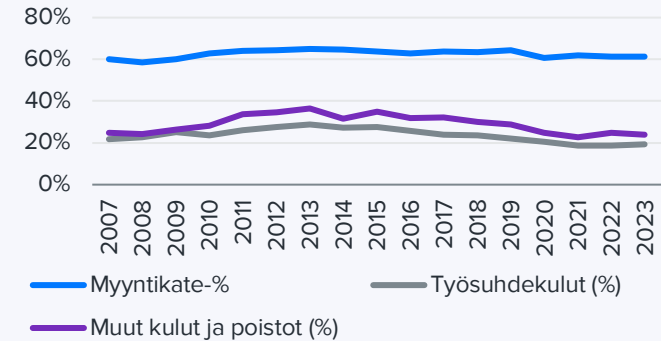
Kiinteiden kulujen osalta Marimekolla on karkeasti yhtä paljon henkilöstökuluja ja muita liiketoiminnan kuluja. Vuokrat sisältyvät 2019 alkaen pääosin poistoihin, jonka vuoksi kuvassa (oikealla) olemme yhdistäneet muut kulut ja poistot, jotta aikasarja on mahdollisimman vertailukelpoinen. Kiinteitä kuluja syntyy etenkin Marimekon omista myymälöistä sekä tietysti keskusorganisaatiosta ja kangaspainosta. Kiinteät kulut kasvoivat vauhdilla 2010-13 kasvupanostusten takia, jonka jälkeen

kuluhallinta parani selvästi ja hyvän liikevaihdon kasvun myötä kiinteiden kulujen suhteellinen osuus laski vuoden 2013 noin 65 %:sta vuoden 2021 reiluun 40 %:iin. Tämä osoittaa hyvin Marimekon liiketoimintamallin ison operatiivisen vivun. Kun myynti kasvaa (joko omissa myymälöissä, tukkumyynnissä tai lisensoinnissa), kulut kasvavat vain hieman ja kannattavuus paranee merkittävästi.

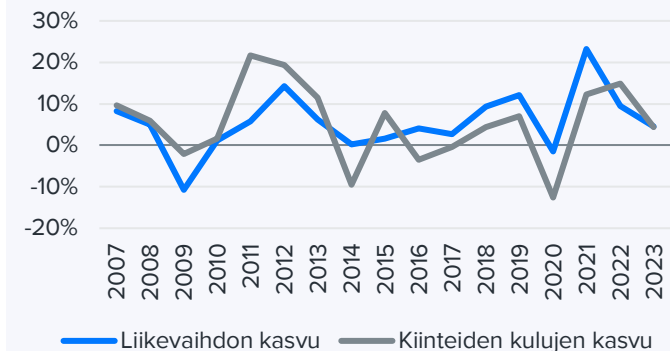
Vuosien 2016-21 hyvää marginaalikehitystä ja kustannusten skaalautuvuutta paransi tosin myös organisaatioissa tehdyt tehostamistoimet sekä korona-ajan osin tilapäiset kulusäästöt, jotka eivät tule toistumaan. Vuonna 2022 muut kulut kasvoivat liikevaihtoa nopeammin ja 2023 noin liikevaihdon tahtia, joka johtui arviomme mukaan sekä kasvupanostuksista että yleisestä kustannusinflaatiosta. Jatkossakin Marimekon on myös tehtävä kulupanostuksia kasvun luomiseksi, joka oletettavasti vähentää operatiivista vipua jatkossa, joskin periaatteessa näemme Marimekolla olevan yhä edellytykset kasvattaa liikevaihtoa pienemmälläkin kulujen kasvulla. Vuosina 2022-23 saavutettu reilun 18 %:n ja tälle vuodelle ohjeistettu tasaista marginaalikehitystä indikoiva 16-19 %:n liikevoittomarginaalitaso on kuitenkin jo hyvä, emmekä näe merkittävää parannuspotentiaalia siihen nähden.

Operatiivinen vipu toimii myös alaspäin eli henkilöstö- ja vuokratkulut ovat suhteellisen kiinteitä ja niitä on vaikea nopeasti merkittävästi laskea, mikäli liikevaihto laskisi. Tällöin heikko liikevaihdon kehitys näkyisi todennäköisesti selkeänä tulostiputuksena. Tästä löytyy historiasta esimerkki ainoastaan vuodelta 2009, jolloin liikevaihto tippui 11 % ja liikevoitto reilut 30 %.

Operatiivinen vipu toiminut liikevaihdon kasvaessa



Liikevaihto kasvoi kuluja nopeammin 2016-2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Vahva operatiivinen kassavirta ja matala investointitarve

Marimekon operatiivinen kassavirta seuraa varsin hyvin sen tulosta ja tuloksen ollessa nykyisellä hyvällä tasolla, myös kassavirta on vahvaa. Kassavirta on pysynyt positiivisena myös aiemmin koettuina heikompina tulosvuosina. Koska Marimekon tuotanto on pääosin ulkoistettu ja myymäläverkosto on partnerivetoinen, sen investointitarpeet ovat rajallisia ja kohdistuvat lähinnä Herttoniemen painotehtaaseen. Marimekon investointitaso onkin historiassa ollut tyypillisesti vain 1-2 MEUR, joka nykyiseen noin 30 MEUR liikevoittotasoon sekä yli 170 MEUR:n liikevaihtoon nähden on pieni määrä. Investoinnit olivat selvästi suuremmat vuosina 2011-12, jota nosti verkkokauppa-alustaan tehdyt investoinnit, uusi painokone ja muut Herttoniemen kiinteistöön ja myymälöihin tehdyt investoinnit. Herttoniemen kiinteistö ei ole nykyisin Marimekon omistuksessa, joka osaltaan laskee investointitarvetta. Matala pääomatarve pitää investointitarpeet normaalitilanteessa matalana ja näin ollen hyvä operatiivinen kassavirta konvertoituu mielestämme myös vapaaksi kassavirraksi.

Liiketoiminta selvästi H2-painotteista

Marimekon liikevaihto ja tulos ovat historiallisesti olleet vahvasti loppuvuoteen painottuvia. Etenkin Suomen vähittäiskaupassa joulusesonki Q4:n aikana on tärkeä yhtiölle. Muuan muassa tukkumyynnin toimitusten ajoitukset ovat viime vuosina nostaneet Q3:n tuloksessa suurimmaksi kvartaaliksi. Vaikka koronapandemian vaikutukset vaikeuttavat viime

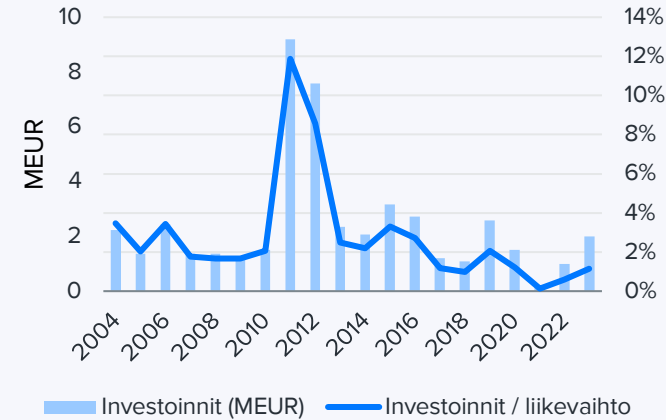
vuosien kvartaalitarkastelua, luvuista näkee, että liikevaihtomielessä Q3 ja Q4 ovat suurimmat, Q1 taas tyypillisesti pienin. Tuloksessa liikevaihdon vaihtelut näkyvät selvästi, sillä yhtiö kantaa kiinteitä kuluja liikevaihdon tasosta riippumatta, ja siten matalampi liikevaihto johtaa myös matalampaan tulokseen ja tyypillisesti myös heikompaan marginaaliin.

Mika Ihamuotila pääomistaja ja hallituksen puheenjohtaja

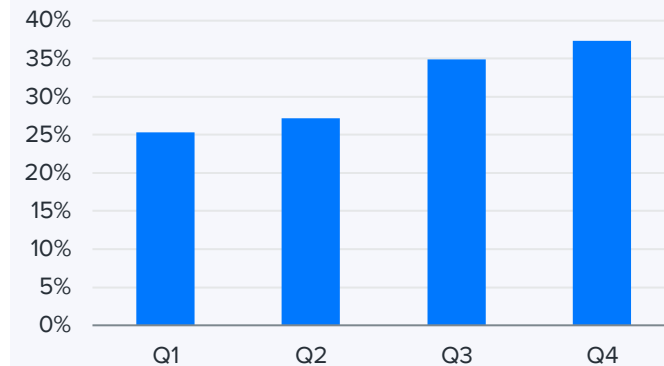
Marimekon pääomistaja on Mika Ihamuotila, joka osti 2007 merkittävän määrän osakkeita silloiselta pääomistajalta ja toimitusjohtajalta Kirsti Paakkaselta. Omistusosuus on hieman vaihdellut, mutta on nykyisin vajaat 13 % eli samaa tasoa alkuperäisen omistuksen kanssa. Omistus on nykyisin Ihamuotilan Powerbank Ventures -yhtiön nimissä. Ihamuotila oli omistajaksi tulonsa jälkeen Marimekon toimitusjohtaja vuoteen 2015 asti ja toiminut sen jälkeen hallituksen puheenjohtajana. Näin ollen Ihamuotilalla on mielestämme ollut merkittävä rooli Marimekon viimeisen 15 vuoden kehityksessä ja on sitä edelleen.

Ihamuotilan lisäksi omistajalista koostuu lähinnä kotimaisista instituutiosijoittajista eli eläkeyhtiöistä ja sijoitusrahastoista. Kotitalouksien määrä omistajina on merkittävä, lähes 45 % osakekannasta. Ulkomainen omistus sen sijaan on varsin vähäistä, alle 15 %. Ihamuotilaa lukuun ottamatta kukaan omistaja ei omista yli 5 % yhtiöstä, joskin eläkeyhtiöt Ilmarinen ja Varma ovat vain hieman alle 5 %.

Investoinnit



Liikevaihdon kausijakauma 2020-23



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Marimekko voisi mielestämme olla kiinnostava ostokohde jollekin kansainväliselle bränditalolle, jolle Marimekko olisi yksi brändi lisää muiden joukkoon, jonka myyntiä voisi isomman konsernin jakeluvoimalla kasvattaa. Mahdollinen yrityskauppa vaatisi kuitenkin käytännössä lhamuotilan tuen, ja ainakin tähän asti hänen kommenttinsa ovat viitanneet haluun jatkaa Marimekon kehittämistä itsenäisenä yhtiönä. Emme siis näe yrityskauppoja lähiaikoina todennäköisenä.

Toimitusjohtajalla merkittävä omistus

Marimekon toimitusjohtajana on 2015 alkaen toiminut Tiina Alahuhta-Kasko, joka on ollut yhtiössä vuodesta 2005 eli koko uransa. Toimitusjohtajan valinta yhtiön sisältä on mielestämme hyvä merkki. Alahuhta-Kaskolla on reilut 160 tuhatta Marimekon osaketta eli noin 1,9 MEUR:n arvosta.

Talousjohtaja Elina Anckar on ollut myös Marimekolla vuodesta 2015 alkaen ja sitä ennen mm. A-lehdissä ja TeliaSonerassa. Anckarin omistus on 15 tuhatta osaketta

Muun johtoryhmän yhdeksästä jäsenestä seitsemällä on osakeomistuksia yhtiössä. Omistukset vaihtelevat 100 osakkeesta 27 tuhanteen osakkeeseen. Pidämme laajaa johdon omistusta myönteisenä ja useimmilla henkilöillä omistukset ovat myös tuntuvan suuruisia. Marimekolla on 2022-26 voimassa oleva pitkän ajan osakepalkkiojärjestelmä johtoryhmälle. Palkkio perustuu osakkeen kokonaistuottoon

(kurssikehitys + osingot) ja se maksetaan puoliksi osakkeina, puoliksi rahana. Näkisimme palkitsemisen perustuvan mieluummin operatiivisiin mittareihin kuin kurssikehitykseen, johon vaikuttavat yrityksen kehityksen lisäksi merkittävästi myös ulkoiset tekijät. Yhtiöllä on käytössä lyhyen aikavälin (vuosittainen) bonusjärjestelmä, joka perustuu operatiivisiin mittareihin kuten liikevaihdon kasvuun ja liikevoittoon.

Hallituksen jäsenillä on lhamuotilan ison omistuksen lisäksi vain pieniä, todennäköisesti palkkioiden kautta saatua omistuksia.

Nykyjohto on tehnyt hyvää jälkeä

Nykyisen toimitusjohtajan kaudella koko johtoryhmä on uusiutunut ja nykyisistä johtoryhmän 11:sta jäsenestä vain yksi oli Marimekon palveluksessa nykyisen johdon aloittaessa. Nykyjohdon kauden lähestyessä 10 vuotta, tätä ei voi tosin pitää enää erityisen merkittävänä. Myös hallitus on uusiutunut lhamuotilan puheenjohtajakaudella ja sisältää nykyisin mm. kaksi vahvan Aasia-taustan omaavaa kansainvälistä jäsentä, jota pidämme Marimekon strategia huomioiden positiivisena. Hallitukseen on tänä keväänä ehdolla lisäksi Keski-Euroopan luksusmarkkinoilta kokemusta omaava Massimiliano Brunazzo, joka vahvistaa hallituksen kansainvälistä osaamista edelleen.

Mielestämme Marimekon nykyinen johto on toiminut hyvin ja pystynyt uudistamaan sen brändiä ja jatkamaan kansainvälistymistä sekä nostamaan tuloksen täysin uudelle tasolle.

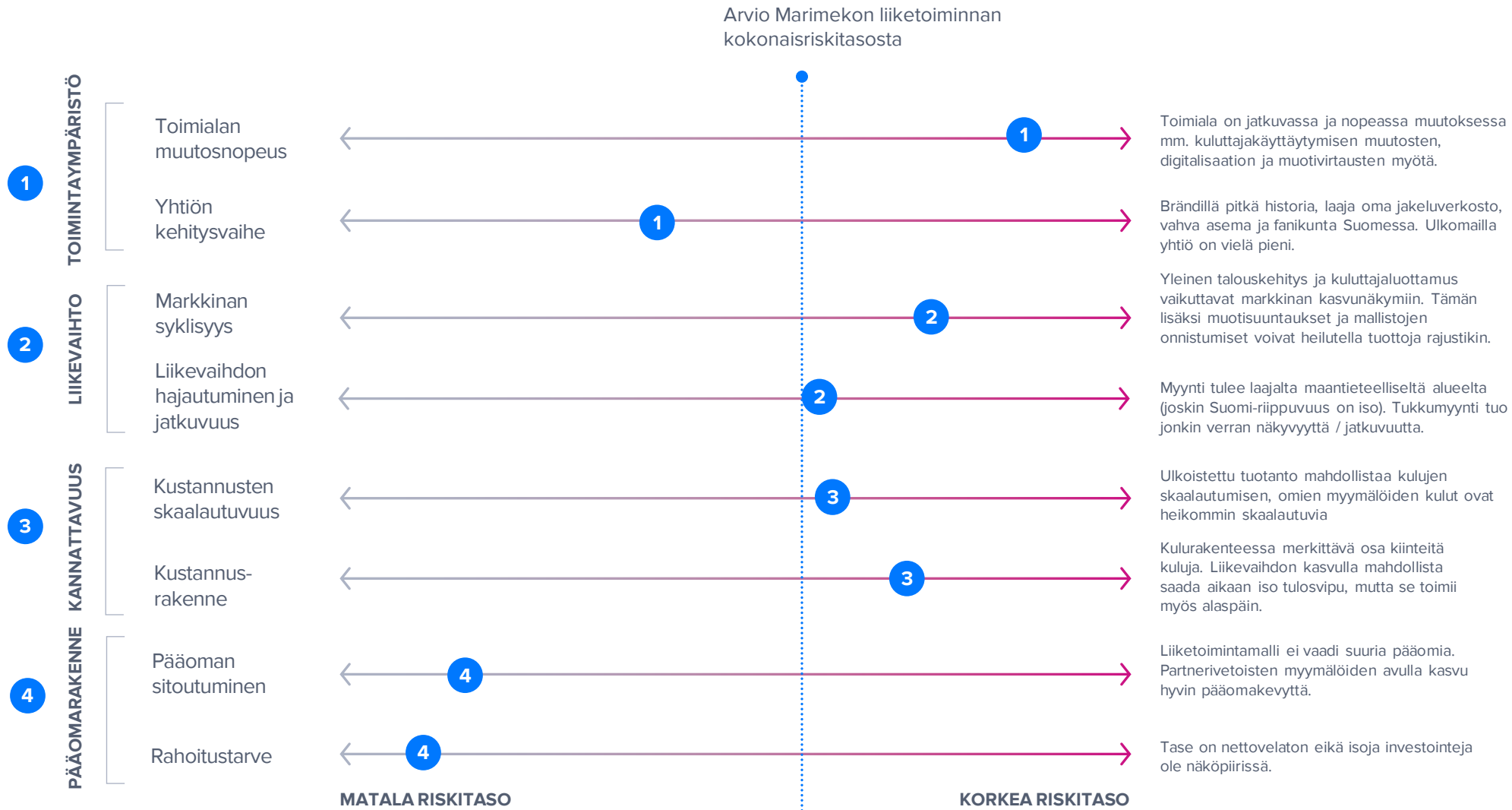
Suurimmat osakkeenomistajat

28.2.2024

Powerbank Ventures	12,5 %
Ilmarinen	4,9 %
Varma	4,8 %
Anna Ehrnrooth	4,1 %
Nordea Nordic Small Cap	2,5 %
Evli Suomi Pienyhtiöt	2,4 %
Elo	1,5 %
Talcom Oy	1,2 %
Etra Invest	1,2 %
Matti Alahuhta	1,1 %
Veritas	0,9 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintamallin riskiprofiili



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 asemaa, 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, joten 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. Yhtiön ohjeistuksen ovat myös pitäneet hyvin ja suoriutuminen on viime vuosina ollut vaikeammassa markkinassakin hyvää. Johdolla näyttääkin olevan kyky luotsata Marimekko jatkuvaan kasvuun markkinoiden haasteista huolimatta ja myös ennusteemme heijastelevat kasvun ja hyvän kannattavuustason jatkumista.

Kilpailu 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 kosiskelevien tuotteiden joukosta, 3) löytymään 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 välillä 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 erittäin hyvin, 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 kassavirtasuhte, pieni investointitarve

4.

Kansainvälisen kasvun jatkuminen, etenkin Aasiassa

5.

Muotimaailman trendit ja mallistojen onnistuminen voivat heiluttaa tulosta

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 ulkomailla 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 heikentyminen nykytasolta, kun markkina on vaikeampi ja yhtiö hakee voimakasta kasvua

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/3

Suomi on edelleen yhtiön tärkein markkina

Marimekko toimii erittäin kilpailuilla globaaleilla kuluttajatuotemarkkinoilla. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden aikana isoja kansainvälistymisponnistuksia erityisesti Aasian-Tyyntenmeren alueella ja pyrkinyt vähentämään Suomi-riippuvuuttaan. Suomi on kuitenkin edelleen Marimekon suurin ja tärkein markkina-alue (57 % liikevaihdosta) ja yhtiön näymät ovat siten riippuvaisia Suomen talouden, vähittäiskaupan, kuluttajaluottamuksen ja ostovoiman kehityksestä. Tätä korostaa iso omien kauppojen määrä Suomessa, joka aiheuttaa isompaa tulosvipua myynnin kehityksen mukana kuin tukkumyyntipainotteisessa kansainvälisessä myynnissä.

Suomen markkina kasvoi koronavuosina, sen jälkeen heikompaa

Marimekko on virallisesti tekstiili- ja vaatetusalan yritys, mutta yhtiön lifestyle-konseptin mukainen tuoteportfolio kattaa myös kodin sisustustuotteet. Tilastokeskuksen vähittäiskaupan liikevaihtolukuja tarkastelemalla saa kuvaa siitä minkälaisessa toimintaympäristössä Marimekko Suomessa toimii.

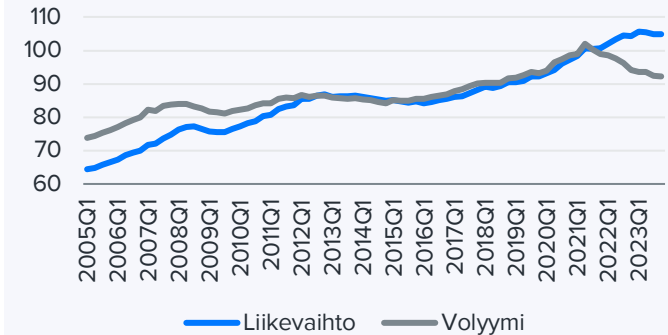
Tilastokeskus on muuttanut hiljattain vähittäiskaupan lukujen julkaisua, eikä julkaise enää vaatteiden ja jalkineiden kaupan myyntilukuja erikseen. Vanhoista luvuista voimme kuitenkin nähdä, että Suomen muotimarkkina oli vuodesta 2012 asti pienellä laskutrendillä ja vuoden 2020 keväällä alkanut koronapandemia iski voimakkaasti vaatekauppaan, jonka jälkeen markkina on toipunut. Luvuista näkee myös, että hintapaine alalla on kova, jonka vuoksi

myyntimäärät ja liikevaihto on kehittyneet samaa tahtia. Tämä tarkoittaa, että inflaatio ei ole tyypillisesti tukenut liikevaihdon kasvua. Viime vuosi lienee tässä poikkeus.

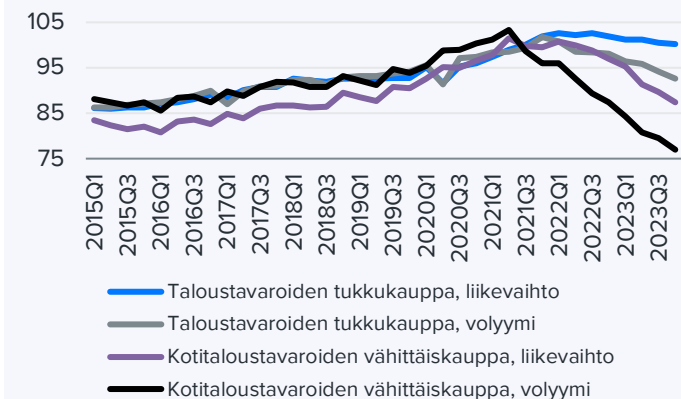
Marimekon tuoteportfolioon kuuluu myös kodintuotteita mm. kankaita, astioita, sisustus-, keittiö-, makuu- ja kylpyhuonetuotteita. Tämän markkinan kehitystä voidaan tarkastella Tilastokeskuksen julkaisemista ”taloustavaroiden tukkukauppa” ja ”muiden kotitaloustavaroiden vähittäiskauppa” luokista. Näiden markkinoiden kehitys on ollut selvästi nousutrendillä 2015-21, jota tuki 2020-21 koronan aiheuttama kohonnut kysyntä. Koronapandemian päättyminen ja heikompi kulutusympäristö on painanut etenkin volyymit 2022-23 laskuun (ks. kuva). Marimekon Suomen myynti oli 2009-17 melko tasaista, jonka jälkeen se on pystynyt kasvuun, etenkin korona-aikana, jota markkinakehityskin tuki. Huomioitavaa on, että Marimekon myynti Suomessa ei ole laskenut koronan jälkeen, markkinan laskusta huolimatta ja yhtiö odottaa myös tälle vuodelle tasaista Suomen liikevaihtoa.

Kodintuotteet nousivat pandemian aikana Marimekon suurimmaksi tuotelinjaksi ja olivat sitä edelleen vuonna 2023 (44 % liikevaihdosta), kun sen osuus vuonna 2019 oli 38 %. Marimekko hyötyi ihmisten sisustusinnostasta ja pystyi tällä lieventämään muotimarkkinan voimakasta kysynnän laskua. Tässä näkyi konkreettisesti Marimekon kokonaisvaltaisen lifestyle-portfolioin hyödyt liiketoiminnan kannalta, sillä laaja tuoteportfolio toimi tasapainottavana voimana.

Suomen vähittäiskaupan kehitys (2021 = 100)



Suomen markkinan kehitys (2021 = 100)



Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

Kuluttajaluottamus edelleen alhaalla, ostovoima jo toipumassa

2022-23 nähty korkea inflaatio ja korkojen nousu on aiheuttanut poikkeuksellisen kovaa painetta kuluttajien ostovoimaan. Tämä on näkynyt kuluttajien luottamuksen tippumisena, joskin reilun vuoden takaisista pohjaluvuista on hieman toivuttu. Inflaatio heikensi myös ostovoimaa, kun palkankorotukset jäivät inflaatiota alemmas. Tämä kehitys tosin kääntyi jo viime vuoden keväällä, mutta matala kuluttajaluottamus näyttää edelleen jarruttavan kuluttajien ostointoa. Kun kuluttajien ostovoima heikentyy, luonnollinen kohde kulutuksen vähentämiseen ovat harkinnanvaraiset ostokset, joihin Marimekon tuotteet sisältyvät. Kuvaajien tiedot ovat Suomesta, mutta kehitys on ollut samansuuntaista koko Euroopassa, josta tulee yhteensä noin 75 % Marimekon liikevaihdosta.

Aasian-Tyynenmeren alue on Marimekon tärkein kasvumarkkina

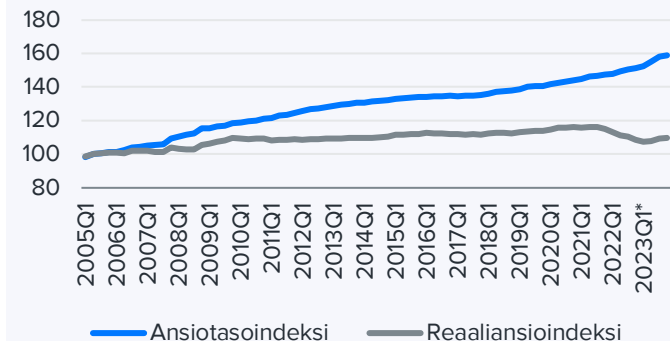
Marimekolla on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia. Yhtiön päämarkkinat ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue. Yhtiö keskittyy tällä hetkellä kasvuun kansainvälisillä markkinoilla ja sen tärkeimpänä alueena erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella, joka toi 20 % liikevaihdosta vuonna 2023. Marimekon näkökulmasta alueen suurin markkina on Japani, missä yhtiö on toiminut jo pitkään ja siellä on laaja Marimekko-myymlöiden verkosto. Japanin lisäksi yhtiö toimii tällä hetkellä Kiinassa, Taiwanissa, Etelä-Koreassa ja Thaimaassa sekä viime vuonna uusina markkinoina avautuneet Vietnam, Malesia ja

Singapore. Marimekon koko on Suomen ulkopuolella markkinoihin nähden erittäin pieni ja siksi emme käsittele muita markkinoita tarkemmin. Uskomme, että Marimekolla on mahdollisuus omilla toimillaan saada kasvua aikaan ulkomailla merkittävästikin markkinakasvusta poikkeavasti. Tämän vuoksi markkinakehityksen tarkastelu ei ole yhtä hyödyllistä kuin Suomessa, jossa yleinen kuluttajakysyntä heijastuu uskoaksemme selvemmin myös Marimekon lukuihin. Kuluttajien heikentynyt ostovoima koskettaa etenkin Eurooppaa, joten on Marimekon kannalta hyvä, että sillä on kohtuullinen osuus myynnistä ja kasvumarkkinoista Aasiassa ja hieman myös Pohjois-Amerikassa.

Kuluttajien luottamusindikaattori (Suomi)



Ansiotasokehitys Suomessa (2005 = 100)



Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

Marimekko ohitti verrokkit kannattavuudessa

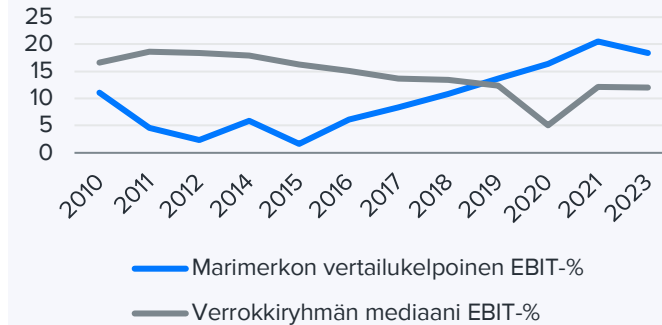
Marimekon kilpailijoiden määrittely on vaikeaa, sillä sen lifestyle-tuotekonsepti ja brändi-imago ovat jossain määrin uniikkeja, eikä täysin suoria kilpailijoita siten ole. Marimekko kokee toimivansa ”contemporary tai accessible luxury” -luokassa. Olemme kuitenkin verranneet yhtiön kannattavuutta laajempaan verrokkijoukkoon. Nämä yhtiöt eivät ole täysin vertailukelpoisia Marimekon kanssa esimerkiksi kokoluokan, brändiposition, tuotekategorioiden, maantieteen ja myyntikanavien erilaisuuden takia, mutta vertailu antaa yleiskuvaa alalla toimivien yhtiöiden erilaisista marginaalitasoista.

Marimekko oli pitkään kannattavuudessa selvästi kansainvälisistä muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän alapuolella (jonka liikevoittomarginaali oli 2010-16 keskimäärin 15-20 %), mutta vuosien 2016-2018 aikana tehdyt toimet nostivat yhtiön kannattavuuden pitkän heikon jakson jälkeen lähemmäs verrokkiryhmän tasoa. Marimekon viime vuoden 18 %:n liikevoittomarginaali on selvästi vertailuryhmän mediaanin yläpuolella, parhaimpien (luksusbrändien) yltäessä jopa 40 %-tasoihin. Yleisesti ottaen hieman huolestuttavana voi tosin pitää selkeää laskutrendiä verrokkien kannattavuudessa viimeisen reilun 10 vuoden aikana.

Myös historiallisesti vertailuryhmään nähden Marimekon viime vuosina saavuttama taso on keskimääräistä parempi. Kannattavuustasoa voi siis pitää hyvänä, emmekä näe Marimekolla olevan edellytyksiä pystyvän kestävästi selvästi yli 20 % marginaaliin, sillä Marimekko ei hintapisteeltään

ole kuitenkaan luksusta, joka yhdessä matalakatteisemmaksi arvioimamme tukkutoiminnan sekä kasvupanostusten kanssa rajaa marginaalipotentialiaa.

Marimekon ja verrokkiryhmän vertailukelpoinen liikevoitto-% 2010-2023



Lähde: Marimekko, Bloomberg (verrokkit)

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-Tyynenmeren alue.

Strategian painopisteet 2023-2027

Marimekko julkisti syyskuussa 2022 sen seuraavan strategiakauden eli vuosien 2023-27 strategian ja sen 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 ja Marimekon brändi sekä tuotteet ovat tällä hetkellä hyvässä kunnossa. Yhtiö pyrkii myös parantamaan mallistojen modulaarisuutta ja markkina- ja kanavakohtaisiin asiakastarpeisiin paremmin vastaavia tuotteita. Tehokkuuden ja räätälöinnin tasapainon löytäminen tässä suhteessa on ratkaisevaa kannattavan liiketoiminnan luomiseksi ja yhtiö sanookin olevansa jatkossakin tarkka ettei tuotevalikoima paisu liikaa.

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. Yhtiö tosin kasvoi vahvasti Pohjois-Amerikassa viime vuonna.

Vastuullisuus ja arvoketjun digitalisointi on nähdäksemme perusedellytyksiä kuluttajamarkkinalla pärjäämiselle, joten niiden sisältyminen strategiaan on perusteltua. Vastuullisuuden osalta uskomme Marimekon imagon ja aseman olevan varsin hyvä. Digitalisoinnin ja tehokkuuden kehittäminen on jatkuvaa työtä, jossa Marimekonkin pitää olla jatkuvasti aktiivinen. Tämä on kasvun ohella mielestämme asia, joka vaatii yhtiöltä eniten huomiota strategian pääpilareista.

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 1/2



Taloudelliset tavoitteet (päivitetty syyskuussa 2022)

Liikevaihdon vuosittainen kasvu 15 %

- Marimekko on ylittänyt uuden tavoitteen mukaiseen kasvuun vain vuonna 2021, kun kasvua tuli yli 20 %. Yhtiön viiden vuoden keskimääräinen kasvu on 9 % ja 15 vuoden 5 % vuodessa
- Ottaen huomioon Suomen osuuden liikevaihdosta (yli 55 %), kasvutavoite on erittäin haastava ja vaatisi ennennäkemätöntä kasvuvauhtia ulkomailla
- Uskomme Marimekon pystyvän 5-10 % vuotuisen kasvuun, tämän vuoden jäädessä haarukan alareunaan vaisun kuluttajakysynnän takia etenkin Suomessa

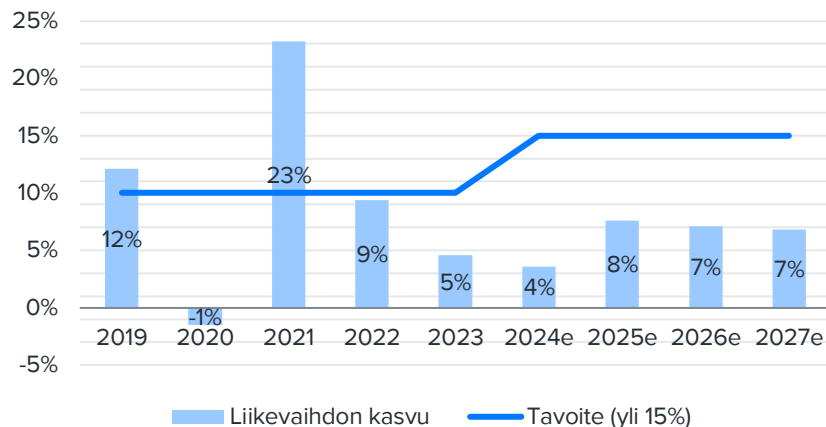
Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali 20 %

- Marimekon kannattavuus kohosi 2021 yli 20 %:n oli 2022-23 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
- 20 %:n marginaalin saavuttaminen kestävästi ei ole mielestämme helppoa, mutta tavoitteena hyvä

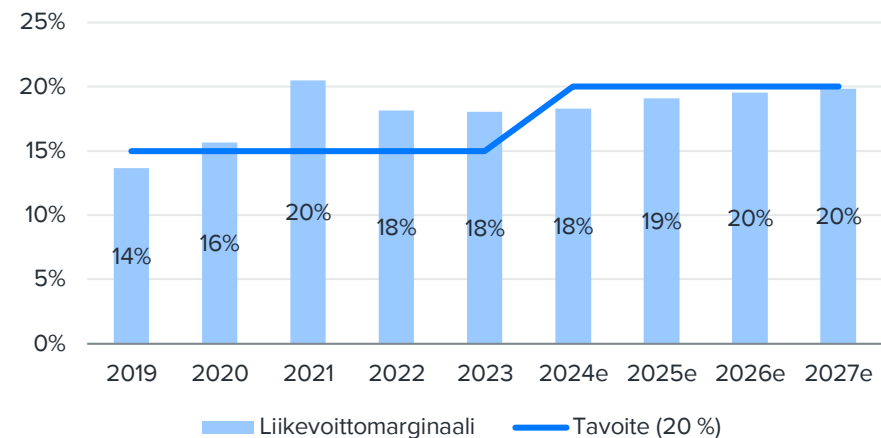
Nettovelka / käyttökate alle 2x

- 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

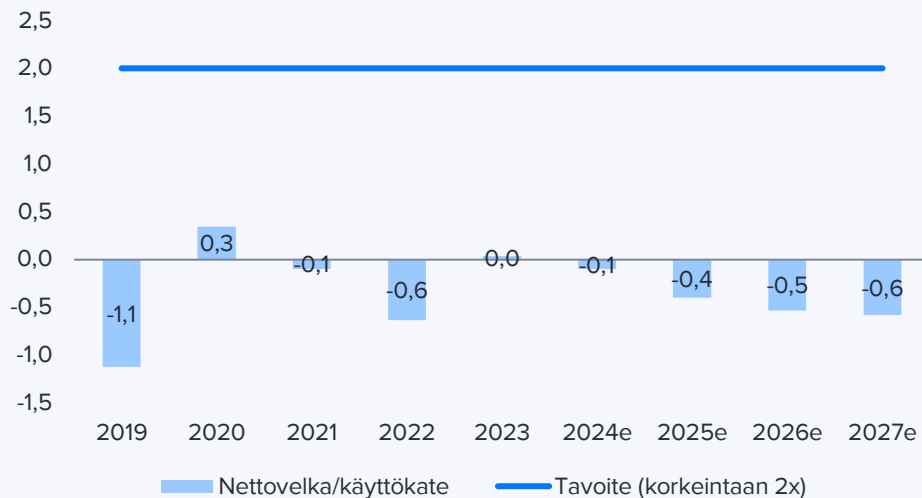


Taloudelliset tavoitteet 2/2

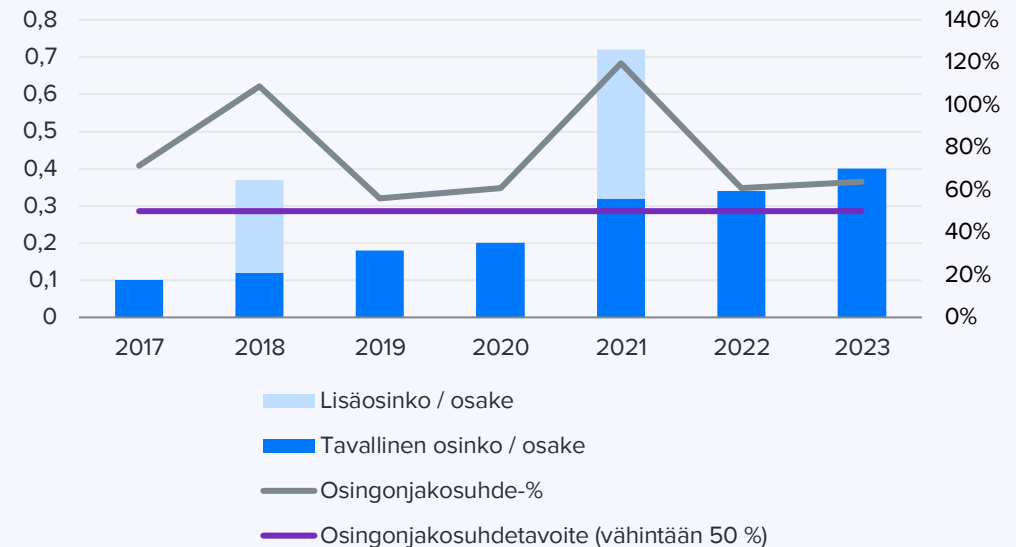
Tavoiteltu yli 50 %:n osingonjakosuhte on keskimäärin ylitetty selkeästi lisäosinkojen myötä

Marimekon taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu myös vähintään 50 % osingonjakosuhte. Käytännössä yhtiö on jakanut reilusti enemmän osinkoa ja esim. viimeisen 15 vuoden tuloksesta lähes 90 % on jaettu osinkoina. Tähän on vaikuttanut osingon jakaminen myös heikoilta tulosvuosilta sekä lisäosingot. Taseen ollessa vahva, uskomme korkean osingonjakosuhteen ja ajoittaisten lisäosinkojen jatkuvan myös tulevina vuosina.

Nettovelka/käyttökate



Osingonjakosuhte



Historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu keskimäärin 5 % vuodessa 2007-23, viime vuosina kovempaa kasvua

Marimekon liikevaihto vuonna 2023 oli 174 MEUR, 5 % edellisvuotta korkeampi. Mielestämme Marimekon liikevaihdon kehitystä on pidemmällä aikavälillä hyvä katsoa esim. lhamuotilan kauden alusta (ja ennen finanssikriisiä) eli 2007 alkaen. 2007-2023 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ollut ~5 %. Kasvua ovat ajaneet yhtiön kansainvälinen laajentumisstrategia ja myymäläverkon kasvattaminen, mutta viime vuosina myös Suomen liiketoiminta, myymäläkohtainen myynti ja verkkokauppa ovat kehittyneet erittäin hyvin. Jos asetamme tarkastelujakson lyhyemmäksi, esim. nykyisen toimitusjohtajan kaudelle 2015-23, keskimääräinen kasvu on 8 %. Tällä kaudella korostuu Suomen vahva kasvu kansainvälisen kasvun rinnalla.

Viimeisen 20 vuoden aikana Marimekon myynti on supistunut kahtena vuonna: 2009 11 % ja 2020 1 %. Selkeästi paras kasvuvuosi on 2021 jolloin kasvua tuli 23 %, tyypillisen vuoden ollessa yksinumeroista kasvua. Kaiken kaikkiaan voi sanoa yhtiön olevan selvällä pitkän ajan kasvutrendillä.

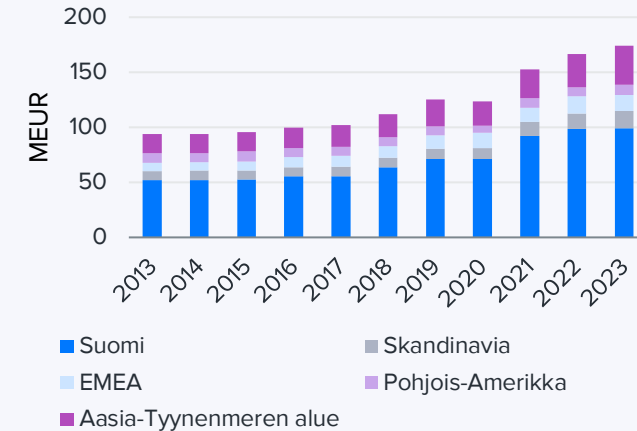
Liikevoitto ja marginaali hyvällä tasolla

Marimekon 2021-23 saavuttama yli 30 MEUR:n liikevoittotaso ja 18-21 % liikevoittomarginaali ovat molemmat huipputasoja yhtiön historiaan nähden. Jos katsomme samaa 2007-2023 jaksoa kuin liikevaihdon suhteen, keskimääräinen marginaali oli noin 10 %. Jaksoon mahtuu

kuitenkin myös erittäin heikkoja vuosia, kannattavuuden ollessa lähelle nollaa 2012-13 ja vielä 2015. Tämän jälkeen yhtiö kävi läpi uudelleenjärjestelyjä, yt-neuvotteluja ja kustannussäästöjä, joiden avulla tuloksessa nähtiin vakuuttava parannus. Kustannustehokkuuden parantuminen näkyy hyvin selvästi esim. siinä, että henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon on viime vuosina ollut noin 19 %, kun korkeimmillaan se oli lähes 30 %. Vastaava kehitys on näkynyt myös muissa liiketoiminnan kuluissa. Tämä on luonnollisesti johtanut huomattavaan suhteellisen kannattavuuden parantumiseen. Operatiivisen tehostamisen lisäksi yhtiö on saanut uudistettua brändiään ja mallistojaan asiakkaita puhuttelevampaan suuntaan, mikä on auttanut yhtiötä kasvattamaan myyntiä etenkin normaalihintaisissa tuotteissa.

Marimekko pystyi jo huomattavasti pienempänä yhtiönä 2004-2006 15-20 % liikevoittomarginaaliin, joten nykyinen taso ei siinä mielessä ole poikkeuksellinen yhtiölle, vaikka välissä olikin pitkä heikomman kannattavuuden jakso. Yhtiö on tulostason parantuessa nostanut omaa liikevoittomarginaalitavoitettaan ensin 2018 10 %:sta 15 %:iin ja 2022 edelleen 20 %:iin, jota jo pari sivua sitten kommentoimme.

Liikevaihdon kehitys



Liikevoiton kehitys



Taloudellinen tilanne

Marimekon tase on vahvassa kunnossa

Marimekon tase on erittäin hyvässä kunnossa. Vahva tase tarjoaa selkänöjää mahdollisten vaikeiden aikojen keskellä, turvaa vakaan osingonmaksun ja mahdollistaa tarvittavat investoinnit tulevaisuuteen. Isompia investointitarpeita emme tosin näe lähivuosina, joten vahva tase johtanee isojen osinkojen jatkumiseen.

Vuoden 2023 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 54 % ja nettovelka hitusen nollan alapuolella jopa vuokratasuuvelat huomioiden. Marimekon tase on aina ollut vahva, mutta se vahvistui merkittävästi vuonna 2018 pääkonttorista saadun myyntivoiton ja sen jälkeisen vahvan tuloskehityksen ansiosta. Toisaalta vuonna 2019 voimaan tullut IFRS 16-standardi lisäsi vuokrasopimukset taseeseen ja nosti merkittävästi Marimekon taseessa näkyvää velkaa. Marimekko on vuokralle sekä Herttoniemen kiinteistössä (pääkonttori & paino) että omissa myymälöissään. Tästä teknisestä velan lisäyksestä huolimatta, taseen tunnusluvut ovat tällä hetkellä vahvat.

Koska yhtiöllä ei käytännössä ole korollisia velkoja, sen rahoituskulut ovat hyvin pienet ja muodostuvat lähinnä IFRS 16-kirjauksista sekä valuuttakurssimuutosten aiheuttamista eristä.

Taseessa ei näy yhtiön arvokkainta omaisuuserää - Marimekko-brändiä

Marimekon taseen loppusumma oli 2023 lopussa 123 MEUR. Suurimpia eriä taseessa on aineelliset hyödykkeet (35 MEUR), mikä muodostuu pääosin IFRS16-standardin takia kirjatuista vuokralle otetuista käyttöomaisuushyödykkeistä ja

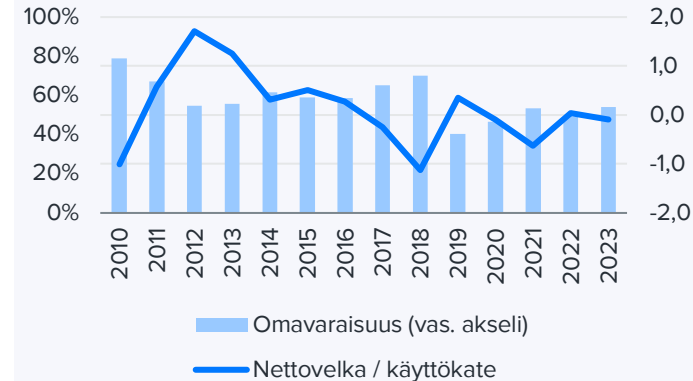
omistetusta käyttöomaisuudesta, joka sisältää pääosin koneita ja kalustoa.

Muut merkittävät taseen varallisuuserät koostuivat rahavaroista (37 MEUR), vaihto-omaisuudesta (29 MEUR) sekä myyntisaamisista ja muista saamisista (20 MEUR). Nämä kolme viimeksi mainittua erää muodostivat yli 2/3 Marimekon taseesta. Sen lisäksi, että yhtiöllä on erittäin vahva tase, on siellä hyvin likvidiä tavaraa ja vähän potentiaalisesti epäkurantteja omaisuuseriä, joita yhtiö voisi joutua syystä tai toisesta tulevaisuudessa alaskirjaamaan. Tämä on positiivinen asia ja luo turvallisuutta sijoittajille.

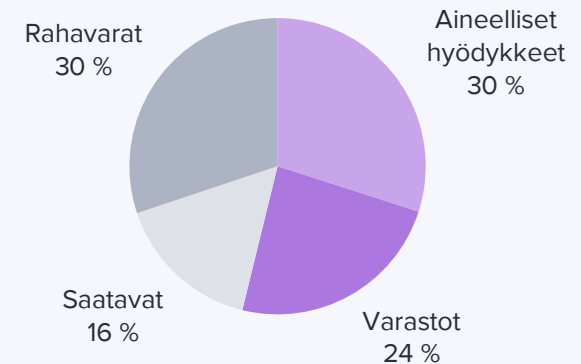
Marimekon taseesta on hyvä huomata, ettei yhtiöllä ole lainkaan liikearvoa ja vain hyvin pieni määrä aineettomia hyödykkeitä (alle 1 MEUR). Meidän mielestämme Marimekko-brändi on yhtiön arvokkain omaisuuserä, mutta siitä ei näy taseessa jälkeäkään. Tämä johtuu siitä, että Marimekko-brändi on yhtiön itsensä alusta asti kehittämä, eikä vuosikymmenien aikana kehitettyä brändiarvoa näy taseessa (toisin kuin esim. yrityskaupan yhteydessä hankittujen brändien arvoja).

Velkojen puolella Marimekon taseessa on lähinnä omaa pääomaa, vuokrasopimusvelkoja sekä ostovelkoja. Tase on siis rakenteeltaan kaikkiaan erittäin vahvassa iskussa.

Omavaraisuusaste ja nettovelka / käyttökatte



Marimekon taseen varat, 2023



Ennusteet 1/2

Odotamme kasvun jatkuvan

Mallinamme Marimekkoa sen maantieteellisten segmenttien liikevaihdon sekä yhtiötason bruttokatteen, kulujen ja siten liikevoiton kehityksen kautta. Yleisesti ottaen uskomme Marimekon pystyvän jatkamaan pitkäaikaista kasvutrendiään, jatkossa viime vuosia selvemmin kansainvälisen myynnin vetämänä. Liikevoiton suhteen uskomme 2021 ennätysmarginaalin jäävän huipputasoksi ainakin toistaiseksi ja liikevoittomarginaalin asettuvan hieman yhtiön oman 20 % tavoitteen alle, mutta edelleen hyvälle tasolle yhtiön historiaan ja verrokkeihin nähden.

2024 pientä liikevaihdon ja tuloksen kasvua

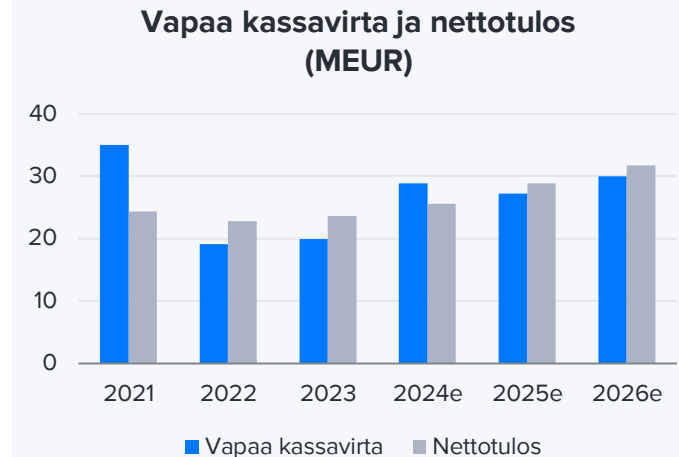
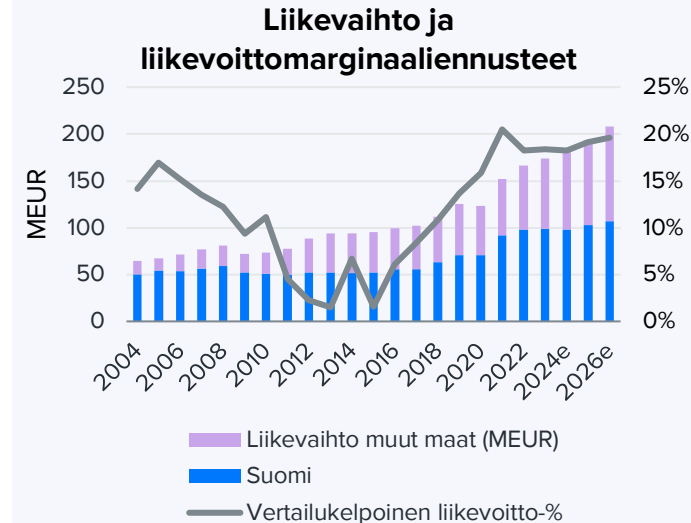
Marimekko ohjeistaa vuoden 2024 liikevaihdon kasvavan ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin olevan 16-19 % - tämä on sama ohjeistus, joka yhtiöllä oli myös läpi vuoden 2023. Lisäksi yhtiö kommentoi odottavansa Suomen liikevaihdon olevan viime vuoden tasoa. Me ennustamme liikevaihdolle 4 % kasvua, jota ajaa etenkin Aasian ja Pohjois-Amerikan kasvu. Suomen liikevaihdon odotamme olevan yhtiön arvion mukaisesti vertailukauden tasoa. Emme odota merkittäviä muutoksia kulurakenteeseen, mutta suhteellisen hidasta kasvu ja toisaalta kasvustrategian vaatimat panostukset syövät liikevaihdon kasvun positiivisen vipuvaikutuksen ja näin ollen marginaaliennusteemme on käytännössä viime vuoden tasoa (18,3 % vs. 18,4 % vuonna 2023). Absoluuttinen liikevoitto kuitenkin paranee hieman 33 MEUR:oon (2023: 32 MEUR). Tämä on yhtiölle historiallisesti katsoen erinomainen taso, sillä se ylitti 15 MEUR-tason ensimmäistä kertaa 2019.

Liikevoiton alapuoliset tulosrivit (verot ja rahoituskulut) ovat Marimekolla varsin suoraviivaisia. Odotamme rahoituskulujen laskevan hieman valuuttakurssitappioiden painettua vertailukauden luvun hieman normaalia heikommaksi. Näin ollen myös osakekohtainen tulos kasvaa hieman ja on ennusteessamme 0,63 euroa. Ennustamme käyttöpääoman laskevan vuonna 2024 korkean saatavien laskiessa hieman, joka tukee vahvaa kassavirtaa. Investointiennusteemme sisältävät myös vuokrasopimusten uusimiset, mutta varsinaiset investoinnit pysyvät arviomme mukaan pieninä. Tämä tukee vapaan kassavirran parantumista lähes 30 MEUR:n tasolle.

2025-26 hieman ripeämpää kasvua

Vuodelle 2025 ennustamme kiihtyvää liikevaihdon kasvua yleisen taloustilanteen parantuessa. 8 %:n kasvuennusteemme jää kuitenkin yhä selvästi yhtiön 15 %:n vuosikasvutavoitteesta. Uskomme Aasian kasvun edelleen johtavan kasvua, mutta myös Suomen kasvun piristyvän. 2026 kasvuennusteemme on 7 %, joka sisältää Suomen 4 %:n kasvun ja kansainvälisen myynnin 10 %:n kasvun.

Ennustamme marginaalitason paranevan hieman vuonna 2025 yli 19 %:n ja siten liikevoiton kasvavan noin 37 MEUR:oon 2025 ja 41 MEUR:oon 2026. Osakekohtaisena tuloksena tämä tarkoittaa 0,7-0,8 euroa 2025-26. Arvioimme investointien ja käyttöpääoman vaihtelun pysyvän pieninä ja vapaan kassavirran olevan lähellä 30 MEUR eli samaa tasoa kuin nettotulos.



Ennusteet 2/2

Pitkän aikavälin ennusteet

Tarkempien ennustevuosiemme jälkeen arvioimme myynnin kasvun vuosina 2027-2032 olevan noin 7 % vuodessa. Terminaalikasvuennusteemme on 2,5 %. Liikevoittoprosentin arvioimme laskevan vuoden 2027 20 %:sta pitkän aikavälin arvioomme 17,5 %. Koska Marimekon kasvustrategia pohjautuu lähinnä kansainväliseen kasvuun kumppaneiden avulla, emme odota investointien nousevan merkittävästi jatkossakaan. Kasvu tosin nostaa käsityksemme mukaan saatavien määrää suhteessa liikevaihtoon ja siten käyttöpääomaa sitoutuu lisää suhteessa liikevaihtoon yhtiön kasvaessa. Tämä johtuu ulkomaan tukkutoimintojen pidemmistä maksuajoista. Vapaa kassavirta kasvaa kuitenkin ennusteissamme tasaisesti tuloksen kasvun mukana.

Pääoman tuotot ovat korkeita

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 iso, ja ennusteissamme kasvava kassa. Tasetta optimoimalla (esim. ylimääräisillä osingoilla) oman pääoman tuotto muodostuisi vielä korkeammaksi. Yhtiön kasvu ei myöskään vaadi merkittävästi pääomia, lähinnä myynnin mukana kasvavaa käyttöpääomaa, joten tuotto uudelleen investoidulle pääomalle on sekini korkea, joskin sijoitettu uusi pääoma on pientä.

Yhtiö jakanee lähes kaikki voittonsa osinkoina, tase mahdollistaa myös lisäosingot

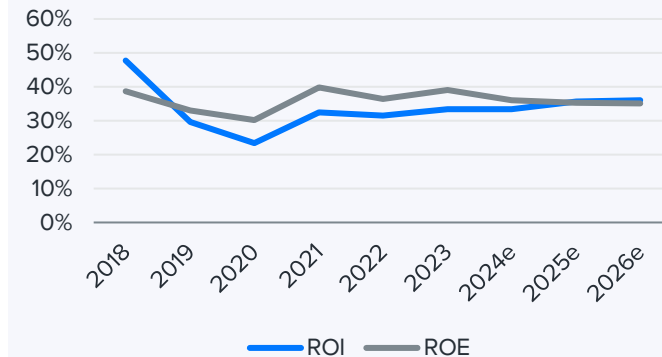
Kuten aiemmin totesimme, yhtiön tavoitteena on jakaa yli 50 % tuloksesta osinkoina, mutta käytännössä se on historiallisesti jakanut lähes koko tuloksensa osinkoina. Koska emme näe yhtiöllä isoja investointitarpeita tai yritysostohaluja, eikä se ole myöskään tehnyt merkittäviä omien osakkeiden ostoja, uskomme yhtiön luoman kassavirran päätyvän jatkossakin osinkoina omistajille. Käytännössä uskomme vuosittaisen normaalin osingonjaon olevan 70-90 % tuloksesta ja sen päälle tulevan lisäosinkoja, jos/kun rahaa alkaa kertyä kassaan turhan paljon. Vuodelta 2023 yhtiö ehdottaa 0,37 euron osinkoa, jonka uskomme kasvavan 0,45 euroon vuodelta 2024, 0,6 euroon vuodelta 2025.

Näilläkin ennusteilla yhtiö kerryttää kassaa eli lisäosinko jossain vaiheessa näiden lisäksi on mielestämme mahdollinen, ja jopa todennäköinen, jos kassavirtaennusteemme pitävät. Toisaalta osinkoennusteemme ovat normaaliksi osingoksi melko aggressiivisesti kasvavia, joten mikäli lisäosinkoa lähivuosina jaetaan, voi tavallisen osingon määrä jäädä ennusteistamme. Sijoittajan kannalta toki oleellista on miten yhtiö pääomia allokoii ja kuinka paljon rahaa kokonaisuudessaan sijoittajille palautuu. Tässä suhteessa uskomme vahvasti käytännössä kaiken kassavirran päätyvän osinkoina omistajille enemmän tai myöhemmin, eikä sen ajoitukselle tai muodolla ole lopulta oleellista merkitystä.

Osakohtainen tulos ja osinko, EUR



Pääoman tuotot ovat korkeita



Arvonmääritys 1/3

Tuotto-/riskisuhde varovaisen positiivinen

Pieni tuloskasvu yhdessä terveeseen osinkotuoton kanssa tarjoavat kohtuullisen hyvän tuotto-odotuksen. Nykyisellä kurssitasolla näemme tuloskasvusta ja osinkotuotosta muodostuvan kokonaistuotto-odotuksen olevan noin 10 % p.a. kun huomioidaan myös pieni kertoiminen lasku.

Selkeänä riskinä näemme heikentyneen kuluttajaluottamuksen/-kysynnän vaikuttavan Marimekkoon ennusteitamme enemmän. Vuosien 2022-23 suoritus ja yhtiön näymät 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. Arvioimamme käyvän arvon haarukka Marimekon osakkeelle on 11-13 euroa perustuen mm. jatkossa läpikäytäviin absoluuttisiin arvostuskertoimiin, tuotto-odotukseen ja DCF-malliin.

Vahva kassavirta ja pääoman tuotto tukevat arvoa

Marimekon arvostusta voi haarukoida arvioimamme lähivuosien 25-30 MEUR:n nettutuloksen/vapaan kassavirran kautta. Tämä kassavirta päätty todennäköisesti pidemmällä aikavälillä osakkeenomistajille osinkoina, sillä emme näe yhtiön tekevän yritysostoja tai isompia investointeja pidemmälläkään aikavälillä. Nykyinen kassavirran taso tarjoaa noin 6 %:n kassavirta/osinkotuoton, joka yhdistettynä liikevaihdon kasvun vetämään 5-10 % tuloskasvuun tukisi kaksinumeroista tuottoa, jos arvostustaso pysyisi ennallaan.

Ennusteillamme Marimekon oman pääoman tuotto pysyy erittäin hyvällä 30-40 %:n tasolla lähivuosina, jossa se on ollut viimeiset viisi vuotta. Tämä kuitenkin vaatii, että brändi säilyttää sen viime vuosien hyvän kilpailukyvyyn ja vetovoiman. Mikäli brändin vahvuus pääsisi rapautumaan, yhtiön kannattavuus ja pääoman tuotot laskisivat arviomme mukaan nopeasti. Tämä on vaihtelulle alttiilla muoti/designalalla pysyvä riski.

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 16-18x ja EV/EBIT-luvun osalta 12-13x, jotka heijastelevat yhtiön kohtuullista kasvunäkymää ja hyvää pääoman tuottoa.

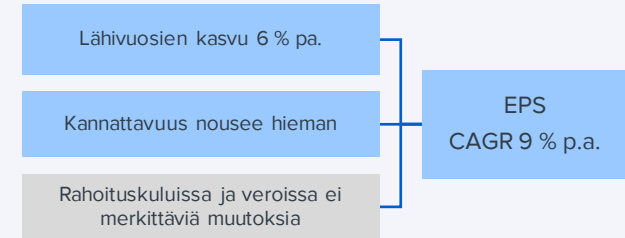
Positiivinen ja negatiivinen skenaario

Marimekon arvostusta voi miettiä myös parin skenaarion kautta. Positiivinen skenaario olisi mielestämme, että yhtiö pystyisi kasvamaan 20 % vuoteen 2025 mennessä vs. 2023 ja liikevoittomarginaali ylttäisi 20 %:n tasolle (eli Marimekon tavoitteen tasolle). Tässä skenaariossa vuoden 2025 EBIT olisi noin 42 MEUR. Jos kasvu olisi odotuksiamme parempaa, voisi 2024 EV/EBIT-kertoimeksi hyväksyä esim. 13x, jolloin tämän skenaarion käyväksi arvoksi tulisi noin 14 euroa / osake.

Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

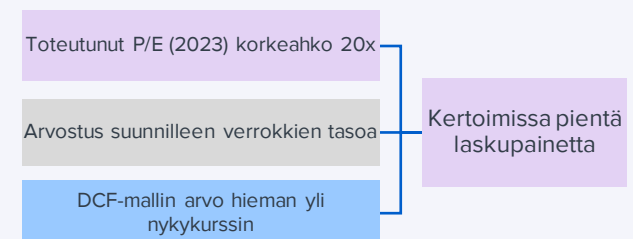
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus
~10 % p.a.

Arvonmääritys 2/3

Negatiivisena skenaariona laskemme liikevaihdon kasvun pysähtyvän vuonna 2024 ja liikevoittomarginaalin laskevan 15 %:iin. Tämä tuottaa skenaarion 2024 liikevoitoksi noin 26 MEUR. Heikentynyt kasvu aiheuttaa hyväksytynt arvostuksen laskua, jolloin voisimme käyttää esim. EV/EBIT-kerrointa 10x. Tämä johtaa skenaarion käyväksi arvoksi noin 7 euroa / osake. Skenaariotarkastelusta huomaa, että Marimekon suoriutumisen ja odotukset ovat lähempänä positiivista skenaariota kuin negatiivista, joskaan tarkastelun ei ole tarkoituskaan olla symmetrinen

Arvostus verrokkeihin nähden neutraaliho

Marimekolle 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.

Käytämme verrokkiryhmänä kansainvälisiä pörssilistattuja muotitaloja, joista osa tekee naisten ja osa miesten vaatteita, osa laukkuja, aurinkolaseja, huiveja tai kenkiä, hajuvesiä tai sisustustuotteita. Jotkut tekevät jopa kaikkea edellä mainituista ja paljon muutakin (esim. kelloja, alkoholituotteita yms.). Vaikka verrokkiyhtiöt eivät ole kaikilta ominaisuuksiltaan identtisiä, niistä saa hyvän kuvan minkälaista kannattavuutta alan muut toimijat pystyvät tekemään ja minkälaisia arvostuskertoimia markkinat niille hyväksyvät. Verrokkiryhmä löytyy sivulta 31. Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulos pohjaisille kertoimille (P/E ja EV/EBIT).

Historiallisesti verrokkiryhmän arvostustaso on pysynyt kohtuullisen vakaana ja P/E-kerroin on ollut ~20-25x (matalampien korkojen aikana). Verrokkiryhmän P/E-kerroin on tällä hetkellä 18x vuodelle 2024 ja 16x vuodelle 2025. Verrokkien kertoimet laskivat syksyn 2023 aikana, mutta ovat vuodenvaihteen tienoilta olleet melko tasaisia. Mielestämme Marimekkoa voisi hinnoitella suunnilleen linjassa sen verrokkiryhmän kanssa tai hieman sen alle. Ryhmä on kuitenkin melko hajanainen eikä suoraan Marimekkoon rinnastettavaa liiketoimintaa, joka rajoittaa kertoimien suoraa vertailukelpoisuutta.

Marimekon iso myynnin osuus Suomessa, jossa kuluttajakäynnän näkymät ovat nyt heikot ja kasvupotentiaali rajallinen, 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 18x ja ensi vuonna noin 16x eli käytännössä verrokkien tasolla. EV/EBIT-kertoimen osalta verrokkiryhmän mediaani on 15x tälle vuodelle ja 13x ensi vuodelle. Marimekon kertoimet ovat 5-10 % verrokkien alapuolella. Pidämme Marimekon nettokassan huomioivan EV/EBIT-luvun olevan hieman parempi arvostusmittari yhtiölle, vaikka emme odota sen velkaantuvan jatkossakaan. Toisaalta yhtiöiden mahdolliset erot vuokravastuissa häiritsevät EV-kertoimia. Näemme arvostuksen verrokkeihin nähden kokonaisuudessaan suhteellisen neutraalina.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	472	472	472
Yritysarvo (EV)	455	447	442
P/E (oik.)	18,4	16,4	14,9
P/E	18,4	16,4	14,9
P/B	6,2	5,4	5,0
P/S	2,6	2,4	2,3
EV/Liikevaihto	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA (oik.)	10,8	9,6	8,8
EV/EBIT (oik.)	13,8	12,0	10,8
Osinko/tulos (%)	71 %	85 %	85 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	5,2 %	5,7 %

Lähde: Inderes

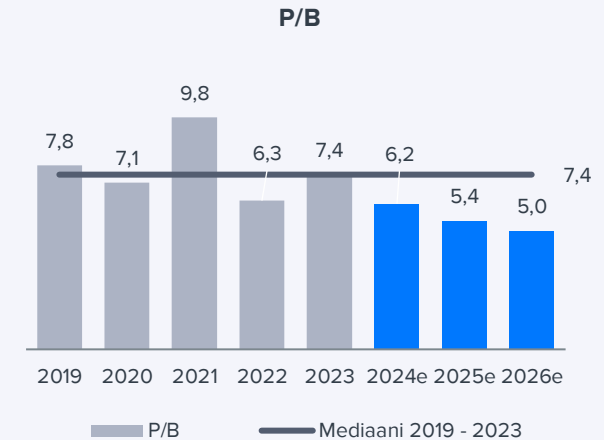
Arvonmääritys 3/3

DCF-malli tukee tavoitehintamme

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Marimekon kasvu jatkuu lähivuodet 5-10 %:n tasolla (tämä vuosi tosin hieman alle 5 %) ja hidastuu terminaali-jaksolle 2,5 %:iin vuodessa.

Kannattavuuden osalta ennustamme marginaalin käyvän 20 %:ssa 2027 ja laskevan asteittain sen jälkeen 17,5 %:n tasolle, joka on oletuksemme terminaali-jaksolla. Tämä tarkoittaa käytännössä, että Marimekko pystyy säilyttämään kilpailuetunsa ja hyvän pääoman tuottonsa hyvin pitkälle tulevaisuuteen. Huomautamme, että terminaalikannattavuusoletus on yhtiön historiaan nähden varsin korkea.

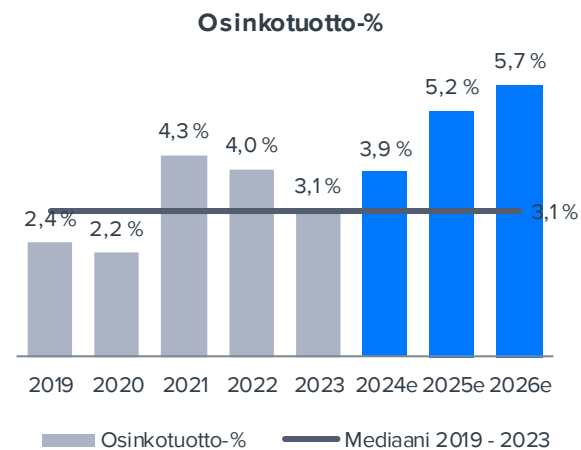
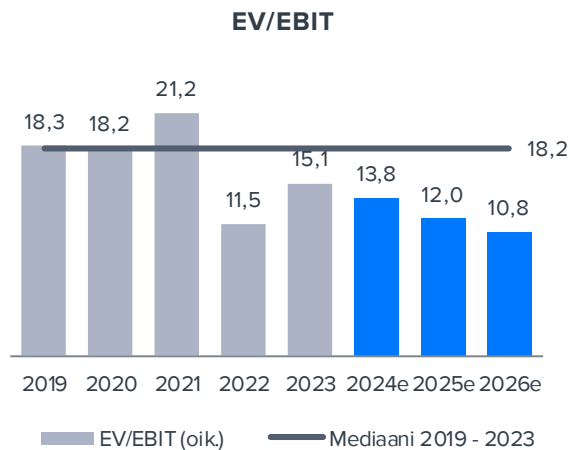
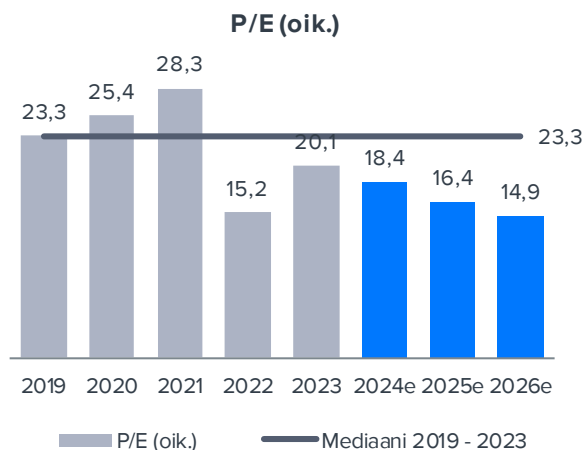
Marimekon tuottovaatimuksena (WACC) käytämme 8,7 %. Siten DCF-mallin mukainen arvo Marimekolle on noin 13 euroa per osake ja on melko hyvin linjassa tavoitehintamme kanssa. Terminaali-jakson painoarvo on vajaat 60 %. Tarkempi DCF-malli löytyy sivulta 34.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,48	9,11	16,9	8,60	12,0	11,6	11,6	11,6	11,6
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	304	370	689	350	487	472	472	472	472
Yritysarvo (EV)	314	367	661	351	483	455	447	442	437
P/E (oik.)	23,3	25,4	28,3	15,2	20,1	18,4	16,4	14,9	13,6
P/E	23,3	26,9	28,3	15,3	20,6	18,4	16,4	14,9	13,6
P/B	7,8	7,1	9,8	6,3	7,4	6,2	5,4	5,0	4,6
P/S	2,4	3,0	4,5	2,1	2,8	2,6	2,4	2,3	2,1
EV/Liikevaihto	2,5	3,0	4,3	2,1	2,8	2,5	2,3	2,1	2,0
EV/EBITDA (oik.)	10,6	11,5	15,3	8,8	11,9	10,8	9,6	8,8	8,1
EV/EBIT (oik.)	18,3	18,2	21,2	11,5	15,1	13,8	12,0	10,8	9,9
Osinko/tulos (%)	56,2 %	59,0 %	120,2 %	60,6 %	63,6 %	71,5 %	84,7 %	85,0 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,2 %	4,3 %	4,0 %	3,1 %	3,9 %	5,2 %	5,7 %	6,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
PVH Corp	7408	9162	10,8	10,1	8,1	7,7	1,1	1,1	12,8	11,2	0,1	0,1	1,7
VF Corp	5065	9891	15,4	12,8	10,8	9,5	1,0	1,0	13,0	10,4	5,5	2,6	2,4
LVMH	415461	443823	18,7	17,1	14,8	13,6	4,9	4,6	25,7	23,3	1,7	1,9	5,9
Prada	17708	19622	16,8	15,1	10,4	9,6	3,8	3,6	23,6	21,1	2,3	2,6	4,1
H & M	21726	26252	15,2	13,7	7,2	6,8	1,3	1,2	18,0	16,0	4,6	5,0	4,9
Hugo Boss	3661	4631	9,8	8,1	5,5	4,8	1,0	1,0	12,0	9,7	3,1	4,2	2,4
Hermes International	251888	243137	39,1	34,8	34,8	31,2	16,1	14,5	54,1	48,4	0,7	0,8	14,3
Guess?	1519	1806	7,9	7,8	6,3	6,2	0,7	0,6	11,3	10,8	3,8	3,9	3,1
Salvatore Ferragamo	1874	2958	42,4	30,5	11,8	10,4	2,6	2,4	61,3	36,6	1,1	1,6	2,4
Ralph Lauren	11091	10630	14,1	12,4	10,9	9,8	1,7	1,7	18,3	16,7	1,7	1,7	4,8
Inditex	144083	138250	20,4	18,6	14,1	13,0	3,8	3,6	26,9	24,5	3,2	3,6	7,9
Burberry	4945	5984	11,9	11,5	6,8	6,6	1,7	1,7	15,0	14,5	4,2	4,3	3,4
Kering	44191	58088	13,5	11,9	9,8	8,7	3,0	2,8	16,5	14,4	3,5	3,9	2,7
Marimekko (Inderes)	472	455	13,8	12,0	10,8	9,6	2,5	2,3	18,4	16,4	3,9	5,2	6,2
Keskiarvo			18,1	15,7	11,6	10,6	3,3	3,0	23,7	19,8	2,7	2,8	4,6
Mediaani			15,2	12,8	10,4	9,5	1,7	1,7	18,0	16,0	3,1	2,6	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-9 %	-6 %	4 %	1 %	45 %	36 %	2 %	2 %	26 %	97 %	85 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	167	35,3	40,4	47,9	50,6	174	35,7	43,5	47,8	53,4	180	194	208	222
Suomi	98,2	18,0	22,2	28,2	30,5	98,9	17,5	23,5	26,5	30,5	98	103	107	110
Skandinavia	14,0	3,5	3,0	4,3	4,8	15,6	3,7	3,7	4,4	5,1	16,9	17,7	18,6	19,6
EMEA	16,0	3,8	3,8	3,6	3,5	14,6	3,6	3,7	3,7	4,2	15,2	16,0	16,8	17,6
Pohjois-Amerikka	8,0	1,6	2,6	2,5	2,8	9,6	1,9	2,9	3,0	3,1	10,9	12,0	13,2	14,5
Aasian-Tyynenmeren alue	30,3	8,4	8,8	9,2	9,0	35,4	9,0	9,7	10,2	10,5	39,4	45,3	52,1	59,9
Käyttökate	39,9	6,1	8,8	15,2	10,5	40,6	5,2	10,0	14,5	12,5	42,2	46,6	50,3	53,9
Poistot ja arvonalennukset	-9,7	-2,3	-2,2	-2,3	-2,4	-9,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-9,2	-9,3	-9,4	-9,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,4	3,8	6,8	13,1	8,3	32,0	2,9	7,7	12,2	10,2	33,0	37,2	40,9	44,3
Liikevoitto	30,2	3,8	6,6	12,9	8,1	31,4	2,9	7,7	12,2	10,2	33,0	37,2	40,9	44,3
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,2	-1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-0,6
Tulos ennen veroja	29,2	3,0	6,0	12,9	7,9	29,7	2,7	7,5	12,0	10,0	32,0	36,2	39,9	43,8
Verot	-6,4	-0,5	-1,3	-2,5	-1,7	-6,1	-0,5	-1,5	-2,4	-2,0	-6,4	-7,4	-8,2	-9,0
Nettotulos	22,8	2,5	4,7	10,3	6,2	23,6	2,1	6,0	9,6	8,0	25,6	28,8	31,7	34,8
EPS (oikaistu)	0,56	0,06	0,12	0,26	0,16	0,60	0,05	0,15	0,24	0,20	0,63	0,71	0,78	0,86
EPS (raportoitu)	0,56	0,06	0,12	0,25	0,15	0,58	0,05	0,15	0,24	0,20	0,63	0,71	0,78	0,86
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	-2,2 %	6,3 %	8,6 %	4,6 %	4,6 %	1,3 %	7,7 %	-0,2 %	5,5 %	3,6 %	7,6 %	7,1 %	6,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-2,6 %	-42,7 %	19,3 %	18,0 %	19,3 %	5,3 %	-23,7 %	13,2 %	-6,9 %	22,9 %	3,1 %	12,8 %	9,8 %	8,5 %
Käyttökate-%	24,0 %	17,3 %	21,8 %	31,7 %	20,8 %	23,3 %	14,6 %	23,0 %	30,3 %	23,4 %	23,4 %	24,0 %	24,2 %	24,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,2 %	10,8 %	16,8 %	27,3 %	16,4 %	18,4 %	8,1 %	17,7 %	25,5 %	19,1 %	18,3 %	19,2 %	19,7 %	20,0 %
Nettotulos-%	13,7 %	7,0 %	11,6 %	21,5 %	12,2 %	13,6 %	5,9 %	13,7 %	20,0 %	14,9 %	14,2 %	14,8 %	15,2 %	15,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	36,1	37,3	37,6	38,0	38,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6
Käyttöomaisuus	34,6	35,1	35,3	35,6	36,1
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	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Vaihtuvat vastaavat	78,5	86,0	88,7	101	110
Vaihto-omaisuus	33,8	29,3	30,7	33,0	35,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,0	19,7	18,0	19,8	21,6
Likvidit varat	32,7	37,0	40,0	48,2	52,9
Taseen loppusumma	115	123	126	139	148

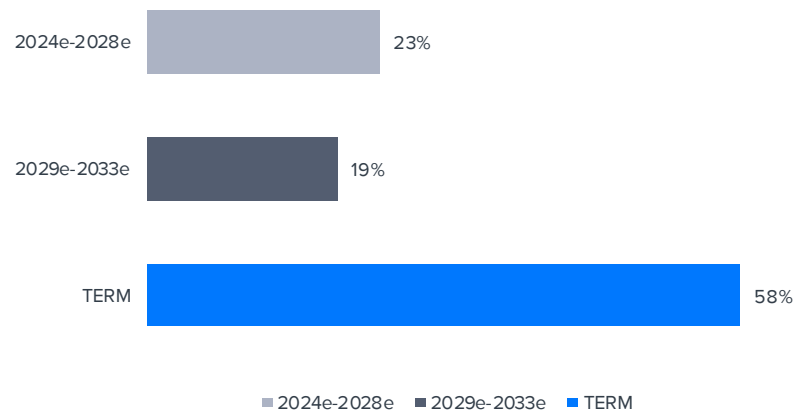
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	55,4	65,7	76,3	86,8	94,1
Osakepääoma	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kertyneet voittovarot	46,8	57,0	67,6	78,1	85,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	25,3	25,0	23,0	23,0	23,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	25,3	25,0	23,0	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	34,0	32,5	27,1	29,1	31,2
Korolliset velat	8,7	7,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	24,8	24,6	27,1	29,1	31,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	115	123	126	139	148

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	3,6 %	7,6 %	7,1 %	6,8 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	18,0 %	18,3 %	19,2 %	19,7 %	20,0 %	19,0 %	18,5 %	18,0 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %
Liikevoitto	31,4	33,0	37,2	40,9	44,3	44,9	46,6	48,3	50,0	53,2	54,6	
+ Kokonaispoistot	9,2	9,2	9,3	9,4	9,5	9,7	9,8	10,0	9,9	9,8	9,7	
- Maksetut verot	-6,5	-6,4	-7,4	-8,2	-9,0	-9,1	-9,4	-9,8	-10,1	-10,8	-11,1	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-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	-3,9	2,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	29,9	38,4	36,9	39,8	42,6	43,1	44,4	45,7	46,8	49,0	52,0	
+ 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	-10,0	-9,5	-9,7	-9,9	-10,1	-10,2	-10,4	-9,8	-9,5	-9,2	-10,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	19,9	28,9	27,2	29,9	32,6	32,9	33,9	35,9	37,3	39,9	41,4	
+/- 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	19,9	28,9	27,2	29,9	32,6	32,9	33,9	35,9	37,3	39,9	41,4	688
Diskontattu vapaa kassavirta		27,1	23,5	23,8	23,8	22,1	21,0	20,5	19,5	19,2	18,4	305
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		524	497	473	450	426	404	383	362	343	324	305
Velaton arvo DCF		524										
- Korolliset velat		-33										
+ Rahavarat		37										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF		528										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,0										

Rahavirranjakauma jaksoittain

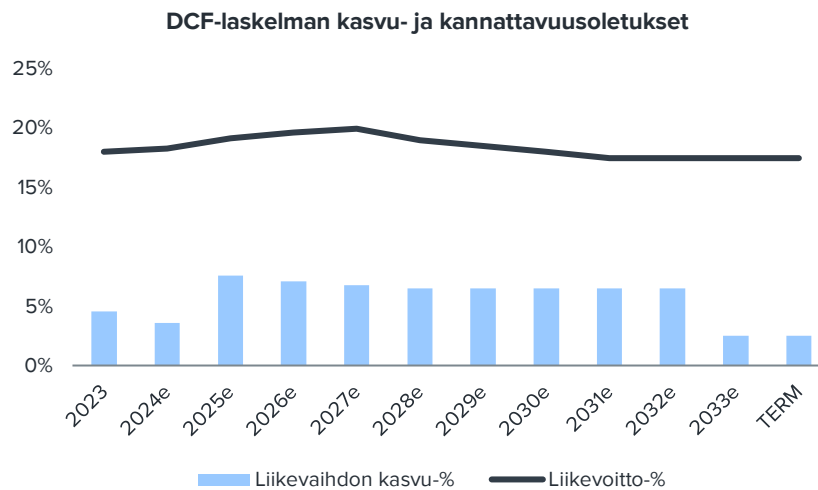
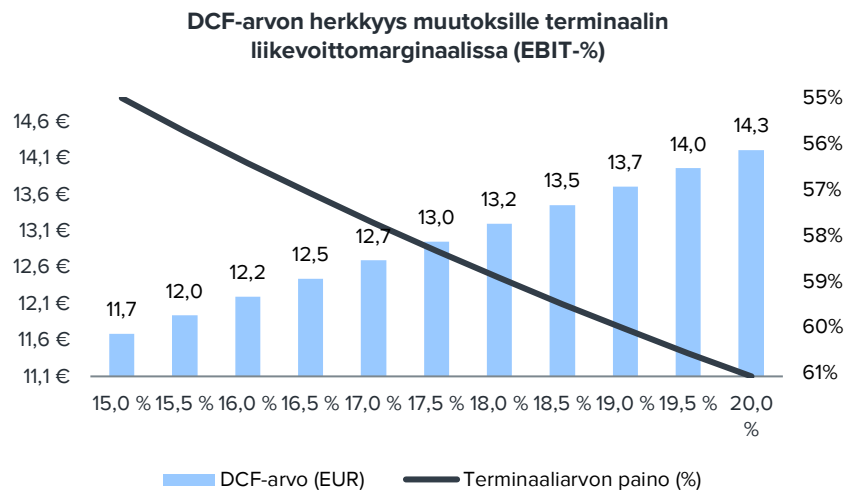
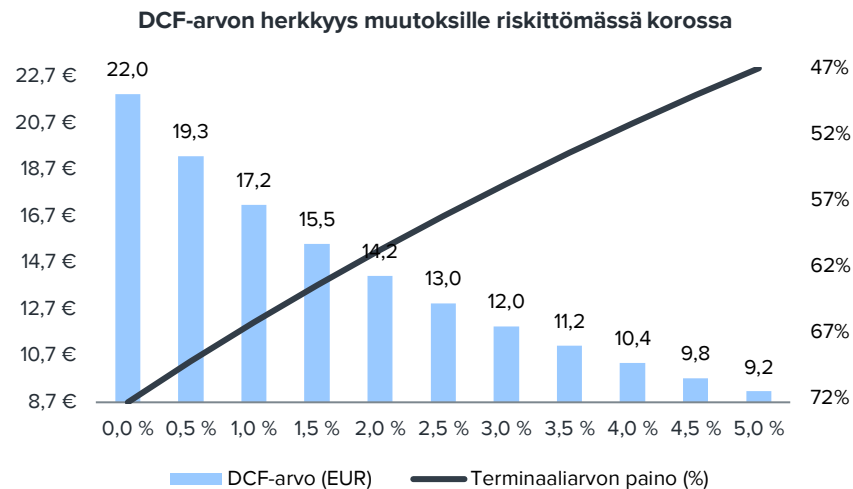
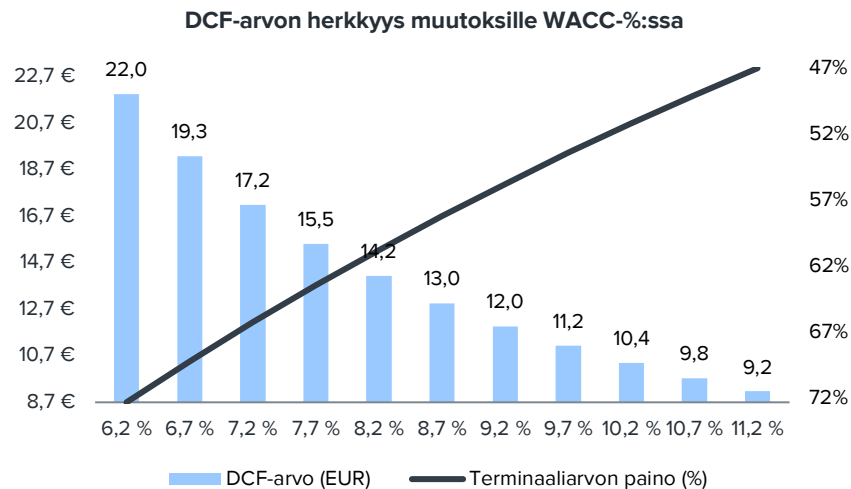


Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,3
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,7 %

Lähde: Inderes

DCF:n herkkyyslaskelmat 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	152,2	166,5	174,1	180,4	194,1	EPS (raportoitu)	0,60	0,56	0,58	0,63	0,71
Käyttökate	43,1	39,9	40,6	42,2	46,6	EPS (oikaistu)	0,60	0,56	0,60	0,63	0,71
Liikevoitto	31,2	30,2	31,4	33,0	37,2	Operat. kassavirta / osake	0,92	0,50	0,73	0,94	0,91
Voitto ennen veroja	30,7	29,2	29,7	32,0	36,2	Vapaa kassavirta / osake	0,78	0,23	0,49	0,71	0,67
Nettovoitto	24,4	22,8	23,6	25,6	28,8	Omapääoma / osake	1,72	1,36	1,62	1,88	2,14
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	-0,6	0,0	0,0	Osinko / osake	0,72	0,34	0,37	0,45	0,60
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	132,9	114,6	123,3	126,4	138,9	Liikevaihdon kasvu-%	23 %	9 %	5 %	4 %	8 %
Oma pääoma	70,0	55,4	65,7	76,3	86,8	Käyttökateen kasvu-%	35 %	-7 %	2 %	4 %	10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	55 %	-3 %	5 %	3 %	13 %
Nettovelat	-27,4	1,3	-4,1	-17,0	-25,2	EPS oik. kasvu-%	67 %	-6 %	6 %	6 %	12 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	28,3 %	24,0 %	23,3 %	23,4 %	24,0 %
Käyttökate	43,1	39,9	40,6	42,2	46,6	Oik. Liikevoitto-%	20,5 %	18,2 %	18,4 %	18,3 %	19,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,3	-10,8	-3,9	2,8	-2,0	Liikevoitto-%	20,5 %	18,2 %	18,0 %	18,3 %	19,2 %
Operatiivinen kassavirta	37,3	20,3	29,9	38,4	36,9	ROE-%	39,8 %	36,4 %	39,0 %	36,0 %	35,3 %
Investoinnit	-4,3	-10,9	-10,0	-9,5	-9,7	ROI-%	32,5 %	31,5 %	33,4 %	33,3 %	35,6 %
Vapaa kassavirta	31,6	9,4	19,9	28,9	27,2	Omavaraisuusaste	52,7 %	48,3 %	53,3 %	60,4 %	62,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-39,2 %	2,3 %	-6,2 %	-22,3 %	-29,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	4,3	2,1	2,8	2,5	2,3						
EV/EBITDA (oik.)	15,3	8,8	11,9	10,8	9,6						
EV/EBIT (oik.)	21,2	11,5	15,1	13,8	12,0						
P/E (oik.)	28,3	15,2	20,1	18,4	16,4						
P/B	9,8	6,3	7,4	6,2	5,4						
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,0 %	3,1 %	3,9 %	5,2 %						

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 käsitellä 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 €
Analyytikko 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 €
Analyytikko 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 €
18.8.2023	Lisää	11,00 €	10,30 €
9.11.2023	Vähennä	12,50 €	11,99 €
16.2.2024	Vähennä	12,50 €	12,28 €
26.3.2024	Lisää	12,50 €	11,61 €

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 tuotetarjoama 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.**