

Martela

Yhtiöraportti

2.5.2023 8:30



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskäänte työn alla heikentyvässä suhdanteessa

Martelan tuloskunto on koronan jälkeen näyttänyt elpymisen merkkejä, mutta heikentyvä taloussuhdanne voi hidastaa vireillään olevaa tuloskäännettä. Yhtiö on saanut taseensa tervehdytettyä, mikä lisää sen taantumakestävyyttä heikentyvässä suhdanteessa. Nykyisellä arvostuksella osakkeen lähivuosien tuotto-odotus jää mielestämme osinkotuoton varaan. Negatiivisten ennustemuutosten myötä laskemme tavoitehintamme 2,2 euroon (aik. 2,6 eur) ja toistamme vähennä suosituksemme.

Pohjoismaiden johtavia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä

Matela on Pohjoismaiden suurimpia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä ja käsityksemme mukaan markkinajohtaja Suomessa. Yhtiöllä on laaja tuote- ja palvelutarjoama, jolla se pyrkii vastaamaan asiakkaan kaikkiin tilan toteuttamiseen liittyviin tarpeisiin läpi tilan elinkaaren. Noin 85 % konsernin liikevaihdosta tulee tuotemyynnistä ja loput palvelumyynnistä, jonka osuutta pyritään systemaattisesti kasvattamaan. Yhtiön fokus on Pohjoismaissa (Suomi, Ruotsi, Norja), joissa se tarjoaa tuotteita ja palveluita omien kontaktipisteiden kautta. Vuonna 2022 13 % yhtiön liikevaihdosta tuli avainmarkkinoiden ulkopuolelta, jossa yhtiön myynti on jälleenmyyjien varassa. Suomessa Martelan kasvunäkymä on nähdäksemme maltillinen korkean markkinaosuuden (Inderesin arvio: 42 %) vuoksi, mikä jättää muut markkina-alueet kasvun vetureiksi.

Tuloskasvu on liikevaihdon elpymisen varassa

Martelan kannalta tärkeät työympäristöt kokivat jo ennen koronapandemiaa rakenteellista painetta pois perinteistä huonetoimistoista kohti kustannustehokkaampia avo- ja monitilatoimistoja toimialan murroksessa. Pandemian seurauksena työnteko siirtyi lähes yhdessä yössä etätyöasentoon, josta täysimääräinen paluu toimistoille vaikuttaa epätodennäköiseltä. Tämä on johtanut tilatarpeiden aiempaa kriittisempään tarkasteluun ja siten murrosvauhdin asteittaiseen kiihtymiseen. Arviomme mukaan erityisesti työympäristöjen joustokyvyt tulevat pitkällä aikavälillä korostumaan, minkä tulisi tarjota Martelan kaltaisille kokonais- ja elinkaaripalveluihin kykeneville toimijoille vähintäänkin järkeviä toimintamahdollisuuksia. Toimistokalustemarkkinan kireän kilpailuympäristön, Martelan trimmatun kulurakenteen ja yhtiön tuntuvaan operatiivisen vivun vuoksi yhtiön tuloskasvu on arviomme mukaan kotimarkkinan elpymisen ja vientimarkkinoiden kasvun varassa. Olemme raportin yhteydessä laskeneet lievästi kuluvan vuoden ennusteitamme ja samalla nostaneet arviotamme Nummellan logistiikkakeskukseen liittyvistä vuokrakuluista (~1,5 MEUR vuositasolla) yhtiön avattua vuokrakulut vuosikertomuksessaan.

Tuotto-odotus osinkotuoton varassa, mikä ei tarjoa riittävää korvausta

Q4'22 lopussa Martelan vuokraveloista oikaistu nettokassa oli 9,5 MEUR, mikä on merkittävä yhtiön noin 10 MEUR:n markkina-arvoon suhteutettuna. Yhtiön arvostuskertoimia arvioidessa on hyvä huomioida tuntuva nettokassa, Nummellan vuokrasopimukseen liittyvä kuluerä, joka ei näy tuloslaskelmalla (Inderesin arvio: ~0,7-0,8 MEUR) ja että liiketoiminta vaatii tuntuva määrän käteisvaroja kausiluonteisuuden sekä heikon pohjanäkyvyyden vuoksi. Lähivuosien ennusteillamme yhtiön tulos pohjainen arvostus vaikuttaa mielestämme korkealta. Lievästä liikevaihdon kasvusta ja paranevastaa suhteellisesta kannattavuudesta koostuva tuloskasvu laskee osakkeen EV/EBIT-kertoimen ennusteissamme neutraalille 6-8x tasolle vuonna 2025-2026. Tämä jättää osakkeen tuotto-odotuksen noin 4-6 %:n osinkotuoton varaan, mikä ei tarjoa mielestämme riittävää korvausta Martelan melko korkea riskiprofiili huomioiden.

Suositus

Vähennä

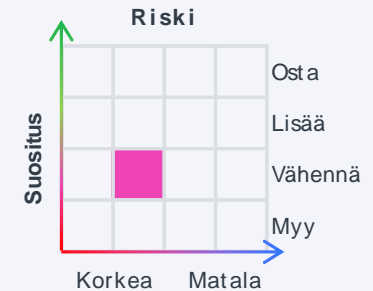
(aik. Vähennä)

2,20 EUR

(aik. 2,60 EUR)

Osakekurssi:

2,29



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	106,7	102,8	105,2	107,8
kasvu-%	16 %	-4 %	2 %	2 %
EBIT oik.	1,0	0,5	1,6	2,0
EBIT-% oik.	0,9 %	0,5 %	1,5 %	1,8 %
Nettotulos	2,6	-0,3	0,6	0,9
EPS (oik.)	0,30	-0,07	0,14	0,20

P/E (oik.)	8,1	neg.	16,5	11,3
P/B	0,8	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,4 %	5,2 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	19,6	44,1	12,9	10,3
EV/EBITDA	2,3	3,3	2,5	2,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2

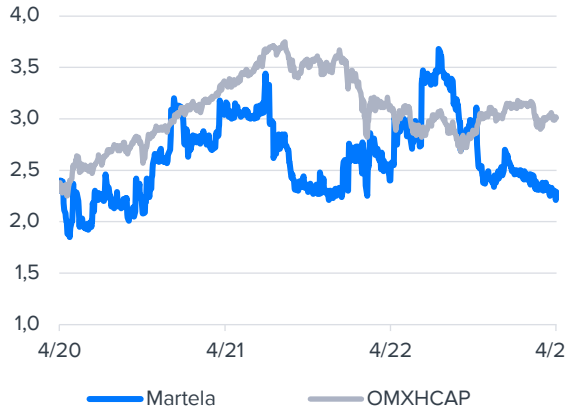
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

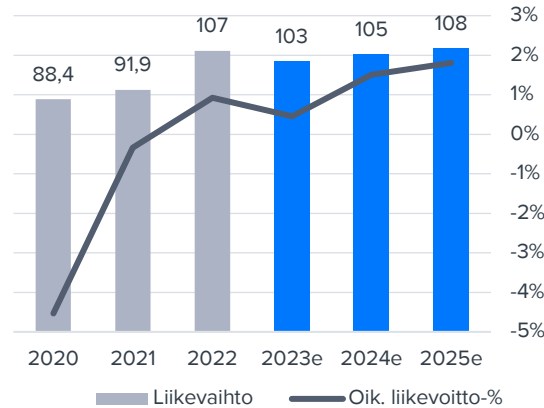
Liikevaihdon arvioidaan olevan edellisvuoden tasolla (2022: 107 MEUR) ja liiketuloksen olevan positiivinen.

Osakekurssi



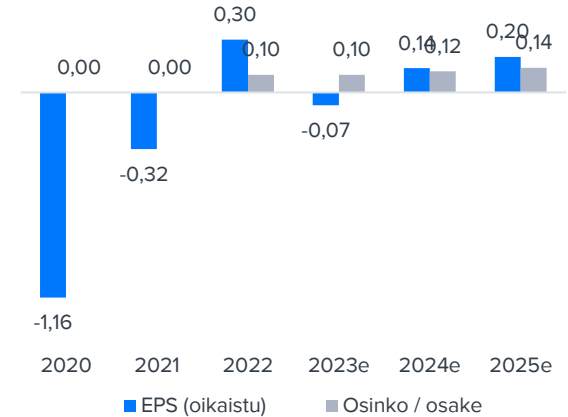
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvupotentiaali Suomen ulkopuolella
- Toteutetuista tehostustoimista kiinni pitäminen ja tuloskäänteen eteneminen
- WaaS- ja LaaS-konseptien kaupallistamisessa onnistuminen ja jatkuvien (ts. arvokkaampien) liikevaihtovirtojen kertyminen
- Kysynnän elpyminen



Riskitekijät

- Kiristynyt kilpailutilanne ja laskevat myyntikatteet
- Työympäristöjen murroksen todellinen laajuus ja aikataulu
- WaaS-konseptin kaupallistamisessa epäonnistuminen ja jämähtäminen hintaherkkiin kalustetoimituksiin
- Tuloskäänteessä epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,29	2,29	2,29
Osakemäärä, milj. kpl	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	10	10	10
Yritysarvo (EV)	21	20	20
P/E (oik.)	neg.	16,5	11,3
P/E	neg.	16,5	11,3
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,3	2,5	2,4
EV/EBIT (oik.)	44,1	12,9	10,3
Osinko/tulos (%)	neg.	86,7 %	69,1 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,2 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Sijoitusprofiili	10-13
Toimiala	14-18
Strategia	19
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	20-22
Ennusteet	23-27
Arvonmääritys	28-31
Taulukot	32-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	35

Martela lyhyesti

Martela on käyttäjälähtöisten työ- ja oppimisympäristöjen suunnitteluun ja toimittamiseen erikoistunut palveluyhtiö.

1945

Perustamisvuosi

1986

Listautuminen

107 MEUR (+16 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

1,0 MEUR

Oik. liikevoitto 2022

86 % / 14 %

Tavaramyynti / palvelumyynti 2021 TTM

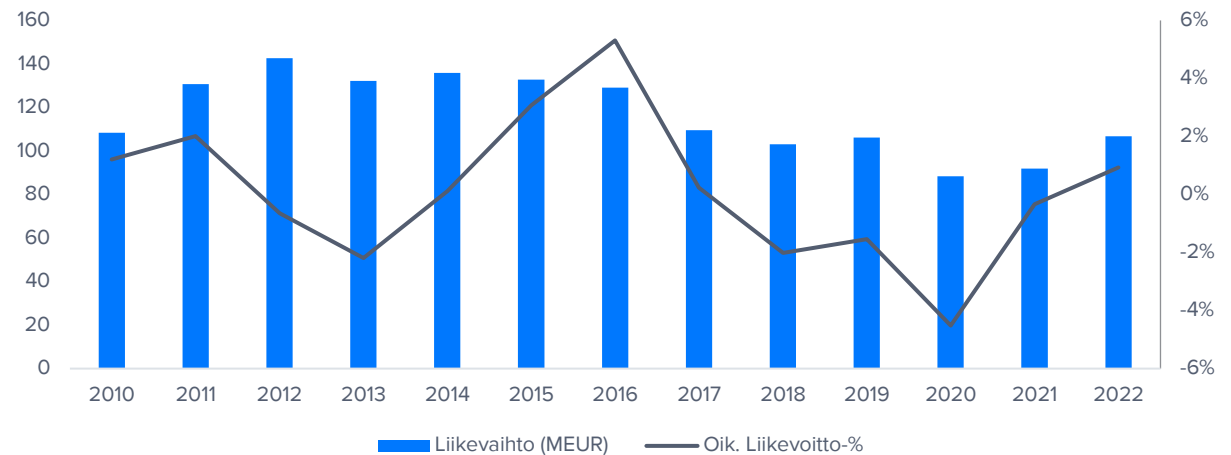
70 % / 30 %

Suomen / muiden maiden osuus liikevaihdosta 2022

403

Henkilöstö keskimäärin 2022

2011-2014	2015-2016	2017-2019	2020-
Heikentynyt kysyntäkuva Merkittävät kustannussäästöohjelmat Elinkaarimalliin siirtyminen Martela Outlet perustetaan Grundell- muuttopalveluyrityksen osto	Uusi johto ja terävöitetty strategia LifeCycle-malli tuottaa tulosta Omista myyntitoiminnoista luopuminen Puolassa ja Venäjällä Vahva tuloskehitys	Pieleen mennyt ERP-uudistus Strategiset virhearvioinnit Kirstynyt kilpailu rokottaa kannattavuutta	Etätyöhön siirtymisen negatiivinen vaikutus markkinaan Ville Taipale nimitetään Martelan toimitusjohtajaksi (2021) Neljän tappiollisen vuoden jälkeen positiivinen tulos (2022) Taseen tervehdyttäminen Nummelan Logistiikkakeskuksen myynnillä ja takaisinvuokraamisella



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Työ- ja oppimisympäristöjen palveluyhtiö

Martela on käyttäjälähtöisten työ- ja oppimisympäristöjen suunnitteluun ja toimittamiseen erikoistunut palveluyhtiö. Martelan tarjoama on kokonaisvaltainen, sillä yhtiön portfolio kattaa yksittäisten kaluste-, suunnittelu- ja sisustusratkaisuiden lisäksi myös kohdetilojen elinkaaripalvelut. Asiakkaan näkökulmasta elinkaaripalvelut tarkoittavat kokonaisratkaisuja, joissa Martela vastaa tilatarpeen määrittelystä, tilan tarkemmasta suunnittelusta, kalusteratkaisuiden toteuttamisesta (ml. muuttopalvelut) sekä tilan käyttöönoton jälkeisistä ja luonteeltaan jatkuvista optimoinneista (ts. muuttuviin tarpeisiin kuten asiakkaan kasvaneeseen kokoon reagointi). Työ- ja oppimisympäristöihin keskittyneitä tarjoamaa peilaten Martelan asiakkaat edustavat sekä yksityisen että julkisen sektorin toimijoita.

Martelan pääkonttori sijaitsee Espoossa. Tämän lisäksi yhtiöllä on Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa useita alueellisia myyntikonttoreita sekä Puolassa ja Suomessa myös omat kokoonpanotoimintoihin keskittyneet tuotantoyksiköt. Pohjoismaiden ulkopuolella Martelan tuotteita myydään jälleenmyyjäverkoston kautta. Varsinaista kovaa valmistavaa tuotantoa yhtiöllä on ainoastaan tytäryhtiö Kidexissä, joka on erikoistunut kansi- ja säilytyskomponenttien valmistamiseen.

Tulovirrat käytännössä täysin pohjoismaisia

Martelan tulovirrat painottuvat ylivoimaisesti pohjoismaihin, mutta vuonna 2022 yhtiö sai muiden markkina-alueiden osuutta liikevaihdosta

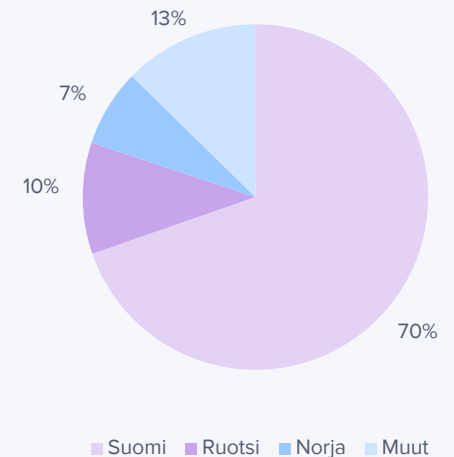
kasvatettua 13 %:iin (2021: 8 %). Markkina-alueista Suomi on yhtiölle ylivoimaisesti tärkein, sillä yksistään sen osuus liikevaihdosta oli noin 70-80 %. Ruotsi on Martelalle toiseksi tärkein toimintamaa noin 10 %:n liikevaihto-osuudella, kun taas Norjan osuus viimeisen vuoden tulovirroista oli noin 7 %. Mielestämme Martelan voimakas riippuvuus kotimarkkinasta on riskiprofiilia kohottava tekijä Suomen kituliaasti kasvavan / kutistuvan ja kovan hintapaineen alla olevan markkinan, sekä yhtiön volyymikasvusta riippuvaisen kannattavuuskäänteen vuoksi. Toisaalta yhtiön kotimainen bränditunnettuus on arviomme mukaan erittäin hyvä.

Arviomme mukaan Martelan liikevaihdosta noin 2/3:aa tulee yksityiseltä sektorilta, kun taas julkinen sektori kattaa noin 1/3:n. Yksityisellä sektorilla Martelan asiakaskunta on käsityksemme mukaan hyvin laaja, ja se kattaa sekä pieniä muutaman hengen ja suppeiden palvelutarpeiden yrityksiä että suurempia ja monipisteisillä toimitilaverkostoilla (ts. laajempi kysyntätarve) operoivia toimijoita. Liiketoiminnan projektiluonteisuuden vuoksi Martela ei juurikaan kanna perinteistä asiakasriskiä. Julkisen sektorin asiakkaat ovat puolestaan kunta- ja valtiotason yksiköitä, minkä myötä tuotteet päätyvät tyypillisesti oppilaitoksiin tai virastoihin. Julkisen sektorin kaupat perustuvat aina julkisiin kilpailutuksiin (dynaaminen hankinta- tai puitejärjestely) ja niiden perusteella solmittuihin raamisopimuksiin. Näiden sopimusten ja siten sopimustoimittajan leiman menettämisen riski on arviomme mukaan hyvin pieni.



- Yhtiö perustettu vuonna 1945
- Käyttäjakeskeisten työ- ja oppimisympäristöjen suunnittelija ja toteuttaja
- Pitkä historia tuonut mukanaan vahvan tunnettuuden etenkin Suomen markkinassa
- Myös Ruotsi ja Norja merkittäviä toiminta-alueita
- Tukeva jalansija julkisen sektorin hankintaketjussa

Liikevaihdon jakauma 2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Julkisessa kanavassa keskeisin riski liittyykin mielestämme siihen, missä määrin kilpailutuksia kyetään voittamaan sekä osin myös hankintaputken aikaviiveisiin ja siten tilausten ajoittumisiin.

Liiketoimintamalli

Yhden kontaktipisteen malli

Martelan liiketoimintamallin keskiössä on yksi kontaktipiste ja sen ympärillä olevat ydintoiminnot. Yksi kontaktipiste tarkoittaa asiakkaan näkökulmasta sitä, että vireillä oleva projekti on mahdollista toteuttaa kokonaan yhden kumppanin kautta. Arviomme mukaan tämä luo asiakkaille suoria hyötyjä kulutehokkaamman hankintatoimen, mutta myös räätälöidymmän palvelukokonaisuuden ja sitä kautta korkeamman käyttäjätyytyväisyyden muodossa. Martelalle yhden kontaktipisteen toimintamalli ja laaja palvelutarjoama mahdollistaa puolestaan sen, että yhtiön hallussa on selvästi pelkkään valmistukseen tai toimitukseen keskittyneitä mallia pidempi arvoketju. Tämän tulisi näkemysemme mukaan tuoda Martelan toimintaan pitkällä aikavälillä järkeviä ja kannattavan operatiivisen suorittamisen mahdollistavia elementtejä. Yhden kontaktipisteen malli on pitkän operatiivisen historian ja sen mukanaan tuoman hyvän tunnettuuden ohella mielestämme myös yhtiön keskeisin kilpailuetu. Kestäväksi tätä etua ei mielestämme kuitenkaan voida sanoa sen kohtuullisen vaivatta kopioitavissa olevien osien takia.

Tuotantokulmasta tarkasteltuna Martelan

toimintamalli on alihankintavetoinen ja yhtiön oma tuotanto painottuu kokoonpanofunktion. Tätä heijastellen liiketoimintamallin ydintoiminnot ovatkin näkemysemme mukaan suunnittelu- ja myyntityö sekä varsinaiseen kalustetoimitukseen liittyvät toimet kuten muutto- ja kierrätyspalvelut.

Tuotannon ulkoistaminen on mielestämme järkevä valinta, sillä se lisää operatiivista joustavuutta. Näiden lisäksi alihankintavetoinen tuotantomalli mahdollistaa Martelalle omien resurssien tehokkaamman allokoimisen lisäarvoltaan valmistavaa työtä korkeampiin toimintoihin. Toisaalta kolikon kääntöpuolena on se, että tuotekehityksen ja valmistuksen väliin voi tässä mallissa syntyä tiettyjä kipupisteitä esimerkiksi heikkolaatuisten toimituserien tai venyvien toimitusaikojen muodossa. Tuotantoketjun osien vertikaalisen integroitumisen uhkaa (ts. alihankkijoiden astuminen Martelan varpaille) emme pidä merkittävänä riskinä, kun huomioidaan Martelan toimittajarekisterin syvyys (noin 150 toimittajaa) sekä eteenpäin integroitumisen matalat kannustimet (mm. markkinan haastava hintadynamiikka ja hidaskasvuvauhti).

Toimintaa leimaa projektiluontoisuus, tähtäimessä jatkuvuuden lisääminen

Martelan liiketoiminta on hyvin projektiluontoista ja myyntisyklit tyypillisesti pitkiä. Tämä tekee liiketoiminnan ennustettavuudesta vaikean, minkä myötä myös Martelan pohjanäkyvyys on arviomme mukaan lyhyt ja tilauskantaa mitataan tyypillisesti viikoissa.



Martelan arvoketju

Suunnittelu



- Laajat suunnitteluresurssit (ml. yhteistyökumppanuudet)
- Kriittinen toiminto kilpailukyvyyn säilyttämisen kannalta
- Uudet tuotteet, parempi hinta

Tuotanto



- Omat tuotanto-operaatiot hyvin vähäisiä
- Yleisesti matalan lisäarvon lohko
- Tuotannon ulkoistaminen tuotantoketjulle joustavuutta

Myynti



- Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa oma myyntikonttoriverkosto
- Muut maat jälleenmyyjien kautta
- Myyntisyklit pitkiä ja myynnissä oltava konsultoitava ote

Tukitoimet



- Martelalla hyvä kyky mm. muutto- ja kierrätyspalveluihin
- Tukitoimien kateprofiili tyypillisesti raakaa kalustemyyntiä parempi
- Yhden kontaktipisteen sinetti

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Projektiluontoisesta yleisilmeestä ja lyhyestä näkyvyydestä johtuen kysyntäympäristön muutokset näkyvät yhtiön liiketoiminnassa hyvinkin nopealla aikataululla.

Lyhyttä pohjanäkyvyyttä ja sen aiheuttamia haasteita kompensoi kuitenkin alihankintavetoinen tuotantomalli ja sen tuoma joustavuus. Käsitteemme mukaan Martelan koko tuotantoketju on hyvin myyntiohjattu, mikä tekee tilaus/toimitus-ketjusta arviomme mukaan kohtuullisen ketterän ja nopean. Nämä ominaisuudet pitävät puolestaan toimitusten vasteajat lyhyinä, mikä yhdessä volyymitason muutosten tietyntasteisen reagoitivararan kanssa mahdollistaa sen, ettei korkeiden varastotasojen ylläpitäminen ole tarpeellista. Tämä kokonaisuus parantaa kapasiteetin hallintaa sekä luo pieniä vapausasteita myös käyttöpääoman ja koko kassavirran hallintaa ajatellen.

Liiketoiminnan jatkuvuuden vahvistaminen prioriteettina

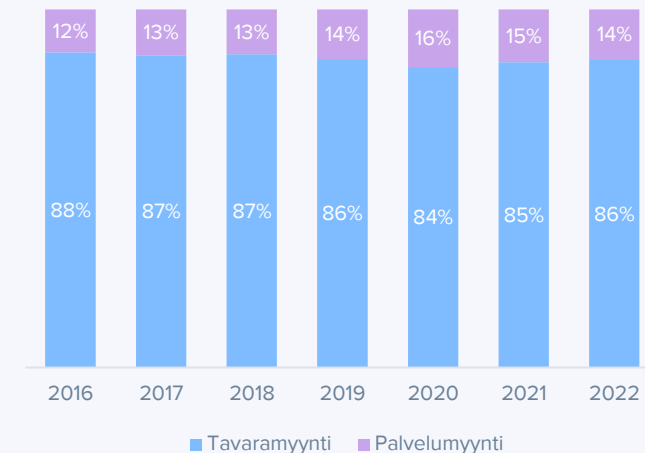
Toimialan projektiluontoisen ansaintalogiikan ja kysynnän lyhyen pohjanäkyvyyden vuoksi uskomme liiketoiminnan jatkuvuutta tuovien elementtien rakentamisen olevan yhtiön keskeisimpiä prioriteetteja. Tästä konkreettisin esimerkki on mielestämme viimeisen viiden vuoden aikana lanseeratut palvelumallit Workplace as a Service (WaaS) ja Oppimisympäristö palveluna (LaaS). Näiden elinkaaripalveluiden kautta Martela tarjoaa asiakkailleen kohdeympäristöä jatkuvana kokonaispalveluna. Operaatiotasolla tämä tarkoittaa sitä, että Martela vastaa asiakkaan tilatarpeen määrittelystä aina sen myöhemmän vaiheen jatkuvaan optimointiin

saakka. Täten Martela ei elinkaarikonseptin raameissa tarjoa vain yksittäistä kalustetta ja / tai siihen liitännäistä tukitoimea, vaan kyseessä on kokonaisvaltainen konsepti. Liikevaihtoon jatkuvuutta tuovien ominaisuuksien lisäksi uskomme myös näiden palveluiden kateprofiiliin olevan yksittäisiä kalustetoimituksia korkeampi. Tämän palveluhaaran kautta Martela kykeneekin arviomme mukaan saamaan laajasta kokonaistarjoamastaan ja vertikaalisesti integroituneesta toimintamallistaan huomattavasti enemmän irti kuin, mitä pelkästään yksittäisiin osa-alueisiin keskittymällä olisi mahdollista saada. Myös asiakkaiden suuntaan elinkaaripalveluiden kaupallinen logiikka on mielestämme järkevä, sillä tilatarpeen tarkempi ja räätälöity määrittäminen johtaa tyypillisesti aikaisempaa pienempään neliömäärään, pienempiin ylläpitokustannuksiin (mm. vuokra- ja energiakulut) sekä tyytyväisempään ja tehokkaammin työskentelevään henkilöstöön.

Tällä hetkellä näiden elinkaaripalveluiden osuus Martelan liikevaihdosta on noin prosentin luokkaa, joten kaupallisessa mielessä konsepti on vielä lähtökuopissa. Palvelukonseptin tunnistettavissa olevat hyödyt sekä työ- ja oppimisympäristöjen etenevä ja pandemian myötä kiihdyttävä murros (ts. toimitilojen joustokyvyt keskeinen teesi) tarjoavat kuitenkin pidemmällä tähtäimellä vähintäänkin järkeviä ajureita elinkaaripalveluiden myynnin kasvattamiselle. Konseptin todellinen läpimurto vaatii kuitenkin näistä ajureista huolimatta taakseen myös yhtiöstä itsestään riippumattomia tekijöitä, mitä peilaten liikevaihdon nopeaa rakenteellista muutosta ei mielestämme ole perusteltua odottaa.



Myyntimix 2016-2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Kustannusrakenteessa on skaalattavaa

Martelan kustannusrakenne on toteutetuista tehostuksista huolimatta yhä melko jäykkä kiinteiden kustannusten suuren osuuden seurauksena. Kiinteiden kustannusten korkeaa osuutta selittää se, että yhtiön toimintamalli vaatii taakseen kohtuullisen paljon kiinteäpalkkaista osaamista (mm. suunnittelu- ja konsultoiva myyntityö). Yhtiön hallinnollinen rakenne ei sen sijaan ole kokoluokkaan suhteutettuna poikkeuksellisen suuri. 2019 viimeistellyn 4 MEUR:n säästöohjelman hyödyt ovat arviomme mukaan kestäviä, minkä lisäksi uskomme yhtiön jatkossakin kiinnittävän huomiota kiinteän kulurakenteen tehostamismahdollisuuksien tunnistamiseen ja tarvittavien toimenpiteiden toteuttamiseen. Tästä konkreettinen esimerkki on mielestämme 2021 alussa toteutettu toimintojen uudelleenorganisointi- ja tehostamisharjoitus.

Kiinteän kustannusrakenteen ja kohtuullisen myyntikatteen myötä Martelan operatiivinen vipu on tuntuva. Tämä tekee realisoitavissa olevista skaalaeduista huomattavat, sillä kasvavaan kysyntään vastaamisen ei käsityksemme mukaan tulisi vaatia oleellisia tuotanto- tai henkilöstöpanostuksia. Näin ollen yhtiön on mahdollista kasvattaa operatiivista tulostaan selvästi liikevaihdon kasvua vauhdikkaammin. Toisaalta tämä dynamiikka toimii myös toiseen suuntaan, minkä seurauksena yhtiöllä voi olla vaikeuksia puolustaa marginaalitasojaan laskevan liikevaihdon ympäristössä. Liiketoiminnan tuntuva operatiivinen vipu onkin mielestämme yhtiön

riskiprofiliaa kohottava tekijä.

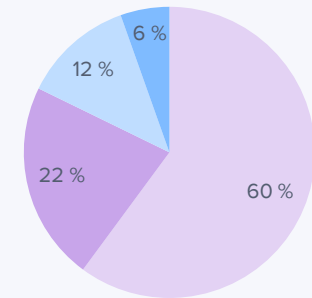
Pääoman sitoutuminen ei jarruta liikaa

Martelan liiketoimintamalli ei ole erityisen pääomaintensiivinen. Nummelan logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokraamisen myötä yhtiö toimii pääosin vuokratiloissa, mikä minimoi rakennuksiin sidottua pääomaa ja vähentää investointitarvetta. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet ovat alle 20 % taseen loppusummasta, mutta Nummelan Logistiikkakeskuksen myyntitransaktion kirjanpito kohtelun vuoksi yhtiöllä on arviomme mukaan noin 11 MEUR:n edestä kiinteistöön liittyviä käyttöoikeusomaisuuseriä taseen ulkopuolella.

Keskeisin tekijä alhaisen pääomatarpeen taustalla on arviomme mukaan etenkin yhtiön alihankintavetoinen toimintamalli. Tämä tuo yhtiölle runsaasti liikkumatilaa myös pääomainvestointeja ajatellen, sillä kasvaneeseen kysyntään on mahdollista vastata pääosin tuotantoketjun kapasiteettia hyödyntämällä. Samaa syytä heijastellen yhtiön oma vuotuinen investointitarve onkin maltillinen.

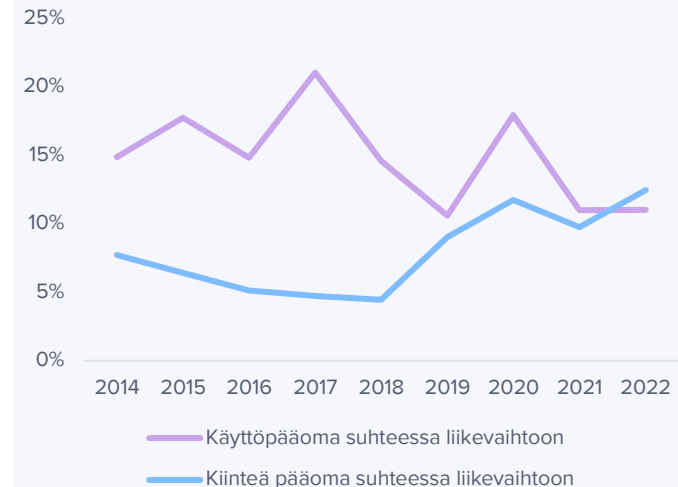
Käyttöpääomaa¹ Martelan toimintaan on sitoutunut viime vuosina 11-21 % liikevaihdosta. Viime vuosina yhtiö on saanut käyttöpääoman hallintaa tehostettua ja myyntisaamiset kiertävät nyt ostovelkoja nopeammin, mikä tukee pääoman rahoittamista. Historiallisesti tilanne on ollut pääosin päinvastainen, mikä on mielestämme konkreettinen osoitus hyvän neuvotteluvoiman omaavasta ostajaportaasta.

Martelan kulurakenne (2022)



■ Materiaalit ja palvelut ■ Henkilöstökulut ■ Muut kulut ■ Poistot

Pääoman sitoutuminen



Lähde: Martela, Inderes

1) Käyttöpääoma = Vaihto-omaisuus + myyntisaamiset - ostovelat - saadut ennakot

Sijoitusprofiili 1/2

Martela on selvä käännetyhtiö

Mielestämme Martela profiloituu ensisijaisesti käännetyhtiöksi. Näkemystämme tästä tukee viime vuosien heikko tuloskehitys sekä se, että pidemmällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin on yksinkertaisesti pakko nojata tuloskäänteeseen etenemiseen ja sen kestävään toteuttamiseen. Käänneprofiilia vahvistaa mielestämme myös historiassa toteutetut rakenteelliset tehostamistoimet, jotka ovat luoneet hyvää pohjaa käänteeseen eteenpäin viemistä ajatellen.

Operatiivisen perustan kuntoon laittamisen jälkeen Martelan tulee mielestämme profiloitua myös maltillisen kasvun yhtiöksi, sillä arvonluonti pelkin säästö- ja tehostustoimin on tietyn pisteen jälkeen mahdoton tehtävä. Tuntuva kiinteä kulurakenne nostaa liiketoiminnan koon olennaiseksi osaksi Martelan sijoittajatarinaa ja tässä yhtiö onkin onnistunut viime vuonna, joskin jossain määrin patoutuneen kysynnän tukemana. Arviomme mukaan Martelan nykyinen konsernirakenne kykenisi kannattelemaan yli 120 MEUR:n liikevaihtoa (2022: 107 MEUR) ilman suurempia kasvupanostuksia. Toisaalta Martelalla on mielestämme hyvät edellytykset tehdä liiketoiminnan maltillisen investointitarpeen vuoksi järkevää kassavirtaa, mikä puolestaan tukee osingonmaksukykyä.

Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemyksemme mukaan Martelan keskeisimmät vahvuudet ja arvoajurit ovat:

- **Pitkä toimintahistoria ja bränditunnettuus:** Martelalla on takanaan pitkä operatiivinen

historia, mikä on arviomme mukaan tuonut yhtiölle maineen hyvänä ja laadukkaana kalustetoimittajana. Tämä on puolestaan tuonut yhtiölle hyvin laajan referenssiportfolion ja käsityksemme mukaan Martelan bränditunnettuus erityisesti Suomen markkinaympäristössä on vankka. Näiden ominaisuuksien tulisi tukea myyntikatemarginaalin puolustamista sekä auttaa yhtiötä nykyisen markkina-aseman pitämisessä että markkinaosuuden kasvattamisessa, toimialan kipupisteiden asettamista haasteista huolimatta.

- **Tuloskäänteeseen kestävä toteuttaminen:** Viimeisen parin vuoden aikana Martela on tehnyt onnistuneita toimenpiteitä rakenteidensa tehostamiseksi ja parantanut sitä kautta edellytyksiään käänteeseen toteuttamiselle. Näistä toimista huolimatta käänteeseen maalin asti vieminen vaatii vielä lisätoimia sekä rakenteiden tehostamisen että myyntipanostusten (ts. orgaanisessa kasvussa onnistumisen) saralla. Käänteeseen asteittaisen etenemisen ja sen kestävä toteuttamisen myötä yhtiö kykenee siirtämään fokustaan aikaisempaa paremmin oman kilpailukyyn vahvistamiseen sekä omista vahvuuksista parhaan tehon irti saamiseen. Kannattavuusmielessä tämä voisi pitkällä aikavälillä tarkoittaa kestävästi yli 2,5 %:n liikevoittomarginaalia. Käänteeseen kestävä toteuttaminen ja marginaalitason vakiintuminen edellä mainitulle tasolle laskisi automaattisesti osakkeen riskiprofiilia sekä nostaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Tällä olisi

kohentava vaikutus myös viime vuosien tulospettymysten sarjan nakertamaan sijoittajaluottamukseen.

- **Orgaaninen kasvu:** Martelalle relevantti markkina on viime vuosina kerätyn tutkimustiedon perusteella ollut hyvin kitukasvuinen / laskeva, eikä sen luonne ole arviomme mukaan isossa kuvassa tästä muuttumassa. Täten markkinan geneerinen luonne ei ole kasvun tavoittelun kannalta erityisen houkutteleva. Martelalle kasvumahdollisuuksia tarjoaa kuitenkin käynnissä oleva ja pandemian myötä kiihtynyt työympäristöjen murros. Tässä uskomme Martelan bränditunnettuuden, pitkän kokemuksen ja kokonaistarjoaman takaavan yhtiölle riittävää kilpailukykyä ja siten työkaluja markkinaosuusvoittojen nappaamiselle. Kitukasvuudessa / laskevassa markkinassa nämä voitot ovat volyymikasvun kannalta elintärkeitä. Käynnissä olevan murroksen yli katsovia mahdollisuuksia Martelalle tuo mielestämme vielä kaupallista läpimurtoa odottavat elinkaaripalvelut. Orgaaninen kasvu on myös pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta erittäin olennainen komponentti.
- **Hyvä kassavirtapotentiaali:** Martelan investointitarve on maltillinen, eikä yhtiöllä ole myöskään olennaista investointivelkaa tai -tarvetta lähivuosille, minkä seurauksena pidämme Martelan kassavirtapotentiaalia hyvänä. Rajallisten investointimahdollisuuksien maailmassa hyvä kassavirtapotentiaali tukee ensisijaisesti osingonmaksukykyä.

Sijoitusprofiili 2/2

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Martelan keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat seuraavat:

- **Liiketoiminnan lyhyt näkyvyys ja kysynnän syklinen luonne:** Näkyvyys Martelan liiketoimintaan on lyhyt ja tuhti tilauskanta mitataan arviomme mukaan viikoissa. Martelan tarjoama edustaa erityisesti yksityisen sektorin toimijoille ei-liiketoimintakriittistä hankintaa ja liiketoiminnan perusluonne on projektinomainen. Näin ollen Martelan loppukysyntä on tietyiltä osin riippuvainen yleistalouden kulloisestakin syklin vaiheesta. Näistä ominaisuuksista johtuen muutokset yleistalouden tilassa ja siten kysyntäkuvassa näkyvät Martelan liiketoiminnassa tyypillisesti nopealla aikataululla. Vaikka Martelalla on alihankintavetoisen tuotantomallinsa puitteissa kohtuullista operatiivista joustovaraa, on yhtiön kustannusrakenteessa kuitenkin paljon lyhyellä tähtäimellä heikosti joustavia kohtia. Tästä johtuen liikevaihdon nopeat lyhyen aikavälin muutokset voivat tehdä pahaa jälkeä myös tulosriveille. Yksityisen sektorin kysynnän vaihteluita kuitenkin osin tasaa luonteeltaan vakaampi julkinen sektori.
- **Kilpailutilanteen kiristyminen:** Martelan kilpailutilanne on viimeisten vuosien aikana kiristynyt huomattavasti, mitä on selittänyt sekä yksityisen sektorin kutistunut markkina (ts. jatkunut hintapaine) että julkisen sektorin muuttunut kilpailutuslainsäädäntö. Kiristynyt kilpailutilanne on näkynyt Martelan liiketoiminnassa myyntikatteen heikentymisenä

sekä liikevaihdon laskuna. Toimialan rakenteelliset ominaisuudet huomioiden emme näe, että kilpailutilanne olisi muuttumassa Martelan kannalta oleellisesti parempaan suuntaan tulevina vuosina. Tilanteen kiristymistä pidämme sen sijaan todennäköisempänä lopputulemana ja tämä voisi arviomme mukaan näkyä esimerkiksi puhtaammin hinnalla kilpailevien toimijoiden kasvavana lukumääränä. Oman lisämausteensa kilpailutilanteen kiristymiseen tuo vielä työympäristöjen kiihtynyt murros, minkä uskomme lisäävän tarjontaa erityisesti käytettyjen kalusteiden lohossa. Vaikka Martelan laajan tarjoaman varaan rakentuva kokonaiskilpailukyky onkin mielestämme vähintään kohtuullinen, olisi kilpailutilanteen kiristymisellä luonnollisesti yhtiön liiketoimintamahdollisuuksia heikentäviä vaikutuksia (mm. kasvua voitaisiin joutua hakemaan entistä voimakkaammin hinnalla).

- **Käänteessä epäonnistuminen:** Tulostulokäänteessä epäonnistuminen voisi pidemmän päälle huonoimmassa skenaariossa ajaa yhtiön taloudellisesti ahtaaseen rakoon, vaikka tuhti nettokassa tuo tuntuva tappiopuskuria. Käänteessä epäonnistuminen heikentäisi väistämättä myös sijoittajaluottamusta ja vaikuttaisi sitä kautta hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Tekijät, jotka voisivat aiheuttaa käänteeseen epäonnistumisen, linkittyvät arviomme mukaan oman kulu- ja tehokkuustason hallintaan, kilpailukyvyyn säilyttämiseen sekä orgaanisessa kasvussa onnistumiseen.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Pitkä operatiivinen historia ja kattava referenssiportfolio
- Yhden kontaktipisteen toimintamalli ja laaja palvelutarjoama
- Bränditunnettuus hyvä erityisesti Suomen markkinassa
- Alihankintavetoinen tuotantomalli tuo joustavuutta

Heikkoudet

- Liiketoiminnan näkyvyys on kroonisesti lyhyt
- Fokus pidettävä vielä perusteiden kuntoon laittamisessa
- Kulurakenteessa paljon kiinteitä elementtejä
- Pelkillä kalustetoimituksilla (> 80 % liikevaihdosta) on vaikea erottautua

Mahdollisuudet

- Työympäristöjen murroksen tarjoamat aihiot
- Elinkaaripalveluiden kaupallinen läpimurto
- Ruotsin markkinaosuuden elpyminen
- Tulostason vakiintuminen

Uhat

- Kilpailutilanteen muuttuminen huonompaan
- Elinkaaripalveluiden kaupallistamisessa epäonnistuminen
- Tulostulokäänteeseen jarruttaminen ja / tai oman kilpailukyvyyn heikkeneminen

Sijoitusprofiili

1.

**Pitkä toimintahistoria ja hyvä markkina-
asema Suomessa**

2.

**Sijoitustarina nojaa
kannattavuuskäänteeseen**

3.

**Hyvä pidemmän aikavälin
kassavirtapotentialiaali**

4.

**Vahva markkinaosuus ja tunnettu
brändi Suomessa**

5.

**Liiketoiminnan perusnäkyvyys on heikko
ja kilpailutilanne on raadollinen**

Potentiaali



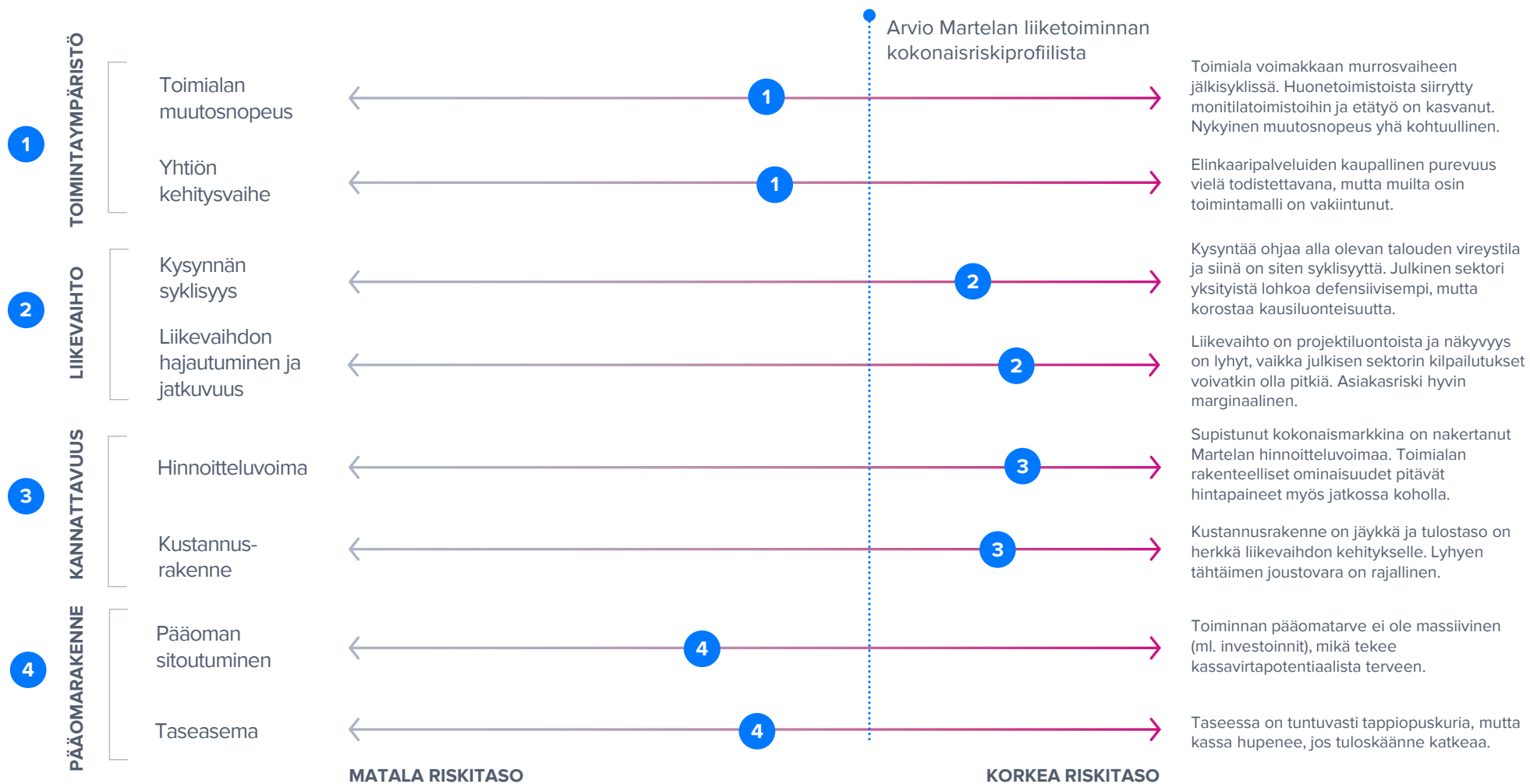
- Markkina-aseman puolustaminen Suomessa ja osuuksien kasvattaminen muissa Pohjoismaissa
- Elinkaaripalveluiden kaupallinen edistyminen ja liikevaihtovirtojen muuttuminen vähäriskisemmiksi
- Kannattavuuskäänteessä onnistuminen ja paluu takaisin hyväksi osingonmaksajaksi
- Kustannusrakenteessa skaalautuvia elementtejä

Riskit



- Toimialan rakenteet ovat haastavat ja erityisesti kilpailutilanne on kova
- Kysynnän heikko pohjanäkyvyys ja kiinteä kustannusrakenne luo operatiivista vipua
- Epäonnistuminen käänteen toteuttamisessa ja / tai markkinamurroksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntämisessä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Kokonaismarkkina on suuri ja puolet kysynnästä tulee työympäristöistä

Maantieteellisesti tarkasteltuna Martelan ydinmarkkina koostuu Pohjoismaista, sillä vuonna 2022 yli 85 % yhtiön liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Arviomme mukaan Pohjoismaiden keskeiset rakenteet – kuten kysyntäajurit, demografiset muuttajat ja kulttuuripohja – ovat hyvin samankaltaisia, ja käsityksemme mukaan Martela kykenee ohjamaan toimintaansa näiden alueiden sisällä päälinjoiltaan hyvinkin yhteneväisillä strategioilla. Sen takia Martelan kohdemarkkinaa on mielestämme perusteltua tarkastella Pohjoismaiden kautta.

Martelan arvion mukaan yhtiön pohjoismaisista työ- ja oppimisympäristöistä muodostuva kokonaismarkkina on kooltaan noin 1,2 miljardia euroa. Alueellisesti suurin yksittäinen lohko on Ruotsi, jossa markkinan koko on arviolta 700 MEUR. Suomi on kohdemaista pienin noin 200 MEUR:n kooltaan ja Norjassa markkinan koko asettuu noin 250 MEUR:oon. Tämä kahtiajako on hyvin looginen ja se selittyy sekä Ruotsin korkeammalla väkiluvulla että kansantalouden piirun verran tietointensiivisemmällä rakenteella (ts. toimistotyötä suhteellisesti enemmän). Kokonaisuudessaan alla oleva markkina on kooltaan ja suhteessa Martelan nykyiseen asemoitumiseen riittävän suuri, emmekä näe markkinan asettavan kokonsa puolesta yhtiölle olennaisia toimintarajoitteita nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Loppukäyttöittäin jaettuna Martelan kohdemarkkina jakaantuu siten, että työympäristöt kattavat 50 % kysynnästä, oppimisympäristöt 30 % ja muut julkiset tilat kuten virastotalot ja vastaavat

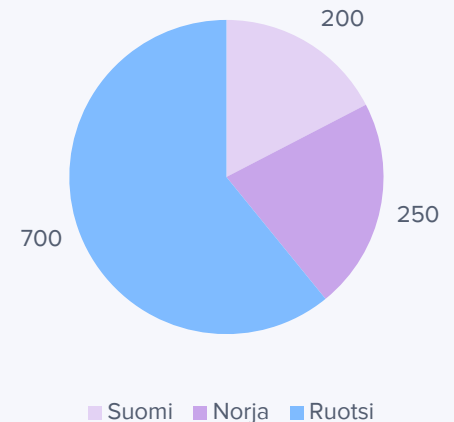
instanssit loput 20 %. Arviomme mukaan tämä kokonaismarkkinan loppukäyttökohtainen jako vastaa hyvin myös yksittäisten Pohjoismaiden tilannetta, vaikka maiden sisältä pieniä painopiste-eroja voikin löytyä. Martelan omien liiketoimintamahdollisuuksien kannalta tällä ei kuitenkaan ole oleellista merkitystä, sillä laajan palvelutarjoamansa puitteissa yhtiö on jo tällä hetkellä kiinni kaikissa kysyntälohkoissa. Käsityksemme mukaan julkisten ostajien päätöksenteko on yksityistä puolta hintavetoisempaa, mikä heijastuu projektien kannattavuuksissa.

Toimialalla paljon pieniä toimijoita, markkinaosuudet suurten hallussa

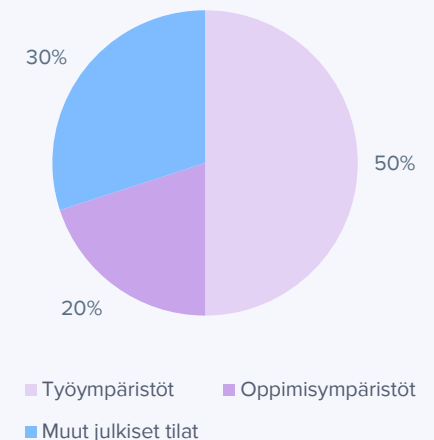
Toimijoiden perspektiivistä Pohjoismaiden työ- ja oppimisympäristömarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan kohdemarkkinoilla toimii yhteensä satoja toimijoita. Käsityksemme mukaan suurin osa näistä toimijoista on paikallisia, tiettyihin segmentteihin keskittyneitä ja kokoluokaltaan melko pieniä, mutta kohtuullisilla alueellisilla bränditunnettuuksilla operoivia toimijoita. Markkinaosuusmielessä toimiala on hyvin polarisoitunut, sillä palvelutarjoamiltaan ja resursseiltaan suuremmat toimijat pitävät hallussaan isoja markkinaosuuksia. Nämä toimijat ovatkin vahvojen kotimarkkina-asemiensa ja niiden myötä rajallisiksi käyneiden paikallisten mahdollisuuksien takia lähteneet etsimään myös kansainvälisiä kasvupolkuja.

Toimialan hajanaisesta rakenteesta huolimatta horisontaalinen konsolidointiaktiiviteetti on etenkin Suomessa ollut toimialatasolla melko rauhallinen, ja vain muutamat yhtiöt ovat hakeneet kasvua kilpailijoitaan ostamalla.

Työ- ja oppimisympäristöjen markkinakoko, MEUR



Markkinan loppukäyttökohtainen jakautuminen



Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

Arviomme mukaan juurisyy tälle kehitykselle on ollut se, että suurin osa yhtiöistä on melko pieniä ja siten rajallisilla taloudellisilla / strategisilla voimavaroilla ohjattuja yhtiöitä. Myös vertikaalisten järjestelyjen saralla on viime vuosina ollut ruotsalaisen Input Interiorin liikkeitä (mm. Martelan Ruotsin jälleenmyyjän osto vuonna 2018) lukuun ottamatta varsin hiljaista.

Kasvuvauhtia ei juurikaan ole, mutta murroksen myötä pöydällä on mahdollisuuksia

Markkinassa toimivien yhtiöiden perusteella varsinainen kova kalustemarkkina on viime vuosina kasvanut vauhdilla tai jopa kutistunut. Arviomme mukaan keskeisin viime vuosien kasvuvauhtiin vaikuttanut tekijä löytyy digitalisaation ja toimitilojen rakenteellisen liikkuman käynnistämästä murroksesta. Historiallisesti erityisesti työympäristöt ovat olleet huonetoimistoja, joiden sisällä on ollut verrattain runsaasti mappi- ja arkistointitilaa. Digitalisaation myötä arkistoitavan paperimateriaalin määrä on pudonnut radikaalisti, mikä on laskenut arkistointiin tarvittavien kalusteiden kysyntää. Lisäksi työntekemisen kulttuuri on viimeisten vuosien aikana muuttunut aikaisempaa yhteisöllisemmäksi. Tämä on johtanut toimitilojen rakenteelliseen liikkumaan perinteisistä huonetoimistoista kohti kustannustehokkaampia (mm. pienempi tilatarve ja siten matalammat kokonaiskustannukset) avo- ja monitilatoimistoja. Luonnollisesti myös tämä on vaikuttanut kalusteiden kysyntään pienentyneiden tilatarpeiden seurauksena. Käsityksemme mukaan myös oppimisympäristöissä kehitys on isossa kuvassa ollut varsin samanhenkinen, joskin alla

olevien tarpeiden ja kysyntöjen tietyistä luonneeroista – muun muassa oppilaitosten tilatarpeiden ennustaminen helpompaa – johtuen uskomme oppimisympäristöjen kohtaaman murroksen olleen ja myös jatkossa olevan selvästi maltillisempaa.

Toimialan tulevien vuosien kasvuprofiiliin ei kalustetoimittajien omien ja eri tutkimuslaitosten kommenttien perusteella ole odotettavissa merkittävää muutosta. Toimialan kehittymisen kannalta keskeisimmät ajurit ovatkin arviomme mukaan 1) käynnissä olevan murroksen kiihtyminen / eteneminen sekä 2) talouden kehitys (ml. toimitilainvestoinnit). Koronapandemian seurauksena työnteko siirtyi lähes yhdessä yössä etätöasentoon, johon se on arviomme mukaan jäänyt osittain pysyvästi. Tämä on arviomme mukaan johtanut tilatarpeiden aikaisempaa kriittisempään tarkasteluun, mikä puolestaan on toiminut jo ennen pandemiaa käynnistyneelle murrokselle eräänlaisena polttoaineena ja siten kiihdyttävänä tekijänä. Näkemyksemme mukaan pitkällä aikavälillä erityisesti työympäristöjen joustokyvyt tulevat murroksen etenemisen tahdissa korostumaan, minkä tulisi tarjota nopeisiin vasteaikoihin ja pelkkiä kalustetoimituksia laajempiin palveluihin kykeneville toimijoille vähintäänkin järkeviä mahdollisuuksia.

Vaikka jo käynnistyneen murroksen taloudellinen logiikka on hyvin järkevä ja etenemissuunta tiedossa, on toimintaympäristön lopullista olomuotoa eli sitä, mihin etä- ja toimistotyön välinen suhde lopulta asettuu, vielä liian aikaista lyödä täysin lukkoon.



Työympäristöjen murros



Perinteinen huonetoimisto

- Tilatarve per työntekijä noin 20-25 neliötä
- Huonetoimiston hyötyinä oma työrauha ja työstä riippuen korkeampi tuottavuus
- Huonetoimistoin haittoina neliöiden ylijäämä, matalampi yhteistyöaste sekä korkeat kokonaiskustannukset



Avo- ja monitilatoimisto

- Tilatarve per työntekijä selvästi huonetoimistoa matalampi
- Joustavamman yhteistyön ja on myös kustannustehokkaampi ratkaisu
- Liikuteltavia elementtejä, mikä lisää tilaratkaisun joustavuutta



Hybridimalli

- Työnteko vaihtelee etä- ja kiinteän toimipisteen välillä
- Tilatarve per työntekijä ja sen mukana myös kokonaiskustannukset laskevat
- Vaatii ympäristöltä huomattavaa joustokykyä, sillä työympäristö on jatkuvasti elävä organismi

Murrossuunta

Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

Tämän palapelin ratkaisemiseen vaikuttaa etätöyöasteen vakiintumisen ohella luonnollisesti myös muuttuneisiin tilatarpeisiin kohdistuvat investoinnit (ml. kokonaan uudet toimitilat), mitkä ovat ainakin kumulatiivisella tasolla johdannaista yleistalouden kehityksestä. Tätä kokonaisuutta mukaillen toimialan kasvukuvaa ei mielestämme voida pitää erityisen houkuttelevana. Näin ollen markkinan kehitys ei anna kasvulle oleellista vetoapua.

Toimialan rakenne sanelee kilpailukentän

Martelan kilpailukenttä on toimialan hajanaisen rakenteen sanelemana varsin moninainen, sillä yhtiö kilpailee samaan aikaan sekä pienempien, tiettyihin tuotealueisiin ja pelkkiin kalustetoimituksiin keskittyneiden yhtiöiden että laajemmalla palveluportfoliolla toimivien ja resursseiltaan suurempien toimittajien kanssa. Tämän vuoksi Martelan kilpailukenttä ja -asema vaihtelee sekä Pohjoismaiden välillä että sisällä ja on arviomme mukaan riippuvainen myös tarjouskilpailun alla olevan projektin kokoluokasta.

Toimialalla pienempien yhtiöiden keskeisimpiä vahvuuksia ovat arviomme mukaan kevyemmistä operatiivisista rakenteista tuleva nopeus ja ketteryys sekä paremmat edellytykset hyötyä yksittäisten niche-segmenttien tarjoamista mahdollisuuksista. Näiden toimijoiden keskeisiä kilpailuhaittoja ovat puolestaan suurempia toimittajia kapeammat kokonaisresurssit sekä väistämättä ainakin jossain määrin heikompi neuvotteluvoima suhteessa ostaja- ja

tavarantoimittajaportaaseen.

Suomessa Martelan keskeisin kilpailija on Isku-konserniin kuuluva Isku Interior, joka on arviomme mukaan hieman Martelaa pienempi. Isku Interiorin lisäksi Martelan keskeisiä kilpailijoita kotimaassa ovat muun muassa ruotsalaiset Kinnarps ja Input Interior sekä oppimistiloihin keskittyvä Lekolar. Ruotsissa keskeisimpiin kilpailijoihin kuuluu edellä mainittujen yhtiöiden ohella muun muassa Senab ja Lamhults Design Group. Vielä vuonna 2020 tervettä tulosta tehnyt Suomalainen kilpailija Pa-Ri Materia ajautui keväällä 2022 konkurssiin. Nykyään entisen Pa-Ri Materialin tuotteita jaellaan OffiStoren kautta ja yhtiön entiset työntekijät perustivat Duo Interior -nimisen yhtiön.

Pääosin yritysasiakas- ja toimistokalustekenttään keskittyneiden yhtiöiden lisäksi Martelan kilpailijoiksi tulee mielestämme laskea myös sellaiset toimijat, joiden fokus on ensisijaisesti huonekalutoiminnoissa. Tällaisista kilpailijoista mielestämme selkein esimerkki on ruotsalainen huonekalujätti IKEA, mutta uskomme myös tanskalaisen JYSK-konsernin kisailevan Martelan kanssa enenevässä määrin erityisesti kotikonttoreiden kalustamisen rintamalla. Kilpailu tällaisten toimijoiden kanssa on kuitenkin luonteeltaan melko erilaista, sillä näillä yhtiöillä kalustetarpeiden räätälöintiin ja muihin tukipalveluihin kuten tilasuunnitteluun, muuttoon ja vanhojen kalusteiden kierrättämiseen liittyvä tarjonta on huomattavasti suppeampi.



Martelan valikoituja kilpailijoita

ISKU

Kinnarps

Lekolar®

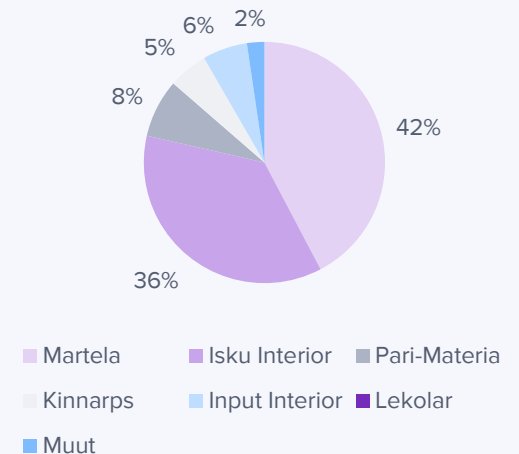
input
interior

SENAB

IKEA

LAMMHULTS

Markkinaosuudet Suomessa (2021)¹



¹) Inderesin arvio
Lähde: PRH, yhtiöt, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Lisäksi myös näiden huonekaluuyhtiöiden varsinaiset tuoteportfoliot ovat kapeampia toimistokalusteiden ulkopuolella olevia fokuksia heijastellen.

Toimintamallien erilaisuuksien vuoksi uskommekin, että kilpailua tämäntapaisten yhtiöiden kanssa käydään ensisijaisesti pienemmissä ja hintaherkkemmissä asiakkuuksissa. Sekä IKEA:n että JYSK:n taloudelliset resurssit ovat valtavat, mitä peilaten molemmilla yhtiöillä olisi halutessaan edellytyksiä olla toimistokalustemarkkinassa selvästi nykyistä suurempikin toimija. Emme kuitenkaan pidä tätä ensimmäisen aallon kilpailu-uhkana, sillä emme usko absoluuttiselta kooltaan suurten huonekaluvalmistajien näkevän pohjoismaisen työ- ja oppimisympäristömarkkinan tarjoavan riittäviä strategisia ja taloudellisia kannustimia määrätietoiselle laajentumiselle.

Terveet marginaalit ovat mahdollisia

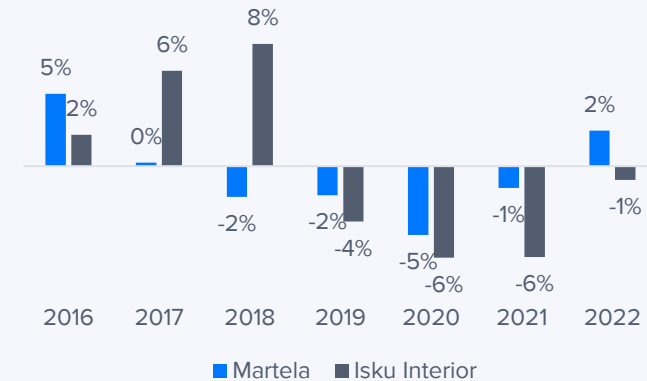
Arviomme mukaan toimialan ja kilpailukentän kannattavuusrakenne on sekä nihkeän kasvuprofiilin että yleisilmeeltään varsin hintaherkän kysynnän myötä kroonisesti matala. Näkemyksemme mukaan toimialan katerakenne on myös varsin polarisoitunut kestävästi terveitä marginaaleja (liikevoittomarginaali > 3 %) tekeviin että vedenjakajan (liikevoittomarginaali < 0 %) molemmiin puolin kipuileviin yhtiöihin. Toimialan projektiluontoisesta kysynnästä, lyhyenlaatuudesta pohjanäkyvyydestä sekä ansaintalogiikasta (ts. myynti pääosin omin voimin) johtuen pidämme kestävien valmistus- tai jakelukanavapohjaisten mittakaava- ja siten kilpailuetujen rakentamista

hyvin haastavana. Näin ollen absoluuttisesti iso kokoluokka tai hyvin laaja palvelutarjoama eivät mielestämme ole suoraan menestystä takaavia ominaisuuksia, vaikka terveisiin marginaaleihin yltäminen vaatiikin taakseen tietyn verran kriittistä massaa. Oikealla asemoitumisella (esim. tietty tuotesegmentti) myös pienemmät Lekolarin kaltaiset yhtiöt voivat yltää toimialan kontekstissa mainioihin marginaalitasoihin. Oikean asemoitumisen rinnalla luonnollisesti myös joustokykyinen ja alati kustannustehokkuutta vaaliva perustekeminen ovat oman kannattavuustason keskeisiä ajureita.

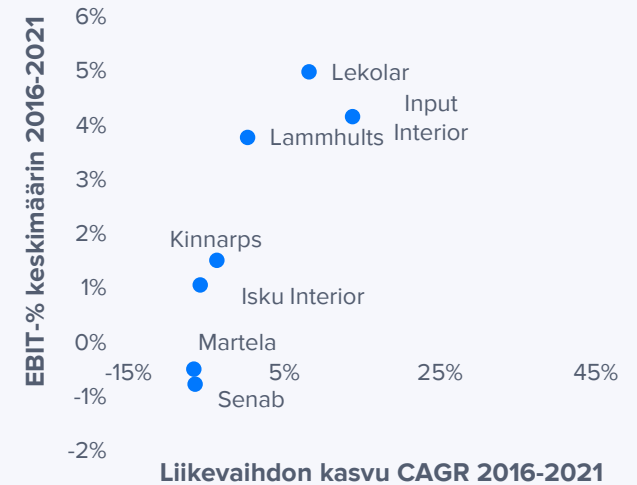
Viime vuodet olivat haastavia, mutta näemme kirikykyä

Mielestämme Martelan suhteellinen kilpailuasema on tarjoama- ja kyvykkyyssmielessä hyvä. Nämä ominaisuudet ovat kuitenkin viime vuosina jääneet vaikean markkinatilanteen alle, mutta viime vuosi osoitti rohkaisevia merkkejä yhtiön kyvystä kasvaa viennissä. Viimeisen kahden vuoden aikana Martela on kuitenkin valanut perustaansa ja siten kirikykyään parempaan kuntoon, josta konkreettisimmat esimerkit ovat mielestämme viennin laajentunut jakeluverkosto ja uudet tuotelanseeraukset. Sisäisten kipupisteiden korjaamisen, suhteellisesti ison kokoluokkansa ja hyvän bränditunnettuuden sekä keskeisimpien kyvykkyyksiensä myötä Martelalla onkin mielestämme vähintään tyydyttävät edellytykset kohentaa sijaintiaan kilpailukentän kasvu- ja kannattavuuskartalla, josta 2022 antoi esimakua. Ilmaiseksi tämä ei kuitenkaan tapahdu, ja se vaatii yhtiöltä jatkuvaa keskittymistä päivittäisen kilpailukyvyyn ylläpitämiseen.

Liikevoittomarginaalin kehitys vs. Isku Interior



Kilpailukentän EBIT-% vs. CAGR



Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

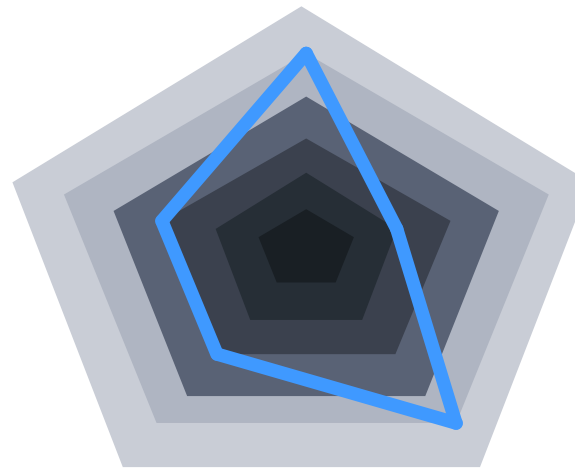
- Toimialan kasvuvauhti on matala ja kysyntä hintasensitiivistä
- Markkinassa ei ole dominoivassa asemassa olevia yhtiöitä, joskin suurimpien toimijoiden yhteenlasketut osuudet ovat isot
- Tuotetason erottautuminen ja kestävien kilpailuetujen luominen on hyvin vaikeaa

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

- Tuotetasolla toimiala on hyvin kypsä, eikä korvaavien tuotteiden uhka ole oleellinen
- Tarvetasolla uhka on suurempi ja se tulee läpi toimistotyö/etätyö-kehikon muutosten kautta
- Käytetyt kalusteet voivat etenevän murroksen mukana kaapata markkinaosuutta, mutta arviomme mukaan tällä ei olisi merkittäviä vaikutuksia toimiala- tai kilpailudynamiikkaan

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

- Toimialan kasvukuva ei ole houkutteleva, eikä markkinasta ole saatavilla poikkeuksellisia pääoman tuottoja
- Pääomamielessä alalle tulon esteet ovat maltilliset, mutta brändin ja referenssiportfolion rakentaminen vie aikaa
- Vertikaalisen integraation kautta tulevat kilpailukentän muutokset eivät muodosta konkreettista uhkaa
- Tietyt suuruuden ekonomian lait pätevät, ja menestyäkseen pienen toimijan on osattava asemoitua oikein



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (vähäinen*)

- Tavarantoimittajien avaruus on laaja, eikä riippuvuutta yksittäisistä toimittajista ole
- Tavarantoimittajien differoituskyky on matala, eikä yksittäisen toimittajan vaihtamisesta koituvat kustannukset kohoa erityisen suuriksi
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on hyvin pieni, miltei olematon

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

- Pelkillä kalustetoimituksilla hyvin vaikeaa erottautua muista toimijoista, eivätkä asiakkaat juuri kohtaa vaihdon kustannuksia
- Kalusteet tyypillisesti ei-liiketoimintakriittisiä hankintoja, eikä laatu ole hintaa tärkeämpi kriteeri
- Asiakkaiden vertikaalisen integroitumisen uhkaa ei käytännössä ole ollenkaan
- Kalustetoimittajien lukumäärä on kohtuullisen suuri, eikä asiakkaita ole sidottu keskitettyyn toimittajajoukkoon

Strategia

Strategia rakennettu elinkaarimallin ympärille

Martelan strategia nojaa kykyyn vastata tilan koko elinkaaren kaluste- ja palvelutarpeisiin. Yhtiö täydentää laadukasta tuotetarjoamaansa kattavalla palvelutarjoamalla, jolla pyritään tarjoamaan ratkaisua asiakkaan kaikkiin tarpeisiin tilan muutosta aina suunnitteluun ja toteutukseen.

Työ- ja oppimisympäristö palveluna ovat uusia palveluita hitaasti muuttuvalla toimialalla

Martela on kehittänyt lähes ainutlaatuisen työ- (WaaS) ja oppimisympäristöt (LaaS) palveluna -mallin. Palvelu sisältää työ- ja oppimisympäristöjen määrittelyn ja suunnittelun, toteutuksen ja kalustamisen sekä jatkuvan mittaamisen ja kehittämisen. Yhtiö pyrkii toteuttamaan tarvelähteisiä työympäristöjä, joita optimoidaan jatkuvasti kerätyn datan perusteella. Palvelumallin tavoite on vastata työ- ja oppimistiloissa tapahtuvaan murrokseen. Palvelukokonaisuutta tarjotaan asiakkaalle kuukausimaksulla ja se voi kattaa joko kaikki tai vain valitut elinkaaren vaiheet. Palvelun käyttäjä ei joudu sitomaan omaa pääomaa kalusteisiin ja niihin liittyvä riski ja huolto ulkoistetaan Martelalle.

Suunnitteleamalla työ- ja oppimistilat asiakkaiden tarpeiden ympärille Martela pyrkii auttamaan asiakkaita pitämään tilojen ja kalusteiden käyttöasteen korkeana. Tilan ja kalusteiden käyttöastetta mitataan ennen suunnittelua optimaalisen toteutuksen mahdollistamiseksi. Yhtiön arvioiden mukaan Martelan Lifecycle -palvelumalli voi mahdollistaa asiakkaalle säästöjä kalusteissa, toimitilakuluissa ja henkilöstökuluissa.

WaaS-palvelumallien potentiaali ulottuu myös kotitoimistoille, jossa Martelalla on yksittäisiä julkisia referenssejä palvelumallin jalkauttamisesta (mm. Digia).

Palvelut tukevat myös kiertotaloutta sillä asiakkaan luopuessa tuotteesta ne myydään Martela Outlet myymälöiden kautta tai hyödynnetään energiatuotannossa tai uusioraaka-aineena. Käsityksemme mukaan kiinnostus työ- ja oppimisympäristö palveluna -mallia kohtaan on ollut hyvää, mutta jatkuvasta laskutuksesta syntyvän liikevaihdon osuus kokonaisliikevaihdosta on vasta prosentin luokkaa.

Asiakkaan tarpeet yhdestä kontaktipisteestä

Arviomme mukaan Martelan kyvykyys tarjota kaikki asiakkaan toimitilaan liittyvät tuotteet ja palvelut yhden kontaktipisteen kautta on kilpailuetu alan muihin toimijoihin nähden. Mikäli Martela onnistuu kasvattamaan työ- ja oppimisympäristö palveluna -mallia ja yleensäkin palvelujen osuutta liikevaihdosta, muuttuisi yhtiön liiketoiminnan rakenne ennustettavammaksi ja kausiluontoisuus laskisi. Toimialan vahvasta kausiluontoisuudesta johtuen (tulos painottuu poikkeuksetta H2:lle) palveluiden tuoma jatkuva laskutus on erityisen arvokasta ja se tukee konsernin kannattavuutta. Kilpailu toimistokalustemarkkinalla on raakaa emmekä näe Martelalla edellytyksiä tehdä hyvää kannattavuutta kilpailemalla hinnalla, joten kilpailuetuja on haettava tuotteiden laadun ja laaja-alaisten palveluiden kautta.

Keskittymällä palveluihin ja laajempien kokonaisuuksien tarjontaan yksittäisten kalusteiden sijaan Martela kykenee arviomme mukaan erottautumaan kilpailijoistaan kovasti kilpailulla toimialalla ja toisaalta taklaamaan asiakkaiden yksittäisiin kalustetoimituksiin kohdistamia hintaherkkyksiä.

Myynti otettu vahvemmin omiin käsiin

Martela on strategisesti luopunut Pohjoismaissa jälleenmyyjävetoisesta myynnistä ja keskittänyt myynnin omiin myyntikonttoreihin. Asiakaskontaktien ottaminen omiin käsiin mahdollistaa tehokkaamman dialogin loppuasiakkaan kanssa tämän tarpeiden ja toiveiden kartoittamiseksi. Arviomme mukaan asiakaskontaktin parempi hallinta on oleellinen askel liiketoiminnan luonteen muuttamiseksi kasvavissa määrin palveluvetoiseksi.

Suomen lisäksi yhtiö pyrkii myös Ruotsissa ja Norjassa tarjoamaan asiakkailleen kokonaisvaltaista tuote- ja palvelutarjoamaa. Keskittyminen Pohjoismaihin on mielestämme hyvin perusteltavissa markkinoiden samankaltaisuudella ja vastaavilla yrityskulttuureilla. Ruotsin markkina on käsityksemme mukaan yli kaksi kertaa Suomea suurempi ja Norjan markkina lievästi suurempi, joten markkinan puutteelliseen kokoon Martelan kasvu ei tyrehdy Suomen ulkopuolella. Pohjoismaiden ulkopuolella yhtiön myynti keskittyy tuotteisiin ja tapahtuu lähinnä reilun 30 jälleenmyyjän verkoston kautta.

Taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihto on ollut laskutrendillä, mutta elpymistä on havaittavissa

Vuosien 2016-2022 aikana Martelan liikevaihto on supistunut huomattavasti Suomessa ja Ruotsissa, mutta Norjassa ja muilla markkina-alueilla yhtiö on saavuttanut kasvua. Kehitys Suomessa ja Ruotsissa johtuu pääosin kiristyneestä kilpailutilanteesta, yhtiön sisäisistä haasteista ja konsernin rakenteellisista muutoksista. Martelan haasteet alkoivat vuonna 2017 uuden tietojärjestelmän käyttöönotosta, mikä vaikutti yhtiön myyntiin ja kannattavuuteen negatiivisesti ja antoi kilpailijoille mahdollisuuden vahvistaa markkina-asemiaan.

Vuonna 2017 yhtiö luopui omista myyntitoiminnoista Puolassa ja Venäjällä, minkä seurauksena liikevaihto Muut maat -markkina-alueella supistui. Seuraavana vuonna Martelan suurin jälleenmyyjä Ruotsissa, European Furniture Group (EFG), osti Martelan kilpailijan Input Interiörin, mikä heikensi Martelan jalansijaa Ruotsissa. Sittemmin yhtiö on strategisesti keskittynyt omiin myyntikanaviin ja luopunut jälleenmyyntiperusteisesta myynnistä. Ruotsissa myynti ei ole enää elpynyt vuoden 2016 tasolle, mutta Norjassa strateginen kanavamuutos on onnistunut sujuvammin. Julkisella puolella alijäämäiset kuntataloudet aiheuttavat säästöpainetta budjetteihin, mikä on aiheuttanut hintapainetta kilpailutuksissa.

Vuosina 2020-2021 Martelan liikevaihto ja tulos heikkenivät etenkin yksityisen puolen asiakkaiden lykätessä hankintojaan koronan aiheuttaman epävarmuuden vuoksi. Käsitkemme mukaan kysyntä piti pintansa huomattavasti paremmin julkisella puolella, mutta

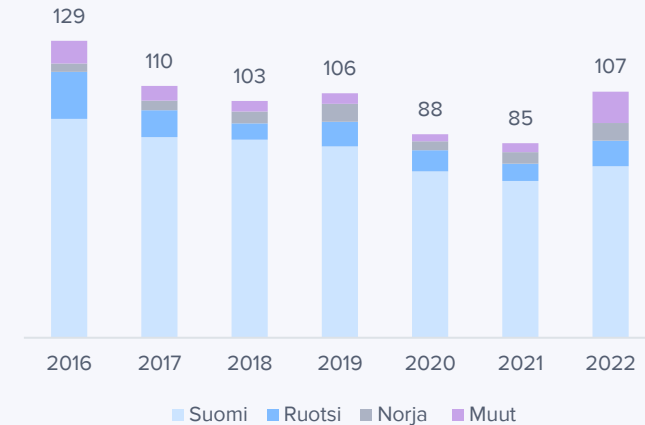
sielläkin kiristynyt kilpailutilanne rasitti katteita. Vuonna 2022 liikevaihto kasvoi 16 % 107 MEUR:oon. Kasvu tuki koronan jälkeinen työyhteisöjen paluu työpaikoille ja jossain määrin patoutuneen kysynnän purkautuminen, mutta myös yhtiön toimet jakeluverkoston rakentamiseksi etenkin muilla markkina-alueilla. Myynti muilla markkina-alueilla oli erityisen vahvaa ja asetui 13,5 MEUR:oon. Käsitkemme mukaan kasvu sai etenkin Q1:llä tukea uusien jakelijoiden ensimmäisistä tilauksista varastotasojen nostattamiseksi. Suomessa suhteellisen pitkään jatkuneet koronarajoitukset rajoittivat vielä H1'22 myyntiä ja Martelan liikevaihto jäi kotimarkkinalla melko selvästi pandemiaa edeltäviltä tasoilta. Suomen liikevaihdon elpymisen kannalta näemme Martelan kyvyn vastata työn osittaiseen siirtymään konttoreilta kotitoimistoille keskeisenä tekijänä.

Kulurakennetta on kevennetty, mutta se ei vielä heijastu täysmääräisesti kannattavuudessa

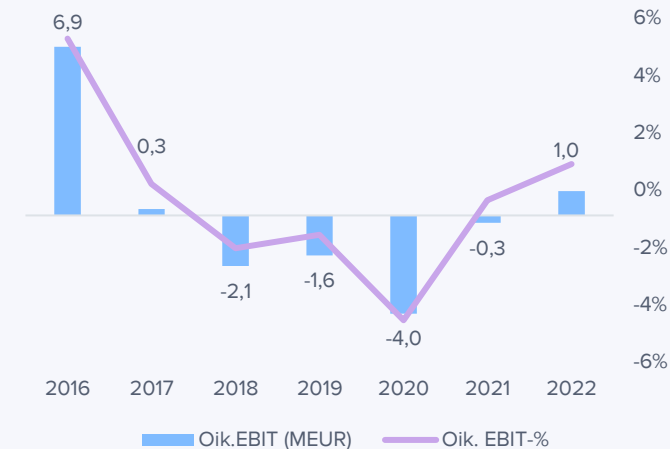
Martela on tehostanut operaatioitaan ja keventänyt kiinteää kulumassansa viime vuosina huomattavasti (henkilöstömäärä 2018-2022: 510 - > 403 henkilöä), mutta laskenut liikevaihto ja heikentynyt myyntikatemarginaali hautaavat kehitystä jossain määrin alleen. Vuonna 2021 yhtiö sai oikaistun liiketappionsa kutistettua 0,3 MEUR:oon ja 2022 liikevoitto punnersi 1,0 MEUR:oon.

Arviomme mukaan yhtiön kulurakenne on edelleen optimoitu nykyistä suuremman myyntivolyymien ympärille, minkä seurauksena myynnin elpyminen on avainasemassa yhtiön kannattavuuskäänteelle.

Liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



Kannattavuuskehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Valtaosa kuluista ovat muuttuvia kustannuksia

Materiaalit ja palvelut on Martelan suurin kuluerä

Martelan suurin kuluerä on materiaalit ja palvelut, joka koostuu pääosin ostotoimintoihin sekä alihankintaa liittyvistä kuluista. Kuluerä on euromääräisesti riippuvainen myynnin volyyminä, minkä seurauksena sen osuus liikevaihdosta tai kääntäen myyntikatemarginaali on hyvä mittatikka yhtiön hinnoitteluvoimalle. Martelan myyntikatemarginaali on laskenut 2016-2022 välillä 44 %:sta 40 %:iin, mikä heijastaa kiristyneen kilpailun seurauksena heikentynyttä hinnoitteluvoimaa. Myyntikatemarginaali on ollut jopa pidempään laskutrendillä, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin Itä-Euroopasta tulevien edullisemmän hintapisteen omaavien tuotteiden aiheuttamasta hintakilpailusta.

Kiristyneen kilpailun vuoksi suuri osa toimijoiden tehostamistoimenpiteiden hyödyistä valuu hintojen kautta asiakkaille. Tuotekehityksen ja uusien tuotelanseerausten myötä näemme yhtiöllä edellytykset lievään parannukseen myyntikatemarginaalin osalta, mutta vanhoille historiallisille tasoille emme näe paluuta.

Henkilöstökulut ovat supistuneet organisaation koon kutistuessa

Henkilöstökulut on Martelan toiseksi suurin kuluerä ja vastasi vuonna 2022 22 % yhtiön liikevaihdosta. Erilaisten kulusäästöohjelmien seurauksena henkilöstökulut ovat laskeneet 30 MEUR:n tasolta 24 MEUR:oon. Supistuneen liikevaihdon seurauksena henkilöstökulujen absoluuttisesta laskusta huolimatta niiden suhteellinen osuus liikevaihdosta on kuitenkin säilynyt karkeasti 2016 tasolla.

Poistot ovat raportoituja tasoa korkeammat

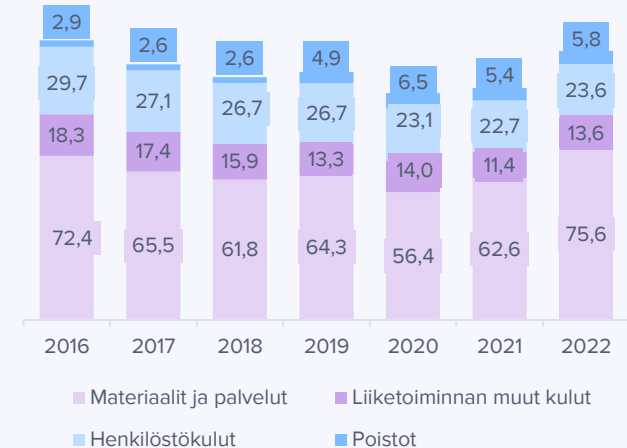
Vuonna 2022 poistot vastasivat 5 % Martelan liikevaihdosta. Yhtiön taseessa on kiinteää omaisuutta, joka koostuu pääosin maa-alueista, rakennuksista, koneista ja kalustosta. Yhtiön poistotasossa tapahtui tasokorjaus vuonna 2019 Taseen kiinteään omaisuuteen nähden yhtiön poistotaso on korkea. Tämä johtuu siitä että yhtiön toimitilojen vuokrasopimukset ovat pääosin toistaiseksi voimassa olevia ja toistaiseksi voimassa olevien vuokrasopimusten kestoiksi on arvioitu myymälä- ja toimistotilojen osalta 2 vuotta ja varastotilojen osalta vuosi.

Nummellan tuotanto- ja logistiikkakeskuksen vuokra on vuositasolla 1,46 MEUR, josta arviomme mukaan noin 0,5 MEUR näkyy rahoituskuluina ja 0,2 MEUR poistoina tuloslaskelmalla. Jäljellejäävä osuus vuokratulusta ei näy myynti- ja takaisinvuokrauksen kirjanpitoikäytäntöjen vuoksi tuloslaskelmalla, joten yhtiön tulos on arviomme mukaan todellisuudessa noin 0,7-0,8 MEUR raportoituja tulosta heikompi vuositasolla. Tuloslaskelman puutteista huolimatta vuokratulut näkyvät täysmääräisesti yhtiön rahavirtalaskelmassa.

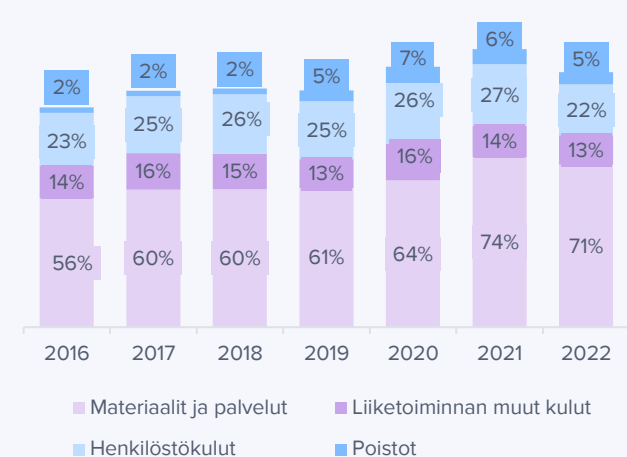
Liiketoiminnan muissa kuluissa heijastuvat liiketoimintaympäristön poikkeusolot

Liiketoiminnan muihin kuluihin lukeutuvat omaisuuden myyntitappiot ja muut kuin varsinaiseen suoritteeseen liittyvät kulut, kuten esimerkiksi tietohallinto, matkakulut, markkinointi ja kiinteistökulut. Arviomme mukaan kuluerä on luonteeltaan puolikiinteä IFRS 16 implementaation jälkeen se on ollut noin 13-16 % liikevaihdosta.

Absoluuttinen kulurakenne (MEUR)



Kuluerät suhteessa liikevaihtoon



Taloudellinen tilanne 3/3

Heikko tulokunto on nakertanut omaa pääomaa

Martelan viime vuosien haasteet ovat kurittaneet yhtiön tasetta ja vuoden 2022 lopussa yhtiön taseessa oli yhteensä 13,9 MEUR omaa pääomaa. Korollista velkaa yhtiön taseessa oli yhteensä 19,4 MEUR:n edestä, josta IFRS 16 vuokrasopimusvelkojen osuus oli 17,6 MEUR. Nummelan logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokraamisen tukemana yhtiön likvidit varat olivat nousseet 11,3 MEUR:oon, joten nettovelka asettui 8,1 MEUR:oon ja vuokrasopimusveloista oikaistuna yhtiöllä oli 9,5 MEUR:n nettokassa. Suhtaudumme myönteisesti yhtiön tuntuvaan käteispositioon, jota tarvitaan liiketoiminnan vahvan kausiluonteisuuden ja heikon pohjanäkyvyyden vuoksi käyttöpääoman hallintaan. Arviomme mukaan liiketoiminnan käteisvarojen tarve on noin 5 % liikevaihdosta eli noin 5-5,5 MEUR. Kyseiseen tasoon nähden Martelan taseessa on hieman ylimääräistä kassaa, mikä tuo liiketoiminnalle tappiopuskuria ja mahdollistaa väliaikaisesti rahavirtaa vuolaamman osingonjaon sekä kasvuihdistöjen toteuttamisen.

Taseen loppusummaan ja liikevaihtoon suhteutettuna Martelan tase sisältää paljon korotonta velkaa, jonka avulla liiketoiminta rahoittaa osittain itseään. Q4:n lopussa korottomia velkoja oli yhteensä 29,1 MEUR, joka koostui pääosin ostovelloista 9,6 MEUR, siirtovelloista (7,9 MEUR) ja saaduista ennakoista (6,3 MEUR). Suhteessa liikevaihtoon korottomien velkojen määrä on linjassa vuosien 2020-2021 kanssa, mutta koholla edeltäviin vuosiin nähden.

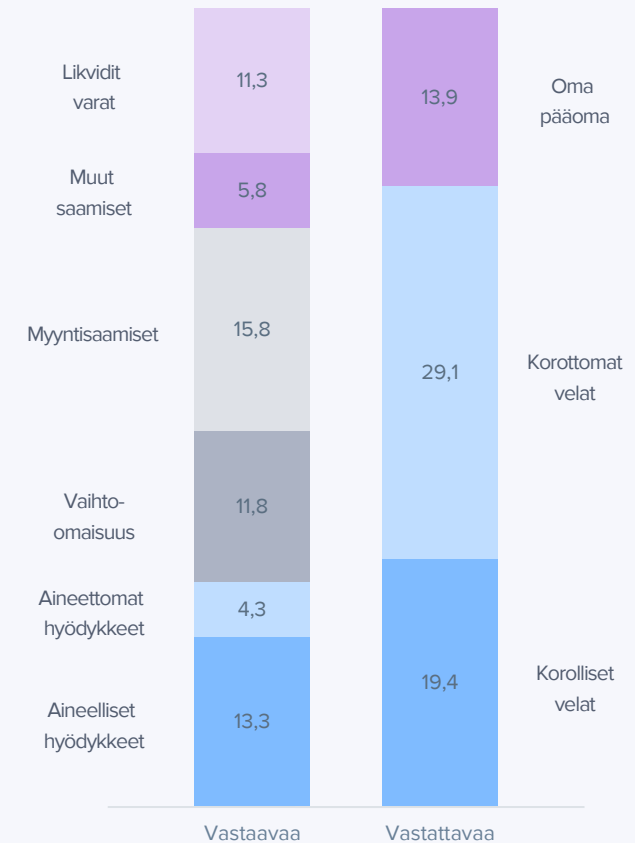
Omaisuuksien koostuu pääosin käyttöpääomasta ja käyttöoikeusomaisuuseristä

Vastaavaa puolella yhtiön merkittävimmät erät ovat käyttöpääomaan lukeutuvat myyntisaamiset ja vaihto-omaisuus sekä aineelliset hyödykkeet. Yhtiön muut saamiset koostuvat 0,5 MEUR:n lainasaamisista, 2,9 MEUR:n laskennallisista verosaamisista ja 2,4 MEUR:n siirtosaamisista. Näemme käyttöpääomassa lievää nousupainetta nykytasoilta, mikä söisi taseen kassapuskuria.

Martela ei ole kirjannut taseeseen verosaamia tappioista, joiden hyödyntäminen tulevaisuudessa verotettavaa tuloa vasten vaikuttaa epätodennäköiseltä. 2022 lopussa yhtiöllä oli yhteensä 21,8 MEUR:n edestä kyseisiä tappioita ja ne kohdistuvat ulkomaisiin tytäryhtiöihin. Yhtiön käsityksen mukaan kyseisillä tappioilla ei ole vanhentumisaiakaa, joten ne voivat tulevaisuudessa laskea yhtiön veroastetta, mutta niiden hyödyntäminen vaatii ulkomaisten tytäryhtiöiden tulokunnon paranemista.

Aineellisia hyödykkeitä Martelan taseessa on 9,4 MEUR:n edestä. Lähes puolet erästä on IFRS 16:n mukaista käyttöoikeusomaisuutta ja loput koostuu mm. rakennuksista ja koneista sekä kalustosta. Konsernilla on 4,3 MEUR aineettomia hyödykkeitä, jotka sisältävät mm. tutkimus- ja tuotekehitysmenoja, ohjelmistolisenssejä, IT-ohjelmien aktivoituja kuluja, patentteja, lisenssejä ja muita vastaavia oikeuksia. Lisäksi taseessa on 0,9 MEUR:n edestä liikearvoa vuonna 2011 toteutettuun Grundell-yrityskauppaan liittyen. Liikearvoon ei arviomme mukaan kohdistu oleellista alaskirjausriskiä ja yhtiön tase kestäisi omaisuuserän täysmääräisen alaskirjauksen.

Yksinkertaistettu taserakenne Q4'22 (MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Martelan liikevaihdon kasvua markkinakohtaisesti (Suomi, Ruotsi, Norja, Muut). Suomessa yhtiön kasvu nojaa arviomme mukaan yhtiön suuren kokoluokan vuoksi markkinan elpymiseen, kun taas muilla markkina-alueilla näemme yhtiöllä edellytykset kasvuun myös markkinaosuuksia voittamalla. Pidemmällä aikavälillä Martelan kasvumahdollisuudet nojaavat arviomme mukaan kykyyn kasvaa ulkomailla ja vastata toimitilojen murrokseen kokonaisvaltaisella tuote- ja palvelutarjoamalla, sillä kitukasvuinen toimiala tarjoaa hyvin rajallisesti markkinakasvua. Martela ei avaa kannattavuuttaan markkinakohtaisesti, joten ennustamme yhtiön tuloskehitystä konsernitason tasolla.

Näkymät kohdemarkkinoilla

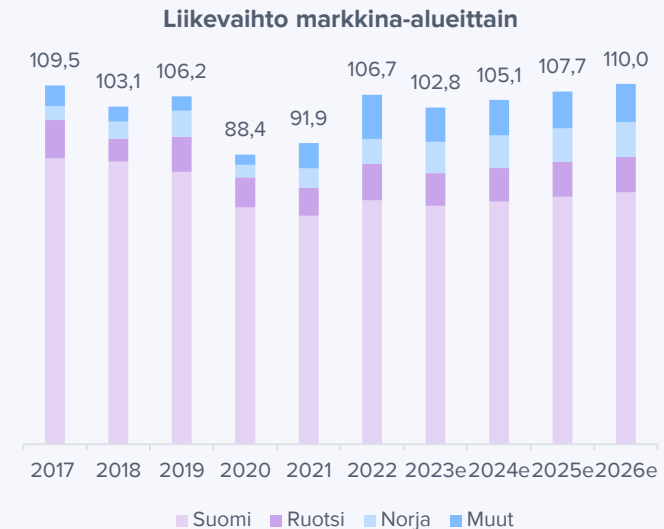
Epävarmuus värittää lyhyen aikavälin talouskehitystä viime vuonna nopeasti kohonneen inflaation ja voimakkaasti kiristyneen rahapolitiikan seurauksena. Bloombergin huhtikuussa kerätyissä ennusteissa Suomen talouden povataan supistuvan 0,3 % tänä vuonna ja työttömyysasteen nousevan 7,1 %:iin (2022: 6,8 %). Martelan merkittävän markkinaosuuden vuoksi yhtiön kehitys linkittyy vahvasti kokonaismarkkinaan Suomessa. Odotamme talouteen liittyvän epävarmuuden ja nousevan työttömyyden vaikuttavan negatiivisesti kysyntään sekä julkisella että yksityisellä puolella, mikä painaa kasvunäkymää toimistokalustemarkkinan koronan aikana patoutuneesta kysynnästä huolimatta. BKT:n odotetaan kääntyvän 2024 takaisin 1,1 %:n

kasvuun ja työttömyyden odotetaan laskevan vuonna 2024, mikä tukee Martelan näkymää. Vuonna 2025 Suomen talouskasvuksi odotetaan 1,4 % ja työttömyyden laskevan 7,0 %:iin.

Martelan markkina-alueista Ruotsin lyhyen aikavälin näkymä vaikuttaa haastavimmalta heikon kruunun ja heikentyvän asuntomarkkinan painaessa kuluttajien luottamusta. Vuonna 2023 Ruotsin talouskasvuennuste on Bloombergin mukaan -0,8 %, mutta myös Ruotsilta odotetaan ensi vuonna 1,1 %:n kasvua. Ruotsi tuo Martelan liikevaihdosta noin 10 % ja yhtiö on markkinalla pieni peluri, mikä laskee myynnin ja markkinakehityksen välistä korrelaatiota. Tästä huolimatta näemme kasvun lyhyellä aikavälillä kasvun saavuttamisen haastavana Ruotsissa. Norjassa ja muilla markkina-alueilla emme odota liiketoimintaympäristön aiheuttavan Martelalle merkittävää vastatuulta. Norjalle Bloombergin konsensus povaa kuluvalle vuodelle 1 %:n talouskasvua kuluvana vuonna ja lievää työttömyysasteen kasvua (3,4 % -> 3,6 %).

Kasvuennusteet

Kuluvalle vuodelle Martela ohjeistaa liikevaihdon säilyvän vertailukauden tasolla (2022: 106,7 MEUR). Ennusteissamme konsernitason liikevaihto laskee kuluvana vuonna 3,5 % 103 MEUR:oon, mikä sisältyy arviomme mukaan ohjeistushaarukan vaihteluväliin sisälle. Laskevaa liikevaihtoa ajaa ennusteissamme kutistuva myynti Suomessa, Ruotsissa ja Muilla markkina-alueilla. Suomessa ja Ruotsissa odotamme vaisun talousnäköyden johtavan laskevaan liikevaihtoon sekä yksityisen- että julkisen sektorin suhteutuessa varovasti investointeihin.



Ennusteet 2/3

Muilla markkina-alueilla odotamme myynniltä lievää normalisoitumista etenkin ensimmäisen vuosipuoliskon osalta ja koko vuoden liikevaihtoennusteemme laskee 10,7 MEUR:oon (2022: 13,5 MEUR). Norjassa odotamme yhtiön jatkavan kasvu-uralla ja liikevaihdon asettuvan 9,4 MEUR:oon (2022: 7,6 MEUR).

Olemme päivityksen yhteydessä päivittäneet kuluvan vuoden liikevaihto- ja tulosennusteita hieman H2-painotteisemmaksi liiketoiminnan normaalia kausiluonteisuutta heijastellen ja nostaneet nettorahoituskuluja noin 0,1 MEUR:olla vuositasolla.

Martelalla ei ole virallista pidemmän aikavälin kasvutavoitetta. 2024-2026 ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa keskimäärin 2,3 % vuodessa. Odotamme lievää kasvua kaikilla markkina-alueilla, mutta Suomessa kasvu jää yhtiön suuren koon vuoksi keskimäärin 1,8 %:iin ja kohdemarkkinan kasvun varaan.

Ennusteissamme yhtiö ei saavuta Suomessa enää koronaa edeltäviä liikevaihtotasoja, osittain kutistuneen kohdemarkkinan, mutta myös kiristyneen ulkomailta tulevan kilpailun vuoksi. Näemme yhtiöllä edellytykset yllättää liikevaihdon osalta, jos Suomen markkina elpyy koronan jälkeisessä ajassa odotuksiamme suuremmaksi tai yhtiö kykenee ylläpitämään edellisvuonna nähtyä vahvaa vetoa viennin osalta. Suomi on käsityksemme mukaan vahvan bränditunnettuuden tukemana selvästi Martelan kannattavin markkina-alue, joten kasvu kotimarkkinalla tukee tuloskuntoa erityisen paljon.

Ruotsissa Martelan liikevaihto kasvaa ennusteissamme 2024-2026 keskimäärin 3,0 %,

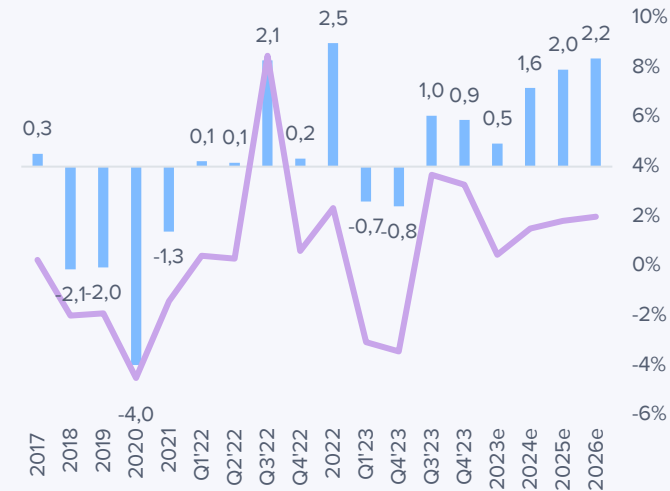
Norjassa 3,3 % ja Muilla markkina-alueilla 3,8 % vuodessa.

Kannattavuus ja tulosennusteet

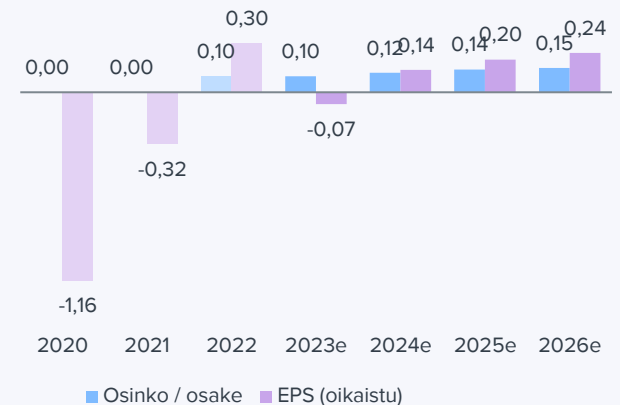
Kuluvalla vuodelle Martela ohjeistaa positiivista liikekulusta. Ennusteissamme yhtiön oikaistu liikekululos laskee 0,5 MEUR:oon (2022: 1,0 MEUR) heikentyneen liikevaihtovolyymien ajamana. Martelan kysynnän kausiluonteisuuden vuoksi tulos painottuu H2:lle ja ensimmäinen vuosipuolisko on lähes poikkeuksetta liikevoittotasolla tappiollinen, mikä heikentää koko vuoden ennustettavuutta. Näemme yhtiöllä edellytykset parantaa myyntikatamarginaaliaan lievästi raaka-aineiden ja ostokomponenttien sekä rahdin laskeneen kustannustason vuoksi, mutta henkilöstökulujen ja vuokrien kustannusinflaation hautaavan myönteisen kehityksen alleen. Liikekulusta arvioidessa sijoittajan on huomioitava Nummelan myynti- ja takaisinvuokraamiseen liittyvien poistojen osuus, joita ei kirjata tuloslaskelmalle (Inderesin arvio noin 0,7-0,8 MEUR vuositasolla ja kassavirtavaikutteisia).

Vuosina 2024-2026 Martelan liikevoitto nousee ennusteissamme asteittain 2,2 MEUR:oon kasvaneen liikevaihdon ja tuotekehityksen mahdollistaman lievästi paranevan myyntikatamarginaalin ajamana. Liiketoiminnan operatiivisen vivun ja toisaalta nykyistä suuremman liikevaihtopotentialin vuoksi liikevaihdon kehitys on avainasemassa yhtiön kannattavuuden kehityksen kannalta ja ennusteissamme suhteellinen kannattavuus jää maltilliselle (EBIT: 2,0 %) tasolle.

Liikevoitto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Martelan tulostukäänne ja siirtyminen vankalle kasvu-uralle nojaa arviomme mukaan liikevaihdon elpymiseen, myyntimixin muuttamiseen palveluvetoisemmaksi ja elinkaarimallin läpilyöntiin, koska arviomme mukaan Martelan on vaikea saavuttaa kestäviä kilpailuetuja puhtaana kalustetoimittajana. Yhtiö on kuitenkin keventänyt kulurakennettaan merkittävästi, minkä seurauksena kannattavaa liiketoimintaa voi pyörittää kannattavasti aikaisempaa alhaisemmillä myyntivolyymeillä.

Vuolas osingonjako hidastaa taseen avainlukujen vahvistumista ennusteissamme

Martelan heikko tulostukunto on viime vuosina kuluttanut yhtiön tasetta ja 2022 lopussa omavaraisuusaste oli 25 % ja nettovelkaantumisaste 59 %. Todellisuudessa yhtiön rahoitusasema on kuitenkin vahvempi kuin kyseiset tunnusluvut antavat ymmärtää suuren kassan ja nettovelkaa nostattavien vuokrasopimusvelkojen vuoksi.

Oman pääoman tuotto jää ennusteissamme tuottovaateesta

Ennusteissamme rahoituskulut painavat Martelan tuloksen kuluvana vuonna lievästi tappiolliseksi, mutta 2024-2026 yhtiön nettotuloskin kääntyy voitolliseksi ja oman pääoman tuotto asettuu noin 5-8 %:iin. Oman pääoman tuotto jää kuitenkin soveltamaamme oman pääoman tuottovaadetta heikommaksi, joten omistaja-arvon luominen vaatii ennusteitamme vahvempaa tuloskehitystä. Tulostukäänneen jatkuminen ja tulostukunnon

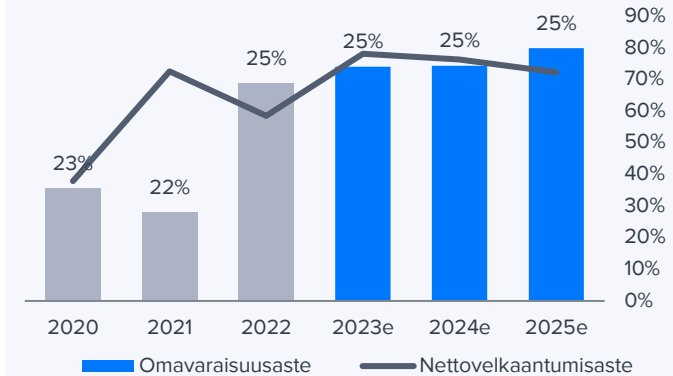
vakiintuminen voi kuitenkin tulevaisuudessa laskea yhtiön riskiprofiilia ja siten arviotamme oman pääoman kustannuksesta.

Osinkoennusteet

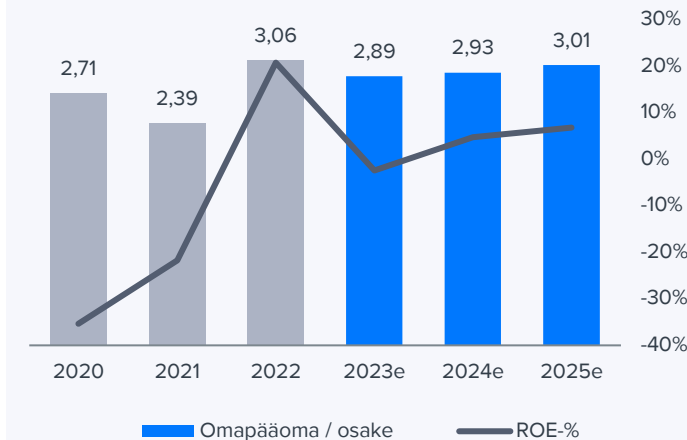
Edellisvuoden tuloksesta Martelan hallitus ehdottaa noin 0,1 euron osakekohtaista osinkoa. Liiketoiminnan tarvetta suuremman 11,3 MEUR:n kassan turvin näemme yhtiöllä edellytykset ylläpitää lähivuosina yli 100 %:n osingonjakosuhdetta pääoman palauttamiseksi omistajille. Ennusteissamme yhtiö jakaa kuluvan ja ensi vuoden tuloksesta 0,1 ja 0,12 euron osakekohtaiset osingot, jotka ylittävät kyseisten vuosien osakekohtaiset tulosennusteet, jos vuokratulot huomioidaan täysmääräisesti. Liiketoiminnan heikon ennustettavuuden ja tuntuvaan kausiluonteisuuden vuoksi rahavaroja ei voi kuitenkaan jakaa ulos täysmääräisesti.

Vahvistuneen rahoitusaseman myötä näemme Martelalla edellytykset toteuttaa kannattavia tuotekehitysinvestointeja, joihin suhtaudumme myönteisesti. Toimialan kireän kilpailuasetelman ja historiallisesti heikon pääoman tuoton vuoksi emme kuitenkaan näe merkittäviä tuotantokapasiteettia kasvattavia investointipäätöksiä järkevänä arvonluonnin kannalta.

Taseen avainlukujen kehitys



Osakekohtainen oma pääoma ja ROE



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	91,9	27,0	27,3	25,3	27,1	107	22,9	23,2	28,0	28,8	103	105	108	110
Suomi	69,7	15,5	19,8	19,7	19,6	74,5	15,0	15,2	21,2	21,4	72,8	74,0	75,5	76,9
Ruotsi	8,7	3,5	2,4	2,4	2,8	11,1	2,3	2,3	2,5	2,9	10,0	10,2	10,6	10,9
Norja	5,8	1,8	1,9	1,2	2,8	7,6	2,5	2,3	2,1	2,5	9,4	9,7	10,0	10,3
Muut	7,7	6,3	3,3	2,0	2,0	13,5	3,2	3,4	2,1	2,0	10,7	11,1	11,6	12,0
Käyttökate	4,1	1,5	1,5	3,6	1,7	8,3	0,8	0,7	2,5	2,4	6,3	8,1	8,5	8,9
Poistot ja arvonalennukset	-5,4	-1,3	-1,5	-1,4	-1,5	-5,8	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-5,8	-6,5	-6,6	-6,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	1,0	-0,7	-0,8	1,0	0,9	0,5	1,6	2,0	2,2
Liikevoitto	-1,3	0,1	0,1	2,1	0,2	2,5	-0,7	-0,8	1,0	0,9	0,5	1,6	2,0	2,2
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Tulos ennen veroja	-2,3	-0,1	-0,2	1,8	-0,1	1,3	-0,9	-1,0	0,8	0,7	-0,4	0,8	1,2	1,4
Verot	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,8	1,2	0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Nettotulos	-2,4	0,0	-0,3	2,2	0,7	2,6	-0,7	-0,8	0,6	0,6	-0,3	0,6	0,9	1,1
EPS (oikaistu)	-0,32	-0,01	-0,06	0,22	0,15	0,30	-0,16	-0,18	0,14	0,13	-0,07	0,14	0,20	0,24
EPS (raportoitu)	-0,53	-0,01	-0,06	0,48	0,15	0,56	-0,16	-0,18	0,14	0,13	-0,07	0,14	0,20	0,24

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %	35,9 %	46,6 %	6,0 %	-8,2 %	16,1 %	-15,3 %	-15,2 %	10,7 %	6,2 %	-3,6 %	2,3 %	2,5 %	2,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-92,3 %	-107,8 %	-104,0 %	-48,1 %	-91,2 %	-419,4 %	-740,2 %	-1110,2 %	60,7 %	481,7 %	-52,8 %	239,9 %	23,0 %	11,8 %
Käyttökate-%	4,5 %	5,4 %	5,6 %	14,2 %	6,3 %	7,8 %	3,3 %	2,9 %	8,9 %	8,3 %	6,1 %	7,7 %	7,9 %	8,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,3 %	0,4 %	0,3 %	2,5 %	0,6 %	0,9 %	-3,1 %	-3,4 %	3,7 %	3,3 %	0,5 %	1,5 %	1,8 %	2,0 %
Nettotulos-%	-2,6 %	-0,1 %	-0,9 %	8,6 %	2,5 %	2,4 %	-3,2 %	-3,5 %	2,3 %	2,0 %	-0,3 %	0,6 %	0,8 %	1,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	14,3	21,0	21,5	21,3	21,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,6	4,3	3,8	3,5	3,4
Käyttöomaisuus	9,0	13,3	14,3	14,5	14,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	2,9	2,9	2,7	2,5
Vaihtuvat vastaavat	36,8	41,3	37,0	37,9	38,8
Vaihto-omaisuus	12,1	11,8	11,3	11,6	11,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	19,7	18,2	18,5	18,9	19,4
Likvidit varat	4,9	11,3	7,2	7,4	7,5
Taseen loppusumma	51,1	62,3	58,5	59,2	59,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	10,8	13,9	13,1	13,2	13,6
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	1,6	5,3	4,5	4,7	5,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,3	15,0	8,9	9,0	8,9
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	1,8	14,8	8,7	8,7	8,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	38,0	33,4	36,5	36,9	37,4
Lainat rahoituslaitoksilta	11,0	4,6	8,7	8,7	8,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	27,1	28,8	27,8	28,2	28,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	51,1	62,3	58,5	59,2	59,9

Arvonmääritys 1/3

Suosimme tulos pohjaista hinnoittelua

Martelan arvonmäärityksessä suosimme tulos pohjaisia hintakertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat kertoimet ovat taserakenteen huomioiva EV/EBIT-kerroin ja nettotulos pohjainen P/E-luku. Yhtiön arvostuskertoimien arviointia hankaloittaa kuitenkin noin 9,5 MEUR:n vuokraveloista oikaistu nettokassa, kausiluonteisuuden aiheuttama korkea käteistarve ja merkittävän kokoinen myynti- ja takaisinvuokraussopimus, jonka seurauksena yhtiöllä on tuntuva määrä vuokrakuluja tuloslaskelman ulkopuolella. Tästä johtuen yhtiön arvostusta kannattaa mielestämme katsoa IAS 17 mukaista EV/EBIT-kerrointa ja kassaoikaistua vuokrakulut huomioivaa P/E-kerrointa hyödyntäen.

Koska Martelalle ei ole muodostettavissa riittävän kokoista ja laadukasta verrokkiryhmää, jää suhteellisten hintakertoimien rooli arvonmäärityksessämme olemattomaksi.

Painopisteemme arvonmäärityksessä on vuosien 2024 ja 2025 kertoimissa, koska odotamme kuluva vuoden tuloksen jäävän tappiolliseksi. Martelan liiketoiminnan näkyvyys on kuitenkin lyhyt, mikä lisää ennusteisiimme liittyvää epävarmuutta ja rajaa kertoimista saatavaa tukea. Hyödynnämme DCF-mallia arvostuksen tukena arvon määrityksen haarukoimiseen.

Hyväksytyyn arvostukseen vaikuttavat tekijät

Seuraavat tekijät vaikuttavat meidän Martelalle hyväksymään arvostustasoon:

- **Lähivuosien tuloskasvupotentiaali** on liikevaihdon kasvun toteutuessa hyvä kiinteiden kulujen skaalautumisen ansiosta. Tätä potentiaalia varjostaa kuitenkin hidastuvan talouden aiheuttama haastava lyhyen aikavälin

näkymä.

- **Liiketoiminnan alhainen investointitarve** mahdollistaa tuloksen kääntyessä kohtuullisen rahavirran ja hyvän osingonmaksukyvyyn.
- **Yhtiön kilpailukyky pohjautuu kokonaisvaltaiseen tuote- ja palvelutarjoamaan.** Hintakilpailu toimistokalustemarkkinalla on kovaa ja Martelan on vielä todistettava elinkaarimallin ympärille rakennetun liiketoiminnan toimivuus. Kireän hintakilpailun lisäksi toimialan kysynnällä on selvää kausivaihtelua ja syklinen luonne, mikä rajoittaa pääoman tuottopotentiaalia.
- **Ohuet tilauskirjat ja liiketoiminnan projektivetoinen luonne** heikentävät näkyvyyttä nostaten Martelan riskiprofilia. Tämä nostaa osakkeen tuottovaadetta ja laskee hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- **Historialliset tulospettymykset** ja poukkoilevan suoritustason taakka on naarmuttanut sijoittajatarinaa, mikä on siirtänyt hinnoittelun painopistettä pidemmän tähtäimen potentiaalista kohti lyhyempää jännettä.

Edellä mainittujen tekijöiden pohjalta Martelalle voi mielestämme hyväksyä normaalin tuloskunnan viitekehikossa P/E-luvut 8-11x ja EV/EBIT-kertoimet 6-8x. Tasot pohjautuvat arvioihin yhtiön omista operatiivisista fundamenteista (mm. kannattavuus- ja pääoman tuottopotentiaali) sekä yhtiön kokonaisriskiprofiiliin. Absoluuttisesti tarkasteltuna nämä tasot ovat Helsingin pörssin pidemmän aikavälin mediaanien (P/E 14x-15x ja EV/EBIT 11x-13x) alapuolella, vaikka emme lähtökohtaisesti Martelan arvostusta suhteessa osakemarkkinoiden yleiseen tasoon peilaakaan.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,29	2,29	2,29
Osakemäärä, milj. kpl	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	10	10	10
Yritysarvo (EV)	21	20	20
P/E (oik.)	neg.	16,5	11,3
P/E	neg.	16,5	11,3
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,3	2,5	2,4
EV/EBIT (oik.)	44,1	12,9	10,3
Osinko/tulos (%)	neg.	86,7 %	69,1 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	5,2 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Heikon näkyvyyden vuoksi tulos pohjainen arvostus tarjoaa rajallisesti tarttumapintaa

Lähivuosien ennusteillamme Martelan EV/EBIT-kertoimet ovat 44 ja 13x. Yhtiön arvostusta paremmin huomioivat vuokraveloista oikaistut ja kaikki vuokratulot huomioiva EV/EBIT-kerroin on kuluvaan vuoden ennusteillamme negatiivinen ja ensi vuoden ennusteillamme 4x. Kyseinen kerroin antaa kuitenkin turhan hyvän kuvan yhtiön vakaavaraisuudesta, koska merkittävän kausiluonteisuuden ja tuntevan operatiivisen vivun vuoksi yhtiön liiketoiminta vaatii arviomme mukaan noin 5-6 MEUR:n käteisvaroja. Mikäli yhtiön yritysarvosta vähentää ainoastaan liiketoiminnan kannalta ylimääräiset rahavarat, ovat vuosien 2024 ja 2025 IFRS 16 oikaistut EV/EBIT-kertoimet melko korkealla 12-8x tasoilla. Heikon taloussuhdanteen vuoksi Martelan tuloskunto on lyhyellä aikavälillä paineessa ja alle sen potentiaalisen tason, minkä seurauksena osakkeen kohdalla voi lyhyellä tähtämällä mielestämme soveltaa lievää joustoa hyväksyttäviin arvostukseen nähden. Tulos pohjaisten kertoimien vakautta heikentävät myös matalat kantaluviut, joiden vuoksi pienetkin ennustemuutokset heiluttavat arvostuskuvaa merkittävästi.

Nettotulokseen pohjautuvat P/E-kertoimet ovat 2024 ja 2025 ennusteillamme 17x ja 11x. Mikäli kertoimissa huomioi tuloslaskelmalta puuttuvan vuokrasopimuksiin liittyvän kulun painuu 2024 tulosennusteemme tappiolliseksi, kun taas 2025 vuokratulot ja ylimääräisen nettokassan huomioiva P/E-kerroin olisi korkea 49x, mutta pienikin ennusteylitys muuttaa arvostuskuvaa tuntuvasti.

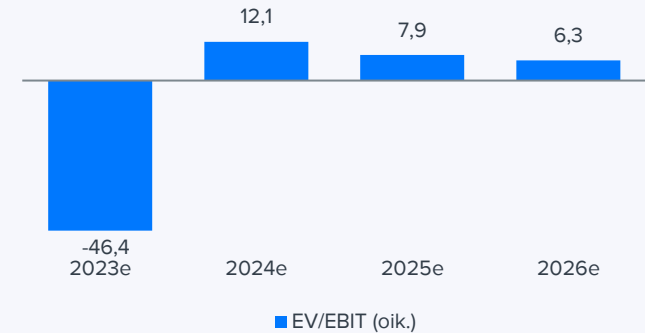
Tase pohjainen arvostus

Martelan tase pohjainen P/B-luku on vuoden 2021 ennusteillamme 0,8x, mikä on Helsingin pörssin mittakaavassa hyvinkin maltillinen taso. Matala P/B-luku johtuu yhtiön matalasta pääoman tuottopotentialista, toimialan maltillisista kasvunäkymistä ja viime vuosien tulospettymyksen seurauksena kasvaneesta riskiprofilista. Yhtiön matalan historiallisen oman pääoman tuoton (2006-2022: 1,8 %) vuoksi P/B-kertoimessa on vaikea nähdä tuntuva nousuvaraa ennen kuin yhtiö vakuuttaa markkinat tuloskunnan pidempikestoisesta parannuksesta. Huomioitavaa on kuitenkin, ettei Martelan liiketoimintamalli ole erityisen pääomaintensiivinen, mikä rajoittaa P/B-tunnusluvun soveltuvuutta. Tästä johtuen suosimme tulos pohjaisia mittareita arvostuskertoimien ollessa ristiriidassa.

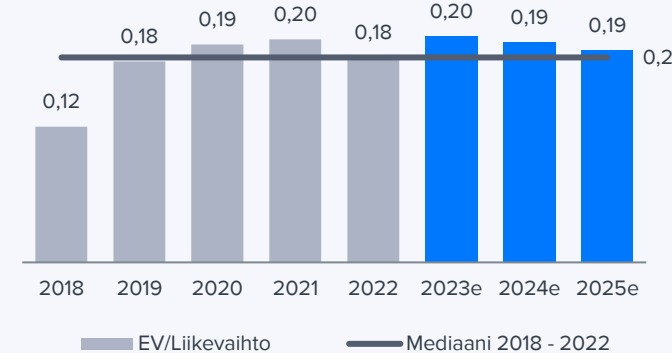
Liikevaihtopohjainen arvostus

Martelan liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet (EV/S) ovat vuosien 2023-2024 ennusteillamme 0,2x. Taso on alhainen, mutta perusteetta yhtiötä ei tällaisilla kertoimilla hinnoitella. Juurisyyt makaavatkin liiketoiminnan varsin matalassa marginaali- ja pääoman tuottopotentialissa sekä viime vuosien heikossa tuloskunnossa. Tulokäänteen tullessa läpi olisi nykytasossa kuitenkin selvää nousuvaraa. Suuren myyntivolyymien ja alhaisten marginaalien seurauksena pienikin parannus Martelan suhteellisessa kannattavuudessa yhtiön tulos pohjaista arvostuskuvaa merkittävästi, eikä sen vuoksi yksittäisen vuoden tulos pohjaiselle arvostukselle saa yksinään antaa liian suurta painoarvoa.

Vuokrasopimuksista ja ylimääräisestä kassasta oikaistu EV/EBIT



EV/Liikevaihto



Arvonmääritys 3/3

Kassavirta-analyysiin (DCF) pohjautuva arvostus

Diskontattuihin kassavirtoihin perustuva arvonnääritysmallimme (DCF) antaa Martelan osakekannan arvoksi 11,4 MEUR eli 2,5 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 7 %:n nousuvaraa nykyiseen kurssitasoon (2,29 euroa) nähden.

DCF-mallissamme odotamme liikevaihdon kasvavan pidemmällä aikavälillä (2027-2031) 2 % vuodessa, kun taas liikevoittomarginaali asettuu 2 %:iin. Terminaalijaksossa yhtiön kasvu hiipuu 1,5 %:iin, kun taas liikevoittomarginaali säilyy 2 %:n tasolla.

DCF-mallimme pyrkii havainnollistamaan yhtiön rahavirtaa ilman vuonna 2020 implementoidun IFRS 16 standardin vaikutuksia, mikä laskee yhtiön nettovelkaa sekä poisto- ja investointitasoa ja nostattaa pääoman kustannusta. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 10,9 % ja riskitön korko on 2,5 %. Oman pääoman tuottovaade on 11,2 %.

Tuotto-odotus jää laihaksi

Vuoden 2026 ennusteillamme Martelan vuokrasopimuksista ja ylimääräisestä kassasta oikaistu EV/EBIT-kerroin on 6,3x. Taso on mielestämme Martelalle melko neutraali, mikä jättää lähivuosien tuotto-odotuksen osinkotuoton ja odotuksiamme vahvemman tuloskasvun varaan.

Näemme nykyisten ennusteidemme ylittämisen etenkin vuoden 2024 lähtien mahdollisena, jos toimiala kokee odotuksiamme rivakampaa piristymistä työyhteisöjen palatessa kotitoimistoilta ja / tai Martelan oma kilpailukyky osoittautuu

arvioitamme paremmaksi. Taloussuhdanteen heikentyessä näemme käänneyhtiöksi profiloituvan Martelan riskiprofiilin kuitenkin turhan korkeana käänneyhtiökortin pelaamiselle, vaikka tuhti kassa antaaakin tappiopuskuria.

Arvostuksen yhteenveto

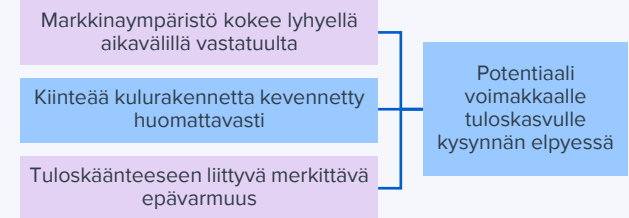
Olemme arvioineet Martelan arvostusta useasta näkökulmasta ja näemme osakkeessa lievää laskuvaraa. Osakkeen arvo painottuu vahvasti tuntuvaan kassaan, kunnes yhtiö saa tuloskäänteensä vakaalle pohjalle. Osakkeen tulos pohjainen arvostus ei vaikuta erityisen houkuttelevalta, mutta matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen myötä potentiaali pienikin positiivinen yllätys suhteellisessa kannattavuudessa lyö voimalla läpi tuloskertoiimiin.

Laskemme tavoitehintamme 2,2 euroon (aik. 2,6 euroa) negatiivisiin ennustemuutoksiimme ja osakkeen heikkoon tuotto-odotukseen vedoten. Toistamme vähennä-suosituksemme.

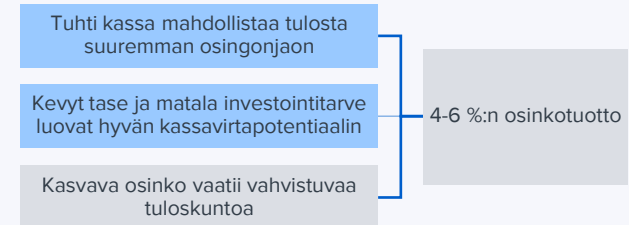
Osaketuoton ajurit 2023-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

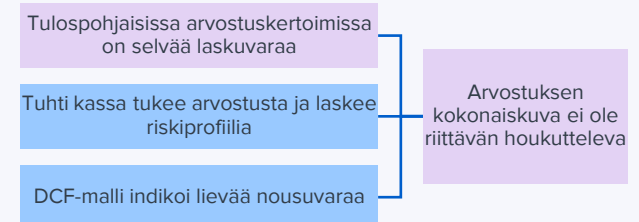
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus noin 4-6 % p.a.

DCF-laskelma

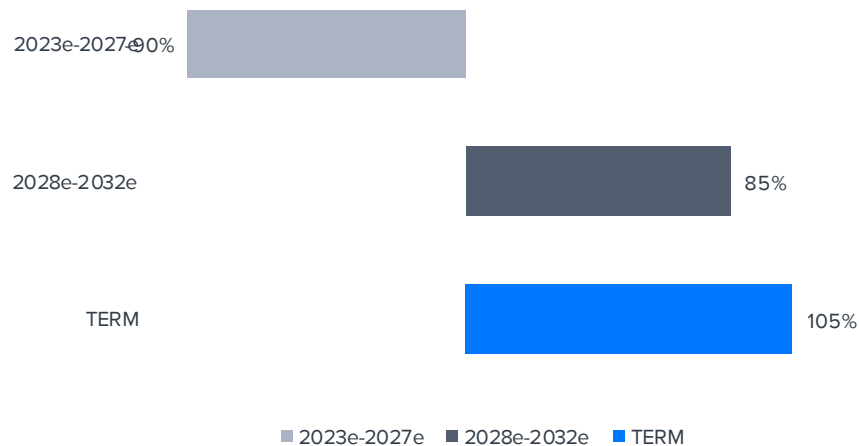
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,1 %	-3,6 %	2,3 %	2,5 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,3 %	0,5 %	1,5 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Liikevoitto	2,5	0,5	1,6	2,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	
+ Kokonaispoistot	5,8	2,1	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	
- Maksetut verot	-1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	3,6	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	10,2	1,6	3,8	4,1	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	4,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,8	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-2,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,1	-1,0	1,2	1,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,7	
+/- Muut	11,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	
Vapaa kassavirta	11,1	-2,3	-0,1	0,1	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,4	4,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,1	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	1,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1,6	3,8	3,9	3,7	3,5	3,1	2,7	2,4	2,1	1,9	1,7
Velaton arvo DCF		1,6										
- Korolliset velat		-1,8										
+ Rahavarat		11,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		11,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,9 %

Lähde: Inderes

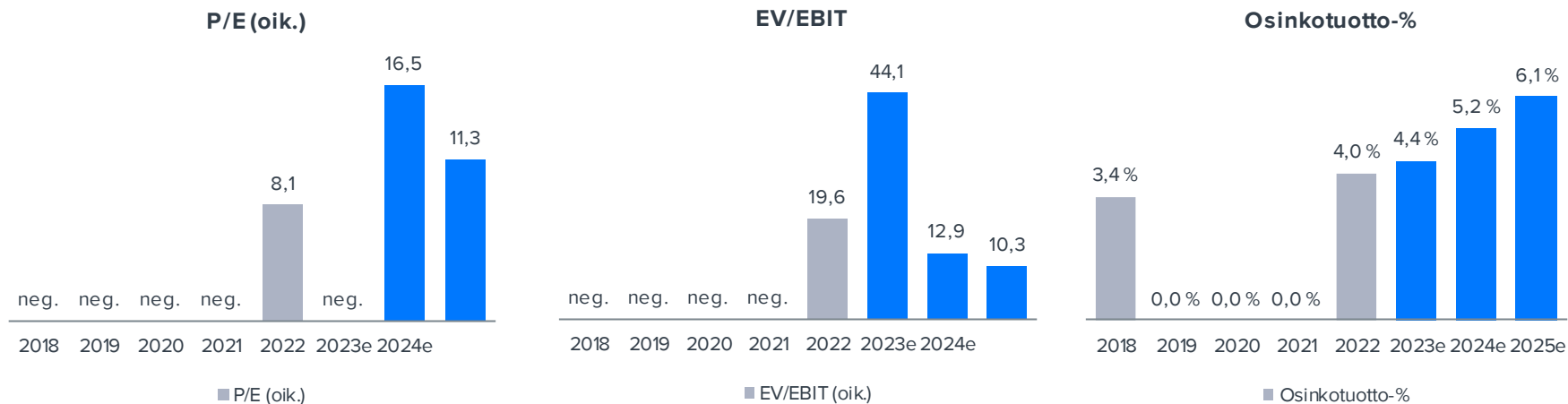
Rahavirranjakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,96	3,36	3,09	2,29	2,45	2,29	2,29	2,29	2,29
Osakemäärä, milj. kpl	4,14	4,14	4,14	4,51	4,52	4,52	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	12	14	13	10	11,25	10,3	10	10	10
Yritysarvo (EV)	12	19	17	18	19	20,6	20	20	20
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	8,1	neg.	16,5	11,3	9,4
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	4,3	neg.	16,5	11,3	9,4
P/B	0,7		1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	24,5	6,5	6,8	4,4	2,3	3,3	2,5	2,4	2,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	19,6	44,1	12,9	10,3	9,0
Osinko/tulos (%)	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	17,7 %	neg.	86,7 %	69,1 %	61,7 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,0 %	4,4 %	5,2 %	6,1 %	6,6 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	88,4	91,9	106,7	102,8	105,2	EPS (raportoitu)	-1,16	-0,53	0,56	-0,07	0,14
Käyttökate	2,5	4,1	8,3	6,3	8,1	EPS (oikaistu)	-1,16	-0,32	0,30	-0,07	0,14
Liikevoitto	-4,0	-1,3	2,5	0,5	1,6	Operat. kassavirta / osake	1,71	-0,29	2,25	1,18	1,70
Voitto ennen veroja	-4,8	-2,3	1,3	-0,4	0,8	Vapaa kassavirta / osake	0,38	-0,99	2,46	-0,21	0,26
Nettovoitto	-4,8	-2,4	2,6	-0,3	0,6	Omapääoma / osake	2,71	2,39	3,06	2,89	2,93
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,0	1,5	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,10	0,10	0,12
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	51,7	51,1	62,3	58,5	59,2	Liikevaihdon kasvu-%	-17 %	4 %	16 %	-4 %	2 %
Oma pääoma	11,2	10,8	13,9	13,1	13,2	Käyttökateen kasvu-%	-14 %	63 %	101 %	-24 %	29 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	145 %	-92 %	-419 %	-53 %	240 %
Nettovelat	4,3	7,8	8,1	10,2	10,1	EPS oik. kasvu-%	125 %	-72 %	-194 %	-124 %	-291 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	2,9 %	4,5 %	7,8 %	6,1 %	7,7 %
Käyttökate	2,5	4,1	8,3	6,3	8,1	Oik. Liikevoitto-%	-4,5 %	-0,3 %	0,9 %	0,5 %	1,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,7	-5,3	3,6	-0,9	-0,3	Liikevoitto-%	-4,5 %	-1,4 %	2,3 %	0,5 %	1,5 %
Operatiivinen kassavirta	7,1	-1,3	10,2	5,3	7,7	ROE-%	-35,3 %	-21,7 %	20,7 %	-2,4 %	4,8 %
Investoinnit	-5,5	-3,3	-9,8	-6,3	-6,5	ROI-%	-14,0 %	-5,2 %	8,8 %	1,5 %	5,2 %
Vapaa kassavirta	1,6	-4,5	11,1	-1,0	1,2	Omavaraisuusaste	22,7 %	22,2 %	24,7 %	25,0 %	25,0 %
						Nettovelkaantumisaste	37,9 %	72,6 %	58,6 %	78,3 %	76,4 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	6,8	4,4	2,3	3,3	2,5						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	19,6	44,1	12,9						
P/E (oik.)	neg.	neg.	8,1	neg.	16,5						
P/B	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,0 %	4,4 %	5,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/01/2019	Vähennä	3,00 €	3,14 €
05/02/2019	Vähennä	3,20 €	3,28 €
25/04/2019	Vähennä	3,00 €	3,14 €
12/08/2019	Vähennä	2,80 €	2,82 €
07/11/2019	Vähennä	3,30 €	3,45 €
16/01/2020	Vähennä	3,20 €	3,29 €
10/02/2020	Vähennä	3,20 €	3,11 €
20/03/2020	Vähennä	2,00 €	2,00 €
08/05/2020	Vähennä	2,00 €	2,18 €
10/08/2020	Vähennä	2,30 €	2,46 €
09/11/2020	Vähennä	2,50 €	2,42 €
11/01/2021	Vähennä	3,00 €	3,10 €
08/02/2021	Lisää	3,00 €	2,60 €
03/05/2021	Vähennä	3,00 €	3,16 €
10/05/2021	Vähennä	3,20 €	3,08 €
14/08/2021	Vähennä	2,80 €	2,62 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
04/10/2021	Vähennä	2,50 €	2,36 €
07/11/2021	Vähennä	2,30 €	2,30 €
12/01/2022	Lisää	3,00 €	2,73 €
09/05/2022	Lisää	3,30 €	3,01 €
13/07/2022	Lisää	3,80 €	3,38 €
13/08/2022	Lisää	4,10 €	3,68 €
06/11/2022	Vähennä	2,80 €	2,75 €
13/02/2023	Vähennä	2,60 €	2,48 €
02/05/2023	Vähennä	2,20 €	2,29 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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.**