

# Martela

## Yhtiöraportti

**11/2017**

inde  
res.

# Takaisin raiteille

Asetamme Martelan tavoitehinnan 8,0 euroon (aik. 9,0 EUR) ja toistamme osakkeen aikaisemman lisää-suosituksen. Näkemyksemme mukaan Martelan tuotto/riski -profiili on hyvä, koska emme pidä vuoden 2017 kaltaisten ongelmien jatkumista lähivuosina todennäköisenä ja vuosina 2013-2017 toteutetut merkittävät kustannussäästö- ja tehostamistoimenpiteet heijastuvat yhtiön kannattavuuteen ensimmäistä kertaa täysimääräisinä. Osakkeen arvostustaso ei ole korkea, osinkotuotto on kohtuullinen ja hyvässä skenaariossa osakkeessa on myös huomattavaa nousupotentiaalia. Vuoden 2017 pettymysten jälkeen sijoittajien luottamuksen palautuminen vie kuitenkin aikaa.

## Työ- ja oppimisympäristöjä toteuttava yritys

Martela on vuonna 1945 perustettu Suomen suurin ja yksi Pohjoismaiden suurimpia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä. Yhtiö on viime vuosina käynyt läpi raskaan muodonmuutoksen tappiollisesta huonekaluvalmistajasta kannattavaksi palvelu/ratkaisu-yhtiöksi. Martelan nykyinen fokus on Pohjoismaissa ja sen keihäänkärkituote on Lifecycle® -palvelumalli, joka tarjoaa kokonaisratkaisun koko työtilan muutoksesta sen elinkaaren ajaksi. Nykyisin Martelan liikevaihdosta arviolta 15 % muodostuu palveluista.

## Vuoden 2017 pahimmat ongelmat ovat nyt arviomme mukaan takana

Martela profiloituu mielestämme edelleen käänneyhtiönä. Arviomme mukaan Martelan liiketoiminta on vuoden 2017 merkittävien tietojärjestelmäongelmien jälkeen palannut takaisin raiteille ja pidämme tulospaarannusta lähivuosina todennäköisenä, koska yhtiön vuosina 2013-2017 toteuttamat säästö- ja tehostamisohjelmat tulevat lähivuosina ensimmäistä kertaa täysimääräisinä heijastumaan yhtiön kannattavuuteen ja 2018 liikevaihto tulee palautumaan vuoden 2017 heikosta tasosta tietojärjestelmäongelmien poistuessa. Odotamme yhtiön liikevoittomarginaalin vahvistuvan noin 3,5 %:n tasolle lähivuosina (2017e: 1,9 %). Mikäli yhtiö onnistuu strategisessa laajentumisessa Norjassa ja Ruotsissa, on sillä edellytykset yltää myös selvästi tätä korkeampaan kannattavuuteen.

## Arvostus on matala, mutta luottamuksen palautuminen vie aikaa

Lähivuosien varovaisilla ennusteillamme Martelan osakkeen P/E-luku on 10-11x ja odotettu osinkotuotto noin 5-6 %. Näemme arvostustasossa nousuvaraa tuloskasvun ja arvostuskertoimien normalisoitumisen myötä. Tavoitehintamme heijastaa vuoden 2018 12x P/E-lukua. Huomautamme kuitenkin, että vuoden 2017 pettymysten jälkeen sijoittajien luottamuksen palautuminen tulee viemään aikaa ja H1 on normaalista kausivaihtelusta johtuen Martelalle perinteisesti heikko. Osakkeen arvostustason korjaantuminen tulee siten todennäköisesti viemään aikaa ja Martelan sijoittajilta vaaditaan tällä hetkellä kärsivällisyyttä.

## Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: Lisää

### 8,0 EUR

Edellinen: 9,0 EUR



**Osakekurssi: 7,44 EUR (23.11.2017)**

**Potentiaali: +7,5 %**

## Avainluvut

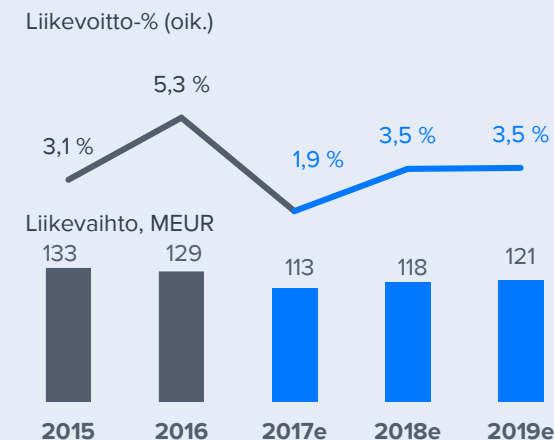
	2016	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	129	113	118
<i>kasvu-%</i>	-2,8 %	-12,7 %	5 %
<b>Liikevoitto</b>	6,2	2,2	4,1
<i>liikevoitto-%</i>	4,8 %	1,9 %	3,5 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	5,6	1,7	3,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,97	0,25	0,68
<b>Osinko</b>	0,37	0,37	0,47
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,4x	0,3x	0,2x
<b>EV/EBITDA</b>	4,9x	5,6x	4,0x
<b>EV/EBIT</b>	7,0x	13,0x	6,7x
<b>P/E (oik.)</b>	13,2x	30,1x	10,9x
<b>P/B</b>	2,1x	1,3x	1,2x
<b>Osinko-%</b>	2,9 %	5,0 %	6,3 %

## Kurssikehitys



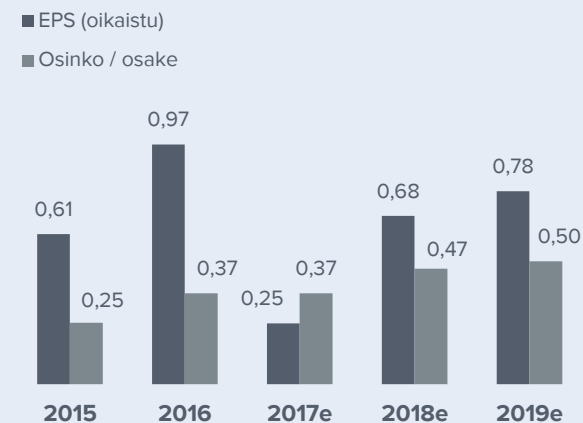
Lähde: Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes,

## Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

**11x**

2018e

EV/EBITDA

**4,0x**

2018e

EV/S

**0,2x**

2018e

Osinko-%

**5,0**

2017e



### Arvoajurit

- 2013-2017 toteutettujen merkittävien säästöohjelmien ja tehostamistoimenpiteiden heijastuminen tulokseen
- Pohjoismainen Lifecycle-strategian onnistuminen
- Osingon kasvattaminen



### Riskitekijät

- Toimiala suhdanneherkkä
- Bruttomarginaalin heikentyminen pitkällä aikavälillä
- Pohjoismaisen Lifecycle-strategian mahdollinen epäonnistuminen
- Tietojärjestelmä-ongelmien jatkuminen



### Arvostus

- Arvostustaso absoluuttisesti ja suhteellisesti matala
- Korkea osinkotuotto tukee arvostusta
- Arvostuksessa nousuvaraa tuloskasvun ja arvostuskertoimien normalisoitumisen myötä

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiöesittely</b>	<b>s. 5-7</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 8-10</b>
<b>Tuotteet ja palvelut</b>	<b>s. 11-14</b>
<b>Strategia ja kilpailuedut</b>	<b>s. 15-17</b>
<b>Markkinakatsaus</b>	<b>s. 18-21</b>
<b>Taloudellinen tilanne</b>	<b>s. 22-24</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 25-27</b>
<b>Herkkyysanalyysi</b>	<b>s. 28</b>
<b>Arvonmääritys ja suositus</b>	<b>s. 29-31</b>
<b>Taulukot</b>	<b>s. 32-36</b>
<b>Vastuuvapauslauseke</b>	<b>s. 37</b>

# Yhtiöesittely

## Käyttäjälähtöisten työ- ja oppimisympäristöjen toteuttaja

Martela on vuonna 1945 perustettu työtilojen ja julkisten tilojen sisustusratkaisujen suunnittelija ja toteuttaja. Suomessa Martela on toimialansa suurin yritys ja Pohjoismaissa yksi alansa suurimpia. Konsernin liikevaihto vuonna 2016 oli noin 129 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa työskenteli Q3'17 lopussa 504 henkilöä. Yhtiö on ollut listattuna Helsingin pörssiin vuodesta 1986.

Martelan laajan tuote- ja palvelukokonaisuuden avulla luodaan käyttäjälähtöiset ratkaisut erilaisiin työ- ja oppimisympäristöihin koko näiden elinkaaren ajaksi. Martelan tarjonta, kalusteiden lisäksi, kattaa mm. erilaisia määrittely-, suunnittelu-, muutto-, kierrätys- ja huoltopalveluita. Yhtiön 2016 liikevaihdosta arviolta 15 % muodostui erilaisista palveluista.

## Visio ja Missio

Visio: "People Centric Workplaces"

Missio: "Better working"

## Johto

Martelan toimitusjohtajana on vuodesta 2015 alkaen toiminut Insinööri, MBA Matti Rantaniemi. Talous- ja rahoitusjohtaja on vuonna 2016 aloittanut KTM Riitta Järnstedt.

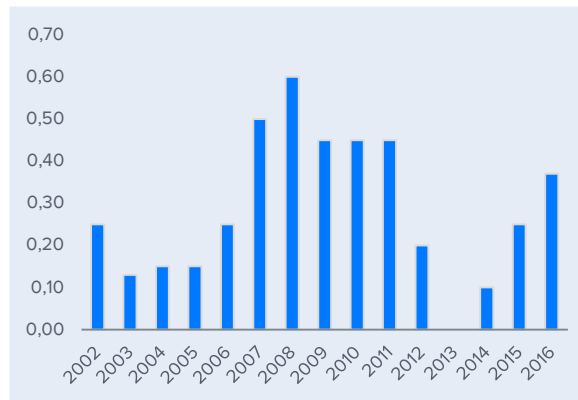
## Omistajarakenne

Martelan omistus on varsin keskittynyt. Martelan suku omistaa yli 20 % yhtiön kaikista osakkeista ja yli 70 % osakkeiden oikeuttamasta äänimäärästä. Yhtiöllä on kaksi osakesarjaa, joista K-osakesarja oikeuttaa äänestämään 20x äänimäärällä yhtiökokouksessa A-osakesarjaan verrattuna.

## Voitonjakopolitiikka

Martelalla ei ole tällä hetkellä virallista voitonjakopolitiikkaa. Yhtiö on kuitenkin historiallisesti ollut suhteellisen antelias osingonmaksaja. Vuotuinen osingon taso on viimeisen kuuden vuoden aikana vaihdellut 0-0,45 euron välillä ja tyypillisesti ylittänyt osakekohtaisen tuloksen tason. Poikkeuksena on vuosi 2013, joka oli ensimmäinen vuosi 20 vuoteen, kun Martela jätti osingon kokonaan maksamatta

## Martelan osinkohistoria 2002-2016

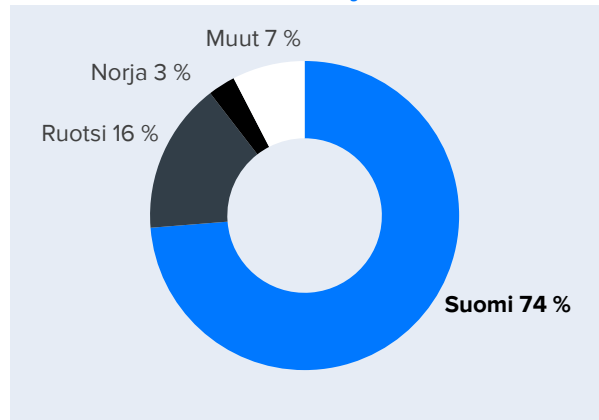


Lähde: Martela

## Organisaatorakenne on yksinkertaistunut

Vuoden 2016 organisaatiomuutoksen jälkeen Martelan kolmen erillisen tulosityksikön tilalle perustettiin uusi Customers and Workplace Services -yksikkö, joka vastaa asiakkuuksista, myynnistä ja työympäristöpalveluista koko Pohjoismaissa sekä kansainvälisestä jälleenmyyjäverkostosta.

## Martelan 2016 liikevaihdon jakauma



Lähde: Martela

## Tuotanto pääosin alihankintapohjaista

Martela-konsernin tuotanto on tilausohjattua ja pääosin alihankintapohjaista. Tuotteiden kokoonpano on keskitetty Nummellan logistiikkakeskukseen. Logistiikkakeskus tukeutuu hankinnoissaan laajaan alihankintaverkostoon, mutta osa puolivalmisteista valmistetaan yhtiön omilla tehtailla Kiteellä ja Varsovassa. Kiteellä valmistetaan melamiini- ja laminaattipohjaisia levykomponentteja ja Varsovassa valmistetaan verhoiltuja komponentteja, jotka kuljetetaan Nummellan logistiikkakeskukseen lopputuotteiden kokoamiseksi. Oma tuotanto on suhteellisen pientä ja logistiikkakeskus lähinnä kokoa alihankkijoiden valmistamia tuotteita. Arvioimme Martelan varsinaisen oman tuotannon olevan alle 20 % konsernin kaikista hankinnoista. Tuotannonohjaus tapahtuu asiakastilausten mukaan, jolloin laaja lopputuotteiden varastointi ei ole tarpeellista.

# Martela lyhyesti

Martela on Suomen suurin ja yksi Pohjoismaiden suurimpia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä.

**1945**

PERUSTAMISVUOSI

**1986**

LISTAUTUMINEN

**#1 markkina-osuus**

SUOMEN TOIMISTOKALUSTEMARKKINA  
(Inderesin arvio)

**129 MEUR** (-2,8 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

**6,9 MEUR** (5,3 % lv:sta)

OIKAISTU LIKEVOITTO 2016

**550**

HENKILÖSTÖ KESK.  
VUONNA 2016

**1 LOGISTIIKKA-  
KESKUS**

**2 KOMPONENTTI-  
TEHDASTA**

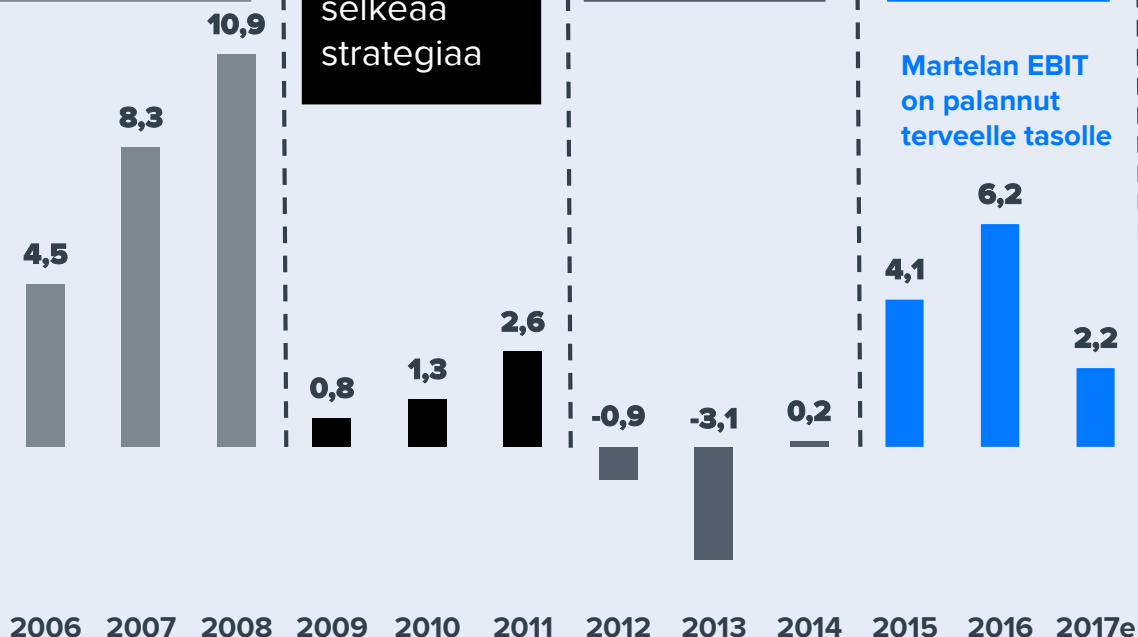
Martelan liikevoitto oli vahva ennen finanssikriisiä 2006-2008

2009-2011 Martela investoi liikaa kasvuun ilman selkeää strategiaa

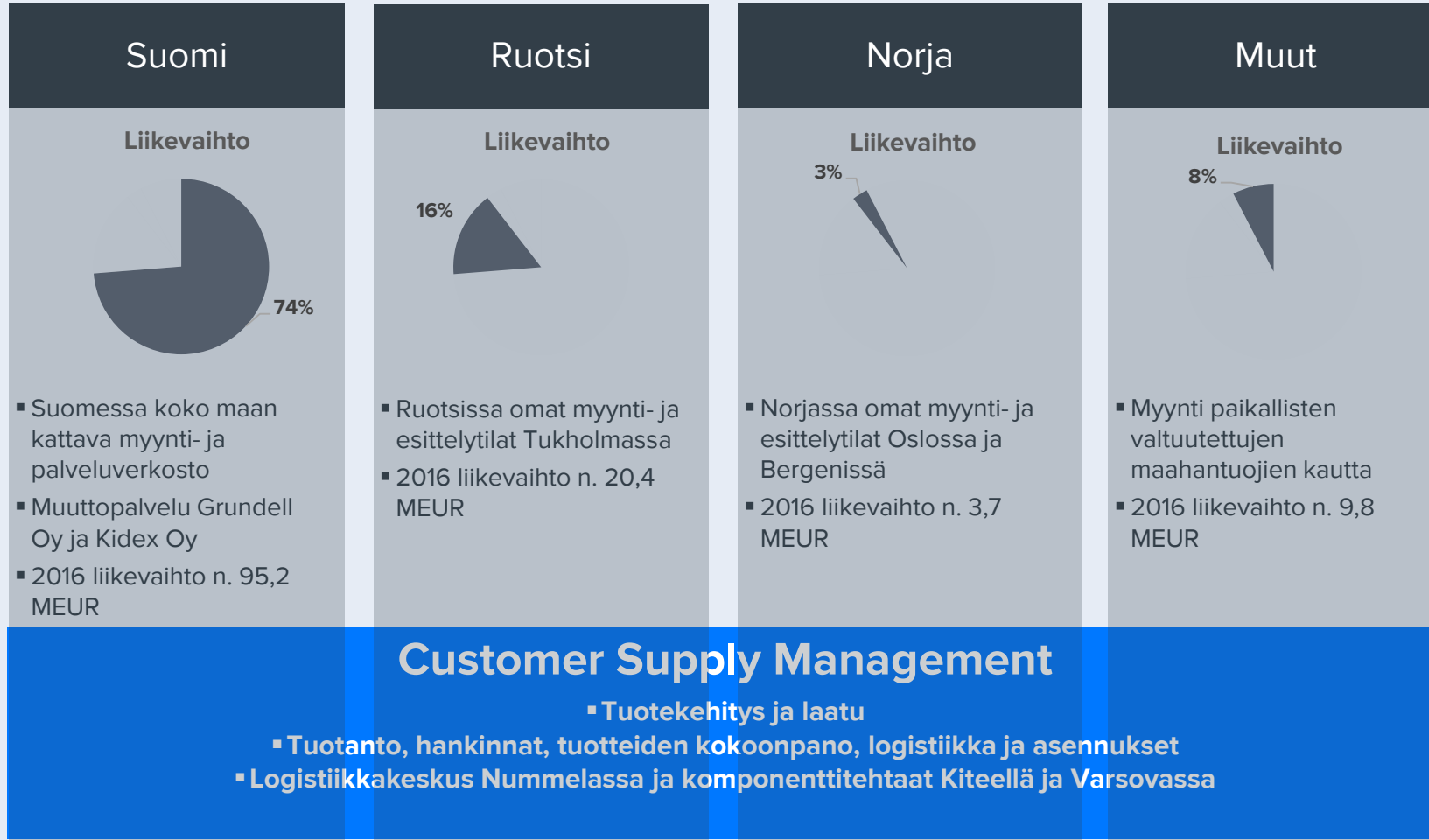
Kriisivaihe 2012-2014, merkittäviä säästö-ohjelmia

Uusi johto ja uusi strateginen suunta 2015-

Martelan EBIT on palannut terveelle tasolle



# Martelan konsernirakenne



# Sijoitusprofiili

## Osinkoyhtiö ja käänneyhtiö

Martela profiloituu mielestämme osinkoyhtiönä ja vuoden 2017 takaiskuista huolimatta edelleen käänneyhtiönä, jolla on kasvuoptyo Ruotsiin ja Norjaan. Yhtiön vuosina 2013-2017 toteuttamat säästö- ja tehostamisohjelmat tulevat lähivuosina ensimmäistä kertaa täysimääräisinä heijastumaan yhtiön kannattavuuteen ja odotamme liikevoittomarginaalin vahvistuvan noin 3,5 %:n tasolle lähivuosina. Mikäli yhtiö onnistuu strategisessa laajentumisessa Norjassa ja Ruotsissa, on sillä edellytykset yltää myös selvästi tätä korkeampaan kannattavuuteen.

## Hyvässä skenaariossa osakkeessa on huomattavaa nousuvaraa

Martelassa on hyvässä skenaariossa huomattavaa nousuvaraa. Yhtiö tavoittelee itse edelleen 8 %:n liikevoittomarginaalia ilman kertaluontoisia eria vuonna 2018. Tähän tavoitteeseen yltäminen tarkoittaisi arviomme mukaan noin 1,7 euron osakekohtaista tulosta yhtiölle ja osakkeen arvioimallamme noin 10-12x P/E-kertoimella osakkeen hinta olisi tällöin 17-20 euroa. 8 %:n liikevoittomarginaali on mielestämme kunnianhimoinen tavoite ja se vaatisi toteutuakseen selvää onnistumista yhtiön Pohjoismaisessa Lifecycle-strategiassa.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Martelan keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **2013-2017 säästö- ja tehostamisohjelmien heijastuminen tulokseen:** Martela on vuodesta 2013 alkaen ajanut merkittäviä kustannussäästö- ja tehostamisohjelmia, joiden ansiosta yhtiön tehokkuus on

parantunut ja kiinteät kulut laskeneet merkittävästi. Vuosi 2017 oli yhtiölle paha takaisku tietojärjestelmäongelmien takia, mutta niiden selvityksessä yhtiön kannattavuus tulee arviomme mukaan nousemaan lähivuosina selvästi 2017 tason yläpuolelle.

- **Lifecycle-strategian implementointi Pohjoismaissa:** Nykyinen Martelan strategia tähtää Suomessa erinomaisesti menestyneen Lifecycle-toimintamallin implementoimiseen muihin Pohjoismaihin. Mikäli yhtiö onnistuu suunnitelmassaan, on sillä arviomme mukaan edellytykset kasvattaa vuotuista nettotulosta merkittävästi ennustamastamme lähivuosina.
- **Osingon nostaminen:** Martelalle ei ole virallista osinkopolitiikkaa, mutta historiallisesti yhtiö on maksanut vuosittain lähes koko tuloksensa osinkoina omistajille. Martelalla ei arviomme mukaan ole merkittäviä investointitarpeita lähivuosina ja se pystyisi halutessaan nostamaan vuotuista osinkoaan selvästi edellisvuodesta (2016: 0,37e). Osingon nostaminen olisi arviomme mukaan positiivinen arvoajuri osakkeelle.
- **Bruttomarginaalin nostaminen:** Martelan bruttomarginaali on arviomme mukaan heikentynyt vuoden 2005 noin 51 prosentista noin 44 prosenttiin vuonna 2016. Mikäli yhtiö onnistuisi parantamaan myyntimixiään tai onnistuisi vahvistamaan hinnoitteluvoimaansa esimerkiksi onnistuneen designin ansiosta, voisi marginaaleissa olla nousuvaraa. Martelan tulos on hyvin herkkä bruttomarginaalille. Esimerkiksi bruttomarginaalin nousu yhdellä prosenttiyksiköllä nostaisi arviomme mukaan yhtiön nettotulosta noin miljoonalla eurolla.

## Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Liiketoiminnan suhdanneherkkyys.** Martelan liiketoiminta on luonteeltaan hyvin suhdanneherkkää ja etenkin Suomen yleiselle taloussuhdanteella on historiallisesti ollut merkittävä vaikutus yhtiöön. 1990-luvun lama, 2000-luvun IT-kuplan puhkeamista seurannut taantuma ja 2008-2009 taantuma heijastuivat kaikki negatiivisesti Martelaan. Martelan liikevaihto on näiden laskusuhdanteiden aikana laskenut yksittäisinä vuosina jopa 20-30 % ja tulos on romahtanut voimakkaasti tappiolle. Uudelle taantumalla tai lamalla olisi arviomme mukaan merkittävästi heikentävä vaikutus Martelan liiketoimintaan.
- **Marginaalien hiipuminen.** Martelan myyntimixin heikentyminen, lisääntyvä kilpailupaine tai yhtiön hinnoitteluvoiman heikentyminen saattaisivat pitkällä aikavälillä heikentää Martelan marginaaleja nykyisestä, mikä heikentäisi yhtiön kannattavuutta. Tämä skenaario olisi mielestämme mahdollinen, mikäli yhtiö esimerkiksi epäonnistuisi tuotekehityksessä. Emme pidä tätä riskiä kuitenkaan kovin merkittävänä huomioiden yhtiön nykyinen myyntimix ja markkina-asema Suomessa.
- **Lifecycle-strategian epäonnistuminen Pohjoismaissa** olisi luonnollisesti pettymys sijoittajille, mutta sen suora tulosvaikutus jäisi todennäköisesti pieneksi. Yhtiö voisi arviomme mukaan tarvittaessa vetäytyä Ruotsista ja Norjasta kokonaan ilman merkittävää tulosvaikutusta konsernitasona.



# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Kannattavuuden parannuspotentiaali
- Arvostuskertoimissa on nousuvaraa
- Laajentuminen Pohjoismaissa
- Potentiaalia nostaa osinkoa nykyisestä

## Riskit

- Toimialan suhdanneherkkyys
- Bruttomarginaalien hiipuminen pitkällä aikavälillä
- Lifecycle-strategian epäonnistuminen Ruotsissa ja Norjassa
- Tietojärjestelmä-ongelmien jatkuminen

# Liiketoimintamalli

## Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Martelan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Tuotteet ja palvelut 1/2

## Kokonaisvaltainen työympäristön toteuttaja

Martelan tuote- ja palvelutarjonta kattaa kokonaisvaltaiset ratkaisut toimistoihin, julkisiin tiloihin ja oppimisympäristöihin näiden koko elinkaaren ajaksi. Martelan päätuote on moderni ja älykäs työympäristö kaluste- ja palveluratkaisuineen. Palvelutarjooma sisältää mm. työympäristön määrittelypalveluita, muutostukipalveluita, suunnittelupalveluita, muuttopalveluita, käyttöasteiden mittaamispalveluita, kierrätyspalveluita jne.

## Tarjooma

### Toimiva työympäristö

Monitilatoimisto (activity based working) -konseptin synty ajoittuu 2000-luvun vaihteeseen. Siihen liittyy vahvasti mobiilin teknologian kehitys ja sen myötä tapahtunut paikkaan sidotun työskentelyn vähentyminen. Yrityksissä havahduttiin siihen että työn tekeminen on muuttunut ja että useiden tietotyötoimistojen työpisteiden todellinen käyttöaste oli enää alle 40 %. Työskentelyn tapa on muuttunut pysyvästi ja muutosta on verrattu avokonttorin syntyyn 1960-luvulla. Suomessa monitilatoimisto on lisännyt tunnettavuutta 2010-luvulla. Nykyisin yhä useammat uudet merkittävät tietotyötoimistot suunnitellaan monitilatoimisto-konseptilla.

Monitilatoimisto määrittellään yleisesti työympäristöksi, jossa työtilat on suunniteltu käyttäjälähtöisesti ja räätälöity toimistossa tehtävien töiden mukaan. Tarvelähtöinen työympäristö tarjoaa käyttäjille yksilötyötä, yhteistyötä, vuorovaikutusta ja virkistäytymistä mahdollistavia tilaratkaisuja. Tarvittavat tilatyypit ja niiden määrä riippuvat yrityksen omista tavoitteista, koosta ja toimialasta.

Martela on kehittänyt omaa käyttäjä- ja tarvelähtöiseen suunnitteluun perustuvaa monitilatoimisto -konseptiaan 2000-luvun alusta alkaen. Yhtiön nykyinen vuonna 2014 käyttöön otettu Lifecycle-strategia nojaa vahvasti tarvelähtöisen työympäristön toteuttamiseen ja jatkuvaan data -perusteiseen optimointiin. Uusi monitilatoimisto tarvitsee vain noin 10 neliötä toimistotilaa per henkilö, kun Suomessa toimistojen keskimääräinen koko on noin 15-25 toimistoneliötä per henkilö.

Käyttäjälähtöisen työympäristön tavoitteena tilatehokkuuden lisäksi on mahdollistaa mm. työn tuottavuuden kasvua sekä lisätä viihtyvyyttä.

### Älykäs toimisto

Monimuotoistuvia työskentelytapoja tukevat työympäristöt hyödyntävät yhä älykkäämpää teknologiaa. Uuden sukupolven Martela Dynamic -ratkaisujen avulla toimistojen tilat ja resurssit mukautuvat joustavasti liikkuvien työntekijöiden tarpeisiin. Analytiikka mahdollistaa erilaisten tilatyypin käytön ja käyttökokemusten seurannan sekä työympäristön jatkuvan optimoinnin.

Uudistettu Martela Dynamic -tuoteperhe sisältää älykorttien ja älypuhelin avulla hallittavat ratkaisut mm. säilytystilojen, työpisteiden ja neuvottelutilojen varauksiin. Reaaliaikainen tieto käyttöasteesta auttaa työntekijöitä löytämään kulloiseenkin tarpeeseensa sopivat vapaat tilat nopeasti.

Teknologiaratkaisujen ansiosta työntekijät voivat valita kuhunkin tilanteeseen ja työtehtävään parhaiten sopivan työtilan ja vaihtaa paikkaa sujuvasti, vaikka useita kertoja päivässä. Hyvin suunnitellut monitilaympäristöt tukevat sekä keskittynyttä yksilötyötä, luottamuksellisia

keskusteluita, ryhmätyöskentelyä että spontaaneja kohtaamisia.

Tilankäytön selvittäminen on tärkeä osa käyttäjäkeskeistä työympäristösuunnittelua ja kokonaisvaltaista työskentelytilojen jatkuvaa optimointi. Pöytien sekä neuvotteluhuoneiden ja muiden tilojen käyttöraporttien analysointi auttaa ymmärtämään kuinka tiloja todellisuudessa käytetään. Analyysi helpottaa tunnistamaan todellisen tilatarpeen sekä mahdollisia säästö- ja kehityskohteita, kerätyn tiedon pohjalta työtilat voidaan perustellusti mitoittaa oikein. Martelan Dynamic -palvelut tuottavat todelliseen käyttöön perustuvaa analytiikkaa työympäristön jatkuvan optimoinnin tueksi.

### Design-kalusteet

Martela on historiansa aikana panostanut paljon muotoiluun ja designiin. Yhtiö on tehnyt yhteistyötä merkittävien Suomalaisten ja kansainvälisten suunnittelijoiden kuten Eero Aarnion, Yrjö Kukkapuron ja Karim Rashidin kanssa. Martelan valmistamat tuotteet ovat vuosien saatossa voittaneet useita kansainvälisiä muotoilupalkintoja, kuten IF Design Awardin, Red Dot Awardin ja ADEX Design Awardin. Yhtiön tunnettuja huonekaluja ovat mm. 1950-luvulta asti valmistettu Kilta- tuoli ja 1960-luvun Kari-tuoli.

Martelan designin ja brändin tuomaa kilpailuetua on vaikea arvioida, mutta ne ovat mielestämme ainakin osittain heijastuneet yhtiön suhteellisen korkeisiin bruttokatteisiin. Martelan bruttokate-% on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut 44-51 % tasolla, kun kansainvälisillä suurilla kilpailijoilla se on samalla ajanjaksolla ollut keskimäärin vain noin 35 %.

# Tuotteet ja palvelut 2/2

## Martelan palvelut

### Lifecycle-elinkaaripalvelut keskiössä

Martela on viime vuosina muuttunut yhä selvemmin aikaisemmasta tuoteyhtiöstä palvelu/ratkaisuyhtiöksi. Palveluiden osuus yhtiön liikevaihdosta on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 15 % ja niiden merkitys tulee Martelan uuden terävöitetyn strategisen suunnan myötä entisestään korostumaan. Martelan uuden strategian kulmakivenä on kokonaisvaltainen Lifecycle-elinkaaripalvelumalli, joka mahdollistaa työntekijöiden tehokkuuden ja työhyvinvoinnin kasvattamisen aikaisempaa pienemmillä toimitilojen elinkaarikustannuksilla.

Jatkossa Martelan palvelutarjonta Pohjoismaissa kattaa kokonaisvaltaisesti lähes kaiken mitä työympäristön muuttaminen vaatii. Martelan Lifecycle-palvelumalli jakaantuu neljään eri vaiheeseen:

### Työympäristön määrittely

Martelan palvelumallin ensimmäinen vaihe on työympäristön määrittely. Palvelu lähtee liikkeelle asiakasyrityksen liiketoiminnallisten tavoitteiden määrittelystä ja tilatarpeen selvittämisestä. Martela analysoi asiakasyrityksen tilatarvetta mm. mittaamalla olemassa olevan toimitilan käyttöasteita älykkäillä langattomilla sensoreilla, jotka kiinnitetään pöytien alle 4-8 viikon ajaksi. Tuloksena on neuvotteluhuoneiden, pöytien ja muiden työtilojen käyttöraportti, mitä käytetään uuden toimitilan suunnitteluun. Martelan selvitysten perusteella perinteisen toimiston todellinen käyttö on hyvin tehotonta ja todellinen käyttöaste on jopa vain 30-40 %.

### Työympäristön suunnittelu

Palvelun seuraava vaihe on tehokkaan työympäristön suunnittelu edellisen vaiheen mitattujen tulosten perusteella. Vaihe sisältää kohdekatselmuksen, kalusteiden inventoinnin sekä tila- ja sisustussuunnittelun. Asiakas voi hyödyntää olemassa olevia toimistohuonekaluja uuteen työympäristöön. Mikäli vanhoille kalusteille ei ole uusissa tiloissa käyttöä, niin Martela tarjoaa myös kierrätyspalveluita ja voi kunnostaa vanhat kalusteet edelleen myytäväksi. Kalusteet on mahdollista myös vuokrata Martelan rahoituspalveluiden avulla.

### Työympäristön toteutus

Kolmas vaihe on varsinainen työympäristön toteutus. Martela hoitaa uuden työympäristön toteutuksen kokonaisvaltaisesti ”avaimet käteen” -periaatteella. Martela hoitaa tarvittaessa koko muutosprosessin johtamisen, uuden tilan pintaremontin, muuton, kalusteiden väliaikaisen varastoinnin, toimituksen, asennuksen sekä vanhojen kalusteiden kierrätyksen ja myynnin.

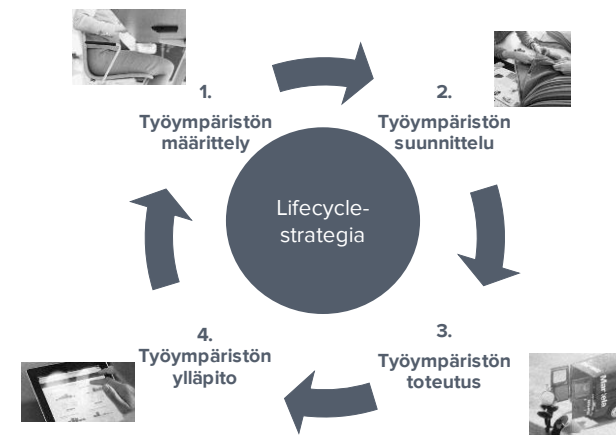
### Työympäristön ylläpito

Viimeinen vaihe on työympäristön ylläpito. Tähän kuuluu kalusteiden käyttöopastus sekä työympäristön viimeistely ja optimointi. Martela pystyy mittaamaan ja optimoimaan uusien tilojen todellisen käyttöasteen langattomien reaaliaikaisten sensoreiden avulla. Martela myös kartoittaa uuden työympäristön kokemuksia säännöllisesti kyselyillä.

### Työympäristö palveluna

Asiakas näkee toimivan työympäristön vaikutusmahdollisuudet strategisiin avaintuloksiinsa. Työympäristön jatkuvan optimoinnin mallilla työympäristö on jatkuvasti optimaalinen ja vastaa muuttuvia työnteon tarpeita korostaen työntekijöiden viihtyvyyden ja sitoutumisen merkitystä. Työympäristö palveluna mahdollistaa strategisen työympäristö-kehittämisen, jossa tilojen toimivuus ja työnteon optimointi perustuu tiedolla johtamiseen, anonyymiin käyttötietoon ja käyttäjäkokemukseen.

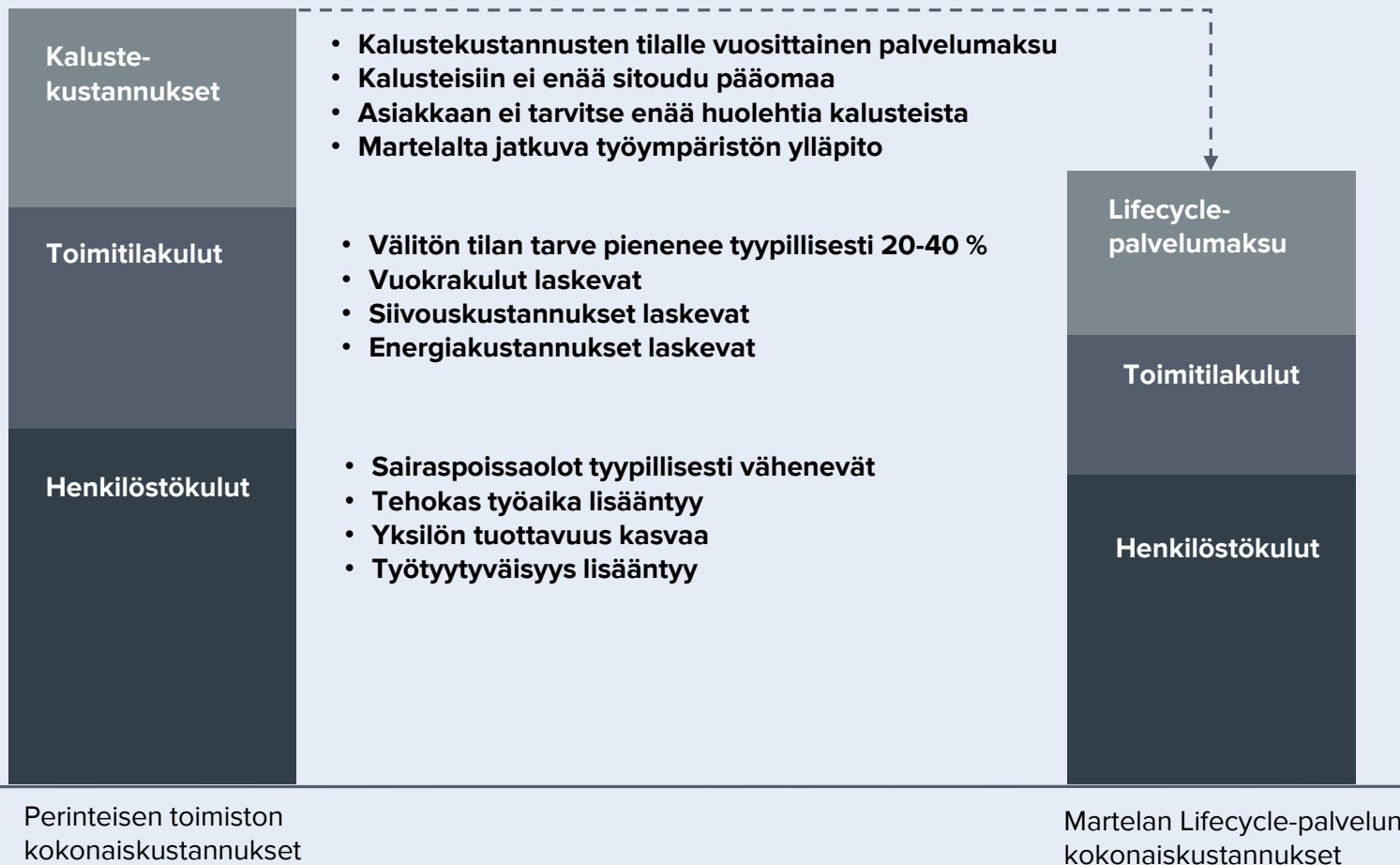
### Martela Lifecycle® -palvelumalli



Lähde: Martela

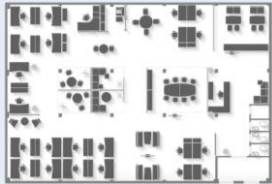
# Martela Lifecycle<sup>®</sup> -palvelumalli

Kustannussäästö yhteensä jopa 35 %



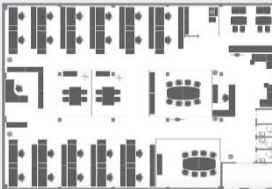
# Monitilatoimisto ja yleisimmät toimistotyypit

## Monitilatoimisto



**Monitilatoimisto** on käyttäjälähtöinen ja räätälöidään kohdeyrityksen ja tilan käyttäjien tarpeiden mukaan. Tilantarve vähenee merkittävästi, tehokkuus kasvaa ja työntekijöiden työhyvinvointi keskimäärin paranee. Tilantarve keskimäärin 10 neliometriä per työntekijä.

## Avokonttori



**Avokonttori** pienentää yrityksen tilantarvetta ja laskee siten välittömiä toimitilakuluja. Haitat ovat työpisteiden meluisuus, työntekijöiden stressitason nousu, työntekijöiden suurempi vaihtuvuus sekä työntekijöiden sairaspöissaolojen keskimääräinen lisääntyminen verrattuna perinteiseen huonetoimistoon. Tilantarve yleensä noin 10-20 neliometriä per työntekijä.

## Huonetoimisto



**Huonetoimisto** antaa työntekijöille yksityisyyttä ja auttaa heitä keskittymään työhönsä. Huonoina puolina ovat työntekijöiden monitilatoimistoa ja avokonttoria vähäisempi yhteistyö sekä suuri tilantarve 20-25 neliometriä per työntekijä.

# Strategia ja kilpailuedut 1/2

## Merkittävä strateginen muutos

Martela on viime vuosina kokenut merkittävän strategisen muutoksen tuotanto-orientoituneesta tuoteyhtiöstä palveluyhtiöksi. Kesäkuussa 2016 julkaistun terävöitetyn strategian mukaisesti Martela keskittyy liiketoiminnassaan Pohjoismaihin. Strategia nojaa yhtiön Martela Lifecycle® -palvelumallin implementoimiseen Pohjoismaissa ja myyntivolyymien, kannattavuuden sekä kassavirran nostamiseen nykyisestä. Näiden lisäksi yhtiö pyrkii edelleen tehostamaan toimintojaan. Strategian onnistuminen ja yhtiön asettamaan kannattavuustavoitteeseen yltäminen nojaavat arviomme mukaan erityisesti yhtiön onnistumiseen Ruotsissa.

## Kannattavuuden parantaminen

Martelan johto on viestinyt selvästi tavoittelevansa edelleen kannattavuuden ja kassavirran parantamista ja yhtiö on myös asettanut tavoitteekseen saavuttaa 8 %:n liikevoittomarginaali ilman kertaluontoisia eriä vuoden 2018 aikana. Yhtiö on ajanut viime vuosina merkittäviä kustannussäästöohjelmia ja saanut karsittua kulujaan merkittävästi. Toimenpiteiden ansiosta Martelan 2015 tulos nousi voitolliseksi ja liikevoittomarginaali terveelle 3,1 %:n tasolle (2014: 0,1 %). Vuonna 2016 kannattavuus vahvistui edelleen ja oikaistu liikevoittomarginaali nousi 5,3 %:iin. Vuonna 2017 yhtiön tietojärjestelmäongelmien takia kannattavuus kuitenkin laski.

Kustannussäästötoimenpiteiden lisäksi Martela on viime vuosina järjestellyt liiketoimintaansa uudelleen ja myös vaihtanut useita johtoryhmän jäseniä. Arviomme mukaan Martelan kuluissa on

edelleen karsimisvaraa esimerkiksi henkilöstökulujen osalta. Yhtiön vuoden 2016 keskimääräisestä 550 työntekijästä 266 oli toimihenkilöitä, mikä on mielestämme Martelan kaltaiselle yhtiölle korkea määrä.

## Martela Lifecycle® -malli

Martelan strategian kulmakivenä on vuonna 2014 kehitetty Martela Lifecycle® -toimintamalli. Tämän palvelumallin kantavana ajatuksena on tarjota yritykselle jatkuva kokonaispalvelu, joka vähentää yrityksen työympäristön elinkaarikustannusta. Kalustekustannuksia pienemmällä Lifecycle-hallinnointipalkkiolla asiakasyritys pystyy pienentämään toimitilakustannuksia ja henkilöstökustannuksia. Asiakasyritys siirtyy käyttämään Martelan Inspiring Office® by Martela -monitilakonseptia, jonka avulla toimitilojen vaatima neliömäärä pienenee ja henkilöstökustannukset alenevat. Martelan arvolupauksen mukaan toimitilojen kokonaiskulut pienenevät keskimäärin jopa 35 %, työtyytyväisyys kasvaa, sairaspöissaolot vähenevät ja myynnin tehokkuus keskimäärin paranee.

Lifecycle-palvelu ulkoistaa kaiken työn Martelalle, jolloin yrityksellä ei sitoudu pääomaa kalusteisiin eikä sen tarvitse huolehtia esimerkiksi rikkiinäisten kalusteiden korjaamisesta.

## Laajentuminen Pohjoismaissa

Martelan markkinafokus on nykyisen strategisen suunnan myötä Pohjoismaissa, sillä Pohjoismailla on yhteinen kulttuuritausta ja ne ovat yhtiön mukaan myös edelläkävijöitä Martelalle tärkeissä monitilatoimistoissa.

Aikaisemmin Martelan myynti Ruotsissa ja Norjassa on ollut tuotekeskeistä ja se on ollut merkittävässä osin jälleenmyyjien harteilla, mutta nyt yhtiön tarkoituksena on kasvattaa palvelumyyntiä, yhdenmukaistaa myyntiä ja pitää asiakaskontakti Pohjoismaissa kokonaan omissa käsissä. Uuden organisaatorakenteen myötä yksi liiketoimintayksikkö vastaa koko Martelan myynnistä ja Customer Supply Management yksikkö vastaa koko Martelan tuotannosta, hankinnoista, logistiikasta, asennuksista, muutoista, laadusta ja tuotekehityksestä.

Suomessa hyvin menestynyttä Lifecycle-strategiaa lähdetään siis laajentamaan muihin Pohjoismaihin samalla toimintaperiaatteella kuin Suomessa. Suomessa tarjottavat palvelut (mm. muuttopalvelut ja kalusteiden kierrätyspalvelut) tarjotaan asiakkaille omalla organisaatiolla tai yhteistyökumppaneiden kautta yhdellä organisaatiolla ja myös myynti ja muu palvelu tapahtuu yhden kontaktipinnan kautta Martelan brändillä.

Yhtiö on painottanut, että laajentuminen Pohjoismaissa tehdään hallitusti siten, että siitä ei aiheudu merkittäviä riskejä tai kuluja yhtiölle. Martela keskittyy aluksi Tukholman alueelle, josta omaa myyntitoimintaa lähdetään vähitellen laajentamaan toiminnan kasvaessa. Laajentumiseen vaadittavat investoinnit ovat aluksi lähinnä kulupohjaisia ja suhteellisen pieniä. Yhtiö pyrkii keskittymään sellaisiin yrityksiin, jotka se on määrittänyt kohderyhmäkseen ja joilla on tarve muuttaa työympäristöään.

# Strategia ja kilpailuedut 2/2

## Kilpailuedut Pohjoismaissa

Pohjoismaissa Martelan päämarkkinat ovat Suomen lisäksi jatkossa erityisesti Ruotsi ja Norja. Ruotsissa Martelalle relevantti markkinan koko on arviomme mukaan yli kaksinkertainen Suomeen verrattuna ja Norjassa lähellä Suomen markkinan kokoa. Martela on toiminut jo pitkään Ruotsissa ja Norjassa, mutta se ei ole historiallisesti pystynyt ainakaan merkittävästi kasvattamaan markkinaosuuttaan näillä alueilla. Yhtiön brändi ei myöskään ole niin tunnettu näillä markkinoilla kuin mitä se on Suomessa. Martelan mahdolliset kilpailuedut Pohjoismaissa nojaavat arviomme mukaan erityisesti yhtiön Martela Lifecycle® -palvelumalliin ja sen kilpailuetuun. Yhtiö pystyy toteuttamaan isoja työympäristön muutosprojekteja kokonaisvaltaisesti ja sillä on paljon referenssejä merkittävän kokoisista projekteista. Yhtiön Lifecycle-strategia on ollut menestynyt Suomessa ja arviomme mukaan Martelalla on kaikki edellytykset menestyä sen avulla myös Ruotsissa ja Norjassa.

## Kilpailuedut Euroopassa

Euroopan toimistohuonekalumarkkina on hyvin fragmentoitunut ja markkinaa hallitsee noin 100 keskiuurta tai suurta yritystä, joiden kaikkien liikevaihto on alle 500 MEUR. Martela on liikevaihdoltaan mitattuna Euroopan 12. suurin toimistohuonekalualan yritys.

Martelan erottautumistekijöitä kansainvälisillä markkinoilla ovat mielestämme Skandinaavisuus, ympäristöystävällisyys, design ja nopeat toimitukset. Martelan logistiikkakeskus Suomessa ja komponenttitehdas Puolassa mahdollistavat yhtiön mukaan nopeat toimitukset Keski-Eurooppaan ja Venäjälle. Euroopassa ja kansainvälisillä markkinoilla Martelan kanssa kilpailevat tunnetut

kansainväliset brändit kuten Steelcase ja Herman Miller ja toisaalta myös vahvat paikalliset yritykset. Martelalle ei siten mielestämme ole selvää erottautuvaa kilpailuetua Pohjoismaiden ulkopuolella.

## Kilpailuedut Suomessa

Suomen toimistokalustemarkkina on hyvin keskittynyt ja kaksi yritystä Martela ja Isku hallitsevat käytännössä yli puolta markkinoista. Martelan kilpailuetu Suomessa perustuu näkemyksemme mukaan erityisesti vahvaan markkinaosuuteen ja yrityksen tunnettavuuteen. Martela on Suomen toimistokalustemarkkinan markkinajohtaja ja yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan noin 43 %. Martela on yrityksenä hyvin tunnettu Suomessa ja sen brändi yhdistetään usein korkeaan laatuun, ergonomiaan ja designiin. Yhtiön jakeluverkosto Suomessa on myös suhteellisen kattava ja laaja. Martelalla on yli 20 palvelupistettä Suomessa.

Suomessa Martelan palveluvalikoima kattaa kokonaisvaltaisesti käytännössä kaiken mitä työympäristön muuttaminen vaatii. Yhtiö pystyy tarjoamaan huonekaluja ja palveluitaan kerralla ”avaimet käteen” -periaatteella, mikä on mielestämme kilpailuetu etenkin suurissa toimistoprojekteissa. Yhtiön tarjoama älykäs monitilatoimisto on arviomme mukaan ainakin Suomessa tällä hetkellä kilpailukykyinen, sillä suomalaiset kilpailijat eivät pysty tarjoamaan yhtä kattavia ratkaisuja kuin Martela.

## Kilpailukenttä Suomessa

Suomessa Martelan kanssa kilpailevat kansainväliset halpavalmistajat kuten Ikea ja Jysk sekä kotimaiset edulliset valmistajat kuten Asko ja Sotka (Indoor Group). Nämä halpavalmistajat toimivat kuitenkin pääosin kuluttajamarkkinoilla eivätkä ne pääsääntöisesti

myy suuria kokonaisuuksia suoraan julkiselle sektorille tai yrityksille kuten Martela. Ne eivät pääsääntöisesti myöskään tarjoa palveluita asiakkailleen samassa mittakaavassa kuten Martela. Edellä mainituista syistä johtuen pidämme halpavalmistajien muodostamaa uhkaa Martelalle nykyisessä strategiassa kokonaisuudessaan suhteellisen vähäisenä.

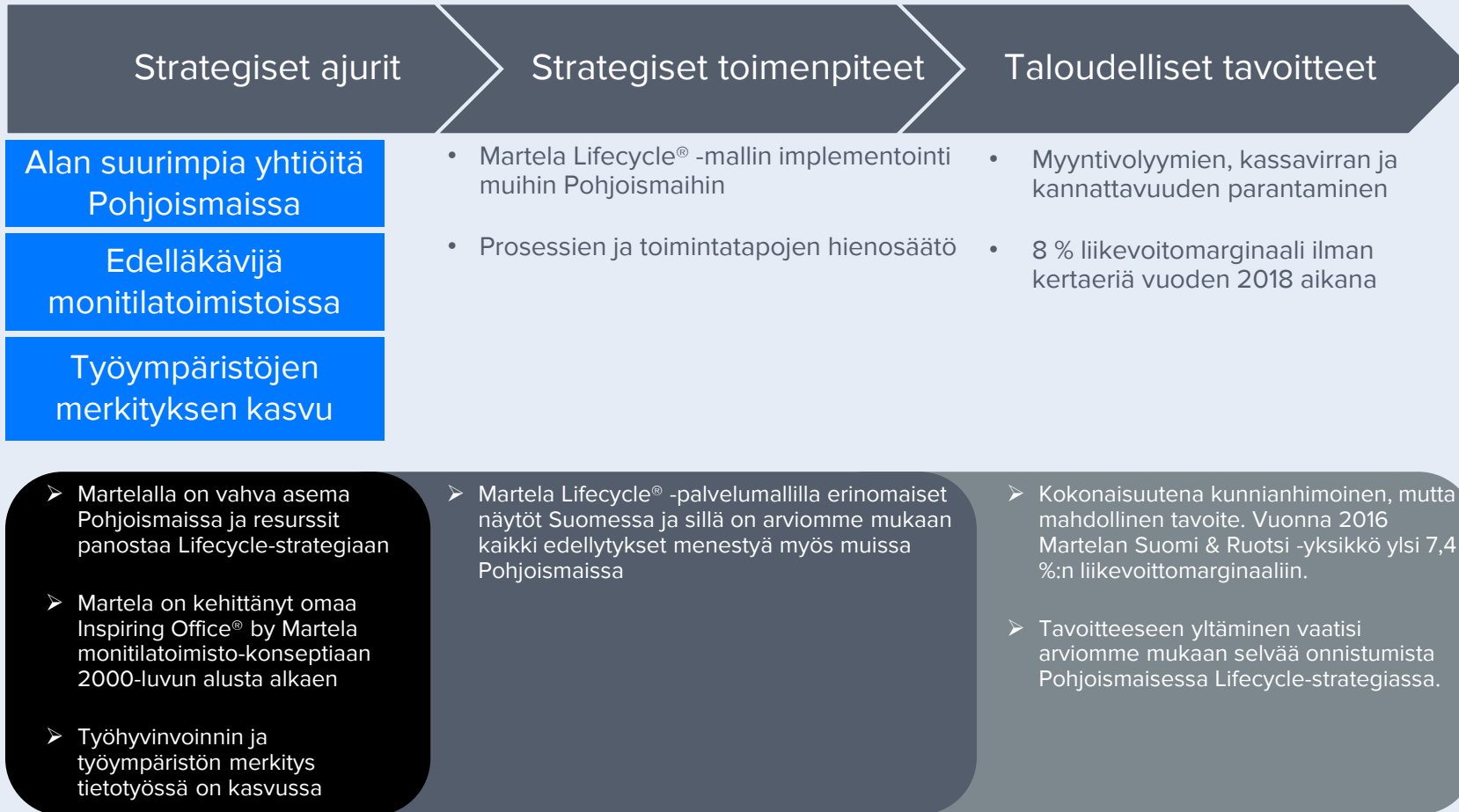
Suomessa Martelan kanssa täysin samoilla markkinoilla toimivia merkittäviä yrityksiä ovat Iskun lisäksi mm. European Furniture Group ja Kinnarps. Nämä ovat kuitenkin Suomessa suhteellisen pieniä toimijoita eivätkä ne ole onnistuneet historian aikana ainakaan merkittävästi kasvattamaan markkinaosuuttaan Suomessa.

Suomessa on myös muutamia pienempiä suunnitteluun keskittyneitä projektiosaajatyyppejä kilpailijoita kuten Modeo ja Workspace. Nämä yritykset kilpailevat erityisesti Martelan suunnittelupalveluiden kanssa. Ne ovat kuitenkin toistaiseksi suhteellisen pieniä. Lisäksi niiden tunnettavuus ei arviomme mukaan ole niin hyvä kuin Martelalla.

Kotimarkkinoilla merkittävin kilpailija Isku tarjoaa Martelan lailla työtilojen elinkaaripalveluita yrityksille. Iskun tuotevalikoima on myös Martelan lailla kattava. Isku ei ole kuitenkaan ottanut monitilatoimistoa yhtä näkyvästi esille tuotetarjonnassaan. Isku ei ole myöskään arviomme mukaan panostanut älykkääseen toimistoon yhtä merkittävästi kuin Martela. Edelleen Iskun kannattavuus- ja tuloskehitys on viime vuosina hyvästä kasvusta huolimatta ollut vaatimatonta. Emme pidä kokonaisuudessaan Iskun muodostumaa uhkaa Martelalle tällä hetkellä merkittävänä.



# Martelan strategia



# Markkinakatsaus 1/3

## Martelan toimintaympäristö

### Martelalle relevantti markkina noin miljardin euron kokoinen

Merkittävin osa eli noin 74 % Martelan 2016 liikevaihdosta tuli Suomesta. Uuden 2016 julkistetun strategisen suunnan myötä muiden Pohjoismaiden, erityisesti Ruotsin (16 % vuoden 2016 liikevaihdosta) ja Norjan (3 % vuoden 2016 liikevaihdosta) merkitys kuitenkin kasvaa tulevaisuudessa. Arvioimme Martelalle relevantin Pohjoismaisen toimistokalustemarkkinan olevan yhteensä karkeasti noin miljardin euron kokoinen, josta Ruotsi vastaa yli puolta markkinasta. Nykyisten talousennusteiden valossa pidämme Martelan Pohjoismaisen toimintaympäristön näkymiä yleisesti myönteisinä ja odotamme tämän tukevan hieman Martelan liiketoimintaa lähivuodet.

### Martelan tuotteiden ja palveluiden kysynnän tärkein ajuri on yleinen talouskehitys

Martelan palveluiden ja lopputuotteiden kysyntä on yleisesti ottaen riippuvaista yleisestä talouden kehityksestä sekä toimistojen ja julkisten tilojen rakentamisesta. Talouden aktiivisuuden lisääntyessä pääsääntöisesti myös rakentaminen lisääntyy ja samalla toimistokalusteiden ja julkisten tilojen kalusteiden kysyntä kasvaa.

### Suomen taloudessa pitkästä aikaa positiiviset näkymät

Suomen taloudessa pitkään jatkunut taantuma on vihdoinkin takana, ja lähivuosien näkymät ovat

arvioimme mukaan myönteiset. Nykyisten talousennusteiden pitäisi arvioimme mukaan toteutuessaan jo antaa tukea Martelan tuotteiden kysynnälle ja kokonaisuutena markkinaympäristö antaa tukea ennustamaamme yhtiön tuloskasvuun kohtaan.

Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n odotetaan kasvavan kuluvana vuonna 2,6-3,0 %. Talouden ennustetaan jatkavan maltillista kasvua myös vuonna 2018, jolloin BKT:n kasvuksi ennakoidaan keskimäärin 2,0 prosenttia.

BKT:n muutos-%	2017e	2018e
Danske Bank	2,8	1,8
Nordea	3,0	2,0
S-Pankki	3,0	2,3
Aktia	2,8	2,0
OP Ryhmä	2,5	2,5
Hypo	3,0	2,0
Handelsbanken	2,7	1,5
LähiTapiola-ryhmä	2,6	1,6

Lähde: Finanssialan keskusliitto

### Ruotsin ja Norjan taloudet kasvavat selvästi

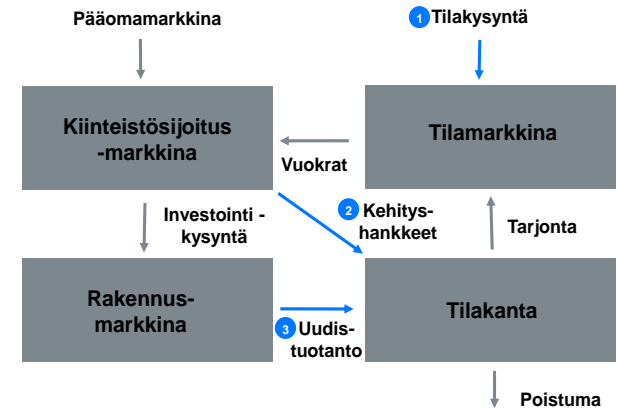
Ruotsin talouskasvu on ollut viime vuosina vahvaa, mutta BKT:n kasvu hidastuu OECD:n ennusteen mukaan lähivuosina hieman 2,3-2,7 prosenttiin (2016: 3,2 %). Norjan talouden odotetaan puolestaan kasvavan lähivuosina 1,3-1,5 %. Erityisesti Ruotsin vahva kasvu antaa arvioimme mukaan pientä tukea Martelan liiketoiminnalle ja helpottaa osaltaan Lifecycle-mallin implementoimisessa markkinaan.

## Työympäristöjen markkina

### Toimistomarkkina

Toimistokalusteiden kysyntään keskeisesti vaikuttavia tekijöitä ovat toimistojen varsinaisen tilakysynnän lisäksi toimistojen uudistuotanto sekä toimistojen kehityshankkeet. Markkinan dynamiikka ja Martelan kysyntään vaikuttavat tekijät on havainnollistettu oheisessa kuviossa:

### Toimistomarkkinan dynamiikka



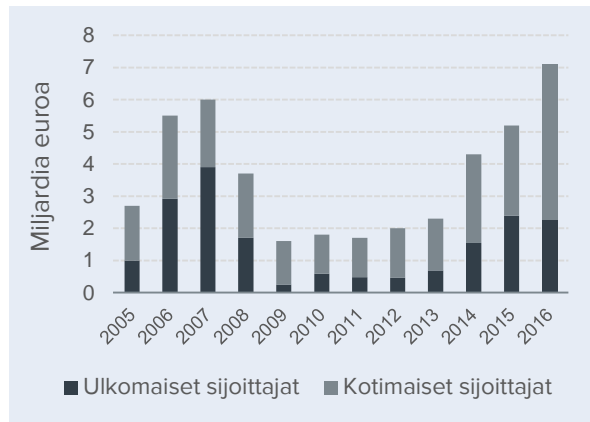
Lähde: KTI julkaisut, Inderes

Toimistokalustemarkkinaan vaikuttaa yleis-taloudellisen suhdanteen ja tilojen loppu-kysynnän lisäksi merkittävästi kiinteistö-sijoitusmarkkina. Viime vuosina tapahtunut korkotason lasku on lisännyt kiinteistösijoitusten houkuttelevuutta ja kasvattanut niiden kysyntää. Tämä on johtanut kiinteistökauppa-markkinan aktivoitumiseen ja volyymien kasvuun.

# Markkinakatsaus 2/3

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa on Catellan ennusteiden valossa nousemassa kuluvana vuonna selvästi yli viime vuoden tason (7,1 miljardia euroa) kaikkien aikojen ennätykseen. Nykyisten barometrien ja ennusteiden valossa kiinteistösijoitusten kysyntä tulee lyhyellä aikavälillä edelleen pysymään korkealla, mikä todennäköisesti pitää transaktiovolyymit myös lähivuosina korkealla ja sitä kautta myös toimistorakentamisen **3** sekä toimistojen uudistushankkeet **2** kasvussa.

## Kiinteistösijoitusten transaktiovolyymit Suomessa, 2005-2016



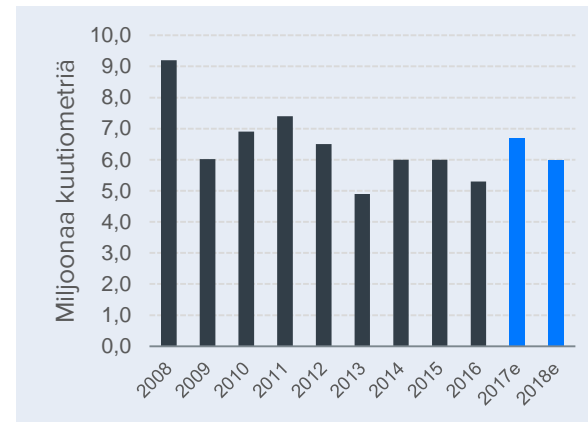
Lähde: Catella

## Toimistojen uudistustuotanto

Lisääntynyt kiinteistöjen sijoittajakysyntä on arviomme mukaan viime aikoina heijastunut Suomen toimistojen ja liiketilojen rakentamiseen. Liike- ja toimistorakennusten kuutiomäärällä

mitatut aloitukset nousivat kuluvan vuoden tammi-heinäkuussa n. 20 % edellisvuodesta. Odotamme uudisrakentamisen kasvun heijastuvan myös toimistokalustemarkkinaa pienellä viiveellä. Painotamme kuitenkin, että korkeasta prosentuaalisesta kasvusta huolimatta liike- ja toimistorakentamisen 2017-2018 ennustetut absoluuttiset luvut ovat edelleen selvästi alle viimeisen 10 vuoden keskiarvotason (7,3 miljoonaa kuutiometriä).

## Liike- ja toimistorakentamisen aloitukset Suomessa, 2008-2018e



Lähde: Tilastokeskus, ennusteet Rakennusteollisuus RT

## Toimistojen tilakysyntä

Toimistojen tilakysyntään vaikuttaa muun muassa työpaikkojen määrä, yleinen taloudellinen kehitys, toimistojen muutostrendit ja yritysten tarve tehostaa toimistojensa käyttöä. Suomen tärkein toimistomarkkina on

pääkaupunkiseutu, jossa sijaitsee neliömääräisesti noin 44 % Suomen kaikista toimistoista. Suomen ja erityisesti pääkaupunkiseudun toimistomarkkinoita vaivaavat tällä hetkellä toimistojen ylitarjonnan aiheuttamat rakenteelliset ongelmat. Pääkaupunkiseudulla on tällä hetkellä ennätysmäärä, noin 1,2 miljoonaa neliometriä tyhjää toimistotilaa. Määrä vastaa noin 14 prosentin vajaakäyttöastetta. Merkittävä osa tästä tyhjistä tilasta on kuitenkin vanhaa toimistotilaa, joka ei vastaa enää tämän päivän vaatimuksia. Näkemyksemme mukaan modernille ja joustavalle toimistotilalle on edelleen Suomessa kysyntää ja korkea toimistojen vajaakäyttö ei ole este uudisrakentamisen ennustetulle kasvulle.

## Julkisten tilojen kalustemarkkina

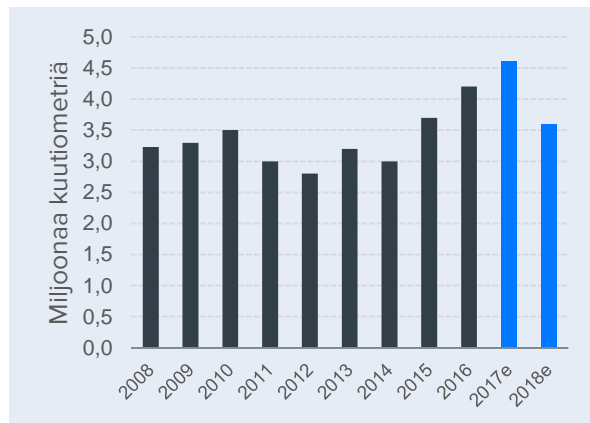
Suomen julkinen sektori on Martelalle merkittävä asiakas. Yhtiö myy kalusteita ja palveluita erityisesti kouluihin ja muihin opetustiloihin, mutta myös hoivatiloihin. Suomeen rakennettavat uudet opetusrakennukset ovat pääsääntöisesti aikaisempaa joustavampia ja niihin sovelletaan samankaltaisia ratkaisuja ja kalusteita kuin tämän päivän moderneihin toimistoihin. Kuntien taloustilanne jatkuu Suomessa vaikeana, mikä asettaa rajoitteita julkisen puolen rakentamiselle.

# Markkinakatsaus 3/3

Julkisten palvelurakennusten rakentamisen aloitukset kuitenkin kasvoivat viime vuonna kuutiomäärillä mitattuna noin 12 % ja sen ennustetaan myös kasvavan viime vuoden tasosta vuonna 2017 opetusrakennusten ja sairaaloiden rakentamisen vilkastumisen myötä. Vuodelle 2018 Rakennusteollisuus RT ennustaa kuitenkin julkisten palvelurakennusten rakentamisen hiipuvan.

Odotamme julkisten palvelurakennusten rakentamisen kasvun Suomessa antavan pientä tukea Martelan liikevaihdolle lähivuosina.

## Julkisten palvelurakennusten aloitukset Suomessa, 2008-2018e



Lähde: Tilastokeskus, ennusteet Rakennusteollisuus RT

## Martelan kysyntää tukevat trendit

Yritysten ja julkisen sektorin säästöpaineeet tulevat todennäköisesti aiheuttamaan laskupaineita Martelan liikevaihdolle ja marginaaleille, mutta nykyiset tehokkuustrendit tarjoavat myös kasvumahdollisuuden yhtiölle. Arviomme mukaan toimialan merkittävimmät kasvuajurit Martelan kannalta ovat seuraavia:

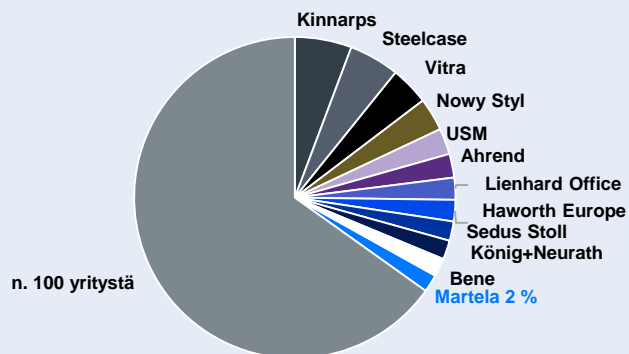
- Yritysten ja julkisen sektorin säästöpaineeet heikentävät lyhyellä aikavälillä Martelan kysyntää, mutta tarjoavat myös mahdollisuuden. Martelan Inspiring Office® by Martela -monitilatoimistokonsepti ja Martela Lifecycle® -palvelumalli lupaavat kustannussäästöjä ja etuja perinteiseen huonetoimistoon verrattuna.
- Työpisteiden käytön tehokkuus. KTI:n ja Skanskan barometrin perusteella työtilojen tehokkuusvaatimukset ovat merkittävässä kasvussa. Martelan tuotteet auttavat työtilojen tehokkuuden lisäämiseen ja tarjoavat näin ratkaisun näihin vaatimuksiin.
- Monitilatoimistojen yleistymisen tarjoaa kasvumahdollisuuden Martelalle. Yli puolet Skanska-KTI:n työympäristö-barometrin vastaajista odottaa monitilatoimistojen yleistyvän nykyisestä. Martelan päätuote eli monitilatoimisto on arviomme mukaan tällä hetkellä suhteellisen kilpailukykyinen kokonaisratkaisu.
- Lisäarvopalvelut ja yritysten ulkoistamiset tarjoavat kasvumahdollisuuden Martelan palveluille. Yritykset keskittyvät etenevässä

määrin ydinosaamiseensa ja ulkoistavat muut liiketoiminnot. Martela Lifecycle® -palvelumalli ulkoistaa koko työpisteen ylläpidon Martelalle, jolloin asiakasyrityksen pääoma vapautuu toimistokalusteista tehokkaampaan käyttöön.

- Työympäristön merkitys tulee Skanska-KTI:n barometrin perusteella kasvamaan. Työympäristöllä voidaan parantaa työntekijöiden työskentelytapoja ja lisätä viihtyvyyttä. Modernit toimitilat tukevat yrityksen imagoa sekä voivat lisätä yrityksen kilpailuetua esimerkiksi rekrytointitilanteessa ja asiakassuhteissa.

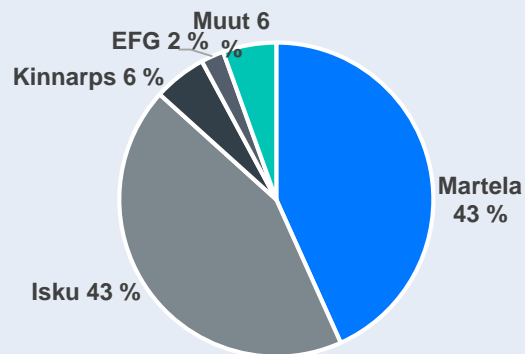
# Markkinat ja kilpailukenttä

## Euroopan toimistokalustemarkkina



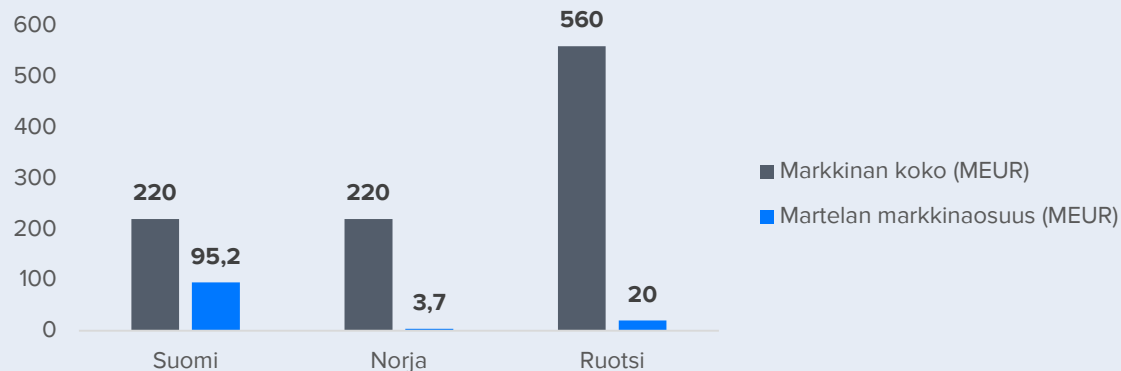
Lähde: JSA Consultance Services

## Suomen toimistokalustemarkkina



Lähde: Inderes

## Pohjoismaiden toimistokalustemarkkina (Inderesin arvio)



Lähde: Inderes

# Taloudellinen tilanne 1/3

## Kulurakenne keventynyt viime vuosina

Martelan kiinteä kulurakenne on keventynyt sekä absoluuttisesti että suhteellisesti vuosina 2013-2017 toteutettujen merkittävien saneeraustoimenpiteiden myötä ja odotamme yhtiön kiinteän kulurakenteen säilyvän 2017 tasolla lähivuodet. Martelan kulurakenne voidaan jakaa kolmeen osaan: materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut sekä muut kulut.

**Materiaalit ja palvelut** on Martelan merkittävin kuluerä. Nämä sisältävät käytännössä ostotoiminnat sekä alihankinnan kulut. Näiden kulujen kehitys suhteessa liikevaihtoon riippuu pitkälti yrityksen mittakaavaeduista, hinnoitteluvoimasta ja kilpailutilanteesta. Käsittelemme tarkemmin materiaalien ja palveluiden suuruutta bruttokateprosentin kautta seuraavassa kappaleessa.

**Henkilöstökulut** ovat yhtiön toiseksi korkein kuluerä. Konsernin palveluksessa oli Q1-Q3'17 aikana keskimäärin 509 henkilöä ja työntekijän keskikulu oli noin 54 TEUR vuositasolla. Henkilöstökulut ovat historiallisesti olleet noin 22-29 % Martelan liikevaihdosta. Yhtiön viime vuosien tehostamistoimenpiteiden ja säästöohjelmien ansiosta henkilöstökulut ovat kuitenkin laskeneet merkittävästi. Nykyisen henkilöstömäärän ja yhtiön strategian valossa odotamme henkilöstökulujen olevan lähivuosina noin 29 MEUR vuodessa eli noin 24 % liikevaihdosta. Pidämme tätä suhteellista tasoa realistisena myös pitkällä aikavälillä.

Kolmanneksi korkein kuluerä on **liiketoiminnan muut kulut**. Nämä sisältävät mm. kiinteistökulut, ajoneuvokulut, markkinoinnin kulut ja

tietohallinnon kulut. Muut kulut ovat viimeisen 10-vuoden aikana olleet 14-22 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen ohella myös nämä kulut ovat vähentyneet merkittävästi viime vuosina Martelan tehostamisohjelmien ansiosta. Yhtiön toteuttamien tehostamistoimenpiteiden valossa pidämme lähivuosina noin 17-18 MEUR:n eli 14 prosentin tasoa yhtiölle realistisena. Tämä taso vastaa suhteellisesti vuoden 2015 tasoa. Pidämme noin 14 %:n tasoa Martelalle myös pitkällä aikavälillä realistisena.

## Taserakenne

Aineetonta omaisuutta yhtiöllä oli Q3'17 taseessa 7,4 miljoonaa euroa. Aineeton omaisuus sisältää mm. tutkimus- ja tuotekehitysmenoja, ohjelmistolisenssejä, IT-ohjelmien aktivoituja kuluja, patenteja, lisenssejä ja muita vastaavia oikeuksia. Nämä aktivoitujen menot yhtiö poistaa 3-10 vuoden aikana taloudellisesta käyttöiästä riippuen. Aineeton omaisuus sisältää myös n. 883 TEUR liikearvoa vuoden 2011 Grundell-yrityskauppaan liittyen. Emme pidä liikearvon alaskirjausriskiä Martelalle merkittävänä, sillä vuoden 2016 tilinpäätöksessä tehdyt herkkyyksianalyysit osoittavat selvää puskuria liikearvon ja nk. rahamäärän arvon välillä. Kaikkien aineettomien oikeuksien suhde Martelan omaan pääomaan oli Q3'17 lopussa noin 32 %, mikä ei mielestämme ole poikkeuksellisen korkea taso.

Aineellista omaisuutta Martelalla oli Q3'17 taseessa 6,25 miljoonaa euroa. Tämä erä pitää sisällään vuoden 2016 vuosikertomuksen perusteella rakennuksia ja maa-alueita noin 50 prosentin edestä sekä koneita ja kalustoa noin

50 prosentin edestä. Nämä tase-erät on esitetty taseessa alun perin hankintamenoon ja tämän jälkeen niitä on poistettu poisto-ohjelman mukaisesti. Aineellinen omaisuus vaikuttaa mielestämme yhtiön tuotantolaitokset ja logistiikkakeskus huomioiden suhteellisen kurantilta.

## Käyttöpääoman hallinta

Martelan käyttöpääoma-% on laskenut viime vuosina alle 10 prosentin hyvälle tasolle ja se oli vuonna 2016 noin 5,6 %. Käyttöpääoman tehostuminen on etenkin saamisten ja varastojen vähentymisten ansiota. Tietojärjestelmäongelmien takia käyttöpääoma kuitenkin heikkeni vuonna 2017. Käsittelemme yhtiön tietojärjestelmäongelmia tarkemmin seuraavalla sivulla.

## Velkaantuneisuus

Martelalla oli korollista nettovelkaa Q3'17 taseessa noin 7,1 miljoonaa euroa. Lainojen keskimääräinen korko oli vuoden 2016 lopussa 2,60 %, mitä pidämme hyvin edullisena tasona. Alhainen korko heijastelee mielestämme rahoittajien luottamusta yhtiötä kohtaan.

Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'17 lopussa 41 % ja nettovelkaantumisaste 30,2 %. Likvidit varat olivat 9,1 MEUR. Martelan vakavaraisuus on parantunut muutamassa vuodessa merkittävästi, sillä vuoden 2013 lopussa yhtiöllä oli vielä 11 MEUR nettovelkaa ja nettovelkaantumisaste oli 51 %. Martelan rahoitukseen liittyvä riski on kokonaisuudessaan mielestämme tällä hetkellä edelleen suhteellisen pieni.

# Taloudellinen tilanne 2/3

## Vuosi 2017 oli Martelalle takaisku

Martelalla vuoden 2017 tammi-syyskuu oli haasteellinen ja takaisku yhtiön 2014-2016 käänne huomioiden. Yhtiön liikevaihto, tulos ja kassavirta heikentyivät selvästi vuodentakaisesta ja vuosi 2017 katkaisi Martelan vuodesta 2014 alkaneen kannattavuusparannuksen putken. Yhtiön ongelmien taustalla on ollut erityisesti alkuvuonna 2017 käyttöönotettu uusi tietojärjestelmä ja sen aiheuttamat ongelmat, mutta myös osittain myyntikanavan strategiamuutos Ruotsissa.

## Tietojärjestelmä uudistus

Martelan vuoden 2017 pääongelmien taustalla oli helmikuussa käyttöönotettu New Business Paltform -niminen (NBP) uusi tietojärjestelmä, minkä käyttöönotossa oli suuria haasteita. Martelassa havahduttiin vuoden 2014 strategiamuutoksen jälkeen siihen, ettei yhtiön vanha räätelöity tietojärjestelmä enää tue uutta strategiaa. Yhtiö lähti suunnittelemaan kokonaan uutta tietojärjestelmää, mikä oli huomattava hanke. Uudistus käsitti koko quote-to-cash ketjun uudistuksen järjestelmineen. Tähän järjestelmään investoitiin 2,2 MEUR vuonna 2016 ja tammi-syyskuun 2017 investoinneista (2,1 MEUR) suurin osa yhtiön mukaan kului tähän järjestelmään.

Q1-raportissa yhtiö kertoi ensimmäisen kerran, että tietojärjestelmän käyttöönotossa on aiheutunut toiminnallisia haasteita ja laskutusviiveitä. Tämän jälkeen kesäkuussa Martela joutui antamaan negatiivisen tulosvaroituksen ja raportoi tappiollisen Q2'17 tuloksen. Tietojärjestelmä uudistus aiheutti yhtiön mukaan toimitus- ja laskutusviiveitä ja

tämä näkyi mm. H1'17 erittäin heikkona -11,2 MEUR:n liiketoiminnan rahavirtana. Myöhemmin lokakuussa yhtiö antoi vuoden toisen negatiivisen tulosvaroituksen ja kertoi yhtiön keskittyneen Q3'17 aikana toimitusvarmuuden vakauttamiseen, mikä vaikutti negatiivisesti liikevaihtoon ja liiketulokseen.

Q3'17-raportissa oli nähtävissä merkkejä siitä, että tietojärjestelmäongelmat olisivat takana. Yhtiön tulos nousi voitolliseksi ja rahavirta kääntyi positiiviseksi. Martelan kannattavuus oli kuitenkin edelleen huomattavasti vertailukautta matalampi ja arviomme mukaan myös bruttomarginaali oli suhteellisen heikko. Yhtiön mukaan se saavutti Q3'17 lopussa vuoden 2016 toimitusvarmuuden tason, toiminta on normalisoitunut ja tietojärjestelmä hankkeen suurimmat haasteet on voitettu. Martelan mukaan tietojärjestelmä tukee täysimittaisesti yhtiön uutta strategiaa Q1'18 loppuun mennessä aiheuttaen vielä hieman kertaluonteisia kustannuksia.

Martela on vuonna 2017 menettänyt yhtiön johdon mukaan erityisesti ”nopeaa kauppaa” tietojärjestelmä ongelmien takia ja yhtiön organisaation resurssit ovat kuluneet tietojärjestelmän ja uusien toimintatapojen jalkauttamiseen, mikä on näkynyt liikevaihdon alenemana. Nykyisten tietojen valossa pidämme todennäköisenä etteivät ongelmat tietojärjestelmän kanssa ole aiheuttaneet pysyvää vahinkoa yhtiölle emmekä odota niiden jatkuvan enää olennaisesti vuonna 2018.

## Myyntikanavan strategiamuutos Ruotsissa

Ennen vuotta 2017 Martelan myynti Ruotsissa ja Norjassa oli tuotokeskeistä ja merkittävässä osin

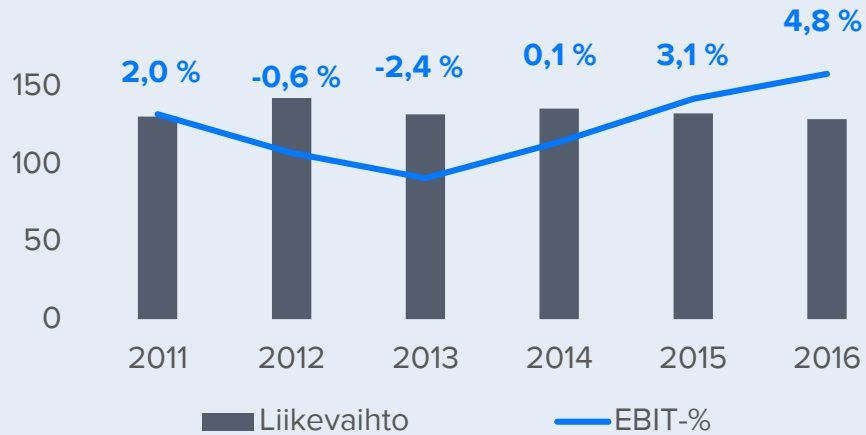
jälleenmyyjien harteilla. Uuden 2016 terävöitetyn strategian myötä yhtiön tarkoituksena on ollut kasvattaa palvelumyyntiä, yhdenmukaistaa myyntiä ja pitää asiakaskontakti Pohjoismaissa kokonaan omissa käsissä. Suomessa aikaisemmin hyvin menestynyttä Lifecycle-strategiaa lähdettiin siis laajentamaan muihin Pohjoismaihin samoilla periaatteilla kuin Suomessa.

Norjassa yhtiön strateginen muutos onnistui numeroiden valossa erinomaisesti ja Norjan liikevaihto kasvoi vuoden 2017 tammi-syyskuussa 27 % vertailukaudesta. Ruotsissa sen sijaan muutos ei ole ollut yhtä onnistunutta. Martelan mukaan myyntikanavan muutos vaikutti tammi-syyskuussa 2017 negatiivisesti Ruotsin liikevaihtoon, minkä lisäksi Ruotsiin ei ajoittunut kaudella isoja projekteja. Näiden sekä tietojärjestelmä ongelmien takia Martelan Ruotsin liikevaihto laski tammi-syyskuussa 2017 45 % vertailukaudesta. Vuosi 2016 oli Martelan mukaan Ruotsissa poikkeuksellisen hyvä, mutta liikevaihto oli Ruotsissa vuoden 2017 tammi-syyskuussa myös 25 % alempi kuin vastaavana ajankohtana vuonna 2015.

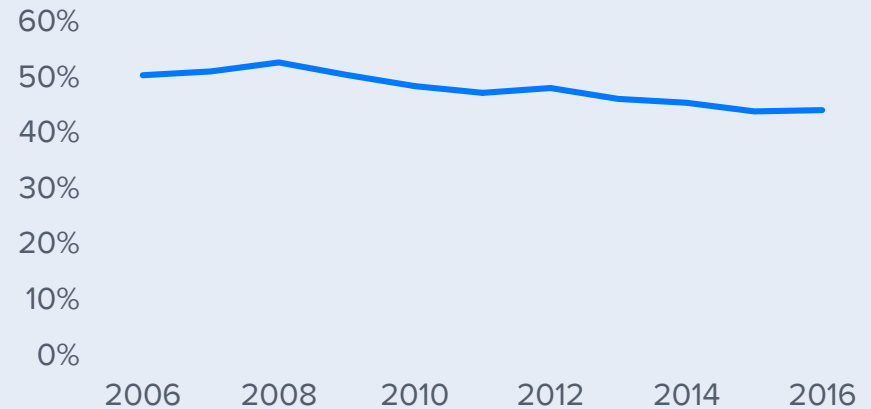
Martelan Ruotsin yksikkö sai kuitenkin Q3'17 aikana sovittua merkittävän kaupan NCC:n kanssa. Sopimus koskee NCC:n toimistoja kaikissa Pohjoismaissa ja mielestämme se oli positiivinen signaali Martelan kilpailukyvystä Ruotsissa. Yhtiö kertoi myös Q3'17 raportissa lisänneensä myyntihenkilöstön määrää myös Ruotsissa ja odotamme myyntipanostusten sekä tietojärjestelmä ongelmien päättymisen takia Ruotsin liikevaihdon palautuvan lähivuosina vuoden 2017 heikosta tasosta.

# Taloudellinen tilanne 3/3

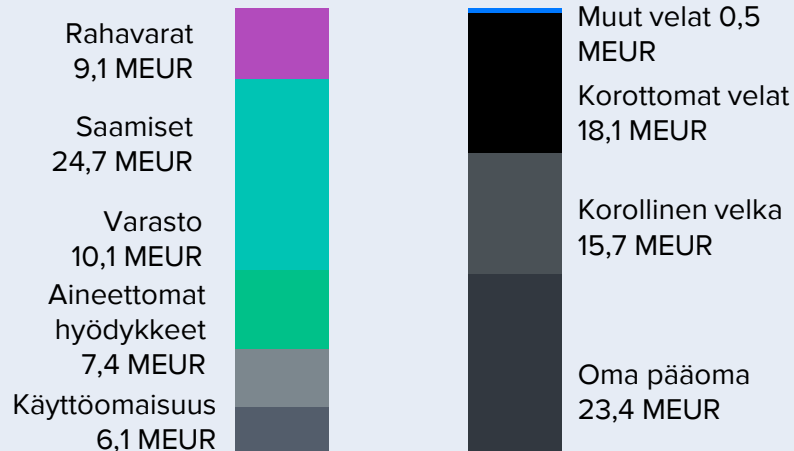
## Liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%



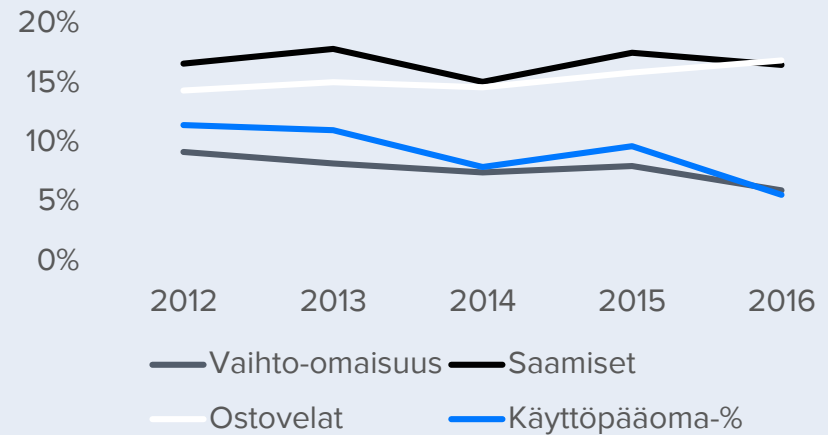
## Bruttomarginaali-%



## Taserakenne, Q3'17



## Käyttöpääoma





# Ennusteet 1/2

## Odotamme Martelan tuloksen kasvavan

Odotamme Martelan tuloksen nousevan lähivuosina selvästi vuoden 2017 heikosta tasosta. Tämä näkemys perustuu siihen, että a) emme odota vuoden 2017 kaltaisten merkittävien tietojärjestelmäongelmien enää jatkuvan ja b) yhtiön liikevaihdon lasku ei mielestämme ole enää todennäköistä. Ennustamme Martelan liikevoittomarginaalin nousevan lähivuosina noin 3,5 %:n tasolle (2017e: 1,9 %) ja osakekohtaisen tuloksen noin 0,7-0,8 euroon (2017e: 0,25e, 2016: 0,81e).

## Liikevaihto elpyy vuosina 2018-2020

Martelan liikevaihto laski vuosina 2016-2017, mikä johtui pääosin yhtiön strategisesta päätöksestä vetäytyä kokonaan omista myyntitoiminnoista Puolasta ja Venäjältä. Puolan ja Venäjän yhteenlaskettu liikevaihto oli vuonna 2015 arviomme mukaan noin 10-15 MEUR luokkaa. Tämän lisäksi yhtiö menetti vuonna 2017 liikevaihtoa tietojärjestelmäongelmista johtuneiden toimitusvaikeuksien takia.

Tietojärjestelmäongelmien pitkittyminen vuoteen 2018 vaikuttaa tässä vaiheessa mielestämme epätodennäköiseltä ja yhtiön lisääntyneet myyntipanostukset sekä toimintaympäristön vahvistuneiden talousnäkymien pitäisi arviomme mukaan antaa pientä tukea Martelan liikevaihdolle. Näiden syiden takia ennustamme Martelan liikevaihdon nousevan vuonna 2018 noin 5 % ja vuosina 2019-2020 noin 2 % vuodessa. Pitkällä aikavälillä ennustamme Martelan liikevaihdon kasvavan vain noin 1 %:n vuosivauhdilla.

## Suomen liikevaihto palautuu vuonna 2018

Q3'17-raportissa Martela raportoi uusien Q3-tilauksien Suomessa lähteneen kasvuun ja ylittäneen vertailukauden tason. Martela on alansa markkinajohtaja Suomessa ja sen liikevaihto Suomessa on historiallisesti kehittynyt vakaasti. Tietojärjestelmäongelmien poistuessa ennustamme Suomen liikevaihdon palautuvan vuonna 2018 vuoden 2016 tasolle noin 95,2 MEUR:oon eli kasvavan 6 % vuoden 2017 tasosta. Tämän jälkeen ennustamme Suomen kasvun olevan noin 2 % vuosittain lähivuosina.

## Ruotsi ja Norja kasvavat hieman

Martelan tuote- ja palvelutarjonta on arviomme mukaan Pohjoismaissa kilpailukykyinen ja yhtiö pystyy säilyttämään nykyisen markkinaosuutensa Ruotsissa ja Norjassa lähivuosina. Näiden lisäksi yhtiö kertoi Q3-raportissa palkanneensa lisää myyntihenkilöstöä kaikissa myyntiyksiköissä. Ennustamme Ruotsin ja Norjan liikevaihdon vuotuisen kasvun olevan panostusten myötä noin 2-3 % lähivuodet. Muut- yksikköön emme ennusta liikevaihdon kasvua, mikä heijastaa ennusteiden konservatiivisuutta.

## Bruttomarginaali lievässä laskussa

Odotamme Martelan bruttomarginaalin heikkenevän lähivuosina hieman vuoden 2016 noin 44,3 prosentista 44-43 prosenttiin ja säilyvän tällä tasolla pitkällä aikavälillä. Yritysten säästöpainee ja tehostuva tilankäyttö aiheuttavat lyhyellä aikavälillä paineita marginaaleille. Martelan vahva markkinaosuus ja aikaisempaa suurempi fokus palveluihin auttavat kuitenkin osaltaan puolustamaan marginaaleja.

## Kiinteä kulurakenne säilyy lähes ennallaan

Ennustamme Martelan henkilöstömäärän nousevan lähivuosina yhtiön myyntipanostusten takia Q3'17 lopun 504 työntekijässä noin 520 työntekijään, mutta keskimääräisten henkilöstökulujen säilyvän 2016-2017 tasolla noin 55 TEUR:ssa per vuosi per työntekijä. Nämä tarkoittavat yhdessä Martelan henkilöstökulujen asettuvan lähivuosina noin 29 MEUR:n tasolla eli 24 %:n tasolla liikevaihdosta. Edelleen odotamme liiketoimintojen muiden kulujen säilyvän lähivuosina 2017 tasolla eli oletamme niiden olevan noin 14 % Martelan liikevaihdosta. Euromääräisesti tämä tarkoittaa noin 17-18 MEUR:n liiketoiminnan muita kuluja per vuosi.

## Veroprosentti normalisoituu

Martelan veroprosentti oli vuonna 2016 poikkeuksellisen korkea 41 %, mikä johtui arviomme mukaan siitä ettei yhtiö pystynyt hyödyntämään mm. Puolasta aiheutuneita tappioita verotuksessa. Odotamme yhtiön veroprosentin normalisoituvan ja asettuvan noin 39 %:iin vuonna 2017 ja 22 %:iin vuonna 2018.

## Investoinnit ja kassavirta

Odotamme Martelan investointien laskevan hieman lähivuosina vuosien 2016-2017 tasolta noin 2,5 MEUR:oon (2016: 2,9 MEUR) yhtiön tietojärjestelmähankkeen päättymisen myötä. Yhtiöllä ei ole tällä hetkellä merkittäviä investointeja näköpiirissä ja vuotuiset investoinnit ovat lähinnä ylläpitoinvestointeja. Investointien taso on ennustemallissamme lähivuosina ja pitkällä aikavälillä vuotuisten poistojen tasolla. Maltillisen investointitarpeen takia Martelan rahavirta on myös vahva ja yhtiö pystyy ylläpitämään korkeaa osinkoa.

# Ennusteet 2/2

## Liikevoittomarginaali nousee pitkällä aikavälillä 3,5 prosenttiin

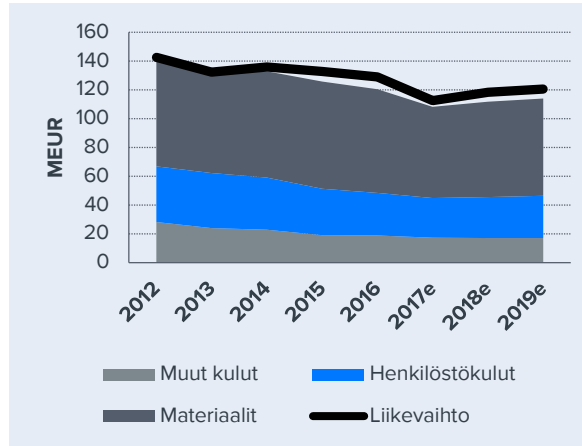
Edellä mainituilla oletuksillamme Martelan IFRS liikevoittomarginaali nousee 3,5 prosenttiin vuosina 2018-2019 (2017e: 1,9 %).

Liikevoittomarginaali saavuttaa 3,6 % vuonna 2020 ja asettuu pitkällä aikavälillä noin 3,5 %:n tasolle. Osakekohtainen tulos on ennusteessamme 0,25 euroa vuonna 2017 (2016: 0,81 euroa), 0,68 euroa vuonna 2018 ja 0,78 euroa vuonna 2019.

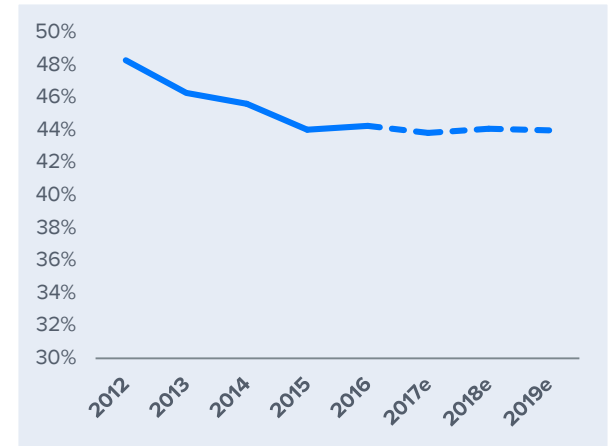
Korostamme että ennustamamme kannattavuusparannus perustuu pelkästään yhtiön jo toteuttamiin kustannussäästö- ja tehostamistoimenpiteisiin, Suomen yksikön liikevaihdon palautumiseen vuoden 2016 tasolle ja Ruotsin sekä Norjan liikevaihdon 2-3 %:n vuotuisen kasvuun. Näiden lisäksi emme odota vuoden 2017 tietojärjestelmäongelmien enää jatkuvan olennaisesti vuonna 2018.

Mikäli yhtiö onnistuisi Lifecycle-strategiassaan Pohjoismaissa, voisi se yltää myös selvästi ennustettamme korkeampaan kannattavuuteen. Emme kuitenkaan tässä vaiheessa sisällytä ennusteisiimme merkittävää kasvua Pohjoismaiden Lifecycle-liiketoiminnassa, koska haluamme yhtiöltä ensin selkeitä näyttöjä tämän strategian edistymisestä ennen kuin asetamme osakkeeseen nykyistä korkeampia odotuksia. Ennusteemme ovat tarkoituksella varovaisia ja alittavat selvästi yhtiön oman yhä voimassa olevan vuoden 2018 kannattavuustavoitteen (8 % EBIT-marginaali ilman kertaeriä).

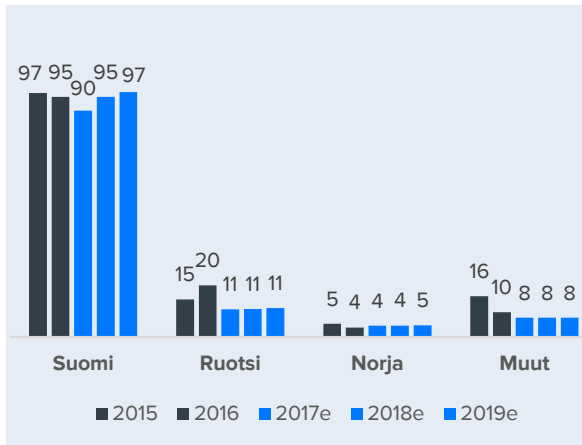
## Martelan kulurakenne, 2012-2019e



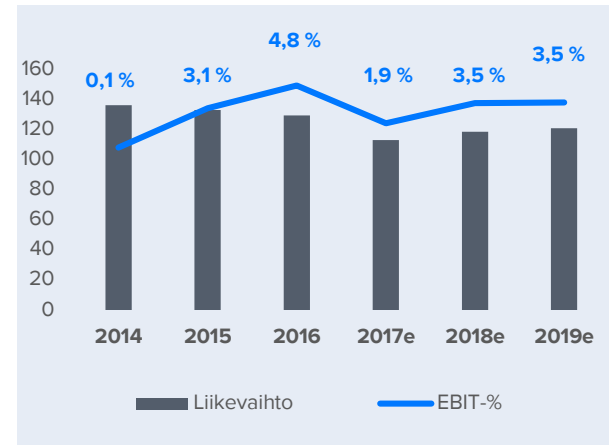
## Martelan bruttomarginaali-%



## Martelan liikevaihto 2015-2019e



## Martelan liikevaihto ja EBIT-% 2014-2019e



Lähde: Martela, ennusteet Inderes

# Ennusteet

	FY15	FY16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	FY17e	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	FY18e	FY19e	FY20e
<b>Liikevaihto</b>	<b>132,8</b>	<b>129,1</b>	<b>24,8</b>	<b>25,8</b>	<b>29,4</b>	<b>32,8</b>	<b>112,8</b>	<b>26,0</b>	<b>27,1</b>	<b>30,8</b>	<b>34,5</b>	<b>118,4</b>	<b>120,7</b>	<b>123,1</b>
-Suomi	96,7	95,2	19,1	19,7	24,0	27,0	89,8	20,2	20,9	25,4	28,6	95,2	97,1	99,0
-Ruotsi	14,8	20,4	3,2	3,3	2,2	2,2	10,9	3,2	3,4	2,2	2,3	11,1	11,4	11,8
-Norja	5,2	3,7	1,4	0,5	1,0	1,5	4,4	1,4	0,5	1,0	1,5	4,5	4,6	4,7
-Muut	16,1	9,8	1,1	2,3	2,1	2,1	7,6	1,1	2,3	2,1	2,1	7,6	7,6	7,6
CGS	-74,3	-72,0	-13,7	-14,2	-16,8	-18,7	-63,3	-14,5	-15,1	-17,2	-19,3	-66,2	-67,6	-69,3
<b>Bruttokate</b>	<b>58,5</b>	<b>57,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,6</b>	<b>14,1</b>	<b>49,4</b>	<b>11,5</b>	<b>11,9</b>	<b>13,6</b>	<b>15,2</b>	<b>52,2</b>	<b>53,1</b>	<b>53,8</b>
Henkilöstökulut	-32,3	-29,7	-6,9	-7,6	-6,1	-6,9	-27,6	-7,2	-7,2	-7,2	-7,2	-28,6	-29,2	-29,2
Liiketoiminnan muut kulut	-19,1	-18,9	-4,3	-4,3	-4,3	-4,5	-17,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-17,0	-17,2	-17,8
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,5	0,0	0,1	0,3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
<b>EBITDA</b>	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>
Poistot	-3,4	-2,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-2,8	-2,7
<b>EBIT (raportoitu)</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
Rahoituserät	-0,7	-0,5	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,4</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>
Verot	-0,9	-2,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,7	0,2	0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
<b>Nettotulos</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,97</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,37</b>	<b>0,34</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,27</b>	<b>0,59</b>	<b>0,68</b>	<b>0,78</b>	<b>0,85</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,81</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,37</b>	<b>0,34</b>	<b>0,25</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,27</b>	<b>0,59</b>	<b>0,68</b>	<b>0,78</b>	<b>0,85</b>

	FY15	FY16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	FY17e	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	FY18e	FY19e	FY20e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>-2,3 %</b>	<b>-2,8 %</b>	<b>-10,8 %</b>	<b>-19,0 %</b>	<b>-16,6 %</b>	<b>-4,3 %</b>	<b>-12,7 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,0 %</b>
-Suomi	-	-1,6 %	-1,5 %	-13,2 %	-9,4 %	1,5 %	-5,7 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	2,0 %	2,0 %
-Ruotsi	-	37,9 %	-39,6 %	-45,9 %	-51,1 %	-51,1 %	-46,6 %	0,0 %	2,0 %	2,0 %	4,0 %	1,8 %	3,0 %	3,0 %
-Norja	-	-29,2 %	75,0 %	-28,6 %	11,1 %	15,4 %	18,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
-Muut	-	-39,1 %	-52,2 %	-4,2 %	-38,2 %	23,5 %	-22,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Bruttokate-%</b>	<b>44,0 %</b>	<b>44,3 %</b>	<b>44,8 %</b>	<b>45,0 %</b>	<b>42,8 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>43,8 %</b>	<b>44,1 %</b>	<b>44,1 %</b>	<b>44,1 %</b>	<b>44,1 %</b>	<b>44,1 %</b>	<b>44,0 %</b>	<b>43,7 %</b>
EBITDA-%	5,6 %	7,0 %	0,0 %	-0,8 %	8,5 %	8,3 %	4,4 %	0,5 %	2,2 %	7,3 %	11,3 %	5,8 %	5,8 %	5,8 %
<b>EBIT-% (raportoitu)</b>	<b>3,1 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>-2,5 %</b>	<b>-3,5 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>-2,2 %</b>	<b>-0,4 %</b>	<b>5,1 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>3,6 %</b>
Tulos ennen veroja-%	2,5 %	4,4 %	-2,7 %	-4,0 %	5,4 %	5,6 %	1,5 %	-2,8 %	-0,9 %	4,7 %	9,1 %	3,1 %	3,4 %	3,6 %
Nettotulos-%	1,9 %	2,6 %	-2,7 %	-4,8 %	5,2 %	4,3 %	0,9 %	-2,2 %	-0,7 %	3,7 %	7,1 %	2,4 %	2,7 %	2,9 %

# Herkkyysanalyysi

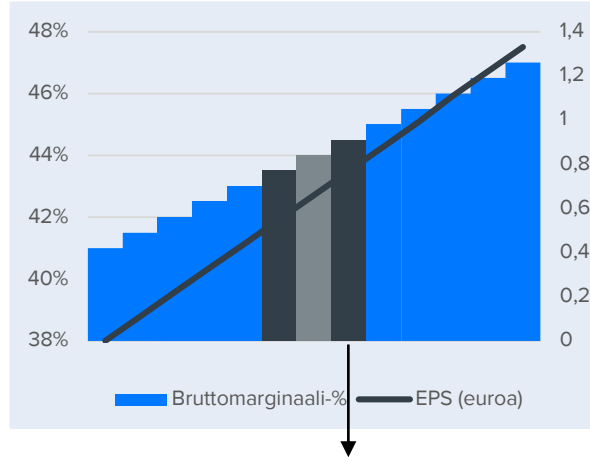
## Herkkyysanalyysit

Ennusteisiimme liittyy vielä toistaiseksi epävarmuutta, sillä Martelan vuonna 2016 päättyneen kustannussäästöohjelman sekä Puolasta ja Venäjältä vetäytymisen jälkeinen tulospotentiaali ei ole vielä tarkalleen tiedossa vuoden 2017 tietojärjestelmäongelmien sotkettua 2017 raportoidut luvut. Lisäksi liikevaihdon kehittymiseen liittyy mielestämme lähivuosille epävarmuutta erityisesti Ruotsin ja Norjan osalta strategiamuutoksen takia. Olemme näistä syistä johtuen mallintaneet Martelan osakekohtaisen tuloksen kehittymistä kahdella herkkyysanalyysillä. Herkkyysanalyysissä testaamme kahta ennustettua muuttujaa; bruttomarginaalia sekä liikevaihtoa.

Ensimmäisessä herkkyysanalyysissä Martelan vuoden 2018 bruttomarginaali vaihtelee 41-47 prosentin välillä ja kaikki muut ennusteparametrimme pysyvät muuttumattomina. Pidämme tätä bruttomarginaalin vaihteluväliä yhtiölle realistisena. Bruttomarginaalin vaihdella tällä välillä Martelan osakekohtainen tulos vaihtelee 0,0-1,33 euron välillä. On syytä huomata, että osakekohtainen tuloksen kulmakerroin on jyrkempi kuin bruttomarginaalin eli osakekohtainen tulos (EPS) kasvaa prosentuaalisesti enemmän kuin mitä bruttomarginaalin muutos on. Tämä heijastelee mielestämme hyvin Martelan tulospipua.

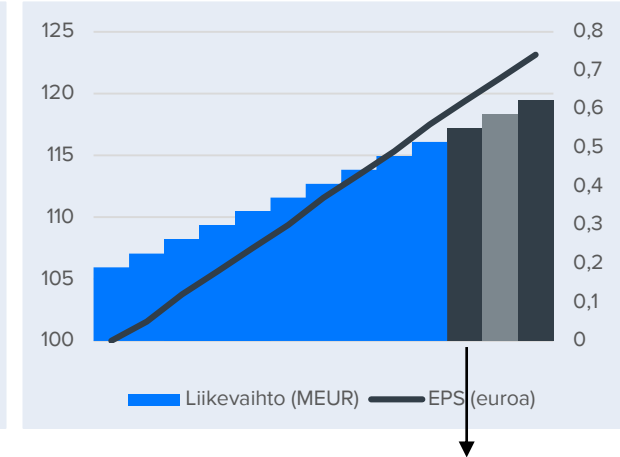
Harmaalla esitetty alue kuvaa arviotamme todennäköisestä kehityksestä. Pidämme todennäköisenä bruttomarginaalin asettumista 43,5-44,5 % tasolle vuonna 2018, jolloin osakekohtainen tulos olisi 0,55-0,77 euroa.

## Bruttomarginaalin herkkyysanalyysi



Ennustamme todennäköinen osakekohtaisen tuloksen vaihteluväli

## Liikevaihdon herkkyysanalyysi



Ennustamme todennäköinen osakekohtaisen tuloksen vaihteluväli

## Liikevaihdon herkkyysanalyysi

Vastaavasti liikevaihdon herkkyysanalyysi mittaa vuoden 2018 liikevaihdon muutoksen vaihteluväliä -6 % ja +6 %:n välillä vuodesta 2017 samalla kun kaikki muut ennusteparametrit pysyvät muuttumattomina. Liikevaihto vaihtelee 106-119 MEUR:n välillä, jolloin Martelan osakekohtainen tulos vaihtelee 0,0-0,74 euron välillä. Harmaa alue esittää mielestämme kaikkein todennäköisintä liikevaihdon tasoa eli 117-119 MEUR:n tasoa. Tällä vaihteluvälillä Martelan osakekohtainen tulos vaihtelee 0,62-0,74 euron välillä.

# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Martelaa ensisijaisesti P/E-luvun kautta. Yhtiön tietojärjestelmäongelmien ja Puolasta sekä Venäjältä vetäytymisen jälkeiseen tarkkaan tulospotentiaaliin liittyy epävarmuutta. Näiden lisäksi yhtiön Pohjoismaisen Lifecycle-strategian onnistumisen todennäköisyyttä on vielä toistaiseksi vaikea arvioida. Näiden epävarmuustekijöiden takia Martelan osakkeen arvostustasoa on mielestämme järkevä miettiä herkkyyksanalyysin avulla. Tasepohjainen P/B-luku ja liikevaihtopohjainen EV/S-luku antavat myös osaltaan tukea osakkeen arvostustasolle.

Nykyisillä ennusteillamme yhtiön vuoden 2018 P/E-luku on noin 11x, mikä on mielestämme maltillinen arvostustaso. Vuoden 2019 ennusteillamme P/E-luku painuu noin 10x tasolle ennustamamme pienen tulosparannuksen ansiosta. Odotamme Martelan jatkavan avokätistä osinkolinjaansa ja odotamme osingon tason kasvavan lähivuosina. Korostamme kuitenkin osingon olevan vahvasti riippuvainen yhtiön tuloksetekokyvystä. Mikäli yhtiön tulos jää lähivuosina ennustamastamme kehityksestä, niin vuotuinen osinko tulee todennäköisesti myös jäämään ennusteestamme. Ennusteillamme lähivuosien ennustettu osinkotuotto on suhteellisen houkutteleva noin 5-6 %.

Martelan 2018 tarkkaan tuottopotentiaaliin liittyy toistaiseksi epävarmuutta. Olemme tästä syystä havainnollistaneet Martelan osakkeen arvostusta matriisissa, jossa yhtiön 2018 EBIT-% vaihtelee 2-5 prosentin välillä. Matriisin oletuksena on P/E-arvostustaso 8-13x, mitä

pidämme perusteltuna arvostustasona Martelalle. Osakkeen 12kk Forward P/E-luku on ollut keskimäärin noin 10x vuosina 2015-2017.

## Osakkeen arvostusmatriisi

	P/E	8	9	10	11	12	13
EBIT-%	2,0 %	2,9	3,2	3,6	4,0	4,3	4,7
	2,5 %	3,8	4,2	4,7	5,2	5,6	6,1
	3,0 %	4,6	5,2	5,8	6,4	7,0	7,5
	3,5 %	5,5	6,2	6,9	7,6	8,3	9,0
	4,0 %	6,4	7,2	8,0	8,8	9,6	10,4
	4,5 %	7,4	8,3	9,2	10,1	11,0	12,0
	5,0 %	8,2	9,3	10,3	11,3	12,4	13,4

Matriisin perusteella osakkeen arvostustaso liikkuu 5,8-9,6 euron välillä vuonna 2018, mikäli yhtiön EBIT-% on 3-4% välillä (2016: 4,8 %) ja P/E-luku on arvioimallamme todennäköisimmällä 10-12x tasolla. Osakkeen hinnan vaihteluväli on tässä skenaariossa suuri, lähes 4 euroa ja se kuvastaa mielestämme hyvin osakkeen herkkyyttä kannattavuuden parantuessa.

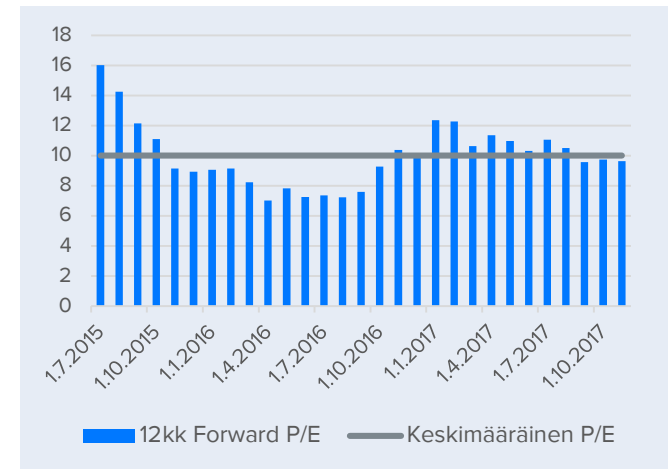
## Osakkeessa on hyvässä skenaariossa huomattavaa potentiaalia

Näkemyksemme mukaan Martelalle on potentiaalia herkkyyksanalyysissä esitettyä tasoa korkeampaan kannattavuuteen pitkällä aikavälillä, mikäli se onnistuisi kasvattamaan Lifecycle-palveluliikevaihtoon merkittävästi Pohjoismaissa. Yhtiö itse tavoittelee 8 % liikevoittomarginaalia vuonna 2018. Mikäli yhtiö yltäisi tähän tavoitteeseen olisi vuoden 2018 osakekohtainen tulos arviomme mukaan noin 1,7 euroa ja arvioimallamme 10-12x P/E-luvulla osakkeen arvostustaso olisi silloin 17-20 euroa.

## Martelan arvostuskertoimet yhteenveto

	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	12,84	7,44	7,44	7,44
EV	48,2	28,2	27,3	26,0
Markkina-arvo	53,4	30,9	30,9	30,9
EV/Sales	0,4	0,3	0,2	0,2
P/Sales	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,3	5,6	4,0	3,7
EV/EBIT	7,8	13,0	6,7	6,2
P/E	16,0	30,1	10,9	9,5
P/BV	2,1	1,3	1,2	1,1
Osinko per osake	0,37	0,37	0,47	0,50
Osinkotuotto	2,9 %	5,0 %	6,3 %	6,7 %

## Martelan 12kk Forward P/E 2015-2017



Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 2/2

## Verrokkianalyysi

Martelalle on vaikeaa löytää hyvää verrokkiryhmää, sillä Pohjoismaissa ja Euroopassa on hyvin vähän listattuja toimistokalusteyhtiöitä. Pohjoismaista löytyy Martelan lisäksi vain yksi pörssilistattu toimistokalusteyhtiö Lammhults Design Group AB.

Olemme valinneet verrokkiryhmämme tunnettuja kansainvälisiä toimistohuonekaluyhtiöitä, jotka ovat profiloituneet Martelan tavoin designiin ja korkeaan laatuun. Tällaisia ovat etenkin Yhdysvalloissa listatut Knoll, Steelcase ja Herman Miller. HNI Group valmistaa ja myy toimistokalusteiden lisäksi myös erilaisia takkoja ja se ei siten ole suoraan verrannollinen muihin verrokkiyhtiöihin. Lammhults Design on yksi Ruotsin suurimpia toimistokalustevalmistajia ja siksi luonteva valinta verrokkiksi. Yhtiöllä on kuitenkin muutakin desingniin liittyvää liiketoimintaa toimistokalusteiden lisäksi.

## Martelan vertailuryhmä

Martelan arvostuksessa suhteessa verrokkeihin on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Merkittävin osa Martelan liikevaihdosta tulee Suomesta ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen Suomen taloudesta toisin kuin tässä esitetyt verrokkit.
- Suuret tässä esitetyt verrokkit ovat markkina-arvoltaan jopa yli 60x suurempia kuin Martela ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti pienempi.

- Merkittävä osa, arviomme mukaan noin 15 % Martelan liikevaihdosta tulee palveluista, kun taas tässä esitetyt verrokkit ovat suurilta osin puhtaasti tuoteyhtiöitä.
- Tässä esitetyt yhtiöt poikkeavat pääomarakenteeltaan toisistaan ja siten niiden riskiprofiili on erilainen.

## Martelan verrokkit

	P/E		EV/EBITDA		EV/Sales
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
HNI Corporation	17,6	13,7			
Herman Miller	16,6	15,1	8,3	0,1	0,9
Knoll inc	14,6	12,9	8,7	7,4	1,1
Steelcase	14,0	15,4	6,3	6,7	0,6
Lammhults	12,1	8,9	9,1	7,5	0,7
<b>MEDIAANI</b>	<b>14,6</b>	<b>13,7</b>	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>0,8</b>
<b>KESKIARVO</b>	<b>15,0</b>	<b>13,2</b>	<b>8,1</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>
<b>Martela*</b>	<b>30,1</b>	<b>10,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>0,3</b>

\*Inderes Ennuste

Edelliset tekijät huomioiden verrokkiryhmän keskimääräinen (mediaani) EV/EBITDA 2018e kerroin on 7,0x ja P/E 2018e kerroin on 13,7x. Näiden kertoimien sekä omien tulosenusteidemme mukaisesti Martelan osakkeen arvoksi muodostuisi 9,4-12,6 euroa.

Martelan tietojärjestelmäongelmien ja Puolasta sekä Venäjältä vetäytymisen jälkeiseen tuloksentekokykyyn liittyy toistaiseksi epävarmuutta. Tästä syystä objektiivisia arvostuskertoimia ovat mielestämme esimerkiksi oman pääoman markkina-arvon suhde kirja-arvoon (P/B) sekä yritysarvon suhde liikevaihtoon (EV/Sales). Martelan osake on näillä tunnusluvuilla selvästi verrokkiryhmää

alhaisemmin hinnoiteltu. Tämä on kuitenkin mielestämme täysin perusteltua huomioiden Martelan suhteellisen pieni koko sekä yhtiön riippuvuus Suomen talouden kehityksestä.

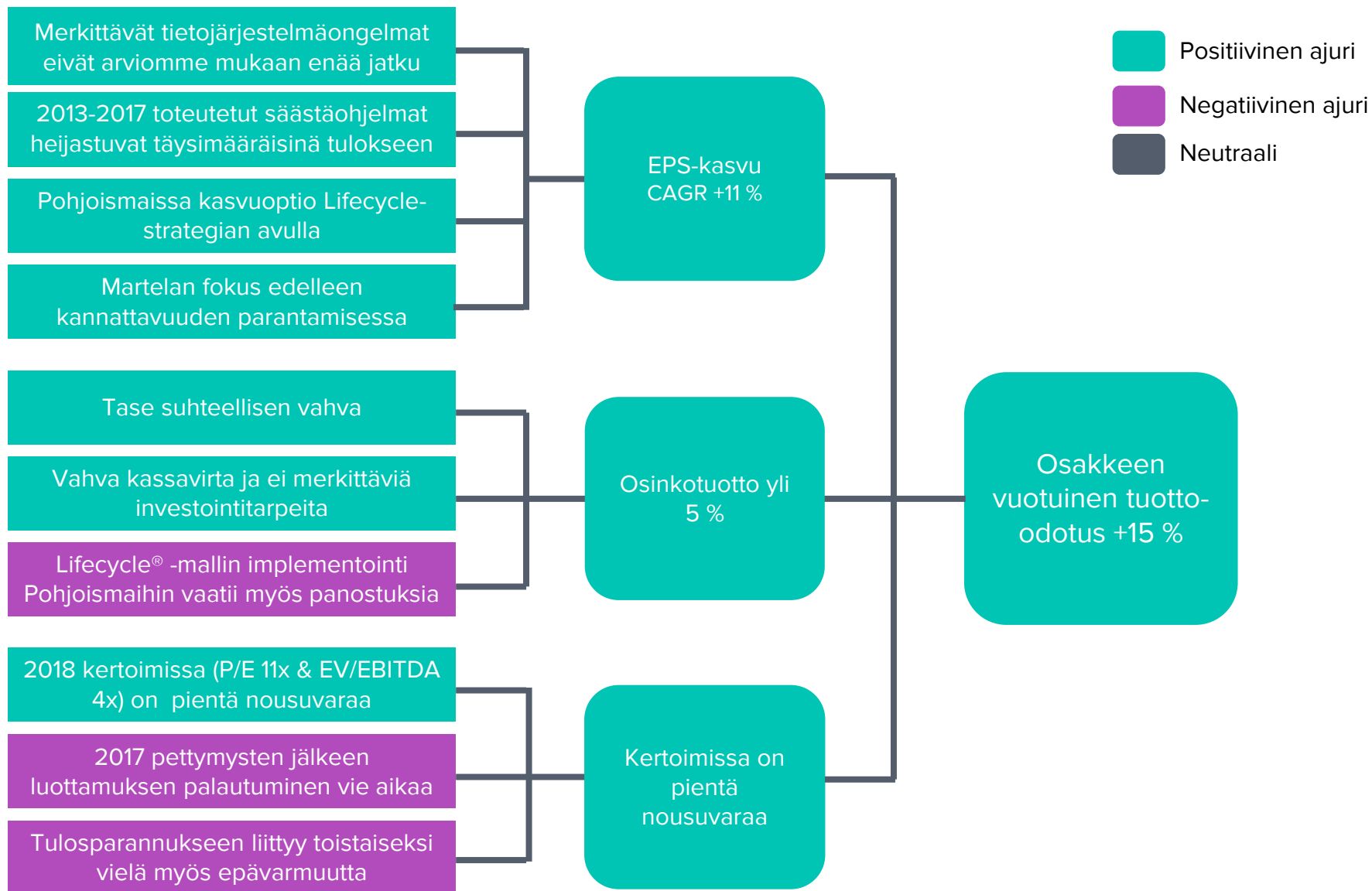
Näkemyksemme mukaan Martelan arvostuskertoimissa on verrokkiryhmään suhteutettuna nousuvaraa. Mikäli markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan vahvistuu ja Martela onnistuu edelleen nostamaan kannattavuuttaan nykyisestä on osakkeen arvostustasossa mielestämme selvää nousuvaraa tuloskertoimien normalisoitumisen ja tuloskasvun myötä.

## Suositus

Mielestämme Martelan osakkeen arvostustaso on absoluuttisesti matala ja osakkeen tuotto/riski-profiili on hyvä, koska emme pidä yhtiön vuoden 2017 kaltaisten ongelmien jatkumista vuonna 2018 todennäköisenä ja vastaavasti hyvässä skenaariossa osakkeessa on huomattavaa nousuvaraa. Tarkistamme Martelan tavoitehintamme 8,0 euroon (aikaisemmin 9,0 euroa) ja toistamme osakkeelle aikaisemman lisää-suosituksemme.

Näemme Martelan osakkeessa selvää nousuvaraa tuloskasvun ja arvostuskertoimien normalisoitumisen myötä. Tavoitehintamme heijastaa vuoden 2018 noin 12x P/E-lukua. Hyvässä skenaariossa osakkeessa on huomattavasti tätä enemmän nousuvaraa, sillä Martelan tavoittelemalla 8 %:n EBIT-marginaalilla yhtiön osakekohtainen tulos olisi arviomme mukaan noin 1,7 euroa ja osakkeen arvostus olisi hyväksymällämme 12x P/E-kertoimella yli 20 euroa.

# Martelan arvoajurit 2018-2020e



# Vertailuryhmäarvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
HNI	33,64	1236	1480							17,6	13,7	3,4	3,5	2,9
Herman Miller	34,45	1743	1860	10,8	0,1	8,3	0,1	0,9	0,0	16,6	15,1		2,1	3,4
Knoll	20,63	861	1042	10,9	9,3	8,7	7,4	1,1	1,0	14,6	12,9	3,0	3,5	2,9
Steelcase	14,45	1419	1496	8,4	8,7	6,3	6,7	0,6	0,5	14,0	15,4	3,3	3,5	2,3
Lamhults Design	47,20	35	57	13,1	9,7	9,1	7,5	0,7	0,6	12,1	8,9	3,8	4,3	0,9
<b>Martela (Inderes)</b>	<b>7,44</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>13,0</b>	<b>6,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>30,1</b>	<b>10,9</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>10,8</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	<b>5,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>15,0</b>	<b>13,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>10,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>14,6</b>	<b>13,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>19 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-68 %</b>	<b>-60 %</b>	<b>103 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>49 %</b>	<b>82 %</b>	<b>-57 %</b>

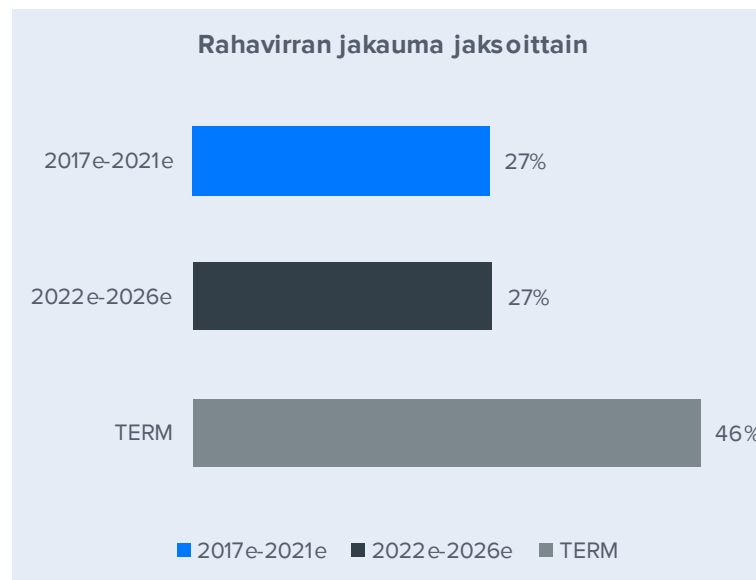
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.



# Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	
+ Kokonaispoistot	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	3,0	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	
- Maksetut verot	-2,2	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	5,6	-1,9	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>12,4</b>	<b>2,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,6	-2,1	-2,8	-2,6	-4,2	-3,1	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>9,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,6	-0,5	2,8	3,4	1,8	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	35,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,6	2,5	2,7	1,3	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5	1,3	13,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>30,0</b>	<b>30,5</b>	<b>28,1</b>	<b>25,4</b>	<b>24,0</b>	<b>21,9</b>	<b>20,0</b>	<b>18,2</b>	<b>16,6</b>	<b>15,1</b>	<b>13,8</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>30,0</b>										
- Korolliset velat		-8,3										
+ Rahavarat		13,4										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>33,6</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,08</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	5,00 %
Likviditeettipreemio	2,80 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %



# Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Liikevaihto</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>129</b>	<b>113</b>	<b>118</b>	<b>121</b>
Kulut	-132	-125	-120	-108	-111	-114
<b>EBITDA</b>	<b>3,9</b>	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>
Poistot	-3,8	-3,4	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,2</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,2</i>	<i>4,1</i>	<i>6,9</i>	<i>2,2</i>	<i>4,1</i>	<i>4,2</i>
Rahoituserät	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,4</b>	<b>5,6</b>	<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>
Muut erät	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,1	-0,9	-2,3	-0,7	-0,8	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-0,7</i>	<i>2,5</i>	<i>4,0</i>	<i>1,0</i>	<i>2,8</i>	<i>3,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>-0,18</i>	<i>0,61</i>	<i>0,80</i>	<i>0,25</i>	<i>0,68</i>	<i>0,78</i>
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,61</b>	<b>0,97</b>	<b>0,25</b>	<b>0,68</b>	<b>0,78</b>

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	5	5	6	6	6
Käyttöomaisuus	10	9	7	7	6
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	1	1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	<b>37</b>
Varastot	10	11	8	7	7
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Saamiset	21	23	21	21	22
Likvidit varat	6	8	13	7	8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>48</b>	<b>51</b>

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
<b>Oma pääoma</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	13	15	17	17	18
Omat osakkeet	-1	-1	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1	1	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	7	8	6	4	4
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	6	3	2	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	20	21	22	19	20
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>48</b>	<b>51</b>

# Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.6.2015	Lisää	3,20 €	2,90 €
12.8.2015	Lisää	3,20 €	3,02 €
30.10.2015	Lisää	3,70 €	3,33 €
18.1.2016	Osta	5,00 €	4,35 €
5.2.2016	Osta	5,90 €	5,10 €
10.3.2016	Lisää	5,90 €	5,33 €
2.5.2016	Osta	6,90 €	5,72 €
13.6.2016	Osta	7,50 €	6,54 €
10.8.2016	Lisää	7,70 €	7,07 €
23.9.2016	Osta	10,00 €	8,15 €
19.10.2016	Osta	11,00 €	9,50 €
1.11.2016	Lisää	11,40 €	10,55 €
21.12.2016	Osta	12,50 €	10,80 €
4.1.2017	Vähennä	13,50 €	13,82 €
17.1.2017	Lisää	13,50 €	12,00 €
3.2.2017	Osta	14,00 €	12,16 €
28.4.2017	Lisää	14,00 €	12,46 €
2.6.2017	Osta	14,00 €	12,04 €
19.6.2017	Osta	13,00 €	11,20 €
9.8.2017	Lisää	11,00 €	10,00 €
23.10.2017	Vähennä	8,10 €	8,14 €
3.11.2017	Lisää	9,00 €	7,87 €
27.11.2017	Lisää	8,00 €	7,44 €

# Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 neuvonantajia. 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroon. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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



# Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)