

Martela

Laaja raportti

4.10.2021 22.00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Odottelemme näyttöjä tulokäänteestä

Toistamme vähennä-suosituksemme ja laskemme tavoitehintaamme 2,5 euroon (aik. 2,8 euroa) ennustemuutoksiamme ja osakkeen kohonnutta riskiprofilia peilaten. Vuosi 2021 on ollut Martelalle vaikea toimialan haastavasta markkinatilanteesta johtuen, mutta toteutetut tehostustoimet luovat yhtiön tulokäänteelle hyvää pohjaa toimialan kysyntäkuvan piristyessä. Sijoittajan kannattaa mielestämme olla varovainen Martelan osakkeen kanssa, sillä yhtiön taseelle kriittinen tulokäännö on yksityisen puolen kysynnän elpymisen varassa. Lisäksi väliaikaisesti kohonneet materiaalikulut, potentiaalinen tulosvaroitus ja johdon vaihdoksen aiheuttama mahdollinen epäjatkuvuus nostavat lyhyellä tähtäimellä riskiprofilia tavallista korkeammalle.

Pohjoismaiden johtavia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä

Pohjoismaiden suurimpia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä. 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. Noin 5 % Martelan liikevaihdosta tulee muilta markkina-alueilta, jossa tuotemyynti on jälleenmyyjien varassa.

Työympäristöjen kiihdyttänyt murros tuo pidemmälle katsovia mahdollisuuksia

Martelan kannalta tärkeät työympäristöt elivät jo ennen pandemiaa toimitilojen rakenteellisen liikkuman (ts. painopiste perinteisistä huonetoimistoista kohti kustannustehokkaampia avo- ja monitilatoimistoja) aiheuttamassa murrosvaiheessa. Pandemian seurauksena työnteke siirtyi lähes yhdessä yössä etätyöasentoon ja pysyttelee siellä jossain määrin edelleen. 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 elinkaari palveluihin kykeneville toimijoille vähintäänkin järkeviä toimintamahdollisuuksia. Lyhyellä aikavälillä kokonaiskuva on kuitenkin vielä haastava ja keskeisimmät epävarmuudet liittyvät arviomme mukaan 1) mihin etä- ja toimistoyön välinen suhde lopulta asettuu sekä 2) milloin ja missä laajuudessa muuttuneisiin tilatarpeisiin ryhdytään investoimaan. Nämä lyhyen aikavälin tenkkapoot ovat luonnollisesti yhtiön omien käsien ulkopuolella, kun taas pitkän aikavälin mahdollisuuksista hyötyminen on sidonnainen Martelan omaan kilpailukykyyn ja päivittäisen tekemisen laatuun.

Tuotto/riski-suhde ei näissä olosuhteissa houkuttele

Vuoden 2022 ennusteillamme Martelan P/E-luku on 11x ja vastaava EV/EBIT-kerroin 7x. Nämä kertoimet ovat Martelan toistaiseksi heikkoon tulokuntoon ja sijoitusprofiiliin suhteutettuna kohtuullisen korkeita, kun taas vuoden 2023 ennusteidemme valossa arvostuskuva näyttää selvästi neutraalimmalta (P/E 8x ja EV/EBIT 5x). Näitä tekijöitä heijastellen kertoimista on vaikea löytää riittävää nousuvaraa positiivisen suosituksen oikeuttamiseksi. Martelan liiketoimintamallin korkean operatiivisen vivun ja matalan pääoman tarpeen seurauksena tulos kasvaa voimakkaasti liikevaihdon elpymässä, mutta osakkeen lyhyen aikavälin riskit painavat mielestämme vaakakupissa enemmän.

Suositus

Vähennä

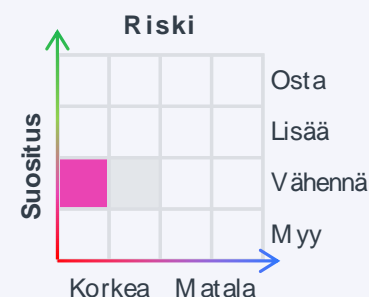
(aik. Vähennä)

2,50 EUR

(aik. 2,80 EUR)

Osakekurssi:

2,36



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	88,4	89,3	93,6	97,3
kasvu-%	-17 %	1 %	5 %	4 %
EBIT oik.	-4,0	-0,6	2,1	2,5
EBIT-% oik.	-4,5 %	-0,7 %	2,2 %	2,6 %
Nettotulos	-4,8	-2,0	1,0	1,4
EPS (oik.)	-1,16	-0,33	0,22	0,30
P/E (oik.)	neg.	neg.	10,6	7,7
P/B	1,1	1,0	1,0	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	6,7	5,4
EV/EBITDA	6,8	3,6	1,9	2,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

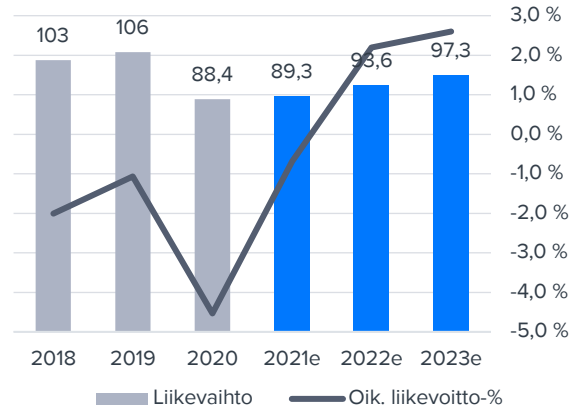
Koko vuoden 2021 liikevaihdon ja liiketuloksen arvioidaan paranevan edellisvuodesta.

Osakekurssi



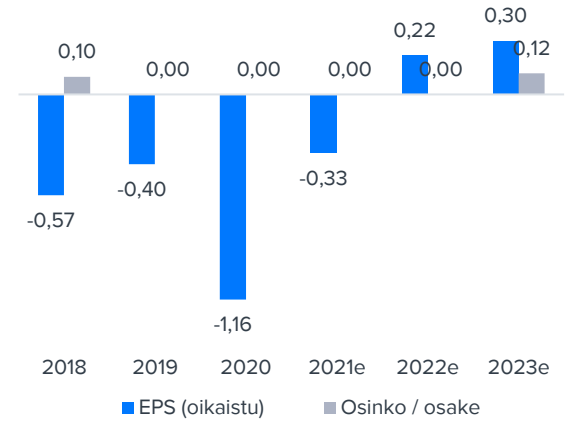
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimintaympäristön elpyminen ja liikevaihtotason palautuminen Suomessa
- Kasvu Ruotsissa ja Norjassa
- Toteutetuista tehostustoimista kiinni pitäminen ja tuloskäänteen eteneminen
- WaaS-konseptin kaupallistamisessa onnistuminen ja jatkuvien (ts. arvokkaampien) liikevaihtovirtojen kertyminen



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,36	2,36	2,36
Osakemäärä, milj. kpl	4,49	4,49	4,49
Markkina-arvo	11	11	11
Yritysarvo (EV)	15	14	14
P/E (oik.)	neg.	10,6	7,7
P/E	neg.	10,6	7,7
P/Kassavirta	neg.	4,9	18,9
P/B	1,0	1,0	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA (oik.)	3,6	1,9	2,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	5,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	39,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Sijoitusprofiili	10-13
Toimiala	14-18
Strategia	19
Historiallinen kehitys	20-22
Ennusteet	23-26
Arvonmääritys	27-30
Taulukot	31-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Martela lyhyesti

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

1945

Perustamisvuosi

1986

Listautuminen

89 MEUR (+1% vs. 2020)

Liikevaihto 2021e

-0,6 MEUR

Oik. liikevoitto 2021e

85 % / 15 %

Tavaramyynti / palvelumyynti 2021 TTM

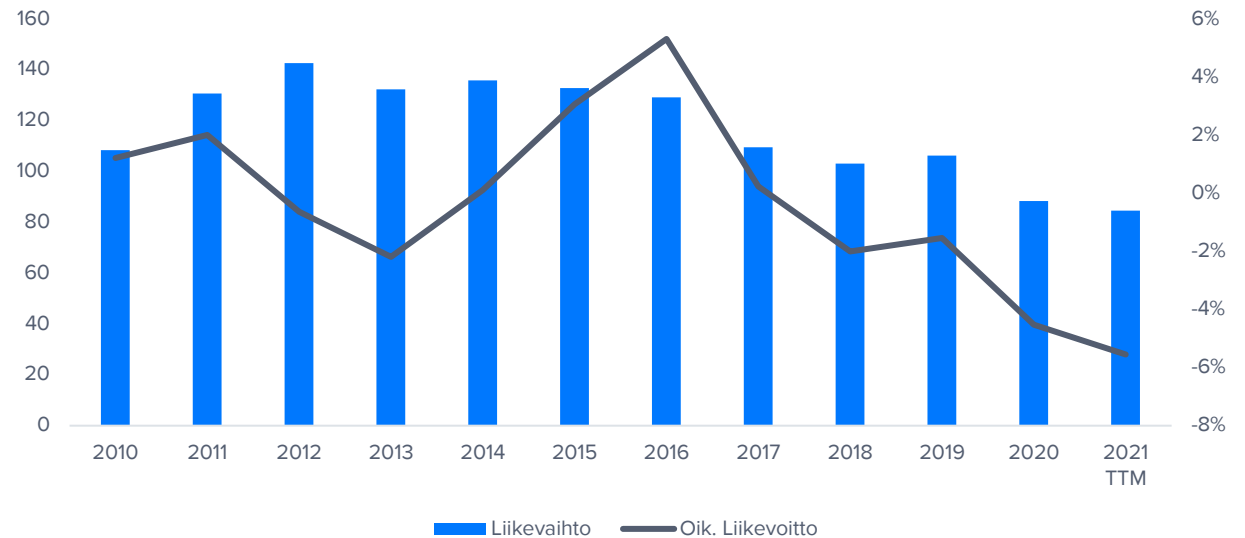
81 % / 19 %

Suomen / muiden maiden osuus liikevaihdosta 2021 TTM

433

Henkilöstö H1'21 lopussa

- | 2011-2014 | 2015-2016 | 2017-2019 | 2020-2021 |
|--|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Heikentynyt kysyntäkuva• Merkittävät kustannussäästöohjelmat• Elinkaarimallia kohti siirtyminen• Martela Outlet perustetaan• Grundellin osto | <ul style="list-style-type: none">• Uusi johto ja terävöitetty strategia• Omista myyntitoiminnoista luopuminen Puolassa ja Venäjällä• Erinomaiset tulosvuodet | <ul style="list-style-type: none">• Pieleen mennyt ERP-uudistus• Strategiset virhearvioinnit• Kiristynyt kilpailu rokottaa kannattavuutta | <ul style="list-style-type: none">• Etätöihin siirtymisen negatiivinen vaikutus markkinaan• Edellisen toimitusjohtajan lyhyt aikakausi |



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 elinkaari palvelut. Asiakkaan näkökulmasta elinkaari palvelut 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 Helsingissä. 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. H1'21 lopussa yhtiö työllisti 433 henkilöä.

Tulovirrat käytännössä täysin pohjoismaisia

Martelan rullaava viimeisen 12 kuukauden (TTM) liikevaihto oli 85 MEUR ja vastaava oikaistu liiketappio oli 4,5 MEUR. Martelan tulovirrat ovat

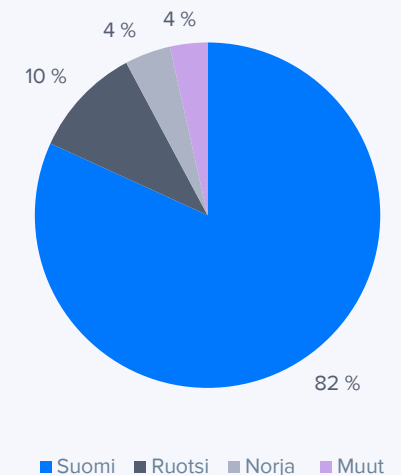
käytännössä täysin pohjoismaisia, sillä viime vuonna yli 95 % liikevaihdosta muodostui Suomesta, Ruotsista ja Norjasta. Näistä alueista Suomi on yhtiölle ylivoimaisesti tärkein, sillä yksistään sen osuus liikevaihdosta oli noin 80 %. Ruotsi on Martelalle toiseksi tärkein toimintamaa reilun 10 % liikevaihto-osuutta mukaillen, kun taas Norjan osuus viimeisen vuoden tulovirroista oli noin 4 %. Mielestämme Martelan voimakas riippuvuus kotimarkkinasta on kokonaisriskiprofilia kohottava tekijä Suomen kituliaasti kasvavaa / kutistuvaa ja kovan hintapaineen alla olevaa markkinaa sekä yhtiön volyymikasvusta riippuvaista kannattavuuskäännettä peilaten. 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 tarvepohja) operoivia toimijoita. Tätä sekä liiketoiminnan projektiluontoisuutta mukaillen Martela ei juurikaan kannata perinteistä asiakasriskiä. Julkisen sektorin asiakkaat ovat puolestaan kunta- ja valtiotason yksiköitä, minkä myötä palveluiden loppusijoituspaikat ovat tyypillisesti oppilaitoksia tai virastoja. Julkisen sektorin kaupat perustuvat aina julkisiin kilpailutuksiin (DPS tai puitejärjestely) ja niiden perusteella solmittuihin raamisopimuksiin. Näiden sopimusten ja siten sopimustoimittajan leiman menettämisen riski on arviomme mukaan



- 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 (TTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

hyvin pieni. Julkisessa kanavassa keskeisin riski liittyykin mielestämme siihen, missä määrin kilpailutuksia kyetään tuomaan kotiin (ts. oma kilpailukyky) 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 palvelukori mahdollistaa puolestaan sen, että yhtiön hallussa on selvästi pelkkään valmistukseen tai toimitukseen keskittyneitä mallia pidempi arvoketju. Tämän tulisi näkemyksemme 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, sillä oman

valmistajan tuotannon osuus tuotantoketjusta on hyvin pieni. Tätä heijastellen liiketoimintamallin ydintoiminnot ovatkin näkemyksemme mukaan suunnittelu- ja myyntityö sekä varsinaiseen kalustetoimitukseen liittyvät toimet kuten muutto- ja kierrätyspalvelut.

Tuotannon ulkoistaminen on mielestämme järkevä valinta, sillä se lisää operatiivisia joustopisteitä. Näiden lisäksi alihankintavetoinen tuotantomalli mahdollistaa Martelalle omien resurssien tehokkaamman allokoimisen lisäarvoltaan valmistavaa työtä korkeampiin ja sekä oman kilpailukykyyn vahvistamiseen että kasvun tavoittelun kannalta kriittisiin toimintoihin. Toisaalta kolikon kääntöpuolella on se, että tuotekehityksen ja valmistuksen väliin voi tässä mallissa syntyä tiettyjä kipupisteitä esimerkiksi heikkolaatuisten toimituserien tai venyvien -aikojen 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 hidas kasvuvauhti).

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 kovakin tilauskanta selvästi alle kvartaalin mittainen.



Martelan arvoketju

Suunnittelu



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

Tuotanto



- Omat tuotanto-operaatiot hyvin vähäisiä
- Yleisesti matalan lisäarvon lohko
- Tuotannon ulkoistaminen tuotanto-operaatiotasolle 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.

Lyhyelle pohjanäkyvyydelle ja sen tuomille haasteille tiettyä vastavoimaa tulee kuitenkin alihankintavetoisen tuotantomallin suunnalta. Käsitksemme 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.

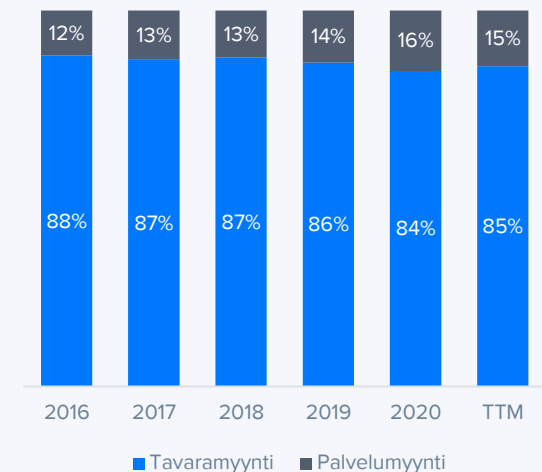
Toimialan projektiluontoista ansaintalogiikkaa ja kysyntäkuvaan lyhyttä jännettä heijastellen uskomme liiketoimintaan jatkuvuutta tuovien elementtien rakentamisen olevan yhtiön keskeisimpiä prioriteetteja. Tästä konkreettisin esimerkki on mielestämme viimeisen viiden vuoden aikana lanseeratut palvelumallit Workplace as a Service (WaaS) ja Oppimisympäristö palveluna (LEaaS). Näiden elinkaari palveluiden 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 kateprofiilin 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 elinkaari palveluiden 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 elinkaari palveluiden osuus Martelan liikevaihdosta on arviomme mukaan kuitenkin vielä pieni ja kaupallisessa mielessä konsepti on vielä lähtökuopissa. Palvelukonseptin tunnistettavissa olevat hyödyt sekä työ- ja oppimisympäristöjen etenevä ja pandemian myötä kiihdyttävä murros (ts. toimitilojen joustokyvut keskeinen teesi) tarjoavat kuitenkin pidemmällä tähtäimellä vähintäänkin järkeviä ajureita elinkaari palveluiden 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-H1'21



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. Viime vuonna viimeistellyn 4 MEUR:n säästöohjelman hyödyt ovat arviomme mukaan kestäviä, minkä lisäksi uskomme yhtiön jatkossakin kiinnittävän huomiota kiinteän kulurakenteen tehostamisvarojen tunnistamiseen ja tarvittavien toimenpiteiden toteuttamiseen. Tästä konkreettisena osoituksena on vuoden alussa toteutettu toimintojen uudelleenorganisointi- ja tehostamisharjoitus.

Kiinteän kustannusrakenteen ja kohtuullisen myyntikatteen myötä Martelan operatiivinen vipu on suuri. 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. Tätä peilaten näemmekin kiinteän kustannusrakenteen yhtiön riskiprofiilia kohottavana tekijänä.

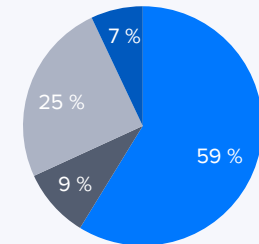
Pääoman sitoutuminen ei jarruta liikaa

Martelan liiketoimintamalli ei ole erityisen pääomaintensiivinen. Vuonna 2020 kiinteän pääoman osuus liikevaihdosta oli noin 11 % (ml. IFRS 16) mikä on hyvinkin maltillinen taso. Taseen loppusummaan suhteutettuna kiinteän pääoman osuus oli puolestaan noin 20 %, mikä myös indikoi toiminnan kohtuullisen matalasta pääomatarpeesta. Keskeisin tämän taustalla oleva tekijä 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.

Nettokäyttöpääomaa¹ Martelan toimintaan on sitoutunut tyypillisesti noin 15-16 %. Viimeisen vuoden aikana yhtiön myyntisaamisten ja ostovelkojen kiertoaajat eivät ole olleet optimaalisella tasolla (ts. myyntisaamiset > ostovelat), mitä peilaten yhtiö on joutunut rahoittamaan itse koko käyttöpääomatarpeensa. Tilanne on vastaavanlainen myös historiallisesti tarkasteluna, mikä on mielestämme konkreettinen osoitus hyvän neuvotteluvoiman omaavasta ostajaportaasta. Palveluvetoinen liiketoimintamalli sitoo kuitenkin maltillisesti pääomaa ja näin ollen yhtiön kassavirtapotentiaali on mielestämme mainio kunhan vain kannattavuuskäänne saadaan vietyä kunnialla maaliin asti.

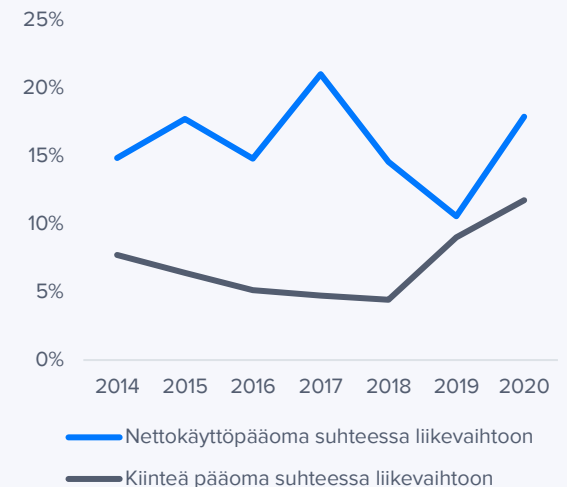
1) Nettokäyttöpääoma = Vaihto-omaisuus + myyntisaamiset - ostovelat - saadut ennakot

Kulurakenne (2020)



- Materiaalit ja palvelut
- Liiketoiminnan muut kulut
- Henkilöstökulut
- Poistot

Pääoman sitoutuminen



Sijoitusprofiili 1/2

Martela on selvä käännepöytä

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

Operatiivisen perustan kuntoon laittamisen jälkeen Martelan tulee mielestämme profiloitua myös kasvuyhtiöksi, sillä arvonluonti pelkin säästö- ja tehostustoimin on tietyn pisteen jälkeen mahdoton tehtävä. Lisäksi käänteeseen etenemisen itsessään on saatava tulitukea volyymin kasvun saralta. Tämä kokonaisuus nostaa kasvun olennaiseksi osaksi Martelan sijoittajatarinaa. Toisaalta Martelalla on mielestämme hyvät edellytykset tehdä tulostasoon suhteutettuna erinomaista kassavirtaa, mikä puolestaan mahdollistaa paluun takaisin hyväksi osingonmaksajaksi.

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 referenssiportfolioon ja käsityksemme mukaan Martelan bränditunnettuus erityisesti Suomen markkinaympäristössä on vankka. Näiden ominaisuuksien tulisi tukea myyntikatemarginaalin puolustamista sekä auttaa yhtiötä nykyisen markkina-aseman pitämisessä että -osuuden kasvattamisessa, vaikka toimialan rakenteelliset kipupisteet näille tehtäville omat haasteensa asettaakin.

- **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 kestävästi toteuttamisen myötä yhtiö kykenee siirtämään fokustaan aikaisempaa paremmin oman kilpailukykyyn vahvistamiseen sekä omista vahvuuksista parhaan tehon irti saamiseen. Kannattavuusmielessä tämä voisi pitkällä aikavälillä tarkoittaa kestävästi yli 3 % liikevoittomarginaalia. Käänteeseen kestävä toteuttaminen ja marginaalitason vakiintuminen edellä mainitulle tasolle laskisi automaattisesti osakkeen riskiprofiilia sekä nostaisi hyväksyttävistä arvostuskertoimista. 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 kasvukuva ole tästä muuttumassa. Täten markkinan geneerinen luonne ei ole kasvun tavoittelun kannalta erityisen houkutteleva. Martelalle kasvumahdollisuuksia tarjoaa kuitenkin käynnissä oleva ja pandemian myötä kiihdyttävä työympäristöjen murros. Tässä uskomme Martelan bränditunnettuuden, pitkän kokemuksen ja kokonaistarjoaman takaavan yhtiölle riittävää kilpailukykyä ja siten työkaluja markkinaosuusvoittojen nappaamiselle. Kitukasvuissa / laskevassa markkinassa nämä voitot ovat volyymin kasvun 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 liiketoiminta ei sido merkittäviä määriä pääomia, eikä yhtiöllä ole myöskään olennaista investointivelkaa tai -tarvetta lähivuosille. Tätä mukailen pidämme Martelan kassavirtapotentiaalia mainiona ja arviomme mukaan yhtiöllä on kyky tehdä kestävästi nettotulosta korkeampaa vapaata kassavirtaa. 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 kova 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 huomattavasti 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 muuttamassa Martelan kannalta oleellisesti parempaan suuntaan tulevana 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 kiihdyttänyt 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 huonoimmassa skenaariossa ajaa yhtiön taloudellisesti todella ahtaaseen rakoon. Epäonnistunut tulostulokäänteeseen heikentäisi väistämättä myös sijoittajaluottamusta ja vaikuttaisi sitä kautta hyväksyttävien arvostuskertoimiin. Tekijät, jotka voisivat käänteeseen epäonnistumisen aiheuttaa, linkittyvät arviomme mukaan oman kulu- ja tehokkuustason hallintaan, kilpailukykyyn 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 palauttaminen vuosien 2014-2016 tasolle
- Tulostason vakiintuminen

Uhat

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

Sijoitusprofiili

1.

Pitkä toimintahistoria ja hyvä markkina-
asema Suomessa

2.

Kannattavuuskäänteen eteneminen

3.

Hyvä pidemmän aikavälin
kassavirtapotentialiaali

4.

Liiketoiminnan perusnäkyvyys on heikko
ja kilpailutilanne on raadollinen

5.

Kannattavuuskäänteessä
epäonnistuminen

Potentiaali



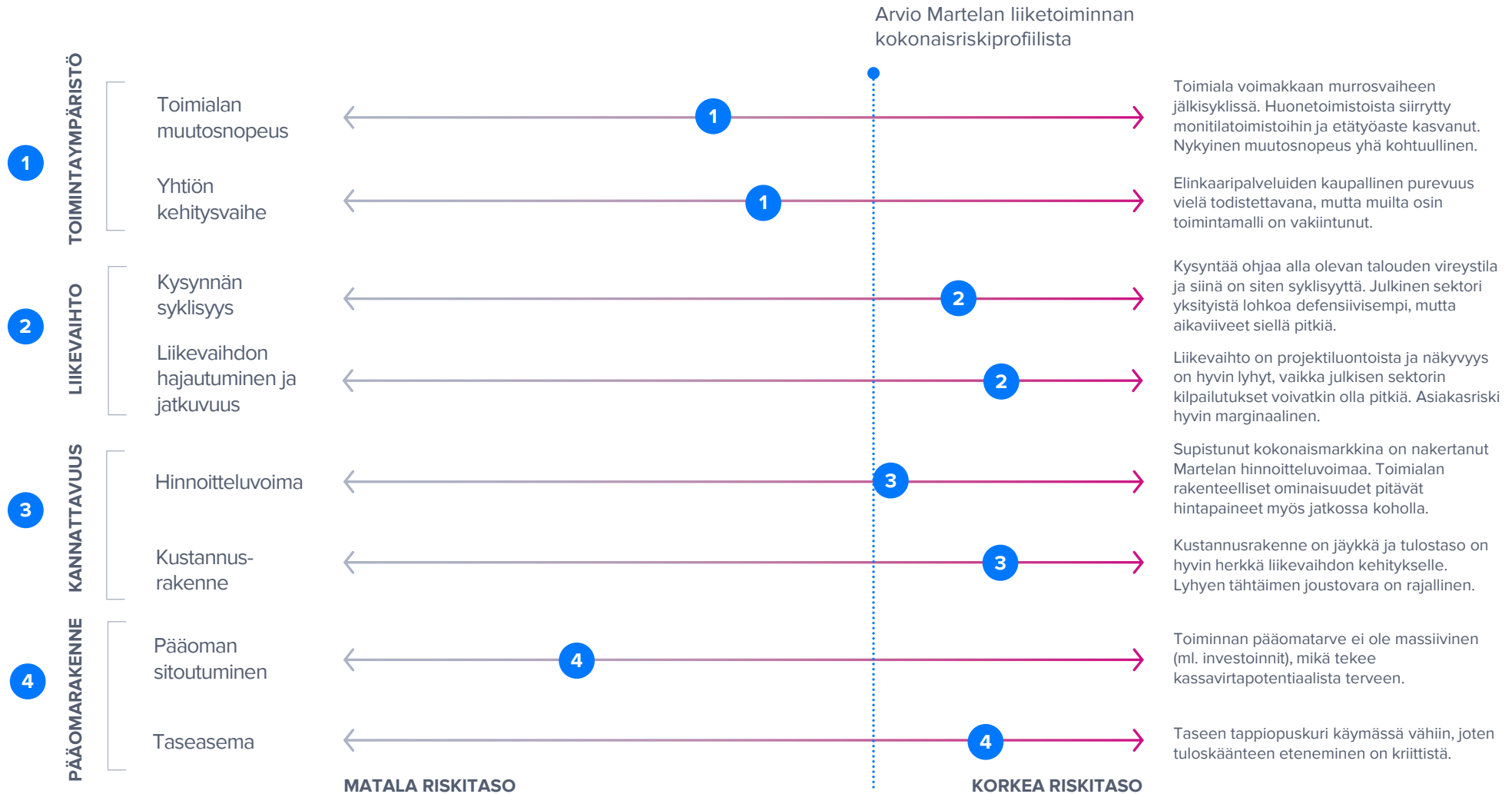
- Markkina-aseman puolustaminen Suomessa ja osuuksien kasvattaminen muissa Pohjoismaissa
- Elinkaaripalveluiden kaupallinen edistyminen ja liikevaihtovirtojen muuttuminen vähäriskisemmiksi
- Kannattavuuskäänteessä onnistuminen ja paluu takaisin hyväksi osingonmaksajaksi
- Kustannusrakenteessa skaalautuvia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

Riskit



- Toimialan rakenteet ovat haastavat ja erityisesti kilpailutilanne on kova
- Lyhyt näkyvyys ja kiinteä kustannusrakenne on kinkkinen yhdistelmä
- 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 2020 yli 95 % yhtiön liikevaihdosta tuli tältä alueelta. Arviomme mukaan Pohjoismaiden keskinäiset rakenteet – kuten kysyntäajurit, demografiset muuttajat ja kulttuuripohja – ovat hyvin samankaltaisia, ja käsityksemme mukaan Martela kykenee ohjamaan toimintaansa näiden alueiden sisällä päälinjoiltaan hyvinkin yhteneväisillä strategioilla. Tätä mukaillen Martelan kohdemarkkinana on mielestämme perusteltua tarkastella Pohjoismaiden kautta.

Eri tutkimuslaitosten (Suomessa mm. Tilastokeskus sekä Työ- ja elinkeinoministeriö) koostamien markkinatietojen perusteella Martelan pohjoismaisista työ- ja oppimisympäristöistä muodostuva kokonaismarkkina on kooltaan noin 1,3 miljardia euroa. Alueellisesti suurin yksittäinen lohko on Ruotsi reilun 700 MEUR:n kokoista markkinana heijastellen, kun taas Suomi ja Norja ovat itsenäisinä alueina noin 300 MEUR:n kokoisia markkinoita. Tämä kahtiajako on hyvin looginen ja se selittyy sekä Ruotsin korkeammalla väkiluvulla että kansantalouden piirun verran tietointensivisemmällä (ts. toimistotyötä suhteellisesti enemmän) rakenteella. 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.

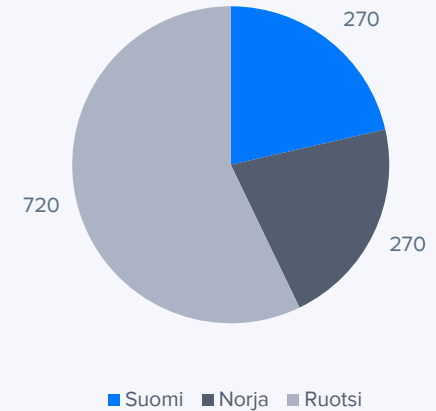
Loppukäyttöittäin jaettuna Martelan kohdemarkkina jakaantuu siten, että työympäristöt kattavat 50 % kysynnästä, oppimisympäristöt 30 % ja muut julkiset tilat kuten virastotalot ja vastaavat instanssit loput 20 %. Arviomme mukaan tämä kokonaismarkkinan loppukäyttökohtainen jako vastaa hyvin myös yksittäisten 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.

Toimialalla paljon pieniä toimijoita, markkinaosuudet suurten hallussa

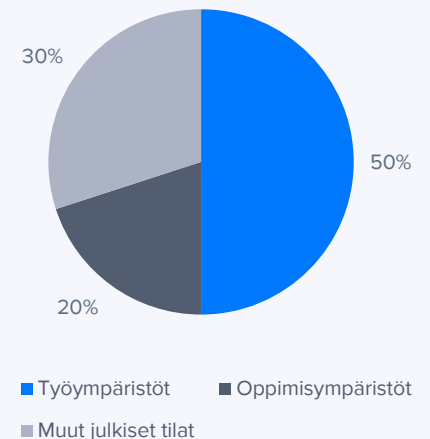
Toimijoiden perspektiivistä Pohjoismaiden työ- ja oppimisympäristömarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan kohdemarkkinoilla toimii yhteensä satoja toimijoita. Käsityksemme mukaan suurin osa näistä toimijoista on paikallisia, tiettyihin segmentteihin keskittyneitä ja kokoluokaltaan melko pieniä, 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 ollut

Markkinan maantieteellinen jakautuminen (MEUR)



Markkinan loppukäyttökohtainen jakautuminen



Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

toimialatasolla varsin rauhallinen, ja vain muutamat yhtiöt ovat hakeneet kasvua kilpailijoitaan ostamalla. Arviomme mukaan juurisyys 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 liikkuja (mm. Martelan Ruotsin jälleenmyyjän osto vuonna 2018) lukuun ottamatta varsin hiljaista, eivätkä toimijat ole juurikaan pyrkineet vahvistamaan omia arvoketjuasemiaan toimialan sisällään pitämien konsolidointisaumojen avulla.

Kasvuvauhtia ei juurikaan ole, mutta murroksen myötä pöydällä on mahdollisuuksia

Markkinassa kiinni olevien yhtiöiden ja eri tutkimuslaitosten mukaan varsinainen kova kalustemarkkina on viime vuosina keikkunut miinuskasvun ja hyvin kituliaan kasvuvauhdin välimaastossa. 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 juuri 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 luonneroista – 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 mukaan ole odotettavissa merkittävää muutosta. Toimialan kehittymisen kannalta keskeisimmät ajurit ovatkin arviomme mukaan 1) käynnissä olevan murroksen kiihtyminen / eteneminen sekä 2) yleistalouden kehitys (ml. toimitilainvestoinnit). Viime keväänä koronapandemian seurauksena työnteko siirtyi lähes yhdessä yössä etätöasentoon ja on siellä varsin vahvasti edelleen. Tämä on arviomme mukaan johtanut tilatarpeiden aikaisempaa kriittisempään tarkasteltuun, 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.



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
- Mahdollistaa korkeamman yhteistyöasteen 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

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. Tämän palapelin ratkaisemiseen vaikuttaa etätyöasteen vakiintumisen ohella luonnollisesti myös muuttuneisiin tilatarpeisiin kohdistuvat investoinnit (ml. kokonaan uudet toimitila), mitkä ovat ainakin kumulatiivisella tasolla johdannaisia yleistolouden kehityksestä. Tätä kokonaisuutta mukailien toimialan kasvukuvaa ei mielestämme voida pitää erityisen houkuttelevana. Näin ollen toimijat eivät saa ikään kuin ilmaisia kasvulähtöjä toimialan ylätasolta, vaan kunkin yhtiön kasvusaumat ja niiden realisoimiset määräytyvät pitkälti oman asemoitumisen sekä kilpailukyvyyn ja päivittäisen tekemisen laadun kautta.

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. Tätä mukailien Martelan kilpailukenttä ja -asema vaihtelee Pohjoismaiden välillä, 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 ketteruus 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 kovin kilpailija on Isku-konserniin kuuluva Isku Interior, joka on arviomme mukaan myös kotimainen markkinaykkönen. Isku Interiorin lisäksi Martelan keskeisiä kilpailijoita kotimaassa ovat muun Pa-Ri Materia sekä ruotsalaiset Kinnarps ja Input Interior. Ruotsissa keskeisimpiin kilpailijoihin kuuluvat edellä mainittujen ruotsalaisten yhtiöiden ohella muun muassa Lammhults Design Group. Näiden 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. Lisäksi myös



Martelan valikoituja kilpailijoita

ISKU

Kinnarps

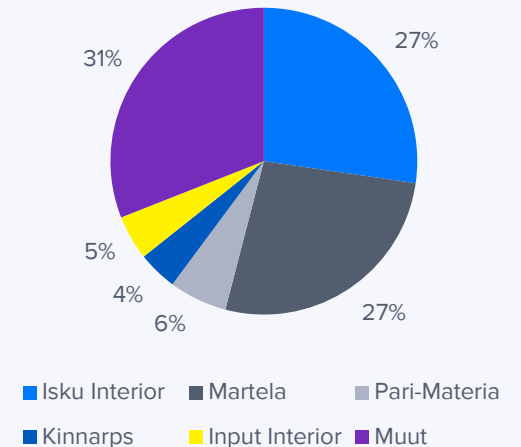
PA·RI
MATERIA OY

IKEA

input
interior

LAMMHULTS

Markkinaosuudet Suomessa¹



1) Inderesin arvio
Lähde: PRH, yhtiöt, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

näiden huonekaluyhtiöiden varsinaiset tuoteportfoliot ovat kapeampia toimistokalusteiden ulkopuolella olevia fokuksia heijastellen.

Toimintamallien erilaisuuksia mukaillen uskomme, 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. Tätä emme kuitenkaan pidä ensimmäisen aallon kilpailu-uhkana, sillä emme usko absoluuttiselta kooltaan suurten huonekaluvalmistajien näkevän pohjoismaisen työ- ja oppimisympäristömarkkinan tarjoavan riittäviä strategisia kannustimia laajentumiselle.

Terveet marginaalit ovat mahdollisia

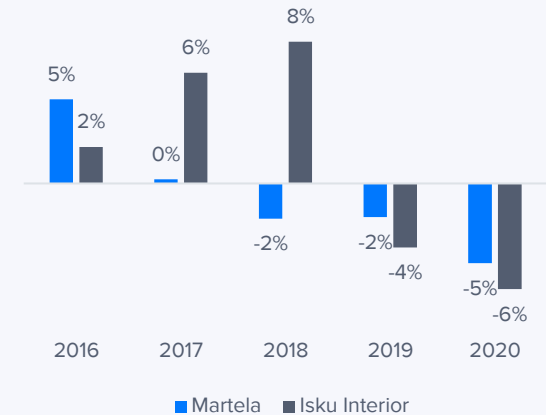
Arviomme mukaan toimialan ja kilpailukentän kannattavuusrakenne on sekä nihkeän kasvuprofiilin että yleisilmeeltään varsin hintaherkän kysynnän myötä kroonisesti matala. Näkemyksemme mukaan toimialan katerakenne on myös varsin polarisoitunut kestävästi terveitä marginaaleja (liikevoittomarginaali > 4 %) tekeviin että vedenjakajan (liikevoittomarginaali < 0 %) molemmiin puoliin 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. Tätä mukaillen oikealla asemoitumisella (esim. tietty tuotesegmentti) myös pienemmät yhtiöt voivat yltää toimialan kontekstissa mainioihin marginaalitasoihin. Oikean asemoitumisen rinnalla luonnollisesti myös joustokykyinen ja alati kustannustehokkuutta vaaliva perustekeminen ovat oman kannattavuustason keskeisiä ajureita.

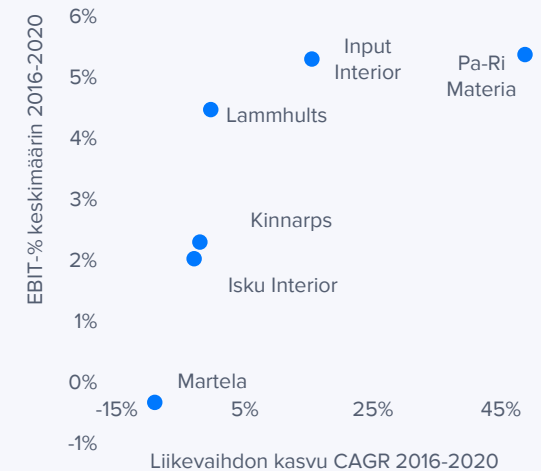
Martela on tällä hetkellä takamatkalla, mutta näemme kirikykyä

Mielestämme Martelan suhteellinen kilpailuasema on tarjoama- ja kyvykkyyssmielessä hyvä. Nämä ominaisuudet ovat kuitenkin viime vuosina jääneet vaikean markkinatilanteen ja yhtiön omien rakenteellisten haasteiden kuten liian raskaan kulurakenteen alle, minkä myötä Martelan operatiivinen tekeminen on ollut selvästi kilpailijoita heikompi. Viimeisen puolentoista vuoden aikana Martela on kuitenkin valanut perustaansa ja siten kirikykyään parempaan kuntoon. 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 melko selvästikin. Ilmaiseksi tämä ei kuitenkaan tapahdu, ja se vaatii yhtiöltä jatkuvaa keskittymistä päivittäisen kilpailukyyn ylläpitämiseen.

Liikevoittomarginaalin kehitys vs. Isku Interior



Kilpailukentän EBIT-% vs. CAGR



Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

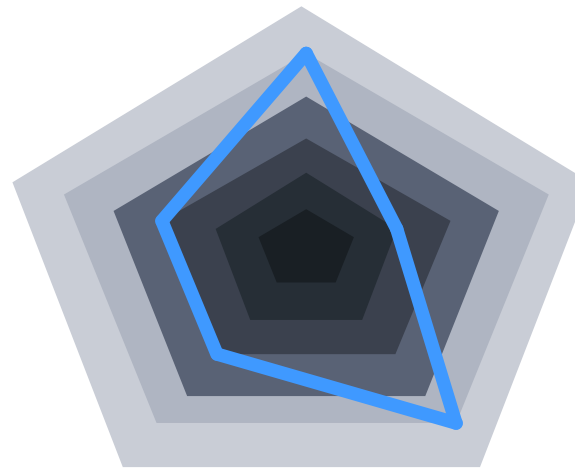
- Toimialan kasvuvauhti on matala ja kysyntä hintasensitiivistä
- Markkinassa ei ole dominoivassa asemassa olevia yhtiöitä, joskin suurimpien toimijoiden yhteenlasketut osuudet ovat isot
- Tuotetason erottautuminen ja kestävien kilpailuetujen luominen on hyvin vaikeaa

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- ja oppimisympäristöt 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. Palvelumalli voi yhtiön arvioiden mukaan mahdollistaa asiakkaalle säästöjä kalusteissa, toimitilakuluissa ja henkilöstökuluissa.

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

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 tehdään tyypillisesti H2:lla) 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 kalustetöihin kohdistamia hintaherkkyyksiä.

Martelan asiakastytyvyisyys on hyvällä tasolla ja Taloustutkimus Oy:n vuosittain toteuttamassa toimistokalustetöimittäjien arvioinnissa Martela sai vuonna 2020 11 yrityksen joukosta ensimmäisen sijan. Mielestämme tämä on konkreettinen osoitus yhtiön maineesta ja bränditunnettuudesta.

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 arviomme mukaan noin kaksi kertaa Suomen kokoinen ja Norjan markkina karkeasti samankokoinen, joten markkinan puutteelliseen kokoon Martelan kasvu ei tyrehdy Suomen ulkopuolella. Pohjoismaiden ulkopuolella yhtiön myynti keskittyy tuotteisiin ja tapahtuu lähinnä noin 30 jälleenmyyjän verkoston kautta.

Taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihto on ollut laskutrendillä viime vuodet

Vuosien 2016-2020 aikana Martelan liikevaihto on supistunut huomattavasti kaikilla markkina-alueilla Norjaa lukuun ottamatta. Kehitys 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 on supistunut. 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.

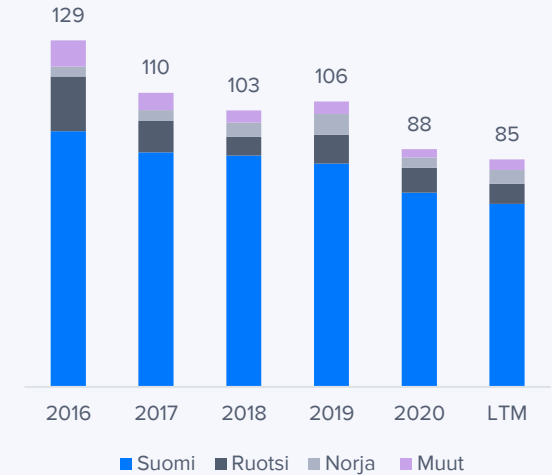
Martelan rullaava 12 kuukauden liikevaihto laski 14 % 84,6 MEUR:oon. Laskun taustalla oli koronaviruspandemian aiheuttama epävarmuus työn muodosta ja sen tulevaisuudesta, mikä johti etenkin yksityisen sektorin hankintojen lykkääntymiseen. Julkisen sektorin kysyntä on pitänyt pintansa pandemian aikana paremmin, mutta sielläkin kilpailu on kiristynyt entisestään painaen hintoja.

Kulurakennetta on kevennetty, mutta se ei vielä heijastu kannattavuudessa

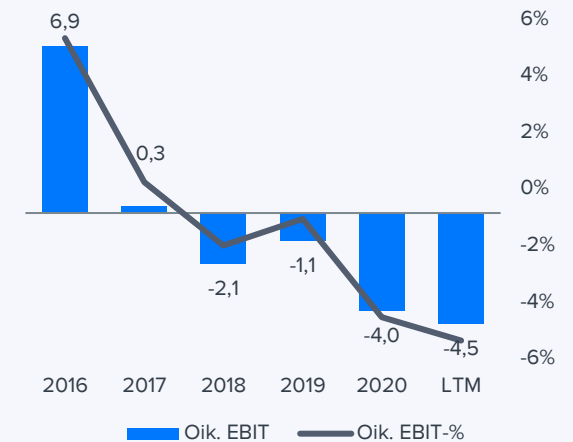
Martelalla on paljon kiinteää kulumassaa, mikä yhdessä laskeneen liikevaihdon kanssa on johtanut heikentyvään absoluuttiseen ja suhteelliseen kannattavuuteen. Suuren operatiivisen vivun vuoksi muutokset liikevaihdossa heiluttavat Martelan kannattavuutta merkittävästi. Kiristyneen kilpailun vuoksi Martela on menettänyt markkinaosuuksia, minkä lisäksi kasvanut hintapaine on vaikuttanut kannattavuuteen negatiivisesti. Vuonna 2016 Martela teki 6,2 MEUR liikevoittoa (EBIT: 5 %), mutta siitä oikaistu liikevoitto on painunut -4,5 MEUR:oon viimeisen 12 kuukauden aikana.

Yhtiön kulurakenne on optimoitu nykyistä suuremman myyntivolyymin ympärille, minkä seurauksena myynnin elpyminen on avainasemassa yhtiön kannattavuuskäänteelle. Kiristyneestä markkinatilanteesta johtuen Martela on viime vuosina toteuttanut useita säästöohjelmia kulurakenteen keventämiseksi. Vuonna 2019 aloitetulla ohjelmalla tavoiteltiin yhteensä 4 MEUR:n vuotuisia kustannussäästöjä. Ohjelma saatiin päätökseen 2020 aikana, mutta sen vaikutukset realisoituvat kokonaisuudessaan vasta vuonna 2021. Vuonna 2021 toteutettiin toinen ohjelma toimintojen uudelleenorganisoinniseksi ja tehostamiseksi, jonka arvioitu vuosittainen kustannussäästö on 2,5 MEUR ja jonka vaikutukset toteutuvat Q3'21. Alhaisemman kulurakenteen seurauksena positiivinen tulos vaatii aikaisempaa alhaisemman myyntivolyymin, mutta nykytaso ei siihen vielä riitä.

Liikevaihto markkina-alueittain



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 volyymin, minkä seurauksena sen osuus liikevaihdosta ja bruttokatemarginaali ovat hyviä mittatikkuja yhtiön hinnoitteluvoimalle. Martelan myyntikatemarginaali on laskenut 2016-2020 välillä 44 %:sta 38 %:iin, mikä heijastaa kokenneen kilpailun seurauksena heikentynyttä hinnoitteluvoimaa. Mikäli yhtiö onnistuu palaamaan kasvuraiteille, näemme skaalaetujen mahdollistavan bruttomarginaalin kohenemisen, mutta kiristyneestä kilpailutilanteesta johtuen emme usko sen palaavan historiallisille tasoille.

Henkilöstökulut ovat supistuneet organisaation koon pienessä

Henkilöstökulut on Martelan toiseksi suurin kuluerä ja vastasi vuonna 2020 26 % yhtiön liikevaihdosta. Erilaisten kulusäästöohjelmien seurauksena henkilöstökulut ovat laskeneet 30 MEUR:sta 23 MEUR:oon 2016-2020, mikä on keventänyt Martelan kiinteää kulumassaa. Täysmääräisesti viimeisimmät 2021 toteutetut tehostustoimenpiteet näkyvät yhtiön kannattavuudessa vasta ensi vuoden puolella. Supistuneen liikevaihdon ja heikentyneen myyntikatemarginaalin seurauksena henkilöstökulujen absoluuttisesta laskusta huolimatta niiden suhteellinen osuus liikevaihdosta on kuitenkin noussut vuoden 2016 tasosta (23 %).

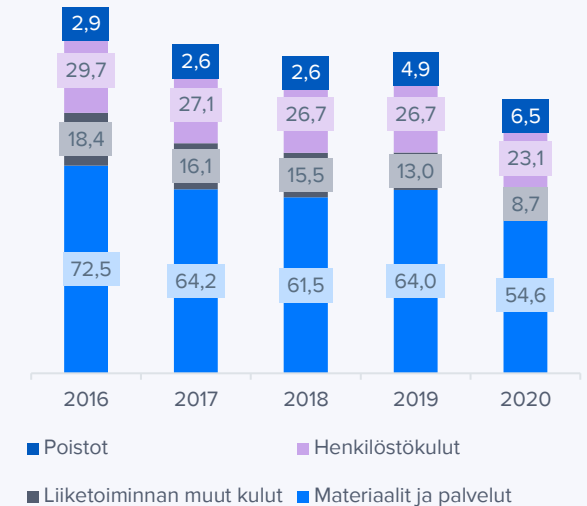
Poistotaso kasvoi IFRS 16:n seurauksena

Vuonna 2020 poistot vastasivat 7 % Martelan liikevaihdosta. Yhtiön taseessa on kiinteää omaisuutta, joka koostuu pääosin maa-alueista, rakennuksista, koneista ja kalustosta. Yhtiön poistotasossa tapahtui tasokorjaus vuonna 2019 IFRS 16 -standardin implementoinnin yhteydessä. Uuden kirjanpitomenetelmän seurauksena vuokrasopimukset kirjataan taseeseen käyttöoikeusomaisuudeksi ja niiden lyhennykset kirjataan jatkossa poistoina eikä liiketoiminnan muina kuluina. 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.

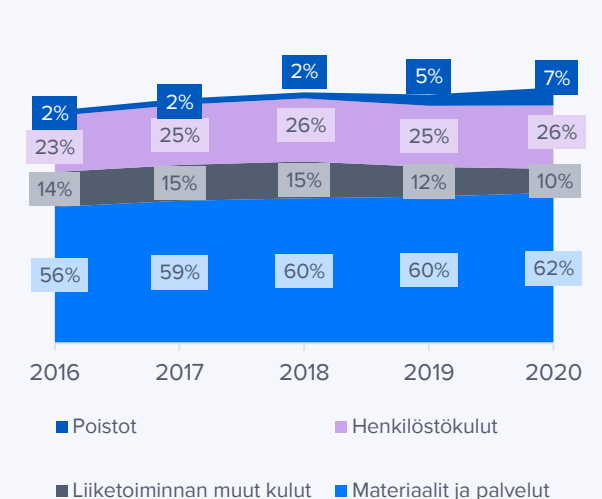
Liiketoiminnan muissa kuluissa heijastuvat liiketoimintaympäristön poikkeusolot

Liiketoiminnan muihin kuluihin lukeutuvat omaisuuden myyntitappiot ja muut kuin varsinaiseen suoritteeseen liittyvät kulut, kuten esimerkiksi tietohallinto, matkakulut, markkinointi ja kiinteistökulut. Kuluerä laski viime vuonna 10 %:iin liikevaihdosta (2019: 12 %), mutta arvioimme mukaan tämä heijastaa osittain koronan aiheuttamista poikkeusoloista johtuvia säästöjä. Kuluerä oli 14 % liikevaihdosta 2016, mutta vanhemmat luvut eivät ole verrannollisia 2019-2020 kanssa toteutetusta IFRS 16 implementoinnista johtuen.

Kulurakenne (MEUR)



Kulurakenne suhteessa liikevaihtoon



Taloudellinen tilanne 3/3

Heikko tulokunto on nakertanut omaa pääomaa taseesta

Martelan haastavat vuodet ovat kurittaneet yhtiön tasetta, joka on asteittain heikentynyt tuloksen käänntyä tappiolliseksi vuonna 2018. Omaa pääomaa yhtiöllä oli taseessa yhteensä 22,6 MEUR vuonna 2017, mutta H1'21:n lopussa sitä oli enää 7,9 MEUR. Näin ollen tuloskäänteen eteneminen on kriittistä, sillä taseaseman tappiopuskuri ei ole erityisen suuri.

H1'21:n lopussa yhtiöllä oli taseessa 12,8 MEUR:n edestä korollista velkaa, josta 4,9 MEUR oli IFRS 16:n mukaista vuokrasopimusvelkaa. Likvidejä varoja yhtiöllä oli 6,0 MEUR, joten nettovelkaa oli yhteensä 6,8 MEUR. Nettovelkaantumisaste oli 86 % (Q2'20: 70 %). Yhtiön lainat sisältävät kovenanttiehdon, jossa seurataan yhtiön nettovelkojen suhdetta käyttökatteeseen. Kyseinen ehto ei täytynyt Q2:lla ja yhtiö on aloittanut keskustelun rahoituslaitoksen kanssa asiasta. Arviomme mukaan ehdon rikkoutuminen voi johtaa korkeampaan vieraan pääoman kustannukseen. Martelan taseessa on suhteellisen paljon korotonta velkaa (Q2'21: 22,4 MEUR), mikä koostuu pääosin osto- ja siirtovelosta.

Tase ei nykyisellään tarjoa juurikaan taloudellista liikkumavaraa eikä yhtiö ole jakanut osinkoa enää 2018 jälkeen.

Omaisuus koostuu pääosin käyttöpääomasta

Käyttöpääoma on Martelan taseen vastaavaa-puolen suurin omaisuususerä ja H1'21:n lopussa sitä oli yhteensä 21,7 MEUR:n verran. Yhtiön käyttöpääoma koostuu pääosin myyntisaamisista (11,7 MEUR) sekä

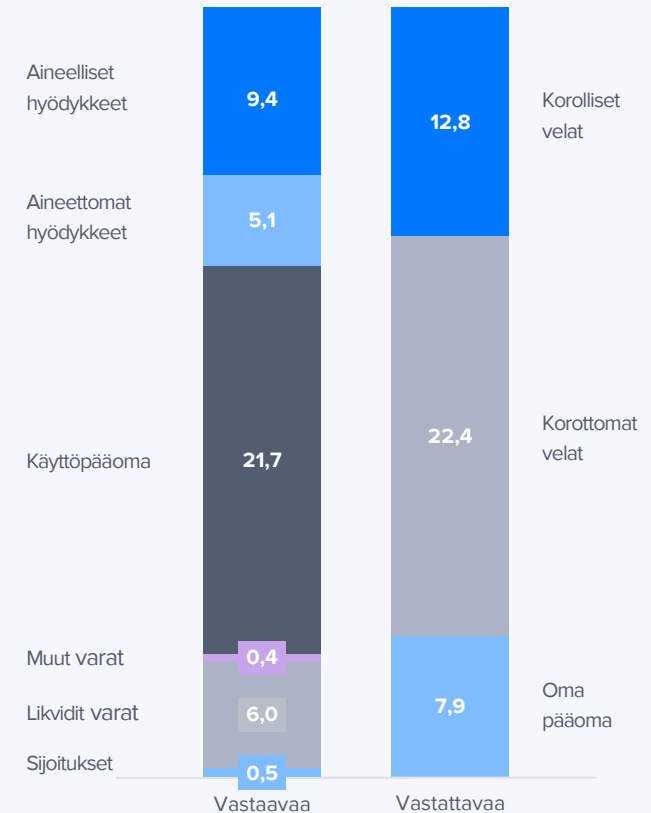
vaihto-omaisuudesta (10 MEUR).

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 5,1 MEUR aineettomia hyödykkeitä, jotka sisältävät mm. tutkimus- ja tuotekehitysmenoja, ohjelmistolisenssejä, IT-ohjelmien aktivoituja kuluja, patenteja, lisenssejä ja muita vastaavia oikeuksia. Lisäksi taseessa on 0,9 MEUR:n edestä liikearvoa vuonna 2011 toteutettuun Grundell-yrityskauppaan liittyen.

Rahavaroja Martelan taseessa on 6,0 MEUR:n edestä. Nämä koostuvat käteisestä rahasta, vaadittaessa nostettavissa olevista pankkitalletuksista ja muista lyhytaikaisista, likvideistä sijoituksista. Arviomme mukaan rahavarojen taso on vähintäänkin riittävä liiketoiminnan koko ja alhainen pääomaintensiivisyys huomioiden. Martelan kysynnän pohjanäkyvyys on kuitenkin heikko ja siihen liittyy selvää kausivaihtelua, mikä yhdessä heikon tulokunnon kanssa lisää tarvetta ylläpitää kassavaroja. Mikäli yhtiö saa tuloksen punnerrettua takaisin voitolliseksi, näemme yhtiöllä edellytykset keventää nykyistä kassaansa.

Muita varoja yhtiöllä on 0,4 MEUR:n edestä ja nämä ovat lähinnä laskennallisia verosaamisia. Olemme määritelleet yhtiön pitkäaikaiset lainasaamiset sijoituksiksi ja niitä yhtiön taseessa oli H1'21:n lopussa 0,5 MEUR.

Yksinkertaistettu taserakenne Q2'21 (MEUR)



Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennustamme Martelan lyhyen aikavälin liikevaihdon kehitystä pääasiallisesti markkinan kehityksen perusteella yksityisen sektorin lykkääntyneen kysynnän purkautuessa. Pidemmällä aikavälillä Martelan kasvumahdollisuudet nojaavat arviomme mukaan kykyyn vallata markkinaosuuksia ja vastata toimitilojen murrokseen kokonaisvaltaisella tuote- ja palvelutarjoamalla, sillä kitukasvuinen toimiala tarjoaa hyvin rajallisesti markkinakasvua. Tulosennusteista jtn vielä myyntikatteen ja kiinteiden kulujen kautta

Vuosi 2021 on vielä välivuosi

Vuoden 2021 ensimmäinen puolisko sujui lukujen valossa Martelalla tahmeasti liikevaihdon laskiessa 9 % 38,5 MEUR:oon ja vertailukelpoisen liiketuloksen painuessa -3,5 MEUR:oon (H1'20: -2,8 MEUR). Heikon tulostuksen taustalla oli koronapandemiasta johtuneet etätyösuositukset sekä yleinen epävarmuus työn muodon tulevaisuudesta. Etenkin yksityisellä sektorilla yhtiön asiakkaat ovat lykänneet investointeja työympäristöihin, mutta julkinen puoli on pitänyt pintansa paremmin. Kilpailu markkinalla on 2021 aikana kiristynyt, minkä lisäksi nopea raaka-aineiden hinnan nousu on rokottanut toimijoiden kannattavuuksia. Heikon kysyntäkuvan vuoksi Martela toteutti vuoden alussa yt-neuvottelut, joista syntyneet kustannussäästöt ovat arvioltaan noin 2,5 MEUR vuositasolla.

Odotamme Martelalta vahvaa toista vuosipuoliskoa etätyöskentelyn hellittäessä ja työntekijöiden palatessa toimistoille etenkin

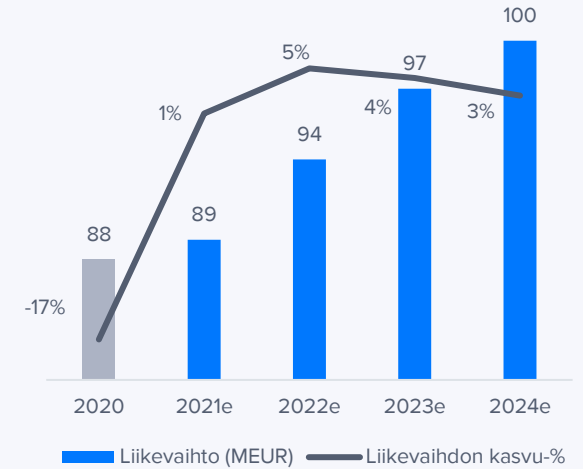
yksityisellä sektorilla. Ennustamme liikevaihdon paranevan lievästi vertailukauden tasosta vuonna 2021 ja nousevan 89 MEUR:oon (2020: 88 MEUR), mikä on linjassa yhtiön paranevaa liikevaihtoa indikoivan ohjeistuksen kanssa. Ennusteemme perustuu kysynnän elpymiseen yksityisellä puolella työn muodon ottaessa askeleen pois etämoodista. Elpynyt kysyntä ja toteutetut tehostustoimenpiteet heijastuvat myös yhtiön loppuvuoden kannattavuuteen parempien käyttöasteiden mukana. Liikevaihdon kasvusta huolimatta odotamme yhtiön kuluvan vuoden oikaistun liikevoiton jäävän tappiolliseksi ja olevan -0,6 MEUR heikon alkuvuoden jälkeen. Yhtiö ohjeistaa kannattavuuden paranevan vertailukaudesta (2020 EBIT: -4,0 MEUR), mutta vertailukauden tuntuvan tappion vuoksi ohjeistuksen tarjoama lisäarvo on liki olematon.

Epävarmuutta Martelan liiketoiminnan ympärillä lisää elokuussa tiedotettu toimitusjohtaja Artti Aurasmaan irtisanoutuminen, mikä voi arviomme mukaan aiheuttaa yhtiön tekemiseen jonkinlaista epäjatkuvuutta.

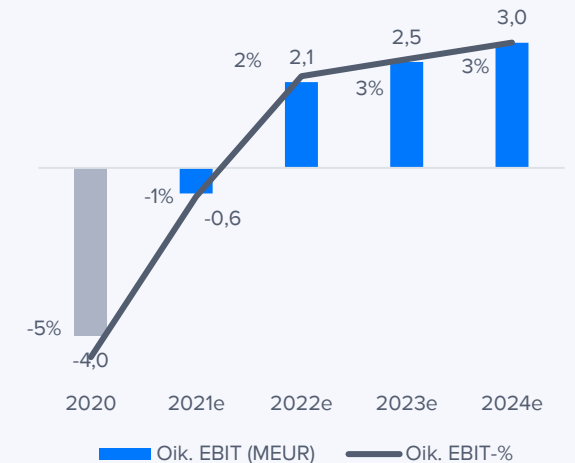
Vuonna 2022 palataan kohti normaalia

Vuonna 2022 odotamme koronan aiheuttavan muutoksen toimiympäristöön normalisoituvan työn muodon ottaessa askeleen takaisin kohti koronaa edeltänyttä aikaa. Hyvästä rokotekattavuudesta huolimatta mahdollisuutta sille, että uudet koronamutaatiot ajaisivat työntekijät takaisin kotitoimistoille ei voi kuitenkaan täysin sulkea pois. Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon kasvavan 5 % 94 MEUR:oon.

Kasvuennusteet



Kannattavuusennusteet



Ennusteet 2/2

Tuloskäänte ja siirtyminen vankalle kasvu-uralle nojaa arviomme mukaan 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 aikaisempaa alhaisemmillä myyntivolyymeillä. Liikevoiton odotamme vuonna 2022 kohoavan 2,1 MEUR:oon kasvaneen liikevaihdon ja kiinteiden kulujen skaalautumisen myötä.

2023 odotamme kannattavaa kasvua

Liiketoimintaympäristön normalisoiduttua vuoden 2022 aikana odotamme paranevaa suoritusta vuonna 2023. Ennusteissamme liikevaihto kasvaa kun yhtiö kykenee kasvumoodiin, joka heijastuu kauniisti myös kannattavuudessa. Ennusteissamme liikevaihto kasvaa 4 % 97 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun odotamme vetävän liikevoiton mukanaan ja se kohoaa ennusteissamme 2,5 MEUR:oon.

Tuloskäänte vahvistaa tasetta ennusteissamme

Martelan heikko tuloskunto on viime vuosina kuluttanut yhtiön tasetta ja H1'21:n lopussa omavaraisuusaste oli laskenut 20 %:iin ja nettovelkaantumisaste noussut 86 %:iin. Vuoden 2021 jälkipuoliskon positiivisen tuloskontribuution seurauksena odotamme nettovelkaantumisasteen laskevan 46 %:iin ja omavaraisuusasteen nousevan 22 %:iin.

Ennustamme tuloskäänte seurauksena Martelan oman pääoman tuotto kääntyy positiiviseksi ja tase vahvistuu vuodesta 2022 lähtien. Taseasema kohenee ennusteissamme sitä mukaa, kun yhtiön tulostaso kääntyy ja operatiivista vapaata kassavirtaa allokoidaan velkojen lyhentämiseen.

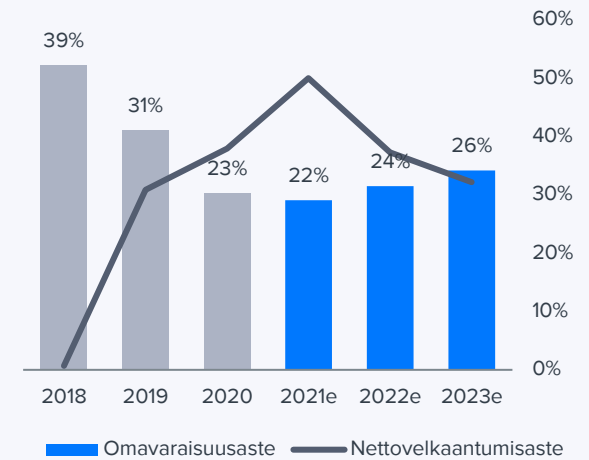
Alhaisillakin marginaaleilla päästään korkeaan pääomantuottoon

Nopean pääoman kierron ja korkean velka-asteen seurauksena pienetkin parannukset yhtiön marginaaleissa johtavat suureen parannukseen oman pääoman tuotossa. Ennusteissamme Martelan ROE nousee vuonna 2022 9,4 %:iin ja 2023 11,6 %:iin verrattain laihoista kannattavuusmarginaaleista huolimatta. Tuloskäänte toteutuessa vahvistuva tase ja kumuloituvaa oma pääoma laskee myös yhtiön riskiprofilia ja tukee osingonjakoa.

Osinkoennusteet

Ennusteissamme Martela ei jaa vuosilta 2021-2022 osinkoa. Vaikka Martelan liiketoiminta kääntyykin ennusteissamme voitolliseksi vuonna 2022, ei yhtiön ole arviomme mukaan järkevää maksaa osinkoa nykyinen heikko tasetilanne huomioiden. Tuloskäänte edetessä tase saadaan ennusteissamme riittävän vankalle tasolle vuonna 2023, jolloin odotamme 0,12 euron osakekohtaista osinkoa. Tämä vastaa 39 % osingonjakosuhdetta.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	106	21,7	20,6	24,2	21,9	88,4	19,9	18,6	26,8	24,1	89,3	93,6	97,3	99,9
Konserni	106	21,7	20,6	24,2	21,9	88,4	19,9	18,6	26,8	24,1	89,3	93,6	97,3	99,9
Käyttökate	2,9	-1,6	1,3	2,6	0,2	2,5	-0,7	-0,6	3,0	2,5	4,2	7,3	6,6	7,2
Poistot ja arvonalennukset	-4,9	-1,3	-1,3	-1,5	-2,4	-6,5	-1,4	-1,3	-1,3	-1,4	-5,4	-5,2	-4,1	-4,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,1	-2,8	0,0	1,0	-2,2	-4,0	-1,4	-2,0	1,7	1,1	-0,6	2,1	2,5	3,0
Liikevoitto	-2,0	-2,8	0,0	1,0	-2,2	-4,0	-2,0	-2,0	1,7	1,1	-1,2	2,1	2,5	3,0
Konserni	-2,0	-2,8	0,0	1,0	-2,2	-4,0	-2,0	-2,0	1,7	1,1	-1,2	2,1	2,5	3,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,7	0,0	-0,3	0,1	-0,8	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,7
Tulos ennen veroja	-2,7	-3,5	0,0	0,7	-2,1	-4,8	-2,4	-2,1	1,4	0,8	-2,2	1,3	1,7	2,3
Verot	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-2,5	-3,5	0,1	0,7	-2,1	-4,8	-2,3	-2,1	1,5	0,9	-2,0	1,0	1,4	1,8
EPS (oikaistu)	-0,40	-0,84	0,02	0,16	-0,51	-1,16	-0,40	-0,46	0,33	0,19	-0,33	0,22	0,30	0,41
EPS (raportoitu)	-0,61	-0,84	0,02	0,16	-0,51	-1,16	-0,52	-0,46	0,33	0,19	-0,45	0,22	0,30	0,41

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	3,0 %	-15,4 %	-16,8 %	-6,9 %	-26,5 %	-16,8 %	-8,1 %	-9,9 %	10,8 %	9,7 %	1,1 %	4,8 %	4,0 %	2,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-45,4 %	51,0 %	-100,2 %	-32,7 %	-325,4 %	254,0 %	-50,4 %	-65633,3 %	62,4 %	-149,2 %	-84,7 %	-434,6 %	23,2 %	18,4 %
Käyttökate-%	2,7 %	-7,2 %	6,5 %	10,6 %	0,9 %	2,9 %	-3,3 %	-3,5 %	11,3 %	10,3 %	4,7 %	7,8 %	6,8 %	7,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,1 %	-13,1 %	0,0 %	4,3 %	-10,0 %	-4,5 %	-7,1 %	-10,6 %	6,3 %	4,5 %	-0,7 %	2,2 %	2,6 %	3,0 %
Nettotulos-%	-2,4 %	-16,1 %	0,4 %	2,8 %	-9,6 %	-5,5 %	-11,8 %	-11,2 %	5,6 %	3,6 %	-2,3 %	1,1 %	1,4 %	1,8 %

Lähde: Inderes

Tase-ennusteet

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	17,5	16,5	15,0	14,0	14,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	7,6	5,8	5,8	5,8	5,8
Käyttöomaisuus	9,6	10,4	8,9	7,9	8,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	38,4	35,2	31,7	32,8	34,1
Vaihto-omaisuus	8,6	9,5	8,9	8,9	9,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	20,2	14,6	15,2	15,9	16,5
Likvidit varat	9,6	11,2	7,6	8,0	8,3
Taseen loppusumma	55,9	51,7	46,7	46,7	48,5

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	89,7	89,3	0 %	94,1	93,6	-1 %	97,9	97,3	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,5	-0,6	14 %	2,1	2,1	-2 %	2,5	2,5	0 %
Liikevoitto	-1,1	-1,2	10 %	2,1	2,1	-2 %	2,5	2,5	0 %
Tulos ennen veroja	-2,0	-2,2	10 %	1,3	1,3	-4 %	1,7	1,7	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,29	-0,33	15 %	0,24	0,22	-7 %	0,30	0,30	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,12	0,12	0 %

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	16,1	11,2	10,1	11,1	12,5
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	8,1	3,3	1,2	2,2	3,6
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	1,0	0,9	1,9	1,9	1,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,0	7,2	6,3	6,2	6,4
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	6,4	6,8	6,1	6,0	6,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	32,8	33,2	30,2	29,4	29,6
Lainat rahoituslaitoksilta	8,2	8,7	6,1	5,0	5,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	24,6	24,6	24,1	24,3	24,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	55,9	51,7	46,7	46,7	48,5

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. Tuntuviin vuokratuloihin liittyvien poistojen seurauksena suosimme liikevoittoa käyttökäteen sijaan yhtiön arvoa haarukoissa. Absoluuttisina tasoina hyödynämme yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä hinnoittelukertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseen yhtiön kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofilista sekä näihin liittyvistä kestävästä elementeistä. Koska Martelalle ei ole muodostettavissa riittävän kokoista ja laadukasta verokkiryhmää, jää suhteellisten hintakertoimien rooli arvonmäärityksessämme olemattomaksi.

Painopisteemme arvonmäärityksessä on vuosien 2022-2023 kertoimissa, koska odotamme vuodelta 2021 negatiivista liike- ja nettotulosta. Martelan liiketoiminnan näkyvyys on kuitenkin lyhyt, mikä lisää ennusteisiimme liittyvää epävarmuutta ja rajaa kertoimista saatavaa tukea. Heikon tulostuksen ja ennusteisiin liittyvän epävarmuuden seurauksena myös DCF-arvonmäärityksellämme kannattaa suhtautua avustavana työkaluna.

Hyväksytyyn arvostukseen vaikuttavat tekijät

Seuraavat tekijät vaikuttavat meidän Martelalle hyväksymään arvostustasoon:

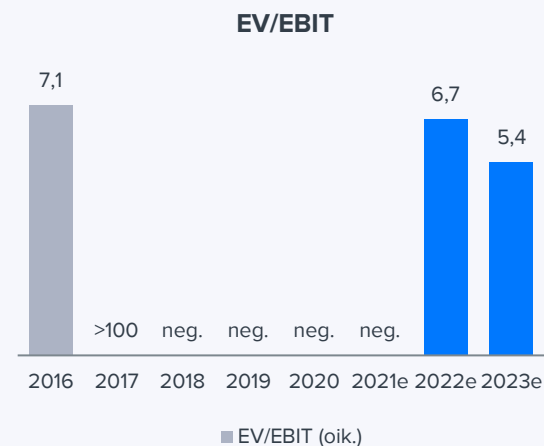
- **Lähivuosisien tulos kasvupotentiaali** on liikevaihdon kasvun toteutuessa hyvä kiinteiden kulujen skaalautumisen ansiosta. Tätä potentiaalia varjostaa kuitenkin korkea riskitaso ja käänteen toteutumiseen liittyvä epävarmuus.

- **Liiketoiminnan alhainen investointitarve** mahdollistaa tuloksen kääntyessä velkojen nopean lyhentämisen riskiprofiiliin laskemiseksi ja hyvän osingonmaksukyvykkyden.
- **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 edellyttää turvamarginaaleja arvostuskertoimiin.
- **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 tulostuksen 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	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	2,36	2,36	2,36
Osakemäärä, milj. kpl	4,49	4,49	4,49
Markkina-arvo	11	11	11
Yritysarvo (EV)	15	14	14
P/E (oik.)	neg.	10,6	7,7
P/E	neg.	10,6	7,7
P/Kassavirta	neg.	4,9	18,9
P/B	1,0	1,0	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA (oik.)	3,6	1,9	2,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	5,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	39,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 2/3

Heikon näkyvyyden vuoksi tulos pohjainen arvostus tarjoaa rajallisesti tarttumapintaa

Kuluvalle vuodelle Martelalle ei tappiollisesta liikevoittonnusteesta johtuen voi määrittää EV/EBIT-kerrointa, mutta 2022-2023 ennusteillamme kertoimet ovat 7x ja 5x. Määrittämämme kerroinhaarukan perusteella Martelan käypä yritysarvo on vuonna 2022 ennusteillamme 12-16 MEUR. Yritysarvosta kun vähentää ennusteisimme pohjautuvat vuoden 2022 lopun nettovelkaennusteen on arviomme yhtiön käyvästä markkina-arvosta 9-13 MEUR. Tämä vaihteluväli tarjoaisi nykytasolta sijoittajalle -13—26 % vuosituoton. Mielestämme yhtiöltä on aiheellista vaatia lisää näyttöjä kyvystä sopeutua muuttuneeseen toimintaympäristöön ja taseen vahvistamista määrittämämme kerroinhaarukan keski- ja yläosan oikeuttamiseksi. Tästä johtuen osakkeen kompensatio ei ole mielestämme riittävä suhteellisen korkea riskiprofiili huomioiden. Painotamme käypää arvoa haarukoidessa, että tulevien vuosien arvostustasoihin nojautuminen on haastavaa Martelan heikko tulokunto ja liiketoiminnan rajallinen näkyvyys huomioiden.

Nettotulokseen pohjautuvat P/E-kertoimet ovat 2022 ja 2023 ennusteillamme 11x ja 8x. Nämä tasot ovat määrittämämme kerroinhaarukan sisällä, mutta korkeasta riskitasosta johtuen selvästi mukavuusalueemme ulkopuolelle.

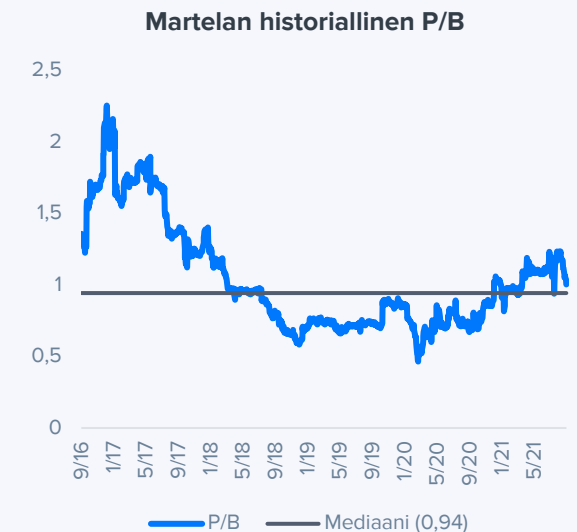
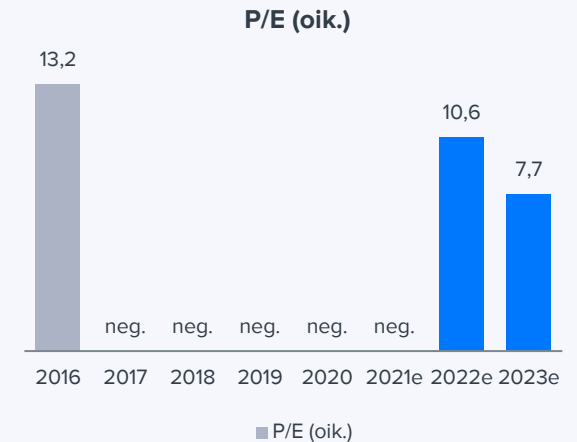
Tase pohjainen arvostus

Martelan tase pohjainen P/B-luku on vuoden 2021 ennusteillamme 1,0x, mikä on Helsingin pörssin mittakaavassa hyvinkin maltillinen taso, mutta yhtiön oman viiden vuoden mediaanin yläpuolella (0,94x).

Matala P/B-luku johtuu yhtiön matalasta pääoman tuottopotentialista, toimialan maltillisista kasvunäkymistä ja viime vuosien tulospettymyksien seurauksena kasvaneesta riskiprofiilista. Martelan kannattavuuspotentiaali, kasvumahdollisuudet ja riskiprofiili huomioiden mielestämme kestävä P/B-taso yhtiölle on 0,7-1,2x. Yhtiön nykyinen tase pohjainen arvostus on kyseisen haarukan keskiosassa. Jotta kertoimessa olisi nousuvaraa, on yhtiön mielestämme annettava näyttöjä kyvystään kasvaa kilpailukykyjensä sisällä (ts. kasvua ja oman pääoman tuottovaateen ylittävän ROE:n) ja laskettava riskiprofiiliaan vahvistamalla tasettaan. 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 2021-2022 ennusteillamme 0,2x. Taso on alhainen, mutta perusteetta yhtiötä ei tällaisilla kertoimilla hinnoitella. Juurisyyt makaavatkin liiketoiminnan varsin matalassa marginaali- ja pääoman tuottopotentialissa sekä viimeisen neljän vuoden aikana väärään suuntaan rullanneessa oman pääoman kirja-arvossa. Tulokäänteiden tullessa läpi olisi nykytasossa kuitenkin selvää korjausvaraa. Suuren myyntivolyymien ja alhaisten marginaalien seurauksena pienikin parannus Martelan suhteelliseen kannattavuuteen nostaisi yhtiön tulosta merkittäväällä vivulla nykytasolta.



Arvonmääritys 3/3

Kassavirta-analyysiin (DCF) pohjautuva arvostus

Diskontattuihin kassavirtoihin perustuva arvonnääritysmallimme (DCF) antaa Martelan osakekannan arvoksi 12 MEUR eli 2,7 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 14 % nousuvaraa nykyiseen kurssitasoon (2,36 euroa) nähden.

DCF-mallissamme odotamme liikevaihdon kasvavan lyhyellä aikavälillä (2022-2024) noin 3-5 %. Tällä aikavälillä liikevoittomarginaali nousee 3,0 %:iin. Pidemmällä aikavälillä (2025-2030) odotamme keskimäärin 2,3 %:n kasvua ja 3,0 %:n liikevoittomarginaalia. Terminaalijaksossa liikevaihdon ikuisuuskasvuennuste on 1,5 % ja liikevoittomarginaali 2,5 %. Terminaalijakso vastaa mallissamme 61 % yhtiön arvosta. DCF-mallimme oletuksia voi kutsua varovaisiksi, mutta Martelan kaltaisen korkean riskitason omaavan käänteistyhtiön kohdalla tuo on mielestämme perusteltua.

Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 9,7 % ja riskitön korko on 2,0 %. Oman pääoman tuottovaade on 11,2 %.

Hinta on ensi vuoden käyvän haarukan sisällä, mutta tuotto-odotus jää ennusteissamme laihaksi

Ensi vuoden ennusteillamme Martelan tulos pohjainen arvostus (EV/EBIT: 7x P/E: 11x) on hyväksyviemme kerroinhaarukoiden sisällä. Mielestämme nämä ovat neutraaleilla tasolla, mikäli odottamamme tuloskäänteet toteutuvat ja yhtiön tase vahvistuu. Näemme hyvin mahdollisena nykyisten ennusteidemme ylittämisen etenkin vuoden 2022 osalta, jos toimiala kokee odotuksiamme rivakampaa piristymistä työyhteisöjen palatessa

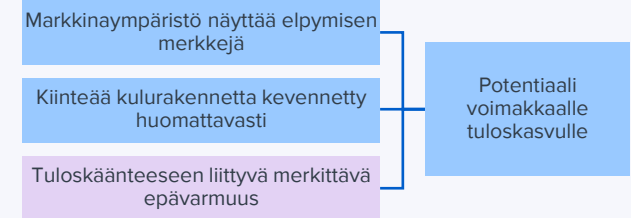
kotitoimistoilta ja / tai Martelan oma kilpailukyky osoittautuu arvioitamme paremmaksi. Kolikon kääntöpuolena on myös mahdollisuus sille, ettei Martelan tuloskunto kohene vielä ennakoimaamme vauhtia. Tässä tapauksessa tulos pohjaiselta käyvän arvon haarukalta putoaa pohja ja tukea on haettava jälleen kauempaa tulevaisuudesta tai heikommin soveltuvan tase pohjaisen arvostuksen kautta.

Vaikka absoluuttiset ennusteissimme nojaavat arvostuskertoimet ovat matalat, ei nykyinen arvostuskuva ole kuitenkaan riittävän houkutteleva, kun huomioidaan tuloskäänteiden etenemiseen liittyvä epävarmuus, toimialan haastava tilanne, yhtiön heikko tase ja johdon vaihdon aiheuttama mahdollinen epäjatkuvuus. Lisäksi Q2:lla nähdyt kohonneet raaka-ainekustannukset voivat arviomme mukaan aiheuttaa lyhyellä tähtäimellä painetta kannattavuuteen, mikä yhdessä heikon H1:n kanssa luo riskin negatiiviselle tulosvaroitukselle. Näin ollen pidämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta edelleen heikkona. Korkeaa riskiprofilia ja tekemiämme pieniä ennustemuutoksia mukailien laskemme tavoitehintamme 2,5 euroon (aik. 2,8 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

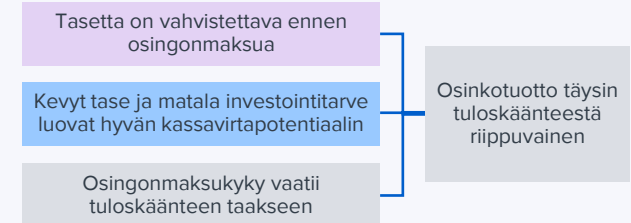
Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

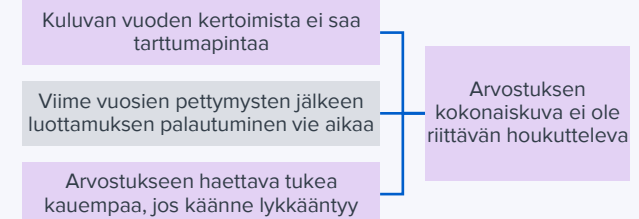
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus noin -4—10 % p.a.

DCF-laskelma

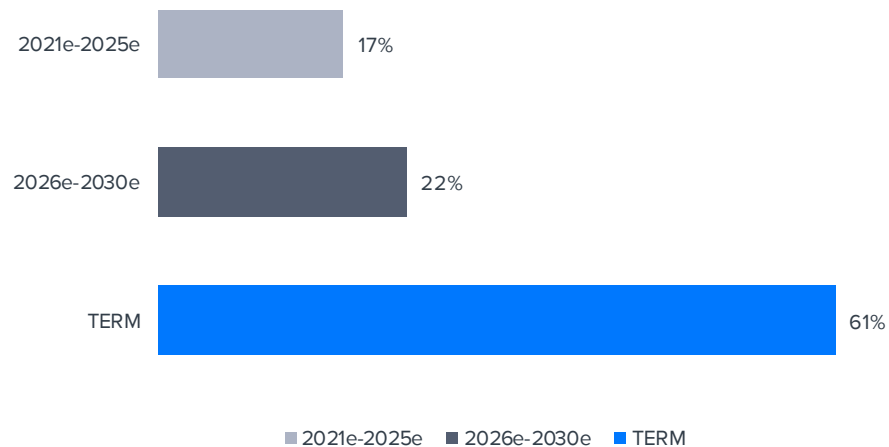
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-4,0	-1,2	2,1	2,5	3,0	3,5	3,4	3,3	3,1	2,8	2,8	
+ Kokonaispoistot	6,5	5,4	5,2	4,1	4,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	6,3	
- Maksetut verot	-0,1	0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	4,7	-0,6	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-0,1	-0,1	-1,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	7,1	3,7	6,4	5,1	5,6	6,7	6,8	7,9	7,8	6,6	8,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,5	-3,9	-4,2	-4,5	-5,7	-5,4	-5,5	-5,8	-5,8	-7,1	-6,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,6	-0,4	2,2	0,6	-0,1	1,2	1,3	2,1	2,0	-0,4	1,9	
+/- 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	1,6	-0,4	2,2	0,6	-0,1	1,2	1,3	2,1	2,0	-0,4	1,9	23,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,4	1,9	0,5	-0,1	0,8	0,8	1,2	1,0	-0,2	0,8	9,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16,3	16,7	14,8	14,3	14,4	13,6	12,8	11,6	10,5	10,7	9,9
Velaton arvo DCF		16,3										
- Korolliset velat		-15,4										
+ Rahavarat		11,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		12,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,7										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

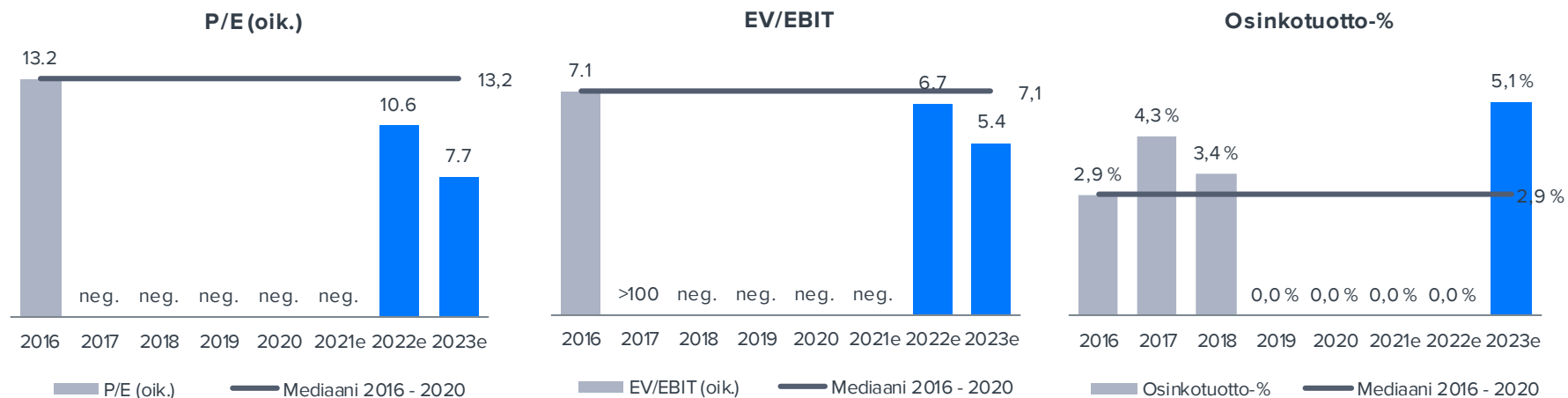
Rahavirranjakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	12,8	7,47	2,96	3,36	3,09	2,36	2,36	2,36	2,36
Osakemäärä, milj. kpl	4,16	4,16	4,14	4,14	4,14	4,49	4,49	4,49	4,49
Markkina-arvo	53	31	12	14	12,80	10,61	11	11	11
Yritysarvo (EV)	49	38	12	19	17	15,26	14	14	15
P/E (oik.)	13,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6	7,7	5,8
P/E	16,0	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6	7,7	5,8
P/Kassavirta	5,4	neg.	1,5	5,6	8,2	neg.	4,9	18,9	neg.
P/B	2,1		0,7	0,9	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8
P/S	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
EV/EBITDA (oik.)	5,4	13,0	24,5	6,5	6,8	3,6	1,9	2,1	2,1
EV/EBIT (oik.)	7,1	>100	neg.	neg.	neg.	neg.	6,7	5,4	5,0
Osinko/tulos (%)	46,2 %	neg.	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	39,4 %	34,2 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	4,3 %	3,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,1 %	5,9 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	103,1	106,2	88,4	89,3	93,6	EPS (raportoitu)	-0,57	-0,61	-1,16	-0,45	0,22
Käyttökate	0,5	2,9	2,5	4,2	7,3	EPS (oikaistu)	-0,57	-0,40	-1,16	-0,33	0,22
Liikevoitto	-2,1	-2,0	-4,0	-1,2	2,1	Operat. kassavirta / osake	2,20	1,55	1,71	0,83	1,42
Voitto ennen veroja	-2,5	-2,7	-4,8	-2,2	1,3	Vapaa kassavirta / osake	2,00	0,60	0,38	-0,10	0,48
Nettovoitto	-2,4	-2,5	-4,8	-2,0	1,0	Omapääoma / osake	4,54	3,88	2,71	2,25	2,48
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,9	0,0	-0,6	0,0	Osinko / osake	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	50,0	55,9	51,7	46,7	46,7	Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	3 %	-17 %	1 %	5 %
Oma pääoma	18,8	16,1	11,2	10,1	11,1	Käyttökateen kasvu-%	-83 %	477 %	-14 %	67 %	73 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-896 %	-45 %	254 %	-85 %	-435 %
Nettovelat	0,1	5,0	4,3	4,7	3,1	EPS oik. kasvu-%	273 %	-31 %	194 %	-71 %	-167 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	0,5 %	2,7 %	2,9 %	4,7 %	7,8 %
Käyttökate	0,5	2,9	2,5	4,2	7,3	Oik. Liikevoitto-%	-2,0 %	-1,1 %	-4,5 %	-0,7 %	2,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,6	3,6	4,7	-0,6	-0,5	Liikevoitto-%	-2,0 %	-1,9 %	-4,5 %	-1,4 %	2,2 %
Operatiivinen kassavirta	9,1	6,4	7,1	3,7	6,4	ROE-%	-11,4 %	-14,6 %	-35,3 %	-19,2 %	9,4 %
Investoinnit	-0,9	-10,7	-5,5	-3,9	-4,2	ROI-%	-6,3 %	-6,8 %	-14,0 %	-4,7 %	9,5 %
Vapaa kassavirta	8,3	2,5	1,6	-0,4	2,2	Omavaraisuusaste	39,2 %	30,8 %	22,7 %	21,7 %	23,8 %
						Nettovelkaantumisaste	0,7 %	30,9 %	37,9 %	45,9 %	28,0 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1						
EV/EBITDA (oik.)	24,5	6,5	6,8	3,6	1,9						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	6,7						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6						
P/B	0,7	0,9	1,1	1,0	1,0						
Osinkotuotto-%	3,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 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 osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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>Analyytikko vaihtuu</i>			
04/10/2021	Vähennä	2,50 €	2,36 €

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.**