

Martela

Yhtiöraportti

12/2016

**inde
res.**

Potentiaali alkaa realisoitua

Asetamme Martelan tavoitehinnan 12,50 euroon (aik. 11,40 EUR) ja annamme osakkeelle osta-suosituksen (aik. lisää). Näkemyksemme mukaan Martelan tulos tulee lähivuosina kasvamaan voimakkaasti yhtiön jo toteuttamien merkittävien säästöohjelmien sekä Puolasta ja Venäjältä vetäytymisen ansiosta. Osakkeen nykyinen arvostustaso on mielestämme matala ja yhtiön kustannussäästöillä jo saavuttamaa tulostäännettä ei tällä hetkellä hinnoitella osakkeeseen. Martela tarjoaa hyvässä skenaariossa huomattavaa nousuvaraa ja vastaavasti osakkeen riskiprofiili on arviomme mukaan suhteellisen pieni yhtiön vahvistunut nettovelaton tase ja vahva kassavirta huomioiden.

Työ- ja oppimisympäristöjä toteuttava yritys

Martela on vuonna 1945 perustettu Suomen suurin ja Pohjoismaisten kolmanneksi suurin työ- ja oppimisympäristöjä toteuttava yritys. Yhtiö on viime vuosina käynyt läpi raskaan muodonmuutoksen tappiollisesta huonekaluvalmistajasta nettovelattomaksi ja kannattavaksi palvelu/ratkaisuyhtiöksi. Martelan nykyinen keihäänkärkituote on Martela Lifecycle® -palvelumalli, joka tarjoaa kokonaisratkaisun koko työtilan muutoksesta sen elinkaaren ajaksi. Nykyisin Martelan liikevaihdosta arviolta 15 % muodostuu palveluista.

Lifecycle-strategia tarjoaa kasvuvaihtoehtoja sijoittajille

Strategisen muutoksen myötä Martelan fokus on jatkossa Pohjoismaissa ja yhtiön strategiana on tällä hetkellä implementoida Suomessa erinomaisesti menestynyt Martela Lifecycle® -malli myös muihin Pohjoismaihin. Tämä Lifecycle-strategia on sijoittajien näkökulmasta kasvuvaihtoehto, sillä strategia ei vaadi yhtiöltä juurikaan pääomia ja onnistuessaan se tarjoaa huomattavaa tuottopotentiaalia. Arviomme mukaan Martela Lifecycle® -mallilla on edellytykset onnistua Pohjoismaissa, mutta toimialan kireän kilpailun takia emme anna sille toistaiseksi suurta painoarvoa ennusteissamme. Toinen Martelan strategian painopistealue on kannattavuuden parantaminen, missä näemme Martelalle edelleen potentiaalia. Martela tavoittelee itse 8 % liikevoittomarginaalin saavuttamista vuonna 2018, mikä on mielestämme kunnianhimoinen, mutta saavutettavissa oleva tavoite.

Yhtiön 2017-2018 tulostäännettä ei tällä hetkellä hinnoitella osakkeessa

Martelan osakkeen arvostustaso on kuluvan vuoden (+200 %) voimakkaasta kurssinoususta huolimatta mielestämme absoluuttisesti ja suhteellisesti matala ja markkinat eivät hinnoitele yhtiön tulostäännettä osakkeeseen. Lähivuosien varovaisilla ennusteillamme osakkeen P/E-luku on 10-9x ja odotettu osinkotuotto noin 5 %. Näemme osakkeessa selvää nousuvaraa tulostäännettä ja arvostuskertoimien normalisoitumisen myötä. Tavoitehintaamme heijastaa vuoden 2017 12x P/E-lukua. Hyvässä skenaariossa osakkeessa on huomattavaa nousuvaraa, sillä yhtiön tavoittelemalla 8 %:n EBIT-marginaalilla Martelan osakekohtainen tulos olisi arviomme mukaan noin 1,8 euroa ja osakkeen arvostus olisi arvioimallamme 10-12x P/E-kertoimella noin 18-22 euroa.

Analyytikko

Jesse Kinnunen

+358 50 373 8027

Jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: Lisää

12,50 EUR

Edellinen: 11,40 EUR



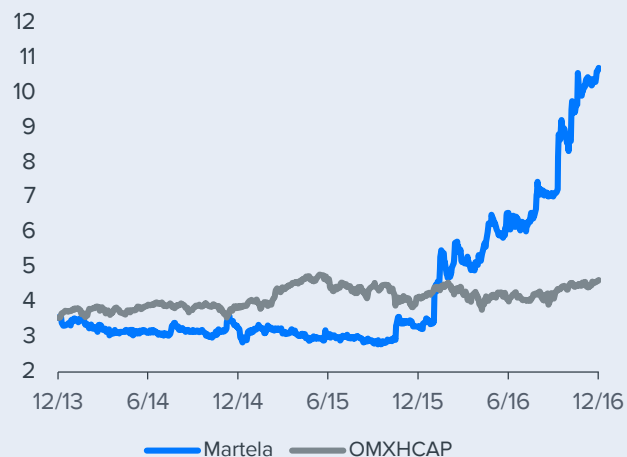
Osakekurssi: 10,80 EUR

Potentiaali: +16 %

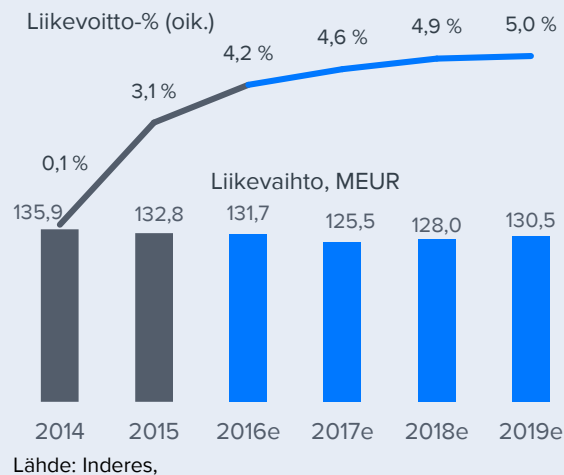
Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	133	132	126
<i>kasvu-%</i>	-2 %	-1 %	-5 %
Liikevoitto	4,1	4,9	5,8
<i>liikevoitto-%</i>	3,1 %	3,7 %	4,6 %
Tulos ennen veroja	3,4	4,4	5,6
EPS (oik.)	0,61	0,90	1,04
Osinko	0,25	0,35	0,55
EV/Liikevaihto	0,1x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA	2,4x	5,0x	4,6x
EV/EBIT	4,4x	7,8x	6,8x
P/E (oik.)	5,8x	14,1x	10,4x
P/B	0,6x	1,8x	1,6x
Osinko-%	7,1 %	3,2 %	5,1 %

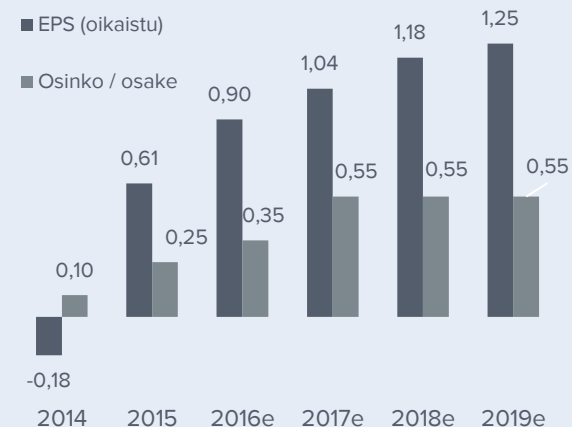
Kurssikehitys



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

10x

2017e

EV/EBITDA

4,6x

2017e

EV/S

0,3x

2017e

Osinko-%

5,1

2017e



Arvoajurit

- Puolasta ja Venäjältä vetäytyminen sekä yhtiön vuosina 2013-2016 toteuttamat säästöohjelmat kasvattavat tulosta
- Pohjoismainen Lifecycle-strategia sijoittajien näkökulmasta optio
- Osingon kasvattaminen



Riskitekijät

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



Arvostus

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

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-7
Sijoitusprofiili	s. 8-10
Tuotteet ja palvelut	s. 12-14
Strategia ja kilpailuedut	s. 15-17
Markkinakatsaus	s. 18-21
Taloudellinen tilanne	s. 22-23
Ennusteet	s. 24-26
Herkkyysanalyysi	s. 27
Arvonmääritys ja suositus	s. 28-30
Taulukot	s. 31-35
Vastuuvapauslauseke	s. 36

Yhtiöesittely

Käyttäjälähtöisten työ- ja oppimisympäristöjen toteuttaja

Martela on vuonna 1945 perustettu työtilojen ja julkisten tilojen sisustusratkaisujen suunnittelija ja toteuttaja. Suomessa Martela on toimialansa suurin yritys ja Pohjoismaissa kolmen suurimman joukossa. Konsernin liikevaihto vuonna 2015 oli noin 133 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa työskenteli Q3'16 lopussa 544 henkilöä. Yhtiö on ollut listattuna Helsingin pörssiin vuodesta 1986.

Martelan laajan tuote- ja palvelukokonaisuuden avulla luodaan käyttäjälähtöiset ratkaisut erilaisiin työ- ja oppimisympäristöihin koko näiden elinkaaren ajaksi. Martelan tarjonta, kalusteiden lisäksi, kattaa mm. erilaisia määrittely-, suunnittelu-, muutto-, kierrätys- ja huoltopalveluita. Yhtiön 2015 liikevaihdosta arviolta 15 % muodostui erilaisista palveluista.

Visio ja Missio

Visio: "People Centric Workplaces"

Missio: "Better working"

Johto

Martelan toimitusjohtajana toimii Insinööri, MBA Matti rantaniemi ja talous- ja rahoitusjohtajana KTM Riitta Järnstedt.

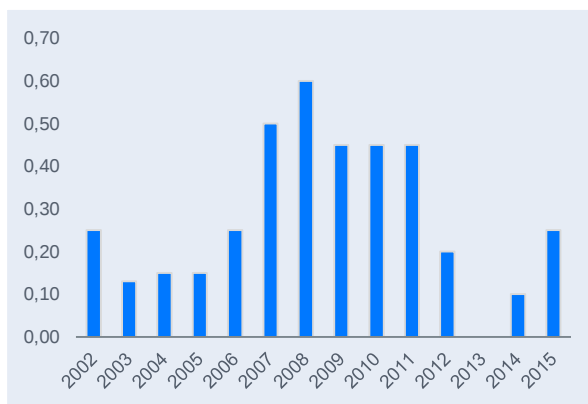
Omistajarakenne

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

Voitonjakopolitiikka

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

Martelan osinkohistoria 2002-2016



Lähde: Martela

Liiketoimintasegmentit

Martela raportoi tuloksensa tällä hetkellä kolmessa eri liiketoimintasegmentissä:

- **Tulosityksikkö Suomi & Ruotsi** vastaa myynnistä ja markkinoinnista sekä palveluista kyseisillä markkinoilla. Martelalla on Suomessa koko maan kattava myynti- ja palveluverkosto. Palvelupisteitä on 27. Ruotsissa Martelalla on omat myynti- ja

näyttelytilat Tukholmassa.

- **Tulosityksikkö International** käsittää Martelan Norjan myyntitoiminnot sekä viennin. Merkittävimpiä vientimaita ovat Venäjä, Tanska, Viro, Ranska ja Yhdistyneet arabiemiirikunnat (UAE). Myynti vientimaihin hoidetaan valtuutettujen jälleenmyyjien kautta.
- **Muut segmentit** sisältää Kidex Oy:n liiketoiminnot, jakamattomat konsernitoiminnot, tuotantoyksiköt sekä kertaluonteiset myyntivoitot ja -tappiot. Tulosityksikölle tuotannon, hankinnat, logistiikan ja tuotekehityksen tekee konsernin Customer Supply Management (CSM) -yksikkö.

Tuotanto pääosin alihankintapohjaista

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

Martela lyhyesti

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

1945

PERUSTAMISVUOSI

1986

LISTAUTUMINEN

#1 markkina-osuus

SUOMEN TOIMISTOKALUSTEMARKKINA

133 MEUR (-2,3 % vs. 2014)

LIKEVAIHTO 2015

4,1 MEUR (3,1 % lv:sta)

LIKEVOITTO OIK. 2015

622

HENKILÖSTÖ KESK.
VUONNA 2015

**1 LOGISTIIKKA-
KESKUS**

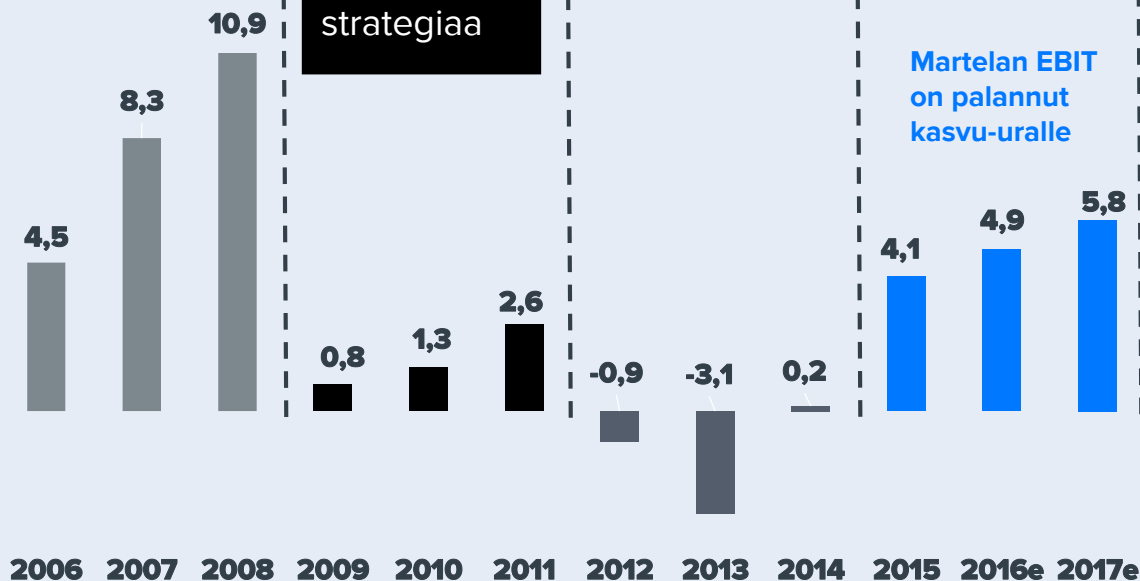
**2 KOMPONENTTI-
TEHDASTA**

Martelan
liikevoitto oli
vahva ennen
finanssikriisiä
2006-2008

2009-2011
Martela
investoi
liikaa
kasvuun
ilman
selkeää
strategiaa

Kriisivaihe
2012-2014,
merkittäviä
säästö-
ohjelmia

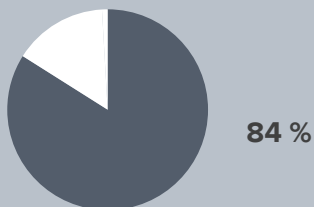
Uusi johto
ja uusi
strateginen
suunta
2015-



Martelan liiketoimintasegmentit

Suomi & Ruotsi

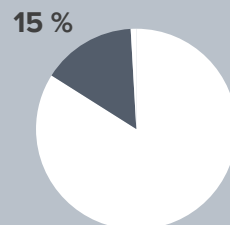
Liikevaihto



- Suomessa koko maan kattava myynti- ja palveluverkosto
- Ruotsissa omat myynti- ja esittelytilat Tukholmassa
- 2015 liikevaihto Ruotsissa 15 MEUR ja Suomessa 97 MEUR

International

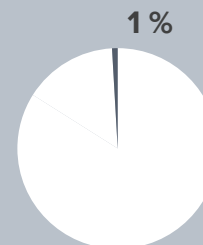
Liikevaihto



- Norjassa omat myynti- ja esittelytilat Osllossa ja Bergenissä
- Muilla markkinoilla myynti paikallisten valtuutettujen maahantuojaan kautta
- Norjassa liikevaihto 5 MEUR

Muut

Liikevaihto



- Kidex Oy
- Jakamattomat konsernikulut
- 2015 liikevaihto noin 1 MEUR

Customer Supply Management

- Tuotekehitys ja laatu
- Tuotanto, hankinnat, tuotteiden kokoonpano, logistiikka ja asennukset
- Logistiikkakeskus Nummelassa ja komponenttitehtaat Kiteellä ja Varsovassa

Sijoitusprofiili

Osinkoyhtiö kasvuoptiolla

Martela profiloituu mielestämme tällä hetkellä matalasti arvostetuksi ja nettovelattomaksi käänneyhtiöksi/osinkoyhtiöksi, jolla on kasvuoptio Ruotsiin ja Norjaan. Yhtiö on jo saneerannut kulurakenteensa tasolle, jolla se arviomme mukaan ylittää noin 5 %:n liikevoittomarginaaliin lähivuosina. Mikäli yhtiö onnistuu strategisessa laajentumisessa Norjassa ja Ruotsissa tai onnistuu karsimaan kulujaan vielä nykyisestä, olisi sillä edellytykset ylittää myös selvästi tätä korkeampaan kannattavuuteen.

Hyvässä skenaariossa osakkeessa on huomattavaa nousuvaraa

Martelassa on hyvässä skenaariossa huomattavaa nousuvaraa. Yhtiö tavoittelee itse 8 %:n liikevoittomarginaalia ilman keraluontoisia eria vuonna 2018. Tähän tavoitteeseen yltäminen tarkoittaisi arviomme mukaan noin 1,8 euron osakekohtaista tulosta yhtiölle ja osakkeen arvioimallamme noin 10-12x P/E-kertoimella osakkeen hinta olisi tällöin 18-22 euroa. 8 %:n liikevoittomarginaali on mielestämme kunnianhimoinen tavoite ja se vaatisi toteutuakseen selvää onnistumista yhtiön Pohjoismaisessa Lifecycle-strategiassa.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Martelan keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kiinteiden kulujen laskeminen:** Martela on vuosina 2013-2016 tehnyt merkittäviä kustannussäästötoimenpiteitä ja organisaatiomuutoksia, joiden ansiosta yhtiö on saanut nostettua tuloksensa 2012-2014 tappiollisuuden jälkeen voitolliseksi. Martelan nykyisissä kiinteissä kuluissa on kuitenkin

arviomme mukaan edelleen laskuvaraa ja yhtiö pystyisi saneeraamalla edelleen nostamaan kannattavuuttaan nykyisestä.

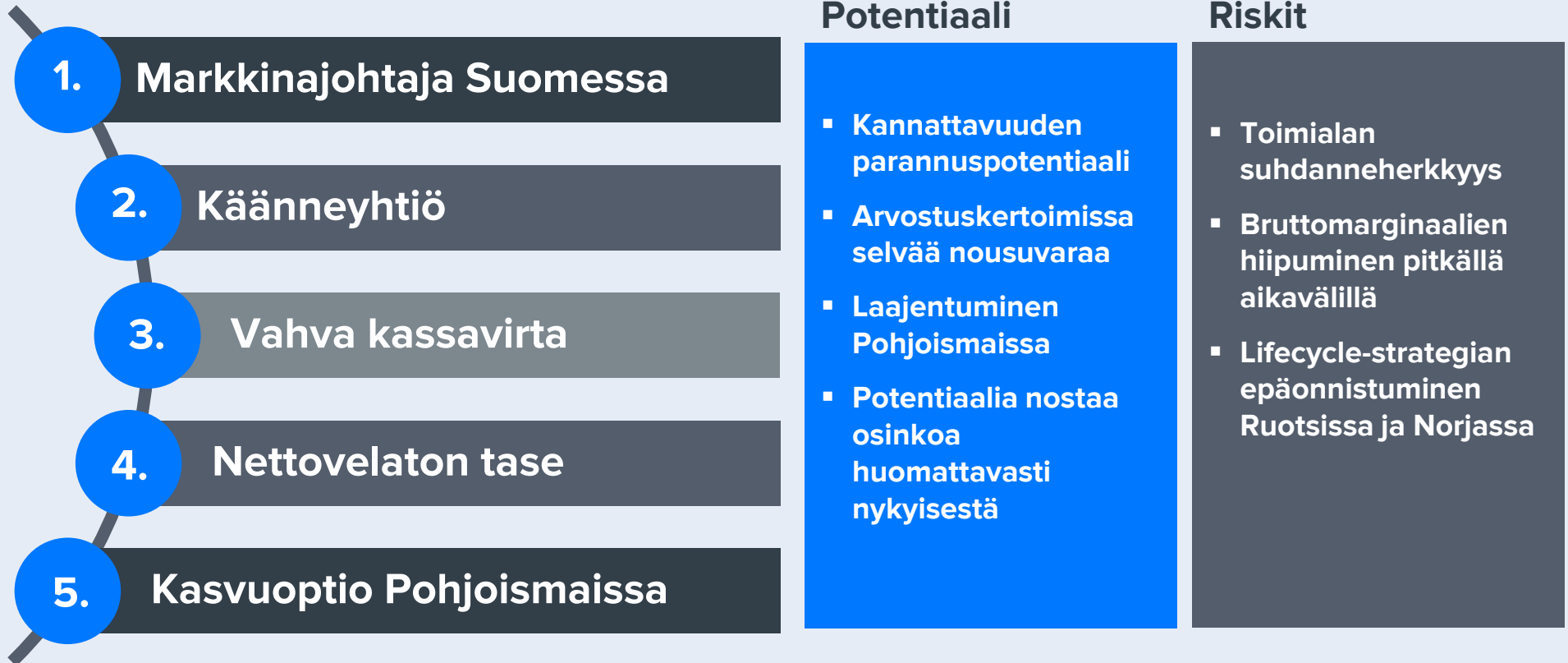
- **Lifecycle-strategian implementointi Pohjoismaissa:** Nykyinen Martelan strategia tähtää Suomessa erinomaisesti menestyneen Lifecycle-toimintamallin implementoimiseen muihin Pohjoismaihin. Mikäli yhtiö onnistuu suunnitelmassaan, on sillä arviomme mukaan edellytykset kasvattaa vuotuista nettotulosta jopa yli 20 % ennustamastamme lähivuosina.
- **Osingon nostaminen:** Martelalle ei ole virallista osinkopolitiikkaa, mutta historiallisesti yhtiö on maksanut vuosittain lähes koko tuloksensa osinkoina omistajille. Martela on vuosien 2013-2016 saneerausten jälkeen saanut jo nostettua kannattavuuden terveelle tasolle ja taseensa nettovelattomaksi. Yhtiöllä ei arviomme mukaan ole merkittäviä investointitarpeita lähivuosina ja se pystyisi halutessaan nostamaan vuotuisen osingon lähivuosina jopa 1,0 euron tasolle (2015: 0,25e). Osingon nostaminen olisi arviomme mukaan positiivinen arvoajuri osakkeelle.
- **Bruttomarginaalin nostaminen:** Martelan bruttomarginaali on arviomme mukaan heikentynyt vuoden 2005 noin 51 prosentista noin 44 prosenttiin vuonna 2015. Mikäli yhtiö onnistuisi parantamaan myyntimixiään tai onnistuisi vahvistamaan hinnoitteluvoimaansa esimerkiksi onnistuneen designin ansiosta, voisi marginaaleissa olla nousuvaraa. Martelan tulos on hyvin herkkä bruttomarginaalille. Esimerkiksi bruttomarginaalin nousu yhdellä prosenttiyksiköllä nostaisi arviomme mukaan yhtiön nettotulosta noin miljoonalla eurolla.

Riskit

Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

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

Sijoitusprofiili



Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Martelan liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Tuotteet ja palvelut 1/2

Kokonaisvaltainen työympäristön toteuttaja

Martelan tuote- ja palvelutarjonta kattaa kokonaisvaltaiset ratkaisut toimistoihin, julkisiin tiloihin, oppimisympäristöihin ja hoivakoteihin näiden koko elinkaaren ajaksi. Martelan päätuote on moderni ja älykäs monitilatoimisto ja sitä täydentävät erilaiset design-kalusteet. Näiden ohella yhtiön tarjoama Pohjoismaissa sisältää erilaisia lisäpalveluita mm. työympäristön määrittelypalveluita, suunnittelupalveluita, muuttopalveluita, toimiston käyttöasteen seurantapalveluita sekä vanhojen kalusteiden kierrätyspalveluita.

Tuotteet

Monitilatoimisto

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

Monitilatoimisto määrittellään yleisesti työympäristöksi, jossa työtilat on räätälöity toimistossa tehtävien töiden mukaan. Työntekijöillä ei ole lainkaan omia työpisteitä,

vaan he voivat liikkua työpisteeltä toiselle kulloinkin käsillä olevan työtehtävän mukaan. Monitilatoimistossa on tyypillisesti erilaisia työtiloja kuten avotila, kokoustila, puhelinkoppi ja hiljaisen työn alue. Tarvittavat tilatyypit ja niiden määrä riippuvat yrityksen omista tavoitteista, koosta ja toimialasta. Monitilatoimisto yleensä edellyttää sähköisten työvälineiden ja järjestelmien käyttöönottoa.

Martela on kehittänyt omaa monitilatoimisto-konseptiaan 2000-luvun alusta alkaen ja yhtiön nykyinen vuonna 2014 käyttöönotettu Lifecycle-strategia nojaa vahvasti monitilatoimistoon. Tärkein etu konseptissa on työpisteiden tehokkuuden lisääntyminen, toimitilakulujen pieneneminen ja työhyvinvoinnin parantuminen. Uusi monitilatoimisto tarvitsee vain noin 10 neliötä toimistotilaa per henkilö, kun Suomessa toimistojen keskimääräinen koko on noin 15-25 toimistoneliötä per henkilö. Useiden kansainvälisten tutkimusten perusteella monitilatoimisto tarjoaa tilasäästöjen lisäksi myös avokonttoria ja perinteistä huonetoimistoa miellyttävämmät työskentelyolosuhteet työntekijöille.

Älykkäät toimistoratkaisut

Älykkäät toimistokalusteet ovat uusi markkina ja Martelan ratkaisut ovat arviomme mukaan ainakin tällä hetkellä kilpailukykyisiä. Martelan älykkäät nk. Dynamic-ratkaisut käsittävät tällä hetkellä viisi tuoteryhmää, jotka linkittyvät yhdeksi kokonaisuudeksi ja tukevat monitilatoimistoa:

- **Dynamic Storage** tarjoaa tilapäiset säilytystilat toimiston henkilöstölle.

- **Dynamic Meeting Booking** on sovellus neuvottelutilojen varaamiseen ja vapaiden tilojen löytämiseen.
- **Dynamic Desk Booking** on toiminnanohjausjärjestelmä, jolla työntekijät varaavat työtiloja itselleen.
- **Älykkäät toimistokalusteet** tunnistavat työntekijän henkilökortin ja säätyvät automaattisesti työntekijälle optimoituun ergonomiseen asentoon.

Käyttöasteenmittaus kokoaa edellisten laitteiden tiedot yhteen ja tarjoaa analysoitua tietoa toimiston eri tilojen todellisesta käyttöasteesta. Järjestelmään voidaan liittää langattomia sensoreita, jotka kiinnitetään pöytien alle. Sensorit tunnistavat ja laskevat työpisteen todellisen käyttöajan. Tietojen analyysin avulla voidaan tunnistaa säästökohteita ja työtilat voidaan mitoittaa oikein.

Martelan älykkäät toimistoratkaisut



Lähde: Martela

Tuotteet ja palvelut 2/2

Design-kalusteet

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

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

Martelan palvelut

Lifecycle-elinkaaripalvelut keskiössä

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

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

Työympäristön määrittely

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

Työympäristön suunnittelu

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

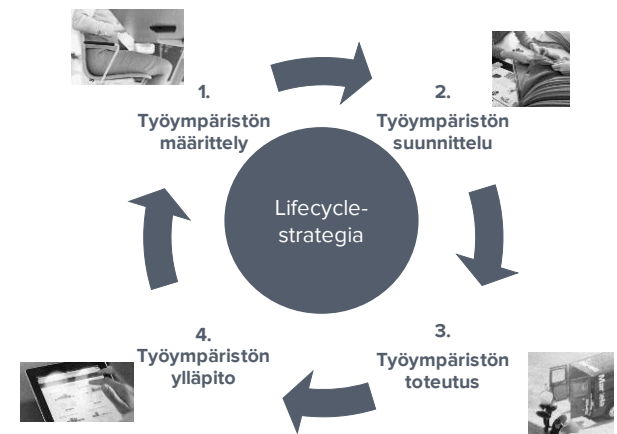
Työympäristön toteutus

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

Työympäristön ylläpito

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

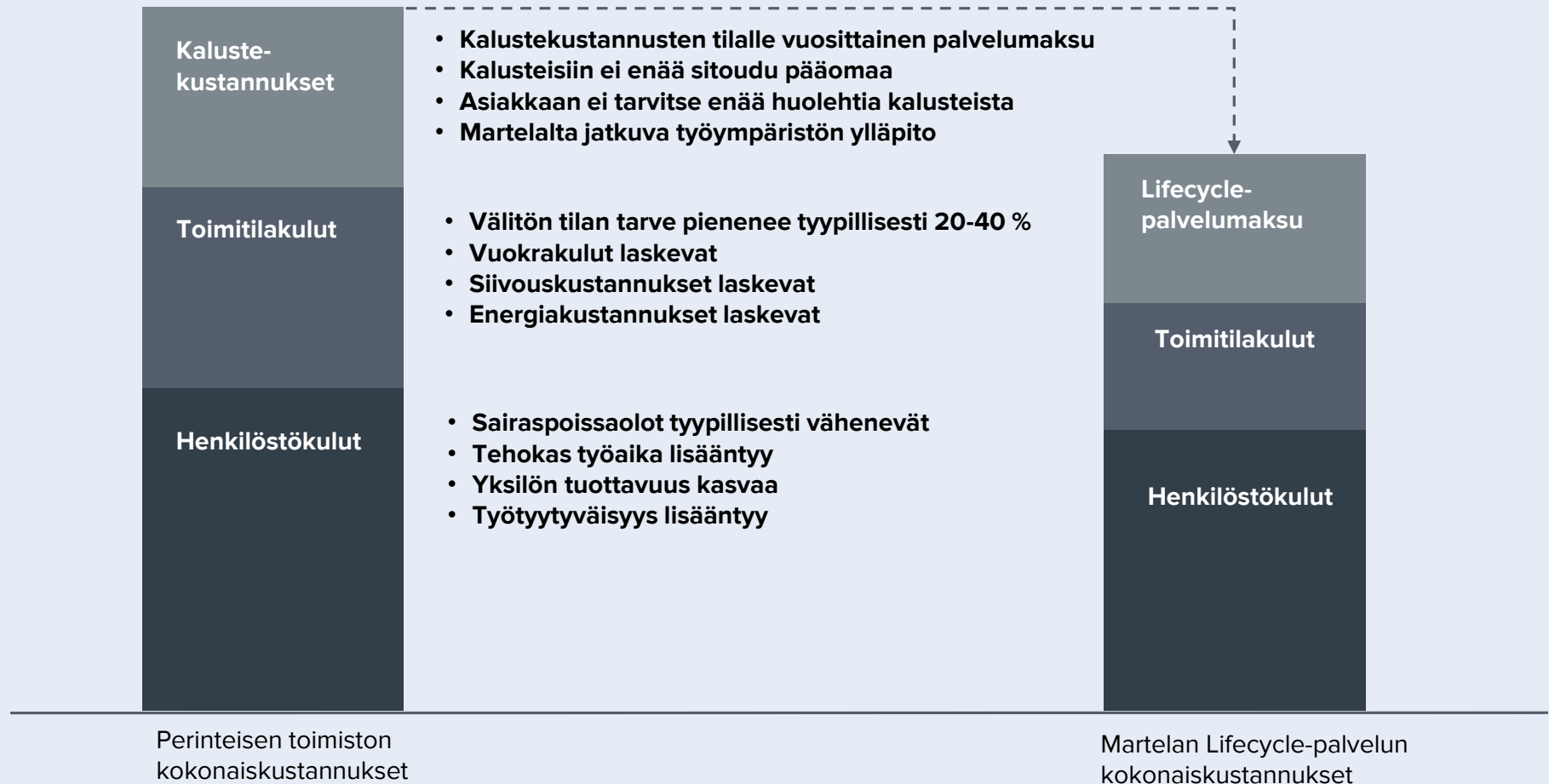
Martela Lifecycle® -palvelumalli



Lähde: Martela

Martela Lifecycle® -palvelumalli

Kustannussäästö yhteensä jopa 35 %



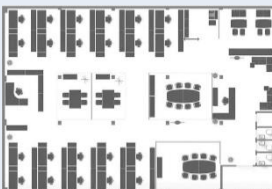
Monitilatoimisto ja yleisimmät toimistotyypit

Monitilatoimisto



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

Avokonttori



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

Huonetoimisto



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

Strategia ja kilpailuedut 1/2

Uusi terävöitetty strategia

Martela on viime vuosina kokenut merkittävän strategisen muutoksen tuotanto-orientoituneesta tuoteyhtiöstä palveluyhtiöksi. Jatkossa Martela keskittyy liiketoiminnassaan Pohjoismaihin. Uusi strategia nojaa yhtiön Martela Lifecycle® -palvelumallin implementoimiseen Pohjoismaissa ja kannattavuuden nostamiseen nykyisestä. Strategian onnistuminen ja yhtiön asettamaan kannattavuustavoitteeseen yltäminen nojaavat arviomme mukaan erityisesti yhtiön onnistumiseen Ruotsissa.

Kannattavuuden parantaminen

Martelan johto on viestinyt selvästi tavoittelevansa edelleen kannattavuuden parantamista ja yhtiö on myös asettanut tavoitteekseen saavuttaa 8 %:n liikevoittomarginaali ilman kertaluontoisia erä vuoden 2018 aikana. Yhtiö on ajanut viime vuosina merkittäviä kustannussäästöohjelmia ja saanut karsittua kulujaan merkittävästi. Toimenpiteiden ansiosta Martelan 2015 tulos nousi voitolliseksi ja liikevoittomarginaali terveelle 3,1 %:n tasolle (2014: 0,1 %).

Kustannussäästötoimenpiteiden lisäksi Martela on viime vuosina järjestellyt liiketoimintaansa uudelleen ja myös vaihtanut useita johtoryhmän jäseniä. Näkemyksemme mukaan Martelan kuluissa on edelleen karsimisvaraa erityisesti henkilöstökulujen osalta. Yhtiön vuoden 2015 keskimääräisestä 622 työntekijästä 318 oli toimihenkilöitä, mikä on mielestämme Martelan kaltaiselle yhtiölle korkea määrä. Edelleen Martelalla oli vuonna 2015 kokoonpanoa ja tuotantoa kolmessa eri logistiikkakeskuksessa.

Vuoden 2016 aikana logistiikkakeskukset konsolidoitiin yhteen keskukseseen joka sijaitsee Nummelassa.

Martela Lifecycle® -malli

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

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

Laajentuminen Pohjoismaissa

Martelan markkinafokus tulee uuden strategisen suunnan myötä olemaan Pohjoismaissa, sillä Pohjoismailla on yhteinen kulttuuritausta ja ne ovat yhtiön mukaan myös edelläkävijöitä Martelalle tärkeissä monitilatoimistoissa. Aikaisemmin Martelan myynti Ruotsissa ja Norjassa on ollut tuotekeskeistä ja se on ollut

merkittävässä osin jälleenmyyjien harteilla, mutta nyt yhtiön tarkoituksena on kasvattaa palvelumyyntiä, yhdenmukaistaa myyntiä ja pitää asiakaskontakti Pohjoismaissa kokonaan omissa käsissä. Uuden organisaatorakenteen myötä yksi liiketoimintayksikkö vastaa koko Martelan myynnistä ja Customer Supply Management yksikkö vastaa koko Martelan tuotannosta, hankinnoista, logistiikasta, asennuksista, muutoista, laadusta ja tuotekehityksestä. Suomessa hyvin menestynyttä Lifecycle-strategiaa lähdetään siis laajentamaan muihin Pohjoismaihin samalla toimintaperiaatteella kuin Suomessa. Suomessa tarjottavat palvelut (mm. muuttopalvelut ja kalusteiden kierrätyspalvelut) tarjotaan asiakkaille omalla organisaatiolla tai yhteistyökumppaneiden kautta yhdellä organisaatiolla ja myös myynti ja muu palvelu tapahtuu yhden kontaktipinnan kautta Martelan brändillä.

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

Strategia ja kilpailuedut 2/2

Kilpailuedut Pohjoismaissa

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

Kilpailuedut Euroopassa

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

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

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

Kilpailuedut Suomessa

Suomen toimistokalustemarkkina on hyvin keskittynyt ja kaksi yritystä Martela ja Isku hallitsevat käytännössä yli puolta markkinoista. Martelan kilpailuetu Suomessa perustuu näkemyksemme mukaan erityisesti vahvaan markkinaosuuteen ja yrityksen tunnettavuuteen. Martela on Suomen toimistokalustemarkkinan selvä markkinajohtaja ja yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan noin 44 %. Martela on yrityksenä hyvin tunnettu Suomessa ja sen brändi yhdistetään usein korkeaan laatuun, ergonomiaan ja designiin. Yhtiön jakeluverkosto Suomessa on myös suhteellisen kattava ja laaja. Martelalla on 27 palvelupistettä Suomessa.

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

Kilpailukenttä Suomessa

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

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

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

Suomessa on myös muutamia pienempiä suunnitteluun keskittyneitä projektiosaaja -tyyppisiä kilpailijoita kuten Modeo ja Workspace. Nämä yritykset kilpailevat erityisesti Martelan suunnittelupalveluiden kanssa. Ne ovat myös toistaiseksi suhteellisen pieniä ja niiden liikevaihto on vain muutamia miljoonia euroja. Lisäksi niiden tunnettavuus on Suomessa vähäistä.

Kotimarkkinoilla merkittävin kilpailija Isku tarjoaa Martelan lailla työtilojen elinkaaripalveluita yrityksille. Iskun tuotevalikoima on myös Martelan lailla kattava. Isku ei ole kuitenkaan ottanut monitilatoimistoa näkyvästi esille tuotetarjonnassaan ja lisäksi se on mielestämme profiloitunut Martelaa edullisempaan hintaluokkaan. Isku ei ole myöskään panostanut älykkääseen toimistoon yhtä merkittävästi kuin Martela. Edelleen Iskun liikevaihto on ollut viime vuosina laskussa ja sen tuloskehitys on ollut vaatimatonta. Emme pidä kokonaisuudessaan Iskun muodostumaa uhkaa Martelalle tällä hetkellä merkittävänä.

Martelan strategia



Markkinakatsaus 1/3

Martelan toimintaympäristö

Martelalle relevantti markkina noin miljardin euron kokoinen

Merkittävin osa eli noin 70 % Martelan 2015 liikevaihdosta tuli Suomesta. Uuden strategisen suunnan myötä muiden Pohjoismaiden, erityisesti Ruotsin (11 % vuoden 2015 liikevaihdosta) ja Norjan (4 % vuoden 2015 liikevaihdosta) merkitys kuitenkin kasvaa tulevaisuudessa. Arvioimme Martelalle relevantin Pohjoismaisen toimistokalustemarkkinan olevan yhteensä karkeasti noin miljardin euron kokoinen, josta Ruotsi vastaa yli puolta markkinasta. Nykyisten talousennusteiden valossa pidämme Martelan Pohjoismaisen toimintaympäristön näkymiä yleisesti lievästi positiivisina ja odotamme tämän tukevan hieman Martelan liiketoimintaa lähivuodet.

Martelan tuotteiden ja palveluiden kysynnän tärkein ajuri on yleinen talouskehitys

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

Suomen taloudessa varovaisen positiiviset näkymät

Näkemyksemme mukaan Suomen taloudessa pitkään jatkunut taantuma on vihdoin takana, ja edessä on maltillisen kasvun aika. Odotamme

talouden kasvavan vuonna 2017 noin yhden prosentin. Tällä tasolla oleva talouskasvu ei arviomme mukaan vielä itsessään lisää merkittävästi Martelan tuotteiden kysyntää, mutta se antaa tukea ennustamaamme yhtiön tuloskasvua kohtaan.

Finanssialan Keskusliiton kokoaman viimeisimmän rahoituslaitosten ennusteiden mukaan Suomen BKT:n odotetaan kasvavan kuluvana vuonna 0,8-1,2 %. Talouden ennustetaan jatkavan maltillista kasvua myös vuonna 2017, jolloin BKT:n kasvuksi ennakoidaan keskimäärin 1,0 prosenttia.

BKT:n muutos-%	2016e	2017e
Aktia	0,9 %	1,0 %
OP Ryhmä	1,2 %	1,4 %
Handelsbanken	1,0 %	1,0 %
Danske Bank	0,8 %	1,0 %
Nordea	1,0 %	0,8 %
LähiTapiola-ryhmä	1,2 %	1,1 %
POP Pankki -ryhmä	0,9 %	1,0 %

Lähde: Finanssialan keskusliitto

Ruotsin ja Norjan taloudet kasvavat selvästi

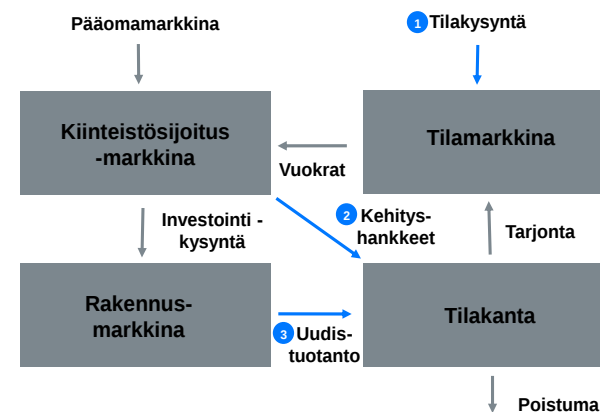
Ruotsin talouskasvu on ollut viime vuosina vahvaa, mutta BKT:n kasvu hidastuu OECD:n ennusteen mukaan lähivuosina hieman 2,2-2,7 prosenttiin (2016e: 3,3 %). Norjan talouden odotetaan puolestaan kasvavan lähivuosina 0,5-1,4 %. Erityisesti Ruotsin vahva kasvu antaa arviomme mukaan pientä tukea Martelan liiketoiminnalle ja helpottaa osaltaan Lifecycle-mallin implementoimisessa markkinaan.

Työympäristöjen markkina

Toimistomarkkina

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

Toimistomarkkinan dynamiikka



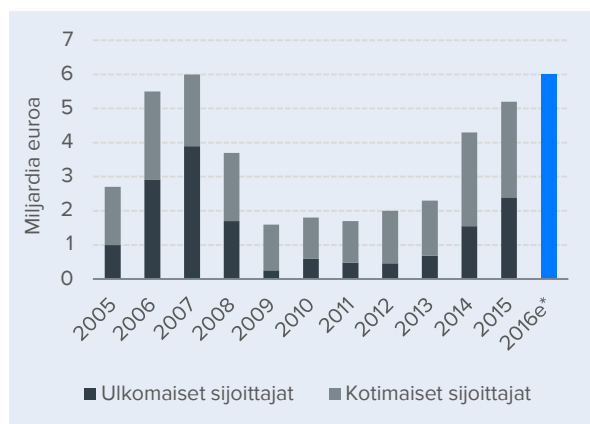
Lähde: KTI julkaisut, Inderes

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

Markkinakatsaus 2/3

Kiinteistöjen transaktiovolyymi Suomessa on nykyisten ennusteiden valossa nousemassa vuonna 2016 yli 6 miljardiin euroon, mikä ylittää vuosien 2006-2007 kiinteistöbuumi-ajan ennätystason. Nykyisten barometrien ja ennusteiden valossa kiinteistösijoitusten kysyntä tulee lyhyellä aikavälillä edelleen pysymään korkealla, mikä todennäköisesti pitää transaktiovolyymit myös lähivuosina korkealla ja sitä kautta myös toimistorakentamisen ³ sekä toimistojen uudistushankkeet ² kasvussa.

Kiinteistösijoitusten transaktiovolyymit Suomessa, 2005-2016e



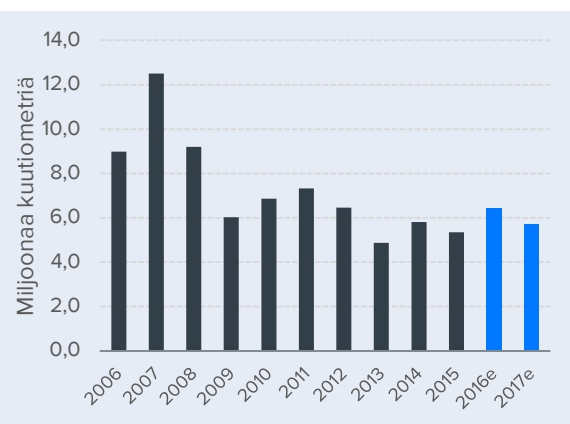
Lähde: Catella

Toimistojen uudistutuotanto

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

määrä nousi 4 % viime vuonna. Kuluva vuoden tammi-syyskuussa liike- ja toimistorakentaminen on puolestaan noussut noin 7 % volyymi-indeksillä mitattuna. Odotamme uudisrakentamisen kasvun heijastuvan myös toimistokalustemarkkinaan pienellä viiveellä. Painotamme kuitenkin, että korkeasta prosentuaalisesta kasvusta huolimatta liike- ja toimistorakentamisen absoluuttiset luvut ovat edelleen hyvin alhaalla ja kaukana vuosien 1999-2012 keskimääräisestä tasosta.

Liike- ja toimistorakentamisen aloitukset Suomessa, 2006-2017e



Lähde: Tilastokeskus, ennusteet Rakennusteollisuus RT

Toimistojen tilakysyntä

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

Suomen tärkein toimistomarkkina on pääkaupunkiseutu, jossa sijaitsee neliömääräisesti noin 44 % Suomen kaikista toimistoista. Suomen ja erityisesti pääkaupunkiseudun toimistomarkkinoita vaivaavat tällä hetkellä heikon suhdanteen aiheuttama kysynnän hiipuminen sekä toimistojen ylitarjonnan aiheuttamat rakenteelliset ongelmat. Pääkaupunkiseudulla on tällä hetkellä ennätysmäärä, yli 1 miljoonaa neliometriä tyhjää toimistotilaa. Määrä vastaa noin 13,5 prosentin vajaakäyttöastetta. Merkittävä osa tästä tyhjästä tilasta on kuitenkin vanhaa toimistotilaa, joka ei vastaa enää tämän päivän vaatimuksia. Näkemyksemme mukaan modernille ja joustavalle toimistotilalle on edelleen Suomessa kysyntää ja korkea toimistojen vajaakäyttö ei ole este uudisrakentamisen ennustetulle kasville.

Julkisten tilojen kalustemarkkina

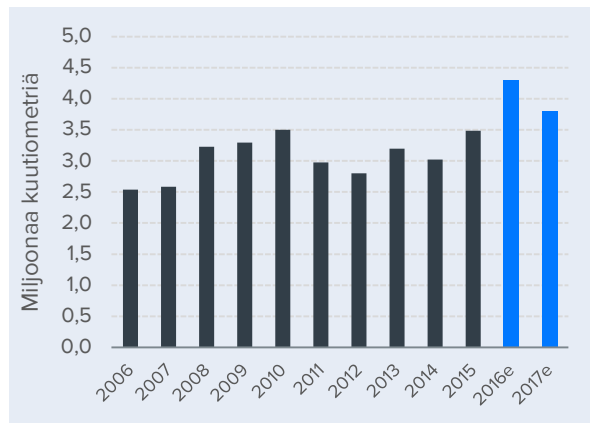
Suomen julkinen sektori on Martelalle merkittävä asiakas. Yhtiö myy kalusteita ja palveluita erityisesti kouluihin ja muihin opetustiloihin, mutta myös hoivatiloihin. Suomeen rakennettavat uudet opetusrakennukset ovat pääsääntöisesti aikaisempaa joustavampia ja niihin sovelletaan samankaltaisia ratkaisuja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

Markkinakatsaus 3/3

Julkisten palvelurakennusten rakentaminen kuitenkin kasvoi viime vuonna rakennusteollisuus ry:n mukaan volyymi-indeksillä mitattuna noin 6 % ja sen ennustetaan myös kasvavan viime vuoden tasosta vuosina 2016-2017 opetusrakennusten ja sairaaloiden rakentamisen vilkastumisen myötä.

Myös koulurakennusten korjausrakentamisen ennustetaan kasvavan. Odotamme julkisten palvelurakennusten rakentamisen kasvun Suomessa antavan pientä tukea Martelan liikevaihdolle lähivuosina.

Julkisten palvelurakennusten aloitukset Suomessa, 2006-2017e



Lähde: Tilastokeskus, ennusteet Rakennusteollisuus RT

Martelan kysyntää tukevat trendit

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

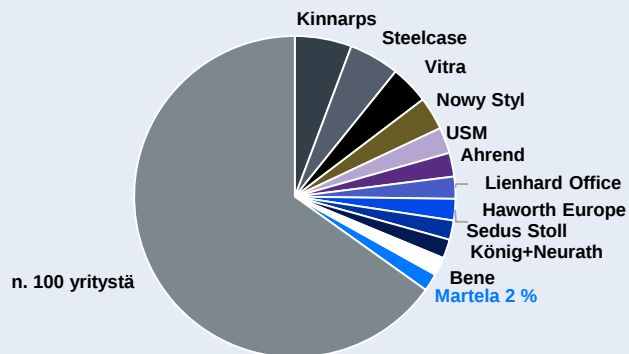
- Yritysten ja julkisen sektorin säästöpaineeet heikentävät lyhyellä aikavälillä Martelan kysyntää, mutta tarjoavat myös mahdollisuuden. Martelan Inspiring Office® by Martela -monitilatoimistokonsepti ja Martela Lifecycle® -palvelumalli lupaavat kustannussäästöjä ja etuja perinteiseen huonetoimistoon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

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

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

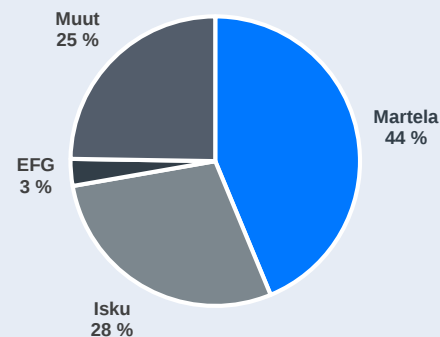
Markkinat ja kilpailukenttä

Euroopan toimistokalustemarkkina



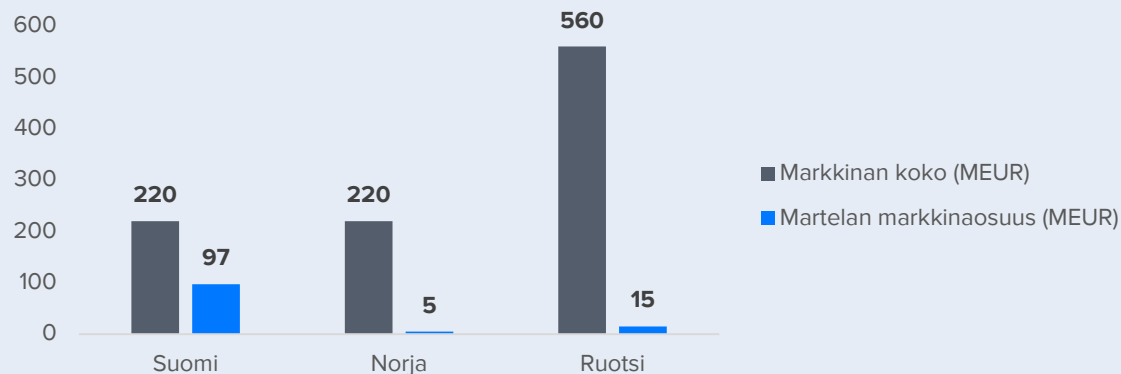
Lähde: JSA Consultance Services

Suomen toimistokalustemarkkina



Lähde: Inderes

Pohjoismaiden toimistokalustemarkkina (Inderesin arvio)



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Kulurakenne keventynyt viime vuosina

Martelan kulurakenne on keventynyt sekä absoluuttisesti että suhteellisesti viime vuosina ja yhtiön tulos nousi vihdoinkin vuonna 2015 voitolliseksi 2012-2014 tappiollisuuden jälkeen. Kulurakennetta on saatu viime vuosina merkittävästi kevennettyä, mikä on pääasiallinen syy ennustamamme 2016-2018 tulokasvun taustalla. Martelan kulurakenne voidaan jakaa kolmeen osaan: materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut sekä muut kulut.

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

Henkilöstökulut ovat yhtiön toiseksi korkein kuluerä. Konsernin palveluksessa oli Q1-Q3'16 aikana keskimäärin 561 henkilöä ja työntekijän keskikulu oli noin 51 TEUR vuositasolla. Henkilöstökulut ovat historiallisesti olleet noin 22-29 % Martelan liikevaihdosta. Yhtiön viimeaikaisten tehostamistoimenpiteiden ja säästöohjelmien ansiosta henkilöstökulut ovat kuitenkin laskeneet merkittävästi. Nykyisten henkilöstömäärien ja tehostamisohjelmien valossa odotamme henkilöstökulujen olevan lähivuosina noin 28 MEUR vuodessa eli noin 22 % liikevaihdosta. Pidämme tätä suhteellista tasoa realistisena myös pitkällä aikavälillä.

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

ajoneuvokulut, markkinoinnin kulut ja tietohallinnon kulut. Muut kulut ovat viimeisen 10-vuoden aikana olleet 14-22 % liikevaihdosta. Henkilöstökulujen ohella myös nämä kulut ovat vähentyneet merkittävästi viime vuosina Martelan tehostamisohjelmien ansiosta. Nykyisten tehostamistoimenpiteiden valossa pidämme lähivuosina noin 18 MEUR:n eli 14 prosentin tasoa yhtiölle realistisena. Tämä taso vastaa suhteellisesti vuoden 2015 tasoa. Pidämme noin 15 %:n tasoa Martelalle myös pitkällä aikavälillä realistisena.

Taserakenne

Aineetonta omaisuutta yhtiöllä oli Q3'16 taseessa 5,1 miljoonaa euroa. Aineeton omaisuus sisältää mm. tutkimus- ja tuotekehitysmenoja, ohjelmistolisenssejä, IT-ohjelmien aktivoituja kuluja, patenteja, lisenssejä ja muita vastaavia oikeuksia. Nämä aktivoidut menot yhtiö poistaa 3-10 vuoden aikana taloudellisesta käyttöiästä riippuen. Aineeton omaisuus sisältää myös n. 883 TEUR liikearvoa vuoden 2011 Grundell-yrityskauppaan liittyen. Emme pidä liikearvon alaskirjausriskiä Martelalle merkittävänä, sillä vuoden 2015 tilinpäätöksessä tehdyt herkkyyssanalyysit osoittavat selvää puskuria liikearvon ja nk. rahamäärän arvon välillä. Kaikkien aineettomien oikeuksien suhde Martelan omaan pääomaan oli Q3'16 lopussa noin 21 %, mikä on mielestämme suhteellisen alhainen taso.

Aineellista omaisuutta Martelalla oli Q3'16 taseessa 7,27 miljoonaa euroa. Tämä erä pitää sisällään vuoden 2015 vuosikertomuksen perusteella rakennuksia ja maa-alueita noin 47 prosentin edestä sekä koneita ja kalustoa noin

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

Käyttöpääoman hallinta

Martelan käyttöpääoma-% on laskenut viime vuosina alle 10 prosentin hyvälle tasolle ja se oli vuonna 2015 noin 9,7 %. Käyttöpääoman tehostuminen on etenkin saamisten vähentymisen ansiota. Myyntisaamiset vähenivät viime vuonna selvästi, mikä heijastelee tehokkaampaa laskutusta. Odotamme käyttöpääoman säilyvän lähivuosina nykyisellä tasolla.

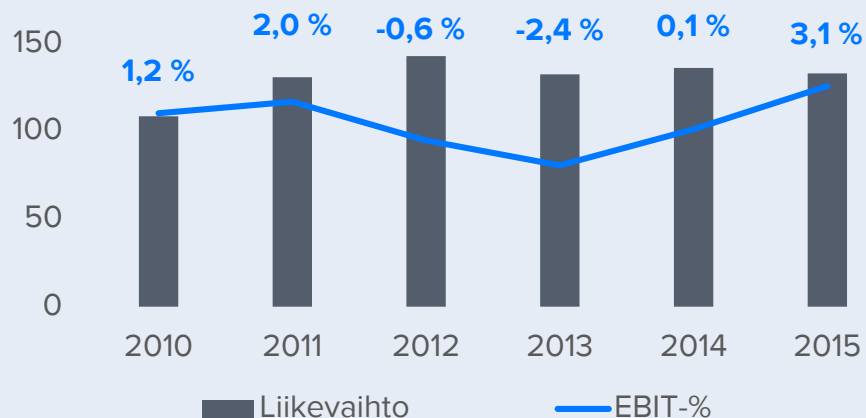
Velkaantuneisuus

Martelalla oli korollista nettovelkaa Q3'16 taseessa noin -2,2 miljoonaa euroa. Lainojen keskimääräinen korko oli vuoden 2015 lopussa 2,88 %, mitä pidämme hyvin edullisena tasona. Alhainen korko heijastelee mielestämme rahoittajien luottamusta yhtiötä kohtaan.

Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'16 lopussa 46 % ja nettovelkaantumisaste -8,9 %. Likvidit varat olivat 11,5 MEUR. Martelan vakavaraisuus on parantunut muutamassa vuodessa merkittävästi, sillä vuoden 2013 lopussa yhtiöllä oli vielä 11 miljoonaa euroa nettovelkaa ja nettovelkaantumisaste oli 51 %. Martelan rahoitukseen liittyvä riski on kokonaisuudessaan mielestämme tällä hetkellä hyvin pieni huomioiden yhtiön nettovelaton tase.

Taloudellinen tilanne

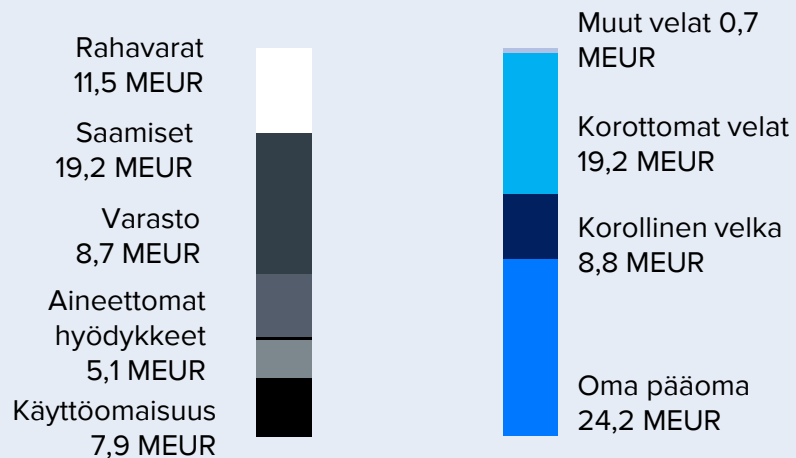
Liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%



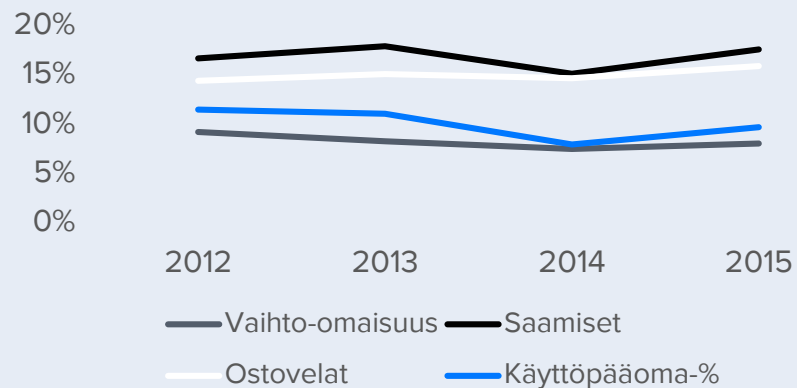
Bruttomarginaali-%



Taserakenne, Q3'16



Käyttöpääoma



Ennusteet 1/2

Yhteenveto

Näkemyksemme mukaan Martelan päätöksellä vetäytyä Puolasta ja Venäjältä tulee olemaan merkittävä positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen lähivuosina. Markkinan lievä elpyminen Suomessa ja Pohjoismaissa antavat pientä tukea yhtiön liikevaihdolle ja jo toteutetut merkittävät kustannussäästötoimenpiteet alentavat edelleen kiinteitä kuluja vuoden 2017 aikana. Ennustamme Martelan liikevoittomarginaalin nousevan lähivuosina noin 5 %:n tasolle (2015: 3,1 %) ja osakekohtaisen tuloksen noin 1,2 euroon (2015: 0,61 euroa).

Liikevaihto laskee vuosina 2016-2017

Ennustamme Martelan liikevaihdon laskevan vuodet 2016-2017 yhtiön Puolasta ja Venäjältä vetäytymisen johdosta. Yleisen taloustilanteen lievä elpyminen Euroopassa ja Suomessa antavat osaltaan pientä tukea liikevaihdolle, mutta eivät riitä kompensoimaan Puolan ja Venäjän liikevaihdon menetystä. Pitkällä aikavälillä ennustamme Martelan liikevaihdon kasvun olevan yleisen markkinakasvun mukaista. Martelan tuote- ja palvelutarjonta on arvioimme mukaan Pohjoismaissa kilpailukykyinen ja yhtiö pystyy säilyttämään nykyisen markkinaosuutensa myös pitkällä aikavälillä.

Bruttomarginaali lievässä laskussa

Odotamme Martelan bruttomarginaalin heikkenevän lähivuosina hieman vuoden 2015 noin 44 prosentista 42 prosenttiin ja säilyvän tällä tasolla pitkällä aikavälillä. Yritysten

säästöpainheet ja tehostuva tilankäyttö aiheuttavat lyhyellä aikavälillä paineita marginaaleille. Martelan vahva markkinaosuus ja aikaisempaa suurempi fokus palveluihin auttavat kuitenkin osaltaan puolustamaan marginaaleja.

Kulurakenne kevenee edelleen säästöohjelmien ansiosta

Martelan huhtikuussa 2016 päättynyt 4 MEUR:n kustannussäästöohjelma ei vielä heijastu täysimääräisenä yhtiön tulokseen vuonna 2016, mutta odotamme sen näkyvän täysimääräisenä vuoden 2017 tuloksessa. Arvioimme siten tämän säästöohjelman laskevan yhtiön kiinteitä kuluja noin 4 MEUR vuoteen 2015 verrattuna. Nämä säästöt näkyvät ennustemallissamme henkilöstökulujen laskuna.

Ennustamme nykyisen Martelan henkilöstömäärän pysyvän lähivuosina Q3'16 tasolla 540 työntekijässä ja keskimääräisten henkilöstökulujen säilyvän vuoden 2016 tasolla noin 52 TEUR:ssa per vuosi per työntekijä. Nämä tarkoittavat yhdessä Martelan henkilöstökulujen pysymistä lähivuosina noin 28 MEUR:n tasolla eli 22 %:n tasolla liikevaihdosta. Edelleen odotamme liiketoimintojen muiden kulujen säilyvän lähivuosina vuoden 2015 tasolla eli oletamme niiden olevan noin 14 % Martelan liikevaihdosta. Euromääräisesti tämä tarkoittaa noin 18 MEUR liiketoiminnan muita kuluja per vuosi.

Investoinnit ja kassavirta

Odotamme yhtiön investointien säilyvän lähivuosina vuosien 2012-2014 tasolla eli noin

2,5 miljoonassa eurossa. Yhtiöllä ei ole tällä hetkellä merkittäviä investointeja näköpiirissä ja vuotuiset investoinnit ovat lähinnä ylläpitoinvestointeja. Investointien taso on ennustemallissamme lähivuosina ja pitkällä aikavälillä vuotuisten poistojen tasolla. Maltillisen investointitarpeen takia Martelan rahavirta on vahva ja yhtiö pystyy maksamaan korkeaa osinkoa.

Liikevoittomarginaali nousee pitkällä aikavälillä 5 prosenttiin

Edellä mainituilla oletuksillamme Martelan IFRS liikevoittomarginaali nousee 3,7 prosenttiin vuonna 2016 (2015: 3,1 %) ja 4,6 prosenttiin vuonna 2017. Liikevoittomarginaali saavuttaa 4,9 % vuonna 2018, 5,0 % vuonna 2019 ja pysyy pitkällä aikavälillä noin 5 %:n tasolla.

Korostamme että ennustamamme kannattavuusparannus perustuu pelkästään yhtiön jo toteuttamiin kustannussäästö- ja tehostamistoimenpiteisiin. Mikäli yhtiö onnistuisi Lifecycle-strategiassaan Pohjoismaissa, voisi se ylittää myös selvästi ennustettamme korkeampaan kannattavuuteen. Emme kuitenkaan tässä vaiheessa sisällytä ennusteisiimme merkittävää kasvua Pohjoismaiden Lifecycle-liiketoiminnassa, koska haluamme yhtiöltä ensin selkeitä näyttöjä tämän strategian edistymisestä ennen kuin asetamme osakkeeseen nykyistä korkeampia odotuksia. Ennusteemme ovat tarkoituksella varovaisia ja alittavat yhtiön oman 2018 kannattavuustavoitteen (8 % EBIT-marginaali ilman kertaeriä).

Ennusteet 2/2

Tulos nousee merkittävästi lähivuosina

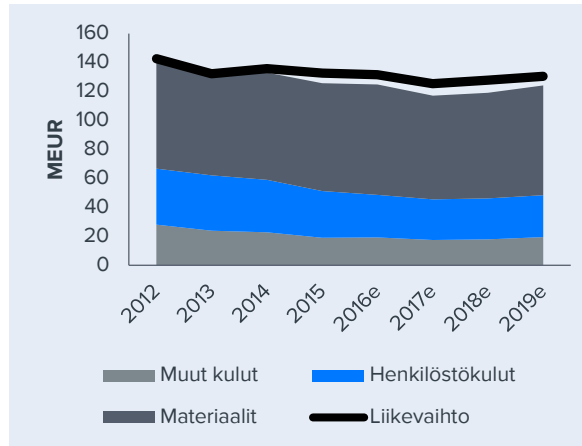
Edellisellä sivulla esittämiemme oletustemme pohjalta Martelan osakekohtainen tulos ilman kertaluontoisia eriä nousee 0,90 euroon vuonna 2016 (2015: 0,61 euroa). Osakekohtainen tulos saavuttaa 1,04 euroa vuonna 2017, 1,18 euroa vuonna 2018 ja 1,25 euroa vuonna 2019.

Tulosvaroitusta loppuvuonna 2016 on mahdollinen

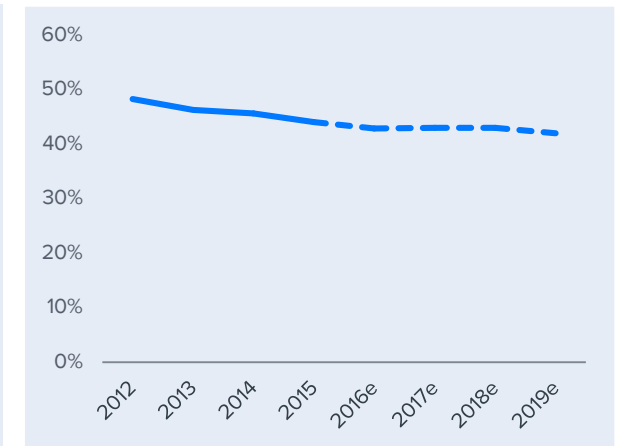
Martela ohjeistaa Q3'16 osavuositarkastuksessa arvioivansa vuoden 2016 liikevaihdon olevan samalla tasolla kuin edellisenä vuonna ja IFRS liikelukoksen paranevan hieman edellisvuodesta. Konsernin liikelukoksen kertyy normaalista kausivaihtelusta johtuen toisella vuosipuoliskolla. Lisäksi yhtiö kertoo Q3'16-raportissa 2016 liikelukoksen ajoittuvan toisen vuosipuoliskon alkuun.

Pidämme mahdollisena, että Martela tulee vielä ennen Q4'16 tulostulostusta julkistamaan positiivisen tulosvaroituksen, sillä tammi-syyskuussa yhtiön IFRS liikevoitto 4,1 MEUR oli jo samalla tasolla kuin koko vuoden 2015 vastaava liikevoitto (4,1 MEUR). Mikäli 2016 liikevaihto on yhtiön ohjeistuksen mukaisesti samalla tasolla kuin 2015, tarkoittaa se noin 38 MEUR:n liikevaihtoa vuoden 2016 viimeiselle neljännekselle. 38 MEUR:n liikevaihdolla Martelan pitäisi tehdä taas selvästi positiivinen liikevoitto. Emme pidä liikevaihdon ohjeistuksen laskua vastaavasti kovin todennäköisenä, sillä Martela erikseen nosti liikevaihtonsa ohjeistusta lokakuun lopussa.

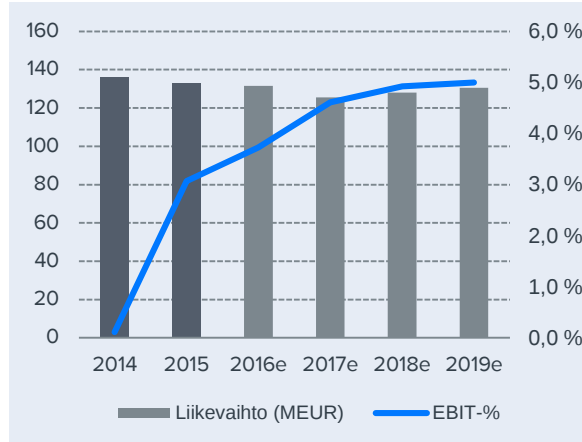
Martelan kulurakenne, 2012-2019e



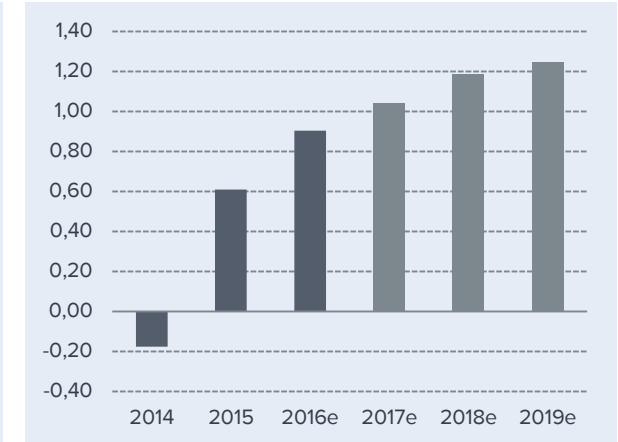
Martelan bruttomarginaali 2012-2019e



Martelan liikevaihto ja liikevoitto-%



Martelan osakekohtainen tulos 2014-2019e



Lähde: Martela, ennusteet Inderes

Ennusteet

	FY15	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16e	FY16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	FY17e	FY18e	FY19e
Liikevaihto	132,8	27,8	31,9	35,2	36,8	131,6	26,4	30,5	33,2	35,4	125,5	128,0	130,5
-Suomi ja Ruotsi	111,5	24,4	28,4	30,6	33,0	116,5	24,9	29,0	31,2	33,7	118,8	121,2	123,6
-International	20,1	3,1	3,2	4,2	3,5	14,0	1,2	1,3	1,7	1,4	5,6	5,7	5,8
-Muut segmentit	1,2	0,3	0,2	0,3	0,3	1,1	0,3	0,2	0,3	0,3	1,1	1,1	1,1
CGS	-74,3	-15,6	-18,3	-19,3	-22,0	-75,2	-15,1	-17,4	-18,9	-20,2	-71,5	-73,0	-75,7
Bruttokate	58,5	12,2	13,6	15,9	14,7	56,4	11,4	13,1	14,3	15,2	54,0	55,0	54,8
Henkilöstökulut	-32,3	-7,1	-7,6	-6,8	-7,8	-29,2	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0	-28,1	-28,3	-29,0
Liiketoiminnan muut kulut	-19,1	-4,7	-4,7	-4,7	-5,2	-19,4	-4,4	-4,4	-4,4	-4,4	-17,6	-17,9	-19,6
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
EBITDA	7,5	0,6	1,3	4,3	1,8	8,0	0,0	1,8	2,9	3,9	8,6	9,1	6,5
Poistot	-3,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-3,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-2,8	0,0
EBIT (raportoitu)	4,1	-0,1	0,6	3,6	0,9	4,9	-0,7	1,1	2,2	3,2	5,8	6,3	6,5
Rahoituserät	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	3,4	-0,3	0,4	3,5	0,8	4,4	-0,7	1,0	2,2	3,1	5,6	6,2	6,5
Verot	-0,9	0,0	-0,3	-0,8	-0,2	-1,2	0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-1,3	-1,2	-1,3
Nettotulos	2,5	-0,3	0,1	2,8	0,6	3,2	-0,6	0,8	1,7	2,4	4,3	4,9	5,2
EPS (oikaistu)	0,61	-0,07	0,16	0,67	0,14	0,90	-0,13	0,19	0,41	0,58	1,04	1,18	1,25
EPS (raportoitu)	0,61	-0,07	0,03	0,67	0,14	0,77	-0,13	0,19	0,41	0,58	1,04	1,18	1,25

	FY15	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16e	FY16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	FY17e	FY18e	FY19e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	4,3 %	6,3 %	-9,1 %	-1,9 %	-0,9 %	-4,9 %	-4,3 %	-5,6 %	-3,9 %	-4,6 %	2,0 %	2,0 %
-Suomi ja Ruotsi	-	8,3 %	15,6 %	-5,0 %	2,6 %	4,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
-International	-	-17,8 %	-36,0 %	-31,1 %	-33,1 %	-30,5 %	-60,0 %	-60,0 %	-60,0 %	-60,0 %	-60,0 %	2,0 %	2,0 %
-Muut segmentit	-	-20,4 %	-35,8 %	0,0 %	67,6 %	-5,4 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %
Bruttokate-%	44,0 %	44,0 %	42,7 %	45,1 %	39,9 %	42,8 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	42,0 %
EBITDA-%	5,6 %	2,2 %	4,1 %	12,3 %	4,8 %	6,1 %	0,1 %	5,8 %	8,8 %	10,9 %	6,8 %	7,1 %	5,0 %
EBIT-% (raportoitu)	3,1 %	-0,5 %	1,9 %	10,2 %	2,3 %	3,7 %	-2,6 %	3,5 %	6,7 %	8,9 %	4,6 %	4,9 %	5,0 %
Tulos ennen veroja-%	2,5 %	-1,0 %	1,2 %	10,0 %	2,0 %	3,3 %	-2,7 %	3,4 %	6,6 %	8,8 %	4,5 %	4,8 %	5,0 %
Nettotulos-%	1,9 %	-1,0 %	0,3 %	7,8 %	1,6 %	2,4 %	-2,1 %	2,6 %	5,1 %	6,8 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %

Herkkyysanalyysi

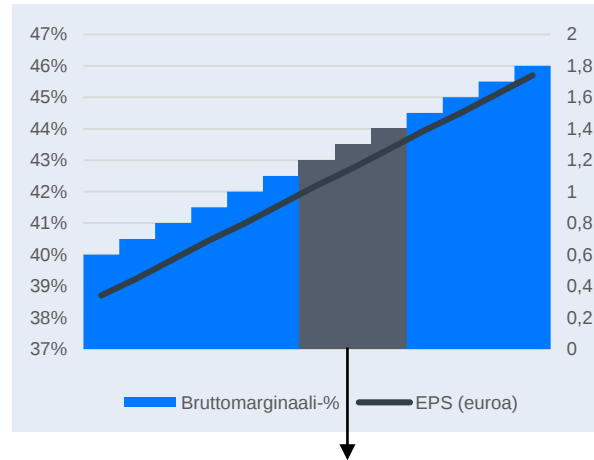
Herkkyysanalyysit

Ennusteisimme liittyy vielä toistaiseksi epävarmuutta, sillä Martelan vuonna 2016 päättäneen kustannussäästöohjelman sekä Puolasta ja Venäjältä vetäytymisen jälkeinen tulospotentiaali ei ole vielä tarkalleen tiedossa. Lisäksi bruttomarginaalin kehittymiseen liittyy mielestämme lähivuosille epävarmuutta. Olemme näistä syistä johtuen mallintaneet Martelan osakekohtaisen tuloksen kehittymistä kahdella herkkyysanalyysillä. Herkkyysanalyysissä testaamme kahta ennustettua muuttujaa; bruttomarginaalia ja henkilöstökuluja. Näkemyksemme mukaan nämä kaksi muuttujaa ovat Martelan kannalta kaikkien kriittisimpiä.

Ensimmäisessä herkkyysanalyysissä Martelan vuoden 2017 bruttomarginaali vaihtelee 40-46 prosentin välillä ja kaikki muut ennusteparametrimme pysyvät muuttumattomina. Pidämme tätä bruttomarginaalin vaihteluväliä yhtiölle realistisena. Bruttomarginaalin vaihdellessa tällä välillä Martelan osakekohtainen tulos vaihtelee 0,34-1,74 euron välillä. On syytä huomata, että osakekohtainen tuloksen kulmakerroin on jyrkempi kuin bruttomarginaalin eli osakekohtainen tulos (EPS) kasvaa prosentuaalisesti enemmän kuin mitä bruttomarginaalin muutos on. Tämä heijastelee mielestämme hyvin Martelan tulospipua.

Harmaalla esitetty alue kuvaa arviotamme todennäköisestä kehityksestä. Pidämme todennäköisenä bruttomarginaalin asettumista 43-44 % tasolle vuonna 2017, jolloin osakekohtainen tulos olisi 1,04-1,27 euroa.

Bruttomarginaalin herkkyysanalyysi

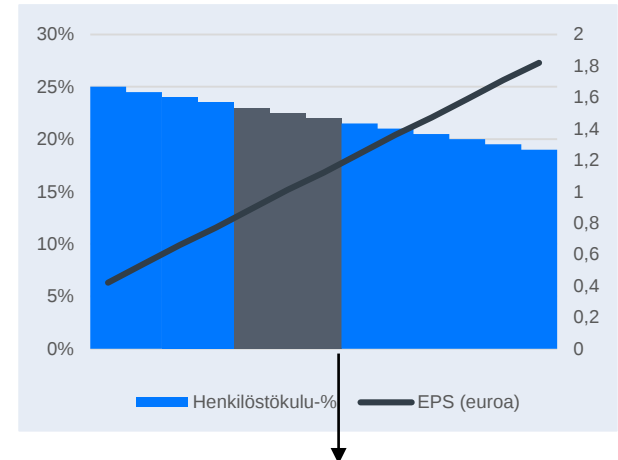


Ennustamamme todennäköinen osakekohtaisen tuloksen vaihteluväli

Henkilöstökulujen herkkyysanalyysi

Vastaavasti henkilöstökulujen herkkyysanalyysi mittaa henkilöstökulujen vaihteluväliä 19-25 % liikevaihdosta vuonna 2017 samalla kun kaikki muut ennusteparametrit pysyvät muuttumattomina. Henkilöstökulujen vaihdellessa tällä tasolla Martelan osakekohtainen tulos vaihtelee 0,42-1,82 euron välillä. Harmaa alue esittää mielestämme kaikkein todennäköisintä henkilöstökulujen tasoa eli 22-23 % tasoa. Tällä vaihteluvälillä Martelan osakekohtainen tulos vaihtelee 0,89-1,12 euron välillä.

Henkilöstökulujen herkkyysanalyysi



Ennustamamme todennäköinen osakekohtaisen tuloksen vaihteluväli

Arvonmääritys ja suositus 1/2

Arvostuskertoimet

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

Nykyisillä ennusteillamme yhtiön vuoden 2017 P/E-luku on noin 10x, mikä on mielestämme maltillinen arvostustaso. Vuoden 2018 ennusteillamme P/E-luku painuu noin 9x tasolle Puolasta ja Venäjältä vetäytymisen aiheuttaman tulosparannuksen ansiosta. Uskomme Martelan jatkavan avokätistä osinkolinjaansa ja odotamme osingon tason kasvavan lähivuosina. Korostamme kuitenkin osingon olevan vahvasti riippuvainen yhtiön tuloksetekokyvystä. Mikäli yhtiön tulos jää lähivuosina ennustamastamme kehityksestä, niin vuotuinen osinko tulee todennäköisesti myös jäämään ennusteestamme. Ennusteillamme lähivuosien ennustettu osinkotuotto on suhteellisen houkutteleva noin 5 %.

Martelan 2017 tarkkaan tuottopotentiaaliin liittyy toistaiseksi vielä pientä epävarmuutta. Olemme tästä syystä havainnollistaneet Martelan osakkeen arvostusta matriiseissa, jossa yhtiön 2017 EBIT-% vaihtelee 3-6 prosentin välillä.

Matriisiin oletuksena on P/E-arvostustaso 8-13x, mitä pidämme perusteltuna arvostustasona Martelalle. Osakkeen 12kk Forward P/E-luku on ollut keskimäärin noin 9x vuosina 2015-2016.

Osakkeen arvostusmatriisi

	P/E	8	9	10	11	12	13
EBIT-%	3,0 %	5,3	5,9	6,6	7,3	7,9	8,6
	3,5 %	6,2	7,0	7,8	8,6	9,4	10,1
	4,0 %	7,1	8,0	8,9	9,8	10,7	11,6
	4,5 %	8,1	9,1	10,1	11,1	12,1	13,1
	5,0 %	9,0	10,2	11,3	12,4	13,6	14,7
	5,5 %	9,9	11,2	12,4	13,6	14,9	16,1
	6,0 %	10,9	12,2	13,6	15,0	16,3	17,7

Matriisin perusteella osakkeen arvostustaso liikkuu 8,9-13,6 euron välillä vuonna 2017, mikäli yhtiön EBIT-% on 4-5% välillä (2015: 3,1 %) ja P/E-luku on arvioimallamme todennäköisimmällä 10-12x tasolla. Osakkeen hinnan vaihteluväli on tässä skenaariossa suuri, lähes 5 euroa ja se kuvastaa mielestämme hyvin osakkeen herkkyyttä kannattavuuden parantuessa.

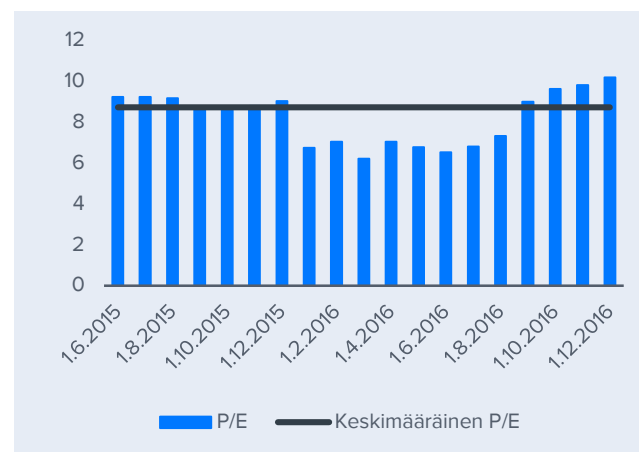
Osakkeessa on hyvässä skenaariossa huomattavaa potentiaalia

Näkemyksemme mukaan Martelalle on potentiaalia herkkyysanalyysissä esitettyä tasoa korkeampaan kannattavuuteen pitkällä aikavälillä, mikäli se onnistuisi kasvattamaan Lifecycle-palveluliikevaihtoon merkittävästi Pohjoismaissa. Yhtiö itse tavoittelee 8 % liikevoittomarginaalia vuonna 2018. Mikäli yhtiö yltäisi tähän tavoitteeseen olisi vuoden 2018 osakekohtainen tulos arviomme mukaan noin 1,8 euroa ja arvioimallamme 10-12x P/E-luvulla osakkeen arvostustaso olisi silloin 18-22 euroa.

Martelan arvostuskertoimet yhteenveto

	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	3,53	10,80	10,80	10,80
EV	17,9	43,0	39,4	36,7
Markkina-arvo	14,7	44,9	44,9	44,9
EV/Sales	0,1	0,3	0,3	0,3
P/Sales	0,1	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,4	5,4	4,6	4,1
EV/EBIT	4,4	8,8	6,8	5,8
P/E	5,8	14,1	10,4	9,1
P/BV	0,6	1,8	1,6	1,4
Osinko per osake	0,25	0,35	0,55	0,55
Osinkotuotto	7,1 %	3,2 %	5,1 %	5,1 %

Martelan 12kk Forward P/E 2015-2016



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/2

Verrokkianalyysi

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

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

Martelan vertailuryhmä

Martelan arvostuksessa suhteessa verrokkeihin on otettava ainakin seuraavat asiat huomioon:

- Merkittävin osa Martelan liikevaihdosta tulee Suomesta ja yhtiö on toistaiseksi vahvasti riippuvainen Suomen taloudesta toisin kuin tässä esitetyt verrokkit.
- Suuret tässä esitetyt verrokkit ovat markkina-arvoltaan noin 50x suurempia kuin Martela ja niiden riskiprofiili on siten huomattavasti pienempi.

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

Martelan verrokkit

Vertailuryhmä 21.12.2016 Bloomberg

	P/E		EV/EBITDA		EV/Sales
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
HNI Corporation	20,7	18,4	10,5	9,5	1,2
Herman Miller	16,4	15,1	8,7	8,1	1,0
Knoll inc	16,4	15,2	9,6	9,1	1,3
Steelcase	16,5	13,4	7,5	6,4	0,7
Lammhults	13,6	10,7	10,1	7,3	0,8
MEDIAANI	16,4	15,1	9,6	8,1	1,0
KESKIARVO	16,7	14,6	9,3	8,1	1,0
Martela*	14,1	10,4	5,4	4,6	0,3

*Inderes Ennuste

Edelliset tekijät huomioiden verrokkiryhmän keskimääräinen EV/EBITDA 2017e kerroin on 8,1x ja P/E 2017e kerroin on 14,6x. Näiden kertoimien sekä omien tulosenennusteidemme mukaisesti Martelan osakekannan arvoksi muodostuisi 15,2-18,1 euroa per osake.

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

näillä tunnusluvuilla selvästi verrokkiryhmää alhaisemmin hinnoiteltu. Tämä on kuitenkin mielestämme osittain perusteltua huomioiden Martelan suhteellisen pieni koko sekä yhtiön riippuvuus Suomen talouden kehityksestä.

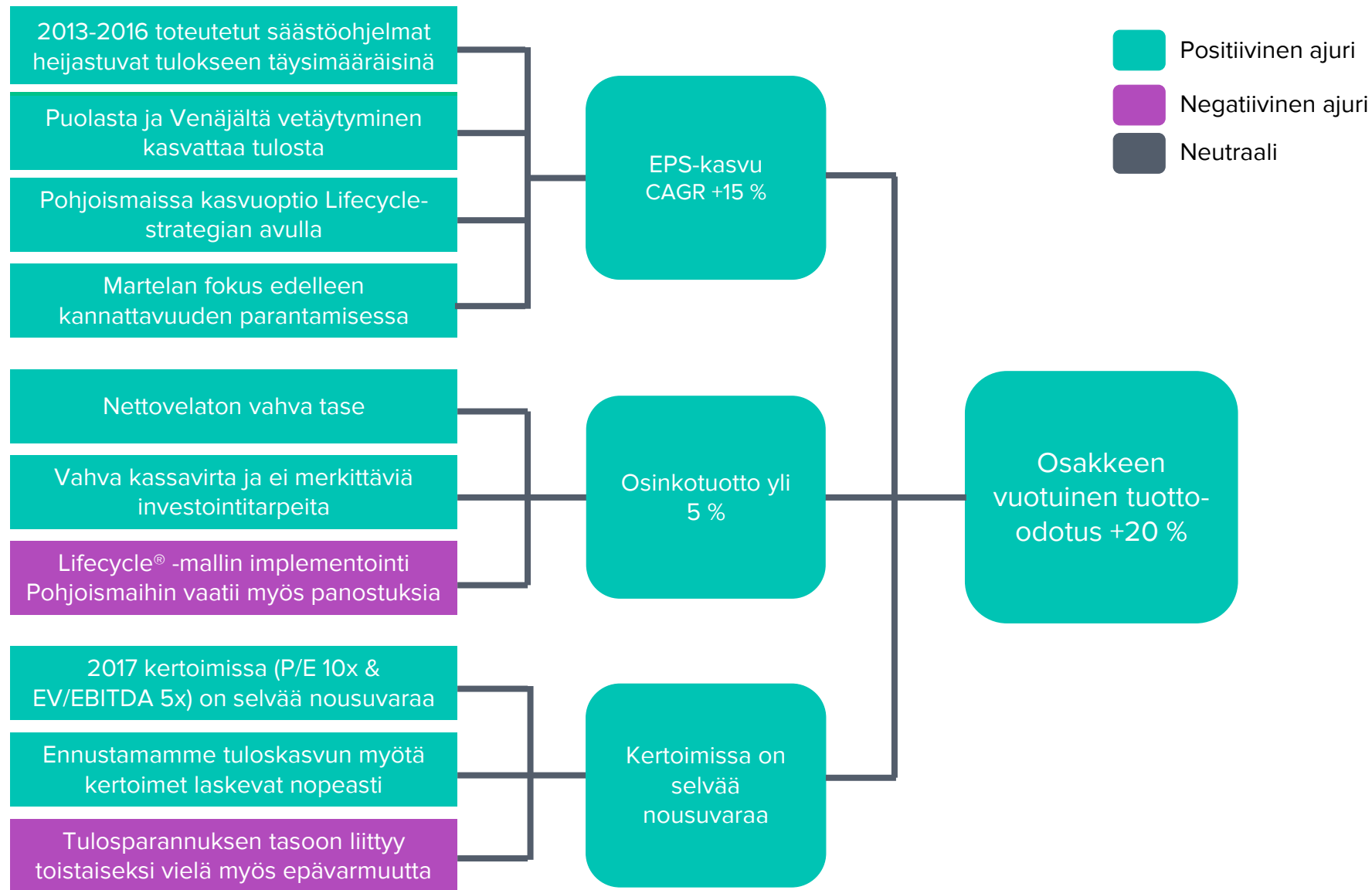
Näkemyksemme mukaan Martelan arvostuskertoimissa on verrokkiryhmään suhteutettuna selvää nousuvaraa. Mikäli markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan vahvistuu ja Martela onnistuu edelleen nostamaan kannattavuuttaan nykyisestä on osakkeen arvostustasossa mielestämme selvää nousuvaraa tulostekertoimien normalisoitumisen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

Suositus

Mielestämme Martelan osakkeen arvostustaso on absoluuttisesti ja suhteellisesti hyvin matala ja markkinat eivät hinnoitele yhtiön lähivuosien tuloskäännettä osakkeeseen. Tarkistamme Martelan tavoitehintamme 12,50 euroon (aikaisemmin 11,40 euroa) ja annamme osakkeelle osta-suosituksen (aikaisemmin lisää).

Näemme Martelan osakkeessa selvää nousuvaraa tuloskasvun ja arvostuskertoimien normalisoitumisen myötä. Tavoitehintamme heijastaa vuoden 2017 12x P/E-lukua. Hyvässä skenaariossa osakkeessa on huomattavasti tätä enemmän nousuvaraa, sillä Martelan tavoittelemalla 8 %:n EBIT-marginaalilla yhtiön osakekohtainen tulos olisi arviomme mukaan noin 1,8 euroa ja osakkeen arvostus olisi hyväksymällämme 12x P/E-kertoimella yli 20 euroa.

Martelan arvoajurit 2017-2018e



Vertailuryhmäarvostus

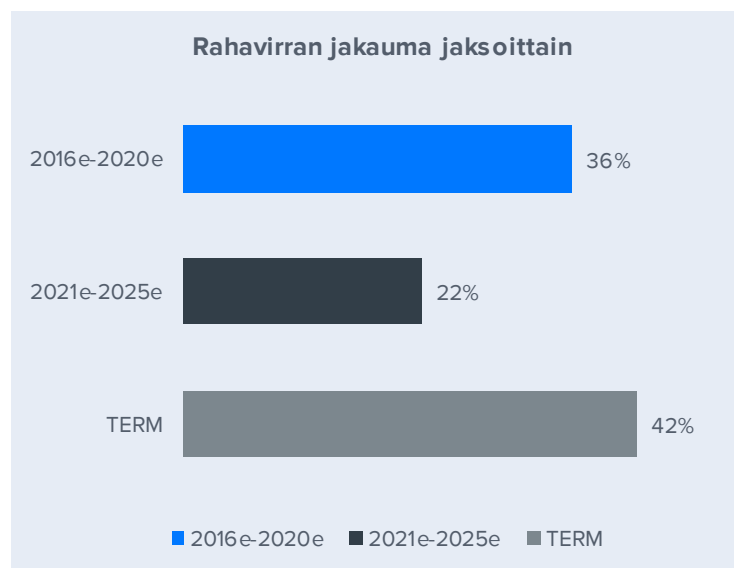
	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Martela	10,84	45	42	7,7	7,3	5,3	4,9	0,3	0,3	12,0	10,4	3,2	5,1	1,8
HNI	54,85	2351	2536			10,5	9,5	1,2	1,2	20,7	18,4			4,4
Herman Miller	35,65	2059	2226	10,9	10,3	8,7	8,1	1,0	1,0	16,4	15,1			3,4
Knoll	27,67	1308	1470			9,6	9,1	1,3	1,3	16,4	15,2	2,2	2,5	
Steelcase	16,83	1916	2006	9,6	8,1	7,5	6,4	0,7	0,7	16,5	13,4	2,9	3,2	2,5
Lammhults Design	57,75	50	66	13,4	10,9	10,1	7,3	0,8	0,7	13,6	10,7	3,9	3,7	1,2
Martela (Inderes)	10,80	45	43	7,8	6,8	5,0	4,6	0,3	0,3	12,0	10,4	3,2	5,1	1,8
Keskiarvo				10,4	9,1	8,6	7,6	0,9	0,9	15,9	13,9	3,1	3,6	2,6
Mediaani				10,3	9,2	9,2	7,7	0,9	0,8	16,4	14,2	3,0	3,5	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-24 %	-26 %	-45 %	-40 %	-63 %	-63 %	-27 %	-27 %	7 %	47 %	-30 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	4,1	4,9	5,8	6,3	6,5	6,6	6,7	6,8	6,8	6,9	7,0	
+ Kokonaispoistot	3,4	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	
- Maksetut verot	-0,8	-1,4	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,1	2,3	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,4	8,8	7,7	7,5	7,6	7,7	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninwestoinnit	-0,7	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,9	-2,9	-3,4	-3,0	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,5	5,8	5,2	5,0	5,1	4,6	5,2	5,2	4,8	5,3	5,3	
+/- Muut	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,6	5,8	5,2	5,0	5,1	4,6	5,2	5,2	4,8	5,3	5,3	59,8
Diskontattu vapaa kassavirta		5,8	4,7	4,1	3,8	3,1	3,2	2,9	2,5	2,5	2,3	25,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		60,2	54,4	49,7	45,5	41,7	38,6	35,4	32,4	30,0	27,5	25,3
Velaton arvo DCF		60,2										
- Korolliset velat		-10,9										
+ Rahavarat		7,7										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,0										
Oman pääoman arvo DCF		56,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,47										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	5,00 %
Likviditeettipreemio	1,30 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	11,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %



Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	132	136	133	132	126	128
Kulut	-132	-132	-125	-124	-117	-119
EBITDA	0,4	3,9	7,5	8,0	8,6	9,0
Poistot	-3,6	-3,8	-3,4	-3,1	-2,8	-2,7
Liikevoitto	-3,1	0,2	4,1	4,9	5,8	6,3
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>-3,1</i>	<i>0,2</i>	<i>4,1</i>	<i>5,5</i>	<i>5,8</i>	<i>6,3</i>
Rahoituserät	-1,2	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	-0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	-4,6	-0,6	3,4	4,4	5,6	6,2
Muut erät	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Verot	0,5	-0,1	-0,9	-1,2	-1,3	-1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-4,2	-0,7	2,5	3,2	4,3	4,9
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>-4,2</i>	<i>-0,7</i>	<i>2,5</i>	<i>3,8</i>	<i>4,3</i>	<i>4,9</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	-4,2	-0,7	2,5	3,2	4,3	4,9
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>-1,00</i>	<i>-0,18</i>	<i>0,61</i>	<i>0,76</i>	<i>1,04</i>	<i>1,18</i>
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	-1,00	-0,18	0,61	0,90	1,04	1,18

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	19	17	14	14	14
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	6	5	5	5	5
Käyttöomaisuus	12	10	9	8	8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	1	1
Vaihtuvat vastaavat	39	37	42	36	38
Varastot	11	10	11	11	10
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Saamiset	24	21	23	20	19
Likvidit varat	5	6	8	6	10
Taseen loppusumma	59	54	56	50	52

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	22	20	23	25	28
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	14	13	15	17	20
Omat osakkeet	-1	-1	-1	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	2	1	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	8	10	5	5
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	9	7	8	4	4
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	1	0	0
Lyhytaikaiset velat	27	26	24	20	19
Lainat rahoituslaitoksilta	7	6	3	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	20	20	21	20	19
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	59	54	56	50	52

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.6.2015	Lisää	3,20 €	2,90 €
12.8.2015	Lisää	3,20 €	3,02 €
30.10.2015	Lisää	3,70 €	3,33 €
18.1.2016	Osta	5,00 €	4,35 €
5.2.2016	Osta	5,90 €	5,10 €
10.3.2016	Lisää	5,90 €	5,33 €
2.5.2016	Osta	6,90 €	5,72 €
13.6.2016	Osta	7,50 €	6,54 €
10.8.2016	Lisää	7,70 €	7,07 €
23.9.2016	Osta	10,00 €	8,15 €
19.10.2016	Osta	11,00 €	9,50 €
1.11.2016	Lisää	11,40 €	10,55 €
21.12.2016	Osta	12,50 €	10,80 €

Vastuuvapauslauseke

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän

raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvo malli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyyysi 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 nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan:

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

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

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

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

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**