

# Marimekko

Laaja raportti

10.3.2023 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kasvunäkymät edelleen hyvät

Marimekko on pystynyt säilyttämään liikevaihdon kasvussa ja kannattavuuden hyvänä myös nykyisessä heikommassa markkinatilanteessa. Ennustamme yhtiön jatkavan liikevaihdon kasvattamista tasaisen hyvällä kannattavuudella myös tulevina vuosina. Uskomme yhtiön tuloskasvun (keskimäärin 7 % vuodessa 2022-25) ja osingon tarjoavan kohtuullisen hyvän, 10-15 % vuotuisen tuotto-odotuksen. Toistamme lisää-suosituksen ja 10,0 euron tavoitehinnan.

## 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 sen liikevaihto tuli karkeasti puoliksi kodintuotteista ja muodista (muoti eli vaatteet ja laukut & asusteet tuotelinjat yhteenlaskettuna). Maantieteellisesti yhtiö on edelleen Suomi-vetoinen, sillä lähes 60 % liikevaihdosta tuli viime vuonna Suomesta. Kansainvälinen kasvu on kuitenkin Marimekon tavoitteena ja etenkin kasvu Aasian-Tyynenmeren alueella, josta viime vuonna tuli vajaa 20 % liikevaihdosta. Uskomme yhtiön pystyvän jatkamaan kansainvälistä kasvua tulevina vuosina, joka tukee myös tuloksen maltillista kasvua. Kansainvälinen kasvu tapahtuu Marimekon kannalta pääasiassa tukkumyyntinä, joka mahdollistaa kasvun suhteellisen pienellä riskillä, sillä merkittäviä investointeja tai kiinteiden kulujen lisäystä ei tarvita.

## Ohjeistus tälle vuodelle indikoi melko tasaista tuloskehitystä

Marimekko ohjeistaa tänä vuonna sen liikevaihdon kasvavan ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin olevan 16-19 % (2022: 18,2 %). Meidän ennuste on hyvin linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, sillä odotamme 4 %:n liikevaihdon kasvua ja 18,1 % liikevoittomarginaalia. Heikkenevästä kuluttajakäynnästä huolimatta Marimekko uskoo kasvattavansa liikevaihtoa myös Suomessa, jota tukee viime vuotta selvästi isommat kampanjatoimitukset vuoden toisella puoliskolla. Marimekko odottaa kuitenkin Q1'23-liikevaihdon jäävän vertailukaudesta, joka on myös odotustemme mukaista. Ennusteemme Marimekon liikevaihdon kasvusta lähivuosille ovat 5-10 %, joka on selvästi alle yhtiön viime syksynä nostaman 15 %:n vuosittaisen kasvatavoitteen. Mikäli yhtiö pystyisi kiihdyttämään kasvua lähemmäksi tavoitteita, olisi osakkeen tuotto-odotuskin luonnollisesti houkuttelevampi. Tämä vaatisi mielestämme käytännössä odotusiamme nopeampaa kasvua ulkomailla. Marimekko tavoittelee yli 20 %:n liikevoittomarginaalia, mutta meidän ennusteet odottavat hieman matalampaa ja suhteellisen tasaista 18-19 % marginaalia lähivuosina. Emme ole tässä raportissa tehneet ennustemuutoksia.

## Arvostus neutraali, tuloskasvu ja osinko tarjoavat kohtuullisen tuotto-odotuksen

Osake on nyt arvostettu 2023 P/E noin 15x ja EV/EBIT 12x. Ottaen huomioon nykyisen korkotason ja tuloskasvunäkymät, pidämme arvostustasoa suhteellisen neutraalina. Verrokkit ovat kuitenkin arvostettu jonkin verran korkeammalle, joka luo potentiaalista kertoimien nousuvaraa mielestämme myös Marimekolle. Osingon ja tuloskasvun (osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin 7 % vuodessa 2022-25) luoma tuotto-odotus lähivuosille on arviomme mukaan 10-15 %, joka ylittää noin 9 %:n tuottovaatimuksemme. Koska yhtiöllä ei ole isoja investointitarpeita, uskomme sen käytännössä jakavan ylimääräistä kassaansa aika ajoin lisäosinkoina (joita ei ennusteissamme ole), mikäli tulos ja kassavirta kehittyvät ennusteidemme mukaisesti.

## Suositus

### Lisää

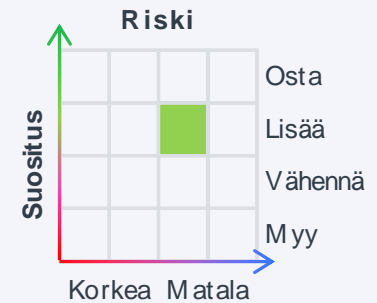
(aik. Lisää)

### 10,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

### Osakekurssi:

9,37



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	167	173	190	202
<b>kasvu-%</b>	9 %	4 %	10 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	30,4	31,4	35,4	36,4
<b>EBIT-% oik.</b>	18,2 %	18,1 %	18,6 %	18,0 %
<b>Nettotulos</b>	22,8	24,5	27,3	28,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,56	0,60	0,67	0,69

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

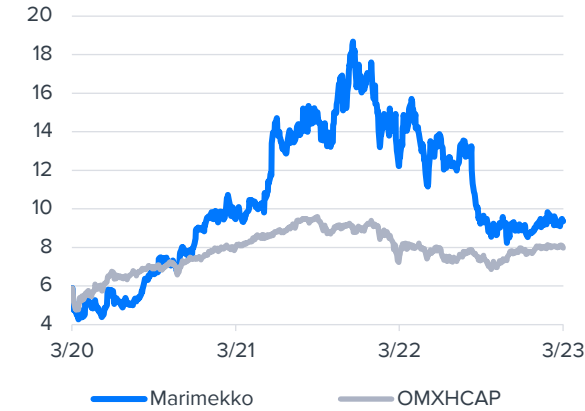
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

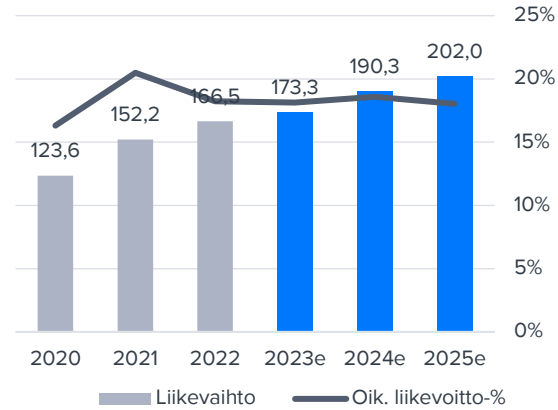
Marimekko-konsernin liikevaihdon arvioidaan vuonna 2023 kasvavan edellisvuodesta (2022: 166,5 MEUR). Vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin ennakoidaan olevan arviolta noin 16–19 % (2022: 18,2 %).

## Osakekurssi



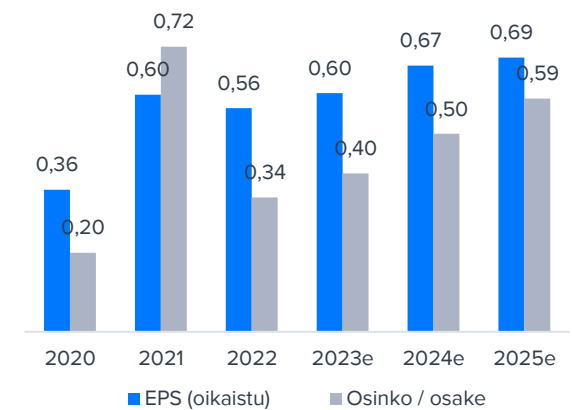
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,37	9,37	9,37
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	381	381	381
Yritysarvo (EV)	367	358	353
P/E (oik.)	15,5	13,9	13,5
P/E	15,5	13,9	13,5
P/Kassavirta	12,7	15,0	14,2
P/B	5,8	4,9	4,5
P/S	2,2	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	8,9	7,8	7,4
EV/EBIT (oik.)	11,7	10,1	9,7
Osinko/tulos (%)	66,3 %	74,3 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,3 %	6,3 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5 - 13</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>s. 14 - 16</b>
Toimiala ja kilpailijat	<b>s. 17 - 19</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 20 - 22</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>s. 23 - 24</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>s. 25 - 29</b>
Taulukot	<b>s. 30 - 35</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 36 - 37</b>

# Marimekko lyhyesti

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

**1951**

Perustamisvuosi

**41 %**

Kansainvälisen myynnin osuus liikevaihdosta 2022

**153 Marimekko-myyntialuetta (Q4'22)**

Myyntialueita 15 eri maassa ja verkkokauppa 35 maassa

**167 MEUR (+9 % vs. 2021)**

Liikevaihto 2022

**30,4 MEUR (-3% vs. 2021)**

Vertailukelpoinen liikevoitto 2022 (EBIT-% 18,2 %)

**459**

Henkilöstö vuoden 2022 lopussa

## Liikevaihto jatkoi kasvua, kannattavuus kävi huipussa 2021

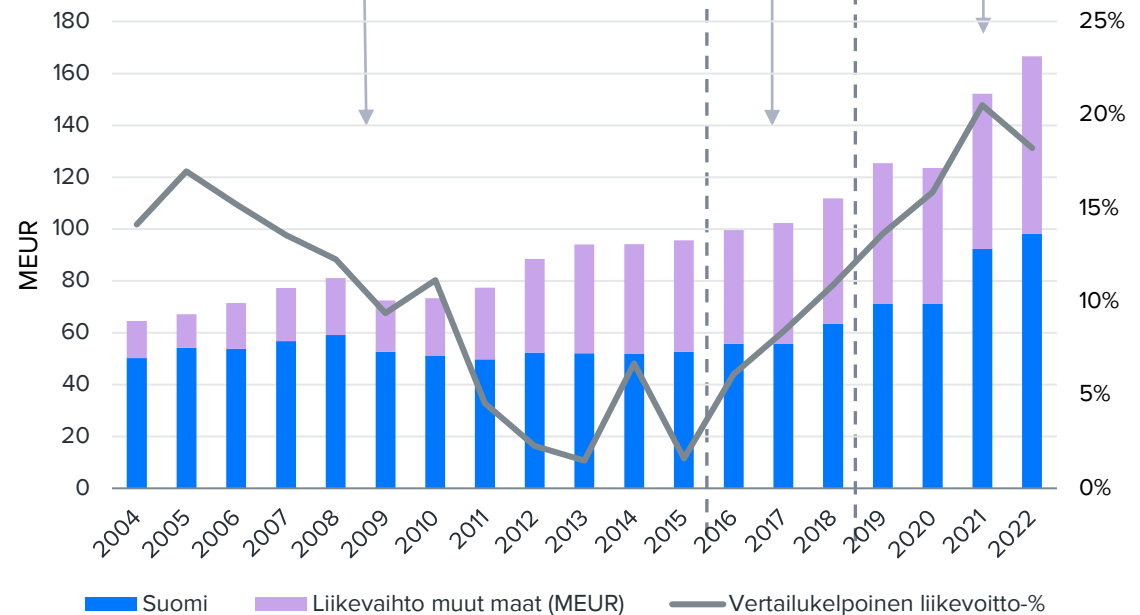
Brändin ja tuotevalikoiman uudistus sekä panostukset digitaalisuuteen tukivat liikevaihdon kasvua sekä kansainvälisesti että Suomessa. Kodintuotteet kasvoivat vahvasti pandemian aikana, tukien myynnin kasvua. Kannattavuus kävi yli 20 % liikevoittomarginaalitasolla vuonna 2021.

## Kilpailukyvyän ja kannattavuuden nosto 2016-2018

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

## Marimekon kansainvälinen laajentuminen

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 tietystä 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.

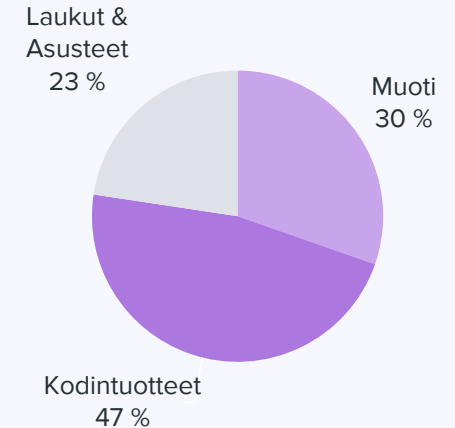
## Kolme eri tuotelinjaa

Marimekolla on kolme tuotelinjaa: 1) Muoti (30 % myynnistä vuonna 2022) 2) Kodintuotteet (47 %) 3) Laukut & Asusteet (23 %). 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 ja sopivat laajemmalle kuluttajaryhmälle. Kokonaisuus on siis tärkeä.

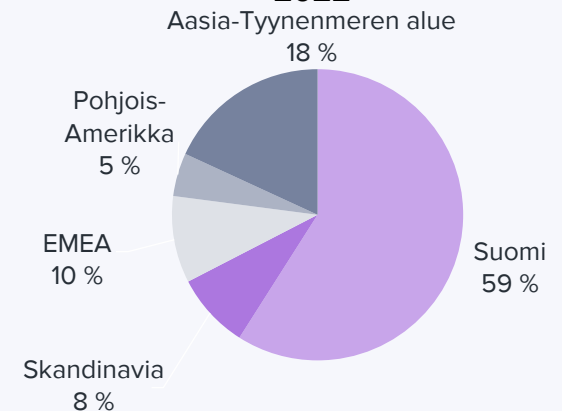
## Päämarkkina-alue on Suomi

Marimekon päämarkkina on Suomi. Toiseksi suurin markkina on Aasian-Tyynenmeren alue. Aasian-Tyynenmeren alueella varsinkin Japani on yhtiölle merkittävä markkina. Kolmanneksi suurin markkina on EMEA eli lähinnä Keski- ja Etelä-Eurooppa. Aasian-Tyynenmeren painoarvo alkoi kasvaa vauhdilla vuonna 2006, kun ensimmäiset Marimekko-myymälät 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 tuotelinjoittain, 2022



## Liikevaihto markkina-alueittain, 2022



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Vuoden 2022 liikevaihdosta 41 % tuli ulkomailta, kun 2005 se oli alle 20 %. Viimeisen viiden vuoden aikana Suomen myynti on kuitenkin kasvanut jopa ulkomaita nopeammin ja siten Suomen suhteellinen osuus on viimeiset kymmenen vuotta ollut melko stabiili 55-60 % liikevaihdosta. Marimekon kasvustrategia nojaa vahvasti Aasian-Tyynenmeren partnerivetoiseen kasvuun. Kotimarkkina on kuitenkin yhtiölle nyt ja tulevaisuudessa erittäin tärkeä.

## Marimekko-myyvälät ja verkkokauppa ovat tärkeimmät myyntikanavat

Marimekon tärkein myyntikanava on erilaiset Marimekko-myyvälät, ja –verkkokauppa, joita on sekä sen omassa omistuksessa että partnerien vastuulla. Tämän lisäksi jakelukanavana on erikoisliikkeitä, tavarataloja ja e-talereita. Marimekon liikevaihto jakautuu karkeasti puoliksi oman vähittäismyynnin ja tukkumyynnin kesken (tästä tarkemmin seuraavilla sivuilla). Omiin myymälöihin sisältyy ”tavallisia” myymälöitä etenkin Suomessa ja muutamissa tärkeissä kaupungeissa ulkomailta sekä outlet-myymlöitä. 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.

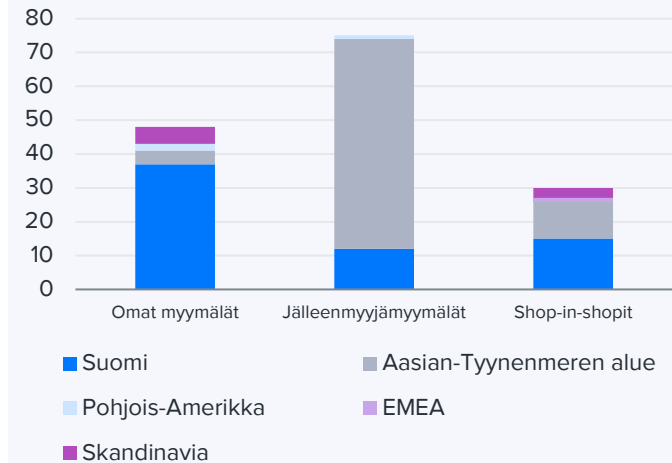
Marimekko-myymlöitä avautui 2000-luvun alussa tasaiseen tahtiin, joka tuki yhtiön kasvua ja myymälämäärä saavutti huippunsa 160 myymälän tasolla vuonna 2017. Tämän jälkeen myymälöiden

määrä on hieman pienentynyt, sillä vuoden 2022 lopussa niitä oli 153. Tähän on luonnollisesti vaikuttanut verkkokaupan merkityksen jatkuva kasvu sekä pandemia, joka osaltaan vauhditti siirtymää myymälöistä verkkoon, mutta myös Pohjois-Amerikassa pienentynyt myymälämäärä, joka tosin johtuu lähinnä raportointikäytännön muutoksesta 2018. Uusia myymälöitä on viime vuosina lisätty lähes yksinomaan Aasia-Tyynenmeren alueelle, mikä on tärkein kasvualue.

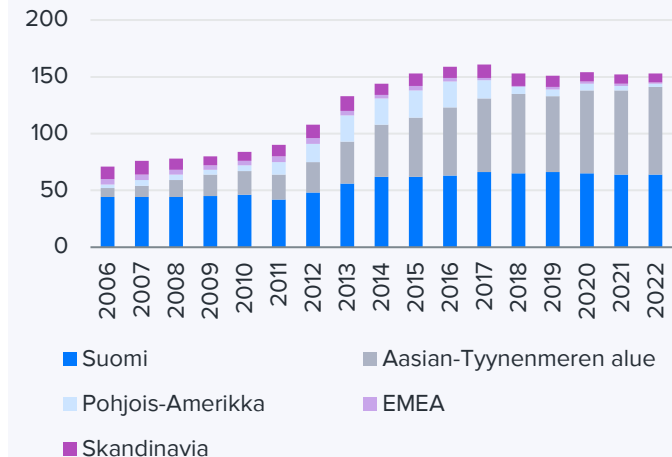
Vuoden 2022 lopussa Marimekolla oli yhteensä 48 omaa myymälää, joiden liikevaihto lasketaan yhdessä verkkokaupan kanssa yhtiön ilmoittamaan ”Vähittäismyyntiin”, joka oli 82 MEUR vuonna 2022. Aiemmin olemme arvioineet, että Marimekon omat myymälät tekevät keskimäärin noin 1 MEUR liikevaihtoa vuodessa (per myymälä). Tämä luku on todennäköisesti nykyisin hieman suurempi, mutta luvuista voi päätellä, että verkkokaupan osuus on nykyisin merkittävä (Marimekko ei julkaise verkkokaupan osuutta).

Myymläverkoston laajentamisen pääpaino on jatkossakin partnerien operoimien Marimekko-myymlöiden avaamisessa erityisesti Aasia-Tyynenmeren alueella. Yhtiö ei ole kuitenkaan antanut selkeitä tavoitteita myymälämäärien kasvulle pidemmällä aikavälillä, joka mielestämme johtuu osin verkkokaupan suuresta ja kasvavasta roolista. 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 2022 lopussa



## Myymlämäärän kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

## Jakelukanava

## Jakelukanavan luonne

## %-osuus liikevaihdosta

## Maantieteellinen jakauma

### Oma vähittäismyynti / verkkokauppa

- Vähittäismyynniksi lasketaan yhtiön omat myymälät (35 kpl vuoden 2022 lopussa), omat outlet-myymlät (13 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 % syntyikin Suomessa 2022
- 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

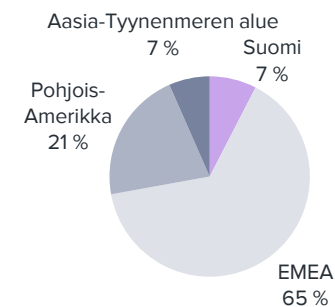
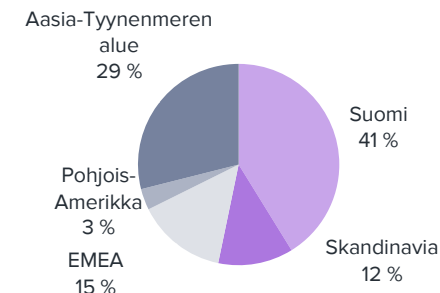
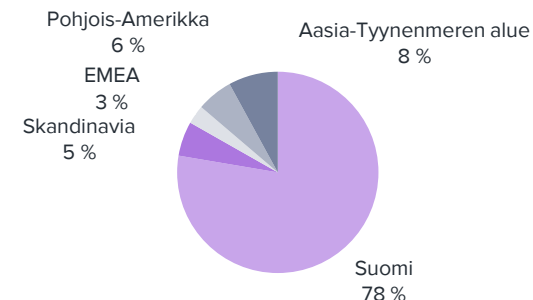
- Tukkumyynniksi lasketaan myynti Marimekon jälleenmyyjille, jotka myyvät tuotteita joko jälleenmyyjäomisteisissa Marimekko-myymlöissä (75 kpl), shop-in-shopeissa (30 kpl) tai muissa kanavissa esim. osana isomman myymälän kuten tavaratalon valikoimaa.
- Aasiassa partnerit vastaavat myös paikallisista verkkokaupoista (paitsi Kiinassa), joiden myynti on Marimekolle tukkumyyntiä
- Partnerimallin seurauksena Aasia on vahvasti tukkumyyntipainotteinen markkina-alue, mutta Suomi on kuitenkin 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 yhteistyömallistoja mm. adidaksen, Ikean ja Uniqlo:n 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 määrästäään huolimatta myös yhtiön tulokseen

2 %





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

## Myyvälöitä etenkin keskeisissä kaupungeissa

Keskeisillä paikoilla sijaitsevilla lippulaivamyymälöillä valikoiduilla markkinoilla (Helsinki, Tukholma, New York, Tokio, Sydney) on merkittävä rooli tunnettuuteen ja brändin uskottavuuteen. Kun yhtiö on suurissa kaupungeissa näyttävillä 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 ”stand-alone” arvoa 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 on

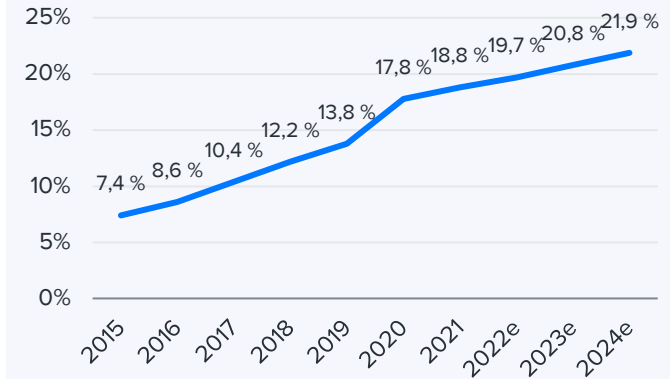
etenkin viime vuosina kasvanut merkittävästi. Yhtiö myy tuotteitaan myös kolmansien osapuolten verkkokaupoissa.

## 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. Noin viiden viime vuoden liikevaihdon ja tuloksen kehityksestä päätellen, yhtiön 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 (online ja offline eli 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.

## Verkkokaupan osuus globaalista vähittäiskauppamarkkinasta



Lähde: Statista

# 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. Noin 55 % Marimekon tuotteista valmistetaan EU:ssa ja noin 45 % EU:n ulkopuolella. Suurimpia valmistusmaita ovat Portugali, Thaimaa, Kiina, Viro, Liettua, Suomi ja Turkki, jotka yhteensä vastasivat lähes 95 % vuoden 2021 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

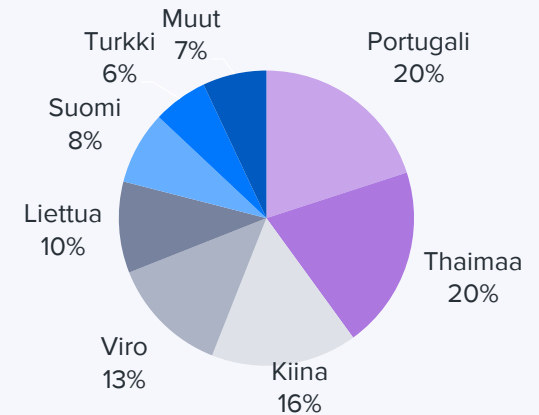
Skaalaedut hyödyttävät toimialan isoja pelureita,

minkälaiseksi Marimekkoa ei voida ainakaan vielä 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 2022 markkinointikustannukset olivat 9 MEUR eli 5,5 % liikevaihdosta. Nämä kulut liittyvät kaikkien markkinoinnilliseen tekemiseen esim. kuvaamisiin, materiaalin ja sisällön tuotantoon, maksettuun 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. Yhtiön tavoite on viedä brändin uudistumistyötä eteenpäin muoti edellä ja sen myötä on helpompi myydä koko lifestyle-konseptia.

## Tuotantomaa, % myynnistä 2021



# 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 vähittäismyynni on mielestämme tukkumyyniä kannattavampaa) sekä maantieteellinen myynnin jakauma ja mahdolliset isommat kampanjat. Myös normaalihintalla 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

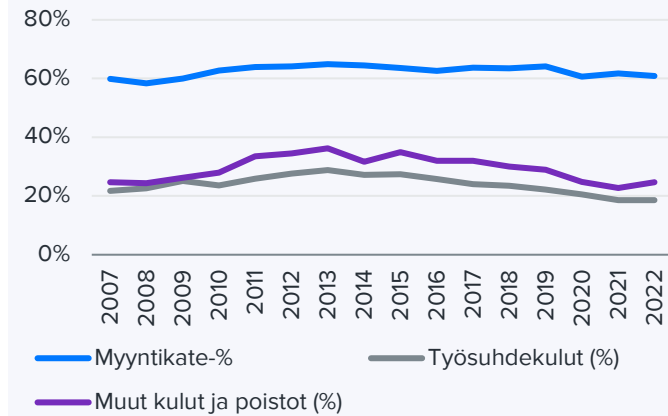
Kiinteiden kulujen osalta Marimekolla on karkeasti yhtä paljon henkilöstökuluja ja muita liiketoiminnan kuluja. Vuokrat sisältyvät 2019 alkaen pääosin poistoihin, jonka vuoksi kuvassa (oikealla) olemme yhdistäneet muut kulut ja poistot, jotta aikasarja on mahdollisimman vertailukelpoinen. Kiinteitä kuluja 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.

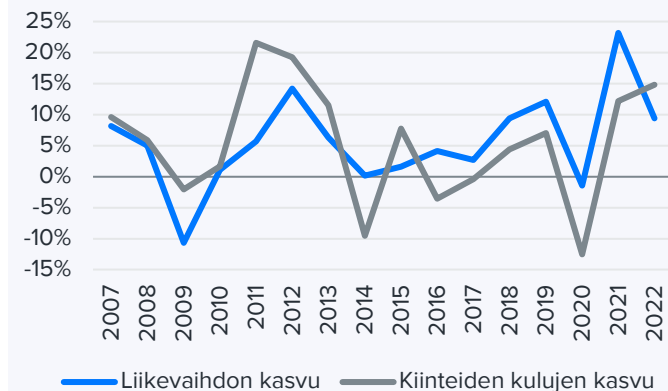
Vuosien 2016-21 hyvää marginaalikehitystä ja kustannusten skaalautuvuutta paransi tosin myös organisaatioissa tehdyt tehostamistoimet sekä korona-ajan osin tilapäiset kulusäästöt, jotka eivät tule toistumaan. Vuonna 2022 muut kulut kasvoivat liikevaihtoa nopeammin, joka johtui arviomme mukaan sekä kasvupanostuksista että yleisestä kustannusinflaatiosta. Jatkossa 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 2021-22 saavutettu (18-20 %) ja tälle vuodelle ohjeistettu 16-19 %:n liikevoittomarginaalitaso on kuitenkin jo hyvä, emmekä näe merkittävää parannuspotentiaalia siihen nähden.

Operatiivinen vipu toimii myös alaspäin eli henkilöstö- ja vuokratulot 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 160 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 tehdyt investoinnit sekä 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 tulospielessä suurimmaksi kvartaaliksi. Vaikka

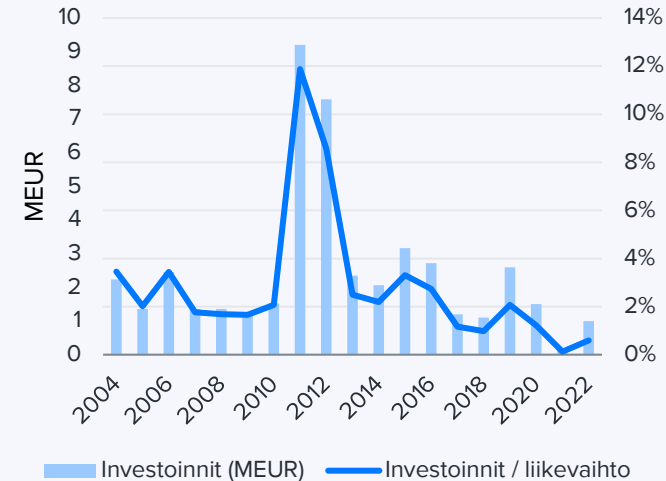
koronapandemian vaikutukset vaikeuttavat viime vuosien kvartaalitarkastelua, luvuista näkee, että liikevaihtomielessä Q3 ja Q4 ovat suurimmat, Q1 taas tyypillisesti pienin. Tuloksessa liikevaihdon vaihtelut näkyvät selvästi, sillä yhtiö kantaa kiinteitä kuluja liikevaihdon tasosta riippumatta, ja siten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

## Mika Ihamuotila pääomistaja ja hallituksen puheenjohtaja

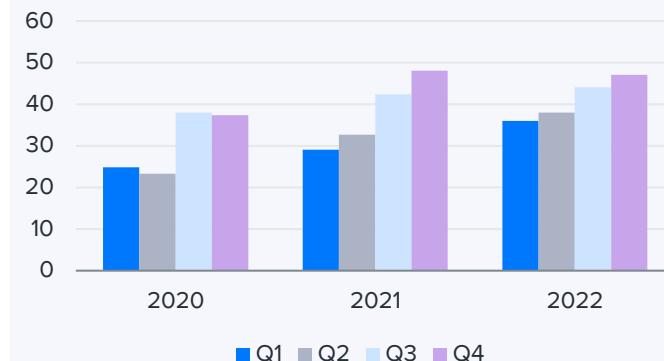
Marimekon pääomistaja on Mika Ihamuotila, joka osti 2007 merkittävän määrän osakkeita silloiselta pääomistajalta ja toimitusjohtajalta Kirsti Paakkaselta. Omistusosuus on hieman vaihdellut, mutta on nykyisin vajaa 13 % eli samaa tasoa alkuperäisen omistuksen kanssa. Omistus on nykyisin Ihamuotilan Powerbank 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.

## Investoinnit



## Liikevaihdon kausivaihtelu 2020-2022 (MEUR)



# 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 1,5 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 18 tuhanteen osakkeeseen. Pidämme laajaa johdon omistusta myönteisenä ja useimmilla henkilöillä omistukset ovat myös tuntuvan suuria. Marimekko päätti noin vuosi sitten uudesta 2022-26 voimassa olevasta pitkän ajan osakepalkkiojärjestelmästä johtoryhmälle. Palkkio

perustuu osakkeenkokonaistuottoon (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) bonus-järjestelmä, joka perustuu operatiivisiin mittareihin kuten liikevaihdon kasvuun ja liikevoittoon.

Hallituksen jäsenillä on lhamuotilan ison omistuksen lisäksi tyypillisesti vain pieniä, todennäköisesti palkkioiden kautta saatua omistuksia. Tästä poikkeuksen tekee Mikko-Heikki Inkeroinen, jolla on noin 25 tuhatta osaketta.

## Uusiutunut johto on tuottanut tulosta

Nykyisen toimitusjohtajan kaudella koko johtoryhmä on uusiutunut ja nykyisistä johtoryhmän 11:sta jäsenestä vain yksi oli Marimekon palveluksessa nykyisen johdon aloittaessa. Myös hallitus on uusiutunut lhamuotilan puheenjohtajakaudella ja sisältää nykyisin mm. kaksi vahvan Aasia-taustan omaavaa kansainvälistä jäsentä, jota pidämme Marimekon strategia huomioiden positiivisena.

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

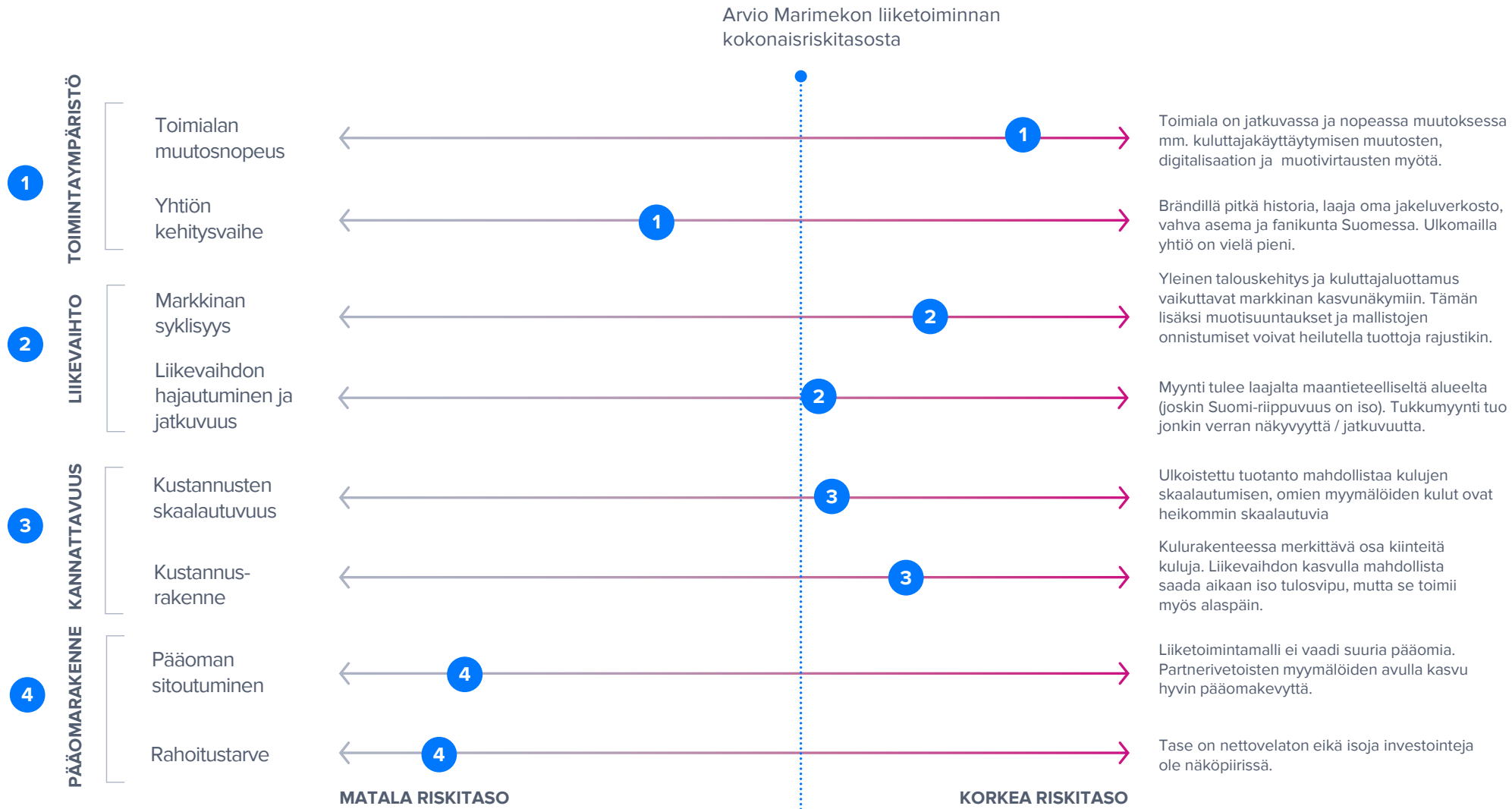
## Suurimmat osakkeenomistajat

28.2.2023

<b>Powerbank Ventures</b>	12,5 %
<b>Varma</b>	4,8 %
<b>Ilmarinen</b>	4,8 %
<b>Anna Ehrnrooth</b>	4,1 %
<b>Nordea Nordic Small Cap</b>	2,5 %
<b>Evli Suomi Pienyhtiöt</b>	2,1 %
<b>Talcom Oy</b>	1,2 %
<b>Etra Invest</b>	1,2 %
<b>Matti Alahuhta</b>	1,0 %
<b>Veritas</b>	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 kasvua, laajempaa asiakaskuntaa ja nousua suurempaan kokoluokkaan ulkomailta. Ulkomailta kasvua haetaan pääosin paikallisten partnerien kautta, mikä tekee kasvusta pääomakevyttä ja madaltaa liiketoiminnan riskiä. Sijoittajien on kuitenkin vaikea hahmottaa ulkomailta tehtävien kasvupanostusten onnistumista tai järkevyyttä, sillä yhtiö ei avaa tarkemmin kotimaan ja ulkomaan liiketoimintojen kannattavuuksia.

## Kasvua mahdollista toteuttaa pääomakevyesti ja matalalla riskillä

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

## Pääoman tuotto on korkea

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

## Nykyjohto on antanut vakuuttavat näytöt

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

## Kilpailua on globaalia ja kovaa

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

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

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

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

## Toimialan trendit vaihtelevat nopeasti

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

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

# Sijoitusprofiili 2/2



1.

**Vahva, uniikki brändi**

2.

**Korkea pääoman tuotto**

3.

**Korkea kassavirtasuhde, pieni investointitarve**

4.

**Kansainvälisen kasvun jatkuminen, etenkin Aasiassa**

5.

**Muotimaailman trendit ja mallistojen onnistuminen voivat heiluttaa tulosta**

## 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 säilyminen nykytasolla, kun markkina vaikeutuu 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 (59 % liikevaihdosta) ja yhtiön näkyvät ovat hyvin paljon kiinni Suomen talouden, vähittäiskaupan, kuluttajaluottamuksen ja ostovoiman kehityksestä. Tätä korostaa iso omien kauppojen määrä Suomessa, joka aiheuttaa isompaa tulosvipua myynnin kehityksen mukana kuin tukkumyymintipainotteisessa kansainvälisessä myynnissä.

## Suomen markkinan kasvu ollut keskimäärin vaisua, heikentynyt ostovoima painaa lähiaikoja

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

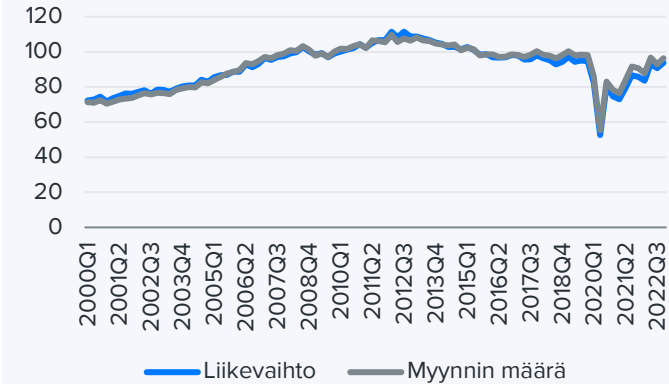
Tilastokeskus julkaisee vähittäiskaupan myyntilukuja sekä vaatteiden ja jalkineiden osalta että huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden osalta. Muotimarkkina oli vuodesta 2012 asti pienellä laskutrendillä ja vuoden 2020 keväällä alkanut koronapandemia iski voimakkaasti vaatekauppaan. Tästä on hiljalleen 2021-22 aikana toivuttu, mutta markkina on yhä hieman alle 2019 tason. Kuvaajista 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.

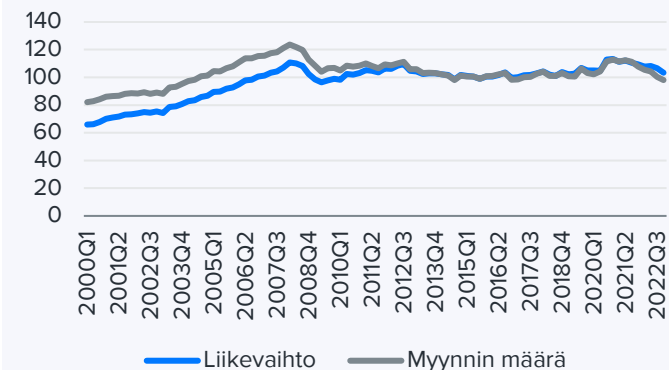
Marimekon tuoteportfolioon kuuluu myös kodintuotteita mm. kankaita, astioita, sisustus-, keittiö-, makuu- ja kylpyhuonetuotteita. Tämä markkina on ollut 2010-luvulla myös haastava Suomessa, mutta ei aivan yhtä heikko kuin vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa. Kategorian myynti olikin 2010-luvun karkeasti samalla tasolla. Marimekon suurimpien tuoteryhmien kasvuympäristö on siis Suomessa ollut jo pidemmän aikaa hidasta, mikä näkyi myös yhtiön vaisuna kasvuna Suomessa 2017 asti. Tämän jälkeen Marimekon on kuitenkin onnistunut kasvattamaan myös Suomen myyntiä, selvästi markkinakehityksestä poiketen.

Koronapandemian aikana ihmiset keskittyivät kodin sisustamiseen, mikä kasvatti huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden markkinaa. Kodintuotteet nousivat Marimekon selvästi suurimmaksi tuotelinjaksi ja olivat sitä edelleen vuonna 2022 (47 % liikevaihdosta), kun sen osuus vuonna 2019 oli vielä vain 38 %. Marimekko hyötyi pandemian aikana ihmisten sisustusinnostasta ja pystyi tällä lieventämään muotimarkkinan voimakasta kysynnän laskua. Tässä näkyi konkreettisesti Marimekon kokonaisvaltaisen lifestyle-portfolioon hyödyt liiketoiminnan kannalta, sillä laaja tuoteportfolio toimi tasapainottavana voimana. On mielestämme luonnollista odottaa, että sisustustavaroiden kysyntä tasaantuu/laskee ja muodin sekä laukkujen ja asusteiden osuus Marimekon myynnissä kasvaa, kuten 2022 jo tapahtui.

## Vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa Suomessa, indeksi (2015 = 100)



## Huonekalujen, sisustus- & taloustavaroiden vähittäiskauppa Suomessa, indeksi (2015 = 100)



Lähde: Tilastokeskus

# Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

## Kuluttajaluottamus ja ostovoima alamaissa

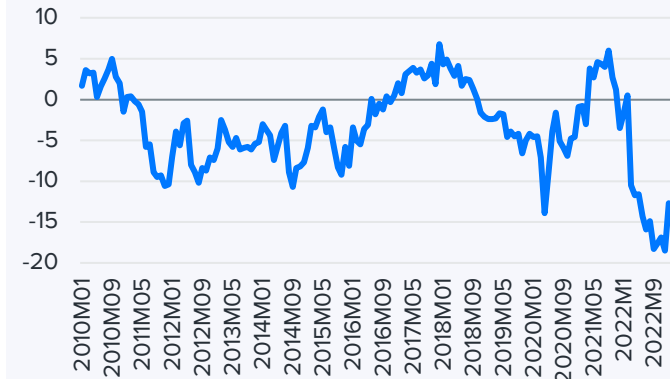
Viime vuonna nähty inflaation nopea kiihtyminen ja korkojen nousu on aiheuttanut poikkeuksellisen kovaa painetta kuluttajien ostovoimaan. Tämä on näkynyt kuluttajien luottamuksen tippumisena, joskin talven aikana luottamus on jo hieman toipunut. Vaikutus itse ostovoimaan tulee asteittain, kun kuluttajalle tärkeät kustannukset nousevat. Monissa tavaroissa tämä näkyy jo nyt, mutta esim. lainojen korot päivittyvät useimmilla vuoden välein. Vuokriin ja muihin asumiskuluihin inflaatio heijastuu todennäköisesti selvemmin vasta tänä vuonna, kun vuokrien indeksikorotuksia ja taloyhtiöiden vastikkeiden korotuksia toteutetaan. Oikealla näkyvästä kuvasta nähdään, että jo viime vuonna reaalin ansiokasvu on ollut kuitenkin merkittävästi negatiivinen. Tämä heikentää kuluttajien ostovoimaa ja luonnollinen kohde kulutuksen vähentämiseen ovat harkinnanvaraiset ostokset, joihin Marimekon tuotteet sisältyvät. Kuvaajien tiedot ovat Suomesta, mutta kehitys on samansuuntaista koko Euroopassa, josta tulee yhteensä noin 75 % Marimekon liikevaihdosta. Tänä vuonna tehtävät palkankorotukset ja inflaation odotettu rauhoittuminen tasoittanee ostovoiman kehityksen vuoden loppupuolella.

## Aasian-Tyynenmeren alue on Marimekon tärkein kasvumarkkina

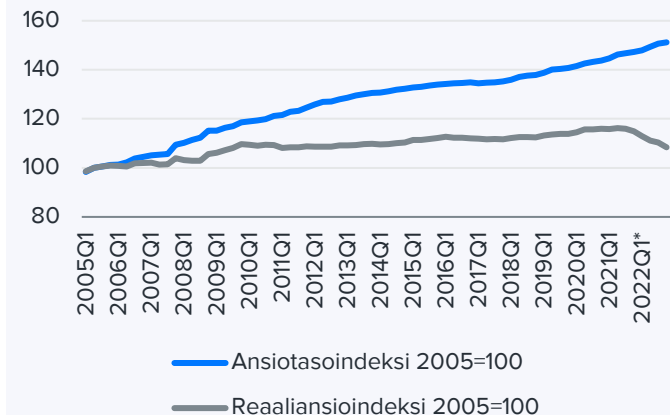
Marimekolla on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia. Yhtiön päämarkkinat ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue. Yhtiö keskittyy tällä hetkellä kasvuun kansainvälisillä markkinoilla ja sen tärkeimpänä alueena erityisesti Aasian-

Tyynenmeren alueella, joka toi 18 % liikevaihdosta vuonna 2022. Marimekon näkökulmasta alueen suurin markkina on Japani, missä yhtiö on toiminut jo pitkään ja siellä on laaja Marimekko-myyälöiden verkosto. Japanin lisäksi yhtiö toimii tällä hetkellä Kiinassa, Taiwanissa, Etelä-Koreassa ja Thaimaassa. Marimekon koko on Suomen ulkopuolella markkinoihin nähden erittäin pieni ja siksi emme käsitellä 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. Tällä hetkellä käynnissä olevan energiakriisi ja kuluttajien heikentynyt ostovoima koskettaa etenkin Eurooppaa, joten on Marimekon kannalta hyvä, että sillä on kohtuullinen osuus myynnistä ja kasvumarkkinoita Aasiassa.

## Kuluttajien luottamusindikaattori (Suomi)



## Ansiotasoindeksi, 2005 = 100



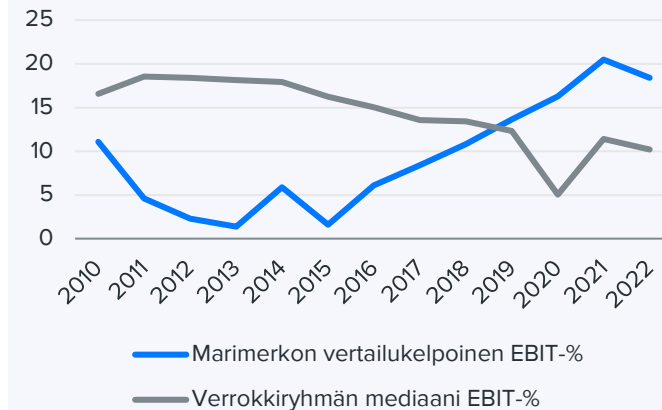
# Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

## Marimekko ohitti verrokkit kannattavuudessa

Marimekon kilpailijoiden määrittely on vaikeaa, sillä sen lifestyletuotekonsepti 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 30 %-tasoihin. 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-% 2010-2022



# Strategia

## Visio ja tarkoitus

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

## Strategian painopisteet 2023-2027

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

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

## Inderesin kommentit strategiasta

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

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

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

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

Vastuullisuus ja arvoketjun digitalisointi on nähdäksemme perusedellytyksiä

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

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

## Katso Marimekon CMD syyskuulta 2022 [tästä](#)



# Taloudelliset tavoitteet 1/2



## Taloudelliset tavoitteet (päivitetty syyskuussa 2022)

**Liikevaihdon vuosittainen kasvu 15 % (aiemmin yli 10 %)**

**Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali 20 % (aiemmin 15 %)**

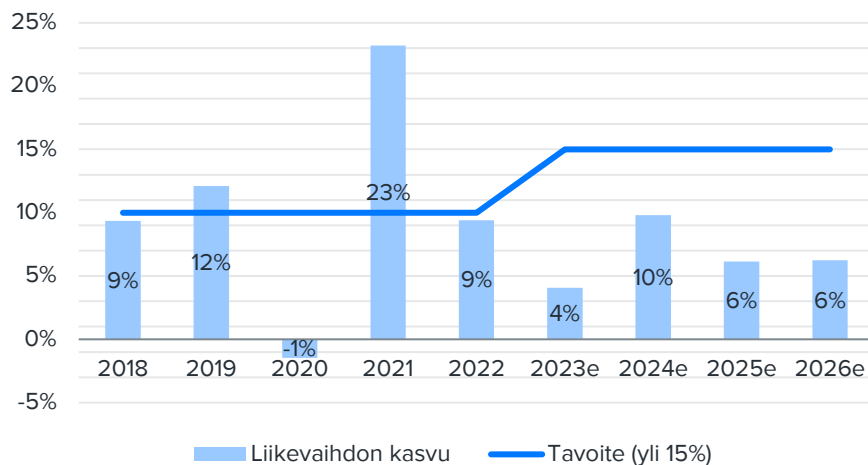
**Nettovelka / käyttökate alle 2x (ennallaan)**

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

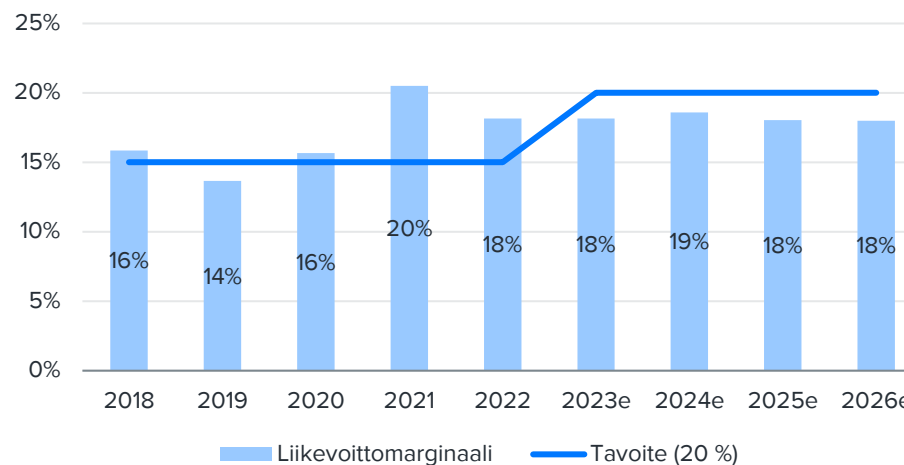
- Marimekon kannattavuus kohosi 2021 yli 20 %:n oli 2022 noin 18 % ja ohjeistus tälle vuodelle on 16-19 %
- Viime aikojen taso on yhtiön historian huipputasoa ja erittäin hyvä myös verrokkeihin nähden
- Uskomme, että Marimekko ei tule lähivuosina yltämään 20 % tasolle, mutta marginaali säilyy lähellä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

- 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**

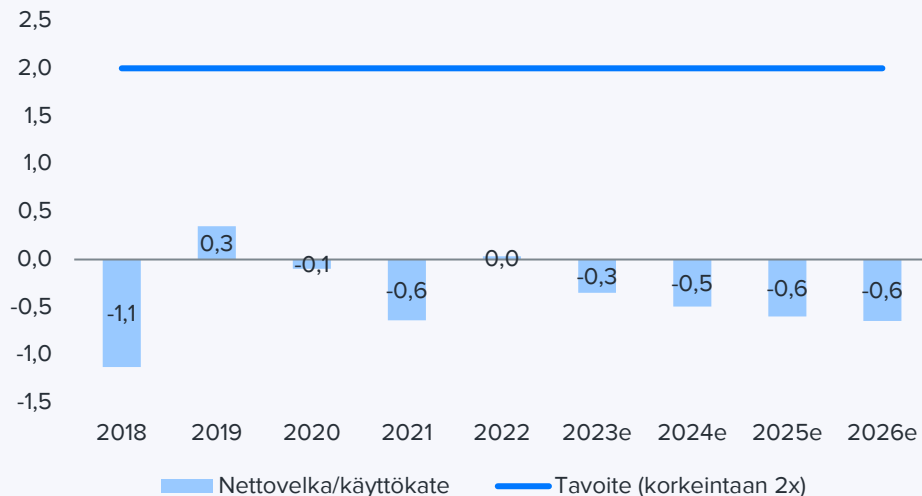


# Taloudelliset tavoitteet 2/2

## Tavoiteltu yli 50 % osingonjakosuhte on keskimäärin ylitetty selkeästi

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 tulevana vuosina.

### Nettovelka/käyttökate\*



### Osingonjakosuhte



\*2018 luku ei ole oikaistu IFRS 16-standardin mukaisesti

# Historiallinen kehitys

## Liikevaihdon kasvu keskimäärin 5 % vuodessa 2007-22, viime vuosina kovempaa kasvua

Marimekon liikevaihto vuonna 2022 oli 167 MEUR, jossa oli hyvä 9 % vuositason kasvu, joskin loppuvuotta kohti kasvuvauhti hiipui monen tekijän summana. Mielestämme Marimekon liikevaihdon kehitystä on pidemmällä aikavälillä hyvä katsoa esim. Ihamuotilan kauden alusta eli 2007 alkaen. 2007-2022 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 2015-22, 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 %, tyyppillisen vuoden ollessa yksinumeroista kasvua. Kaiken kaikkiaan voi sanoa yhtiön olevan selvällä pitkän ajan kasvutrendillä.

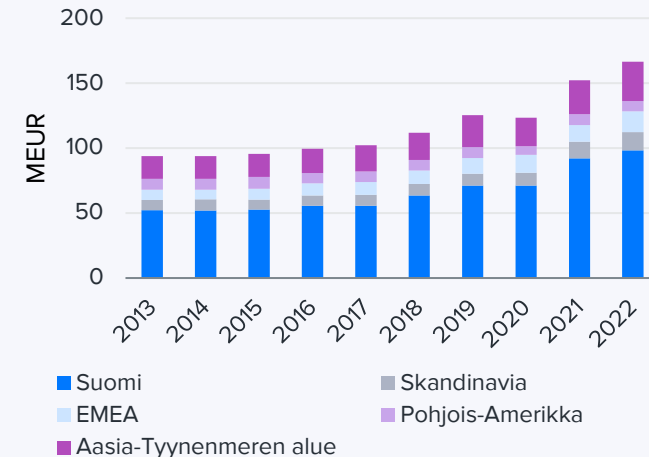
## Liikevoitto ja marginaali hyvällä tasolla

Marimekon 2021-22 saavuttama 30 MEUR liikevoittotaso ja 18-21 % liikevoittomarginaali ovat molemmat huipputasoja yhtiön historiaan nähden. Jos katsomme samaa 2007-2022 jaksoa kuin liikevaihdon suhteen, keskimääräinen marginaali oli noin 13 %. 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 olivat 2022 vain neljä miljoonaa korkeammat kuin 2013, vaikka myynti on kasvanut yli 70 %. 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 oli pitkä heikomman kannattavuuden jakso. Yhtiö on tulostason parantuessa nostanut omaa liikevoittomarginaalitavoitettaan ensin 2018 10 %:sta 15 %:iin ja 2022 edelleen 20 %:iin.

## 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 2022 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 49 % ja nettovelkaantumisaste (gearing) 2 % eli yhtiö on käytännössä nettovelaton 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 vuokralla 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.

## Taseessa ei näy yhtiön arvokkainta omaisuuserää - Marimekko-brändiä

Marimekon taseen loppusumma oli 2022 lopussa 115 MEUR. Suurin erä taseessa oli aineelliset hyödykkeet (35 MEUR), mikä muodostuu pääosin IFRS16-standardin takia kirjatuista vuokralle otetuista käyttöomaisuushyödykkeistä ja

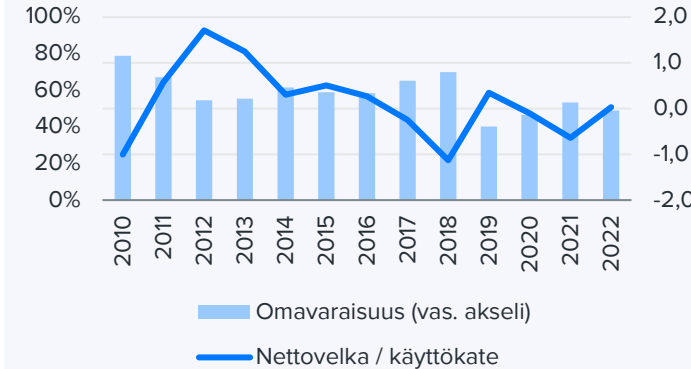
omistetusta käyttöomaisuudesta, joka sisältää pääosin koneita ja kalustoa.

Muut merkittävät taseen varallisuuserät koostuivat rahavaroista (33 MEUR), vaihto-omaisuudesta (34 MEUR) sekä myyntisaamisista ja muista saamisista (12 MEUR). Nämä kolme viimeksi mainittua erää muodostivat 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 tiettyä turvallisuutta sijoittajille.

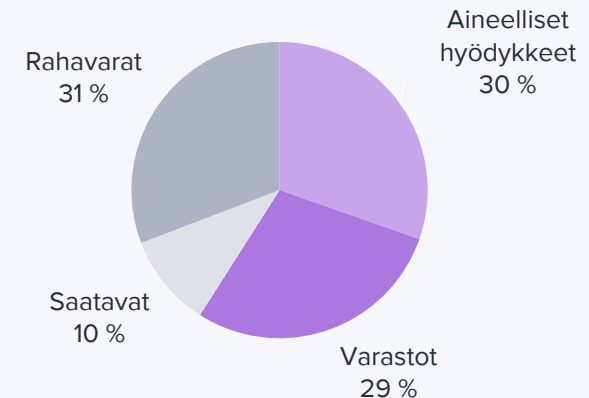
Marimekon taseesta on hyvä huomata, ettei yhtiöllä ole lainkaan liikearvoa ja vain hyvin pieni määrä aineettomia hyödykkeitä (alle 1 MEUR). Meidän mielestämme Marimekko-brändi on yhtiön arvokkain omaisuuserä, mutta siitä ei näy taseessa jälkeäkään. Tämä johtuu siitä, että Marimekko-brändi on yhtiön itsensä alusta asti kehittämä, eikä vuosikymmenien aikana kehitettyä brändiarvoa ole voitu laittaa taseeseen (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 / käyttökate



## Marimekon taseen varat





# 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.

## 2023 pientä liikevaihdon ja tuloksen kasvua

Marimekko ohjeistaa vuoden 2023 liikevaihdon kasvavan ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin olevan 16-19 %. Me ennustamme liikevaihdolle 4 % kasvua, jota ajaa etenkin Aasian ja Pohjois-Amerikan kasvu. Suomen myynnille odotamme pientä positiivista kasvua, vaikka uskomme heikentyvän kuluttajakysynnän heikentävän myös Marimekon kysyntää. Tätä tukee viime vuotta selvästi korkeammat kampanjatoimitukset Suomen tukkukaupassa, jotka ajoittuvat H223:lle. Emme odota merkittäviä muutoksia kulurakenteeseen, mutta hidastuva kasvu ja toisaalta kasvustrategian vaatimat panostukset syövät liikevaihdon kasvun positiivisen vipuvaikutuksen ja näin ollen marginaaliennusteemme on lähes viime vuoden tasoa (18,1 % vs. 18,2 % vuonna 2022). Absoluuttinen liikevoitto kuitenkin paranee hieman 31 MEUR:oon (2022: 30 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, emmekä ennusta niissä oleellisia muutoksia. Näin ollen myös osakekohtainen tulos pysyy noin 0,60 euron tasolla, jossa se oli 2021-22. Vuoden 2022 aikana yhtiön käyttöpääoma kasvoi mm. inflaation ja toimitusketjuhaasteiden takia. Ennustamme käyttöpääoman laskevan vuonna 2023, joka tukee vahvaa kassavirtaa. Investointiennusteemme sisältävät myös vuokrasopimusten uusimiset, mutta varsinaiset investoinnit pysyvät arviomme mukaan pieninä. Tämä tukee vapaa kassavirran parantumista lähes 30 MEUR tasolle.

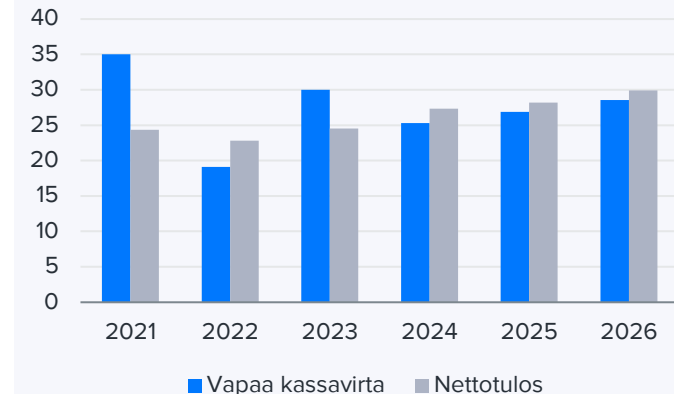
## 2024-25 hieman ripeämpää kasvua

Vuodelle 2024 ennustamme kiihtyvää liikevaihdon kasvua yleisen taloustilanteen parantuessa. 10 % kasvuennusteemme jää kuitenkin yhä selvästi yhtiön 15 % vuosikasvutavoitteesta. Uskomme Aasian kasvun edelleen johtavan kasvua, mutta myös Suomen kasvun piristyvän. 2025 kasvuennusteemme on 6 %, joka sisältää Suomen 4 % kasvun ja kansainvälisen myynnin 9 % kasvun.

Ennustamme marginaalitason paranevan vuonna 2024, mutta pysyvän 18-19 % haarukassa ja siten tuloksen kasvavan liikevaihdon tahdissa noin 35 MEUR:oon 2024 ja 36 MEUR:oon 2025. Osakekohtaisena tuloksena tämä tarkoittaa 0,65-0,70 tulosta 2024-25. Arvioimme investointien ja käyttöpääoman vaihtelun pysyvän pieninä ja vapaan kassavirran olevan 25-30 MEUR eli samaa tasoa kuin nettotulos.



### Vapaa kassavirta ja nettotulos (MEUR)



# Ennusteet 2/2

## Pitkän aikavälin ennusteet

Tarkempien ennustevuosiemme jälkeen arvioimme myynnin kasvun vuosina 2026-2031 olevan 5-7 % vuodessa.

Terminaalikasvuennusteemme on 2 %.

Liikevoittoprosentin arvioimme laskevan vuoden 2026 18 %:sta pitkän aikavälin arvioomme 17 %.

Koska Marimekon kasvustrategia pohjautuu lähinnä kansainväliseen kasvuun kumppaneiden avulla, emme odota investointien nousevan merkittävästi jatkossakaan. Siten vapaa kassavirta kasvaa 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 tulevana vuosina 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 käyttöpääomaan, joten sijoitetun pääoman tuotto investoidulle pääomalle on sekin korkea, joskin sijoitettu uusi pääoma on pientä.

## Yhtiö jakanee lähes kaikki voittonsa osinkoina, tase mahdollistaa myös lisäosingot

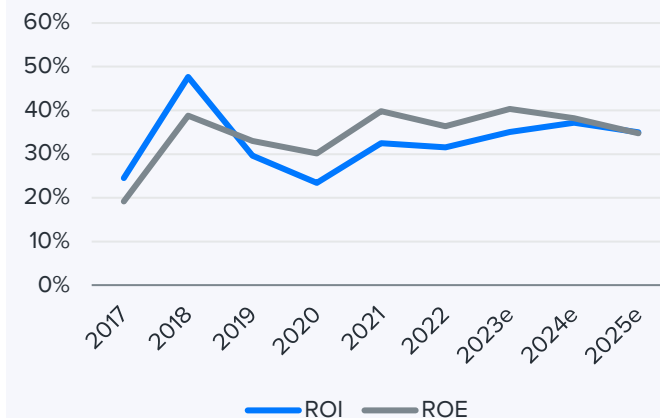
Kuten aiemmin totesimme, yhtiön tavoitteena on jakaa yli 50 % tuloksesta osinkoina, mutta

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 2022 yhtiö ehdottaa 0,34 euron osinkoa, jonka uskomme kasvavan 0,4 euroon vuodelta 2023, 0,5 euroon vuodelta 2024. Näilläkin ennusteilla yhtiö kerryttää kassaa eli lisäosinko jossain vaiheessa näiden lisäksi on mielestämme mahdollinen, ja jopa todennäköinen, jos kassavirtaennusteemme pitävät.

## Osakohtainen tulos ja osinko



## Pääoman tuotot ovat korkeita



# Arvonmääritys 1/3

## Tuotto-/riskisuhde positiivisella puolella

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

Selkeänä riskinä näemme heikentyneen kuluttajaluottamuksen /-kysynnän vaikuttavan Marimekkoon ennusteitamme enemmän. Vuoden 2022 lopun suoritus ja yhtiön näkymät huomioiden, se näyttää kuitenkin pärjäävän kohtuullisen hyvin myös heikommassa markkinatilanteessa. Mikäli kasvu hidastuu, osakkeen arvostuskertoimet todennäköisesti laskevat edelleen, jolloin osake halpenee sekä matalampien ennusteiden että alempien kertoimien vuoksi. Korkeiden marginaalien takia yhtiön operatiivinen vipu on iso, joten liikevaihdon lasku (tai odotuksia pienempi kasvu), näkyisi nopeasti myös tulosrivillä.

## Positiivinen ja negatiivinen skenaario

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

Negatiivisena skenaariona laskemme liikevaihdon

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

## Verrokkeja matalampi arvostus luo potentiaalista nousuvaraa kertoimiin

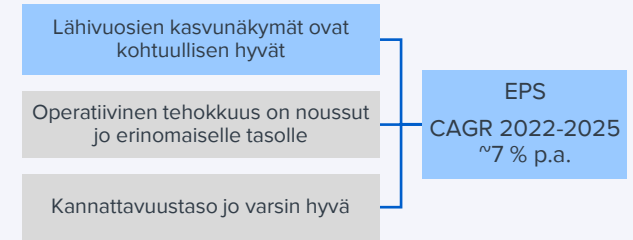
Marimekolla on vaikea löytää identtisiä pörssilistattuja verrokkeja, sillä muotia, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita sisältävä lifestyle-portfolio on melko ainutlaatuinen. Sen lisäksi pieni koko ja keskittyminen Suomeen ja Aasian-Tyynenmeren alueelle tekevät verrokkien löytämisestä haastavaa.

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 tulospohjaisille kertoimille (P/E ja EV/EBIT). Historiallisesti verrokkiryhmän arvostustaso on pysynyt kohtuullisen vakaana ja P/E-kerroin on ollut ~20-25x.

## Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

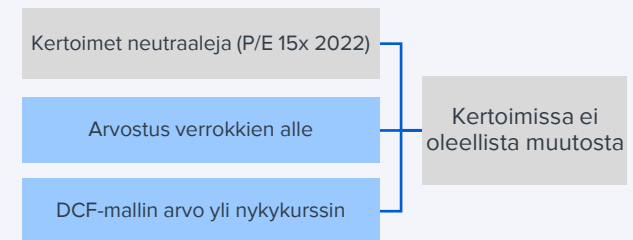
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



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

# Arvonmääritys 2/3

Huomautamme, että verrokkiryhmän 2020 ja 2021 kertoimet eivät ole vertailukelpoisia johtuen koronakriisistä ja sen merkittävistä negatiivisista vaikutuksista monen verrokkiyhtiön tulokuntoon. Selvästi edeltävää vuosikymmentä korkeammista koroista huolimatta, verrokkiryhmän P/E-kerroin on edelleen historiallisessa haarukassa eli vajaat 22x tälle vuodelle ja 19x vuodelle 2024.

Mielestämme Marimekkoa voisi hinnoitella suunnilleen linjassa sen verrokkiryhmän kanssa, vaikka ryhmä onkin melko hajanainen eikä suoraan Marimekkoon rinnastettavaa liiketoimintaa. Historiallisesti Marimekkoa on hinnoiteltu alennuksella verrokkeihin nähden, mutta viime vuosien selvästi parantunut ja mielestämme kestävästi korkeampi tulostaso huomioiden tälle ei ole enää yhtä selkeitä perusteita. Toisaalta Marimekon iso myynnin osuus Suomessa, jossa kuluttajakäynnän näkymät ovat nyt heikot, voisi oikeuttaa hieman verrokkeja alempaan arvostukseen. Marimekko on myös edelleen kokoluokaltaan pieni ja vain yhden brändin yhtiö, joka lisää riskitasoa verrattuna globaaleihin yhtiöihin, jotka toimivat monella brändillä.

Meidän ennusteillamme Marimekon P/E on tänä vuonna reilut 15x ja ensi vuonna noin 14x eli 25-30 % verrokkeja matalampi. Tämä on jo suhteellisen suuri alennus ja lähempänä verrokkeja oleva arvostus voisi olla perusteltua, jos yhtiö pystyy jatkamaan kasvua hyvällä kannattavuudella.

EV/EBIT-kertoimen osalta verrokkiryhmän mediaani on 14,5x tälle vuodelle ja 12,6x ensi vuodelle. Marimekon kertoimet ovat molempina vuosina 20 % verrokkien alapuolella. Myös tämä tukee kertoimissa olevaa nousuvaraa.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet

Marimekkoa on hinnoiteltu pörssissä vuosina 2017-21 noin 25x P/E-kertoimella ja noin 18x EV/EBIT-kertoimella. Korkeita kertoimia tuki matala korkotaso sekä Marimekon nouseva marginaalikehitys, jonka uskottiin jatkuvan. Molemmat näistä ajureista ovat nyt poissa, kun korot ovat nousseet ja Marimekon liikevoittomarginaali on ennusteissamme vakiintumassa vajaan 20 %:n tasolle. Näin ollen nyky-ympäristössä näemme hyväksytyjen arvostuskertoimien olevan P/E-luvun osalta 14-16x ja EV/EBIT-luvun osalta 11-13x. Nämä ovat edellä mainittuja verrokkikertoimia matalammat, joka rajaa kertoimissa näkemäämme nousuvaraa.

Marimekon arvostusta voi haarukoida myös aiemmin arvioimamme lähivuosien 25-30 MEUR:n nettotuloksen/vapaan kassavirran kautta. Tämä kassavirta päätty todennäköisesti pidemmällä aikavälillä osakkeenomistajille osinkoina, sillä emme näe yhtiön tekevän yritysostoja tai isompia investointeja pidemmälläkään aikavälillä. Nykyinen kassavirran taso tarjoaa noin 7 %:n kassavirta/osinkotuoton, joka yhdistettynä maltilliseen tuloskasvuun pitää tuotto-odotuksen 10-15 %:n haarukassa.

Samaan 7 %:n tuottoon päästään kun lasketaan yhtiön oman pääoman tuotto jaettuna vuoden 2023 P/B-luvulla. Ennusteillamme Marimekon oman pääoman tuotto pysyy erittäin hyvällä 30-40 % tasolla lähivuosina, jossa se on ollut viimeiset viisi vuotta. Tuotto voisi olla parempikin, jos yhtiö käyttäisi velkavipua tai ainakin minimoisi kassan määränsä. Emme kuitenkaan odota yhtiön ottavan merkittävästi velkaa tulevaisuudessakaan.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,37	9,37	9,37
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6
Markkina-arvo	381	381	381
Yritysarvo (EV)	367	358	353
P/E (oik.)	15,5	13,9	13,5
P/E	15,5	13,9	13,5
P/Kassavirta	12,7	15,0	14,2
P/B	5,8	4,9	4,5
P/S	2,2	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	8,9	7,8	7,4
EV/EBIT (oik.)	11,7	10,1	9,7
Osinko/tulos (%)	66,3 %	74,3 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,3 %	6,3 %

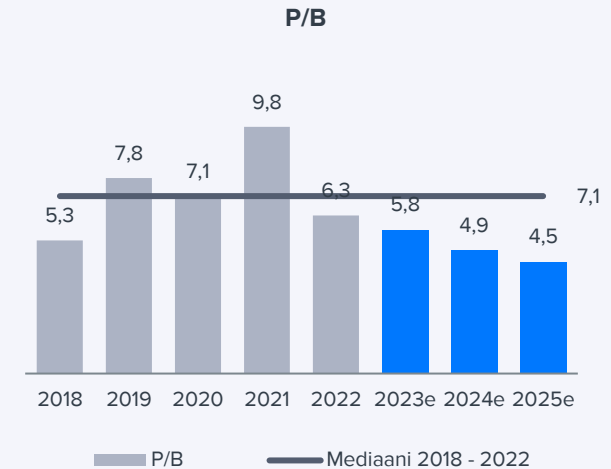
Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/3

## DCF-malli tukee tavoitehintamme

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

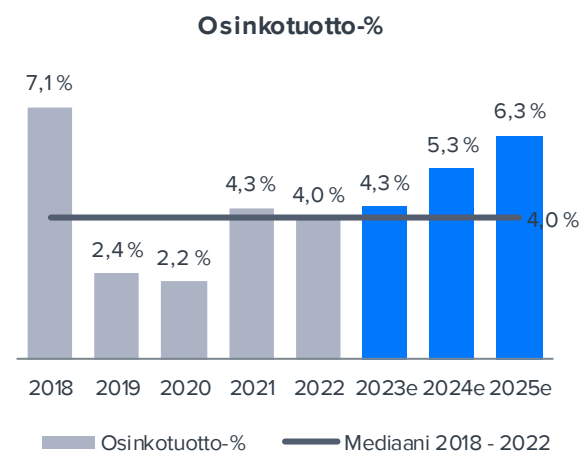
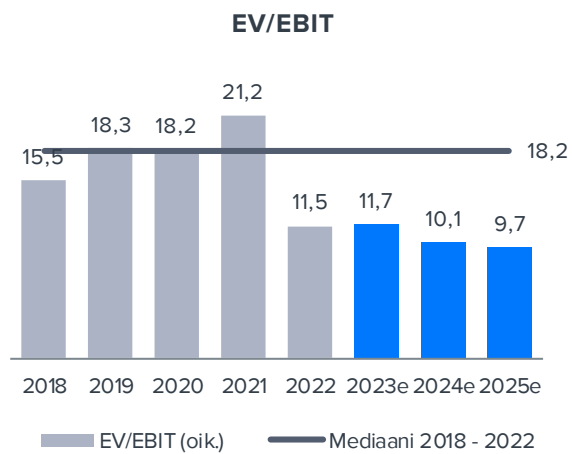
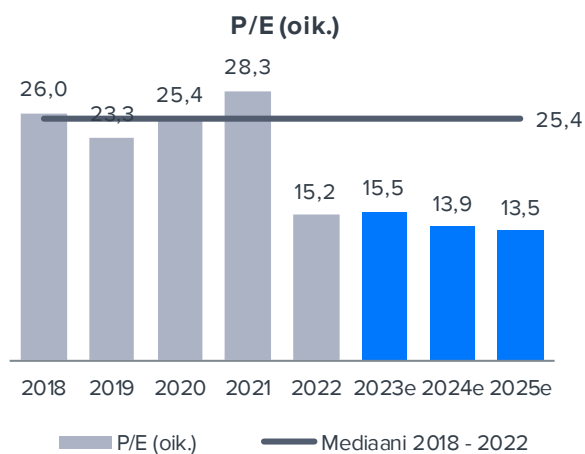
Marimekolle soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 9,1 % ja WACC on niin ikään 9,1 % johtuen yhtiön velattomasta taseesta. Tarkempi DCF-malli löytyy sivulta 34.



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,24	7,48	9,11	16,9	8,60	<b>9,37</b>	<b>9,37</b>	<b>9,37</b>	<b>9,37</b>
Osakemäärä, milj. kpl	40,6	40,6	40,6	40,6	40,6	<b>40,6</b>	<b>40,6</b>	<b>40,6</b>	<b>40,6</b>
Markkina-arvo	213	304	370	689	350	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>
Yritysarvo (EV)	190	314	367	661	351	<b>367</b>	<b>358</b>	<b>353</b>	<b>349</b>
P/E (oik.)	26,0	23,3	25,4	28,3	15,2	<b>15,5</b>	<b>13,9</b>	<b>13,5</b>	<b>12,7</b>
P/E	15,5	23,3	26,9	28,3	15,3	<b>15,5</b>	<b>13,9</b>	<b>13,5</b>	<b>12,7</b>
P/Kassavirta	13,0	14,4	24,4	21,8	37,2	<b>12,7</b>	<b>15,0</b>	<b>14,2</b>	<b>13,3</b>
P/B	5,3	7,8	7,1	9,8	6,3	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>
P/S	1,9	2,4	3,0	4,5	2,1	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
EV/Liikevaihto	1,7	2,5	3,0	4,3	2,1	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	9,4	10,6	11,5	15,3	8,8	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>
EV/EBIT (oik.)	15,5	18,3	18,2	21,2	11,5	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>9,0</b>
Osinko/tulos (%)	109,7 %	56,2 %	59,0 %	120,2 %	60,6 %	<b>66,3 %</b>	<b>74,3 %</b>	<b>85,0 %</b>	<b>85,0 %</b>
Osinkotuotto-%	7,1 %	2,4 %	2,2 %	4,3 %	4,0 %	<b>4,3 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,7 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
PVH Corp	4733	6437	8,4	8,2	6,1	6,0	0,8	0,7	9,5	8,7	0,2	0,2	1,0
VF Corp	8847	14398	13,8	12,6	11,1	10,3	1,3	1,3	11,5	10,8	7,5	5,0	2,8
LVMH	406860	432126	18,7	17,0	15,0	13,8	5,1	4,7	25,4	23,0	1,7	1,9	6,2
Prada	16681	18555	164,7	138,8	92,6	84,9	31,8	29,3	30,3	26,0	0,3	0,3	4,6
H & M	19792	24313	23,0	16,9	8,4	7,4	1,2	1,1	26,6	18,8	4,6	5,0	4,5
Hugo Boss	4555	5286	14,4	12,5	7,2	6,5	1,4	1,3	19,3	16,2	2,1	2,5	3,6
Hermes International	182634	175199	33,0	29,6	29,3	26,3	13,4	12,0	48,2	43,1	0,8	0,9	12,4
Guess?	1143	1444	5,9	5,6	4,7	4,5	0,6	0,6	9,4	6,5	4,1	4,1	3,0
Salvatore Ferragamo	3074	3770	43,4	29,0	14,2	11,8	2,8	2,6	67,2	39,4	1,1	1,9	3,8
Ralph Lauren	7270	7055	9,9	8,9	7,5	6,8	1,2	1,1	14,4	12,6	2,6	2,8	3,3
Inditex	90819	86463	15,6	15,3	10,2	10,1	2,7	2,6	21,7	21,1	4,0	4,2	5,5
Burberry	10700	11258	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	21,6	20,0	2,2	2,4	6,3
Kering	71949	80105	13,3	12,1	10,6	9,7	3,7	3,4	17,8	15,9	2,6	2,9	4,3
<b>Marimekko (Inderes)</b>	<b>381</b>	<b>367</b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>15,5</b>	<b>13,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>28,0</b>	<b>23,6</b>	<b>16,7</b>	<b>15,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>24,8</b>	<b>20,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>14,4</b>	<b>12,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>21,6</b>	<b>18,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-19 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>53 %</b>	<b>45 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>94 %</b>	<b>113 %</b>	<b>36 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>152</b>	<b>36,0</b>	<b>38,0</b>	<b>44,1</b>	<b>48,4</b>	<b>167</b>	<b>34,2</b>	<b>39,1</b>	<b>48,2</b>	<b>51,8</b>	<b>173</b>	<b>190</b>	<b>202</b>	<b>215</b>
Suomi	92,3	18,5	23,0	26,7	30,1	98,2	17,5	22,0	29,5	31,0	100	108	112	117
Skandinavia	12,7	3,0	3,0	3,5	4,5	14,0	3,0	3,0	3,5	4,3	13,8	15,2	15,9	16,7
EMEA	12,9	5,5	3,2	3,7	3,7	16,0	4,0	4,0	4,1	4,4	16,5	18,2	19,6	21,2
Pohjois-Amerikka	8,4	1,8	2,0	1,9	2,3	8,0	2,2	2,3	2,3	2,7	9,5	10,5	11,0	11,5
Aasian-Tyynenmeren alue	26,0	7,3	6,8	8,3	7,9	30,3	7,5	7,8	8,8	9,4	33,5	38,5	43,1	48,3
<b>Käyttökate</b>	<b>43,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>13,4</b>	<b>9,2</b>	<b>39,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>13,0</b>	<b>12,2</b>	<b>41,0</b>	<b>45,8</b>	<b>47,4</b>	<b>49,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-11,9	-2,5	-2,5	-2,3	-2,4	-9,7	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-9,6	-10,4	-10,9	-11,3
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>31,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>	<b>11,1</b>	<b>7,0</b>	<b>30,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,8</b>	<b>31,4</b>	<b>35,4</b>	<b>36,4</b>	<b>38,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>31,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>	<b>11,1</b>	<b>6,8</b>	<b>30,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,8</b>	<b>31,4</b>	<b>35,4</b>	<b>36,4</b>	<b>38,6</b>
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	0,3	0,1	-1,4	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>30,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>11,2</b>	<b>5,4</b>	<b>29,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>10,4</b>	<b>9,6</b>	<b>30,6</b>	<b>34,4</b>	<b>35,4</b>	<b>37,6</b>
Verot	-6,3	-1,5	-1,2	-2,4	-1,3	-6,4	-1,0	-1,1	-2,1	-1,9	-6,1	-7,0	-7,3	-7,7
<b>Nettotulos</b>	<b>24,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>8,9</b>	<b>4,1</b>	<b>22,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>24,5</b>	<b>27,3</b>	<b>28,2</b>	<b>29,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,60</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,22</b>	<b>0,10</b>	<b>0,56</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,20</b>	<b>0,19</b>	<b>0,60</b>	<b>0,67</b>	<b>0,69</b>	<b>0,74</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,60</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,22</b>	<b>0,10</b>	<b>0,56</b>	<b>0,10</b>	<b>0,11</b>	<b>0,20</b>	<b>0,19</b>	<b>0,60</b>	<b>0,67</b>	<b>0,69</b>	<b>0,74</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23e</b>	<b>Q2'23e</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	23,2 %	23,8 %	16,2 %	4,1 %	0,7 %	9,4 %	-5,1 %	2,9 %	9,3 %	7,0 %	4,1 %	9,8 %	6,1 %	6,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	54,7 %	17,9 %	16,9 %	-15,9 %	-7,2 %	-2,6 %	-22,6 %	2,9 %	-4,5 %	41,4 %	3,5 %	12,5 %	3,0 %	6,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	28,3 %	25,3 %	21,6 %	30,4 %	19,0 %	24,0 %	22,0 %	21,1 %	27,0 %	23,6 %	23,7 %	24,1 %	23,4 %	23,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	20,5 %	18,4 %	15,0 %	25,2 %	14,4 %	18,2 %	15,0 %	15,0 %	22,0 %	19,0 %	18,1 %	18,6 %	18,0 %	18,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	16,0 %	14,0 %	12,6 %	20,1 %	8,5 %	13,7 %	11,5 %	11,6 %	17,3 %	14,9 %	14,1 %	14,4 %	13,9 %	13,9 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>35,2</b>	<b>36,1</b>	<b>38,1</b>	<b>39,5</b>	<b>40,6</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,5	0,3	0,5	1,0	1,2
Käyttöomaisuus	33,2	34,6	36,3	37,3	38,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>97,7</b>	<b>78,5</b>	<b>82,0</b>	<b>93,5</b>	<b>102</b>
Vaihto-omaisuus	26,0	33,8	31,2	34,3	36,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,0	12,0	12,5	13,7	14,6
Likvidit varat	59,7	32,7	38,3	45,6	51,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>133</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>133</b>	<b>143</b>

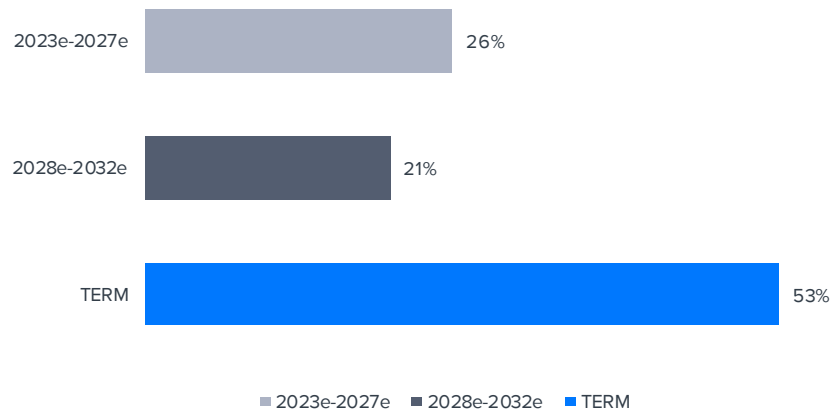
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>70,0</b>	<b>55,4</b>	<b>66,1</b>	<b>77,2</b>	<b>85,0</b>
Osakepääoma	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kertyneet voittovarot	60,9	46,8	57,5	68,6	76,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Muu oma pääoma	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>24,5</b>	<b>25,3</b>	<b>24,0</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>
Laskennalliset verovelat	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	25,3	24,0	23,0	23,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>38,6</b>	<b>34,0</b>	<b>30,0</b>	<b>32,9</b>	<b>34,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	10,3	8,7	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,3	24,8	29,5	32,4	34,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>133</b>	<b>115</b>	<b>120</b>	<b>133</b>	<b>143</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	4,1 %	9,8 %	6,1 %	6,2 %	7,0 %	6,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	18,2 %	18,1 %	18,6 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>30,2</b>	<b>31,4</b>	<b>35,4</b>	<b>36,4</b>	<b>38,6</b>	<b>41,3</b>	<b>41,6</b>	<b>43,6</b>	<b>45,8</b>	<b>48,1</b>	<b>49,1</b>	
+ Kokonaispoistot	9,7	9,6	10,4	10,9	11,3	11,6	12,0	12,3	12,6	11,6	12,2	
- Maksetut verot	-8,6	-6,1	-7,0	-7,3	-7,7	-8,4	-8,4	-8,8	-9,3	-9,7	-9,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-10,8	6,8	-1,4	-1,0	-1,0	-1,2	-1,2	-1,0	-1,1	-1,1	-0,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>20,3</b>	<b>41,5</b>	<b>37,2</b>	<b>38,9</b>	<b>41,0</b>	<b>43,3</b>	<b>43,8</b>	<b>46,0</b>	<b>48,0</b>	<b>48,7</b>	<b>50,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-10,9	-11,5	-11,8	-12,1	-12,4	-12,7	-13,1	-13,3	-8,8	-13,6	-13,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,4</b>	<b>30,0</b>	<b>25,3</b>	<b>26,9</b>	<b>28,6</b>	<b>30,5</b>	<b>30,8</b>	<b>32,7</b>	<b>39,2</b>	<b>35,2</b>	<b>37,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,4	30,0	25,3	26,9	28,6	30,5	30,8	32,7	39,2	35,2	37,6	539
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>27,9</b>	<b>21,6</b>	<b>21,0</b>	<b>20,5</b>	<b>20,1</b>	<b>18,5</b>	<b>18,1</b>	<b>19,8</b>	<b>16,3</b>	<b>16,0</b>	<b>229</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		428	400	379	358	337	317	299	281	261	245	229
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>428</b>										
- Korolliset velat		-34,0										
+ Rahavarat		32,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>427</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumistasite D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,33
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,30 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,1 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,1 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	123,6	152,2	166,5	173,3	190,3	EPS (raportoitu)	0,34	0,60	0,56	0,60	0,67
Käyttökate	31,9	43,1	39,9	41,0	45,8	EPS (oikaistu)	0,36	0,60	0,56	0,60	0,67
Liikevoitto	19,3	31,2	30,2	31,4	35,4	Operat. kassavirta / osake	0,71	0,92	0,50	1,02	0,91
Voitto ennen veroja	17,6	30,7	29,2	30,6	34,4	Vapaa kassavirta / osake	0,37	0,78	0,23	0,74	0,62
Nettovoitto	13,8	24,4	22,8	24,5	27,3	Omapääoma / osake	1,29	1,72	1,36	1,63	1,90
Kertaluontoiset erät	-0,8	0,0	-0,2	0,0	0,0	Osinko / osake	0,20	0,72	0,34	0,40	0,50
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	114,4	132,9	114,6	120,1	133,0	Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	23 %	9 %	4 %	10 %
Oma pääoma	52,3	70,0	55,4	66,1	77,2	Käyttökateen kasvu-%	8 %	35 %	-7 %	3 %	12 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	18 %	55 %	-3 %	3 %	13 %
Nettovelat	-3,2	-27,4	1,3	-14,3	-22,6	EPS oik. kasvu-%	12 %	67 %	-6 %	7 %	12 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	25,8 %	28,3 %	24,0 %	23,7 %	24,1 %
Käyttökate	31,9	43,1	39,9	41,0	45,8	Oik. Liikevoitto-%	16,3 %	20,5 %	18,2 %	18,1 %	18,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	-1,3	-10,8	6,8	-1,4	Liikevoitto-%	15,7 %	20,5 %	18,2 %	18,1 %	18,6 %
Operatiivinen kassavirta	28,7	37,3	20,3	41,5	37,2	ROE-%	30,2 %	39,8 %	36,4 %	40,4 %	38,2 %
Investoinnit	-13,3	-4,3	-10,9	-11,5	-11,8	ROI-%	23,4 %	32,5 %	31,5 %	35,0 %	37,2 %
Vapaa kassavirta	15,2	31,6	9,4	30,0	25,3	Omavaraisuusaste	45,7 %	52,7 %	48,3 %	55,1 %	58,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-6,1 %	-39,2 %	2,3 %	-21,6 %	-29,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,0	4,3	2,1	2,1	1,9						
EV/EBITDA (oik.)	11,5	15,3	8,8	8,9	7,8						
EV/EBIT (oik.)	18,2	21,2	11,5	11,7	10,1						
P/E (oik.)	25,4	28,3	15,2	15,5	13,9						
P/B	7,1	9,8	6,3	5,8	4,9						
Osinkotuotto-%	2,2 %	4,3 %	4,0 %	4,3 %	5,3 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Lisätietoja 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
15.8.2019	Lisää	32,00 €	28,70 €
14.10.2019	Lisää	33,00 €	29,50 €
6.11.2019	Lisää	40,00 €	37,40 €
14.2.2020	Lisää	42,00 €	40,00 €
25.3.2020	Lisää	27,00 €	23,90 €
14.5.2020	Lisää	25,00 €	21,90 €
17.8.2020	Lisää	33,00 €	29,65 €
21.9.2020	Lisää	40,00 €	37,05 €
9.11.2020	Lisää	42,00 €	39,00 €
11.12.2020	Lisää	47,00 €	44,50 €
19.2.2021	Lisää	55,00 €	51,10 €
21.5.2021	Lisää	62,00 €	57,10 €
20.8.2021	Lisää	80,00 €	74,30 €
4.11.2021	Lisää	80,00 €	75,50 €
Analytiikko vaihtuu			
19.1.2022	Vähennä	75,00 €	75,40 €
16.2.2022	Vähennä	75,00 €	77,00 €
Osakesplit 1:5			
16.5.2022	Lisää	14,00 €	12,10 €
Analytiikko vaihtuu			
3.8.2022	Vähennä	14,00 €	13,16 €
18.8.2022	Vähennä	13,00 €	12,02 €
15.9.2022	Lisää	11,00 €	9,30 €
3.11.2022	Lisää	10,00 €	8,60 €
17.2.2023	Lisää	10,00 €	9,15 €
10.3.2023	Lisää	10,00 €	9,37 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**