

Martela

Laaja raportti

21.01.2025 7:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskäänteen tarpeessa

Viime vuosien hiljaiselon jälkeen Pohjoismaiden toimistokalustemarkkina näyttää vihdoinkin elpymisen merkkejä, mutta viime viikolla annetun rajun tulosvaroituksen perusteella tämä ei vielä näy Martelan kannattavuudessa. Tarve ripeälle tuloskäännteelle on Martelan kohdalla ilmeinen, sillä yhtiön taseasema ei enää kestäisi viime vuosien kaltaisia tappioita. Nähdäksemme osakkeen nykyinen kurssitaso hinnoittelee sisään tuloskäänteeeseen liittyvää potentiaalia huomattavasti riskejä vahvemmin, mikä jättää osakkeen tuotto/riski-suhteen heikoksi. Toistamme 0,5 euron tavoitehinnan ja myy-suosituksen.

Pohjoismaiden johtavia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä

Martela on Pohjoismaiden suurimpia työ- ja oppimisympäristöjä toteuttavia yrityksiä ja käsityksemme mukaan markkinajohtaja Suomessa. Yhtiöllä on laaja tuote- ja palvelutarjoama, jolla se pyrkii vastaamaan asiakkaan kaikkiin tilan toteuttamiseen liittyviin tarpeisiin läpi tilan elinkaaren niin yksityisen kuin julkisen sektorin puolella. Yhtiön fokus on Pohjoismaissa (Suomi, Ruotsi, Norja), joissa se tarjoaa tuotteita ja palveluita omien kontaktipisteiden kautta. Noin 10 % Martelan liikevaihdosta tulee avainmarkkinoiden ulkopuolelta, jossa myynti on jälleenmyyjien varassa. Suomessa Martelan kasvunäkymä on maltillinen korkean markkinaosuuden vuoksi, mikä jättää muut markkina-alueet kasvun vetureiksi.

Tuloskasvu on liikevaihdon elpymisen varassa

Martelan kannalta tärkeät työympäristöt kokivat jo ennen koronapandemiaa rakenteellista painetta pois perinteisistä huonetoimistoista kohti kustannustehokkaampia avo- ja monitilatoimistoja toimialan murroksessa. Pandemian seurauksena työnteko siirtyi lähes yhdessä yössä kotitoimistoihin, josta työyhteisöt ovat sittemmin palanneet enenevästi toimistoille. Yksityisen sektorin puolella suurempia toimitilahankkeita on lykätty jo vuosia, mikä on aiheuttanut kysynnän patoutumista. Kysynnän lykkääntyminen on viime vuosina rokottanut niin Martelan kuin kilpailijoidenkin kannattavuutta. Martelan kommenttien perusteella patoutunut kysyntä näyttää merkkejä purkautumisesta, mutta tammikuussa annettujen Q4-ennakkotietojen valossa se ei vielä näy yhtiön kannattavuudessa. Toimistokalustemarkkinan kireän kilpailuympäristön, Martelan trimmatun kulurakenteen ja liiketoiminnan tuntuvaan operatiivisen vivun vuoksi tuloskasvu on arviomme mukaan kotimarkkinan elpymisen ja vientimarkkinoiden kasvun varassa.

Tuotto/riski-suhde on nykyarvostuksella heikko, kunnes saamme merkkejä tuloksen elpymisestä

Q3'24:n lopussa Martelan vuokraveloista oikaistu (Nummelan Logistiikkakeskuksen myynnistä ja takaisinvuokrauksesta saatu) nettokassa oli enää 0,1 MEUR (Q4'22: 9,5 MEUR). Kassa on sulanut heikon tulostason ja toteutettujen kehitysprojektien vuoksi. Tämä nostattaa tarvetta ripeään tuloskäännteeseen saavuttamiseksi, ja painaa osakkeen tuotto/riski-suhdetta. Martelan tulospohjainen arvostus on lähivuosille korkea (2026e P/E: 11x) eikä osakkeen tuotto saa tukea osinkotuotostakaan. Lyhyellä tähtäimellä tuotto-odotus onkin nähdäksemme muuttuvan kilpailutilanteen varassa. Haastava liiketoimintaympäristö on kurittanut Martelan kilpailijoita ja kotimarkkinan keskeisin kilpailija, Isku Interior, ajautui joulukuussa velkasaneeraukseen. Isku omistaa yli 10 % Martelasta ja olemme aiemmin nostaneet esille mahdollisen fuusion yhtiöiden välillä. Rakennejärjestelyjen ohella myös kilpailijoiden toimet oman liiketoimintansa kutistamiseksi voivat tervehdyttää toimistokalustemarkkinan kireää kilpailudynamiikkaa ja olla avain toimialan kannattavuustasojen elpymiselle.

Suositus

Myy

(aik. Myy)

0,50 EUR

(aik. ,50 EUR)

Osakekurssi:

0,80

Liiketoimintariski



Arvostusriski



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	94,4	87,0	91,0	95,7
kasvu-%	-12 %	-8 %	5 %	5 %
EBIT oik.	-2,4	-6,4	0,8	1,5
EBIT-% oik.	-2,5 %	-7,4 %	0,9 %	1,6 %
Nettotulos	-3,5	-7,9	-0,3	0,3
EPS (oik.)	-0,78	-1,76	-0,08	0,07

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	10,9
P/B	0,6	2,2	2,8	2,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	29,9	15,1
EV/EBITDA	4,3	38,8	3,3	2,8
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,2

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

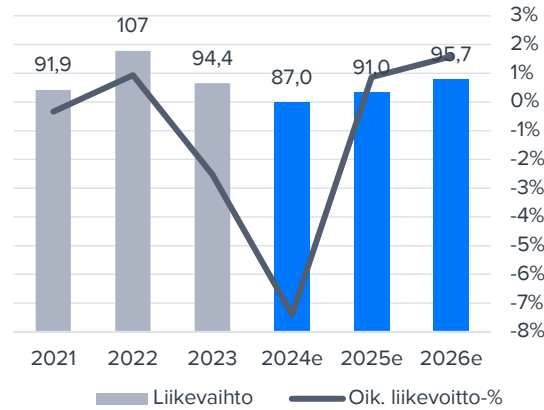
Liikevaihdon arvioidaan olevan noin 87 MEUR ja liiketappion olevan 6,3-6,7 MEUR.

Osakekurssi



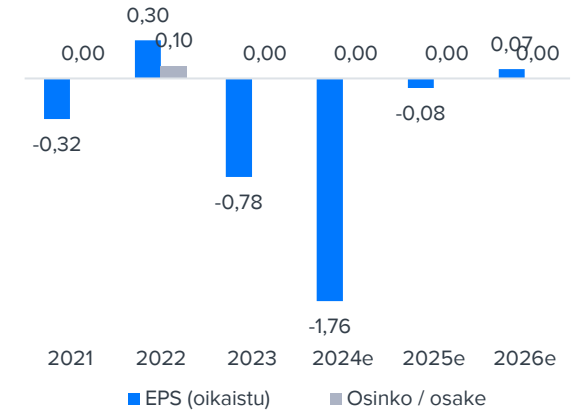
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,80	0,80	0,80
Osakemäärä, milj. kpl	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	3,6	3,6	3,6
Yritysarvo (EV)	24	24	23
P/E (oik.)	neg.	neg.	10,9
P/E	neg.	neg.	10,9
P/B	2,2	2,8	2,2
P/S	0,0	0,0	0,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	38,8	3,3	2,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	29,9	15,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Sijoitusprofiili	10-13
Toimiala	14-18
Strategia	19-20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	21-24
Ennusteet	24-28
Arvonmääritys	29-32
Taulukot	33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Martela lyhyesti

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

1945

Perustamisvuosi

1986

Listautuminen

87 MEUR (-8 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024e

-6,4 MEUR

Oik. liikevoitto 2024e

79 % / 21 %

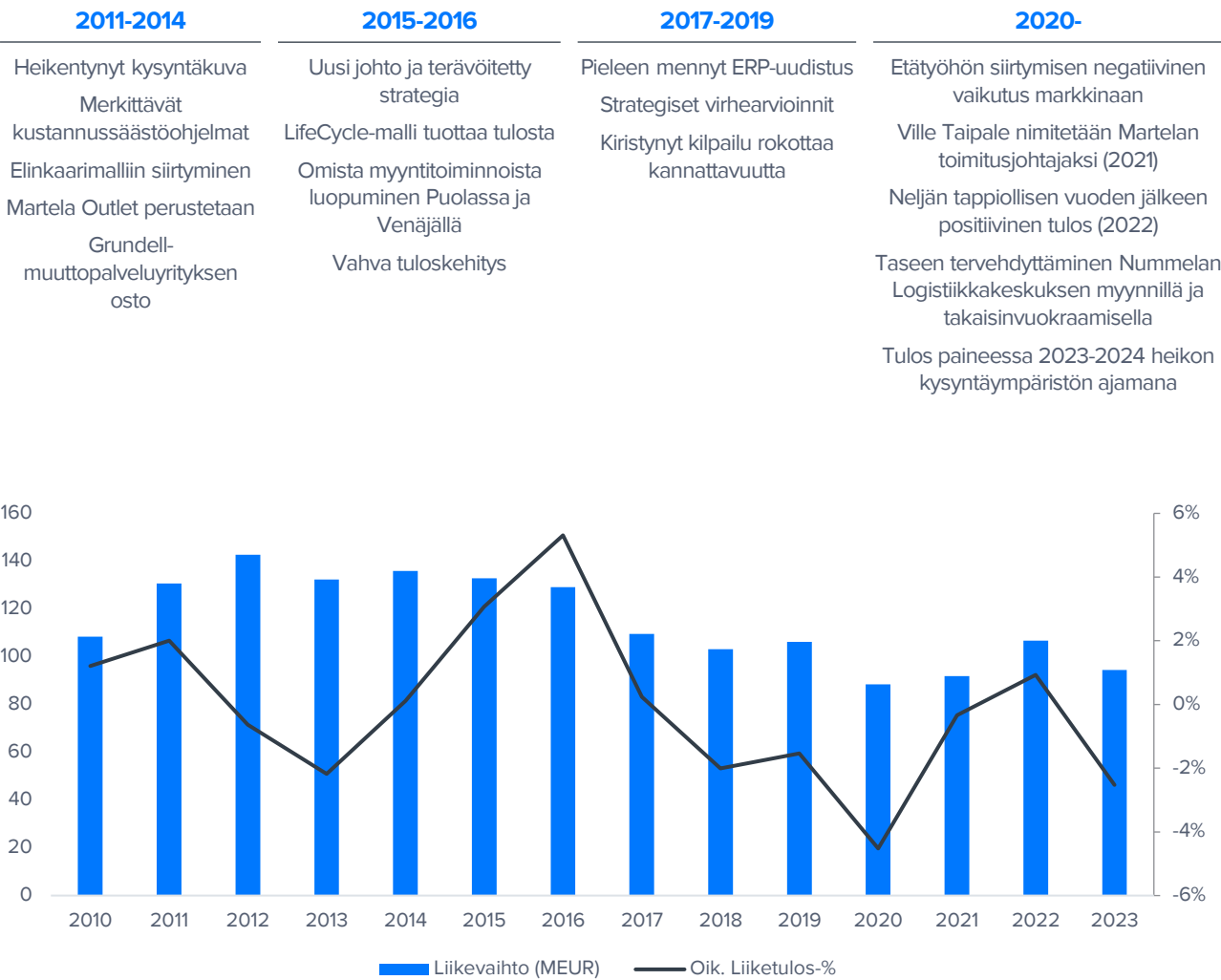
Tavaramyynti / palvelumyynti 2024 TTM

74 % / 26 %

Suomen / muiden maiden osuus liikevaihdosta 2024 TTM

360

Henkilöstö keskimäärin Q1-Q3 2024



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 ja 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 keskittyvän tarjoamaan myötä Martelan asiakkaat koostuvat sekä yksityisen että julkisen sektorin toimijoita.

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

Tulovirrat käytännössä täysin pohjoismaisia

Martelan tulovirrat painottuvat ylivoimaisesti Pohjoismaihin. Markkina-alueista Suomi on yhtiölle ylivoimaisesti tärkein, sillä yksistään sen osuus liikevaihdosta on noin 70-80 %. Ruotsi on

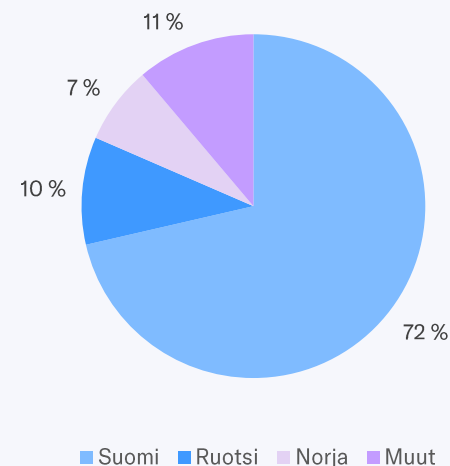
Martelalle toiseksi tärkein toimintamaa noin 10 %:n liikevaihto-osuudella, kun taas Norjan osuus viimeisen vuoden tulovirroista oli noin 6 %. Mielestämme Martelan voimakas riippuvuus kotimarkkinasta on riskiprofilia kohottava tekijä Suomen kituliaasti kasvavan / kutistuvan ja kovan hintapaineen alla olevan markkinan, sekä yhtiön volyymikasvusta riippuvaisen kannattavuuskäänteen vuoksi. Toisaalta yhtiön kotimainen bränditunnettuus on arviomme mukaan erittäin hyvä.

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

Martela

- Yhtiö perustettu vuonna 1945
- Käyttäjäkeskeisten 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 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

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

Liiketoimintamalli

Yhden kontaktipisteen malli

Martelan liiketoimintamallin keskiössä on yksi kontaktipiste ja sen ympärillä olevat ydintoiminnot. Yksi kontaktipiste tarkoittaa asiakkaan näkökulmasta sitä, että vireillä oleva projekti on mahdollista toteuttaa kokonaan yhden kumppanin kautta. Arviomme mukaan tämä luo asiakkaille suoria hyötyjä kulutehokkaamman hankintatoimen, mutta myös räätälöidymmän palvelukokonaisuuden ja sitä kautta korkeamman käyttäjätyytyväisyyden muodossa. Martelalle yhden kontaktipisteen toimintamalli ja laaja palvelutarjooma mahdollistaa puolestaan sen, että yhtiön hallussa on selvästi pelkkään valmistukseen tai toimitukseen keskittynyttä 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 ja yhtiön oma tuotanto painottuu kokoonpanofunktion. Näinollen liiketoimintamallin ydintoiminnot painottuvat näkemyksemme mukaan suunnittelu- ja myyntityöhön sekä varsinaiseen kalustetoimitukseen liittyviin toimiin kuten muutto- ja kierrätyspalveluihin.

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

Toimintaa leimaa projektiluontoisuus, tähtäimessä jatkuvuuden lisääminen

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



Martelan arvoketju

Suunnittelu



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

Tuotanto



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

Myynti



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

Tukitoimet



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

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

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

Liiketoiminnan jatkuvuuden vahvistaminen prioriteettina

Toimialan projektiluontoisen ansaintalogiikan ja kysynnän lyhyen pohjanäkyvyyden vuoksi uskomme liiketoiminnan jatkuvuutta tuovien elementtien rakentamisen olevan keskeisimpiä prioriteetteja. Tästä konkreettisin esimerkki on strateginen painotus Workplace as a Service (WaaS)- ja Oppimisympäristö palveluna (LaaS) - palvelumalleihin. Näiden elinkaaripalveluiden kautta Martela tarjoaa asiakkailleen kohdeympäristöä jatkuvana kokonaispalveluna. Operaatiotasolla tämä tarkoittaa sitä, että Martela vastaa asiakkaan tilatarpeen määrittelystä aina sen myöhemmän vaiheen jatkuvaan optimointiin saakka. Täten Martela ei elinkaarikonseptin

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

Tällä hetkellä kyseisten elinkaaripalveluiden osuus Martelan liikevaihdosta on noin viisi prosenttia, joten kaupallisessa mielessä konsepti on vielä varhaisessa kehitysvaiheessa. Palvelukonseptin tunnistettavissa olevat hyödyt sekä työ- ja oppimisympäristöjen etenevä ja pandemian myötä kiihdyttävä murros (ts. toimitilojen joustokyvyt keskeinen teesi) tarjoavat kuitenkin pidemmällä tähtäimellä vähintäänkin järkeviä ajureita elinkaaripalveluiden myynnin kasvattamiselle. Konseptin todellinen läpimurto vaatii kuitenkin muutosta asiakkaiden suhtautumiseen tilainvestointeihinsa, jonka takia emme odota nopeaa rakenteellista muutosta Martelan liikevaihtoon.



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. Martela on viime vuosina tehostanut liiketoimintaansa useaan otteeseen, minkä seurauksena näemme edellytykset kannattavuuden vahvistamiselle uusilla tehokkuusohjelmilla rajallisena.

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

Pääoman sitoutuminen ei jarruta liikaa

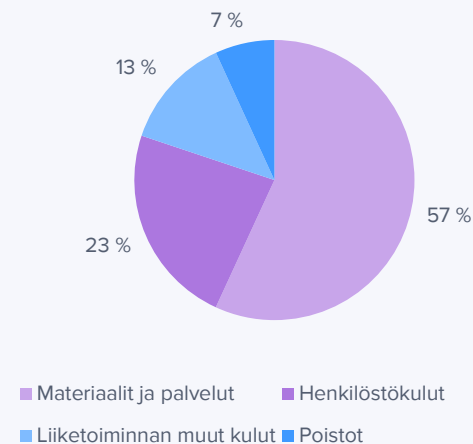
Martelan liiketoimintamalli ei ole erityisen pääomaintensiivinen. Nummelan

logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokraamisen myötä yhtiö toimii pääosin vuokratiloissa, mikä minimoi rakennuksiin sidottua pääomaa ja vähentää investointitarvetta. Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet ovat 20 % taseen loppusummasta, mutta Nummelan Logistiikkakeskuksen myyntitransaktion kirjanpito kohtelun vuoksi yhtiöllä on arviomme mukaan lähes 10 MEUR:n edestä kiinteistöön liittyviä käyttöoikeusomaisuuseriä taseen ulkopuolella.

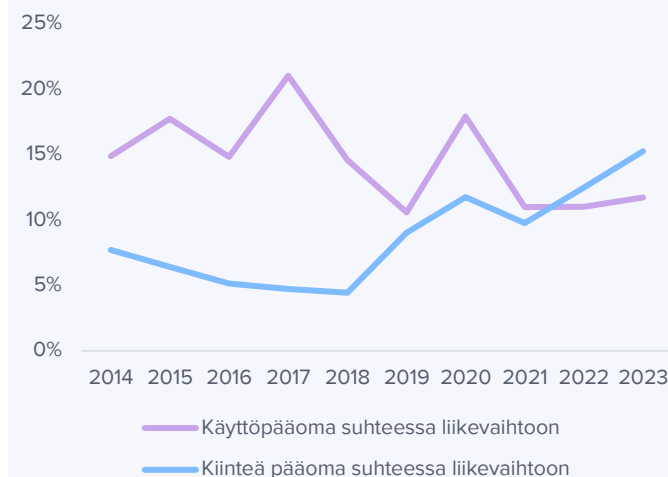
Keskeisin tekijä alhaisen pääomatarpeen taustalla on arviomme mukaan etenkin yhtiön alihankintavetoinen toimintamalli. Tämä tuo yhtiölle runsaasti liikkumatilaa myös pääomainvestointeja ajatellen, sillä kasvaneeseen kysyntään on mahdollista vastata pääosin tuotantoketjun kapasiteettia hyödyntämällä.

Käyttöpääomaa¹ Martelan toimintaan on sitoutunut viime vuosina 11-21 % liikevaihdesta. Viime vuosina yhtiö on saanut käyttöpääoman hallintaa tehostettua ja myyntisaamiset kiertävät nyt ostovelkoja nopeammin, mikä tukee pääoman rahoittamista. Historiallisesti tilanne on ollut pääosin päinvastainen, mikä on mielestämme konkreettinen osoitus hyvän neuvotteluvoiman omaavasta ostajaportaasta. Vuoden lopun tilanne antaa kuitenkin hieman todellisuutta maltillisemman kuvan Martelan pääomatarpeesta, sillä liiketoiminnan kausiluontoisuuden takia käyttöpääomatarve on suurimmillaan vuoden puolella välissä kausiluontoisesti vahvan syksyn aikana ja matalimmillaan hiljaisemman alkuvuoden aikana.

Martelan kulurakenne (2023)



Pääoman sitoutuminen



Lähde: Martela, Inderes

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

Sijoitusprofiili 1/2

Martela on käännetyhtiö

Mielestämme Martela profiloituu käännetyhtiöksi. Näkemystämme tästä tukee viime vuosien heikko tuloskehitys sekä se, että pidemmällä aikavälillä yhtiön arvonluonnin on yksinkertaisesti pakko nojata kestävään tulostuotteeseen. Käänneprofiilia vahvistaa mielestämme historiassa toteutetut rakenteelliset tehostamistoimet, jotka ovat luoneet pohjaa käänteeseen edistämistä ajatellen.

Operatiivisen perustan kuntoon laittamisen jälkeen Martelan tulee mielestämme profiloitua myös maltillisen kasvun yhtiöksi, sillä arvonluonti pelkin säästö- ja tehostustoimin on tietyn pisteen jälkeen mahdoton tehtävä. Toimistokalustemarkkinan kireän kilpailutilanteen vuoksi merkittävän kasvun tavoittelemista on nähdäksemme vaikea perustella pidemmän päälle. Tuntuva kiinteä kulurakenne nostaa liiketoiminnan koon olennaiseksi osaksi Martelan sijoittajatarinaa ja tässä yhtiö onkin onnistunut viime vuonna, joskin jossain määrin patoutuneen kysynnän tukemana. Arviomme mukaan Martelan nykyinen konsernirakenne kykenisi kannattelemaan yli 110 MEUR:n liikevaihtoa ilman suurempia kasvupanostuksia.

Vahvuudet ja arvoajurit

Näkemysksemme 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 luonut hyvin laajan referenssiportfolion ja käsityksemme mukaan Martelan bränditunnettuus erityisesti Suomen markkinaympäristössä on vankka. Näiden ominaisuuksien tulisi tukea myyntikatemarginaalin puolustamista sekä auttaa yhtiötä nykyisen markkina-aseman pitämisessä toimialan kipupisteiden asettamista haasteista huolimatta.

- **Tulostuotteen kestävä toteuttaminen:** Viimeisen parin vuoden aikana Martela on tehnyt onnistuneita toimenpiteitä rakenteidensa tehostamiseksi ja parantanut sitä kautta edellytyksiään käänteeseen toteuttamiselle. Näistä toimista huolimatta käänteeseen maalin asti vieminen vaatii vielä lisätoimia sekä rakenteiden tehostamisen että myyntipanostusten (ts. orgaanisessa kasvussa onnistumisen) saralla. Käänteeseen asteittaisen etenemisen ja sen kestävä toteuttamisen myötä yhtiö kykenee siirtämään fokustaan aikaisempaa paremmin oman kilpailukykyyn vahvistamiseen sekä omista vahvuuksista parhaan tehon irti saamiseen. Kannattavuusmielessä tämä voisi pitkällä aikavälillä tarkoittaa kestävästi 2 %:n 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 sen luonne ole arviomme mukaan väliaikaista syklistä heiluntaa lukuun ottamatta muuttumassa. Täten markkinan geneerinen luonne ei ole kasvun tavoittelun kannalta erityisen houkutteleva. Martelalle kasvumahdollisuuksia tarjoaa kuitenkin käynnissä oleva työympäristöjen murros. Tässä uskomme Martelan bränditunnettuuden, pitkän kokemuksen ja kokonaistarjoaman takaavan yhtiölle riittävää kilpailukykyä ja siten työkaluja markkinaosuusvoittojen nappaamiselle suuremmissa asiakkuuksissa. Kitukasvuissa / laskevassa markkinassa nämä voitot ovat volyymikasvun kannalta elintärkeitä. Käynnissä olevan murroksen yli katsovia mahdollisuuksia Martelalle tuo mielestämme vielä laajempaa kaupallista läpimurtoa odottavat elinkaaripalvelut. Orgaaninen kasvu on myös pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta olennainen komponentti.
- **Kohtuullinen kassavirtapotentiaali:** Martelan investointitarve on maltillinen, eikä yhtiöllä ole myöskään olennaista investointivelkaa tai -tarvetta lähivuosille, minkä seurauksena pidämme Martelan kassavirtapotentiaalia kohtuullisena, kunhan yhtiö saa tulostasoaan vahvistettua. Rajallisten investointimahdollisuuksien maailmassa hyvä kassavirtapotentiaali tukee ensisijaisesti osingonmaksukykyä.

Sijoitusprofiili 2/2

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Martelan keskeisimmät heikkoudet ja riskitekijät ovat seuraavat:

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

liiketoiminnassa myyntikatteen heikentymisenä sekä liikevaihdon laskuna. Toimialan rakenteelliset ominaisuudet huomioiden emme näe, että kilpailutilanne olisi muuttumassa Martelan kannalta oleellisesti parempaan suuntaan ilman toimialan sisäistä pudotuspeliä. Oman lisämausteensa kilpailutilanteen kiristymiseen tuo vielä työympäristöjen murros, minkä uskomme lisäävän tarjontaa erityisesti käytetyissä kalusteissa. Vaikka Martelan laajan tarjoaman varaan rakentuva kokonaiskilpailukyky onkin mielestämme vähintään kohtuullinen, olisi kilpailutilanteen kestäväällä kiristymisellä luonnollisesti liiketoimintamahdollisuuksia heikentäviä vaikutuksia (mm. kasvua voitaisiin joutua hakemaan entistä voimakkaammin hinnalla).

- **Käänteessä epäonnistuminen:** Tulokäänteessä epäonnistuminen voisi pidemmän päälle huonoimmassa skenaariossa ajaa yhtiön taloudellisesti ahtaaseen rakoon, vaikka tuhti nettokassa tuo tuntuvaa tappiopuskuria. Käänteessä epäonnistuminen heikentäisi väistämättä myös sijoittajaluottamusta ja vaikuttaisi sitä kautta hyväksyttäviin arvostuskertoimiin. Tekijät, jotka voisivat aiheuttaa käänteen epäonnistumisen, linkittyvät arviomme mukaan oman kulu- ja tehokkuustason hallintaan, kilpailukyvyn säilyttämiseen sekä orgaanisessa kasvussa onnistumiseen. Tulokäänteen epäonnistuminen kuluttaisi jo valmiiksi heikkoa taseasemaa ja nostattaisi yhtiön rahoitusriskiä.



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 % liikevaihdesta) on vaikea erottautua

Mahdollisuudet

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

Uhat

- Kilpailutilanteen muuttuminen huonompaan
- Elinkaaripalveluiden kaupallistamisessa epäonnistuminen
- Tulokäänteen jarruttaminen ja / tai oman kilpailukyvyn heikkeneminen
- Heikentyneen taseen aiheuttama rahoitusriski

Sijoitusprofiili

1.

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

2.

**Sijoitustarina nojaa
kannattavuuskäänteeseen**

3.

**Kohtuullinen pidemmän aikavälin
kassavirtapotentiaali**

4.

**Vahva markkinaosuus ja tunnettu
brändi Suomessa**

5.

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

Potentiaali



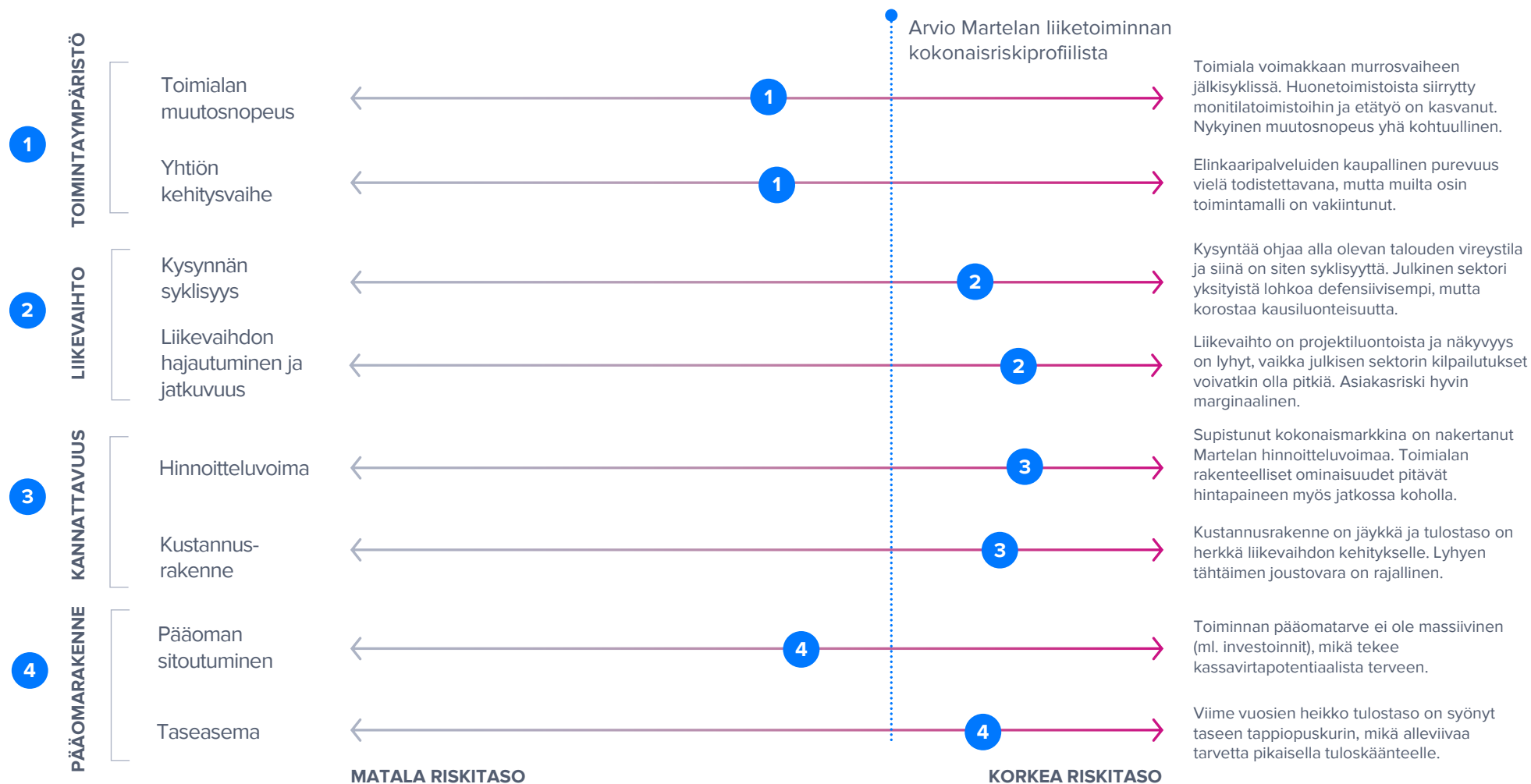
- Markkina-aseman puolustaminen Suomessa ja osuuksien kasvattaminen muissa Pohjoismaissa
- Elinkaaripalveluiden kaupallinen edistyminen ja liikevaihtovirtojen muuttuminen vähäriskisemmiksi
- Kannattavuuskäänteessä onnistuminen ja paluu takaisin hyväksi osingonmaksajaksi
- Kustannusrakenteessa skaalautuvia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

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Kokonaismarkkina on suuri ja puolet kysynnästä tulee työympäristöistä

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

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

Loppukäyttötäin jaettuna Martelan kohdemarkkina jakaantuu siten, että työympäristöt kattavat 50 % kysynnästä, oppimisympäristöt 30 % ja muut julkiset tilat kuten virastotalot ja vastaavat instanssit loput 20 %. Arviomme mukaan tämä

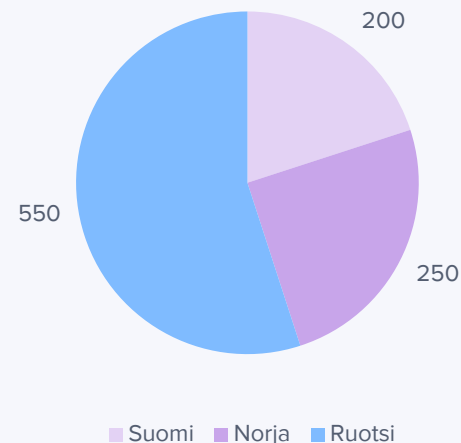
kokonaismarkkinan loppukäyttökohtainen jako vastaa hyvin myös yksittäisten Pohjoismaiden tilannetta, vaikka maiden sisältä pieniä painopiste-eroja voikin löytyä. Martelan omien liiketoimintamahdollisuuksien kannalta tällä ei kuitenkaan ole oleellista merkitystä, sillä laajan palvelutarjoamansa puitteissa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

Toimialalla paljon pieniä toimijoita, markkinaosuudet suurten hallussa

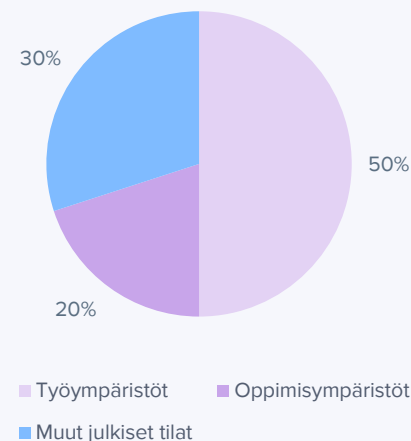
Toimijoiden perspektiivistä Pohjoismaiden työ- ja oppimisympäristömarkkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan kohdemarkkinoilla toimii yhteensä satoja toimijoita. Käsityksemme mukaan suurin osa näistä toimijoista on paikallisia, tiettyihin segmentteihin keskittyneitä ja kokoluokaltaan melko pieniä,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

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

Työ- ja oppimisympäristöjen markkinakoko



Markkinan loppukäyttökohtainen jakautuminen



Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

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

Kasvuvauhtia ei juurikaan ole, mutta murroksen myötä pöydällä on mahdollisuuksia

Markkinassa toimivien yhtiöiden perusteella varsinainen kova kalustemarkkina on viime vuosina kutistunut. Arviomme mukaan keskeisin syy tämän taustalla on ollut suurempien tilahankkeiden lykkääntyminen, mutta myös digitalisaation ja toimitilojen rakenteellinen muutos sijaintiriippumattomaan suuntaan on vaikuttanut kehitykseen. 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 työntekeksen kulttuuri on viimeisten vuosien aikana muuttunut aikaisempaa yhteisöllisemmäksi. Tämä on johtanut toimitilojen rakenteelliseen liikkumaan perinteisistä huonetoimistoista kohti kustannustehokkaampia (mm. pienempi tilatarve ja siten matalammat kokonaiskustannukset) avo- ja monitilatoimistoja. Luonnollisesti myös tämä on vaikuttanut kalusteiden kysyntään pienentyneiden

tilatarpeiden seurauksena. Käsityksemme mukaan myös oppimisympäristöissä kehitys on isossa kuvassa ollut varsin samanhenkinen, joskin alla olevien tarpeiden ja kysyntöjen tietyistä luonnetta – muun muassa oppilaitosten tilatarpeiden ennustaminen helpompaa – johtuen uskomme oppimisympäristöjen kohtaaman murroksen olleen ja myös jatkossa olevan selvästi maltillisempaa.

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

Vaikka jo käynnistyneen murroksen taloudellinen logiikka on hyvin järkevä on toimisto- ja etätyön lopullista suhdetta vielä liian aikaista lyödä täysin lukkoon. Viime vuosina olemmekin nähneet selvää työyhteisöjen paluuta toimistoille.



Työympäristöjen murros



Perinteinen huonetoimisto

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



Avo- ja monitilatoimisto

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



Hybridimalli

- Työnteke 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

Toimisto- ja etätyön palapelin ratkaisemiseen vaikuttaa etätyöasteen vakiintumisen ohella luonnollisesti myös muuttuneisiin tilatarpeisiin kohdistuvat investoinnit (ml. kokonaan uudet toimitilat), mitkä ovat ainakin kumulatiivisella tasolla johdannaisia yleistalouden kehityksestä. Kyseisen kokonaiskuvan myötä toimialan kasvunäkymä ei voi mielestämme pidemmälle katsoessa pitää erityisen houkuttelevana. Näin ollen markkinan kehitys ei anna kasvulle oleellista vetoapua.

Toimialan rakenne sanelee kilpailukentän

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

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

Suomessa Martelan keskeisin kilpailija on Isku-Yhtymä -konserniin kuuluva Isku Interior, joka on paikallisesti Martelan kokoinen. Toimialan viime vuosien haasteet ovat rasittaneet myös Iskun lukuja ja sekä Isku Interior että konserniin kuuluva Isku Koti hakeutuivat joulukuussa 2024 yrityssaneeraukseen.

Isku Interiorin ohella Martelan keskeisiä kilpailijoita kotimaassa ovat muun muassa ruotsalaiset Kinnarps ja Input Interior sekä oppimistiloihin keskittyvä Lekolar. Ruotsissa keskeisimpiin kilpailijoihin kuuluu edellä mainittujen yhtiöiden ohella muun muassa Senab ja Lammhult Design Group. Vielä vuonna 2020 tervettä tulosta tehnyt Suomalainen kilpailija Pa-Ri Materia ajautui keväällä 2022 konkurssiin. Nykyään entisen Pa-Ri Materia tuotteita jaellaan OffiStoren kautta ja yhtiön entiset työntekijät perustivat Duo Interiorin.

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 enenevissä määrin erityisesti kotikonttoreiden kalustamisen rintamalla. Kilpailu tällaisten toimijoiden kanssa on kuitenkin luonteeltaan melko erilaista, sillä näillä yhtiöillä kalustetarpeiden räätälöintiin ja muihin tukipalveluihin kuten tilasuunnitteluun, muuttoon ja vanhojen kalusteiden kierrättämiseen liittyvä tarjonta on huomattavasti suppeampi.



Martelan valikoituja kilpailijoita

ISKU

Kinnarps

lekolar®

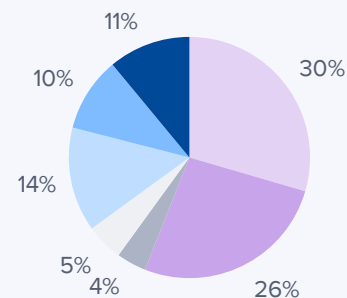
input
interior

SENAB

IKEA

LAMMHULTS yllw

Markkinaosuudet Suomessa¹



Martela Isku Interior Kinnarps
Input Interior Lekolar Modeo
Muut

1) Inderesin arvio, Iskun liikevaihdosta 15 % arvioitu vienniksi
Lähde: PRH, yhtiöt, Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Lisäksi myös näiden huonekaluuyhtiöiden varsinaiset tuoteportfoliot ovat kapeampia liiketoiminnan painopisteen ollessa toimistokalusteiden ulkopuolella.

Toimintamallien erilaisuuksien vuoksi uskomme, että kilpailua toimistokalusteisiin ja huonekaluihin keskittyvien yhtiöiden välillä käydään ensisijaisesti pienemmissä ja hintaherkemmissä asiakkuuksissa. Sekä IKEA:n että JYSK:n taloudelliset resurssit ovat valtavat, minkä myötä näemme molemmilla halutessaan edellytykset hyvin huomattavaankin kasvuun toimistokalustemarkkinassa. Emme pidä tätä toistaiseksi merkittävänä kilpailu-uhkana, sillä emme usko absoluuttiselta kooltaan suurten huonekaluvalmistajien näkevän pohjoismaisen työ- ja oppimisympäristömarkkinan tarjoavan riittäviä strategisia ja taloudellisia kannustimia määrätietoiselle laajentumiselle.

Terveet marginaalit ovat mahdollisia

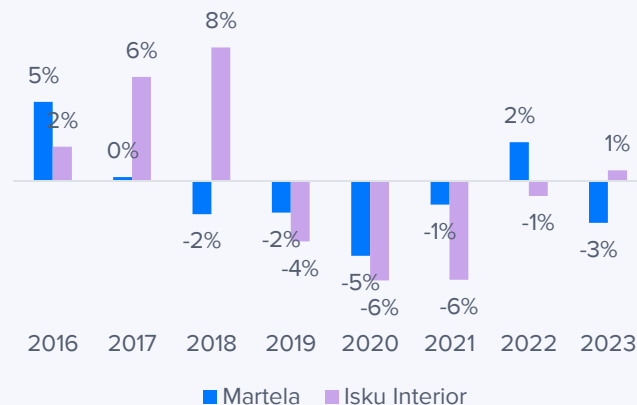
Arviomme mukaan toimialan ja kilpailukentän kannattavuusrakenne on sekä nihkeän kasvuprofiilin että yleisilmeeltään varsin hintaherkän kysynnän myötä kroonisesti matala. Näkemyksemme mukaan toimialan kate rakenne on myös varsin polarisoitunut kestävästi terveitä marginaaleja (liikevoittomarginaali >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

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

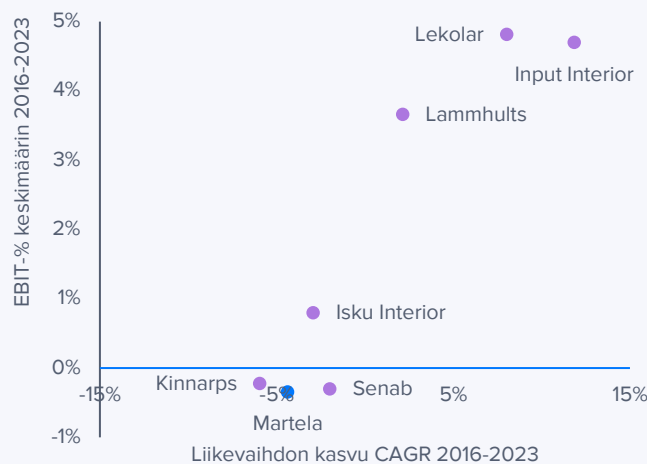
Viime vuodet olivat haastavia, mutta näemme kirikykyä

Mielestämme Martelan suhteellinen kilpailuasema on tarjoama- ja kyvykkyyssmielessä kohtuullinen. Nämä ominaisuudet ovat kuitenkin viime vuosina jääneet vaikean markkinatilanteen alle. Martela on kuitenkin valanut perustaansa ja siten kirikykyään parempaan kuntoon, josta konkreettisimmat esimerkit ovat mielestämme viennin laajentunut jakeluverkosto ja uudet tuotelanseeraukset. Sisäisten kipupisteiden korjaamisen, suhteellisesti ison kokoluokkansa ja hyvän bränditunnettuuden sekä keskeisimpien kyvykkyyksiensä myötä Martelalla onkin mielestämme vähintään tyydyttävät edellytykset kohentaa sijaintiaan kilpailukentän kasvu- ja kannattavuuskartalla. Ilmaiseksi tämä ei kuitenkaan tapahdu, ja se vaatii yhtiöltä jatkuvaa keskittymistä päivittäisen kilpailukyyn ylläpitämiseen.

Liikevoittomarginaalin kehitys vs. Isku Interior



Kilpailukentän EBIT-% vs. CAGR



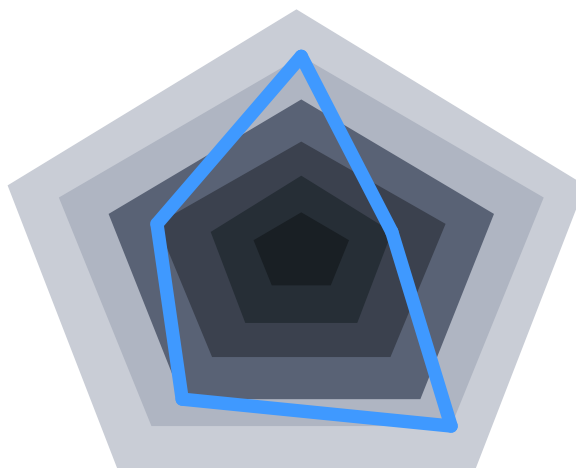
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (vähäinen*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

- 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

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 1/2

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. Yhtiön lähivuosien kasvustrategia nojaa kolmeen kulmakiveen, jotka ovat 1) Työ ja oppimis-ympäristöt palveluna, 2) Kansainvälinen kasvu ja 3) Suora kuluttajamyynä. Käymme strategian kolmea kulmakiveä läpi seuraavaksi.

Työ- ja oppimisympäristö palveluna ovat uusia palveluita hitaasti muuttuvalla toimialalla

Martela on kehittänyt lähes ainutlaatuisen työ- (WaaS) ja oppimisympäristöt (LaaS) palveluna -mallin. Palvelu sisältää tilan määrittelyn ja suunnittelun, toteutuksen ja kalustamisen sekä jatkuvan mittaamisen ja kehittämisen. Tavoitteena on tarvelähtöisten työympäristöjen toteuttaminen, 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.

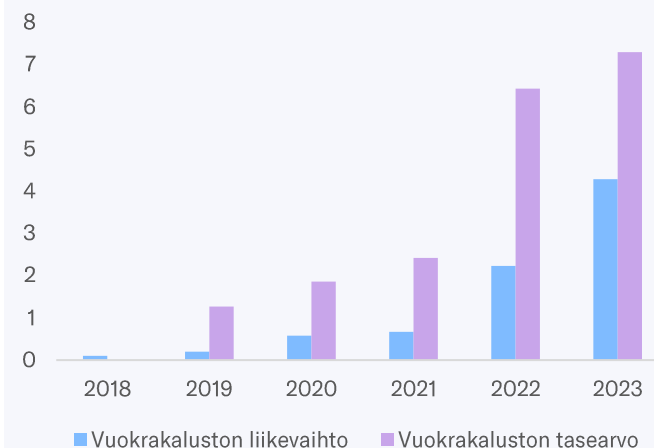
Suunnittelemalla työ- ja oppimistilat asiakkaiden tarpeiden ympärille Martela pyrkii auttamaan asiakkaita pitämään tilojen ja kalusteiden käyttöasteen korkeana. Tilan ja kalusteiden käyttöastetta mitataan ennen suunnittelua optimaalisen toteutuksen mahdollistamiseksi. Yhtiön arvioiden mukaan Martelan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

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

Palvelut tukevat kiertotaloutta sillä asiakkaan luopuessa tuotteesta ne myydään Martela Outlet myymälöiden kautta tai hyödynnetään energiatuotannossa tai uusioraaka-aineena. Kiinnostus työ- ja oppimisympäristö palveluna -mallia kohtaan on ollut hyvää, joskin jatkuvasta laskutuksesta syntyvän liikevaihdon osuus kokonaisliikevaihdesta on vasta noin 5 %. Heikko toimistokalustemarkkina on hidastanut mallin skaalaamista. Käsityksemme mukaan tuotteesta riippuen palvelumalli muuttuu Martelan näkökulmasta kannattavaksi 3-5 vuoden kohdalla ja pidemmät tuotteiden vuokrauskaudet muuttuvat todella kannattaviksi. Kyseisen dynamiikan myötä kasvavat vakaavaraiset asiakkaat ovat ideaalisia Lifecycle-mallin asiakkaita kasvavan kalustetarpeen ja matalan asiakasriskin myötä.

Kalusteiden vuokraaminen myymisen sijaan muuttaa Martelan kulurakennetta, sillä myyntihetken sijaan liikevaihto tuloutuu tasaisesti sopimuskauden ajan. Vuokrattavat tuotteet jäävät investointina Martelan taseeseen, jota poistetaan sopimuskauden yli. 2023 lopussa palvelumalliin liittyvien omaisuuserien osuus Martelan taseen loppusummasta oli jo kohtuullisella 13 %:n tasolla. Ajan yli tuloutuvan liikevaihdon myötä elinkaarimallin skaalaaminen painaa Martelan kannattavuutta kalusteiden myymiseen verrattuna etupainotteisesti, kunnes palvelumallin kasvu tasaantuu ja pitkien sopimusten osuus kattaa uusien sopimusten tulospainotuksen.

Martelan Lifecycle palvelumalli lukuina (MEUR)



Strategia 2/2

Asiakkaan tarpeet yhdestä kontaktipisteestä

Arviomme mukaan Martelan kyvykkyys tarjota kaikki asiakkaan toimitilaan liittyvät tuotteet ja palvelut yhden kontaktipisteen kautta vahvistaa kilpailukykyä alan muihin toimijoihin nähden. Palvelujen osuus Martelan liikevaihdosta on viime vuosina kasvanut huomattavasti, osittain laskeneen tavaramyynnin tukemana, mutta pääosin palvelumyynnin absoluuttisen kasvun ajamana. Martelan palveluja ajatellen työ- ja oppimisympäristöjen tarjoaminen palveluna on erityisen kiinnostavaa, sillä niiden jatkuvaluonteisen laskutuksen ansiosta niiden ennustettavuus on hyvä ja kausiluonteisuus muuta liiketoimintaa vähäisempää. Toimialan vahvasta kausiluontoisuudesta johtuen (julkiset hankinnat ja tulos painottuvat poikkeuksetta H2:lle) palveluiden tuoma jatkuva laskutus on erityisen arvokasta ja se tukee pidemmän päälle konsernin kannattavuutta. Kilpailu toimistokalustemarkkinalla on raakaa emmekä näe Martelalla edellytyksiä tehdä hyvää kannattavuutta kilpailemalla hinnalla, joten kilpailukykyä on haettava tuotteiden laadun ja laaja-alaisen palveluiden kautta.

Tuleva kasvu painottuu vientimarkkinoille

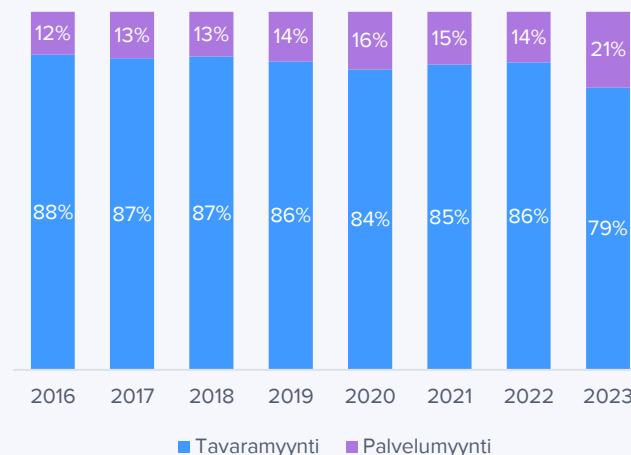
Martela on strategisesti luopunut Pohjoismaissa jälleenmyyjävetoisesta myynnistä ja keskittänyt myynnin omiin myyntikonttoreihin. Asiakaskontaktien ottaminen omiin käsiin mahdollistaa tehokkaamman dialogin loppuasiakkaan kanssa tämän tarpeiden ja toiveiden kartoittamiseksi. Arviomme mukaan asiakaskontaktin 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. Kyseisten ydinmarkkinoiden ohella Martela pyrkii lähivuosina kasvamaan Pohjoismaiden ulkopuolisilla vientimarkkinoilla, joista Saksa on käsityksemme mukaan yhtiön kannalta erityisen kiinnostava. Nähdäksemme jakeluverkostovetoinen kasvu vientimarkkinoilla vaikuttaa järkevältä ratkaisulta yhtiön merkittävän kiinteän kulurakenteen skaalaamiseksi (liikevaihtoa on kasvatettava tuloskäanteen mahdollistamiseksi). Kyseisen taustan myötä puollamme Martelan kohdalla muuttuviin kustannuksiin nojaavaa kasvua ja merkittävien investointien välttämistä toimistokalustemarkkinan kireän kilpailutilanteen takia.

Suorasta kuluttajamyynnistä haetaan kolmatta pienempää kasvualustaa

Suora kuluttajamyynni on pienempi kasvun lähde, jota Martela pyrkii hyödyntämään aiempaa tehokkaammin. Martelan laadukkaat tuotteet eivät korkean hintapisteensä vuoksi sovellu uutena erityisen hyvin kuluttajamyynniin, mutta yhtiö myy Martela Outlet -myymälöissään asiakkailta palautuneita tuotteita. Yhtiöllä on neljä outlet-myymälää, jotka sijaitsevat Vantaalla, Turussa, Tampereella ja Oulussa. Outlet-myymälöiden määrää ei käsityksemme mukaan ole tarkoitus kasvattaa, joten kuluttajamyynnin kasvu nojaa kasvaneeseen myymäläkohtaiseen myyntiin sekä verkkomyynnin kasvuun. Yhtiö investoi vuonna 2023 uuteen verkkomyyntialustaan, jota hyödynnetään sekä B2B- että B2C-myyntissä. Emme odota yhtiöltä merkittävää kasvua kuluttajamyynnissä, mutta verkkomyynnin kasvu tukisi luonnollisesti sijoitustarinaa niin kasvun kuin kannattavuuden osalta.

Myyntimix 2016-2023



Taloudellinen tilanne 1/3

Liikevaihto on ollut laskutrendillä

Vuosien 2016-2023 aikana Martelan liikevaihto on supistunut huomattavasti Suomessa ja Ruotsissa, mutta Norjassa ja etenkin muilla markkina-alueilla yhtiö on saavuttanut kasvua. Kehitys Suomessa ja Ruotsissa johtuu pääosin kiristyneestä kilpailutilanteesta, yhtiön sisäisistä haasteista ja konsernin rakenteellisista muutoksista. Martelan haasteet alkoivat vuonna 2017 uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotosta, mikä vaikutti yhtiön myyntiin ja kannattavuuteen negatiivisesti ja antoi kilpailijoille mahdollisuuden vahvistaa markkina-asemiaan. Arviomme mukaan toiminnanohjausjärjestelmän aiheuttamat toimitushaasteet heikensivät asiakkaiden luottamusta Martelaan kohtaan, mikä on painanut etenkin kotimarkkinan kehitystä.

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

Vuosina 2020-2021 Martelan liikevaihto ja tulos

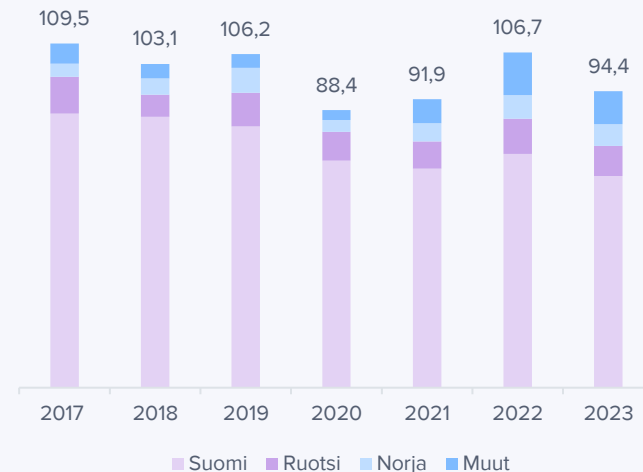
heikkenivät etenkin yksityisen puolen asiakkaiden lykätessä hankintojaan koronan aiheuttaman epävarmuuden vuoksi. Käsityksemme mukaan kysyntä piti pintansa huomattavasti paremmin julkisella puolella, mutta sielläkin kiristynyt kilpailutilanne rasitti katteita. Vuonna 2022 liikevaihto Martela pääsi hyvin kiinni toimistokalustemarkkinan elpymiseen, joskin kyseinen elpyminen jäi lyhyeksi inflaation, Venäjän hyökkäyssodan ja heikentyneen talousympäristön aiheuttaman epävarmuuden takia.

Kulurakennetta on kevennetty, mutta se ei vielä näy täysmääräisesti kannattavuudessa

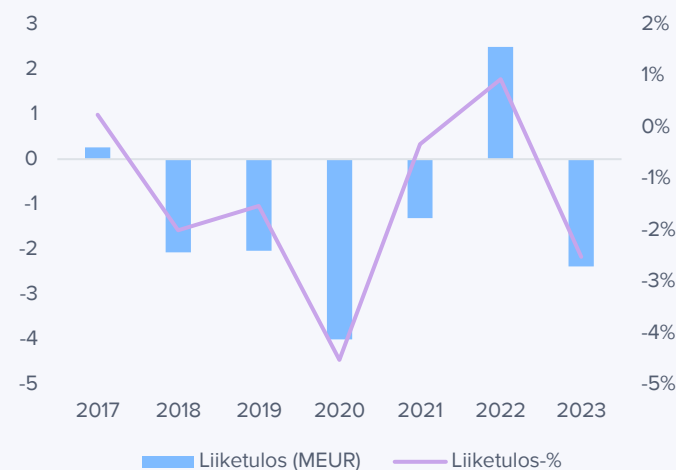
Martela on tehostanut operaatioitaan ja keventänyt kiinteää kulumassansa viime vuosina huomattavasti (henkilöstömäärä 2017-2023: 510 -> 424 henkilöä), mutta laskenut liikevaihto ja heikentynyt myyntikatemarginaali hautaavat kehitystä alleen. Vuonna 2021 yhtiö sai oikaistun liikevoitto punnersi 2,5 MEUR:oon ja 2022 liikevoitto punnersi 2,5 MEUR:oon Nummelan logistiikkakeskuksen myynti- ja takaisinvuokraussopimuksen 1,5 MEUR:n tulosvaikutuksen tukemana. Sittemmin yhtiön liiketulos heikkeni jälleen -2,4 MEUR:oon toimialan heikentyneen kysynnän ja yhtiön omien kasvuinvestointien ajamana.

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

Liikevaihto markkina-alueittain (MEUR)



Liiketulos ja EBIT-%



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 volyymistä, minkä seurauksena sen osuus liikevaihdosta tai kääntäen materiaalikate on hyvä mittatikka hinnoitteluvoimalle. Martelan materiaalikatemarginaali on laskenut 2017-2023 välillä aavistuksen 43 %:sta 42 %:iin, mikä kuvastaa nähdäksemme toimialan kireää kilpailudynamiikkaa. Materiaalikatemarginaali ollut pidempään laskutrendillä, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin Itä-Euroopasta tulevien edullisemman hintapisteen omaavien tuotteiden aiheuttamasta hintakilpailusta.

Kirstytyneen kilpailun vuoksi tuntuva osa toimijoiden tehostamistoimenpiteiden hyödyistä valuu hintojen kautta asiakkaille. Tuotekehityksen ja uusien tuotelanseerausten myötä näemme yhtiöllä edellytykset lievään parannukseen myyntikatemarginaalin osalta, mutta vanhoille 50 %:n tasoille emme näe paluuta.

Henkilöstökulut ovat supistuneet organisaation koon kutistuessaa

Henkilöstökulut on Martelan toiseksi suurin kuluerä ja vastasi vuonna 2023 24 % yhtiön liikevaihdosta. Erilaisten kulusäästöohjelmien seurauksena henkilöstökulut ovat laskeneet lähes 27 MEUR:n tasolta 2017 23 MEUR:oon. Supistuneen liikevaihdon seurauksena henkilöstökulujen absoluuttisesta laskusta huolimatta niiden suhteellinen osuus liikevaihdosta on kuitenkin säilynyt karkeasti 2017 tasolla.

Poistot ovat raportoitua tasoa korkeammat

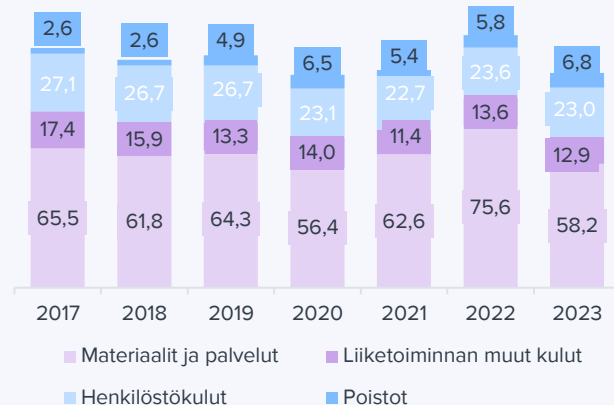
Vuonna 2023 poistot vastasivat 7 % Martelan liikevaihdosta. Yhtiön taseessa on kiinteää omaisuutta, joka koostuu pääosin maa-alueista, rakennuksista, koneista ja kalustosta. Yhtiön poistotasossa tapahtui tasokorjaus vuonna 2019 IFRS 16 standardin käyttöönoton myötä. Taseen kiinteään omaisuuteen nähden poistotaso on korkea. Tämä johtuu siitä että Martelan toimitilojen vuokrasopimukset ovat pääosin toistaiseksi voimassa olevia ja toistaiseksi voimassa olevien vuokrasopimusten kestoiksi on arvioitu myymälä- ja toimistotilojen osalta 2 vuotta ja varastotilojen osalta vuosi.

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

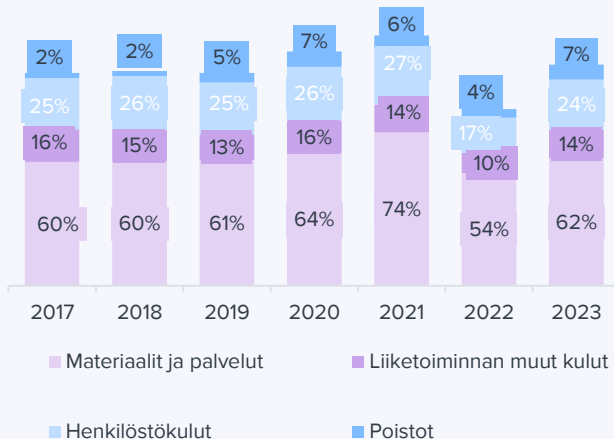
Liiketoiminnan muut kulut ovat arviomme mukaan puolikiinteitä

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

Absoluuttinen kulurakenne (MEUR)



Kuluerät suhteessa liikevaihtoon



Taloudellinen tilanne 3/3

Heikko tulokunto on nakertanut omaa pääomaa

Martelan viime vuosien haasteet ovat kurittaneet yhtiön taseasemaa. Q3'24 lopussa taseen oma pääoma oli enää 9,6 MEUR, kun se oli 2017 lopussa vielä 22,6 MEUR. Korollista velkaa yhtiön taseessa oli yhteensä 18,7 MEUR:n edestä, josta IFRS 16 vuokrasopimusvelkojen osuus oli 16,9 MEUR. Nummellan logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokraamisen tukemana yhtiön likvidit varat nousivat väliaikaisesti lähes yhtiön markkina-arvon tasolle, mutta Q3:n lopussa likvidit varat olivat supistuneet 2,1 MEUR:oon. Tyypillisesti tase vahvistuu Q4:n aikana, mutta viime vuonna oletamme sen laskeneen poikkeuksellisen heikon Q4-kannattavuuden myötä.

Arviomme mukaan liiketoiminnan käteisvarojen tarve on normalisoidusti 5 % liikevaihdosta eli noin 5 MEUR. Kyseiseen tasoon nähden Martelan taseessa ei ole ylimääräistä kassaa ja käyttöpääoman hallinta vaatiikin tavallista enemmän vierasta pääomaa tai matalampia varastotasoja. Taseen loppusummaan ja liikevaihtoon suhteutettuna Martelan tase sisältää paljon korotonta velkaa, jonka avulla liiketoiminta rahoittaa osittain itseään. Q4:n lopussa korottomia velkoja oli yhteensä 26 MEUR, joka koostui pääosin ostoveloista, siirtoveloista ja saaduista ennakoista.

Omaisuuksien koostuu pääosin käyttöpääomasta ja käyttöoikeusomaisuuseristä

Vastaavaa puolella yhtiön merkittävimmät erät ovat käyttöpääomaan lukeutuvat myyntisaamiset ja vaihto-omaisuus sekä aineelliset hyödykkeet. Yhtiön muut saamiset koostuvat 0,5 MEUR:n lainasaamisista, verosaamisista ja siirtosaamisista.

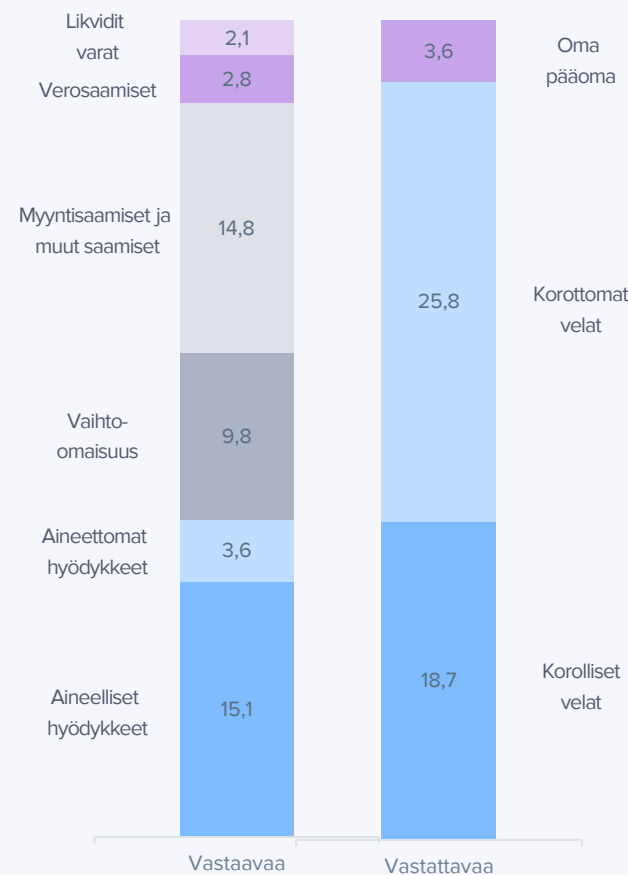
Nähdäksemme Martelan käyttöpääoma on toistaiseksi poikkeuksellisen matalalla tasolla ja odotamme sen kokevan nousupainetta viimeistään liikevaihdon kääntyessä kasvuun.

Martela ei ole kirjannut taseeseen verosaamia vahvistetuista tappioista, joiden hyödyntäminen tulevaisuudessa verotettavaa tuloa vasten vaikuttaa epätodennäköiseltä. 2023 lopussa yhtiöllä oli yhteensä 22,1 MEUR:n edestä kyseisiä tappioita ja ne kohdistuvat ulkomaisiin tytäryhtiöihin. Yhtiön käsityksen mukaan kyseisillä tappioilla ei ole vanhentumisaikaa, joten ne voivat tulevaisuudessa laskea yhtiön veroastetta, mutta niiden hyödyntäminen vaatii ulkomaisten tytäryhtiöiden tulokunnon paranemista.

Aineellisia hyödykkeitä Martelan taseessa on 15,1 MEUR:n edestä. Noin puolet erästä koostuu IFRS 16 mukaisista elinkaarimallin vuokrasopimuksista, jossa Martela toimii tuotteiden vuokralleantajana. Muut lukuun kuuluvat erät ovat mm. IFRS 16 mukaiset vuokrasopimukset, jossa Martela toimii vuokralleottajana. Näitä ovat mm. koneet ja kalusto sekä taseen rakennukset.

Konsernilla on 3,6 MEUR aineettomia hyödykkeitä, jotka sisältävät mm. tutkimus- ja tuotekehitysmenoja, ohjelmistolisenssejä, IT-ohjelmien aktivoituja kuluja, patentteja, lisenssejä ja muita vastaavia oikeuksia. Lisäksi taseessa on 0,9 MEUR:n edestä liikearvoa vuonna 2011 toteutettuun Grundell-yrityskauppaan liittyen. Liikearvoon ei arviomme mukaan kohdistu oleellista alaskirjausriskiä ja yhtiön tase kestäisi omaisuuserän täysmääräisen alaskirjauksen.

Yksinkertaistettu taserakenne Q3'24
48,2 (MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

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

Odotamme yhtiön jäävän kuluvan vuoden ohjeistuksestaan

Vuosi 2024 oli Martelalla erittäin haastava, mikä ilmeni tilikauden kolmesta tulosvaroituksesta. Tammikuussa annettujen ennakkotietojen mukaan 2024 liikevaihdon odotetaan laskevan 8 % noin 87 MEUR:oon ja liiketappion ennakoitavan olevan 6,3-6,7 MEUR. Viime vuonna etenkin yksityinen sektori oli varovainen suurempien konttorihankkeiden suhteen, mutta yhtiö viesti jo Q3-raportissaan suurempien hankkeiden etenemisestä ja vertailukautta vahvemmasta tilausvirrasta. Pohjoismaissa nähty työyhteisöjen siirtyminen etätyömoodista vahvemmin takaisin toimistolle tukee Martelan ja koko toimialan kysyntää. Kysynnän elpymisen kannalta on kuitenkin kriittistä, että Pohjoismaissa nähty orastavat merkit talouden elpymisestä jatkuvat, työttömyysaste ei nouse enää oleellisesti

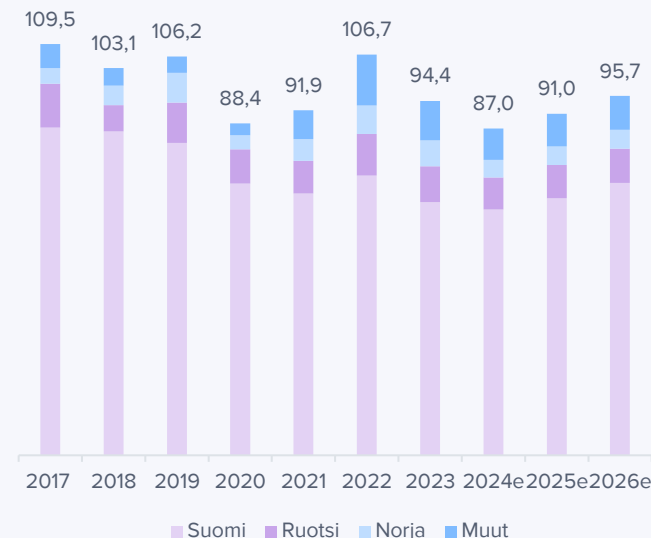
nykytasoilta ja asiakkaat saavat paremman näkyvyyden oman kysyntänsä kehitykseen. Tämä elpymisen merkeistä huolimatta tämän kääntymisen luvuiksi on ollut Martelan odotuksia hitaampaa, mikä 2024 ohjeistusta koskevista tulosvaroituksista.

2024 tulostasoa keskeisempänä näemme kysyntäympäristön elpymisen sillä yhtiön taseasema ei enää kestä edellisvuoden kaltaista suoritusta. 2024 lopun toimitusten siirtyminen vuoden 2025 alkuun petaavat yhtiölle edellytykset parempaan kausiluonteisesti haastavalle alkuvuodelle. Alkuvuoden yli selviäminen edellyttää ennusteidemme valossa uutta ulkopuolista rahoitusta joko oman pääoman ehtoisesti, velkarahalla tai omaisuuseriä myymällä. Kyseisen uuden rahoituksen saatavuus ei nähdäksemme ole itsestään selvää, mikä nostattaa osakkeen riskiprofilia merkittävästi.

Lähipuosien kasvuennusteet

Martelalla ei ole virallista julkista kasvutavoitetta, mikä vaikeuttaa ennusteiden suhteuttamista yhtiön omiin tavoitteisiin. Vuosina 2025-2026 odotamme Martelan saavuttavan vuosittain noin 5 %:n toimistokalustemarkkinan elpymisen myötä. Odotamme toimialan elpymisen olevan asteittainen, jota puoltaa Martelan tammikuussa tiedottama toimintojen uudelleenorganisointi, jolla yhtiö tähtää 1,5-2,0 MEUR:n säästöihin. Toimialan elpymiskäyrää ajatellen pidämme keskeisenä mihin asentoon tasapaino etä- ja kotoa työskentelyn välillä asettuu. Arviomme mukaan Ikean kaltaisten matalan hintapisteen aiheuttama uhka Martelalle on pienempi työpaikoilla ja etenkin hybridityötä suosivissa organisaatioissa työntekijän omaan kotiin verrattuna.

Liikevaihto markkina-alueittain



Ennusteet 2/3

Ennustemme eivät ole Martelalta oleellista kasvua tai markkinaosuuden voittamista yhtiön pienemmiltä markkina-alueilta, mikä on luonnollisesti mahdollista. Viime vuosien kasvuinvestointien (mm. uusi digitaalinen kaupankäyntialusta ja uudet tuotelanseeraukset) myötä yhtiöllä on aiempaa paremmat edellytykset saavuttaa kasvua niin Suomessa kuin sen ulkopuolelta. Tästä huolimatta odotamme kotimarkkinan ulkopuolelta vain 3-5 %:n liikevaihdon kasvua. Mielestämme yhtiöltä on perusteltua odottaa näyttöjä kyvystä saavuttaa kestävää kasvua ulkomailla, sillä toistaiseksi Martelan historialliset näytöt ovat siitä rajalliset. Etenkin strategiset kasvupanostukset Saksaan voivat onnistuessaan mahdollistaa huomattavaakin kasvua, mutta toimialan kireän kilpailutilanteen vuoksi arvon luominen kasvamalla ei ole itsestään selvää.

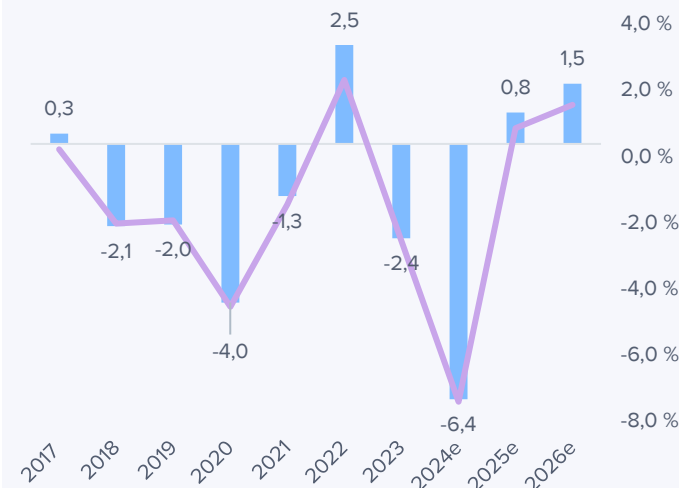
Vuosien 2025-2026 jälkeen odotamme Martelan liikevaihdon kasvun maltillistuvan 2 %:iin, mikä on linjassa pidemmän aikavälin kasvuodotuksemme kanssa. Huoneistokalustemarkkinan rajallisen kasvunäkymän takia Martelan pidemmän aikavälin kasvu nojaa nähdäksemme yhtiön kykyyn saavuttaa kestävä kasvun resepti Suomen ulkopuolelta. Kotimarkkinan ulkopuolella Martelan kohdemarkkinoiden kasvunäkymä ei arviomme mukaan ole oleellisesti vahvempi pidemmällä aikavälillä. Tämän seurauksena odotuksiamme ripeämpi kasvu nojaa yhtiön kykyyn voittaa markkinaosuuksia.

Kannattavuus ja tulosenusteet

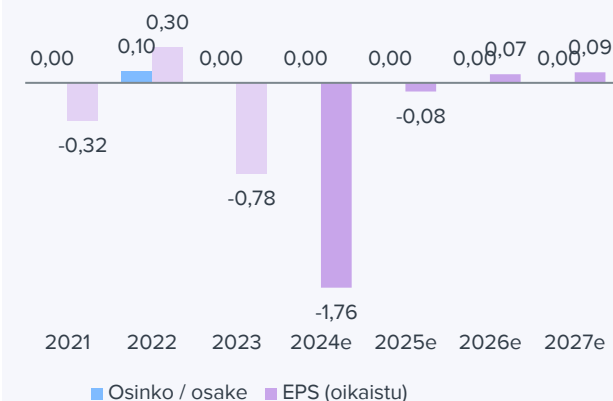
Vuosina 2025-2027 odotamme Martelan tulostason elpyvän normalisoituvan kysyntäympäristön ja sen myötä elpyvien toimitusvolyymien ajamana. Liiketulosennustemme asettuvat 0,8-1,5 MEUR:oon, jonka on 1,4-2,0 % Martelan liikevaihdesta. Yksittäisen vuoden osalta näemme Martelalla edellytykset huomattavasti vahvempaankin suhteelliseen kannattavuuteen, mutta historian valossa yhtiön marginaalitaso on heilunut merkittävästi, mikä vaikeuttaa normalisoidun tulostason arvioimista. Martelan liiketoiminnassa on merkittävä määrä kiinteitä ja puolikiinteitä kuluja (ts. operatiivista vipua), minkä seurauksena yhtiön tulostaso on herkkä muutoksille liikevaihdoissa. Liikevaihdon elpyminen on näinollen avainasemassa Martelan tuloskäännettä ajatellen.

Vuonna 2022 Martela teki merkittävän kokoisen myynti- ja takaisinvuokraussopimuksen Nummelan Logistiikkakeskuksesta. Kaupan myyntihinta oli 15 MEUR ja sen vuokrasopimus on voimassa vuoteen 2033 asti. Martelan Nummelan logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokrauksen IFRS 16 kirjanpitokäytännön takia yhtiön vuokratulot eivät näy tuloslaskelmalla täysmääräisesti. Tämän seurauksena yhtiön tulostaso vaikuttaa todellista rahavirtaa vahvemmalta. Kyseinen erotus on käsityksemme mukaan vuositasona noin 0,7-0,8 MEUR ja se on huomioitava yhtiön arvonmäärityksessä.

Liikevoitto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/3

Martelan tulostukäänne ja siirtyminen vankalle kasvu-uralle nojaa arviomme mukaan alkuun toimistokalustemarkkinan kysynnän elpymiseen ja nykyisen kestävämmän kireän kilpailuaseman laantumiseen. Tämän ohella Martelan kannalta sisäiset keskeiset toimet tulostukäänteen saavuttamiseksi ovat mm. myyntitarjooman muovaaminen palveluvetoisemmaksi ja elinkaarimallin läpilyöntiin, koska arviomme mukaan Martelan on vaikea vahvistaa kilpailukykyään oleellisesti puhtaana kalustetoimittajana. Samalla on tärkeä tunnistaa, että yhtiö on keventänyt kulurakennettaan merkittävästi, minkä seurauksena kannattavaa liiketoimintaa voi pyörittää aikaisempaa alhaisemmillä myyntivolyymeillä.

Lähivuosien rahavirta menee taseen vahvistamiseen

Martelan taseasemaa ajatellen on kriittistä, että yhtiö selviää kausiluonteisesti haastavan alkuvuoden 2025 yli ilman rahoitusriskin realisoitumista. Povaamastamme selvästä tulospaannuksesta huolimatta ennusteidemme mukainen suoritustaso ei kanna yhtiötä kyseisen haastavan jakson yli ilman ulkopuolista rahoitusta.

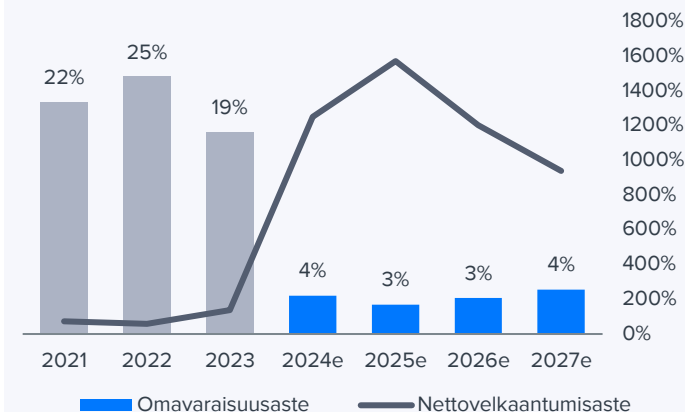
Martela ei jakanut osinkoa vuoden 2023 tuloksestaan. Odotamme yhtiön keskittyvän lähivuosina taseensa vahvistamiseen, mikä pitää osingonjaon toissijaisena vielä lähivuodet. Emme odota Martelalta osinkoa vuosilta 2024-2027 yhtiön vahvistaessa taseasemaansa. Taseen vahvistaminen vaatii aikaa ja ennusteissamme

omavaraisuusaste nousee 4 %:iin 2027, joten työ taseen vahvistaminen on edelleen vahvasti kesken tässä vaiheessa. Nummelan Logistiikkakeskuksen myynnin ja takaisinvuokrauksen kirjanpitokäsittelyn vuoksi Martelan oman pääoman taso vaikuttaa todellisuutta matalammalta (konserni kirjasi vain pienen osan transaktion myyntivoitosta tulokseensa, mutta emo kirjasi sen täysmääräisesti).

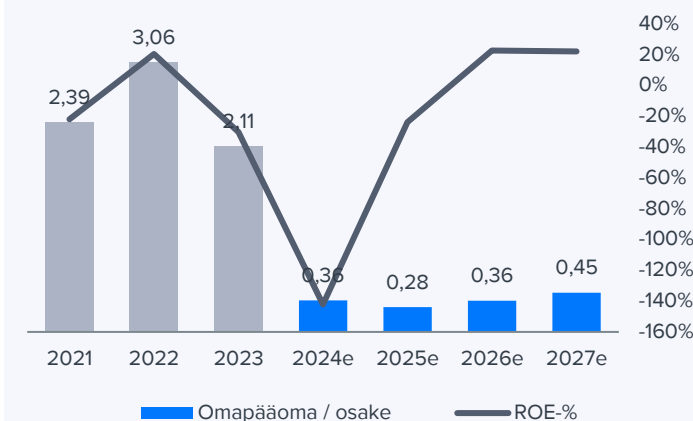
Oman pääoman tuotto on erittäin herkkä muutoksille kannattavuudessa

Laskeneen osakekohtaisen oman pääoman myötä Martelan oman pääoman tuotto on muuttunut erittäin herkäksi muutoksille nettotulosmarginaalissa. Edellisvuoden heikon tulostason myötä Martelan oman pääoman tuotto painui ennusteissamme poikkeuksellisen matalalle tasolle. Matala oman pääoman tuotto alleviivaa tarvetta ripeälle tulostukäänteelle, sillä yhtiön oma pääoma ei yksinkertaisesti kestä vastaavaa suoritusta. Martela näkee kuitenkin selviä merkkejä toimistokalustemarkkinan kysynnän ja tilauksien elpymisestä, mikä ajaa ennusteissamme elpyvää oman pääoman tuottoa. Oman pääoman tuottoa vakaampi sijoitetun pääoman tuotto elpyy 2025-2026 ennusteissamme 5-8 %:n tasolle, mikä alittaa yhtiön oman pääoman kustannuksen.

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	107	24,1	19,4	24,5	26,4	94,4	20,2	21,0	20,7	25,1	87,0	91,0	95,7	97,6
Suomi	74,5	17,7	14,4	17,6	17,7	67,4	15,2	16,7	16,0	17,6	65,5	68,4	72,6	74,0
Ruotsi	11,1	3,2	0,7	2,2	3,4	9,6	1,8	1,5	2,2	3,0	8,5	8,9	9,1	9,3
Norja	7,6	2,0	1,4	1,9	1,6	6,9	1,0	1,2	1,0	1,5	4,7	4,9	5,0	5,1
Muut	13,5	1,2	2,9	2,8	3,6	10,5	2,2	1,6	1,5	3,0	8,3	8,7	9,0	9,2
Käyttökate	8,3	-0,1	-1,4	2,5	3,5	4,4	-0,5	0,1	0,8	0,2	0,6	7,2	8,2	8,5
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,9	-6,8	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-7,0	-6,4	-6,7	-6,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	-1,8	-2,9	0,8	1,5	-2,4	-2,2	-1,6	-0,9	-1,7	-6,4	0,8	1,5	2,0
Liikevoitto	2,5	-1,8	-2,9	0,8	1,5	-2,4	-2,2	-1,6	-0,9	-1,7	-6,4	0,8	1,5	2,0
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,4
Tulos ennen veroja	1,3	-2,1	-3,0	0,6	1,2	-3,3	-2,5	-1,9	-1,3	-2,0	-7,7	-0,4	0,4	0,5
Verot	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	2,6	-2,2	-3,0	0,7	1,0	-3,5	-2,7	-2,1	-1,3	-1,9	-7,9	-0,3	0,3	0,4
EPS (oikaistu)	0,30	-0,49	-0,66	0,15	0,22	-0,78	-0,59	-0,46	-0,29	-0,42	-1,76	-0,08	0,07	0,09
EPS (raportoitu)	0,56	-0,49	-0,66	0,15	0,22	-0,78	-0,59	-0,46	-0,29	-0,42	-1,76	-0,08	0,07	0,09

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16,1 %	-10,8 %	-28,9 %	-2,9 %	-2,8 %	-11,5 %	-16,1 %	8,3 %	-15,6 %	-4,9 %	-7,8 %	4,5 %	5,2 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-419,4 %	-1742,7 %	-3831,6 %	32,9 %	843,2 %	-340,2 %	19,5 %	-44,9 %	-210,0 %	-212,2 %	170,5 %	-112,3 %	91,4 %	28,7 %
Käyttökate-%	7,8 %	-0,5 %	-7,2 %	10,0 %	13,1 %	4,7 %	-2,3 %	0,3 %	4,0 %	0,7 %	0,7 %	7,9 %	8,6 %	8,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	-7,5 %	-15,2 %	3,5 %	5,8 %	-2,5 %	-10,7 %	-7,7 %	-4,5 %	-6,8 %	-7,4 %	0,9 %	1,6 %	2,0 %
Nettotulos-%	2,4 %	-9,2 %	-15,3 %	2,7 %	3,8 %	-3,7 %	-13,2 %	-9,9 %	-6,3 %	-7,5 %	-9,1 %	-0,4 %	0,3 %	0,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	21,0	22,3	22,2	23,0	22,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,3	4,4	4,5	4,5
Käyttöomaisuus	13,3	14,4	14,3	15,0	14,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9
Vaihtuvat vastaavat	41,3	33,4	27,8	28,7	30,1
Vaihto-omaisuus	11,8	9,2	8,7	8,6	9,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,2	19,1	14,8	15,5	16,3
Likvidit varat	11,3	5,1	4,4	4,5	4,8
Taseen loppusumma	62,3	55,7	50,0	51,7	52,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	13,9	9,6	1,6	1,3	1,6
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	5,3	1,5	-6,4	-6,8	-6,4
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	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,0	14,2	12,6	12,6	12,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,8	13,9	12,3	12,3	12,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	33,4	31,9	35,8	37,8	38,9
Korolliset velat	4,6	4,3	12,3	12,3	12,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,8	27,7	23,5	25,5	26,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	62,3	55,7	50,0	51,7	52,8

Arvonmääritys 1/3

Suosimme tulospohjaista hinnoittelua

Martelan arvonmäärityksessä suosimme tulospohjaisia hintakertoimia. Mielestämme käyttökelpoisimmat kertoimet ovat taserakenteen huomioiva EV/EBIT-kerroin ja nettotulospohjainen P/E-luku. Yhtiön arvostuskertoimien arviointia hankaloittaa kuitenkin kausiluonteisuuden aiheuttama tuntuva käteistarve ja merkittävän kokoinen myynti- ja takaisinvuokraussopimus, jonka seurauksena yhtiöllä on tuntuva määrä vuokratuloja tuloslaskelman ulkopuolella. Tästä johtuen yhtiön arvostusta kannattaa mielestämme katsoa IAS 17 mukaista EV/EBIT-kerrointa.

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

Painopisteemme arvonmäärityksessä on vuosien 2025 ja 2026 kertoimissa, 2024 liiketuloksen jäätyä tappiolliseksi. Martelan liiketoiminnan näkyvyys on kuitenkin, mikä lisää ennusteisiimme liittyvää epävarmuutta ja rajaa kertoimista saatavaa tukea. Hyödynnämme DCF-mallia arvostuksen tukena arvon määrityksen haarukoimiseen.

Hyväksyttyn arvostukseen vaikuttavat tekijät

Seuraavat tekijät vaikuttavat meidän Martelalle hyväksymään arvostustasoon:

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

- **Liiketoiminnan maltillinen investointitarve** mahdollistaa tuloksen kääntyessä kohtuullisen rahavirran ja hyvän osingonmaksukyyn.
- **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 projektiveton luonne** heikentävät näkyvyyttä nostaten Martelan riskiprofilia. Tämä nostaa osakkeen tuottovaadetta ja laskee hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- **Historialliset tulospettymykset** ja poukkoilevan suoritustason taakka on naarmuttanut sijoittajatarinaa, mikä on siirtänyt hinnoittelun painopistettä pidemmän tähtäimen potentiaalista kohti lyhyempää jännettä.

Edellä mainittujen tekijöiden pohjalta Martelalle voi mielestämme hyväksyä normaalin tulostason 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	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,80	0,80	0,80
Osakemäärä, milj. kpl	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	3,6	3,6	3,6
Yritysarvo (EV)	24	24	23
P/E (oik.)	neg.	neg.	10,9
P/E	neg.	neg.	10,9
P/B	2,2	2,8	2,2
P/S	0,0	0,0	0,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	38,8	3,3	2,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	29,9	15,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Heikon näkyvyyden vuoksi tulospohjainen arvostus tarjoaa rajallisesti tартtumapintaa

2025-2026 ennusteillamme Martelan EV/EBIT-kertoimet ovat korkealla 30-15x tasolla. Nähdäksemme arvostusta paremmin kuvaava vuokraveloista oikaistu ja kaikki vuokratulot huomioiva EV/EBIT-kerroin on 2025 ennusteillamme erittäin korkea ja 2026 ennusteillamme neutraalilla 7x tasolla. Kyseinen kerroin antaa kuitenkin turhan ruusuisen kuvan yhtiön vakaavaraisuudesta, koska merkittävän kausiluonteisuuden ja tuntuvaan operatiivisen vivun vuoksi yhtiön liiketoiminta vaatii arviomme mukaan noin 5 MEUR:n käteisvaroja. Mikäli liiketoiminnan arvioidaan sitovan 5 % rahavaroja osana käyttöpääomaa, on vuoden 2026 IFRS 16 oikaistu EV/EBIT-kerroin korkealla 14x tasolla. Heikon taloussuhdanteen vuoksi Martelan tulokunto on lyhyellä aikavälillä paineessa ja alle sen potentiaalisen tason, minkä seurauksena osakkeen kohdalla on lyhyellä tähtäimellä mielestämme sovellettava lievää joustoa hyväksyttäviin arvostukseen nähden, mutta yleisesti ne viestivät nähdäksemme osakkeen tuotto/riski-suhteen nojaavan väärään suuntaan. Tulospohjaisten kertoimien vakautta heikentävät myös matalat kantaluovut, joiden vuoksi pienetkin ennustemuutokset heiluttavat arvostuskuvaa merkittävästi.

Nettotulokseen pohjautuvista P/E-kertoista on haettava tukea vuosien 2026-2027 ennusteilla ja ne ovat ennusteillamme 11-9x. Kertoimet eivät kuitenkaan huomioi tuloslaskelman ulkopuolista vuokratulua, jonka huomioiminen nostattaisi kertoimia selvästi. Martelan ohuiden marginaalien vuoksi pienetkin muutokset suhteellisessa kannattavuudessa heiluttavat etenkin

nettotulospohjaista arvostuskuvaa merkittävästi.

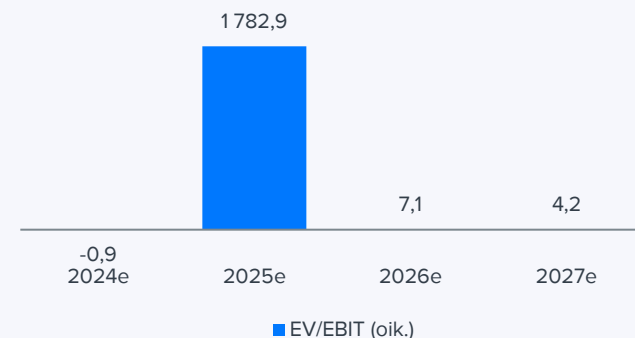
Tasepohjainen arvostus on maltillinen, muttei syytä

Martelan tasepohjainen P/B-luku on vuoden 2024 ennusteillamme 2,2x ja 2025 ennusteillamme 2,8x, mikä on Helsingin pörssin mittakaavassa korkea taso. P/B-kerroin on noussut korkeaksi nopeasti laskeneen oman pääoman myötä, mikä nostattaa osakkeen riskiprofiilia. Yhtiön matalan historiallisen oman pääoman tuoton (2006-2023 keskimäärin 0,8 %) vuoksi P/B-kertoimessa on vaikea nähdä perusteluita kestävään tasepohjaiseen preemiohinnoitteluun. P/B-kerroin on erityisen herkkä muutoksille tulosenennusteissa matalalle tasolle laskeneen oman pääoman myötä, mutta myös 1,5x tasolla oleva EV/sijoitettu pääoma - tunnusluku puhuu osakkeen kalliin hinnoittelun puolesta.

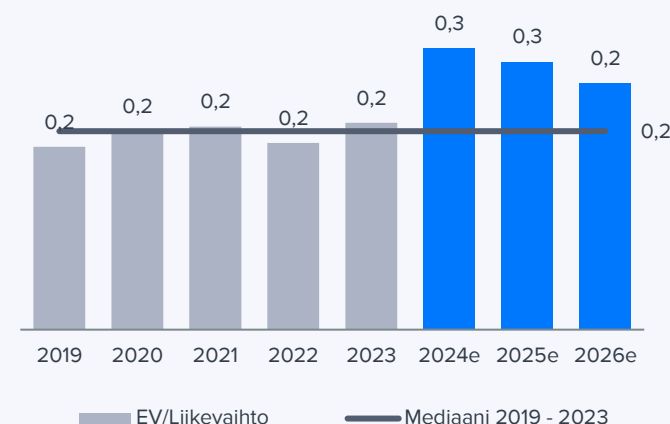
Liikevaihtopohjainen arvostus

Martelan liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet (EV/S) ovat vuosien 2025-2026 ennusteillamme 0,3-0,2x. Taso on alhainen, mutta perusteetta yhtiötä ei tällaisilla kertoimilla hinnoitella. Juurisyyt makaavatkin liiketoiminnan varsin matalassa marginaali- ja pääoman tuottopotentialissa sekä viime vuosien heikossa tulokunnossa. Tulokäänteiden tullessa läpi olisi nykytasossa kuitenkin selvää nousuvaraa. Suuren myyntivolyymien ja alhaisten marginaalien seurauksena pienikin parannus Martelan suhteellisessa kannattavuudessa yhtiön tulospohjaista arvostuskuvaa merkittävästi, eikä sen vuoksi yksittäisen vuoden tulospohjaiselle arvostukselle saa yksinään antaa liian suurta painoarvoa.

IFRS 16 oikaistu EV/EBIT



EV/Liikevaihto



Arvonmääritys 3/3

Kassavirta-analyysiin (DCF) pohjautuva arvostus

Diskontattuihin kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa Martelan osakekannan arvoksi 1,1 MEUR eli 0,2 euroa per osake. DCF-mallissamme odotamme liikevaihdon kasvavan pidemmällä aikavälillä (2028-2033) 2 % vuodessa, kun taas liikevoittomarginaali asettuu 2 %:iin. Kyseinen oletus on Martelan viime vuosien suoritustasoon nähden aggressiivinen ja vaatii koko toimistokalustemarkkinan kannattavuustason tervehtymistä. Oletus on nähdäksemme perusteltu, mutta kilpailurakenteen muutokseen nojaavavan kehityksen ajoittaminen on ennustaessa haastavaa.

Terminaalijaksossa yhtiön kasvu hiipuu 1,5 %:iin, kun taas liikevoittomarginaali painuu 1,8 %:n tasolla. DCF-mallimme pyrkii havainnollistamaan yhtiön rahavirtaa ilman vuonna 2020 implementoidun IFRS 16 standardin vaikutuksia, mikä laskee yhtiön nettovelkaa sekä poisto- ja investointitasoa ja nostattaa pääoman kustannusta. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 13,2 % ja riskitön korko on 2,5 %. Oman pääoman tuottovaade on 13,6 %.

Tuotto-odotus jää heikoksi

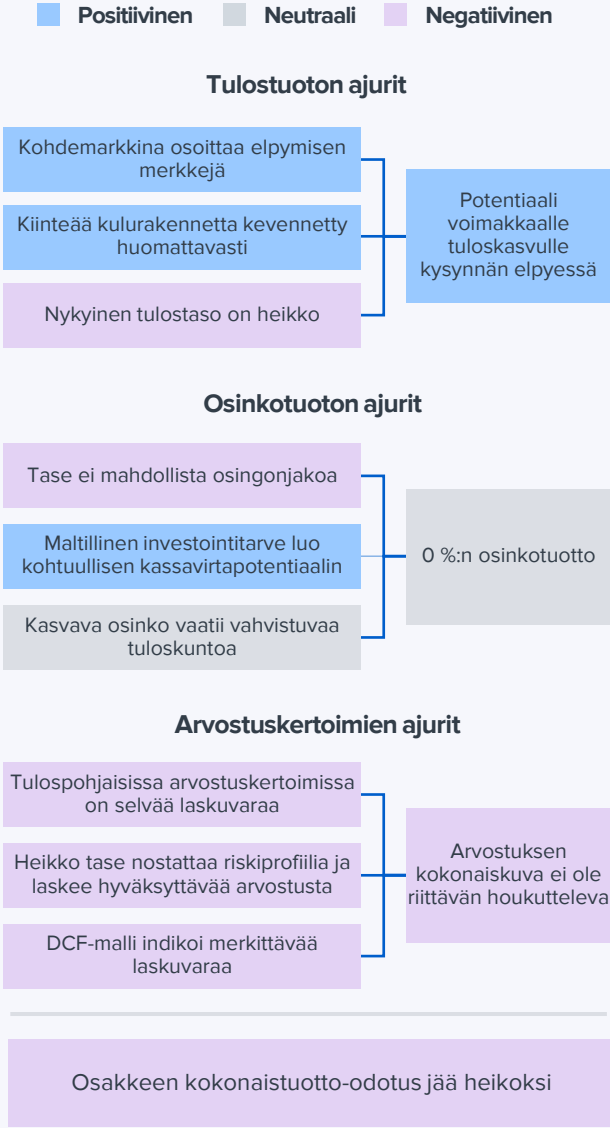
Vuoden 2027 ennusteillamme Martelan P/E-luku on 10x. Taso on mielestämme Martelalle hieman koholla. Odotamme Martelan priorisoivan taseensa vahvistamista lähivuosina, minkä seurauksena emme odota yhtiön maksavan osinkoa lähivuosien tuloksestaan. Tämän myötä osakkeen tuotto-odotus jää silmissämme tulospohjaisen varaan, mikä ei ennusteissamme riitä korkean tulospohjaisen arvostuskuvan sulattelemiseksi.

Täten nykyinen kurssitaso hinnoittelee näkemyksemme mukaan sisään selvästi omia odotuksiamme myönteisempää tulevaa kehitystä.

Arvostuksen yhteenveto

Olemme arvioineet Martelan arvostusta useasta näkökulmasta ja näemme osakkeessa selvää laskuvaraa. Osakkeen arvo painottuu vahvasti taseessa sijaitseviin omaisuuseriin ja toimialan tervehtymiseen tai rakennejärjestelyihin liittyvään optionaalisuuteen, kunnes yhtiö saa tulospohjainen arvostus ei vaikuta houkuttelevalta, mutta matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen myötä potentiaalisi pienikin positiivinen yllätys suhteellisessa kannattavuudessa lyö voimalla läpi tulostulokertoimiin. Osakkeen tuotto/riski-suhde säilyy kuitenkin silmissämme nykyisellä kurssitasolla heikkona, kunnes yhtiö saa rahoitusriskiään laskettua tai tulospohjaisena edistettyä huomattavasti. Toistamme 0,5 euron tavoitehintamme ja myy-suosituksemme.

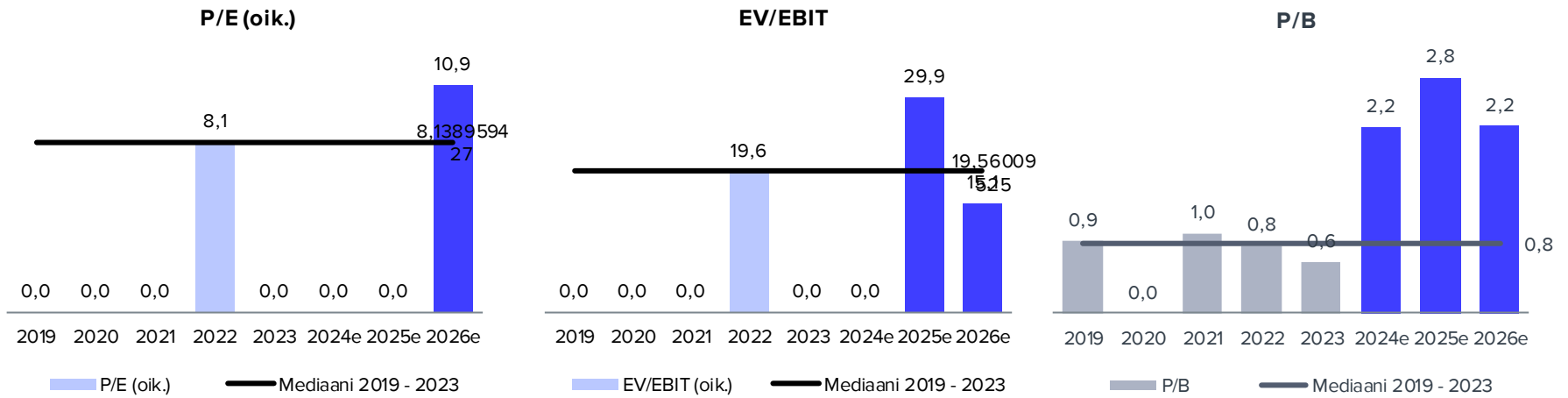
Osaketuoton ajurit 2024-2027



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,36	3,09	2,29	2,45	1,28	0,80	0,80	0,80	0,80
Osakemäärä, milj. kpl	4,14	4,14	4,51	4,52	4,52	4,52	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	14	13	10	11	5,9	3,6	3,6	3,6	3,6
Yritysarvo (EV)	19	17	18	19	19	24	24	23	23
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	8,1	neg.	neg.	neg.	10,9	8,8
P/E	neg.	neg.	neg.	4,3	neg.	neg.	neg.	10,9	8,8
P/B	0,9		1,0	0,8	0,6	2,2	2,8	2,2	1,8
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,5	6,8	4,4	2,3	4,3	38,8	3,3	2,8	2,6
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	19,6	neg.	neg.	29,9	15,1	11,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	17,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Steelcase	1296	1335	7,8	7,8	5,2	5,0	0,4	0,4	11,1	10,8	3,8	3,9	1,5
Martela (Inderes)	4	24	-3,7	29,9	38,8	3,3	0,3	0,3	-0,5	-10,6	0,0	0,0	2,2

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-11,5 %	-7,8 %	4,5 %	5,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	-2,5 %	-7,4 %	0,9 %	1,6 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
Liikevoitto	-2,4	-6,4	0,8	1,5	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	1,9	2,0	
+ Kokonaispoistot	6,8	3,7	3,4	3,6	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	0,5	0,7	1,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,6	-2,3	5,4	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,8	4,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,9	-3,6	-4,3	-3,3	-3,5	-3,3	-3,3	-3,2	-3,2	-3,1	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,3	-5,8	1,1	1,6	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,6	
+/- Muut	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
Vapaa kassavirta	-3,3	-6,9	0,1	0,6	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	5,3
Diskontattu vapaa kassavirta		-7,8	0,1	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	2,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		-2,6	5,3	5,1	4,6	4,2	3,7	3,3	2,9	2,5	2,2	2,0
Velaton arvo DCF		-2,6										
- Korolliset velat		-1,4										
+ Rahavarat		5,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,5 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	13,2 %

2024e-2028e

245%

2029e-2033e -67%

TERM-78%

■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

Lähde: Inderes HUOM: Malli havainnollistaa rahavirtaa ilman IFRS 16 vaikutusta

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	91,9	106,7	94,4	87,0	91,0	EPS (raportoitu)	-0,53	0,56	-0,78	-1,76	-0,08
Käyttökate	4,1	8,3	4,4	0,6	7,2	EPS (oikaistu)	-0,32	0,30	-0,78	-1,76	-0,08
Liikevoitto	-1,3	2,5	-2,4	-6,4	0,8	Operat. kassavirta / osake	-0,29	2,25	1,02	0,24	1,85
Voitto ennen veroja	-2,3	1,3	-3,3	-7,7	-0,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,99	2,46	-0,72	-1,29	0,25
Nettovoitto	-2,4	2,6	-3,5	-7,9	-0,3	Omapääoma / osake	2,39	3,06	2,11	0,36	0,28
Kertaluontoiset erät	-1,0	1,5	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	51,1	62,3	55,7	50,0	51,7	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	16 %	-12 %	-8 %	5 %
Oma pääoma	10,8	13,9	9,6	1,6	1,3	Käyttökateen kasvu-%	63 %	101 %	-47 %	-86 %	1063 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-92 %	-419 %	-340 %	171 %	-112 %
Nettovelat	7,8	8,1	13,1	20,2	20,1	EPS oik. kasvu-%	-72 %	-194 %	-358 %	126 %	-96 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	4,5 %	7,8 %	4,7 %	0,7 %	7,9 %
Käyttökate	4,1	8,3	4,4	0,6	7,2	Oik. Liikevoitto-%	-0,3 %	0,9 %	-2,5 %	-7,4 %	0,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,3	3,6	0,5	0,7	1,4	Liikevoitto-%	-1,4 %	2,3 %	-2,5 %	-7,4 %	0,9 %
Operatiivinen kassavirta	-1,3	10,2	4,6	1,1	8,4	ROE-%	-21,7 %	20,7 %	-30,0 %	-142,2 %	-23,5 %
Investoinnit	-3,3	-9,8	-7,9	-6,9	-7,2	ROI-%	-5,2 %	8,8 %	-7,8 %	-23,9 %	3,0 %
Vapaa kassavirta	-4,5	11,1	-3,3	-5,8	1,1	Omavaraisuusaste	22,2 %	24,7 %	19,3 %	3,7 %	2,8 %
						Nettovelkaantumisaste	72,6 %	58,6 %	137,2 %	1252,3 %	1573,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3						
EV/EBITDA	4,4	2,3	4,3	38,8	3,3						
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,6	neg.	neg.	29,9						
P/E (oik.)	neg.	8,1	neg.	neg.	neg.						
P/B	1,0	0,8	0,6	2,2	2,8						
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,0 %	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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsitellä tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
04/10/2021	Vähennä	2,50 €	2,36 €
07/11/2021	Vähennä	2,30 €	2,30 €
12/01/2022	Lisää	3,00 €	2,73 €
09/05/2022	Lisää	3,30 €	3,01 €
13/07/2022	Lisää	3,80 €	3,38 €
13/08/2022	Lisää	4,10 €	3,68 €
06/11/2022	Vähennä	2,80 €	2,75 €
13/02/2023	Vähennä	2,60 €	2,48 €
02/05/2023	Vähennä	2,20 €	2,29 €
08/05/2023	Vähennä	2,10 €	2,11 €
14/08/2023	Vähennä	1,50 €	1,71 €
20/10/2023	Myy	1,10 €	1,30 €
12/11/2023	Myy	1,10 €	1,34 €
15/02/2024	Myy	1,20 €	1,39 €
15/05/2024	Myy	1,05 €	1,21 €
19/08/2024	Vähennä	1,00 €	1,03 €
11/11/2024	Vähennä	0,90 €	0,98 €
12/12/2024	Myy	0,75 €	0,90 €
20/01/2025	Myy	0,50 €	0,88 €
21/01/2025	Myy	0,50 €	0,80 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS**



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**