

Marimekko

Laaja raportti

19.01.2022 08:00



Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Hintalappu noussut luksuskategoriaan

Tarkistamme Marimekon tavoitehintamme 75,0 euroon (aik. 80,0e) ja laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää). Yhtiön liiketoiminta on viimevuosien aikana saatu viritettyä hurjaan iskuun ja Marimekon brändi sekä kilpailukyky ovat mielestämme vahvempia kuin koskaan. Tämä on heijastunut ennätysvahvan tuloksen lisäksi myös osakekurssiin ja arvostustaso on kivunnut historiallisen korkealle. Ennustamamme lähivuosien tuloskasvun väliaikainen hyytyminen yhdessä korkeiden arvostuskertoimien kanssa painavat osakkeen riski/tuotto-suhteen mielestämme tällä hetkellä riittämättömäksi. Jäämmekin odottamaan merkkejä tuloskasvun jatkumisesta ja/tai arvostuskertoimien laskusta.

Kilpailukyyn nosto ja brändin kirkastaminen ovat nostaneet yhtiön liikevaihdon ja tuloksen ennätystasolle

Marimekko on tehnyt viime vuosina sekä kansainvälisen kilpailukyyn noston että brändin houkuttelevuuden osalta erittäin hyvää työtä. Organisaatiomuutokset, kiinteiden kulujen leikkaaminen, tuoteportfolion terävöittäminen, suhteellisen myyntikatteen parantuminen ja liikevaihdon kasvu ovat siivittäneen yhtiön lähes 40 %/v tuloskasvuun 2016-2021. Marimekko-brändin uusi raikas suunta ja onnistuneet uudet mallistot ovat tuoneet yhtiön ympärille positiivista virettä ja brändi on mielestämme vahvempi ja ajankohtaisempi kuin koskaan. Marimekon strategiakauden 2018-2022 tavoitteena on ollut laajentaa yhtiön brändiä niche-kategoriasta puhuttelemaan laajempaa asiakaskuntaa ja tässä yhtiö on onnistunut hyvin. Tulevien vuosien kasvustrategia nojaa ulkomaille (erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueelle) missä yhtiö panostaa partnerivetoiseen kasvuun ja verkkomyynnin lisäämiseen.

Tuloskasvussa otetaan arviomme mukaan nyt vahvan spurtin jälkeen parin vuoden tauko

Marimekon lähivuosien näkymät ovat vahvat ja yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa tervettä kasvuun. Kasvun keskeiset ajurit ovat brändin vahva vetovoima, laajemman kohdeyleisön puhuttelemiseen kehitetyt mallistot, globaaliin bränditunnettuuden kasvu ja lifestyle-valikoiman laajentaminen sekä kansainvälisen kasvustrategian eteen tehdyt panostukset. Kannattavuuden osalta tilanne on kaksijakoinen. Yhtiön kannattavuus ei ole ikinä ollut näin korkea (2021e EBIT: 21 %). Näkemyksemme mukaan nykyinen kannattavuus ei ole pitkällä aikavälillä kestävä, mitä indikoi myös yhtiön oma selvästi alhaisempi pitkän aikavälin tavoitetaso (EBIT 15 %). Lähdemmekin ennusteistamme siitä, että lähivuosina kannattavuus normalisoituu lähemmäs yhtiön tavoitetasoa ja toimialan pitkän ajan keskiarvoa, mikä vaikeuttaa tuloskasvua nykyiseltä ennätysvahvalta tasolta, vaikka liikevaihto kasvaisikin hyvin. Tämän seurauksena odotamme tuloskasvun jäävän 2022-2023 osalta nollan tuntumaan. Osingonjako pysyy tuttuun tapaan vuolaana, johtuen pienestä investointitarpeesta.

Nykyarvostus vaatii taakseen vahvempaa tuloskasvua

Marimekon tuotto-odotusta haarukoidessa keskeinen kysymys on tuloskasvunäkymä. Arvostustaso on kurssinousun seurauksena kivunnut lähelle ennätystasoa (P/E 2021e: 26x; 2022e: 28x) ja historiallinen alennus suhteessa verrokkiryhmään on kääntynyt preemioksi. Vaikka yhtiön laatu onkin kiistatta parantunut merkittävästi nykyjohdon alaisuudessa, alkaa arvostus olla hyvin haastava ja pitkällä aikavälillä näemme yhtiön hyväksyttävän arvostustason olevan nykyistä alhaisempi. Näin ollen lähivuosien tuotto-odotus nojaakin tuloskasvuun. Koska ennustamme lähivuosien tuloskasvun olevan nollan tuntumassa, on meidän vaikea nähdä osakkeelle selkeitä ajureita ylöspäin seuraavan 12kk aikana. Mikäli yhtiö kykenee ennusteidemme vastaisesti jatkamaan nykyisenkaltaisen kannattavuuden ylläpitämistä tai kasvamaan ennusteistamme nopeammin, muuttuisi arvostuskuva houkuttelevammaksi. Nykyisten ennusteidemme valossa osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme kuitenkin heikoksi.

Suositus

Vähennä

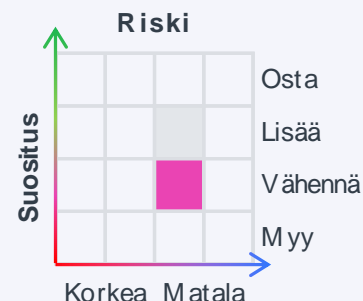
(aik. Lisää)

75,00 EUR

(aik. 80,00 EUR)

Osakekurssi:

75,40



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	124	147	161	174
kasvu-%	-1 %	19 %	9 %	8 %
EBIT oik.	20,2	30,4	28,0	28,9
EBIT-% oik.	16,3 %	20,6 %	17,4 %	16,6 %
Nettotulos	13,8	23,7	21,8	22,5
EPS (oik.)	1,80	2,93	2,68	2,78
P/E (oik.)	25,3	25,8	28,1	27,1
P/B	7,0	8,9	8,1	7,3
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,4 %	2,4 %	2,5 %
EV/EBIT (oik.)	18,2	19,6	21,0	20,1
EV/EBITDA	11,5	14,0	14,6	13,9
EV/Liikevaihto	3,0	4,0	3,7	3,3

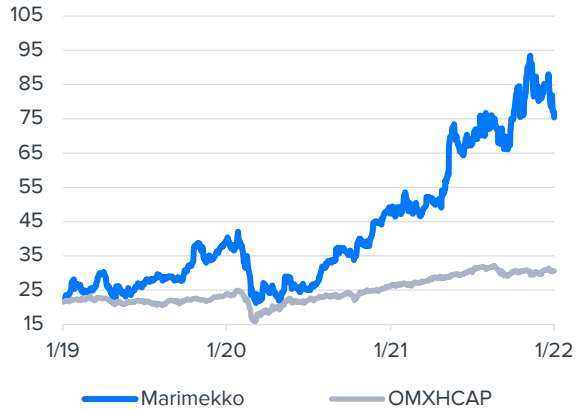
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

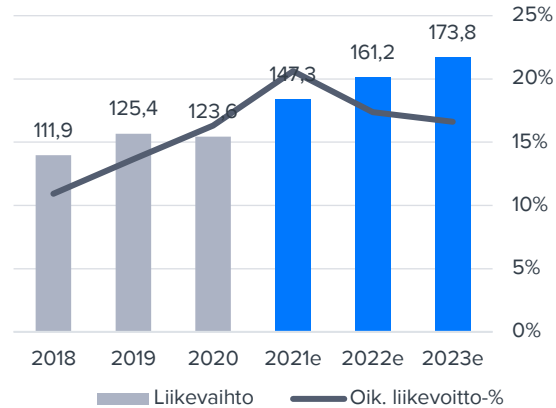
Marimekko-konsernin liikevaihdon arvioidaan vuonna 2021 kasvavan edellisvuodesta (2020: 123,6 MEUR). Vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin arvioidaan olevan edellisvuotta korkeampi (2020: 16,3 %).

Osakekurssi



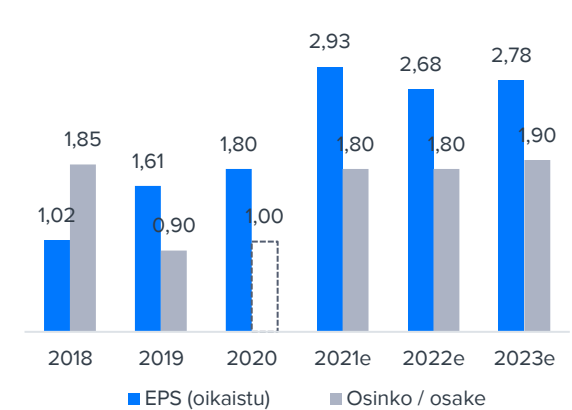
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

* Hallitus valtuutettiin päättämään vuoden 2020 osingosta, joka voi olla enintään 1,00 euroa per osake (2019: 0,90) eli 59 % tuloksesta, mutta hallitus ei ole tehnyt päätöstä osingon jaosta.



Arvoajurit

- Kirkastettu brändi, uudet mallistot ja brändin ympärillä vallitseva hyvä noste
- Näyttävät yhteistyökuviot ovat tuoneet uutta kansainvälistä tunnettuutta
- Kasvun kautta tulevat skaalaedut luovat tuloskasvupotentiaalia
- Lisensointiliiketoiminnassa hyödyntämätöntä potentiaalia
- Verkkokaupan ja myymäläkohtaisen myynnin kasvu
- Yhtiöllä on erittäin vahva asema kotimarkkinoilla Suomessa ja ulkomailla on paljon kasvupotentiaalia



Riskitekijät

- Koronaviruksen aiheuttamat myymälöiden sulkemiset ja kulutusksynnän lasku
- Kustannuskilpailukyvyyn säilyttäminen globaaleilla tiukasti kilpailuilla kuluttajamarkkinoilla
- Brändin houkuttelevuus ja pysyminen relevanttina yli syklien
- Harmaavientiin liittyvät riskit lisääntyvät, kun yhtiö kansainvälistyy ja brändin kiinnostavuus kasvaa
- Globaalien toimitusketjujen ongelmat ja raaka-aineflaatio
- Tulostaso on nyt historiallisen korkea ja osakekurssi hinnoittelee hyvän kehityksen jatkumista. Onko viime vuosina nähty kannattavuustaso kestäväällä pohjalla?

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	75,4	75,4	75,4
Osakemäärä, milj. kpl	8,11	8,11	8,11
Markkina-arvo	611	611	611
Yritysarvo (EV)	596	589	581
P/E (oik.)	25,8	28,1	27,1
P/E	25,8	28,1	27,1
P/Kassavirta	28,8	27,4	26,9
P/B	8,9	8,1	7,3
P/S	4,2	3,8	3,5
EV/Liikevaihto	4,0	3,7	3,3
EV/EBITDA (oik.)	14,0	14,6	13,9
EV/EBIT (oik.)	19,6	21,0	20,1
Osinko/tulos (%)	61,5 %	67,1 %	68,4 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,4 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-10
Marimekko-myymälät	s. 11-12
Historiallinen kehitys	s. 13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 16-17
Toimintaympäristö ja kilpailutilanne	s. 18-21
Taloudellinen tilanne	s. 22-23
Ennusteet	s. 24-26
Arvonmääritys	s. 27-32
Sijoitusprofiili	s. 33-36
Liitteet ja yhteenveto	s. 37-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 40

Marimekko lyhyesti

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

1951

Perustamisvuosi

610 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssi 75 euroa)

152 Marimekko-myymälää (Q3'21)

Myyvälöitä 15 eri maassa ja verkkokauppa 35 maassa

147 MEUR (+19 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021e

30,4 MEUR (+51 % vs. 2020)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2021e (EBIT 20,6 %)

398

Henkilöstö vuonna 2021 keskimäärin

41 %

Kansainvälisen myynnin osuus liikevaihdosta 1-9/2021

Uusi strategiakausi 2018-2022

Keskittyminen laajempaan globaaliin asiakaskuntaan, vahvemman kasvun hakeminen, hankintaketjun skaalaetujen hyödyntäminen, verkkokaupan ja myymälöiden tehokkuuden parantaminen.

Kilpailukyvyyn ja kannattavuuden nosto 2016-2018

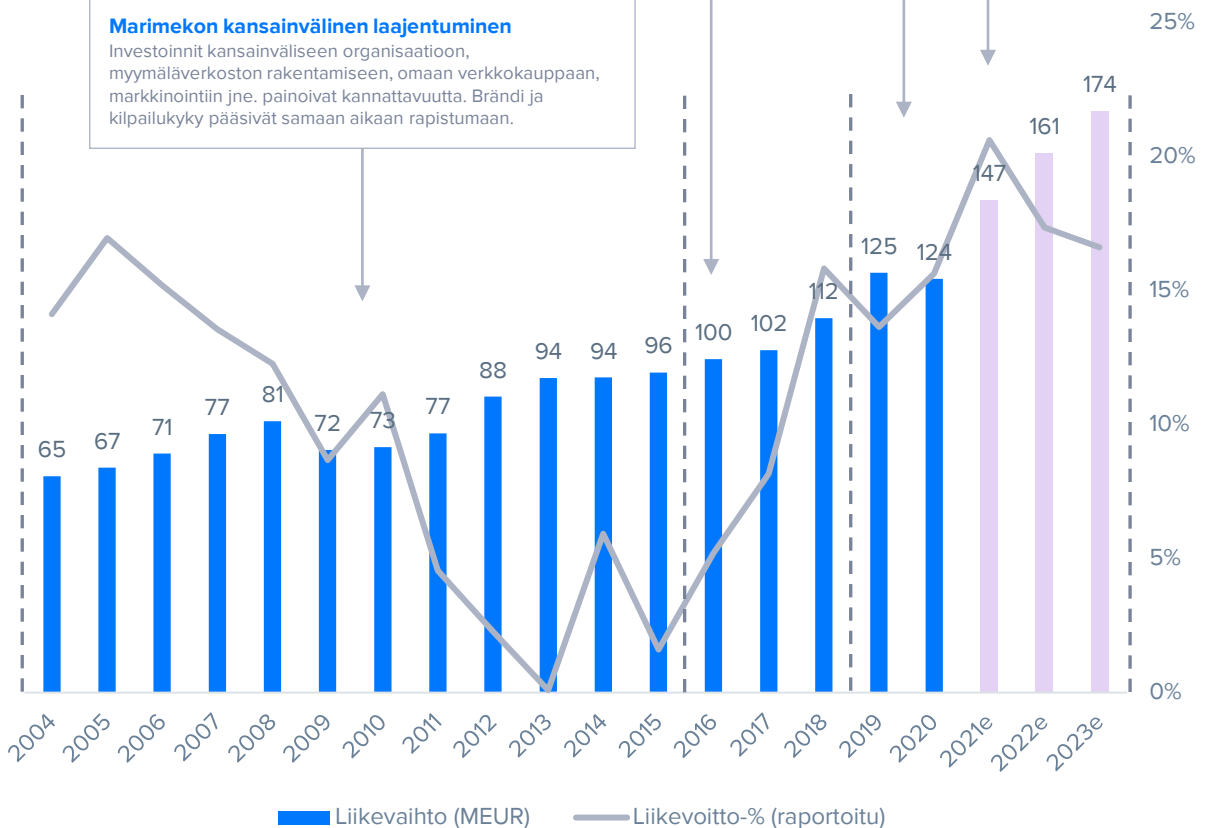
Uusi johtoryhmä, toiminnan uudelleenorganisointi, yt-neuvottelut, brändin uudelleen elävöittäminen, uudet mallistot ja pääkonttorin myynti. Marimekko takaisin "cooliksi". Kannattavuuteen huomattava tasokorjaus ylöspäin ja liikevaihto vahvempaan kasvuun.

Marimekon kansainvälinen laajentuminen

Investoinnit kansainväliseen organisaatioon, myymäläverkoston rakentamiseen, omaan verkkokauppaan, markkinointiin jne. painoivat kannattavuutta. Brändi ja kilpailukyky pääsivät samaan aikaan rapistumaan.

Koronapandemia 2020-2021

Marimekko suoriutui muotialaa rajusti koetelleesta pandemiasta erinomaisin arvosanoin toisin kuin useat muut alan toimijat. Yhtiö tekee 70 v. juhluvuotenaan (2021) toimintahistoriansa parhaimman liikevaihdon ja tuloksen.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Lifestyle-designyritys

Marimekko on vuonna 1951 perustettu lifestyle-designyritys, jonka toiminnan ydin on yksilöllisten, käytännöllisten ja kauniiden kuluttajatuotteiden suunnittelu ja valmistus. Tuoteportfolioon kuuluu vaatteita, laukkuja, asusteita sekä kodintuotteita astioista sisustustekstiileihin. Vuonna 2020 Marimekon liikevaihto oli 124 MEUR (2019: 125 MEUR), vertailukelpoinen liikevoitto oli 20,2 MEUR (2019: 17,1 MEUR) ja henkilöstömäärä oli keskimäärin 434 kpl (2019: 442 kpl).

Marimekko-myymlöitä noin 150 kpl

Marimekko-tuotteita myydään noin 40 maassa. Yhtiön tärkeimmät myyntikanavat ovat Marimekko-myymlät, joita oli Q3'21 lopussa yhteensä 152 kpl sekä verkkokauppa, joka tavoittaa asiakkaita 35 maassa. Marimekolla on omia vähittäismyymlöitä 50 kpl ja loput ovat jälleenmyyjäomisteisia. Keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Marimekko julkaisee arviota kaikkien Marimekko-tuotteiden myynnistä kuluttajahinnoin mitattuna ja käyttää tästä termiä ”Brändimyynti”. Brändimyynti vuonna 2020 oli 286 MEUR (2019: 251 MEUR). Brändimyynti lasketaan lisäämällä yhtiön oman vähittäiskaupan liikevaihtoon muiden jakelijoiden arvioitu Marimekko-tuotteiden vähittäismyyntiarvo.

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 Contemporary-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 leveroiminen moneen eri tuotekategoriaan 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.

Marimekon pääkonttori sijaitsee Helsingin Herttoniemessä. Herttoniemessä yhtiöllä on oma kangaspaino, missä painetaan metreittäin myytäviä sisustuskankaita sekä osa vaatteissa, laukuissa ja kodintuotteissa käytettävistä kankaista. Sen lisäksi yhtiöllä on kattava valmistajaverkosto, joka tekee tuotteita alihankintana. Suurin osa Marimekon tuotteista valmistetaan EU:ssa (~60 %) ja ~40 % EU:n ulkopuolella.

Kolme eri tuotelinjaa

Marimekolla on kolme tuotelinjaa: 1) Muoti 2) Kodintuotteet 3) Laukut & Asusteet. Vuonna 2020 liikevaihto jakautui seuraavasti: Muoti 32 %, Kodintuotteet 46 %, Laukut & Asusteet 22 %. Muoti-tuotelinja sisältää vaatteita pääasiassa naisille. Joitain tuotteita tehdään myös miehille ja

lapsille, mutta Marimekon mittakaavassa näiden osuus on pieni. Kodintuotteet-tuotelinja sisältää kankaita, astioita, sisustus-, keittiö-, makuuhuone- ja kylpyhuonetuotteita. Laukut & Asusteet-tuotelinja sisältää mm. huiveja, hattuja, kenkiä, lompakoita, käsilaukkuja, reppuja jne.

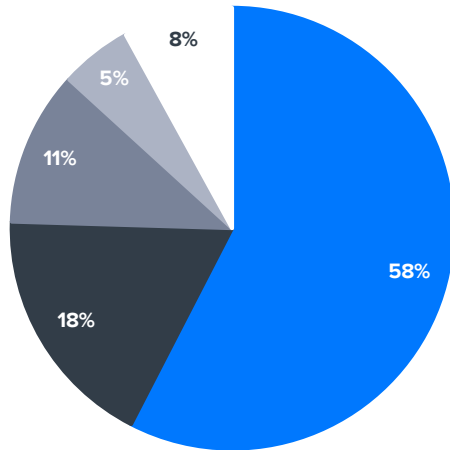
Päämarkkina-alue on Suomi

Marimekon päämarkkina on Suomi (2020: 58 % liikevaihdosta). Toiseksi suurin markkina on Aasia-Tyynenmeri (2020: 18 % liikevaihdosta). Aasian-Tyynenmeren alueella varsinkin Japani on yhtiölle merkittävä markkina. Kolmanneksi suurin markkina on EMEA (2020: 11 % liikevaihdosta). Viimeisen kymmenen vuoden ajan Marimekko on tehnyt vahvoja kansainvälistymisponnisteluja etenkin Aasian-Tyynenmeren alueelle ja saanut sitä kautta vähennettyä Suomi-riippuvuuttaan. Aasian-Tyynenmeren painoarvo alkoi kasvaa vauhdilla vuonna 2006, kun ensimmäiset Marimekko-myymlät avattiin Japaniin. Tämän jälkeen seuraava kasvuharppaus ulkomaille tuli 2011-2013 aikana, kun yhtiö kasvatti merkittävästi myymälöiden ja shop-in-shopien määrää Pohjois-Amerikassa.

Vuoden 2020 liikevaihdosta 42 % tuli ulkomailta, kun vuonna 2010 vastaava luku oli 35 %. Marimekon kasvustrategia nojaa tällä hetkellä vahvasti Aasian-Tyynenmeren partnerivetoiseen vähittäiskauppaan, verkkomyyntiin ja olemassa olevien myymälöiden myyntiin kasvattamiseen ja partnerivetoisten Marimekko-myymlöiden määrän lisäämiseen. Kotimarkkina on kuitenkin yhtiölle nyt ja tulevaisuudessa erittäin tärkeä.

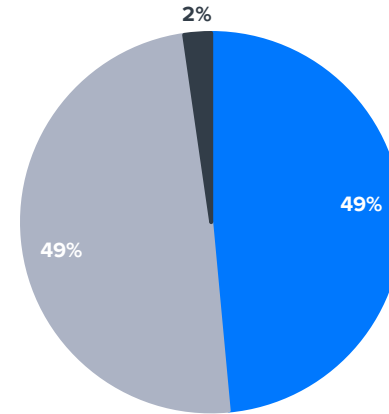
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liikevaihto maa-alueittain (2020)



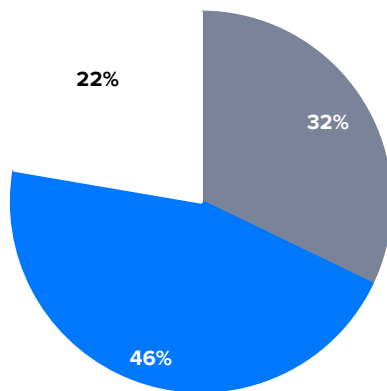
■ Suomi ■ APAC ■ EMEA ■ Pohjois-Amerikka ■ Skandinavia

Liikevaihto myyntikanavoittain (2020)



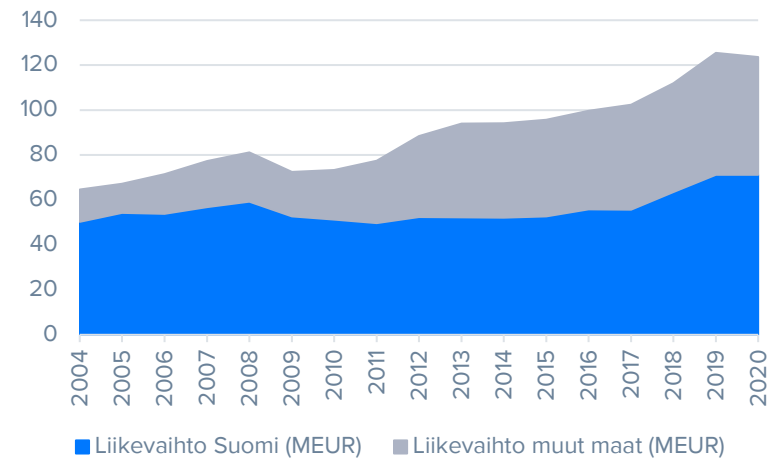
■ Vähittäismyynti ■ Tukkumyynti ■ Lisenssitulot

Liikevaihto tuotelinjoittain (2020)



■ Muoti ■ Kodintuotteet ■ Laukut & asusteet

Liikevaihto Suomi vs. muut maat



■ Liikevaihto Suomi (MEUR) ■ Liikevaihto muut maat (MEUR)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Marimekko-myymlät ja verkkokauppa ovat tärkeimmät myyntikanavat

Vähittäismyynti: Vuoden 2020 liikevaihdosta 49 % tuli vähittäismyynnistä. Vähittäismyynniksi lasketaan kaikkien yhtiön omien Marimekko-myymlöiden (2020: 38 kpl) sekä omien outlet-myymlöiden (2020: 13 kpl) ja Marimekon oman verkkokaupan kautta tapahtuva myynti.

Tukkumyynti: Vuoden 2020 liikevaihdosta 49 % tuli tukkumyynnistä, mikä tarkoittaa tukkumyyntiä jälleenmyyjäomisteisiin Marimekko-myymlöihin (2020: 72 kpl), jälleenmyyjäomisteisiin shop-in-shopeihin (2020: 31 kpl) ja muihin myyntikanaviin (esim. tavarataloihin). Jälleenmyyjillä Aasiassa on myös Marimekko-verkkokauppoja, joihin myynti sisältyy tukkumyyntiin.

Lisenssimyynti: Vuoden 2020 liikevaihdosta 2 % tuli lisenssimyynnistä. Marimekolla on sekä brändiyhteistöitä että perinteisempää lisensointiliiketoimintaa monien yhtiöiden kanssa, joista viimeisimpiä esimerkkejä ovat yhteistyöt japanilaisen vaatebrändi Uniqlon, yhdysvaltalaisen kosmetiikkabrändi Cliniquen ja saksalaisen urheiluvaatebrändi Adidaksen kanssa. Muita tunnettuja yhteistöitä Marimekolla on ollut mm. Targetin, Finnairin ja Conversein kanssa.

Lisensointiliiketoiminta on Marimekolle erittäin kannattavaa, mutta yhtiöllä on hyvin tarkat kriteerit siitä, kenen kanssa yhteistyökuvioihin lähdetään. Tämän takia se tuo hyvin pienen osan konsernin liikevaihdosta. Mielestämme tässä liiketoiminnassa on paljon realisoimatonta potentiaalia, mutta yhtiö on historiassa ollut melko suojelevainen mihin tuotteisiin ja minkälaisissa yhteyksissä Marimekon kuvioita ja nimeä voidaan käyttää ettei brändi

pääse ”romuttumaan”. Viime vuosina tehdyt yhteistyöt ovat mielestämme olleet erittäin onnistuneita ja Marimekko on tavoittanut esim. Uniqlon ja Adidaksen kautta uusia asiakaskuntia.

Verkkokauppa: Marimekko on viime vuosina panostanut verkkokauppaliiketoimintaansa, mutta sitä kautta tulevaa liikevaihtoa yhtiö ei ole kertonut markkinoille. Oman verkkokaupan kautta tapahtuva myynti sisältyy yhtiön Vähittäismyyntiin. Yhtiö aloitti kansainvälisen verkkokauppansa rakentamisen vuonna 2011 Yhdysvalloista. Suomessa verkkokauppa avautui vuonna 2012. Verkkokauppaa laajennettiin erityisesti vuosien 2015-2018 aikana ja nykyään Marimekon verkkokauppa palvelee asiakkaita 35 maassa. Kun koronapandemia sulki Marimekon liikkeet tilapäisesti keväällä 2020, nojasi yhtiön vähittäismyynti lähes täysin verkkokauppaan. Yhtiö myy tuotteitaan myös 3. osapuolten verkkokaupoissa (mm. Zalando).

Suunnittelu ja tuotekehitys

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.

Tuotteiden suunnittelun lisäksi Marimekon myymäläkonseptien suunnittelu (online ja offline) on myös tärkeässä osassa yhtiön brändin

viestimisen kannalta. Myymälöiden tulee olla asiakkaille paikkoja, joissa he voivat kokea Marimekon lifestyle-konseptin. Myymälöistä pyritään rakentamaan inspiroivia kohtauspaikkoja ja niiden tulee puhutella asiakkaita.

Hankinta ja valmistus

Suomi on Marimekolle edelleen tärkeä valmistusmaa, vaikka yhtiö on viime vuosina ulkoistanut laatu- ja kustannussyistä paljon tuotantoaan ulkomaille. Marimekon omassa kangaspainossa Herttoniemessä painetaan Marimekon metreittäin myytävät sisustuskankaat ja osa vaatteissa, laukuissa ja kodintuotteissa käytettävistä kankaista. Painokangas ja siihen liittyvä suunnitteluosaaminen ovat aina olleet Marimekon liiketoiminnan ytimessä. Omalla kangaspainolla on myös tärkeä rooli tuotekehityksessä ja vastuullisuustyössä.

Oman kangaspainon lisäksi osaava valmistajaverkosto tekee tuotteita alihankintana. Noin 60 % Marimekon tuotteista valmistetaan EU:ssa ja noin 40 % EU:n ulkopuolella. Suurimpia valmistusmaita ovat Portugali, Kiina, Viro, Thaimaa, Liettua ja Suomi. Monipuolisen hankintaketjun avulla yhtiö voi tarjota asiakkaille laajan ja laadukkaan tuotevalikoiman riippumatta siitä, missä tuotteet valmistetaan. Hyvät ja osaavat sopimusvalmistajat ovat avainasemassa Marimekon kilpailukyvyssä. Useat yhtiön käyttämistä sopimusvalmistajista ovat pitkäaikaisia kumppaneita. Yhtiö tekee itse ja järjestöjen kautta auditointeja ja tällä tavalla pyrkii varmistamaan tuotteiden laadun ja tuotannon vastuullisuuden.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Hankinnan ja valmistuksen skaalaedut

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 päin 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. Marimekko on viimeiset kymmenen vuotta hakenut kasvua ulkomailta, mikä toisi suuremman kokoluokan mukana skaalaetuja. Yhtiö on myös karsinut SKU-määriä ja keskittynyt hyvin liikkuviin tuotteisiin/tuoteryhmiin, jotta pienimmistä tilausmääristä päästäisiin eroon.

Jakelu ja markkinointi

Marimekon jakelustrategian ytimessä ovat Marimekko-myyvälät ja verkkokauppa. Nämä ovat yhtiön tärkeimmät markkinointikanavat ja niiden tehtävä on tuoda brändiä tunnetuksi kuluttajille. Yhtiön jakeluverkosto koostuu sekä omista että jälleenmyyjävetoisista Marimekko-myyvälöistä, ja -verkkokaupasta, jälleenmyyjävetoisista shop-in-shopeista sekä muista jälleenmyyjistä, joihin kuuluu tavarataloja, erikoisliikkeitä ja e-talereita.

Marimekko-myyvälöitä avautui 2000-luvun alussa kiihtyvään tahtiin. Vuoden 2016 jälkeen yhtiö on hieman rauhoittanut avaamistahtia ja alkanut panostaa entistä enemmän verkkokauppaan, jonka rooli on kasvava. Pääosa uusista myyvälöistä on viime vuosina sijoittunut Aasian-Tyynenmeren alueelle, mikä on yhtiölle tärkeä

strateginen kasvualue. Vuoden 2020 lopussa Marimekolla oli yhteensä 51 omaa myyvälää, joiden liikevaihto lasketaan yhtiön ilmoittamaan ”Vähittäismyyntiin”, joka oli 60 MEUR.

Nyrkkisääntönä voidaan todeta, että Marimekon omat myyvälät tekevät keskimäärin noin 1 MEUR liikevaihtoa vuodessa (per myyvälä).

Myyväläverkoston laajentamisen pääpaino on nykyään jälleenmyyjäomisteisten Marimekko-myyvälöiden avaamisessa erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella. Yhtiö on ilmaissut vuoden 2021 tavoitteeksi avata 5-10 uutta myyvälää ja shop-in-shopia, kun niitä oli vuoden 2020 lopussa yhteensä 154 kpl. Jälleenmyyjäomisteisten myyvälöiden avulla laajeneminen on yhtiön näkökulmasta järkevä kasvutyyli, sillä se ei vaadi merkittäviä pääomia ja yhtiö kykenee näin hyödyntämään paikallisen asiantuntemuksen liiketoiminnassa kuitenkin siten, että se tapahtuu Marimekon globaalin konseptin mukaisesti.

Tunnettuuden ja brändin uskottavuuden takia yhtiö pitää auki muutamia lippulaivamyyvälöitä valikoiduilla markkinoilla keskeisillä paikoilla esim. Helsinki, Tukholma, Tokio ja Sydney. Kun yhtiö on suurissa kaupungeissa näyttäville paikoilla, auttaa se luomaan suhteita erilaisten kumppaneiden kanssa, mikä on muotialalla tärkeää. Arviomme mukaan joitain kalliilla paikoilla olevia lippulaivamyyvälöitä pyritetään tappiollisina, jos niissä nähdään markkinoinnillisesti ”stand-alone” arvoa suurempi tarkoitus, mutta tavallisten myyvälöiden tappiollisuutta ei katsota pitkään.

Marimekko on alkanut viime vuosina panostaa yhä enemmän verkkomyyntiin ja jakelua on myös laajennettu tärkeimpiin kolmansien osapuolten

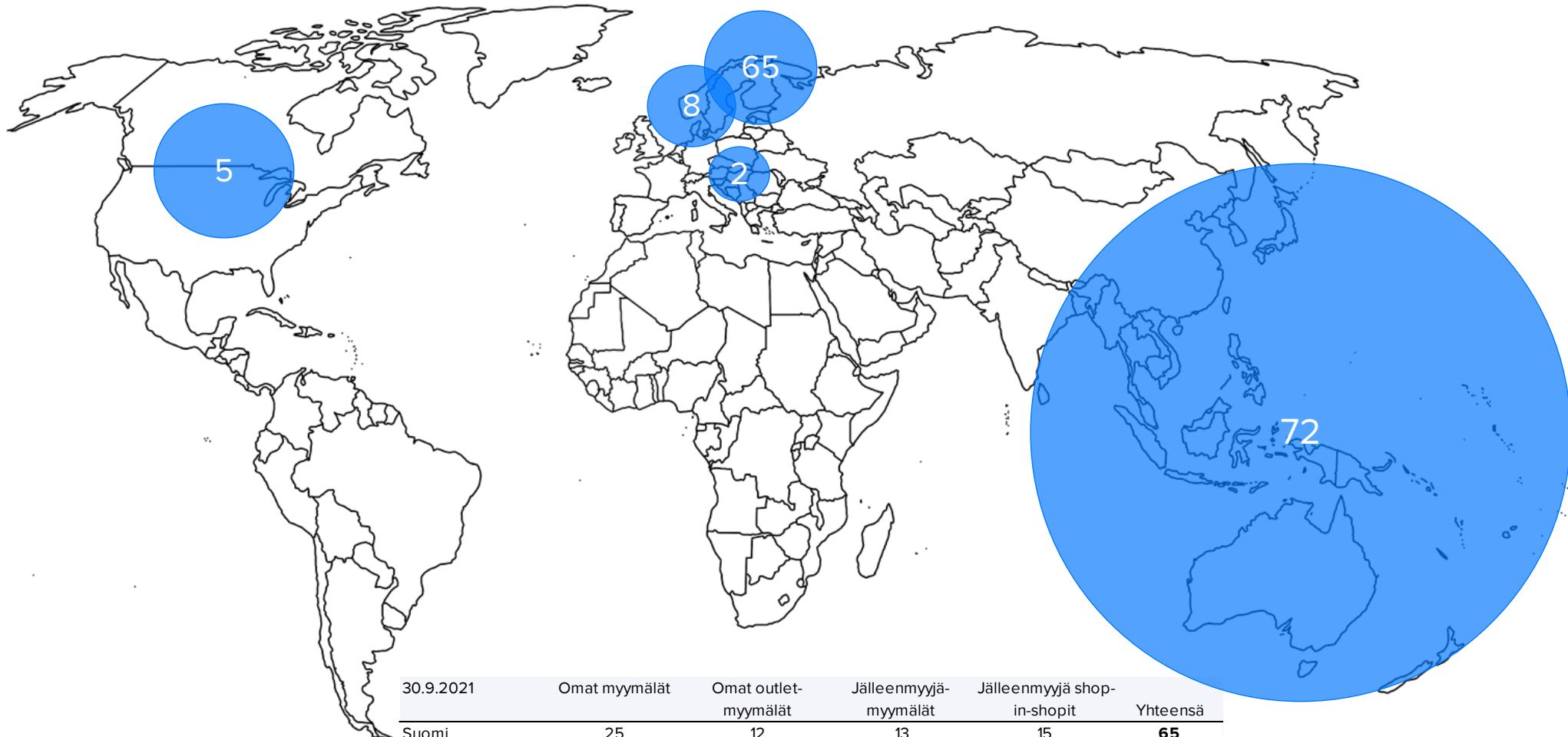
verkkokauppoihin. Verkkokaupan kasvava osuus liiketoiminnassa oli jo selvä trendi ennen koronapandemiaa, mutta koronapandemia kiihdytti tätä kehitystä entisestään ja nosti verkkokaupan roolin aivan uudelle tasolle. Digitaalisten myyntikanavien merkitys tulee arviomme mukaan tulevaisuudessa kasvamaan merkittävästi ja Marimekko onkin viime vuosina laajentanut verkkokauppaa moniin uusiin maihin. Marimekon verkkokauppa tavoittaa asiakkaita jo 35 maassa ja yhtiö on ottanut viime vuosina ensimmäisiä askeleita myös Kiinan tärkeissä verkkomyyntikanavissa (WeChat ja Tmall). Verkkokaupan laajentaminen maksaa, mutta se parantaa tuotteiden saatavuutta, auttaa yhtiötä bränditunnettuuden rakentamisessa ja saamaan uusia asiakkaita. Se tuo myös yhtiölle lisää tärkeää volyymiä, mitä omien myyvälöiden kautta ei välttämättä saisi hankittua.

Marimekko panostaa paljon markkinointiin ja bränditunnettuuden kasvattamiseen. Vuonna 2020 markkinointikustannukset olivat 5,3 MEUR eli 4 % liikevaihdosta. Nämä kulut liittyvät kaikkeen markkinoinnilliseen tekemiseen esim. kuvaamisiin, materiaalin ja sisällön tuotantoon, maksettuihin mainontaan esim. lehdissä ja verkossa tai muissa kanavissa, erilaisiin myyvälöissä tapahtuviin aktiviteetteihin, brändiin liittyvään pr-työhön ja muihin tapahtumiin esim. muotinäytöksiin. Marimekko luo arvokasta brändimielikuvaa ja suhteita ostajiin ja muihin muotialan vaikuttajiin sekä medioihin muotinäytöksissä. Yhtiön tavoite on viedä brändin uudistumistyötä eteenpäin juurikin muoti edellä ja sen myötä on helpompi leveroida koko lifestyle-konseptia.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

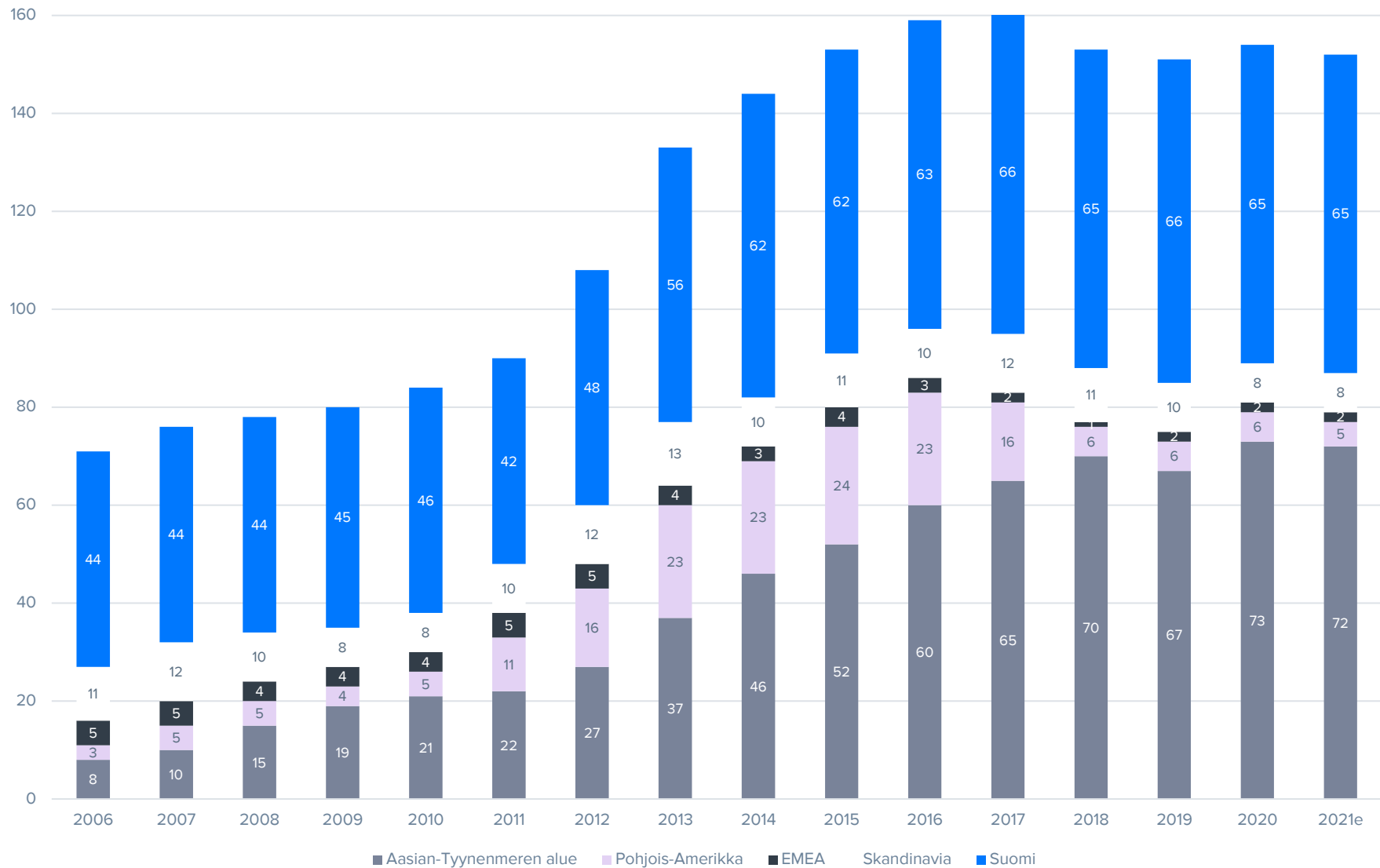


Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit



30.9.2021	Omat myymälät	Omat outlet-myymälät	Jälleenmyyjä-myymälät	Jälleenmyyjä shop-in-shopit	Yhteensä
Suomi	25	12	13	15	65
Skandinavia	5	0	0	3	8
EMEA	0	0	0	2	2
P-Amerikka	3	1	1	0	5
APAC	4	0	57	11	72
Yhteensä	37	13	71	31	152

Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit



Historiallinen kehitys 1/2

Liikevaihdon kasvu keskimäärin 5 % vuodessa

Marimekon liikevaihto vuonna 2020 oli 124 MEUR ja se pysyi koronapandemiasta huolimatta lähes edellisvuoden tasolla (2019: 125 MEUR). Tarkastelujaksolla 2010-2020 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.

Marimekon tuotteita myydään noin 40 maassa. Myynti tulee laajalta maantieteelliseltä alueelta, tuotteet kattavat monta eri tuotekategoriaa eri myyntikanavissa ja yhden asiakkaan keskiostos on kohtalaisen pieni verrattuna konserniliikevaihtoon. Nämä tekijät vähentävät liikevaihdon vuotuista vaihtelua ja riippuvuutta tietyn tuotekategorian tai markkina-alueen menestyksestä.

Liikevaihto on tarkastelujaksolla kehittynyt melko tasaisesti. Parhaimmillaan liikevaihto on kasvanut vuodessa 14 % (2012) ja heikoimmillaan se on laskenut 1 % (2020). Tämä heijastaa yhtiön vakiintunutta asemaa kuluttajien mielessä ja jatkuvaa luontaista kysyntää, mikä parantaa liiketoiminnan ennustettavuutta ja ohjattavuutta.

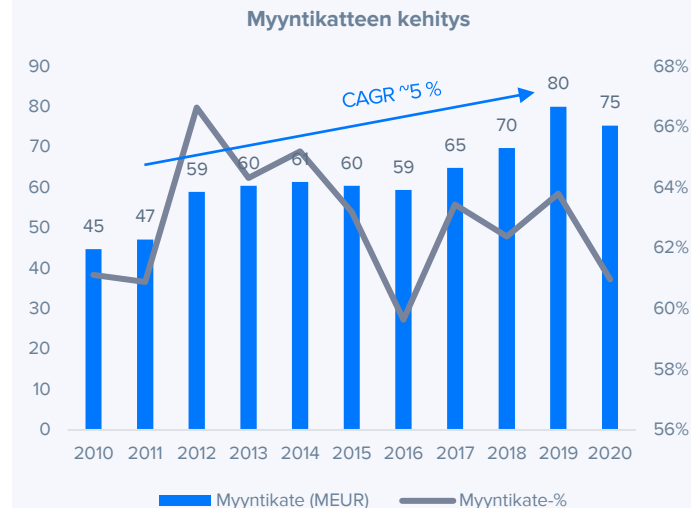
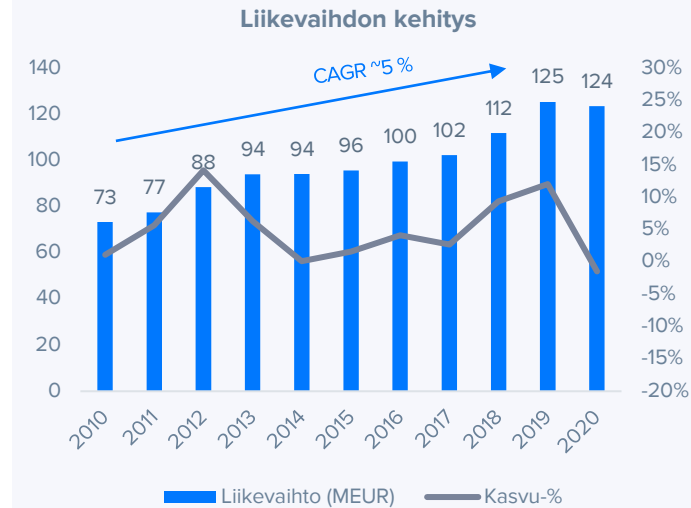
Myyntikate keskimäärin 63 % liikevaihdosta

Marimekon myyntikate* on tarkastelujaksolla 2010-2020 ollut keskimäärin 63 % liikevaihdosta. Euromääräinen myyntikate on kasvanut linjassa liikevaihdon kanssa ja sen vuotuinen kasvuvauhti (CAGR) on ollut tarkastelujaksun aikana ~5 %.

Marimekko ei halua luokitella itseään luksus-segmenttiin, vaan yhtiö kokee toimivansa ”premium contemporary” -luokassa. Marimekon myyntikate on hieman luksusmuotitalojen alapuolella (esim. Prada ja Hermes ~70 %), mutta selvästi alempaan hintakategoriaan kuuluvien toimijoiden (esim. H&M ~50 %) yläpuolella. Marimekon myyntikate on verokkiryhmästä lähellä mm. Hugo Bossin tai Salvatore Ferragamon tasoa.

Em. yhtiöt eivät ole täysin vertailukelpoisia Marimekon kanssa esimerkiksi kokoluokan, brändiposition, tuotekategorioiden, maantieteen ja myyntikanavien erilaisuuden kanssa, mutta vertailu antaa yleiskuvaa alalla toimivien yhtiöiden erilaisista myyntikatteiden tasoista. Marimekon myyntikate on vaihdellut vuosien varrella luksus-kategorian ja alemman hintakategorian toimijoiden välimaastossa (60-67%).

Marimekon euromääräinen myyntikate polki paikoillaan 2012-2016, vaikka liikevaihto kasvoi. Kasvu painottui silloin vahvasti ulkomailla laajentumiseen, outlet-myymälöiden, kampanjoiden ja verkkokaupan alennusvetoisen myynnin kasvuun, mikä laski suhteellista myyntikatetta. Tämä kuvasti mielestämme myös Marimekon silloista ongelmaa saada tuotteita myytyä täysillä hinnoilla, kun brändi ei ollut vahvimillaan. Viime vuosina brändi on vahvistunut ja kasvua on saatu paremmin aikaan normaalihintaisilla tuotteilla, mikä on tukenut suhteellista myyntikatetta. Vahva vähittäiskaupan kasvu tyypillisesti parantaa myyntikatetta, sillä tukkukaupassa ja jälleenmyyjävetoisissa myymälöissä on alempi myyntikate-%.



*Huom! Marimekko ei julkaise omaa myyntikate-lukua. Olemme käyttäneet laskelmissamme suuntaa antavaa arviota, missä kaava on seuraava:

Myyntikate = liikevaihto – aineiden ja tarvikkeiden käyttö (sis. ulkopuoliset palvelut).

Historiallinen kehitys 2/2

Liikevoitto on nyt ennätystasolla

Marimekon tulos on ollut erittäin hyvä 2018-2020. Liikevoitto vuonna 2020 oli yhtiön historian paras 19,3 MEUR (EBIT 15,7 %) ja se parani hieman vuodesta 2019 (17,1 MEUR). Vuonna 2018 yhtiö myi Herttoniemen pääkonttorin, jonka kertaluonteinen myyntivoitto (6 MEUR) nosti raportoitua liikevoittoa, mutta tästäkin oikaistuna vertailukelpoinen liikevoitto oli 12,2 MEUR (EBIT 10,9 %).

Marimekon kannattavuuskehitys oli 2010-luvun alussa heikkoa ja finanssikiriin jälkeen tulosluisu kiihtyi kohti nollaa. Heikoimmillaan liikevoitto kävi 0,1 MEUR:ssa (2013). Tämän jälkeen yhtiö kävi läpi uudelleenjärjestelyjä, yt-neuvotteluja ja kustannussäästöjä, joiden avulla tuloksessa nähtiin vakuuttava parannus. Operatiivisen tehostamisen lisäksi yhtiö on saanut uudistettua brändiään ja mallistojaan asiakkaita puhuttelevampaan suuntaan, mikä on auttanut yhtiötä kasvattamaan myyntiä etenkin normaalihintaisissa tuotteissa.

Marimekko on 2000-luvulla ulkoistanut tuotantoaan mm. Viroon, Liettuaan, Portugaliin, Kiinan ja Thaimaahan, minkä johdosta Suomen osuus valmistuksesta on pienentynyt. Tuotantomaiden valinnassa on katsottu kustannuskilpailukyvyyn lisäksi myös mm. laatu- ja vastuullisuusnäkökulmia. Tehokkaampi hankinta- ja valmistustoiminta sekä tuoteportfolion optimointi ovat olleet isoja tekijöitä Marimekon positiivisen kannattavuuskehityksen taustalla. Yhtiö on myös onnistunut laskemaan muuta kiinteää kulurakennettaan (työsuhdekulut ja liiketoiminnan muut kulut), mikä oli päässyt kansainvälisen laajentumisen vuosina paisumaan.

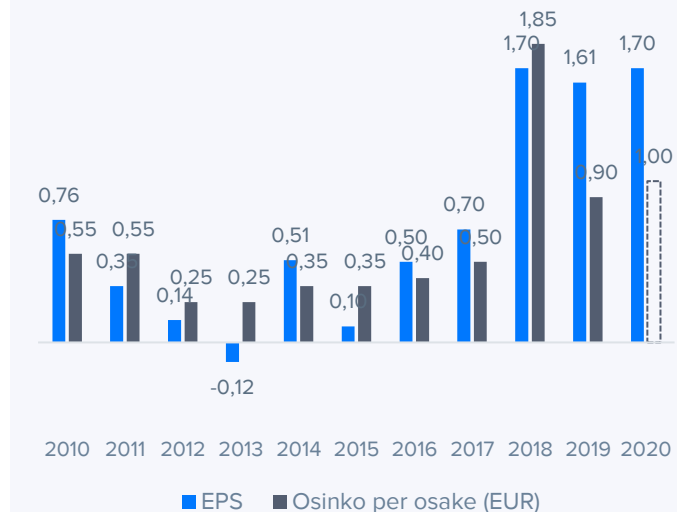
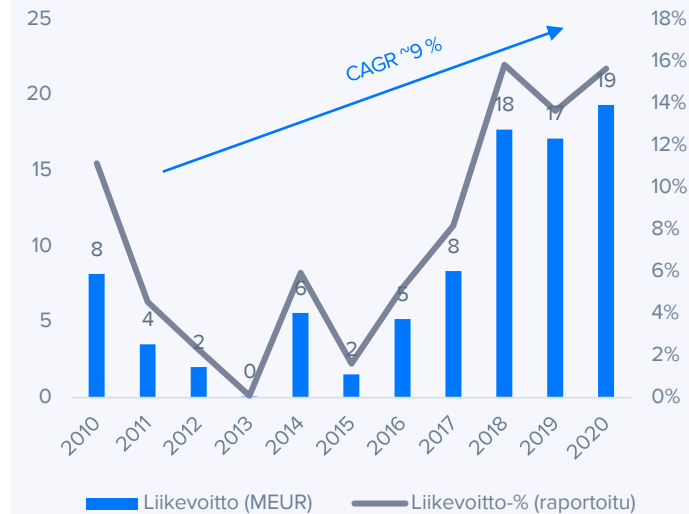
Marimekko pääsi vasta vuonna 2018 ensimmäistä

kertaa finanssikiriin jälkeen takaisin yli 10 %:n liikevoittotasolle. Tässä välissä nähty heikko tuloskehitys johtui arviomme mukaan kansainvälistymispanostusten kasvusta, digitalisaation ja kansainvälisen kilpailun kiristymisestä vähittäiskaupan alalla, kuluttajien kasvaneesta hintasensitiivisyydestä ja Marimekon elähtäneeksi päästetystä brändistä. Yhtiön kannattavuudessa on nähty nykyjohton alaisuudessa (2015-) vakuuttava käänne parempaan suuntaan ja yhtiö on mielestämme nyt kilpailukykyisempi kuin koskaan. Marimekko nosti vuoden 2018 lopussa vanhan pitkän aikavälin liikevoittotavoitteensa 10 %:sta 15 %:iin ja yhtiö on tällä hetkellä sen yläpuolella.

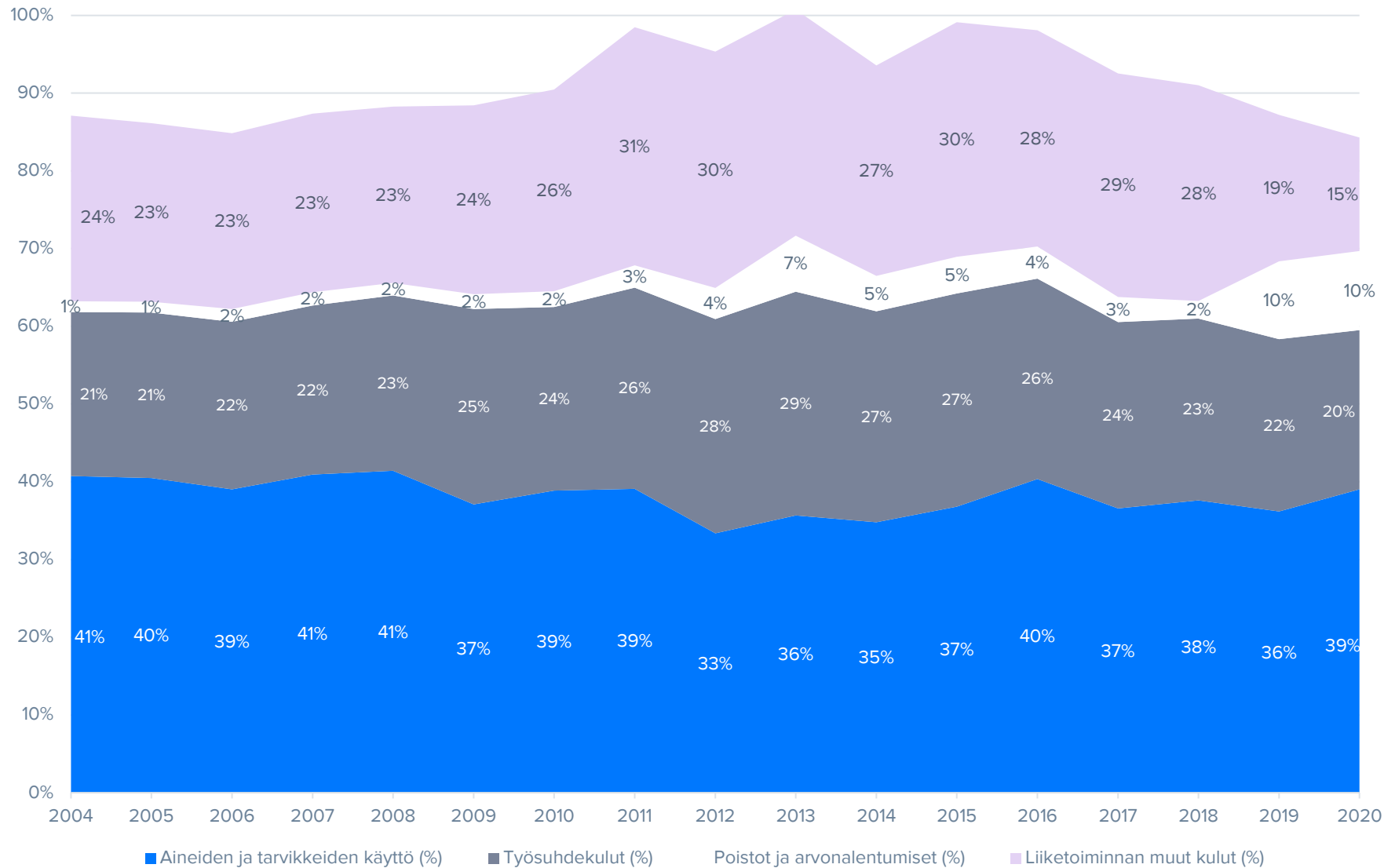
Osinkoa on jaettu keskimäärin 75 % tuloksesta

Marimekon 2020 osakekohtainen tulos oli 1,70 euroa (2019: 1,61). Hallitus valtuutettiin päättämään vuoden 2020 osingosta, joka voi olla enintään 1,00 euroa per osake (2019: 0,90) eli 59 % tuloksesta, mutta hallitus ei ole tehnyt päätöstä osingon jaosta. Vuonna 2018 sekä EPS että osinko olivat poikkeuksellisen korkeita Herttoniemen kiinteistön myynnistä saadun kertaluonteisen myyntivoiton takia. Vuoden 2018 osinko koostui 0,60 euron perusosingosta ja 1,25 euron ylimääräisestä osingosta.

Tarkastelujakson aikana 2010-2020 Marimekko on tehnyt osakekohtaista tulosta 7,95 euroa ja jakanut tästä 5,95 euroa osinkoa. Tämä tarkoittaa pitkällä aikavälillä 75 %:n osingonjakosuhdetta. Marimekon vahva tase ja pieni investointitarve pitävät pitkällä aikavälillä rahavirran hyvällä tasolla, mikä mahdollistaa yhtiölle korkean osingonjakosuhteen.



Kulurakenne (%-osuus liikevaihdosta)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Visio ja tarkoitus

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

Strategian painopisteet 2018-2022

Strategian painopisteet 2018-2022 ovat laajemman asiakaskunnan puhutteleminen ja kannattava kasvu. Näihin tavoitteisiin yhtiö pyrkii seuraavilla keinoilla:

- Jatketaan laajempaa asiakaskuntaa puhuttelevan tuotevalikoiman kehittämistä
- Verkkomyynti ja partnerivetoinen Aasian-vähittäiskauppa kasvun vetureina
- Jatketaan kaupallisen konseptin kehittämistä tuottavuuden ja monikanavaisen vähittäiskaupan saumattomuuden vahvistamiseksi
- Yhtiön päämarkkinoita lähestytään suurimpien kaupunkien kautta
- Kasvatetaan edelleen Marimekon koko arvoketjun vastuullisuutta
- Kasvatetaan tunnettuutta ja globaalia asiakaskuntaa sosiaalisen median, PR:n ja brändiyhteistöiden avulla

Taloudelliset tavoitteet

Marimekko päivitti taloudelliset tavoitteensa

1.11.2018, missä muutettiin kannattavuuteen ja pääomarakenteeseen liittyviä tavoitteita. Uudet taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu yli 10 % (ennallaan)
- Liikevoittomarginaali 15 % (aiemmin 10 %)
- Vuoden lopun nettovelka/käyttökate-suhdeluku korkeintaan 2x (uusi)

Vakaa osinkopolitiikka

Osingonjaon osalta tavoitteet ovat seuraavat:

- Tavoitteena jakaa osinkoa vuosittain
- Osinko osakekohtaisesta tuloksesta vähintään 50 %

Kommentit strategiasta ja tavoitteista

Marimekon strategiakausi on tähän asti mennyt mielestämme erinomaisesti. Yhtiö on pääosin saavuttanut taloudelliset tavoitteensa, vaikka toimintaympäristö on ollut alalle erittäin haastava. Tämä kertoo siitä, että yhtiö on valinnut oikean strategisen suunnan ja nykyjohton alla strategian toteuttaminen on ollut ensiluokkaista.

Marimekko on tunnettu omaleimaisista kuvioista ja väreistä, mutta se on ollut historiallisesti suppeiden asiakasryhmien niche-merkki. Yhtiö on onnistunut laajentamaan asiakaskuntaansa herättäen mallistoissaan luovasti henkiin vanhoja kuvioita historiasta (Marimekon vahva IP), käyttäen tunnettuja talon ulkopuolisia suunnittelijoita (mm. co-created-kollaboraatioissa), laajentunut luonnollisen tuntuisesti katumuodin puolelle (mm. Kioski-mallistot), ottanut haltuun uusia maantieteellisiä alueita (mm. Uniqlo-yhteistyö) ja

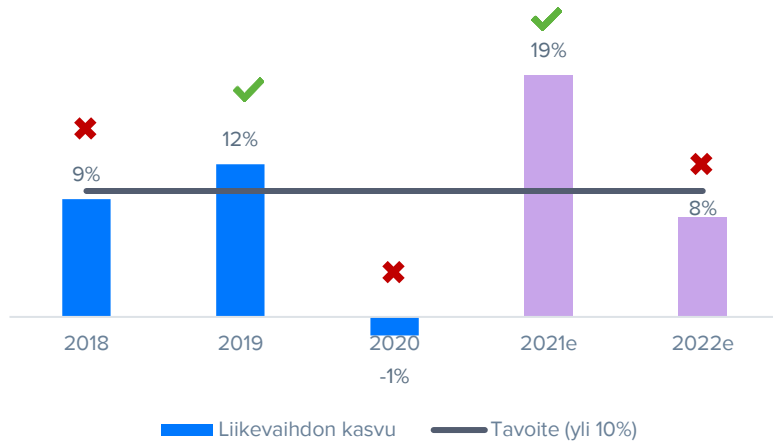
uusia tuotekategorioita (mm. Adidas-yhteistyö). Asiakaskunnan laajentaminen on mielestämme tapahtunut sulavasti menettämättä vanhoja uskollisia asiakkaita, mitä voidaan pitää taitavana suorituksena.

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 erityisen hyvin. Yhtiö on onnistunut kasvattamaan tunnettuuttaan ja asiakaskuntaa positiivisen medianäkyvyyden ja hyvien brändiyhteistöiden avulla ja mielestämme Marimekko-brändi ei ole koskaan ollut niin vahva kuin se on nyt. Pandemian aikana kasvua ylläpiti pääasiassa Kodintuotteet-tuoteryhmä ja kuumasta brändistä johtuva vahva kysyntä kotimarkkinoilla. Kokonaisvaltainen lifestyle-portfolio on ollut Marimekon vahvuus ja uskomme yhtiöllä olevan Muoti, Laukut & Asusteet-tuoteryhmissä vielä runsaasti kasvumahdollisuuksia, kun pandemia hellittää ja vaatemarkkina alkaa taas elpyä.

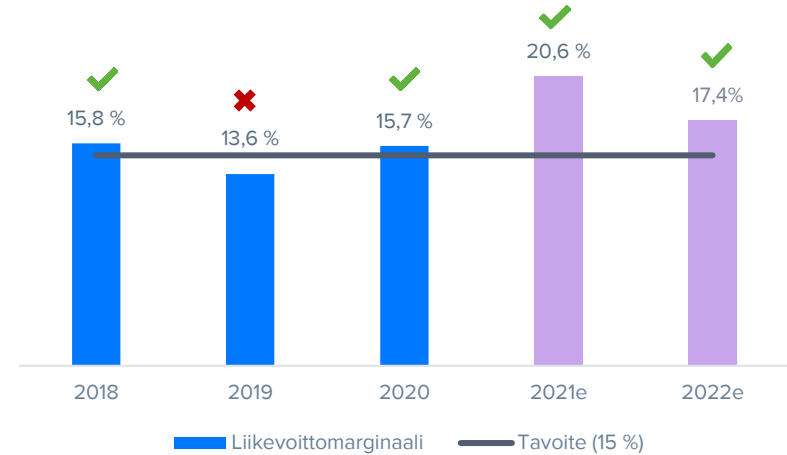
Marimekko onnistui pienistä alkuvaikeuksista huolimatta siirtämään pandemian aikana sulavasti ison osan myynnistä ja kampanjoista verkkoon. Yhtiö ei avaa verkkokaupan lukuja, mutta keväällä 2020 pandemian synkimpinä hetkinä yhtiön oma vähittäismyynti nojasi lähes täysin verkkoon. Monikanavaisen myynnin kehittäminen on mennyt strategiakauden aikana harppauksia eteenpäin ja tämä näkyy myös tuottavuuden parantumisena. Esim. pitkistä toimitusajoista ja korkeista logistiikkakuluista verkkokaupassa on päästy pandemian alkuvaiheiden jälkeen eroon ja yhtiö ei ole koskaan ollut yhtä kannattava kuin nyt.

Taloudelliset tavoitteet

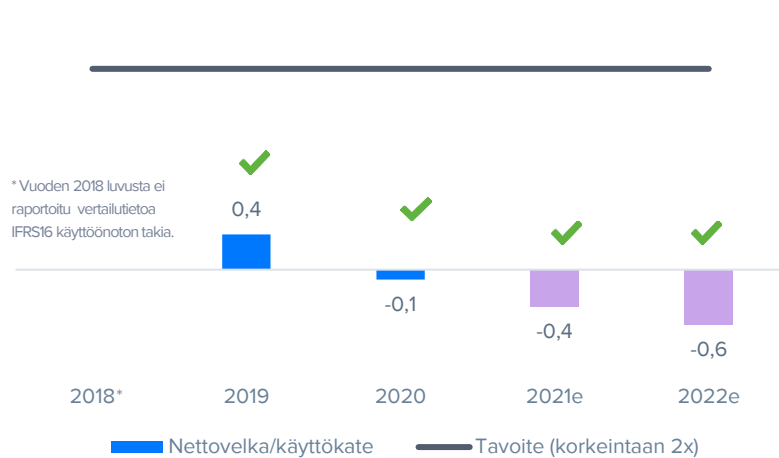
Liikevaihdon kasvu



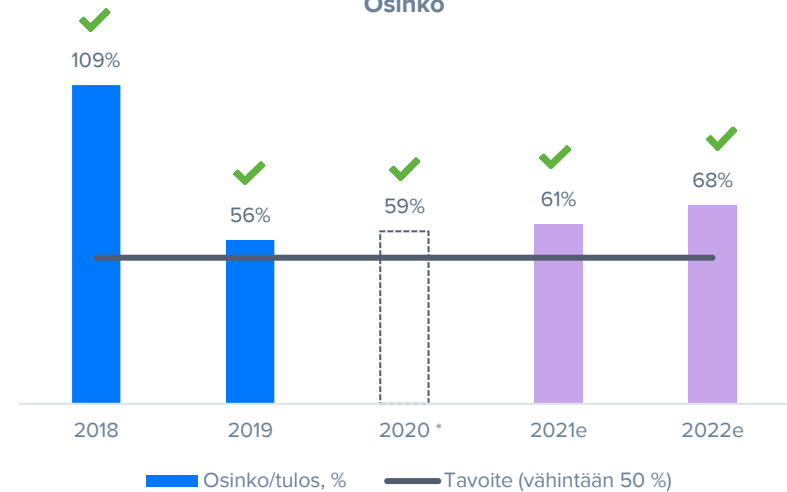
Liikevoittomarginaali



Nettovelka/käyttökate



Osinko



Lähde: Marimekko (toteutuneet luvut), Inderes (ennusteet 2021e ja 2022e)

* Hallitus valtuutettiin päättämään vuoden 2020 osingosta, joka voi olla enintään 1,00 euroa per osake (2019: 0,90) eli 59 % tuloksesta, mutta hallitus ei ole tehnyt päätöstä osingon jaosta.

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne 1/3

Suomi on edelleen yhtiön tärkein markkina

Marimekko toimii erittäin kilpailluilla globaaleilla kuluttajatuotemarkkinoilla. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden aikana isoja kansainvälistymisponnistuksia erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella ja pyrkinyt vähentämään Suomi-riippuvuuttaan. Suomi on kuitenkin edelleen Marimekon suurin ja tärkein markkina-alue (58 % liikevaihdosta) ja yhtiön näkymät ovat hyvin paljon kiinni Suomen talouden, vähittäiskaupan ja suomalaisen kuluttajaluottamuksen kehityksestä.

Vähittäiskaupan kasvuympäristö

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 toimii.

Tilastokeskus julkaisee vähittäiskaupan myyntilukuja sekä vaatteiden ja jalkineiden osalta että huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden osalta. Viimeisten vuosien kehitys Suomen vaatteiden ja jalkineiden kaupassa ei ole ollut valoisaa. Vuodesta 2010 alkaen kasvuluvut ovat olleet suurilta osin negatiivisia ja käyneet vain satunnaisesti nollan yläpuolella. Vuoden 2020 keväällä alkanut koronapandemia oli muotialalle erittäin synkkä, kun useat toimijat sulkiivat pandemiarajoitusten takia myymälöitään ja ihmisten mielissä uudet vaatteet olivat alhaalla prioriteettilistalla. Esim. Q2'20 aikana vaatteiden ja jalkineiden markkina laski Suomessa peräti 42 %.

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 kasvuluvut ovat vaihdelleet nollan molemmin puolin lähes koko 2010-luvun. Marimekon suurimpien tuoteryhmien kasvuympäristö on Suomessa ollut jo pidemmän aikaa hidasta, mikä näkynyt myös yhtiön kasvuluvuissa.

Koronapandemian aikana ihmiset keskittyivät kodin sisustamiseen, mikä kasvatti huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden markkinaa. Kodintuotteet nousivat vuoden 2020 liikevaihdon perusteella Marimekon selvästi suurimmaksi tuotekategoriaksi (46 % liikevaihdosta), kun sen osuus vuonna 2019 oli vielä vain 38 %. Marimekko hyötyi pandemian aikana ihmisten sisustusinnosta ja pystyi tällä lieventämään muotimarkkinan voimakasta kysynnän laskua. Tässä näkyi konkreettisesti Marimekon kokonaisvaltaisen lifestyle-portfolioon hyödyt liiketoiminnan kannalta, sillä laaja tuoteportfolio toimi tasapainottavana voimana.

Marimekko selvisi koronakriisistä selvästi markkinoita paremmin

Marimekko on jo pidemmän aikaa kehittynyt Suomessa selvästi yleistä markkinakehitystä paremmin omissa tuotekategorioissaan ja yhtiön liikevaihdon kasvuluvut ovat olleet markkinakasvun yläpuolella. Monet muotialan toimijat kärsivät koronapandemiasta merkittävästi,

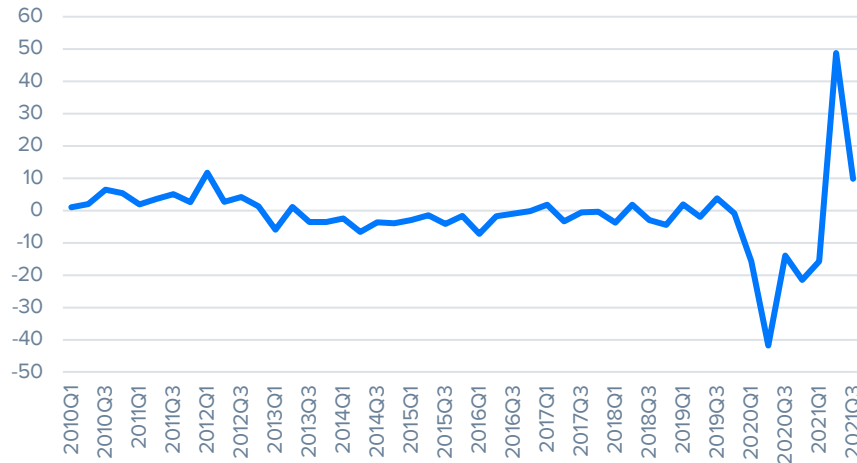
kun liikkumisrajoitukset pakottivat toimijoita sulkemaan myymälöitään ja vaatteiden ja jalkineiden kysyntänäkymät romahtivat. Marimekko onnistui tekemään pandemiavuonna 2020 yhtiön historian parhaimman tuloksen ja vuonna 2021 yhtiö tekee historiansa korkeimman liikevaihdon ja tuloksen. Tämä kertoo brändin uudistetun suunnan ja mallistojen toimivuudesta, vaikka yhtiö toimii vaikeimmassa ympäristössä, jonka muotimaailma on kohdannut vuosikymmeniin. Marimekko selvisi lukujen perusteella koronakriisistä selvästi yleistä markkinakehitystä paremmin, mikä johtuu mielestämme siitä, että yhtiön brändi on nyt kuumempi kuin pitkään aikaan ja yhtiö on myös kilpailukykyisempi kuin koskaan.

Suomen kuluttajaluottamus

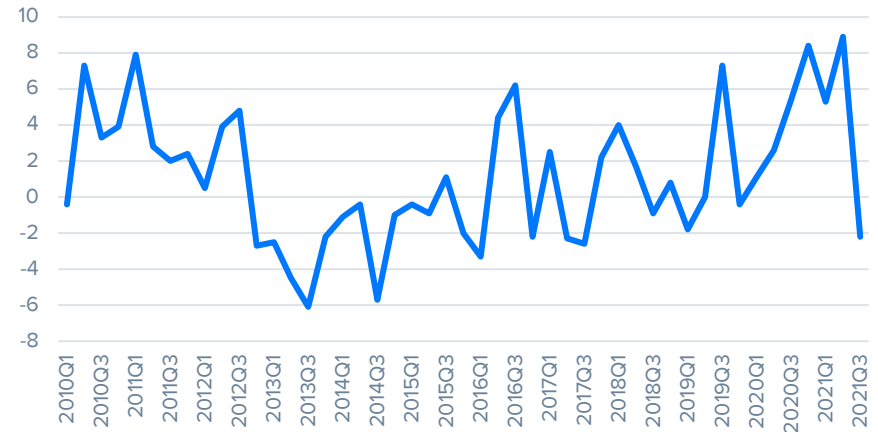
Tilastokeskuksen julkaiseman suomalaisten kuluttajien luottamusindikaattori kävi koronapandemian keväällä 2020 alimmalla tasolla yli kymmeneen vuoteen. Tämä korreloi melko selvästi myös vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupan kasvulukujen kanssa, mutta ei niinkään kodintuotteiden myynnin kanssa. Kuluttajien luottamusindikaattori teki lähti kesän 2020 aikana elpymään jyrkästi ja se kävi jo erittäin korkealla tasolla loppukesästä 2021, kun pandemiarajoitukset näyttivät olevan poistumassa ja maailma jälleen avautumassa. Vuoden 2021 lopussa nopeasti lisääntyneet tartuntamäärät vaikuttivat jälleen kuluttajaluottamukseen negatiivisesti ja kuluttajien odotukset omasta ja varsinkin Suomen taloudesta palasivat jyrkästi jälleen hyvin vaisulle tasolle.

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne 2/3

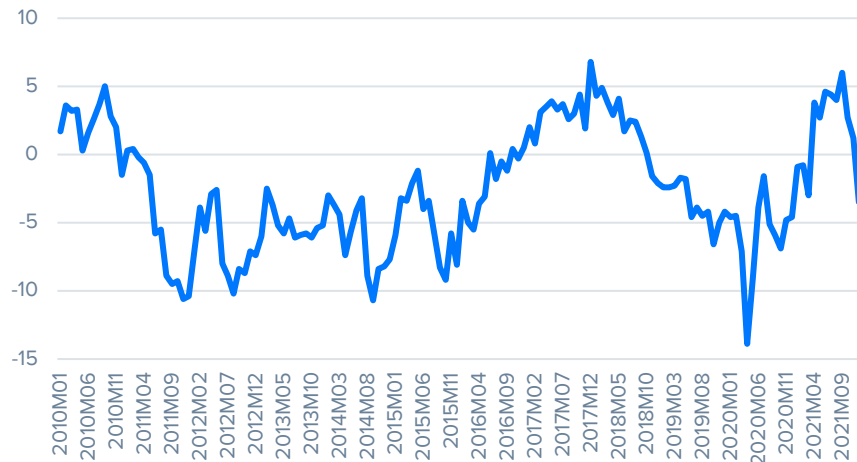
Vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupan kasvu-% (Suomi)



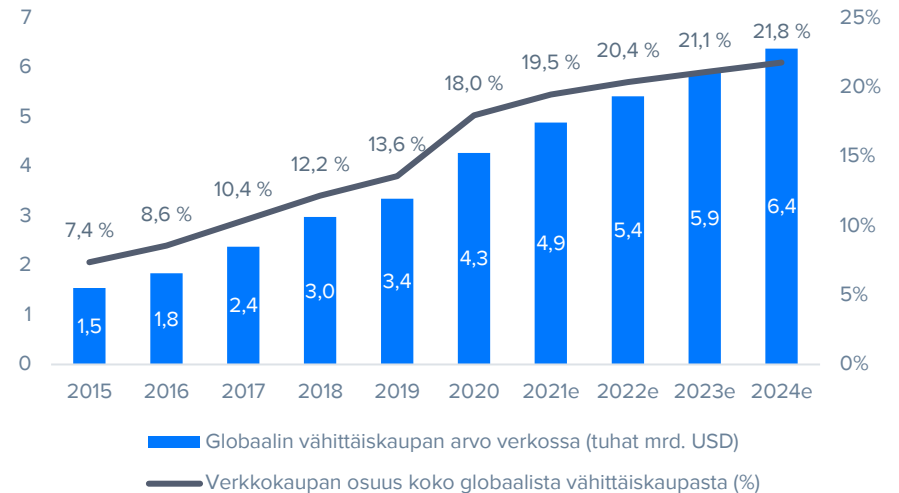
Huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden vähittäiskaupan kasvu-% (Suomi)



Kuluttajien luottamusindikaattori (Suomi)



Verkkokaupan osuus globaalista vähittäiskaupasta



Lähde: Tilastokeskus (Kaupan liikevaihtokuvaajat ja luottamusindikaattori), Statista (verkkokaupan osuus vähittäiskaupasta)

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne 3/3

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 erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella, joka toi 18 % liikevaihdosta vuonna 2020.

Marimekon näkökulmasta alueen suurin markkina on Japani, missä yhtiö on toiminut jo pitkään ja siellä on laaja Marimekko-myymlöiden verkosto. Muut alueen maat ovat vielä selvästi pienempiä, mutta toiminta näissä maissa kasvaa koko ajan.

Marimekko on kertonut panostavansa merkittävästi Kiinassa laajentumiseen. Yhtiö on ottanut pari vuotta sitten ensimmäiset askeleet Marimekko-tuotteiden verkkomyynnin aloittamiseksi ja Tmall Kiinassa on Marimekon pääkanava verkkomyynnissä. Marimekolla on yhteistyökumppani, joka vastaa Marimekko-myymlöiden toiminnasta Kiinassa ja yhtiö vastaa itse omien tuotteidensa verkkomyynnistä.

Marimekko panostaa nyt bränditunnettuuden kasvattamiseen ja verkkomyyntiin Kiinassa, mistä syntyy alkuvaiheessa kustannuksia. Alueen suuren markkinakoon ja vahvojen kasvunäkymien ansiosta Marimekon kasvupotentiaali on käytännössä rajaton, mutta näiden tekijöiden ei pidä automaattisesti olettaa ajavan Marimekon tuotteiden (kannattavaa) kysyntää. Yhtiön pitää tehdä alueella pitkäjänteistä myynti- ja markkinointityötä luodakseen uutta kysyntää ja samojen kuluttajien lompakoista kilpailevat myös tuhannet muutkin kuluttajatuoteyhtiöt.

Kilpailukenttä on globaali

Vähittäiskaupan digitalisoituminen, kansainvälisen kilpailun kiristyminen, kuluttajan ostokäyttäytymisen muutokset ja voimakkaat kasvupanostukset toivat 2010-luvun alussa haasteita Marimekon kannattavuudelle. Yhtiön päämarkkinalle Suomeen on jalkautunut jatkuvasti uusia muotialan toimijoita (kivijalka- ja verkkokauppa), joiden kanssa paikalliset yhtiöt eivät ole aiemmin joutuneet kilpailemaan. Muotialalla myös trendit ja mallistot uudistuvat nopeammin kuin koskaan, mikä vaatii yhtiöltä aivan uudenlaista ketteryyttä.

Vähittäiskaupan digitalisoituminen antaa kuluttajille mahdollisuuden ostaa tuotteita joka puolelta maailmaa, mikä on tuonut aivan uutta painetta suunnittelun, markkinoinnin, kustannustehokkuuden ja myyntikanavien hallinnalle. Yhtäältä tämä avaa Marimekon kaltaiselle pienelle toimijalle mahdollisuuden kansainvälistymiseen, mutta varjopuolena yhtiö joutuu kohtaamaan ennennäkemättömän kovaa kilpailua. Brändin ja mallistojen houkuttelevuus, myymälöiden keskeinen sijainti, aukioloajat, hyvä asiakaspalvelu, verkkokaupan toimivuus ja toimitusajat, hinnoittelu ja toiminnan tehokkuus ovat menestykseen vaikuttavia tekijöitä sekä online- että offline-ostokokemuksessa.

Vakuuttava kilpailukyky nosto

Marimekon kansainvälinen kilpailukyky joutui em. haasteiden takia kovalle koetukselle ja yhtiön tulos putosi nollan tuntumaan vuosina 2013 ja 2015. Yhtiö joutui varoittamaan ohjeistusta heikommasta kehityksestä vuosina 2012 ja 2014.

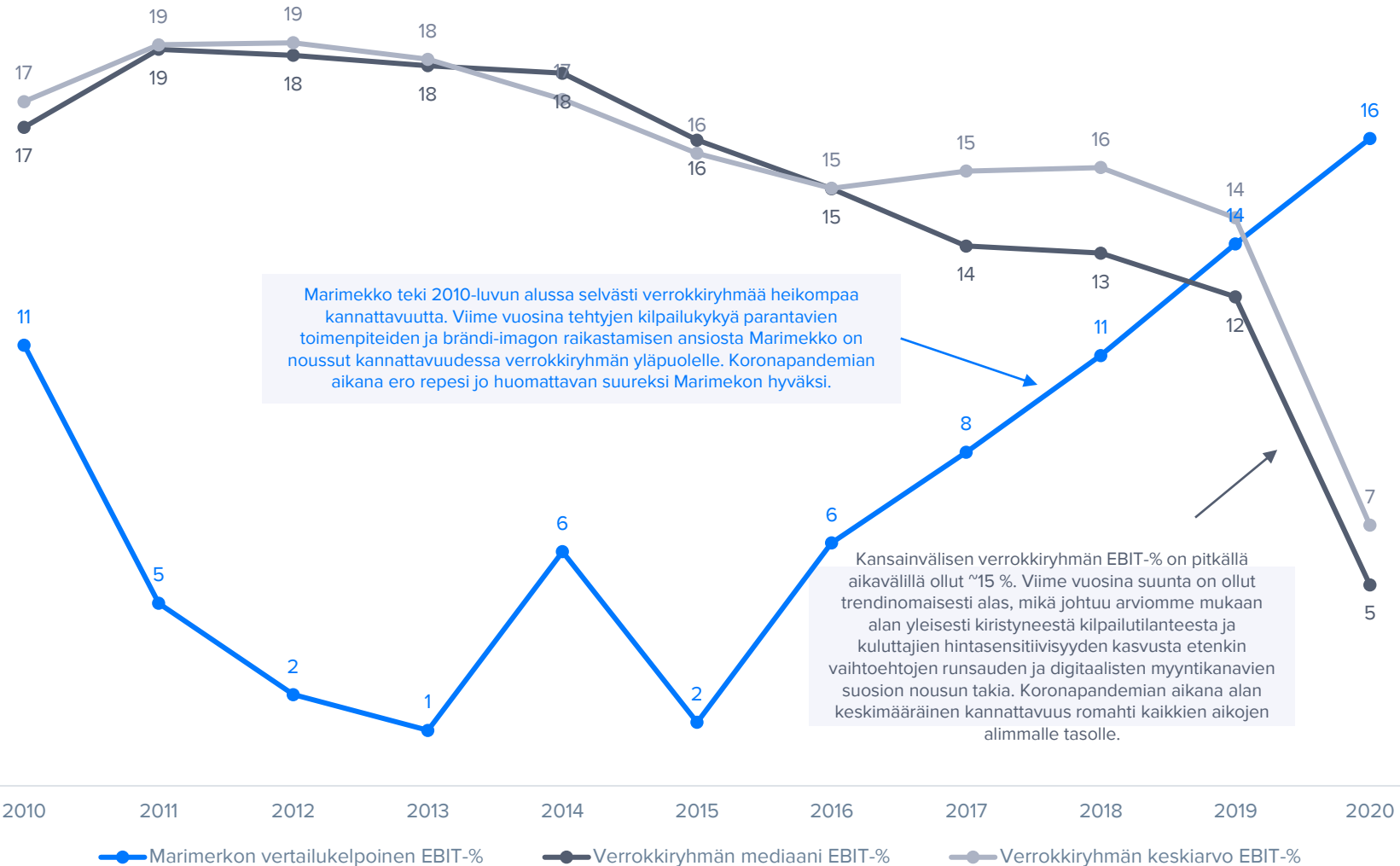
Tämän lisäksi yhtiö piti yt-neuvottelut vuosina 2011, 2013, 2014 ja 2016. Nämä tapahtumat heijastelivat sitä yllättävää voimaa, jolla haastava taloustilanne ja kilpailun lisääntyminen iskivät Marimekon (ja monen muun toimijan) liiketoimintaan. Tulosvaroitukset ja yt-neuvottelut johtuivat arviomme mukaan markkinatilanteen ja kilpailun kiristymisestä yhtiön ennakoimaa tasoa nopeammin ja siitä, että kustannuskilpailukyky Suomessa ja kansainvälisen laajentumisen vaatimassa organisaation kasvattamisessa oli jäänyt jälkeen siltä tasolta, mitä markkinoilla nykyään tällä alalla vaaditaan.

Marimekon uudistunut johtoryhmä keskittyi vuosien 2016-2018 aikana kilpailukykyyn parantamiseen. Yhtiö toteutti yt-neuvottelujen ja organisaatiomuutoksen lisäksi monia tehokkuutta parantavia toimenpiteitä, joilla vahvistettiin kilpailukykyä ja kannattavuutta sekä varmistettiin kansainväliselle yritykselle tarkoituksenmukaiset ja kustannustehokkaat prosessit ja toimintatavat. Yhtiö teki samalla töitä brändin ja mallistojensa uudistamiseksi ja kaikki tämä näkyi myöhemmin vakuuttavana tulosparannuksena.

Marimekko oli pitkään kannattavuudessa selvästi kansainvälisen muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän alapuolella, mutta vuosien 2016-2018 aikana tehdyt toimet nostivat yhtiön kannattavuuden pitkän heikon jakson jälkeen lähemmäs verrokkiryhmän tasoa. Marimekon huippusuoritukset ovat jatkuneet 2019-2021 aikana ja yhtiön liikevoittomarginaali on noussut jo selvästi koronapandemiasta rajusti kärsineen kansainvälisistä muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän yläpuolelle.

Marimekko vs. verrokkiryhmä

Marimekon ja kansainvälisen verrokkiryhmän vertailukelpoisen liikevoiton (EBIT-%) kehitys 2010-2020



Verrokkiryhmään kuuluvat seuraavat yhtiöt:

PVH, VF Corp, LVMH, Prada, H&M, Hugo Boss, Hermes, Guess, Salvatore Ferragamo, Ralph Lauren, Ted Baker, Inditex, Burberry Group ja Kering Group.

Lähde: Bloomberg

Taloudellinen tilanne

Marimekon tase on vahvassa kunnossa

Marimekon tase on erittäin hyvässä kunnossa ja laskemme sen yhdeksi yhtiön vahvimista ominaisuuksista. Vahva tase tarjoaa selkänojaa mahdollisten vaikeiden aikojen keskellä, turvaa vakaan osingonmaksun ja mahdollistaa tarvittavat investoinnit tulevaisuuteen.

Vuoden 2020 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 46 % (2019: 40 %) ja nettovelkaantumisaste (gearing) -6 % (2019: 26 %). Marimekon tase on aina ollut vahva, mutta se vahvistui merkittävästi vuonna 2018 pääkonttorista saadun myyntivoiton ja sen jälkeisen vahvan tuloskehityksen ansiosta.

IFRS16-standardilla merkittävä vaikutus taseen lukuihin

Vuoden 2019 alussa astui voimaan uusi IFRS 16 - Vuokrasopimukset -standardi, joka vaikutti merkittävästi Marimekon taseeseen perustuviin tunnuslukuihin. Standardin mukaan konsernin pitää kirjata taseeseen sekä käyttöomaisuuteen että velkoihin yhtiön vuokrasopimukset, joita Marimekolla on paljon (mm. Suomen pääkonttori ja kangaspainon vuokratilat sekä kaikki omat myymäläliiketilat).

Vuokrasopimusten kirjaaminen taseeseen kasvatti vuodesta 2019 alkaen korollista nettovelkaa ja käyttöomaisuutta noin 40 MEUR:lla ja näihin sopimuksiin liittyvät kirjaukset ovat edelleen yksi Marimekon taseen suurimpia eriä. Tästä johtuen taseen tunnusluvut (esim. nettovelkaantumisaste ja omavaraisuusaste) näyttävät heikentyneen vuonna 2019, vaikka tosiasiallisesti taloudellinen tilanne on sen jälkeen vain vahvistunut.

Matala investointitarve ja hyvä rahavirta

Marimekon liiketoimintamalli vaatii hyvin vähän investointeja. Yhtiön pääasialliset investointikohteet ovat myymälöiden rakentamiseen/kalustamiseen, IT-järjestelmiin, verkkokauppaan tai Herttoniemen pääkonttoriin/tuotantolaitokseen liittyviä.

Tarkastelujaksolla 2010-2020 yhtiön normaali investointitaso on ollut noin 3 MEUR vuodessa eli keskimäärin ~3 % liikevaihdosta. Marimekon rahavirta on pienistä investointitarpeista johtuen vuolas, mikä yhdessä korkean kannattavuuden ja vahvan taseen kanssa mahdollistavat avokätisen osingonjaon. Pitkällä aikavälillä mielestämme hyvä arvio yhtiön ”normaalista” investointitasosta on noin 2-3 % liikevaihdosta, mikä on hyvin matala ja omistajaystävällinen taso.

Rahoituskulut ovat matalat

Vahvan taseen ansiosta Marimekon nettorahoituskulut ovat pysyneet historiallisesti pieninä. Vuosien 2004-2018 aikana Marimekon nettorahoituskulut olivat keskimäärin 0,2 MEUR per vuosi eli noin 0,2 % liikevaihdosta, vaikka Marimekolla oli tässä välissä selvästi heikompia kausia kuin mitä yhtiöllä tällä hetkellä on. Odotamme rahoituskulujen pysyvän hyvin matalalla tasolla myös jatkossa, sillä Marimekko on kannattava yhtiö, jolla on vahva tase, eikä yhtiö tarvitse suurta velkavipua toimintaansa varten. IFRS16-standardi on vaikuttanut hieman tuloslaskelmassa esitettyihin rahoituskuluihin, sillä vuodesta 2019 alkaen aiemmin liiketoiminnan muihin kuluihin kirjattava vuokratulo on korvautunut poistoilla ja korkokuluilla. Tämä on

kuitenkin velkaantuneisuus-tunnuslukujen tavoin enemmänkin kirjanpilotekninen seikka.

Taseessa ei näy yhtiön arvokkainta omaisuuserää - Marimekko-brändiä

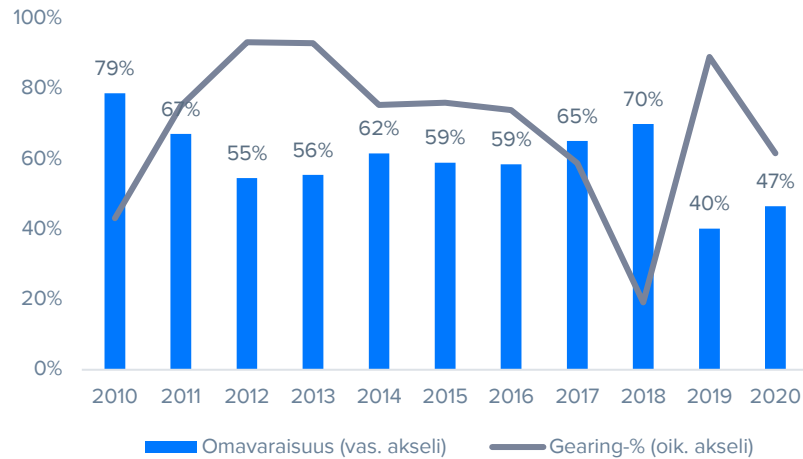
Marimekon taseen loppusumma 31.12.2020 oli 115 MEUR. Suurin erä taseessa oli aineelliset hyödykkeet (41 MEUR), mikä muodostuu pääosin IFRS16-standardin takia kirjatusta vuokralle otetuista käyttöomaisuushyödykkeistä ja omistetusta käyttöomaisuudesta, joka sisältää pääosin rakennuksia, koneita ja kalustoa.

Muut merkittävät taseen varallisuuserät koostuivat rahavaroista (41 MEUR), vaihto-omaisuudesta (22 MEUR) sekä myyntisaamisista ja muista saamisista (8 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 epäkurantteja omaisuuseriä, joita yhtiö joutuisi syystä tai toisesta tulevaisuudessa alaskirjaamaan. Tämä on positiivinen asia ja luo tietynlaista turvallisuuden tunnetta yhtiöstä sijoituskohteena.

Marimekon taseesta on hyvä huomata se, ettei yhtiöllä ole lainkaan liikearvoa ja vain hyvin pieni määrä aineettomia hyödykkeitä (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).

Taloudellinen tilanne

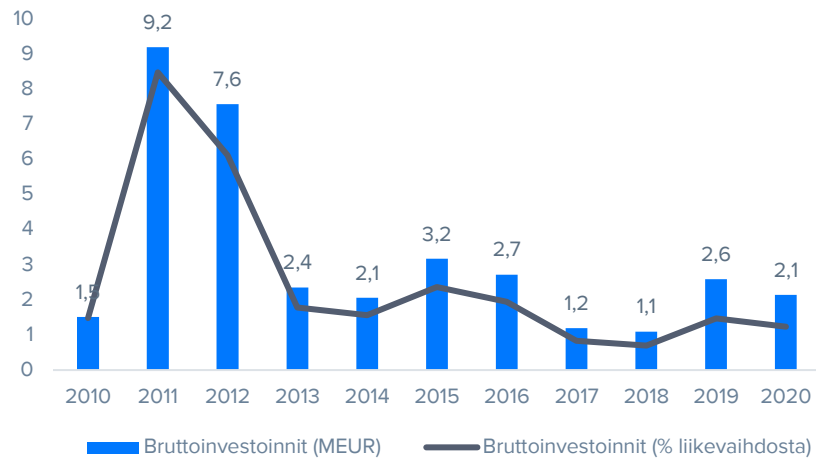
Omavaraisuus ja velkaantumisaste



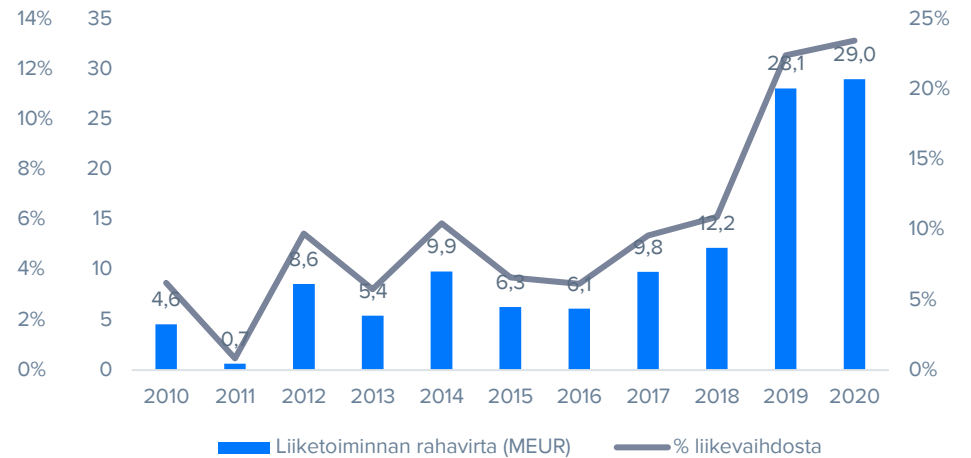
Oma pääoma



Investoinnit



Liiketoiminnan rahavirta



Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Marimekon lähivuosien näkymät ovat mielestämme vahvat. Yhtiö on nykyisen johdon alaisuudessa saatu operatiivisesti viritettyä erinomaiseen iskuun ja mielestämme brändin vetovoima ei ole koskaan ollut näin vahva.

Yhtiöllä onkin erittäin hyvät edellytykset yltää hyvään liikevaihdon kasvuun myös lähivuosina. Kasvun keskeiset ajurit ovat brändin vahva vetovoima (tarjoaa hyvän kysyntänäkymän lisäksi myös hyvän hinnoitteluvoiman), laajemman kohdeyleisön puhuttelemiseen kehitetyt mallistot (pois niche-kategoriasta), globaaliin bränditunnettuuden kasvu ja lifestyle-valikoiman laajentaminen (viimeaikaiset brändiyhteistyöt) sekä kansainvälisen kasvustrategian eteen tehdyt panostukset mm. Aasian-Tyynenmeren alueella.

Oman kysymysmerkkinsä lyhyen aikavälin kasvulle asettavat vahva vertailukausi, globaalit raaka-aine- ja logistiikkaongelmat ja kysyntänäkymiä heiluttava koronapandemia. Pandemia voi kärjistyessään johtaa jälleen liikkumisrajoituksiin tai myymälöiden tilapäisiin sulkemisiin. Kodintuotteiden kysyntä on pysynyt pandemian läpi vahvana, mutta pandemian väistymisellä voisi arviomme mukaan olla negatiivinen vaikutus kodintuotteiden kysyntään kotoilutrendin hiipuessa. Tasapainoksi tällä voisi olla positiivinen vaikutus muoti-, laukut ja asusteet- tuoteryhmien kysyntään, mitkä ovat kärsineet pandemiasta.

Kannattavuuden osalta tilanne on kaksijakoinen. Yhtiön kannattavuus ei ole ikinä ollut näin korkea (2021e EBIT: 21 %). Näkemyksemme mukaan nykyinen kannattavuus ei ole pitkällä aikavälillä kestävä, mitä indikoi myös yhtiön oma selvästi alhaisempi pitkän aikavälin taloudellinen

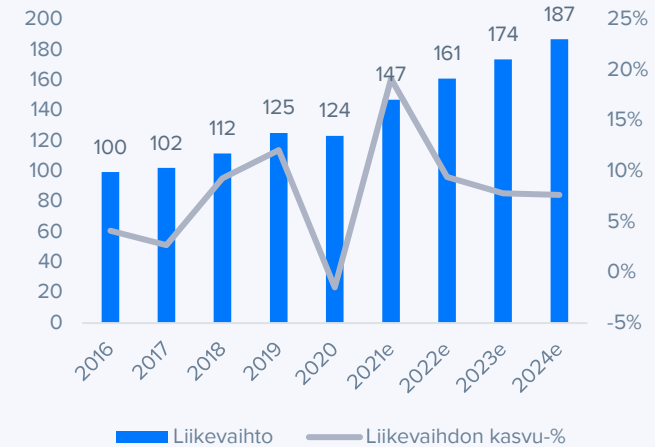
tavoitetaso (EBIT 15 %). Lähdemmekin ennusteistamme siitä, että lähivuosina suhteellinen kannattavuus normalisoituu lähemmäs yhtiön tavoitetasoa ja toimialan keskiarvoa, mikä vaikeuttaa tuloskasvua nykyiseltä ennätysvahvalta tasolta, vaikka liikevaihto kasvaisikin hyvin.

2021: yhtiö rikkoo kaikki aiemmat ennätykset

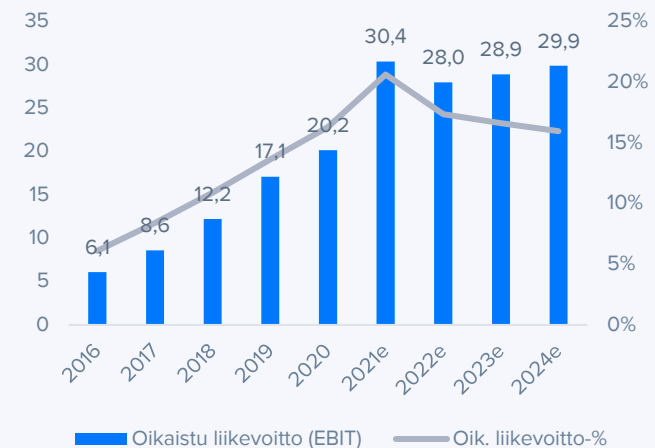
Marimekko ohjeistaa 2021 liikevaihdon kasvavan ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin olevan edellisuotta korkeampi (2020: 16,3 %). Yhtiö tekee ennusteissamme 70v. juhlavuotenaan (2021) toimintahistoriansa korkeimman liikevaihdon ja liikevoiton. Edellinen ennätystulos oli vuodelta 2020 ja odotamme siihen ~50 %:n tuloskasvua vuonna 2021. Vuosi 2021 oli Marimekon historiassa aivan poikkeuksellisen hyvä ja odotamme vahvan joulumyynnin siivittävän yhtiön myös erinomaiseen Q4-suoritukseen. Yhtiö on nyt hurjan kovassa tulokunnossa, brändi on tulikuuma ja vuoden 2021 myyntiä kasvattaneet toimenpiteet (70v. juhlavuoden erikoismallistot, co-created, adidas-yhteistyö, pop-up -myymälät eri maissa jne.) ovat olleet huikea menestys. Koronapandemian aikana tehdyt kiinteiden kulujen säästöohjelmat ja osittain lykätty investoinnit ovat pitäneet kulurakenteen matalana, mikä on myös tukenut suhteellista kannattavuutta.

Yhtiö on sanonut, että se suunnittelee vauhdittavansa pitkän aikavälin kansainvälistä kasvua vuonna 2021 ja kiinteiden kulujen odotetaan nousevan H2:lla. Arviomme mukaan kiinteä kulurakenne alkaa vasta palautua normaalimmalle tasolle H2'21 aikana ja pitkän aikavälin kasvustrategia vaatii edelleen panostusten kasvattamista vuoden 2021 jälkeen.

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

2022: Ohjeistus polttopisteessä

Marimekon suorittaminen on Tiina Alahuhta-Kaskon toimitusjohtajakaudella ollut loistavaa. Vuosien 2016-2021 aikana yhtiö on pystynyt kasvattamaan liikevoittoaan keskimäärin ~40 %:n vuotuista vauhtia. Loistavat suoritukset ovat nostaneet liikevaihdon, liikevoiton ja suhteellisen kannattavuuden ennätyskorkealle tasolle.

Sijoittajien kannalta tilinpäätöstiedotteen yhteydessä (15.2.2022) annettava ohjeistus vuodelle 2022 on siksi mielestämme erityisen mielenkiinnon kohteena, koska uskomme vuonna 2022 yhtiön operatiivisen liikevoiton kääntyvän monen vuoden jälkeen laskuun. Odotamme liikevaihdon kasvavan 161 MEUR:oon (+10 %) ja liikevoittomarginaalin laskevan (vieläkin erittäin vahvalle tasolle) 17,4 %:iin. Tämä tarkoittaisi 8 %:n laskua euromääräiseen liikevoittoon (2022e: 28 MEUR). Lievästä tuloslaskusta huolimatta huomautamme, että 2022 ennustamamme tulos tulisi olemaan yhtiön historian toiseksi paras ja selvästi taloudellisten tavoitteiden yläpuolella.

Päätökijät ennustamamme 2022 laskevan tuloskehityksen taustalla ovat poikkeuksellisen vahvan 70v. juhlavuoden myyntiluvut ja historiallisen korkea liikevoittomarginaali. Kovien vertailukauden lukujen lisäksi koronapandemian takia tilapäisesti matalalla pysynyt kiinteä kulurakenne tulee arviomme mukaan palaamaan lähemmäs normaalia tasoa, mikä kansainvälisen kasvustrategian kanssa tulevat arviomme mukaan painamaan suhteellista kannattavuutta. Yhtiö on kertonut, että se tulee jatkossa panostamaan mm. kansainvälisen bränditunnettuuden kasvattamiseen, digitalisaatioon, monikanavaisen liiketoimintaan ja vastuullisuuteen, joiden arviomme olevan isoja tekijöitä kulujen kasvussa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Marimekon suhteellinen kannattavuus tulee arviomme mukaan väistämättä laskemaan nykyiseltä hurjalta yli 20 %:n tasolta. Käyttämämme verrokkiryhmän pitkän aikavälin keskiarvo liikevoittomarginaalille on ollut keskimäärin ~15 %, mutta haarukka on ollut suuri vaihdellen ~5-30 %:n välillä. Odotamme yhtiön

jatkavan tervettä liikevaihdon kasvua myös pitkällä aikavälillä vahvistuneen brändin ja strategian onnistuneen toteutuksen seurauksena (CAGR 2022-2025: ~7 %). Kannattavuuden asteittainen lasku kuitenkin painaa yhtiön tuloskasvua lähivuosina ja odotamme yhtiön pääsevän takaisin kiinni tuloskasvuun vasta 2023 jälkeen.

Näkemyksemme mukaan tuloskasvun jatkuminen vuosien 2022-2023 aikana vaatisi joko 1) odotuksiamme nopeampaa liikevaihdon kasvua tai 2) kannattavuuden säilymistä lähellä nykyistä ennätystasoa. Mielestämme ajurit kannattavuuden laskun taustalla ovat varsin selkeät ja kannattavuuden pysyminen nykytasolla on epätodennäköistä. Näin ollen paine onkin liikevaihdon kasvun harteilla. Yhtiöllä on edellytykset kasvaa ennusteitamme nopeammin, mitä indikoi myös yhtiön oma +10 %:n kasvuun tähtäävä pitkän aikavälin taloudellinen tavoite. Mielestämme korkeammat kasvuennusteet vaatisivat taakseen lisää näyttöjä kansainvälisen kasvun kiihtymisestä sekä pandemian jälkeisen markkinatilanteen selkiytymistä.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	147	147	0 %	159	161	1 %	170	174	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,4	30,4	0 %	27,8	28,0	1 %	28,9	28,9	0 %
Liikevoitto	30,4	30,4	0 %	27,8	28,0	1 %	28,9	28,9	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,91	2,93	1 %	2,66	2,68	1 %	2,78	2,78	0 %
Osakekohtainen osinko	1,80	1,80	0 %	1,80	1,80	0 %	1,90	1,90	0 %

Ennusteet 3/3

Tuloskasvuennusteemme ovat konsensusta maltillisempia

Marimekon sijoittajatarinassa on arviomme mukaan tapahtumassa suhteellisen merkittävä taitekohta, kun ennusteissamme yhtiön tuloskasvu hyyyty väliaikaisesti vuosille 2022-2023. Itse odotamme tuloskasvun kääntyvän negatiiviseksi ja konsensus odottaa vuoden 2022 tuloksen pysyvän 2021 tasolla. Vuodesta 2023 alkaen konsensus odottaa paluuta tuloskasvuun, kun me puolestaan odotamme tuloksen pysyvän 2021 ennätystuloksen alapuolella. Kokonaisuutena 2022 ja 2023 osalta tulosennusteemme ovat noin 8 % konsensuksen alapuolella.

Keskeinen kysymys sijoittajien kannalta onkin se, että koska Marimekko palaa takaisin kestäväälle tuloskasvu-uralle hurjan 2021 tuloksen jälkeen. Näkemyksemme mukaan ennusteidemme mukainen useamman vuoden suvantovaihe tuloskasvussa olisi pettymys markkinalle ja se saattaisi asettaa paineita nykyisille korkeille arvostuskertoimille. Vuoden 2022 ohjeistus tuleekin olemaan poikkeuksellisen suuren mielenkiinnon kohteena, sillä se tarjoaa ensimmäisen konkreettisen indikaation yhtiön omasta arviosta kuluvan vuoden tuloskunnan suhteen.

Voitonjako pysyy vuolaana

Marimekko tekee ennusteissamme lähivuosina vakaan tuloksen ohella hyvää kassavirtaa. Vaikka yhtiö on todennut kansainvälisten kasvupanostusten kasvavan, on yhtiöllä vahva

tase, pieni vuotuinen investointitarve ja hyvin skaalautuva liiketoimintamalli.

Vakaa kassavirta yhdessä vahvan taseen kanssa puoltavat hyvää osingonmaksukykyä. Ennusteemme lähivuosien osingonjakosuhteesta ovat noin 60-75 %:n tasolla, vaikka yhtiöllä olisi varaa maksaa selvästi enemmänkin. Yhtiön osingonjakopolitiikka on jakaa vähintään 50 % osakekohtaisesti tuloksesta, joten odotamme lähivuosien osingon olevan selvästi tämän lattiatason yläpuolella. Pidämme lähivuosina lisäosinkoja mahdollisina, sillä yhtiön on arviomme mukaan vaikea keksiä ylimääräisille pääomilleen käyttöä (Marimekon liiketoimintamalli on hyvin pääomakevyttä) ja taseen merkittävä vahvistaminen nykytasolta ei ole mielestämme järkevää.

Marimekon hallitus valtuutettiin päättämään tilikauden 2020 tuloksesta maksettavasta osingosta, joka voi olla enintään 1,00 euroa per osake (2019: 0,90 euroa) eli 59 % tuloksesta. Hallitus ei kuitenkaan ole vielä tähän päivään mennessä tehnyt päätöstä osingon jaosta. Marimekon hallitus jakoi koronapandemian vuoksi poikkeuksellisesti tilikaudelta 2019 maksettavan osingon vasta 2021 puolella. Pidämme mahdollisena, että yhtiö maksaa vuoden 2021 tuloksesta maksettavan osingon lisäksi tänä vuonna myös ”rästissä” olevan tilikauden 2020 osingon. Lähivuosien osinkoennusteemme (jakosuhte 60-75 %) tarjoavat nykykurssille noin 2-3 %:n osinkotuottoa.

EPS- ja osinkoennusteet



	2022		Ero-%
	Inderes	Konsensus	
Liikevaihto	161	159	1 %
Liikevoitto	28,0	30,3	-8 %
EPS	2,68	2,88	-7 %

	2023		Ero-%
	Inderes	Konsensus	
Liikevaihto	174	169	3 %
Liikevoitto	28,9	31,5	-8 %
EPS	2,78	3,03	-8 %

*Lähde: Reuters. Konsensuksessa mukana 4 analyytikkoa

Arvonmääritys 1/3

Suositus ja tavoitehinta

Tarkistamme Marimekon tavoitehintamme 75,0 euroon (aik. 80,0 euroa) ja laskemme suosituksen tasolle vähennä (aik. lisää). Osakkeen arvostustaso on kiristynyt selvästi viimeisen kahden vuoden aikana ja arvostustaso alkaa olla korkea sekä suhteellisesti, että absoluuttisesti. Tässä kannattaa huomioida se, että Marimekko teki vuonna 2021 yhtiön toimintahistorian parhaimman tuloksen ja yhtiön suhteellinen kannattavuus on tällä hetkellä ennätystasolla sekä suhteessa omaan historialliseen tasoon että verrokkiryhmän tasoon nähden.

Keskeinen kysymys sijoittajien kannalta on yhtiön tuloskasvunäkymä lähivuosille. Lähdemme omissa ennusteissamme siitä, että kannattavuuden normalisoituminen pitää lähivuosien (2021-2024) tuloskasvun lähellä nolaa. Mikäli yhtiö kykenee ennusteidemme vastaisesti jatkamaan nykyisenkaltaisen kannattavuuden ylläpitämistä tai kasvamaan ennusteitamme nopeammin, muuttuisi arvostuskuva huomattavasti houkuttelevammaksi.

Nykyisten ennusteidemme valossa osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme kuitenkin heikoksi johtuen laskevista kertoimista ja vaisusta lyhyen aikavälin tuloskasvusta.

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Olemme tarkastelleet Marimekon arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käsittelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Brändin merkittävä vahvistuminen viime vuosien aikana
- Erinomainen track-record nykyjohdon alaisuudessa
- Toimialaan nähden erinomainen kannattavuus tällä hetkellä
- Koronakriisistä selviytyminen selvästi verrokkeja paremmin

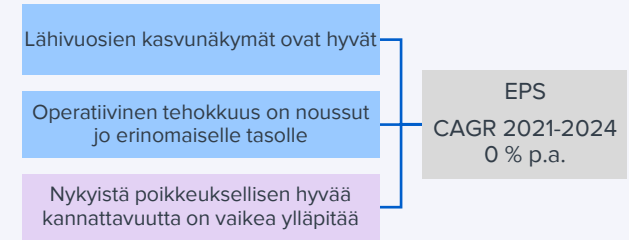
- Arvostuksen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Nykyisen ennätyskorkean kannattavuuden kestävyys
- Muoti on toimialana hyvin syklinen

Osaketuoton ajurit 2021-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

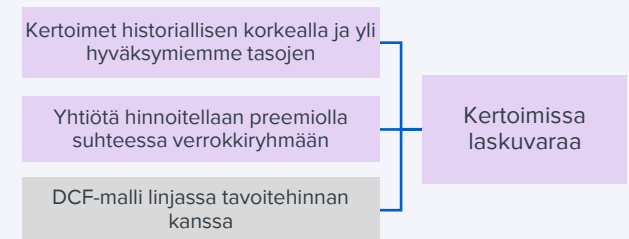
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus vaatimaton
- 0 - 5 % p.a.

Arvonmääritys 2/3

Verrokkiryhmän arvostus antaa melko hyvät reunaehdot myös Marimekon arvostukselle

Marimekolle on vaikea löytää identtisiä pörssilistattuja verrokkeja, sillä muotia, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita sisältävä lifestyle-portfolio on melko ainutlaatuinen. Sen lisäksi pieni koko ja keskittyminen Suomeen ja Aasian-Tyyntenmeren alueelle (3/4 liikevaihdosta) tekevät verrokkien löytämisestä haastavaa.

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

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulos pohjaisille kertoimille (P/E ja EV/EBITDA). Historiallisesti verrokkiryhmän arvostustaso on pysynyt kohtuullisen vakaana ja P/E-kerroin on ollut ~20-25x. Huomautamme, että verrokkiryhmän 2020 ja 2021 kertoimet eivät ole vertailukelpoisia johtuen koronakriisistä ja sen merkittävistä negatiivisista vaikutuksista monen verrokkiyhtiön tuloskuuntoon. Keskitymmekin analyysissämme verrokkien 2022- kertoimiin sekä historialliseen arvostustasoon.

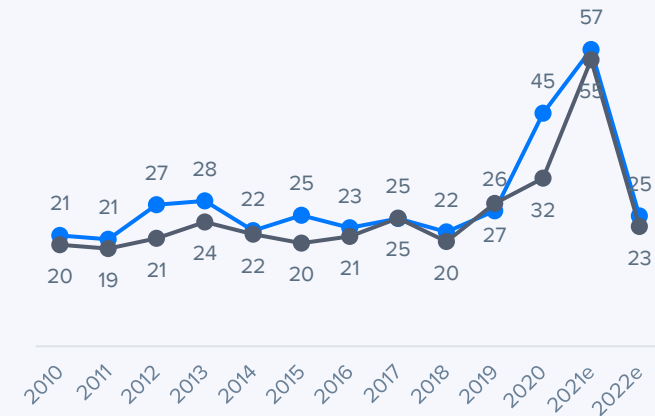
Historiallisesti Marimekkoa on hinnoiteltu alennuksella suhteessa verrokkiryhmään mm. sen pienen koon, vähäisen kansainvälisen

tunnettuuden, matalan kannattavuuden ja heikon likviditeetin takia. Viimeisten vuosien aikana Marimekon arvostus on tehnyt merkittävän tasokorjauksen ja kertoimet ovat nousseet verrokkiryhmän tasolle ja jopa sen yli. Tämä heijastelee viime vuosien aikana nähtyä vakuuttavaa tulostrendiä, markkinoiden kasvanutta luottamusta (ja odotuksia) yhtiön entistä parempiin kasvunäkymiin ja kestävään kannattavuusparannukseen. Marimekko selvisi koronakriisistä selvästi keskimääräistä verrokkiyhtiötä paremmin, mikä on mielestämme myös erinomainen osoitus yhtiön kilpailukyvyistä.

Ennustamallamme vuoden 2021 ennätystuloksella Marimekkoa hinnoitellaan 20-50 %:n alennuksella verrokkiryhmään nähden. Vuoden 2022 ennusteillamme Marimekon tulos pohjainen arvostus nousee kuitenkin 20-40 %:n preemioille suhteessa verrokkeihin. Vaikka Marimekko pärjäsi koronapandemiasta selvästi verrokkejaan paremmin ja kannattavuus on noussut jo verrokkiryhmän yläpuolella, on yhtiöllä kuitenkin vielä melko lyhyeltä ajalta näyttöjä näin korkeasta kannattavuudesta ja siksi epäilemme lähivuosien kovan tuloskasvun jatkuvuutta. Jotta Marimekolle voitaisiin perustella pysyvästi preemioarvostus suhteessa verrokkiryhmään, pitäisi yhtiön todistaa historiallisen vahvan kehityksen jatkuminen myös vuoden 2021 jälkeenkin.

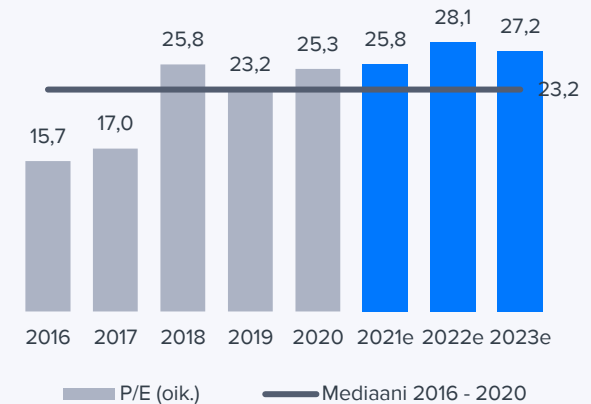
Nykyisellään emme kuitenkaan pidä merkittävää preemioarvostusta perusteltuna ja näemmekin että myös suhteellisesti kertoimissa on laskuvaraa.

Verrokkiryhmän tulos pohjainen arvostus (P/E)



● Verrokkiryhmän keskiarvo P/E (toteutunut)
● Verrokkiryhmän mediaani P/E (toteutunut)

Marimekko
P/E (oik.)



■ P/E (oik.) — Mediaani 2016 - 2020

Arvonmääritys 3/3

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Kuten suhteellisilla, myös absoluuttisilla arvostuskertoimilla tarkasteltuna Marimekon osakkeen hinnoittelu vaikuttaa haastavalta. Marimekkoa on viimevuodet hinnoiteltu pörssissä noin 25x P/E-kertoimella ja noin 18x EV/EBIT-kertoimella. Mielestämme yhtiön hyväksyttävä taso pitkällä aikavälillä on 20-25x P/E ja EV/EBIT noin 15-20x. Tasot ovat linjassa yhtiön verrokkien sekä yhtiön viime vuosien arvostuksen kanssa. Arvostuksen säilyminen tällä tasolla vaatii, että yhtiö jatkaa erinomaista suorittamistaan myös jatkossa.

2021 ennätystuloksella P/E-kerroin on 26x ja vastaava EV/EBIT 20x. Kertoimet ovat hyväksyviemme tasojen ylälaidassa ja niissä on vaikea nähdä nousuvaraa. Keskeisenä haasteena kertoimien kanssa on mielestämme se, että yhtiön tulos ei ennusteissamme kasva lähivuosina johtuen 'kansainvälisen kasvun panostuksista ja kannattavuuden laskusta poikkeuksellisen vahvalta tasolta. Näin ollen arvostustaso ei ennusteillamme laske lähivuosina, vaan kertoimet pysyvät korkealla tasolla. 2022 ja 2023 P/E-kertoimet ovat 28-27x ja vastaavat EV/EBIT kertoimet 21-20x.

Meidän onkin vaikea nähdä yhtiön absoluuttisissa kertoimissa nousuvaraa ja näemme aidon riskin kertoimien laskulle seuraavan 12kk aikana. Jotta nykyisiä kertoimia voitaisi pitää hyväksyttävänä, pitäisi yhtiön tuloksen säilyä kasvu-uralla myös lähivuosina. Käytännössä tämä vaatisi liikevaihdon odotettua nopeampaa kasvua ja/tai kannattavuuden säilymistä historiallisen vahvalla tasolla.

Kassavirtalaskelma

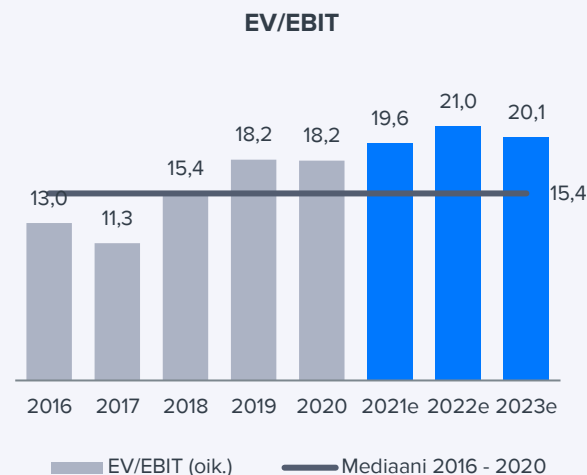
DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Marimekon kasvu jatkuu lähivuodet vahvana (2022-2027 8 %/v) ja hidastuu asteittain kohti terminaalijaksoa mentäessä. Kannattavuus laskee nykyiseltä poikkeuksellisen korkealta tasolta asteittain kohti 15 %:n tasoa. Huomautamme, että 15 %:n taso on linjassa yhtiön omien taloudellisten tavoitteiden kanssa ja erittäin hyvä suhteessa yhtiön historialliseen suorituskykyyn.

Marimekolle soveltamamme oman pääoman tuottovaatimus on 7 %, mikä heijastelee yhtiön maltillista riskiprofilia. WACC on niin ikään 7 % johtuen yhtiön velattomasta taseesta. Tarkempi DCF-malli löytyy sivulta 32.

DCF-mallin mukainen arvo Marimekolle on noin 76 euroa per osake. Sijoittajien on hyvä huomioida, että kassavirta painottuu hyvin voimakkaasti terminaalijaksoon ja terminaalijakson painoarvo on 70 %.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	75,4	75,4	75,4
Osakemäärä, milj. kpl	8,11	8,11	8,11
Markkina-arvo	611	611	611
Yritysarvo (EV)	596	589	581
P/E (oik.)	25,8	28,1	27,1
P/E	25,8	28,1	27,1
P/Kassavirta	28,8	27,4	26,9
P/B	8,9	8,1	7,3
P/S	4,2	3,8	3,5
EV/Liikevaihto	4,0	3,7	3,3
EV/EBITDA (oik.)	14,0	14,6	13,9
EV/EBIT (oik.)	19,6	21,0	20,1
Osinko/tulos (%)	61,5 %	67,1 %	68,4 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,4 %	2,5 %

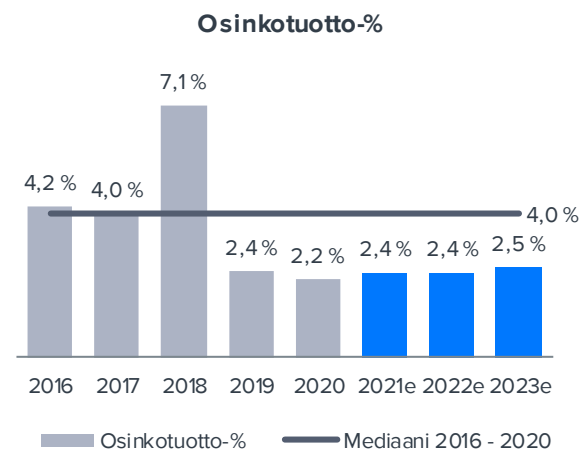
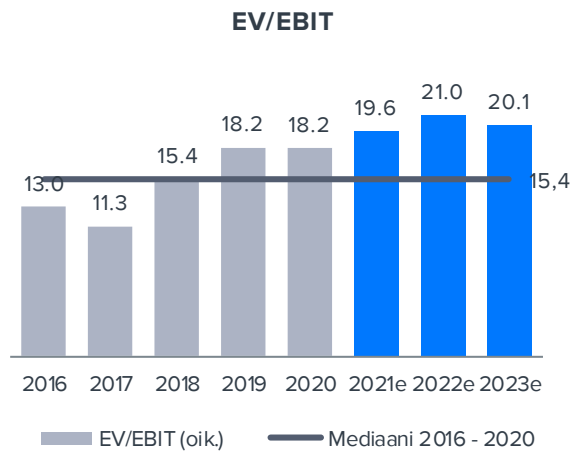
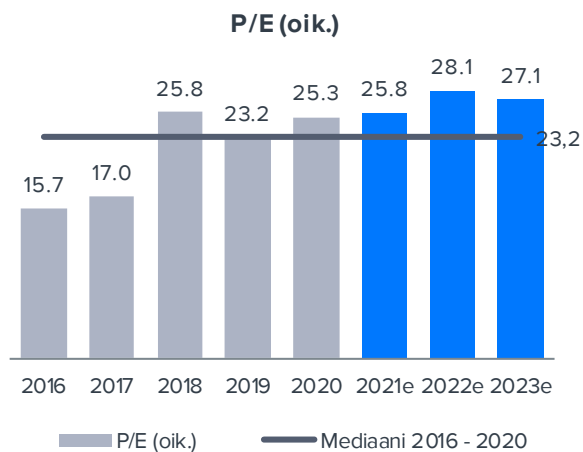
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,48	12,4	26,2	37,4	45,6	75,4	75,4	75,4	75,4
Osakemäärä, milj. kpl	8,09	8,09	8,07	8,07	8,11	8,11	8,11	8,11	8,11
Markkina-arvo	77	100	211	302	369	611	611	611	611
Yritysarvo (EV)	79	97	189	312	366	596	589	581	574
P/E (oik.)	15,7	17,0	25,8	23,2	25,3	25,8	28,1	27,1	26,2
P/E	19,0	17,7	15,4	23,2	26,8	25,8	28,1	27,1	26,2
P/Kassavirta	22,1	10,4	7,7	14,3	25,1	28,8	27,4	26,9	26,7
P/B	2,7	3,3	5,3	7,8	7,0	8,9	8,1	7,3	6,7
P/S	0,8	1,0	1,9	2,4	3,0	4,2	3,8	3,5	3,3
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,7	2,5	3,0	4,0	3,7	3,3	3,1
EV/EBITDA (oik.)	8,5	8,4	9,3	10,5	11,5	14,0	14,6	13,9	13,5
EV/EBIT (oik.)	13,0	11,3	15,4	18,2	18,2	19,6	21,0	20,1	19,2
Osinko/tulos (%)	80,3 %	71,5 %	109,0 %	55,8 %	58,9 %	61,5 %	67,1 %	68,4 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,0 %	7,1 %	2,4 %	2,2 %	2,4 %	2,4 %	2,5 %	2,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
PVH Corp	102,70	6393	7591	9,6	34,8	7,0	1,2	1,0		11,0	0,0	0,0	1,5	
VF Corp	72,25	24863	28660	44,7	20,8	32,1	17,6	3,6	2,7	54,6	22,7	2,6	2,5	16,1
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	672,40	346675	377705	24,6	21,6	18,1	16,4	6,2	5,5	32,4	29,0	1,2	1,4	7,8
Prada SpA	48,15	13864	16095	40,2	28,3	16,5	13,9	4,9	4,3	56,5	38,2	1,1	1,8	4,6
H & M Hennes & Mauritz AB	173,46	24815	27916	20,0	14,4	7,7	6,8	1,4	1,3	27,9	19,5	3,7	4,5	4,9
Hugo Boss AG	52,64	3718	4579	21,7	16,1	8,2	7,0	1,7	1,5	30,7	21,0	1,2	2,3	4,1
Hermes International SCA	1325,50	142077	138325	40,6	36,8	35,2	32,0	15,4	13,7	60,7	54,7	0,5	0,6	15,4
Guess? Inc	22,68	1291	1304	5,1	22,1	4,2	0,8	0,6		7,7	1,0	3,0	3,1	
Salvatore Ferragamo SpA	20,27	3489	3809	33,7	27,5	13,5	12,2	3,4	3,0	59,6	43,3	0,9	1,3	4,6
Ralph Lauren Corp	114,84	7407	6488	81,8	9,9	20,6	7,4	1,7	1,2	189,1	15,5		2,2	3,2
Ted Baker PLC	99,80	223	371				8,3	0,9	0,7					1,0
Industria de Diseno Textil SA	27,73	87038	83296	44,9	17,5	17,8	11,3	4,0	3,0	63,6	23,9	2,1	3,3	6,0
Burberry Group PLC	1729,50	8399	8655	19,5	15,5	13,0	10,1	3,1	2,6	28,2	20,6	1,4	2,7	5,1
Kering SA	664,00	85005	89931	18,9	16,6	14,8	13,1	5,3	4,8	26,7	22,9	1,6	1,9	6,1
Marimekko (Inderes)	75,40	611	596	19,6	21,0	14,0	14,6	4,0	3,7	25,8	28,1	2,4	2,4	8,9
Keskiarvo				35,5	18,4	19,6	12,0	3,8	3,3	57,3	25,4	1,4	2,1	6,0
Mediaani				33,7	16,6	17,8	10,7	3,2	2,7	54,6	22,7	1,2	2,2	4,8
Erotus-% vrt. mediaani				-42 %	27 %	-21 %	36 %	25 %	37 %	-53 %	24 %	103 %	7 %	87 %

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

DCF-laskelma

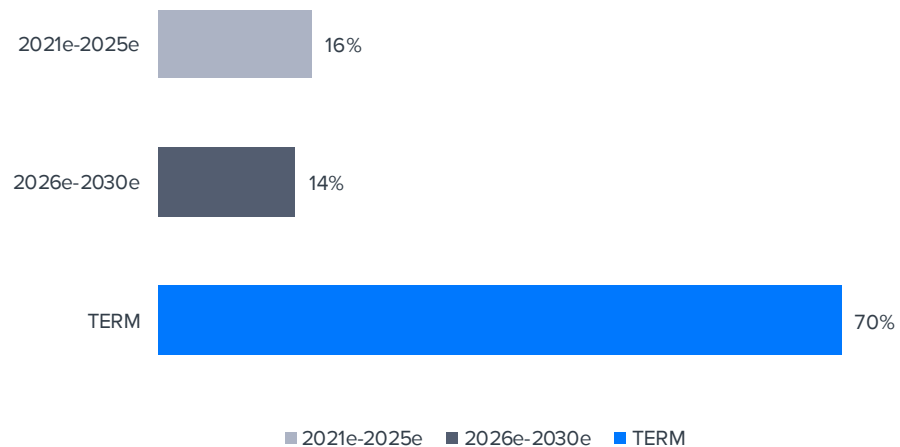
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	19,3	30,4	28,0	28,9	29,9	30,0	32,1	34,4	36,6	38,5	39,6	
+ Kokonaispoistot	12,6	12,2	12,4	12,9	12,8	12,8	12,9	12,9	12,9	13,0	13,1	
- Maksetut verot	-4,1	-5,9	-5,4	-5,6	-5,8	-5,9	-6,4	-6,8	-7,3	-7,6	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-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	1,4	-1,3	0,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	28,8	35,2	34,8	35,3	35,9	36,1	37,8	39,5	41,4	43,0	44,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-13,9	-12,5	-12,5	-12,5	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,5	-13,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	14,7	21,2	22,3	22,8	22,9	23,1	24,8	26,5	28,4	29,5	31,0	
+/- 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	14,7	21,2	22,3	22,8	22,9	23,1	24,8	26,5	28,4	29,5	31,0	802
Diskontattu vapaa kassavirta		21,3	21,0	19,9	18,8	17,7	17,7	17,8	17,7	17,2	17,0	438
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		624	603	582	562	543	525	508	490	472	455	438
Velaton arvo DCF		624										
- Korolliset velat		-37,9										
+ Rahavarat		41,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,1										
Oman pääoman arvo DCF		619										
Oman pääoman arvo DCF per osake		76,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili 1/3

Sijoitusprofiili

Kannattava ja osinkoa maksava brändiyhtiö

Marimekko profiloituu sijoituskohteena kannattavaksi ja hyvää osinkoa maksavaksi brändiyhtiöksi. Vahva markkina-asema Suomessa ja uskollinen asiakaskunta 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 ulkomailla tehtävien kasvupanostusten onnistumista tai järkevyyttä, sillä yhtiö ei avaa tarkemmin kotimaan ja ulkomaan liiketoimintojen kannattavuuksia.

Globaalin kilpailun kiristyessä kilpailukyvn nostamisprojektit ovat tarpeellisia

Marimekon tuloskunto alkoi 2008 jälkeen yskiä pahasti. Yhtiö kohtasi ennennäkemättömän kovaa kilpailua vähittäiskaupan globalisoitumisen, kuluttajan ostokäyttäytymisen muutoksen, digitalisaation, ulkomaisten kilpailijoiden ja paisuneen kulurakenteensa takia. Vielä 10-20 vuotta sitten Marimekko oli pitkälti kotimarkkinavetoinen brändi ja yhtiö tyydytti 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 entistä globaalimmassa kilpailutilanteessa yhtiön pitäisi pystyä 1) tekemään jatkuvasti kuluttajia kiinnostavia tuotteita 2) erottautumaan tuhansien

muiden saman tyylisten ja samoja kohderyhmiä kosiskelevien tuotteiden joukosta 3) löytymään niistä kanavista, missä kohdeasiakkaat asioivat ja 4) tekemään kaikki tämä alati kiristyvässä kilpailupaineessa vielä kannattavasti.

Globaalin kilpailun kiristyessä ja kuluttajan ostokäyttäytymisen muuttuessa jatkuvasti uusien digitaalisten ratkaisujen myötä nykyisen kannattavuustason säilyttäminen muuttuu arviomme mukaan jatkuvasti haastavammaksi, minkä takia yhtiön tulee koko ajan olla valmis mukautumaan muuttuvaan ympäristöön ja tekemään kilpailukykyä parantavia projekteja.

Toimialan trendit vaihtelevat nopeasti ja ne heiluttavat tuloksia ja osakekursseja

Muoti on haastava sijoituskohde, sillä toimialan trendit ja eri brändien vetovoimat vaihtelevat jatkuvasti. Vain harvat yhtiöt onnistuvat vuodesta toiseen haistelemaan kuluttajien mieltymyksiä ja innostamaan kuluttajat ostamaan juuri heidän tuotteitaan. Marimekolla menee nyt ennätysyhyin, mutta ei tarvitse katsoa montaa vuotta taaksepäin, kun yhtiön mallistot eivät maistuneet kuluttajille, brändin imago oli heikko 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.

Marimekko-brändi on nyt ”in”, yhtiö ei ole aikoihin ollut näin kilpailukykyinen ja se heijastuu osakkeen arvostuksessa

Marimekko sai vuosien 2016-2018 aikana tehtyjen yt-neuvottelujen, toiminnan uudelleenjärjestelyn, uusien houkuttelevien mallistojen ja brändin imagouudistuksen kautta nostettua kansainvälistä kilpailukykyään ja kannattavuuttaan selvästi paremmalle tasolle. Vuosina 2019-2021 yhtiön meno on vain kiihtynyt parempaan suuntaan. Marimekko-brändi on nyt todella kuuma ja se näkyy brändin vetovoimana, katukuvassa, yhtiön numeroissa ja osakekurssissa (5v: +720 %). Osakkeen nykyinen arvostus on yhtiön historiallisen tason yläpuolella ja heijastelee markkinoiden kovia odotuksia yhtiön tulevaisuuden tuloskehityksestä.

Nykyjohto on antanut vakuuttavat näytöt

Marimekon nykyjohdolla on vakuuttavat näytöt alkaen vuodesta 2015. Se mitä yhtiö on markkinoille luvannut, on toteutettu ja menty vielä kirkkaasti yli. Huikean kannattavuuskäänteen ja brändi-imagon kiillottamisen jälkeen yhtiö nauttii nyt kuluttajien ja sijoittajien luottamusta ja taloudellisia tavoitteita on nostettu tasolle, mikä vielä muutama vuosi sitten olisi näyttänyt utopistiselta. Johdolla näyttää olevan kyky luotsata Marimekko uusiin ulottuvuuksiin ja myös ennustemme heijastelevat ennätyskorkean tulostason jatkumista. Ennusteillamme osake näyttää täyteen hinnoitellulta, mutta hyvästä kasvusta huolimatta odotamme suhteellisen kannattavuuden laskevan ennätyskorkealta nykytasolta. Positiivisessa skenaariossa Marimekko jatkaa viime vuosina nähtyä ”ylisuorittamista” jolloin osakkeella olisi vielä varaa nousta, mutta paluu historiallisille kannattavuustasoille olisi osakkeelle myrkkyyä.

Sijoitusprofiili 2/3

Vahvuudet

- **Brändin historia ja tunnejälki** Marimekolla on pitkän ja värikkään historian takia vahva asema etenkin suomalaisten kuluttajien mielissä. Pitkä historia, brändin tunnettuus tuovat voimaa yhtiön tarinaan ja luovat vetovoimaa brändille.
- **Lojaali fanikunta** Marimekolla on lojaali fanikunta etenkin Suomessa (ja muualla maailmassa mm. Japanissa). Yhtiöllä on satoja tuhansia seuraajia eri sosiaalisen median tileillä, jotka kertovat brändin vetovoimasta ja mahdollistavat kustannustehokkaan markkinoinnin. Lojaali fanikunta takaa yhtiölle vakaata kassavirtaa myös heikompina aikoina.
- **Vakaa ja etabloitunut Marimekko-myyvälöiden verkosto** antaa hyvän kosketuspinnan kuluttajiin ja mahdollisuuden pitää tuotteiden jakelu ja kuluttajakokemus omissa käsissä (partnerivetoiset myymälät noudattavat Marimekon konseptia). Omissa myymälöissä yhtiölle jää käteen sekä vähittäis-että tukkukaupan kate ja täten kannattavuuspotentiaali on suurempi kuin myynti kolmansien osapuolten kautta.
- **Tunnetut kuviot ja mallistot** Marimekolle on kertynyt vuosien varrella suuri määrä klassikoiksi muodostuneita kuvioita ja mallistoja (oma IP). Ne ovat arvokkaita monella tapaa ja antavat esimerkiksi mahdollisuuden vetää niitä monien vuosien päästä uudelleen esiin ”klassikko- tai retro-kuvioina”, eikä yhtiön tarvitse näin keksiä aina pyörää uudelleen.
- **Mahdollisuus leveroida brändiä ja kuvioita uusiin tuotekategorioiden** Marimekon brändiä

ja tunnistettavia kuvioita on mahdollista leveroida uusiin tuotekategorioiden ja siten kasvattaa liiketoimintaa.

- **Mahdollisuus kannattaviin yhteistyökuvioihin** Marimekko-brändi, sen tunnistettavat värit ja kuviot sekä ajankohtainen arvomaailma houkuttelevat monia yrityksiä Marimekon kanssa erilaisiin brändiyhteistyökuvioihin. Ne antavat mahdollisuuden venyttää Marimekko-brändiä uusille markkinoille tai tuotekategorioiden, joissa yhtiö ei vielä itse ole mukana (tai yhtiöllä ei ole omaa osaamista). Lisensointiliiketoiminta on Marimekolle erittäin kannattavaa ja onnistuneet yhteistyöt voivat nostaa merkittävästi yhtiön kansainvälistä bränditunnettuutta.
- **Vahva tase ja hyvä kassavirta** Marimekon vahva tase ja pieni vuotuinen investointitarve mahdollistavat hyvän osingonjaon, tarjoavat selkänöjää vaikeiden aikojen keskellä ja antavat mahdollisuuden tehdä ajoittain isojakin kasvupanostuksia.
- **Kasvu partnereiden kautta on pääomakevyttä ja matalariskistä** Marimekko käyttää Aasiassa partnerimallia, missä paikallinen toimija huolehtii Marimekko-myyvälöistä ja tuotteiden jakelusta (konsernin ohjeiden mukaan). 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.
- **Nykyinen johto** on osoittanut erittäin vahvoja näyttöjä viimeisten vuosien aikana (2015-).

Heikkoudet

- **Pieni koko** on yksi Marimekon heikkouksista. Alan isoimpiin toimijoihin nähden Marimekolla ei ole samanlaisia mahdollisuuksia saada kilpailutettua tavarantoimittajia tai saada muita ison kokoluokan tuomia skaalaetuja. Alan suurimmat toimijat ovat myös niitä kannattavimpia ja koon tuomat skaalaedut ovat toimialalla menestymisen kannalta tärkeitä.
- **Riippuvuus Marimekko-brändin vetovoimasta** Marimekko on konsernin ainoa brändi, eikä yhtiöllä ole tarkoitusta muuntautua multibrändiyhtiöksi. Yhtiö on siten täysin riippuvainen Marimekon brändi-imagosta ja sille haitalliset tekijät voivat vaikuttaa laajemmin yhtiön menestykseen.
- **Keskittyminen niche-kategoriaan** Yhtiön tuotteet luokitellaan usein niche-kategoriaan, sillä ne saattavat olla liian kalliita, liian erikoisia, huonosti istuvia jne. Tästä syystä Marimekon asiakaskunta on jäänyt marginaaliseksi. Tätä ongelmaa yhtiö on lähtenyt takalaamaan uudessa strategiassaan, missä uusien mallistojen avulla pyritään niche-kategoriasta ulos kosiskelemaan laajempaa asiakaskuntaa.
- **Bränditunnettuus ulkomailla on vähäinen** Marimekko on Suomessa tunnettu. Yhtiön kasvustrategia nojaa vahvasti ulkomaille (etenkin Aasian-Tyynenmeren alue), missä Japania lukuun ottamatta tunnettuus on vielä vähäistä. Kansainvälinen kasvu vaatii isoja panostuksia bränditunnettuuteen, mikä arviomme mukaan johtaa siihen, että kannattavuus ei ole yhtä hyvä kuin Suomessa.

Sijoitusprofiili 3/3

Riskit

- **Maailmantalouden, kuluttajaluottamuksen ja koronatilanteen heikentyminen**
Maailmantalouden kehitykseen ja koronatilanteen kehittymiseen liittyvät epävarmuustekijät vaikuttavat vähittäiskaupan ja kuluttajien luottamukseen kaikilla yhtiön markkina-alueilla. Suomen markkinoiden kehitys on erityisen tärkeää, sillä kotimarkkinoilta tulee ~60 % liikevaihdosta.
- **Muotimaailman ”in” ja ”out” hetket**
Marimekko-brändi on tällä hetkellä voimissaan. Uudet mallistot menevät hyvin kaupaksi ja brändi on taas ”in”. Näin ei kuitenkaan ollut vielä 5-10 vuotta sitten. Muotimaailmassa on kausia, jolloin jotkut brändit ovat ”in” ja toiset ovat ”out”. Harva brändi pystyy olemaan koko ajan suosiossa ja takoman kovia kasvu- ja kannattavuuslukuja. Marimekko teki heikkoa tulosta koko 2010-luvun alun, kun, brändi oli päässyt vanhentumaan, eikä yhtiö onnistunut puhuttelemaan asiakkaitaan riittävän hyvin.
- **Muutokset kuluttajien ostokäyttäytymisessä**
Kuluttajien ostokäyttäytymisen muutos, siirtyminen digitaalisiin kanaviin ja verkkokauppojen kautta lisääntyneet vaihtoehdot, vaatimustaso ja hintasensitiivisyys ovat tekijöitä, jotka ovat muuttaneet vähittäiskauppaa viime vuosina merkittävästi. Monet aiemmin menestyneet toimijat ovat joutuneet sulkemaan liikkeitä ja joutuneet suuriin vaikeuksiin, koska näihin muutoksiin ei olla osattu reagoida riittävän nopeasti

- **Ulkomaille laajentuminen voi epäonnistua**
Marimekko alkoi 2010-luvulla toteuttaa kansainvälistymisstrategiaa, mikä paisutti kuluja selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin. Uusille markkinoille laajentuminen vaati uusien maaorganisaatioiden perustamista (joita jouduttiin myöhemmin supistamaan) ja vei yhtiön sellaisille markkinoille kilpailemaan, missä sillä ei ole samanlaista historiaa ja tunnesidettä kuluttajiin kuin Suomessa. Tästä nähtiin konkreettinen esimerkki esim. vuonna 2015, kun yhtiö joutui kirjaamaan merkittävät kulut pitkään tappiota tehneen Beverly Hillsin myymälän sulkemisesta. Nykyään partnerivetoinen laajentuminen ulkomaille on pääomakevyttä ja vähäriskisempää ja mielestämme tämä on yhtiölle parempi tapa kuin historiassa. Ulkomaille laajentuminen voi kuitenkin rasittaa alkuvaiheessa Marimekon tuloskuntoa ja riskinä on, ettei uusissa maissa kannattavuus käänny ikinä yhtiön tavoittelemalle tasolle.

Mahdollisuudet

- **Brändillä on nyt hyvä noste ja yhtiö on kilpailukykyisempi kuin koskaan**
Marimekko on viime vuosina osoittanut vahvoja kasvu- ja kannattavuuslukuja, mikä johtuu brändin hyvästä nosteesta ja kilpailukyvyyn parantamiseksi tehdyistä toimista. Yhtiö tekee nyt ennätysliikevaihtoa ja -tulosta. Nyt on otollinen paikka käyttää tätä energiaa hyväkseen ja takoa, kun rauta on kuumaa. Hyvä kannattavuus antaa myös mahdollisuuden investoida kasvuun ja tätä

yhtiö tekee nyt mm. ulkomaille laajentumisen ja digitaalisten valmiuksien kehittämisen osalta.

- **Lisensointiliiketoiminta** on Marimekolle erittäin kannattavaa. Yhtiöllä olisi mielestämme mahdollisuuksia tehdä erilaisia lisensointi- tai brändiyhteistyökuvioita paljon enemmän kuin nyt (2 % liikevaihdosta), mutta yhtiö on historiallisesti ollut hyvin suojelevainen kenen kanssa yhteistyötä tehdään ettei brändi kulu. Viime aikoina tehdyt yhteistyökuviot ovat olleet mielestämme erittäin onnistuneita ja tämä saattaa rohkaista yhtiötä tekemään näitä lisää.
- **Ulkomailla riittää kasvupotentiaalia**
Marimekon liikevaihdosta 59 % tuli Suomesta (1-9/2021). Globaaleilla kuluttajamarkkinoilla yhtiö on vielä pieni ja johto tekee kovaa työtä saadakseen ulkomaan liikevaihdon nousuun.
- **Verkkokauppaliiketoiminta.** Marimekko on laajentanut verkkokauppaa viime vuosina moniin uusiin maihin ja mennyt myös mukaan sellaisiin kolmansien osapuolten alustoihin, joiden kautta yhtiö voi hakea vahvempaa kasvua. Yhtiö ei ole kertonut verkkokaupan myyntilukuja, mutta yhtiön raporteista on jo pitkään saatu lukea verkkokaupan merkityksen ja liikevaihdon kasvusta. Keväällä 2020 koronapandemian synkimpinä hetkinä yhtiön oma vähittäismyynti nojasi lähes täysin verkkoon ja yllätimme positiivisesti miten vähän tämä oikeastaan näkyi liikevaihtoon.
- **Miehet** asiakaskuntana ovat mahdollisuus, joista Marimekko voisi saada merkittävästi uutta kasvupotentiaalia.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi luo kilpailuetua ja antaa hinnoitteluvoimaa

2.

Muotimaailman trendit ja mallistojen onnistuminen voivat heiluttaa tuottoja

3.

Korkea kassavirtasuhde, pieni investointitarve

4.

Kotimarkkinoilla vahva asema, kansainvälistymisessä potentiaalia

5.

Kuluttajakäyttäytymisen ja vähittäiskaupan murrokset luovat uusia mahdollisuuksia ja haasteita

Potentiaali



- Marimekko-brändin vetovoima on nyt kova ja uudet mallistot puhuttelevat kuluttajia
- Marimekon historia, arvot ja tarkoitus sopivat mielestämme erityisen hyvin tähänhetkiseen maailmankuvaan (mm. vastuullisuuden kasvava merkitys)
- Viime vuosina tehty kilpailukyvyn nosto näkyy vahvana vipuna tuloksessa, jos liikevaihto pysyy kasvussa
- Yhtiöllä on vahva asema Suomessa ja ulkomailla paljon kasvupotentiaalia
- Vahva tase ja korkea kassavirtakonversio antavat mahdollisuuden investoida ja jakaa hyvää osinkoa
- Verkkokaupassa ja lisensointiliiketoiminnassa runsaasti käyttämätöntä potentiaalia

Riskit



- Koronaviruksen aiheuttamat myymälöiden tilapäiset sulkemiset ja kulutuskysynnän lasku
- Kustannuskilpailukyvyn säilyttäminen globaaleilla tiukasti kilpailluilla kuluttajamarkkinoilla
- Brändin houkuttelevuus ja pysyminen relevanttina yli syklien
- Harmaavientiin liittyvät riskit lisääntyvät, kun yhtiö kansainvälistyy ja brändin kiinnostavuus kasvaa
- Globaalien toimitusketjujen ongelmat ja raaka-aineinflaatio
- Tulostaso on nyt historiallisen korkea ja osakekurssi hinnoittelee hyvän kehityksen jatkumista. Onko viime vuosina nähty kannattavuustaso kestäväällä pohjalla?

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	125	24,9	23,3	38,0	37,4	124	29,1	32,7	42,4	43,1	147	161	174	187
Suomi	71,2	13,6	11,4	23,0	23,2	71,1	14,5	18,4	28,8	27,4	89,1	98,0	105	112
Skandinavia	9,3	2,1	1,9	2,8	3,2	9,9	2,4	2,9	2,9	3,5	11,7	12,5	13,5	14,5
EMEA	12,0	2,7	3,3	4,0	4,0	14,0	4,1	3,0	2,7	4,3	14,0	14,7	15,9	17,0
Pohjois-Amerikka	8,3	1,6	1,5	1,6	1,7	6,5	1,4	2,2	2,0	1,9	7,6	8,1	8,9	9,8
Aasian-Tyynenmeren alue	24,7	4,9	5,3	6,6	5,3	22,1	6,6	6,3	5,9	6,1	24,9	27,8	30,6	33,7
Käyttökate	29,7	4,4	5,8	13,6	8,2	31,9	8,7	8,5	16,3	9,1	42,6	40,4	41,8	42,7
Poistot ja arvonalennukset	-12,5	-3,2	-3,1	-3,0	-3,2	-12,6	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-12,2	-12,4	-12,9	-12,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,1	1,2	2,7	10,5	5,8	20,2	5,6	5,5	13,3	6,0	30,4	28,0	28,9	29,9
Liikevoitto	17,1	1,2	2,7	10,5	5,0	19,3	5,6	5,5	13,3	6,0	30,4	28,0	28,9	29,9
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,0	0,1	-0,6	-0,4	-1,8	-0,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Tulos ennen veroja	16,2	0,2	2,8	10,0	4,6	17,6	5,5	5,2	13,2	5,8	29,6	27,2	28,2	29,2
Verot	-3,1	-0,1	-0,6	-2,0	-1,1	-3,8	-1,1	-1,0	-2,6	-1,2	-5,9	-5,4	-5,6	-5,8
Nettotulos	13,0	0,2	2,2	8,0	3,5	13,8	4,4	4,1	10,6	4,6	23,7	21,8	22,5	23,3
EPS (oikaistu)	1,61	0,02	0,27	0,98	0,53	1,80	0,55	0,51	1,30	0,57	2,93	2,68	2,78	2,88
EPS (raportoitu)	1,61	0,02	0,27	0,98	0,43	1,70	0,55	0,51	1,30	0,57	2,93	2,68	2,78	2,88

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	-8,3 %	-19,9 %	10,3 %	7,6 %	-1,5 %	17,0 %	40,2 %	11,5 %	15,4 %	19,2 %	9,5 %	7,8 %	7,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	40,1 %	-53,4 %	-27,9 %	34,4 %	92,2 %	17,8 %	365,6 %	106,8 %	26,1 %	3,6 %	50,6 %	-7,8 %	3,2 %	3,5 %
Käyttökate-%	23,6 %	17,5 %	24,8 %	35,7 %	21,9 %	25,8 %	29,8 %	26,1 %	38,4 %	21,1 %	28,9 %	25,1 %	24,0 %	22,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,6 %	4,9 %	11,4 %	27,7 %	15,5 %	16,3 %	19,3 %	16,8 %	31,3 %	13,9 %	20,6 %	17,4 %	16,6 %	16,0 %
Nettotulos-%	10,4 %	0,7 %	9,2 %	21,0 %	9,3 %	11,1 %	15,2 %	12,7 %	25,0 %	10,7 %	16,1 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	41,6	43,2	43,5	43,6	43,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,6	1,1	1,2	1,3	1,3
Käyttöomaisuus *	40,4	41,3	41,5	41,5	41,0
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	55,3	71,6	82,9	92,5	103
Vaihto-omaisuus	22,6	22,4	26,5	29,0	31,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,6	8,1	9,7	9,7	10,4
Likvidit varat	26,1	41,0	46,7	53,8	61,4
Taseen loppusumma	96,9	115	126	136	146

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	38,9	52,8	68,4	75,6	83,5
Osakepääoma	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kertyneet voittovarot	30,0	43,8	59,4	66,6	74,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Muu oma pääoma	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	27,6	28,5	22,0	22,0	22,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta *	26,0	27,0	22,0	22,0	22,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,6	1,5	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	30,4	33,6	36,0	38,5	40,8
Lainat rahoituslaitoksilta *	10,5	10,9	9,0	9,0	9,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,8	22,2	26,5	29,0	31,3
Muut lyhytaikaiset velat	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Taseen loppusumma	96,9	115	126	136	146

* Taseen vastaavaa-puolen **käyttöomaisuus** ja vastattavaa puolen **pitkäaikaiset velat** koostuvat pääosin IFRS 16 Vuokrasopimukset-standardin mukaisesti kirjauksista. Standardin mukaan konsernin pitää kirjata taseeseen sekä käyttöomaisuuteen että velkoihin yhtiön vuokrasopimukset, joita Marimekolla oli vuoden 2020 lopussa lähes 40 MEUR:n edestä (mm. Suomen pääkonttorin ja kangaspainon vuokratilat sekä kaikki yhtiön omat myymäläliiketilat). Marimekolla ei ole korollista velkaa rahoituslaitoksilta.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	111,9	125,4	123,6	147,3	161,2	EPS (raportoitu)	1,70	1,61	1,70	2,93	2,68
Käyttökate	20,2	29,7	31,9	42,6	40,4	EPS (oikaistu)	1,02	1,61	1,80	2,93	2,68
Liikevoitto	17,7	17,1	19,3	30,4	28,0	Operat. kassavirta / osake	2,29	3,59	3,55	4,34	4,30
Voitto ennen veroja	17,6	16,2	17,6	29,6	27,2	Vapaa kassavirta / osake	3,39	2,62	1,82	2,62	2,76
Nettovoitto	13,7	13,0	13,8	23,7	21,8	Omapääoma / osake	4,96	4,82	6,51	8,44	9,32
Kertaluontoiset erät	5,5	0,0	-0,8	0,0	0,0	Osinko / osake	1,85	0,90	1,00	1,80	1,80
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	57,1	96,9	114,8	126,5	136,1	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	12 %	-1 %	19 %	9 %
Oma pääoma	40,0	38,9	52,8	68,4	75,6	Käyttökateen kasvu-%	73 %	47 %	8 %	33 %	-5 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	42 %	40 %	18 %	51 %	-8 %
Nettovelat	-22,8	10,3	-3,2	-15,7	-22,8	EPS oik. kasvu-%	39 %	59 %	12 %	63 %	-8 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	18,1 %	23,6 %	25,8 %	28,9 %	25,1 %
Käyttökate	20,2	29,7	31,9	42,6	40,4	Oik. Liikevoitto-%	10,9 %	13,6 %	16,3 %	20,6 %	17,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,2	3,0	1,4	-1,3	0,0	Liikevoitto-%	15,8 %	13,6 %	15,7 %	20,6 %	17,4 %
Operatiivinen kassavirta	18,4	29,0	28,8	35,2	34,8	ROE-%	38,8 %	33,0 %	30,0 %	39,2 %	30,2 %
Investoinnit	6,0	-48,8	-13,9	-12,5	-12,5	ROI-%	47,7 %	29,6 %	23,3 %	32,0 %	27,2 %
Vapaa kassavirta	27,4	21,1	14,7	21,2	22,3	Omavaraisuusaste	70,0 %	40,2 %	46,0 %	54,1 %	55,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-56,9 %	26,4 %	-6,0 %	-22,9 %	-30,2 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	1,7	2,5	3,0	4,0	3,7						
EV/EBITDA (oik.)	9,3	10,5	11,5	14,0	14,6						
EV/EBIT (oik.)	15,4	18,2	18,2	19,6	21,0						
P/E (oik.)	25,8	23,2	25,3	25,8	28,1						
P/B	5,3	7,8	7,0	8,9	8,1						
Osinkotuotto-%	7,1 %	2,4 %	2,2 %	2,4 %	2,4 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin analyytikko Petri Kajaanilla on 21.9.2020 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Marimekko Oyj

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17/01/2018	Lisää	13,00 €	12,00 €
16/02/2018	Lisää	13,50 €	12,40 €
11/05/2018	Lisää	14,00 €	13,10 €
09/08/2018	Lisää	18,00 €	16,75 €
24/09/2018	Lisää	20,00 €	18,95 €
01/11/2018	Lisää	22,00 €	20,00 €
11/02/2019	Myy	22,00 €	29,30 €
27/02/2019	Myy	22,00 €	26,30 €
13/05/2019	Vähennä	22,00 €	22,50 €
16/05/2019	Vähennä	25,00 €	26,10 €
11/07/2019	Vähennä	28,00 €	26,80 €
15/08/2019	Lisää	32,00 €	28,70 €
14/10/2019	Lisää	33,00 €	29,50 €
06/11/2019	Lisää	40,00 €	37,40 €
14/02/2020	Lisää	42,00 €	40,00 €
25/03/2020	Lisää	27,00 €	23,90 €
14/05/2020	Lisää	25,00 €	21,90 €
17/08/2020	Lisää	33,00 €	29,65 €
21/09/2020	Lisää	40,00 €	37,05 €
09/11/2020	Lisää	42,00 €	39,00 €
11/12/2020	Lisää	47,00 €	44,50 €
19/02/2021	Lisää	55,00 €	51,10 €
21/05/2021	Lisää	62,00 €	57,10 €
20/08/2021	Lisää	80,00 €	74,30 €
04/11/2021	Lisää	80,00 €	75,50 €
19/01/2022	Vähennä	75,00 €	75,40 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**