

Marimekko

Yhtiöraportti

7/2019

Uusi kasvuvaihe silmään

Marimekko on saanut viimeisen kolmen vuoden aikana käännettyä liiketoimintansa selvästi parempaan suuntaan. Liikevaihto on lähtenyt hyvään kasvuun, kannattavuus on noussut ja yhtiö nauttii jälleen brändin hyvästä myötätuulesta. Hyvien suoritusten siivittämänä yhtiö nosti 2018 lopussa taloudellisia tavoitteitaan, jotka nostivat riman hyvin korkealle. Osakekurssiin on leivottu jo kovat lähivuosien odotukset ja yhtiöltä vaaditaan kovia suorituksia, jotta kurssilla olisi vielä nousuvaraa. Vaikka uudella johdolla on erittäin vahvat näytöt, emme ole vielä valmiita nostamaan lähivuosien liikevaihto- ja kannattavuusennusteitamme uusien taloudellisten tavoitteiden tasolle. Osake on mielestämme tällä hetkellä täyteen hinnoiteltu, minkä takia toistamme vähennä-suosituksemme. Päivityksen yhteydessä tehtyjen positiivisten ennustemuutosten johdosta nostamme tavoitehintamme 28,0 euroon (aik. 25,0 euroa).

Kilpailukyky on noussut parin viime vuoden aikana selvästi

Marimekon tulos kävi nollan tuntumassa vuosina 2013 ja 2015, kun yhtiön kilpailukyky ja brändi olivat päässeet rapistumaan. Uusi johto totesi vuonna 2016 kilpailukyvyn noston ja tehokkuuden parantamisen olevan avainasemassa. Yhtiö on tehnyt sen jälkeen sekä kilpailukyvyn noston että brändin houkuttelevuuden osalta erittäin hyvää työtä, mikä on näkynyt kiinteän kulurakenteen pienenemisenä, myyntikateprosentin nousuna ja liikevaihdon hyvänä kasvuna. Marimekko-brändin uusi raikas suunta ja onnistuneet mallistot ovat tuoneet yhtiön ympärille taas positiivista virettä ja Marimekko on taas ”cool” sekä vanhempien että nuorten kuluttajien keskuudessa. Tämä on alkanut näkyä katukuvassa, myyntiluvuissa ja tulostilillä positiivisesti viimeisen parin vuoden aikana.

Strategiakaudella 2018-2022 tavoitellaan laajempaa asiakaskuntaa ja kovempaa kasvua

Marimekon päivitetyn strategiakauden tavoitteena on laajentaa yhtiön brändiä niche-kategoriasta puhuttelemaan laajempaa asiakaskuntaa. Yhtiön yksi tärkeimmistä kasvualueista on Kiina, missä yhtiö panostaa verkkomyyntiin lisäämiseen ja partnerivetoiseen vähittäiskauppaan. Vähittäiskaupan toimialalla skaalaeduilla on iso merkitys kannattavuusparannuksissa ja näitä etuja Marimekko yrittää päästä suuremman koon kautta hyödyntämään.

Yhtiöllä on vielä todistettavaa pitkän aikavälin tavoitteisiin pääsemisessä

Marimekko teki vuonna 2018 yhtiön historian parhaan liikevaihdon ja tuloksen. Liikevaihto nousi 9 % ja oli 112 MEUR. Oikaistu liikevoitto nousi 10,9 %:iin ja ylitti aiemman pitkän aikavälin tavoitteen (EBIT yli 10 %). Yhtiö päivitti marraskuussa 2018 pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet, joita ovat 1) liikevaihdon vuosikasvu yli 10 % ja 2) liikevoittomarginaali 15 %. Kansainvälisistä muotitaloista koostuvaan verrokkiryhmään nähden liikevaihtotavoite on haastava ja vaikka liikevoittomarginaali on linjassa verrokkiryhmän pitkän ajan keskiarvon kanssa, on alan kannattavuus ollut yleisellä tasolla viime vuosina laskussa. Marimekolla on ollut viime aikoina apunaan hyvän taloustilanteen ja brändin ympärillä virranneen positiivisen energian tuomaa apua, mutta epäilemme yhtiön pystyvän ylläpitämään näin kovia kasvu- ja kannattavuuslukuja pidemmällä aikavälillä. Tästä syystä odotamme strategiakauden 2019-2022 liikevaihdon kasvun olevan 8 %:n tasolla ja liikevoittomarginaalin nousevan noin 12 %:n tasolle.

Yhtiön osakkeeseen heijastuu melko suuret tulevaisuuden odotukset

Ennusteidemme mukaiset 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat 22x ja 19x ja vahvan taseen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 8x. Tulospohjainen arvostus on hieman kansainvälisistä muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän alapuolella ja Marimekon oman historiallisen tason yläpuolella. Marimekon osinkotuotot asettuvat ennusteillamme 3,5 %:n ja 3,9 %:n tasolle, mitkä ovat noin 50 % verrokkiryhmää korkeammat. Marimekko ei mielestämme ansaitse verrokkiryhmän tasolla olevaa arvostusta sen pienen koon, verrokkiryhmää heikomman kannattavuuden, suuren Suomi-riippuvuuden ja osakkeen heikon likviditeetin takia. Näemme kuitenkin yhtiöllä olevan vahvat tuloskasvunäkymät ja osakkeessa edelleen nousuvaraa, jos yhtiö onnistuu saavuttamaan erittäin haastavalla tasolla olevat uudet taloudelliset tavoitteensa.

Analyytikko



Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



28,0 EUR

Edellinen: 25,0

Osakekurssi: 26,8 EUR

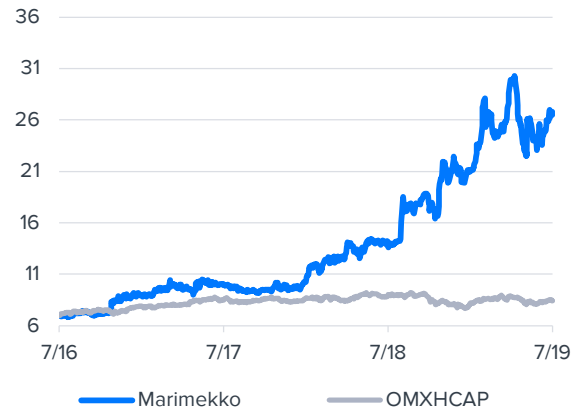
Potentiaali: 4,5 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	112	121	130	141
kasvu-%	9 %	8 %	8 %	8 %
EBIT oik.	12,2	13,3	15,0	16,5
EBIT-% oik.	10,9 %	11,0 %	11,5 %	11,7 %
Nettotulos	13,7	10,1	11,4	12,6
EPS (oik.)	1,01	1,24	1,40	1,55
P/E (oik.)	25,9	21,7	19,1	17,3
P/B	5,3	6,2	5,6	5,1
Osinkotuotto-%	7,1 %	3,5 %	3,9 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	15,5	17,5	15,4	13,8
EV/EBITDA	9,4	9,1	8,4	7,8
EV/Liikevaihto	1,7	1,9	1,8	1,6

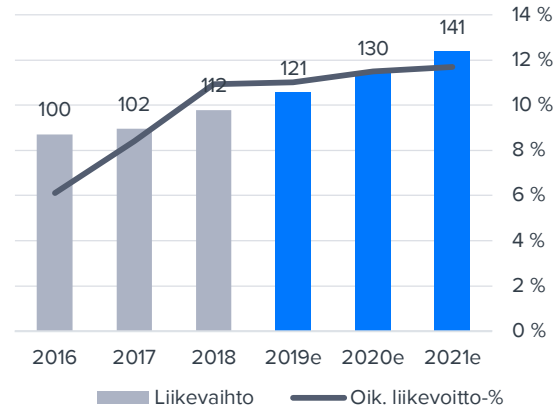
Lähde: Inderes

Osakekurssi



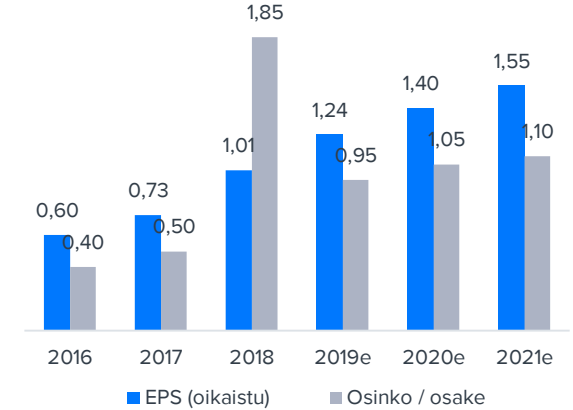
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

218

MEUR

Osinko

3,5%

2019e

EV/EBITDA

9x

2019e

P/E(oik.)

22x

2019e



Arvoajurit

- Toiminnan tehostustoimet vuosien 2016-2018 aikana tukevat kannattavuusvipua
- Kasvun kautta tulevat skaalaedut luovat tulokasvupotentiaalia
- Lisensointiliiketoiminnassa ja verkkokaupassa hyödyntämätöntä potentiaalia
- Oman verkkokaupan ja myymälämäärien kasvu
- Olemassaolevien myymälöiden tehokkuuden parantaminen
- Uudet mallistot ja brändin ympärillä vallitseva hyvä noste
- Kestävän kehityksen huomiointi



Riskitekijät

- Kustannuskilpailukyvyyn säilyttäminen globaaleilla kuluttajamarkkinoilla
- Marimekko-brändin houkuttelevuus ja pysyminen relevanttina
- Vähittäiskaupan digitalisoituminen ja globaalin kilpailun kiristyminen
- Heikentyvä kuluttajaluottamus ja talouskasvunäkymät yhtiön päämarkkinalla Suomessa
- Tulostaso on nyt historiallisen korkealla, onko viime vuosina nähty kannattavuuskäännepiste?



Arvostus

- Tulospohjainen arvostus on yhtiön pitkän aikavälin historiallisen tason yläpuolella
- Arvostus on linjassa kansainvälisistä muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän kanssa
- Tase on hyvässä kunnossa, investointitarve on pieni, yhtiö on hyvin kannattava ja tekee vahvaa rahavirtaa
- Noin 4 %:n tasolla oleva lähivuosien osinkotuotto tarjoaa osakkeelle tukea

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit	10-11
Historiallinen kehitys	12-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	15-16
Toimintaympäristö ja kilpailutilanne	17-23
Taloudellinen tilanne	24-25
Ennusteet	26-30
Arvostus	31-35
Sijoitusprofiili	36-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Marimekko lyhyesti

Marimekko on suomalainen lifestyle-design-yritys, jonka valikoimaan kuuluu korkealuokkaisia vaatteita, laukkuja ja asusteita sekä kodintavaroita sisustustekstiileistä astioihin. Yhtiön tärkein myyntikanava on Marimekko-myymälät, joita oli vuoden 2019 alussa noin 150 kappaletta 15 eri maassa. Yhtiön oma verkkokauppa toimii 31 eri maassa.

1951

Perustamisvuosi

218 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssilla 26,8 euroa)

148 MARIMEKKO-MYYMÄLÄÄ (Q1'19)

Myymälöitä 15 eri maassa ja oma verkkokauppa 31 maassa

111,9 MEUR (+9 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

12,2 MEUR (EBIT 10,9 %)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2018

450

Henkilöstö 2018 lopussa

57%

Suomen osuus liikevaihdosta 2018

Kansainvälisen kilpailukyyn ja kannattavuuden nosto 2016-2018

Uusi johtoryhmä, toiminnan uudelleenorganisointi, yt-neuvottelut, brändin uudelleen elävöittäminen, uudet mallistot ja pääkonttorin myynti. Marimekko takaisin "cooliksi". Kannattavuuteen huomattava tasokorjaus ylöspäin ja liikevaihto vahvempaan kasvuun.

Uusi strategiakausi 2018-2022

Keskittyminen laajempaan globaaliin asiakaskuntaan, vahvemman kasvun hakeminen, hankintaketjun skaalaetujen hyödyntäminen, verkkokaupan ja myymälöiden tehokkuuden parantaminen.

Marimekon kansainvälinen laajentuminen

Investoinnit kansainväliseen organisaatioon, myymäläverkoston rakentamiseen, omaan verkkokauppaan, markkinointiin jne. painoivat kannattavuutta. Brändi ja kilpailukyky pääsivät rapistumaan.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Lifestyle-designyritys

Marimekko on vuonna 1951 perustettu lifestyle-designyritys, jonka toiminnan ydin on yksilöllisten, käytännöllisten ja kauniiden kuluttajatuotteiden suunnittelu ja valmistus. Tuoteportfolioon kuuluu vaatteita, laukkuja, asusteita sekä kodintuotteita astioista sisustustekstiileihin. Marimekon liikevaihto vuonna 2018 oli 112 MEUR (2017: 102 MEUR), vertailukelpoinen liikevoitto oli 12,2 MEUR (2017: 8,6 MEUR) ja henkilöstömäärä 445 kpl (2017: 446 kpl).

Marimekko-myymlöitä 148 kpl

Yhtiön tärkein myyntikanava on Marimekko-myymlät, joita oli Q1'19 lopussa yhteensä 148 kpl. Näistä Marimekon omia vähittäismyymlöitä oli 52 kpl ja loput ovat jälleenmyyjäomisteisia. Marimekko-tuotteita myydään noin 40 maassa ja Marimekon oma verkkokauppa tavoittaa asiakkaita 31 maassa. Keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Marimekko julkaisee arviota kaikkien Marimekko-tuotteiden myynnistä kuluttajahinnoin mitattuna ja käyttää tästä mittarista termiä "Brändimyynti". Marimekon brändimyynti vuonna 2018 oli 248 MEUR (2017: 193 MEUR). Brändimyynti lasketaan lisäämällä yhtiön oman Vähittäiskaupan liikevaihtoon muiden jakelijoiden arvioitu Marimekko-tuotteiden vähittäismyyntiarvo.

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Marimekko toimii erittäin kilpailluilla globaaleilla kuluttajatuotemarkkinoilla. Yhtiö luokittelee itsensä lifestyle-brändiksi, mikä tarkoittaa, että

yhtiö suunnittelee ja valmistaa ajattomia, persoonallisia vaatteita, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita elämän eri hetkiin.

Virallisesti Marimekko luokitellaan tekstiili- ja vaatetusalan yhtiöksi. Muodin sisällä Marimekko kuuluu Contemporary-segmenttiin, joka kertoo tietystä premium-hinnoittelusta, mutta ei kuitenkaan yllä luksuksen puolelle. Marimekon vahvuuksia tällä markkinalla ovat brändin tunnistettava muotokieli (värit ja kuviot), vahva perintö, sekä näiden leveroiminen moneen eri tuotekategoriaan esim. vaatteet, asusteet, laukut jne. Sisustuspuolelle Marimekko toimii kodintuotemarkkinoilla, joka pitää sisällään mm. kankaita, sisustus- ja kodintuotteita ja keramiikkaa. Näissäkin tuotteissa yhtiö käyttää tunnistettavia kuvioita ja värejä, mikä tuo tunnetun brändin kautta hinnoitteluvoimaa.

Marimekon pääkonttori sijaitsee Helsingin Herttoniemessä. Herttoniemessä yhtiöllä on oma kangaspaino, missä painetaan metreittäin myytäviä sisustuskankaita sekä osa vaatteissa, laukuissa ja keittiötekstiileissä käytettävistä kankaista. Sen lisäksi yhtiöllä on kattava valmistajaverkosto, joka tekee tuotteita alihankintana Euroopassa ja Aasiassa. Suurin osa Marimekon tuotteista valmistetaan Euroopassa ja noin kolmannes Euroopan ulkopuolella.

Kolme eri tuotelinjaa

Marimekolla on kolme tuotelinjaa: 1) Muoti 2) Kodintuotteet 3) Laukut & Asusteet. Vuonna 2018 liikevaihto jakautui seuraavasti: Muoti 35 %, Kodintuotteet 39 %, Laukut & Asusteet 26 %. Muoti-tuotelinja sisältää vaatteita pääasiassa

naisille. Joitain tuotteita tehdään myös miehille ja lapsille, mutta Marimekon mittakaavassa näiden osuus on erittäin pieni. Kodintuotteet-tuotelinja sisältää kankaita, astioita, sisustus-, keittiö-, makuuhuone- ja kylpyhuonetuotteita. Laukut & Asusteet-tuotelinja sisältää mm. huiveja, hattuja, kenkiä, lomakoita, käsilaukkuja, reppuja jne.

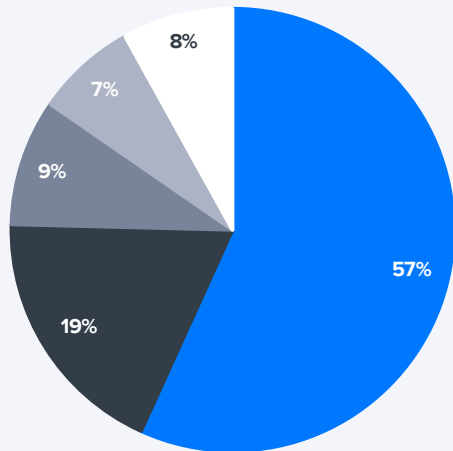
Päämarkkina-alue on Suomi

Marimekon päämarkkina-alue on Suomi (57 % liikevaihdosta). Toiseksi suurin markkina-alue on Aasia-Tyynenmeri (19 % liikevaihdosta). Aasian-Tyynenmeren alueella varsinkin Japani on yhtiölle merkittävä yksittäinen markkina. Kolmanneksi suurin markkina on EMEA (9 % liikevaihdosta). Viimeisen kymmenen vuoden ajan Marimekko on tehnyt vahvoja kansainvälistymisponnisteluja etenkin Aasian-Tyynenmeren alueelle ja saanut sitä kautta vähennettyä Suomi-riippuvuuttaan. Aasian-Tyynenmeren painoarvo alkoi kasvaa vauhdilla vuonna 2006, kun ensimmäiset Marimekko-myymlät avattiin Japaniin. Tämän jälkeen seuraava kasvuharppaus ulkomaille tuli vuosien 2011-2013 aikana, kun yhtiö kasvatti merkittävästi myymälöiden ja shop-in-shopien määrää Pohjois-Amerikassa.

Vuoden 2018 liikevaihdosta 43 % tuli ulkomailta, kun vuonna 2004 vastaava luku oli vielä 22 %. Marimekon kasvustrategia nojaa tällä hetkellä vahvasti Aasian-Tyynenmeren partnerivetoiseen vähittäiskauppaan, verkkomyyntiin ja olemassa olevien myymälöiden myyntiin kasvattamiseen ja partnerivetoisten Marimekko-myymlöiden määrän lisäämiseen. Kotimarkkina on kuitenkin yhtiölle nyt ja tulevaisuudessa erittäin tärkeä.

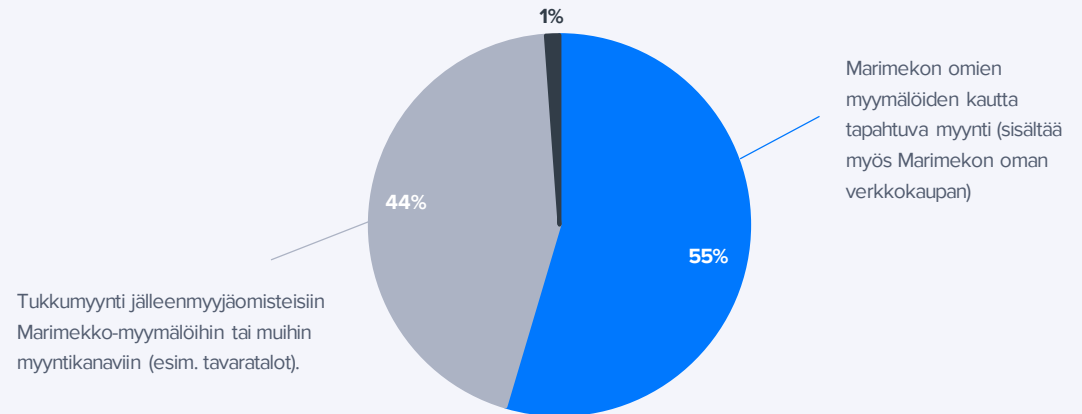
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Liikevaihdon jakautuminen (2018)



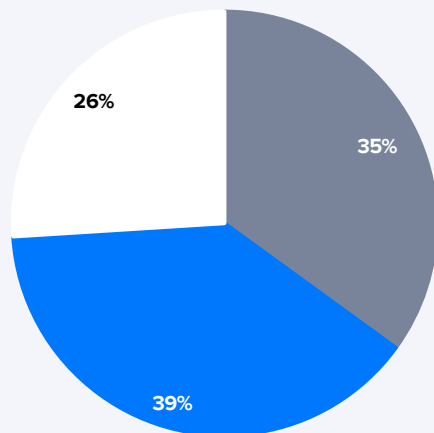
■ Suomi ■ APAC ■ EMA ■ Pohjois-Amerikka ■ Skandinavia

Liikevaihto myyntikanavoittain (2018)

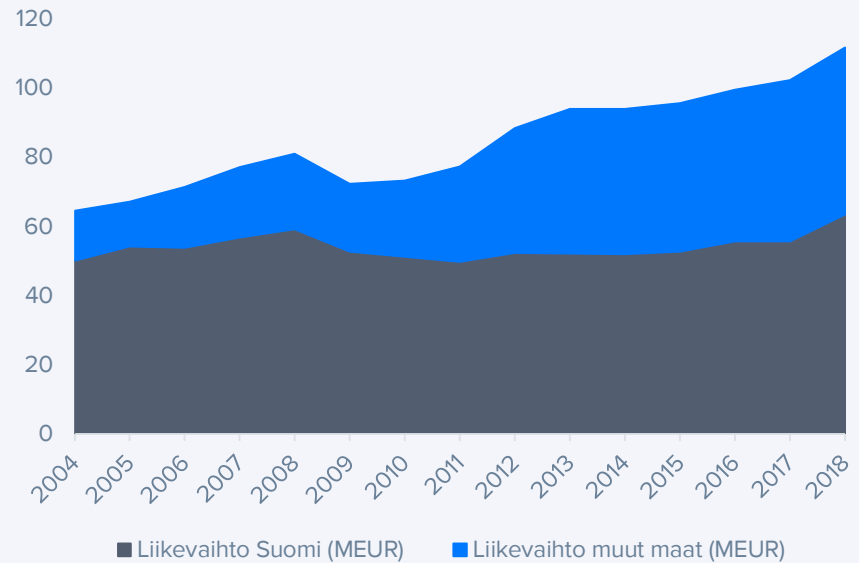


■ Vähittäismyynti ■ Tukkumyynti ■ Lisenssitulot

Liikevaihto tuotelinjoittain (2018)



■ Muoti ■ Kodintuotteet ■ Laukut & asusteet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Marimekko-myymälät ja verkkokauppa tärkeimmät myyntikanavat

Vähittäismyynti: Vuoden 2018 liikevaihdosta 55 % tuli vähittäismyynnistä. Vähittäismyynniksi lasketaan kaikkien yhtiön omien Marimekko-myymälöiden (2018: 40 kpl) sekä omien outlet-myymälöiden (2018: 13 kpl) ja Marimekon oman verkkokaupan kautta tapahtuva myynti.

Tukkumyynti: Vuoden 2018 liikevaihdosta 44 % tuli tukkumyynnistä, mikä tarkoittaa tukkumyyntiä jälleenmyyjäomisteisiin Marimekko-myymälöihin (2018: 68 kpl), jälleenmyyjäomisteisiin shop-in-shopeihin (2018: 32 kpl) sekä muihin myyntikanaviin (esim. tavarataloihin ja monimerkkimyymälöihin).

Lisenssimyynti: Vuoden 2018 liikevaihdosta 1 % tuli lisenssimyynnistä. Marimekolla on brändiyhteistyötä ja lisensointiliiketoimintaa monien yhtiöiden kanssa, joista viimeisimpiä esimerkkejä olivat keväällä 2018 tehdyt yhteistyöt japanilaisen vaatebrändi Uniqlo:n ja yhdysvaltalaisen kosmetiikkabrändi Cliniquen kanssa. Muita tunnettuja yhteistyökuvioita Marimekolla on ollut viime vuosina mm. Targetin, Finnairin, Converse:n ja Banana Republicin kanssa.

Lisensointiliiketoiminta on Marimekolle erittäin kannattavaa, mutta yhtiöllä on hyvin tarkat kriteerit siitä, kenen kanssa yhteistyökuvioihin lähdetään, minkä takia se tuo hyvin pienen osan konsernin liikevaihdosta. Mielestämme tässä liiketoiminnassa olisi hyvinkin paljon realisoimatonta potentiaalia, mutta yhtiö näyttää olevan melko suojelevainen mihin tuotteisiin ja minkälaisissa yhteyksissä

Marimekon kuvioita ja nimeä voidaan käyttää ettei brändi pääse ”romuttumaan”.

Verkkokauppa: Marimekko on viime vuosina panostanut verkkokauppaliiketoimintaansa, mutta sitä kautta tulevaa liikevaihtoa yhtiö ei ole kertonut markkinoille. Verkkokaupan kautta tapahtuva myynti on arviomme mukaan vielä pientä (< 10 % liikevaihdosta). Yhtiö aloitti kansainvälisen verkkokauppansa rakentamisen vuonna 2011 Yhdysvalloista. Suomessa verkkokauppa avautui vuonna 2012. Erityisesti vuosien 2015-2018 aikana toteutettujen laajennusten jälkeen Marimekon oma verkkokauppa palvelee asiakkaita 31 maassa (pääosin Euroopassa). Yhtiö myy tuotteitaan myös kolmansien osapuolten verkkokaupoissa (mm. Zalando, Boozt, jne.).

Suunnittelu ja tuotekehitys

Marimekon liiketoiminnan ytimessä on tuotesuunnittelu ja se näkyy yhtiön visiossa, joka on olla ”*Maailman kiehtovin lifestyle-designbrändi, joka on tunnettu rohkeista kuvioistaan*”.

Marimekko tunnetaan ennen kaikkea omaleimaisista kuvioista ja väreistä. Yhtiön tavoitteena on pysyä uskollisena alkuperäiselle tarkoitukselleen, joka on tuoda iloa ihmisten arkeen. Tämän takia tuotevalikoiman suunnittelu, tuotekehitys, kiinnostavan designin ja mallistojen suunnittelu on yhtiön menestymiselle ensiarvoisen tärkeää. Tuotteiden suunnittelun lisäksi Marimekon myymäläkonseptien suunnittelu (online ja offline) on myös tärkeässä osassa yhtiön brändin viestimisen kannalta. Myymälöiden tulee olla asiakkaille paikkoja, joissa he voivat kokea

Marimekon lifestylekonseptin. Myymälöistä pyritään rakentamaan inspiroivia kohtauspaikkoja niiden tulee puhutella asiakkaita.

Hankinta ja valmistus

Suomi on Marimekolle edelleen tärkeä valmistusmaa, vaikka yhtiö on viime vuosina ulkoistanut laatu- ja kustannussyistä paljon tuotantoaan ulkomaille. Marimekon omassa kangaspainossa Herttoniemessä painetaan kaikki Marimekon metreittäin myytävät sisustuskankaat ja osa vaatteissa, laukuissa ja keittiötekstiileissä käytettävistä kankaista. Painokangas ja siihen liittyvä suunnitteluosaaminen ovat aina olleet Marimekon liiketoiminnan ytimessä. Omalla kangaspainolla on myös tärkeä rooli tuotekehityksessä.

Oman kangaspainon lisäksi osaava valmistajaverkosto tekee tuotteita alihankintana. Noin 70 % Marimekon tuotteista valmistetaan Euroopassa ja noin 30 % valmistetaan Aasiassa. Suurimpia valmistusmaita ovat Viro, Liettua, Portugali, Kiina, Thaimaa ja Suomi. Monipuolisen hankintaketjun avulla yhtiö voi tarjota asiakkaille laajan ja laadukkaan tuotevalikoiman riippumatta siitä, missä tuotteet valmistetaan. Hyvät ja osaavat sopimusvalmistajat ovat avainasemassa Marimekon kilpailukyvyssä. Vuonna 2018 noin 80 toimittajakumppania valmisti Marimekon tuotteita noin 100 tehtaassa. Useat yhtiön käyttämistä sopimusvalmistajista ovat pitkäaikaisia kumppaneita. Yhtiö tekee itse ja järjestöjen kautta auditointeja ja tällä tavalla pyrkii varmistamaan tuotteiden laadun ja tuotannon vastuullisuuden.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Hankinnan ja valmistuksen skaalaedut

Skaalaedut hyödyttävät toimialan isoja pelureita, minkälaiseksi Marimekkoa ei voida ainakaan vielä kategorisoida. Isojen muotialan pelureiden etu ovat suuret tilattavat volyymit, joiden kautta he saavat hyvän neuvotteluaseman sopimusvalmistajiin, alihankkijoihin ja myyntikanaviin päin ja sitä kautta paremmat ehdot toimituksille. Marimekon tulisi pystyä tilaamaan ja toimittamaan merkittävästi isompia volyymeja, jotta se pääsisi samanlaisiin ehtoihin, mutta se vaatisi ensiksi yhtiön kokoluokan merkittävää kasvua nykytasolta.

Marimekko on viimeisen kymmenen vuoden aikana hakenut kasvua kansainvälisiltä markkinoilta, mikä on tähdännyt suuremman kokoluokan tuomiin skaalaetuihin. Yhtiö on myös karsinut SKU-määriä ja keskittynyt hyvin liikkuviin tuotteisiin/tuoteryhmiin, jotta kaikista pienimmistä tilausmääristä päästäisiin eroon.

Jakelu ja markkinointi

Marimekon jakelustrategian ytimessä ovat Marimekko-myymälät ja oma verkkokauppa. Omat myymälät ja verkkokauppa ovat yhtiön tärkeimmät markkinointikanavat ja niiden tehtävä on tuoda brändiä tunnetuksi kuluttajille. Marimekon jakeluverkosto koostuu omista Marimekko-myymäloistä, jälleenmyyjävetoista Marimekko-myymäloistä ja shop-in-shopeista sekä muista jälleenmyyjistä, joihin kuuluu tavarataloja, erikoisliikkeitä ja e-talireita.

Marimekko-myymäloitä on avautunut 2000-luvulla tiuhaan tahtiin, mutta viime vuosina yhtiö on hieman rauhoittunut avaamistahdin kanssa.

Pääosa avatuista myymäloista sijoittui vuonna 2018 Aasian-Tyynenmeren alueelle, mikä on yhtiölle tärkeä strateginen kasvualue. Vuoden 2018 lopussa Marimekolla oli yhteensä 53 omaa myymälää, joiden liikevaihto lasketaan yhtiön ilmoittamaan ”Vähittäismyyntiin”, joka oli 61,1 MEUR. Nyrkkisääntönä voidaan todeta, että Marimekon omat myymälät tekevät liikevaihtoa reilu 1 MEUR vuodessa (per myymälä).

Myymäloverkoston laajentamisen pääpaino on nykyään jälleenmyyjäomisteisten Marimekko-myymäloiden avaamisessa erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella. Yhtiö on ilmaissut vuoden 2019 tavoitteeksi avata noin 10 uutta myymälää ja shop-in-shopia, kun niitä oli vuoden 2018 lopussa yhteensä 153 kpl (Q1'19: 148).

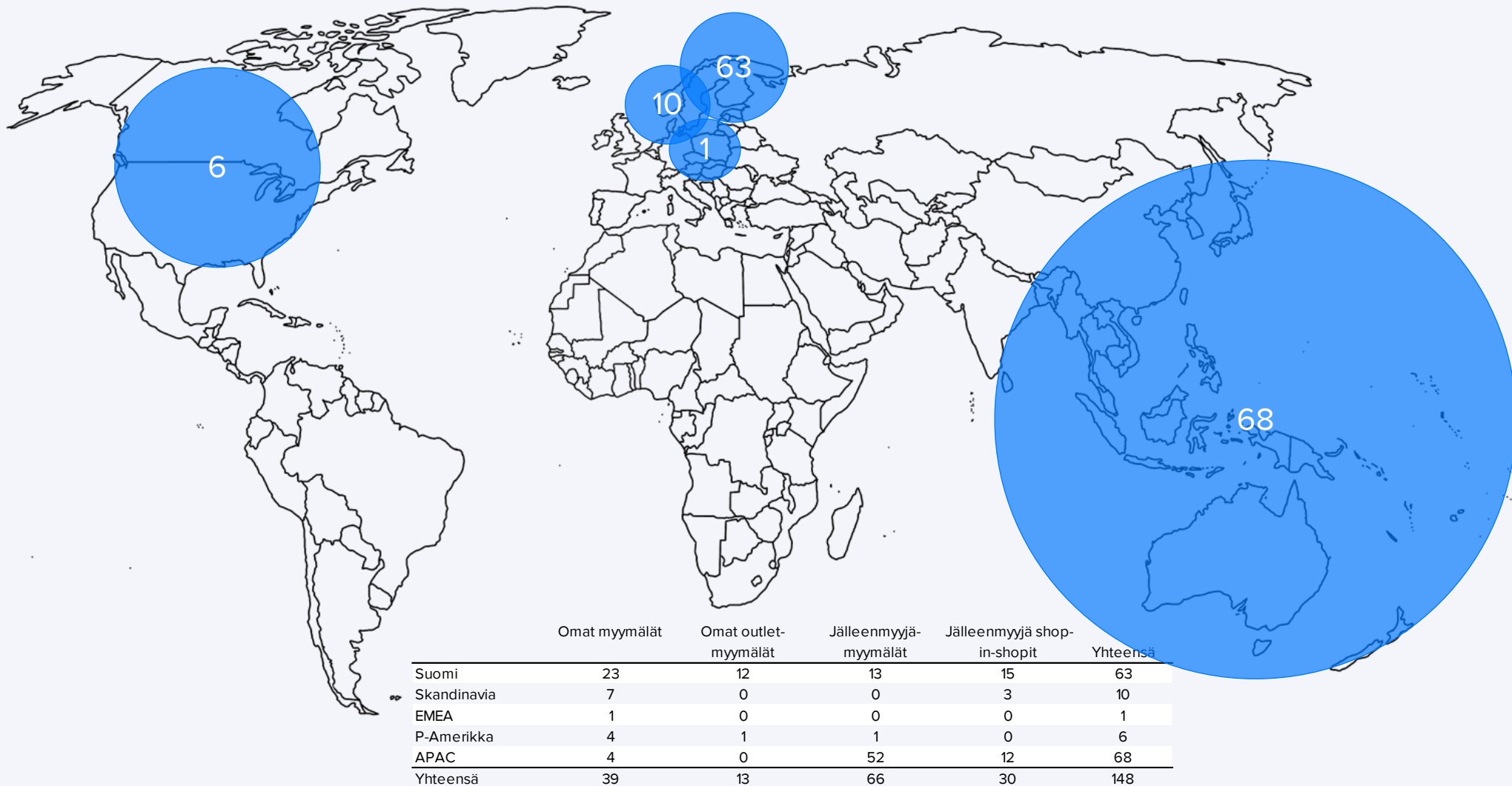
Jälleenmyyjäomisteisten myymäloiden avulla laajeneminen on yhtiön näkökulmasta järkevä kasvutyyli, sillä se ei vaadi merkittäviä pääomia ja yhtiö kykenee näin hyödyntämään paikallisen asiantuntemuksen liiketoiminnan pyörittämisessä kuitenkin siten, että tämä kaikki tapahtuu Marimekon globaalin konseptin mukaisesti.

Tunnettuuden ja brändin uskottavuuden takia yhtiö pitää auki muutamia lippulaivamyymäloita valikoiduilla markkinoilla keskeisillä paikoilla esim. Helsinki, Tukholma, New York, Tokio ja Sydney. Kun yhtiö näyttäytyy suurissa kaupungeissa näyttävillä paikoilla, auttaa se luomaan liiketoimintaa erilaisten kumppaneiden kanssa, mikä on tärkeää. Arviomme mukaan joitain lippulaivamyymäloita pyritetään tappiollisina, jos niissä nähdään markkinoinnillisesti ”stand-alone” arvoa suurempi tarkoitus, mutta tavallisten myymäloiden tappiollisuutta ei katsota pitkään.

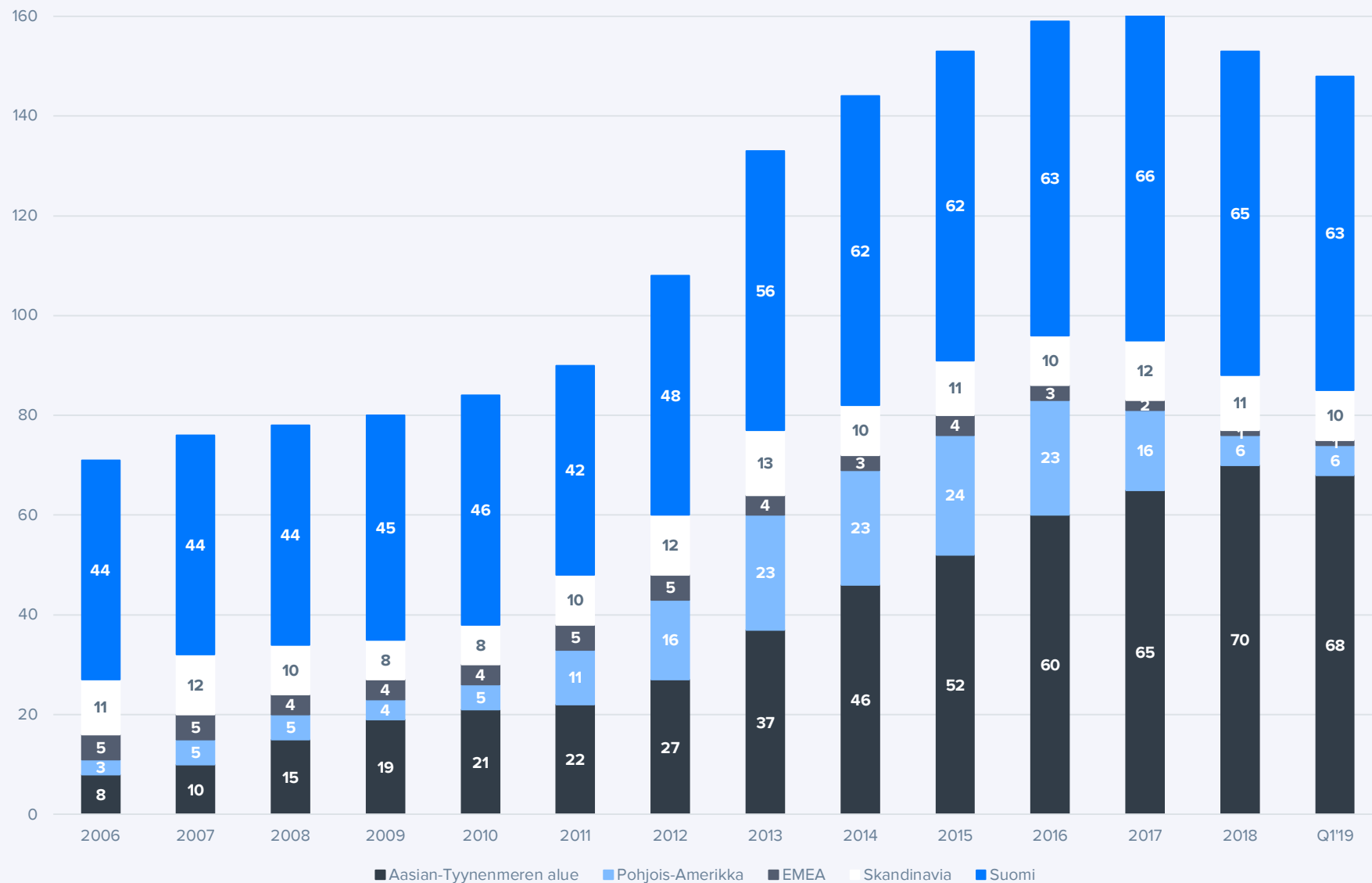
Marimekko on alkanut panostaa yhä enemmän omaan verkkokauppaan ja yhtiön jakelua on myös laajennettu tärkeimpiin kolmansien osapuolten verkkokauppoihin (mm. Zalando, Boozt, jne.). Verkkokaupan laajentaminen parantaa tuotteiden saatavuutta, auttaa yhtiötä bränditunnettuuden rakentamisessa ja saamaan uusia asiakkaita. Se tuo myös yhtiölle lisää tärkeää volyymiä, mitä omien kanavien kautta ei välttämättä saisi hankittua. Digitaalisten myyntikanavien merkitys tulee arviomme mukaan tulevaisuudessa kasvamaan merkittävästi nykyiseltä tasoltaan ja Marimekko onkin viimeisen parin vuoden aikana laajentanut omaa verkkokauppaa moniin uusiin maihin. Marimekon oma verkkokauppa toimii nyt 31 maassa (pääosin Euroopassa) ja vuoden 2019 alussa yhtiö on ottanut ensimmäisiä askeleita myös Kiinan tärkeissä verkkomyyntikanavissa (mm. WeChat ja Tmall).

Marimekko panostaa paljon markkinointiin ja bränditunnettuuden kasvattamiseen. Vuonna 2018 markkinointikustannukset olivat 5,8 MEUR eli 5 % liikevaihdosta. Nämä kulut liittyvät kaikkeen markkinoinnilliseen tekemiseen esim. kuvaamisiin, materiaalin tuotantoon, maksettuihin mainontaan esim. lehdissä tai muissa kanavissa, erilaisiin myymäloissa tapahtuviin aktiviteetteihin, brändiin liittyvään pr-työhön ja muihin tapahtumiin esim. muotinäytöksiin. Marimekko luo arvokasta brändimielikuvaa ja suhteita ostajiin ja muihin muotialan vaikuttajiin sekä lehtiin muotinäytöksissä. Yhtiön tavoite on viedä brändin uudistumistyötä eteenpäin juurikin Muoti-segmentti edellä ja sen jälkeen on helpompaa leveroida muodin ympärille muita segmenttejä.

Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit



Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit



Marimekko korjasi vuonna 2018 Pohjois-Amerikan myymälälukumäärää vähentämällä siitä 11 shop-in-shopia. Näiden kanadalaisen sisustusliikeketju EQ3:n myymälöissä sijaitsevien shop-in-shopien pinta-alat ovat alle 30m²:n raportointirajan.

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu 4,0 %

Marimekon liikevaihto kasvoi 9 % vuonna 2018 ja oli 112 MEUR. Kasvu kertyi pääosin vähittäis- ja tukkumyynnistä Suomessa sekä tukkumyynnistä Aasian-Tyynenmeren alueella. Suomen tukkumyynnin kasvu (25 %) tuli pääosin kertaluonteisista kampanjatoimituksista, mutta myös Suomen vähittäismyynnin kasvu (+10 %) oli selvästi alan yleistä kehitystä vahvempaa.

Tarkastelujaksolla 2004-2018 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ollut 4,0 %. Kasvua ovat ajaneet yhtiön kansainvälinen laajentumisstrategia ja myymäläverkon kasvattaminen, mutta viime vuosina myös Suomen liiketoiminta, myymäläkohtainen myynti ja verkkokauppa ovat näyttäneet hyviä piristymisen merkkejä.

Marimekon tuotteita myydään noin 40 maassa. Myynti tulee laajalta maantieteelliseltä alueelta, tuotteet kattavat monta eri tuotekategoriaa eri myyntikanavissa ja asiakkaan keskiostos on kohtalaisen pieni. Nämä tekijät vähentävät liikevaihdon vuotuista vaihtelua ja riippuvuutta tietyn tuotekategorian tai markkina-alueen menestyksestä. Liikevaihto on tarkastelujaksolla kehittynyt hyvin tasaisesti, mikä parantaa liiketoiminnan ennustettavuutta. Parhaimmillaan liikevaihto on kasvanut vuodessa 14 % (2012) ja heikoimmillaan se on laskenut 11 % (2009).

Myyntikate* keskimäärin 62 % liikevaihdosta

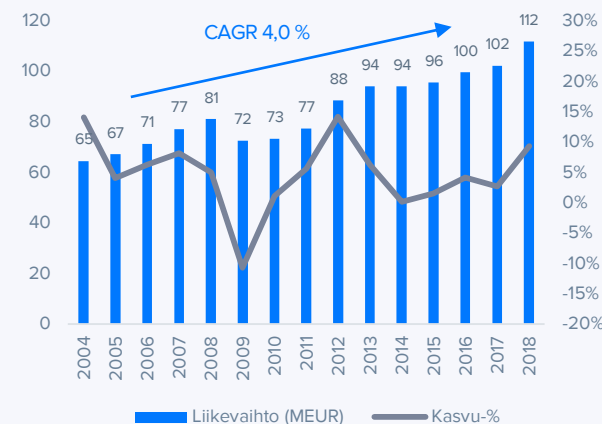
Marimekon myyntikate* on tarkastelujaksolla 2004-2018 ollut keskimäärin 62 % liikevaihdosta. Euromääräinen myyntikate on kasvanut hieman

liikevaihtoa nopeammin ja sen vuotuinen kasvuvauhti (CAGR) on ollut tarkastelujakson aikana 4,4 %.

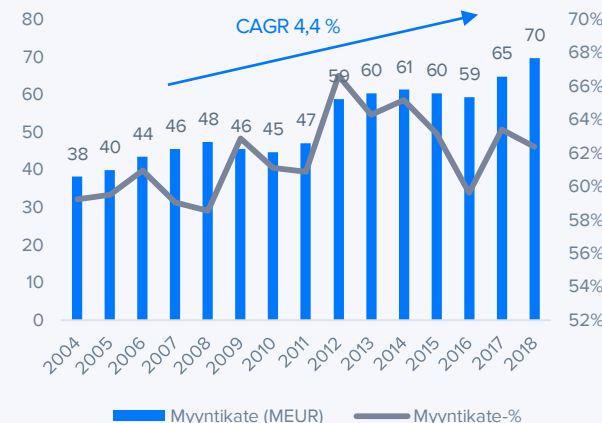
Marimekko ei halua luokitella itseään luksus-segmenttiin, vaan yhtiö kokee toimivansa ”premium contemporary” -luokassa. Marimekon myyntikate on hieman tunnettujen muotitalojen alapuolella (Prada 72 %, Hermes 70 %), mutta selvästi alempaan hintakategoriaan kuuluvien (H&M 53 %, Inditex 56 %) yläpuolella. Marimekon myyntikate on lähellä Hugo Bossin (65%) tai Salvatore Ferragamon (64 %) tasoa. Em. yhtiöt eivät ole täysin vertailukelpoisia Marimekon kanssa esimerkiksi kokoluokan, brändiposition, tuotekategorioiden, maantieteen ja myyntikanavien erilaisuuden kanssa, mutta vertailu antaa yleiskuvaa alalla toimivien yhtiöiden erilaisista myyntikatteiden tasoista. Marimekon myyntikate on vaihdellut vuosien varrella luksuskategorian ja alemman hintakategorian toimijoiden välimaastossa (59-67%).

Marimekolla oli 2012-2016 aikana pitkä jakso, milloin euromääräinen myyntikate polki paikoillaan, vaikka liikevaihto kasvoi. Myynnin kasvu painottui tuolloin vahvasti kampanjoiden, outlet-myymlöiden ja verkkokaupan alennusvetoisen myynnin kasvuun, mikä laski suhteellista myyntikatetta. Tämä kuvasti mielestämme myös Marimekon silloista ongelmaa saada tuotteita myytyä normaaleilla ns. ”täysillä” hinnoilla. Viime vuosina liikevaihdon kasvu on myös perustunut jälleenmyyjävetoisten myymälöiden määrän kasvuun, missä on alempi myyntikate-% kuin yhtiön omissa myymälöissä tai verkkokaupassa.

Liikevaihdon kehittyminen



Myyntikateen* kehittyminen



*Huom! Marimekko ei julkaise omaa myyntikate-lukua. Olemme käyttäneet laskelmissamme suuntaa antavaa arviota, missä kaava on seuraava: Myyntikate = liikevaihto – aineiden ja tarvikkeiden käyttö (sis. ulkopuoliset palvelut).

Historiallinen kehitys

Liikevoitossa on nähty vakuuttava parannus uuden johdon alaisuudessa

Marimekon liikevoitto vuonna 2018 oli yhtiön historian korkein 17,7 MEUR (EBIT 15,5 %) ja se parani selvästi edellisvuodesta (2017: 8,4 MEUR). Tämä selittyi osittain Herttoniemen pääkonttorin kertaluonteisesta 6 MEUR:n myyntivoitosta Q2'18 aikana, mutta tästäkin oikaistuna vertailukelpoinen liikevoitto oli 12,2 MEUR (EBIT 10,9 %) ja se parani selvästi edellisvuodesta (2017: 8,6 MEUR).

Marimekon kannattavuuskehitys oli monta vuotta erittäin heikkoa, sillä vuoden 2005 jälkeen liikevoittomarginaali alkoi laskea ja finanssikriisin jälkeen marginaali lähti kiihtymään kohti nollaa. Heikoimmillaan liikevoitto kävi 0,1 MEUR:ssa (2013). Tämän jälkeen yhtiö on käynyt läpi uudelleenjärjestelyjä, yt-neuvotteluja ja kustannussäästöjä, joiden avulla kannattavuudessa on nähty vakuuttava parannus. Tehostamisen lisäksi yhtiö on saanut uudistettua brändiä ja mallistojaan asiakkaita puhuttelevampaan suuntaan, mikä on auttanut yhtiötä kasvattamaan myyntiään (etenkin normaalihintaisissa tuotteissa) ja parantamaan kannattavuuttaan.

Marimekko on 2000-luvulla ulkoistanut tuotantoaan halvempiin maihin (mm. Viro, Liettua, Portugali, Kiina ja Thaimaa) säilyttääkseen kustannuskilpailukykyä ja samalla Suomen osuus valmistuksesta on pienentynyt. Tehokkaampi hankinta- ja valmistustoiminta on ollut yksi isoista tekijöistä, mikä on vaikuttanut Marimekon kannattavuuteen positiivisesti. Yhtiö on myös onnistunut laskemaan muuta kiinteää kulurakennettaan (työsuhdekulut ja liiketoiminnan muut kulut), mikä oli päässyt kansainvälisen

laajentumisen vuosina paisumaan.

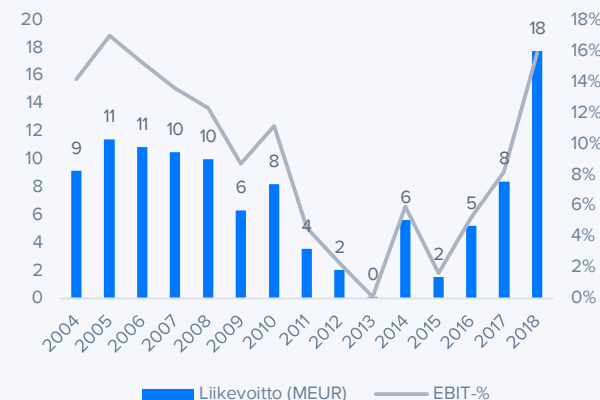
Marimekko on vasta vuonna 2018 päässyt ensimmäistä kertaa finanssikriisin jälkeen takaisin entisille yli 10 %:n liikevoittotasoille. Tässä välissä nähty heikko jakso johtui arviomme mukaan kansainvälistymispanostusten kasvusta, digitalisaation ja kansainvälisen kilpailun kiristymisestä vähittäiskaupan alalla, kuluttajien kasvaneesta hintasensitiivisyydestä ja Marimekon elähtäneeksi päästetystä brändistä. Yhtiön kannattavuudessa on nähty nykyjohton alaisuudessa vakuuttava käänne parempaan suuntaan ja yhtiö on mielestämme nyt kilpailukykyisempi kuin pitkään aikaan. Marimekko nosti vuoden 2018 lopussa vanhan pitkän aikavälin 10 %:n liikevoittotavoitteensa 15 %:iin.

Osinkoa on jaettu keskimäärin 86 % tuloksesta

Marimekon 2018 osakekohtainen tulos oli 1,70 euroa (2017: 0,70). Yhtiö jakoi osinkoa 1,85 euroa per osake (2017: 0,50) eli 107 % tuloksesta. Sekä osakekohtainen tulos että osinko olivat vuoden 2018 osalta poikkeuksellisen korkeita Herttoniemen kiinteistön myynnistä saadun kertaluonteisen myyntivoiton (6 MEUR) takia. Kertaluonteisista eristä oikaistu EPS oli 1,01 euroa. Osinko koostui 0,60 euron perusosingosta ja 1,25 euron ylimääräisestä osingosta.

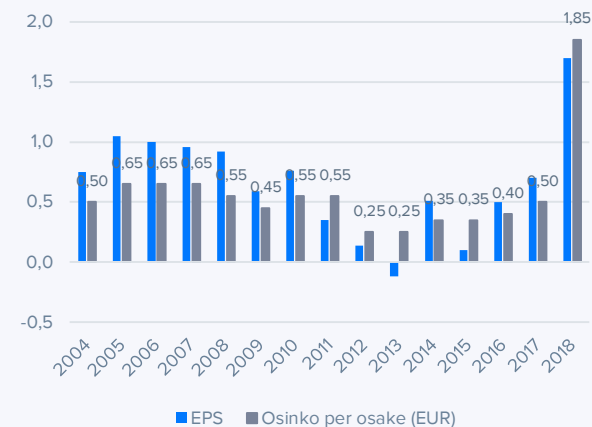
Tarkastelujakson aikana Marimekko on tehnyt osakekohtaista tulos 9,9 euroa ja jakanut tästä 8,5 euroa osinkoa. Tämä tarkoittaa pitkällä aikavälillä noin 86 %:n osingonjakosuhdetta. Marimekon vahva tase ja pieni investointitarve pitävät pitkällä aikavälillä rahavirran hyvällä tasolla, mikä mahdollistaa yhtiölle korkean osingonjakosuhteen.

Liikevoiton kehittyminen*



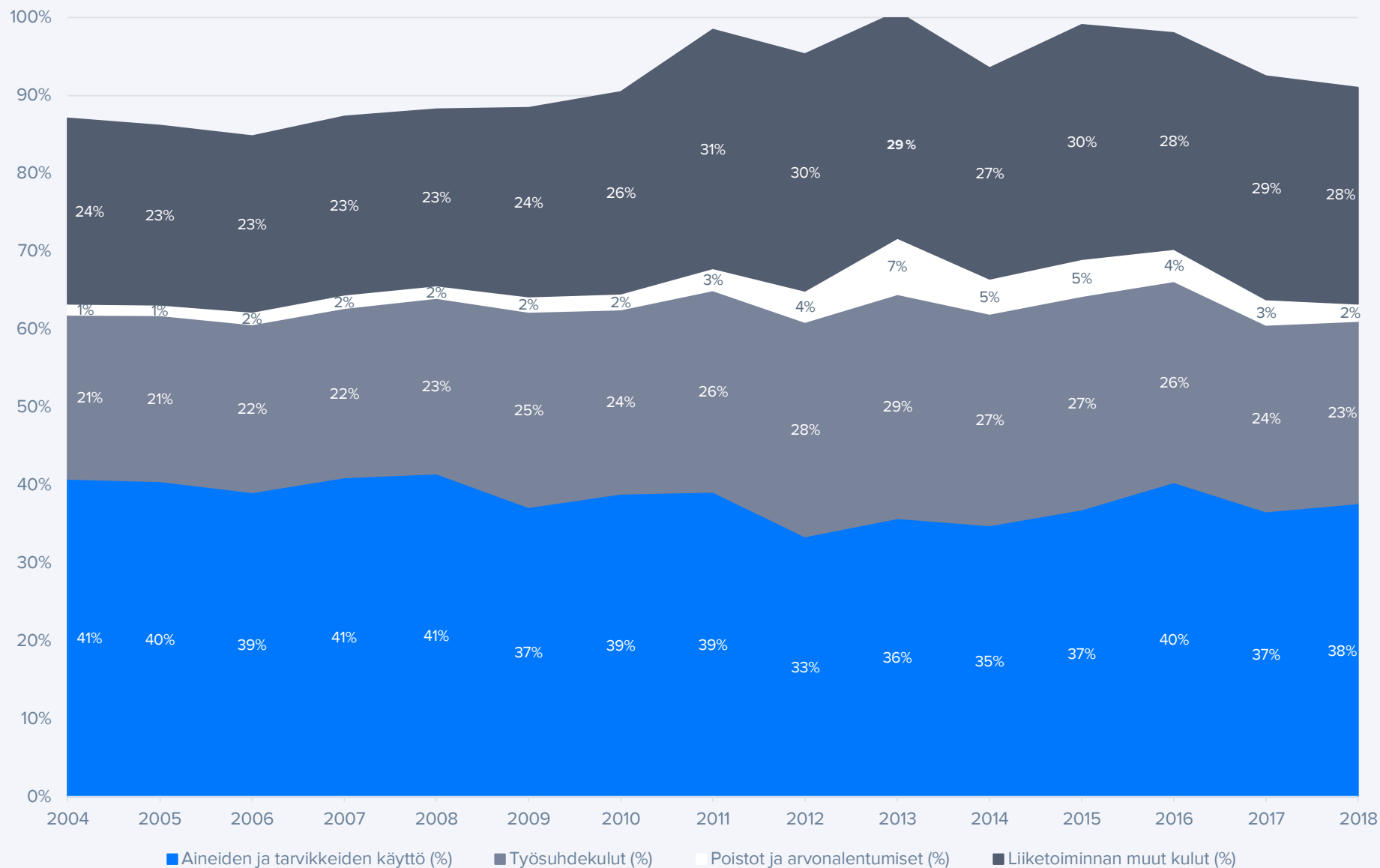
*Vuoden 2018 liikevoitto sisältää kertaluonteisen pääkonttorin myyntivoiton (6 MEUR). Oikaistu liikevoitto oli 12,2 MEUR (EBIT 10,9 %).

EPS:n ja osingon kehittyminen*



*Pääkonttorin myyntivoitosta johtuen EPS oli poikkeuksellisen korkea vuonna 2018. Ylimääräistä osinkoa jaettiin tästä johtuen 1,25 euroa perusosingon (0,60 euroa) lisäksi eli yhteensä 1,85 euroa.

Kulurakenteen kehittyminen (% liikevaihdosta)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Visio ja tarkoitus

Marimekon visio on olla maailman kiehtovin lifestyle-designbrändi, joka on tunnettu rohkeista kuvioistaan. Marimekon tarkoitus on voimaannuttaa ihmisiä olemaan oma itsensä ja tuoda iloa arkeen rohkein värein ja kuvioin.

Strategian painopisteet ovat laajemman asiakaskunnan puhutteleminen ja kasvu

Marimekolla on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia. Yhtiön päämarkkinoita ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Strategian painopisteiksi on määritelty vuosille 2018-2022 laajemman asiakaskunnan puhutteleminen ja kasvu. Näihin tavoitteisiin yhtiö pyrkii seuraavilla keinoilla:

- Jatketaan laajempaa asiakaskuntaa puhuttelevan tuotevalikoiman kehittämistä
- Verkkomyynti, partnerivetoinen Aasian-vähittäiskauppa sekä Marimekko-myymlöiden neliömyynnin tehostaminen kasvun vetureina
- Yhtiön päämarkkinoita lähestytään suurimpien kaupunkien kautta
- Jatketaan kaupallisen konseptin kehittämistä Marimekko-myymlöiden ja verkkokaupan tehokkuuden parantamiseksi
- Kasvatetaan tunnettuutta ja globaalia asiakaskuntaa sosiaalisen median, PR:n ja

brändiyhteistöiden avulla

- Hankintaketjun tehokkuutta parannetaan kasvun kautta saavutettavilla skaalaeduilla

Taloudelliset tavoitteet

Marimekko päivitti taloudelliset tavoitteet 1.11.2018, missä muutettiin kannattavuuteen ja pääomarakenteeseen liittyviä tavoitteita. Uudet taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu yli 10 % (ennallaan)
- Liikevoittomarginaali 15 % (aiemmin 10 %)
- Vuoden lopun nettovelka/käyttökate-suhdeluku korkeintaan 2x (uusi)

Vakaa osinkopolitiikka

Osingonjaon osalta Marimekon tavoitteet ovat seuraavat:

- Tavoitteena jakaa osinkoa vuosittain
- Osinko osakekohtaisesta tuloksesta vähintään 50 %

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

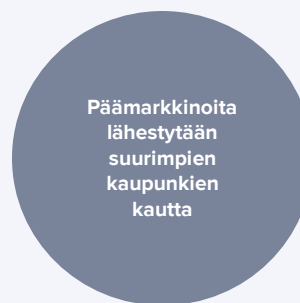
Taloudelliset tavoitteet



Osinkopolitiikka



Keskeiset strategiset menestystekijät:



Lähde: Marimekko

* = Uusi tavoite (vuoden 2018 luku ei ole vertailukelpoinen, sillä IFRS16-muutos nostaa velkaantumista merkittävästi vuonna 2019)

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne

Suomi on edelleen yhtiön tärkein markkina

Marimekko toimii erittäin kilpailluilla globaaleilla kuluttajatuotemarkkinoilla. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden aikana isoja kansainvälistymisponnistuksia erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella ja pyrkinyt vähentämään Suomi-riippuvuuttaan. Suomi on kuitenkin edelleen Marimekon suurin ja tärkein markkina-alue (57 % liikevaihdosta) ja yhtiön näkymät ovat hyvin paljon kiinni Suomen talouden, vähittäiskaupan ja suomalaisen kuluttajaluottamuksen kehityksestä.

Suomen kuluttajaluottamus on lähtenyt laskuun

Tilastokeskuksen julkaiseman kuluttajien luottamusindikaattori mukaan kuluttajaluottamus kävi 2000-luvun korkeimmalla tasolla helmikuussa 2018. Kuluttajaluottamus oli korkealla tasolla lähes koko 2017-2018 ajan. Luottamusindikaattori on kuitenkin viimeisen vuoden aikana tullut selvästi alaspäin. Kesäkuun 2019 luottamusindikaattorissa odotus Suomen yleisestä taloudesta oli hyvin pessimistinen ja samalla kuva kuluttajan oman talouden sekä nykyisestä että tulevasta tilanteesta oli heikko. Ainakin tämän indikaattori mukaan Marimekko ei tule lähikvartaaleina samaan samanlaista vetoapua kotimaisen kuluttajan optimismista kuin mitä 2017-2018 aikana nähtiin.

Vähittäiskaupan kasvu ympäristö on hidasta

Marimekko on virallisesti tekstiili- ja vaatetusalan yritys, mutta yhtiön lifestyle-konseptin mukainen tuoteportfolio kattaa myös kodin sisustustuotteet. Suomen vähittäiskaupan kasvua tarkastelemalla saa hyvän kuvan siitä, minkälaisessa toimintaympäristössä Marimekko toimii.

Tilastokeskus erittelee kaupan liikevaihtokuvaajan sisällä sekä Suomessa myytävien vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupan myyntilukuja että huonekalujen, sisustustuotteiden ja taloustavaroiden vähittäiskaupan myyntilukuja. Viimeisten vuosien kehitys etenkin vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupassa ei ole ollut valoisaa. Vuodesta 2011 alkaen keskimääräinen vuosimuutos sekä liikevaihdon että volyymin osalta on ollut suurilta osin negatiivista ja kasvu on vain välillä käynyt hieman nollan yläpuolella.

Muodin, laukkujen ja asusteiden lisäksi Marimekon tuoteportfolioon kuuluu myös kodintuotteita. Kodintuotteet ovat vuoden 2018 liikevaihdon mukaan yhtiön suurin yksittäinen tuotekategoria (39 % liikevaihdosta) ja se sisältää kankaita, astioita, sisustus-, keittiö-, makuu- ja kylpyhuonetuotteita. Tilastokeskus julkaisee kaupan liikevaihtokuvaajan sisällä tilastoa ryhmästä, joka sisältää huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden vähittäiskaupan myyntilukuja Suomessa. Tämä markkina ollut viime vuosina myös haastava, mutta ei aivan yhtä heikko kuin vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa. Kasvuluvut ovat vaihdelleet nollan molemmin puolin lähes koko 2010-luvun. Marimekon suurimpien tuoteryhmien kasvuympäristö on Suomessa ollut jo pidemmän aikaa hidasta, mikä on näkynyt myös yhtiön omissa kasvuluvuissa.

Marimekko kasvoi vuonna 2018 selvästi markkinoiden yleistä kehitystä nopeammin

Marimekon liikevaihto kasvoi vuonna 2018 Suomessa 14 % ja oli selvästi alan yleistä kehitystä vahvempaa. Vaikka iso osa Suomen kasvusta kertyi tukkumyynnistä (+25 %) ja siellä

toteutetuista kertaluonteisista kampanjoista, oli myös Suomen vähittäismyynnin kasvu vahvaa (+10 %). Tämä kertoo Marimekon brändin uudistetun suunnan ja mallistojen toimivuudesta, vaikka yhtiö toimii heikon kasvun ympäristössä. Tuoreimpien Suomen Pankin talousennusteiden mukaan BKT:n kasvuvauhti on hidastumassa 2 %:n tasolta noin 1,0-1,5 %:n väliin vuonna 2019, mikä myös tuo omat haasteensa Marimekon lähivuosien kasville Suomessa.

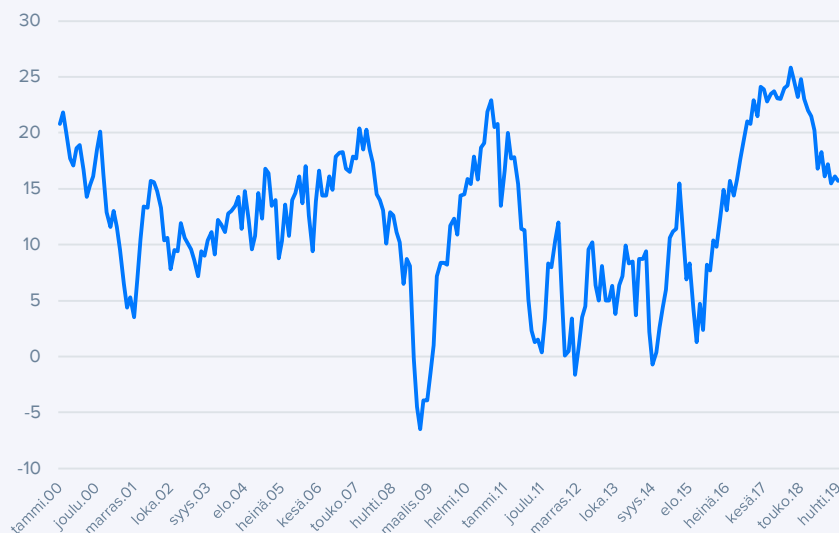
Kasvua on lähetty hakemaan ulkomailta

Koko tarkastelujakson 2004-2018 aikana Marimekko on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan Suomessa vain 26 % ja suurin osa tästä (+14 %) tuli vuoden 2018 poikkeuksellisen vahvasta kasvusta. Heikoista kasvulukemista ei kuitenkaan aivan kokonaan voida syyttää pelkkää heikkoa talouskehitystä, sillä samaan aikaan Marimekon myymälöiden ja shop-in-shopien määrä on Suomessa kasvanut noin 40:stä 60:een, mikä ei ole kuitenkaan konvertoitunut samalla tahdilla liikevaihdon kasvuksi. Suomen heikkojen kasvunäkymien takia Marimekon kasvustrategia on jo pitkään nojannut vahvasti ulkomaille (erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueelle).

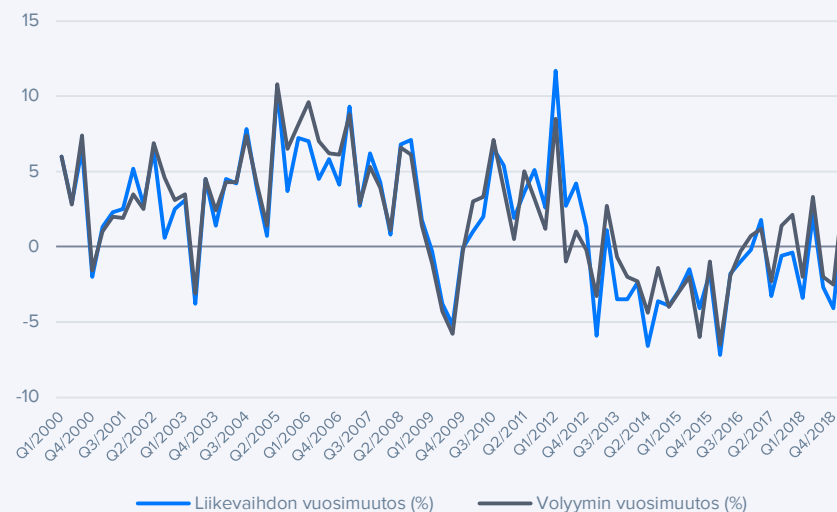
Marimekko on tehnyt aivan oikein lähtiessään rohkeasti sellaisiin maihin, joissa pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat yhtiön näkökulmasta selvästi Suomen markkinoita paremmat. Haasteena on kuitenkin selvästi Suomen markkinoita heikompi tunnettuus kuluttajien keskuudessa, minkä takia brändillä ei ole uusilla markkinoilla heti luontaista kysyntää, vaan sen hankkimiseksi pitää tehdä enemmän töitä, mistä syntyy etupainotteisia kustannuksia.

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne

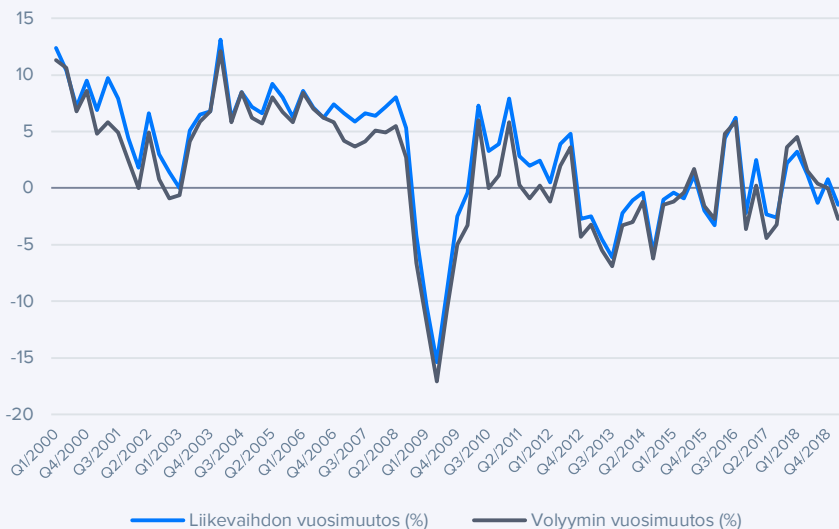
Kuluttajien luottamusindikaattori (Suomi)*



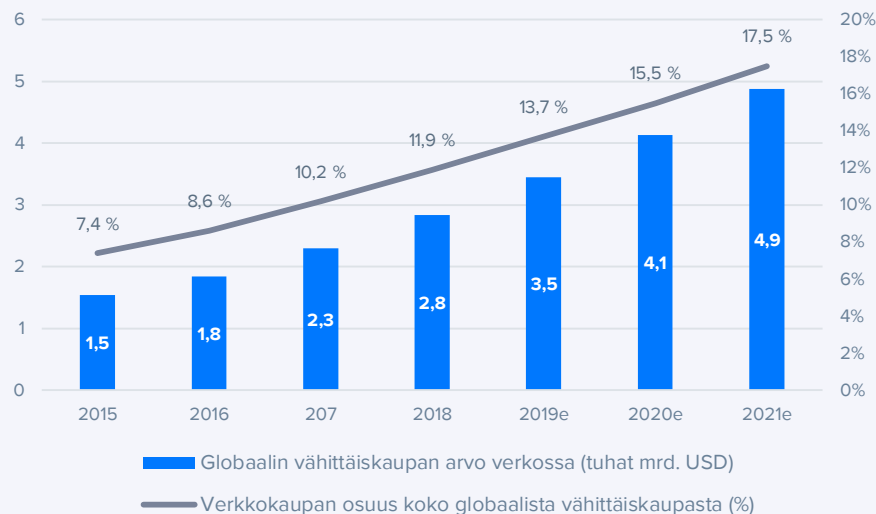
Vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa (Suomi)*



Huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden vähittäiskauppa (Suomi)*



Verkkokaupan osuus koko globaalista vähittäiskaupasta**



Toimintaympäristö ja kilpailutilanne

Aasian-Tyynenmeren alue on Marimekon tärkein kasvumarkkina

Marimekolla on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia. Yhtiön päämarkkinat ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue. Yhtiö keskittyy tällä hetkellä kasvussa erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueeseen, joka toi 19 % liikevaihdosta vuonna 2018 (eli 20,8 MEUR). Marimekon näkökulmasta alueen suurin markkina on Japani, missä yhtiö on toiminut jo pitkään ja siellä on laaja Marimekko-myymlöiden verkosto. Muut alueen maat ovat vielä hyvin pieni osa liiketoimintaa.

Marimekko on kertonut panostavansa vuonna 2019 merkittävästi Kiinassa laajentumiseen. Yhtiö on ottanut vuoden alussa myös ensimmäiset askeleet Marimekko-tuotteiden verkkomyyntiin aloittamiseksi WeChatissa ja Tmallissa. Marimekolla on yhteistyökumppani, joka vastaa Marimekko-myymlöiden toiminnasta Kiinassa ja yhtiö vastaa itse omien tuotteidensa verkkomyyntistä.

Marimekko panostaa nyt bränditunnettuuden kasvattamiseen ja verkkomyyntiin Kiinassa, mistä syntyy alkuvaiheessa kustannuksia. Alueen suuren markkinakoon ja vahvojen kasvunäkymien ansiosta Marimekon kasvupotentiaali on käytännössä rajaton, mutta näiden tekijöiden ei pidä automaattisesti olettaa ajavan Marimekon tuotteiden (kannattavaa) kysyntää. Yhtiön pitää tehdä alueella pitkäjänteistä myynti- ja markkinointityötä luodakseen uutta kysyntää ja samojen kuluttajien lompakoista kilpailevat myös tuhannet muutkin kuluttajatuoteyhtiöt.

Marimekko kohtaa nyt ennennäkemätöntä kilpailupainetta

Vähittäiskaupan digitalisoituminen, kansainvälisen kilpailun kiristyminen, kuluttajan ostokäyttäytymisen muutokset ja voimakkaat kasvupanostukset toivat 2010-luvun alussa haasteita Marimekon kannattavuudelle. Yhtiön päämarkkinalle Suomeen on jalkautunut jatkuvasti uusia muotialan toimijoita (kivijalka- ja verkkokauppa), joiden kanssa paikalliset yhtiöt eivät ole aiemmin joutuneet kilpailemaan. Muotialalla myös trendit ja mallistot uudistuvat nopeammin kuin koskaan, mikä vaatii yhtiöltä aivan uudenlaista ketteryttä.

Vähittäiskaupan digitalisoituminen antaa kuluttajille mahdollisuuden ostaa tuotteita joka puolelta maailmaa, mikä on tuonut aivan uutta painetta suunnittelun, markkinoinnin, kustannustehokkuuden ja myyntikanavien hallinnalle. Yhtäältä tämä avaa Marimekon kaltaiselle pienelle toimijalle mahdollisuuden kansainvälistymiseen, mutta varjopuolena yhtiö joutuu kohtaamaan ennennäkemättömän kovaa kilpailua. Brändin ja mallistojen houkuttelevuus, myymälöiden keskeinen sijainti, aukioloajat, hyvä asiakaspalvelu, verkkokaupan toimivuus ja toimitusajat, hinnoittelu ja toiminnan tehokkuus ovat menestykseen vaikuttavia tekijöitä sekä online- että offline –ostokokemuksessa.

Marimekko toteutti vakuuttavan kilpailukyvynteston vuosien 2016-2018 aikana

Marimekon kansainvälinen kilpailukyky joutui em. haasteiden takia kovalle koetukselle ja yhtiön tulos putosi nollan tuntumaan vuosina 2013 ja

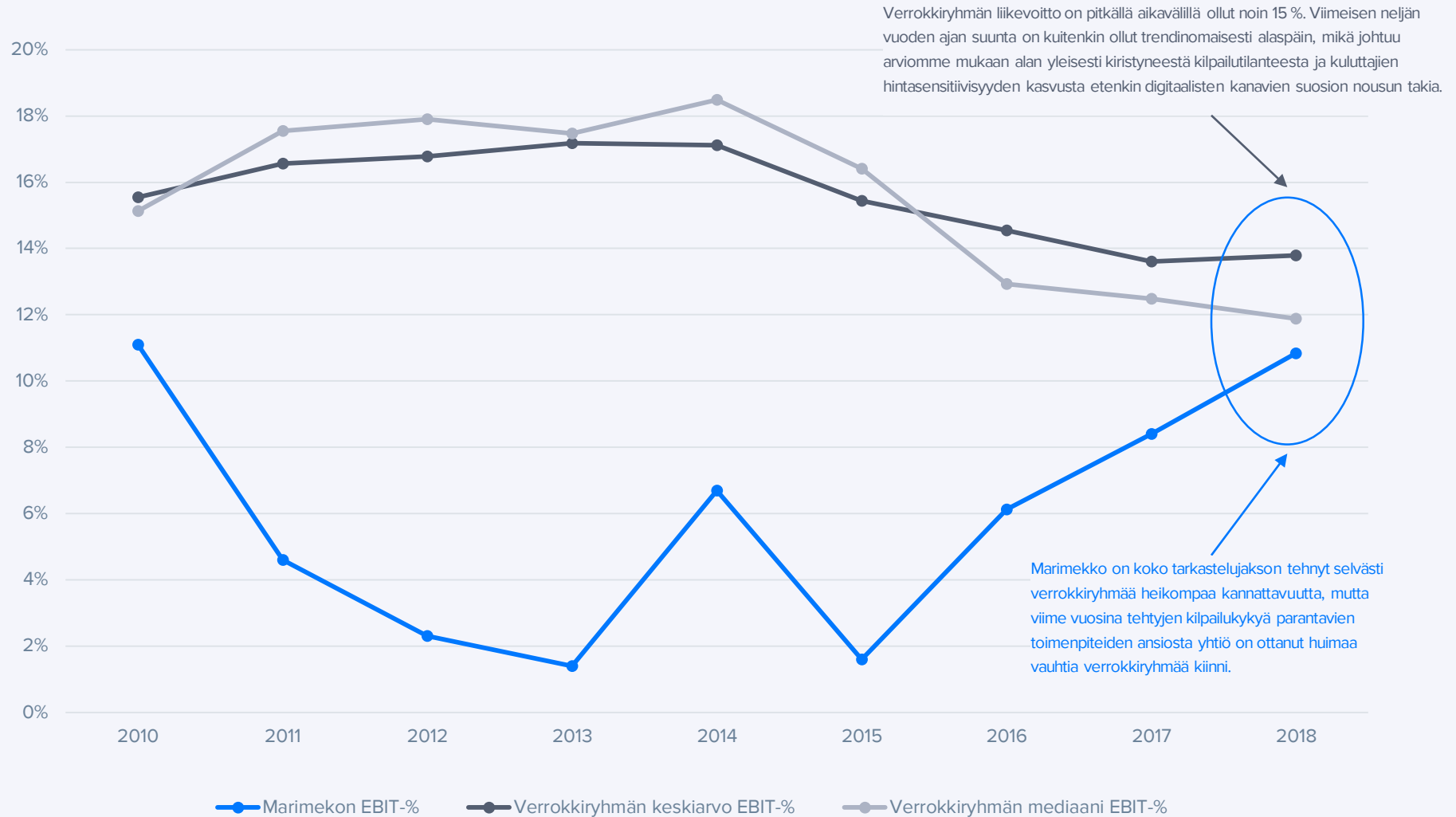
2015. Yhtiö joutui varoittamaan ohjeistusta heikommasta tuloksetuksesta vuosina 2012 ja 2014. Tämän lisäksi yhtiö piti yt-neuvottelut vuosina 2011, 2013, 2014 ja 2016. Nämä tapahtumat heijastelivat sitä yllättävää voimaa, jolla haastava taloustilanne ja kilpailun lisääntyminen iskivät Marimekon (ja monen muun toimijan) liiketoimintaan. Tulosvaroitukset ja yt-neuvottelut johtuivat arviomme mukaan markkinatilanteen ja kilpailun kiristymisestä yhtiön ennakoimaa tasoa nopeammin ja siitä, että kustannuskilpailukyky Suomessa ja kansainvälisen laajentumisen vaatimassa organisaation kasvattamisessa oli jäänyt jälkeen siltä tasolta, mitä markkinoilla nykyään tällä alalla vaaditaan.

Marimekko keskittyi vuosien 2016-2018 aikana kilpailukykyyn parantamiseen. Yhtiö toteutti yt-neuvottelujen ja organisaatiomuutoksen lisäksi monia tehokkuutta parantavia toimenpiteitä, joilla vahvistettiin kilpailukykyä ja kannattavuutta sekä varmistettiin kansainväliselle yritykselle tarkoituksenmukaiset ja kustannustehokkaat prosessit ja toimintatavat. Yhtiö teki samalla töitä brändin ja mallistojensa uudistamiseksi ja kaikki tämä näkyi vakuuttavana tulospurkauksena.

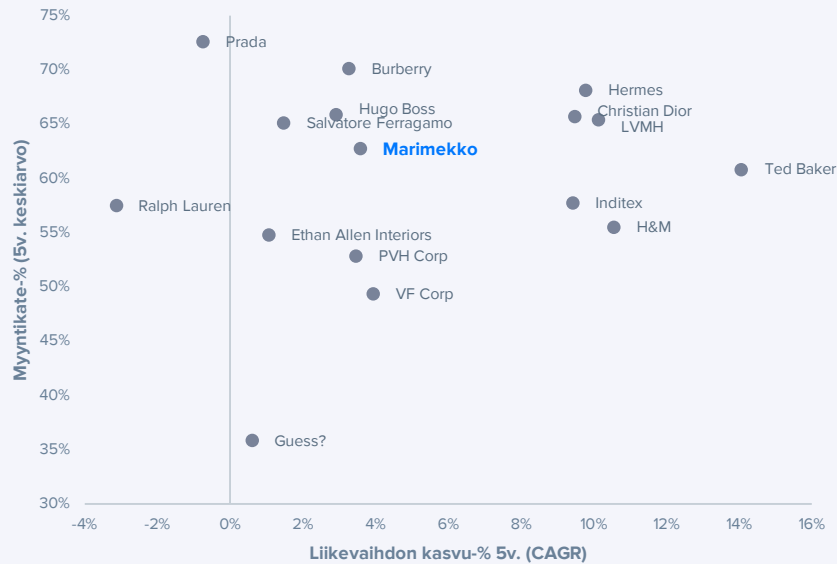
Marimekko oli pitkään kannattavuudessa selvästi kansainvälisen muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän alapuolella, mutta vuosien 2016-2018 aikana tehdyt toimet nostivat yhtiön kannattavuuden pitkän heikon jakson jälkeen lähemmäs verrokkiryhmän tasoa. Marimekon 2018 oikaistu liikevoittomarginaali oli 10,9 %, kun käyttämämme kansainvälisistä muotitaloista koostuvan verrokkiryhmän mediaanitaso oli 12 %.

Marimekko vs. verrokkiryhmä

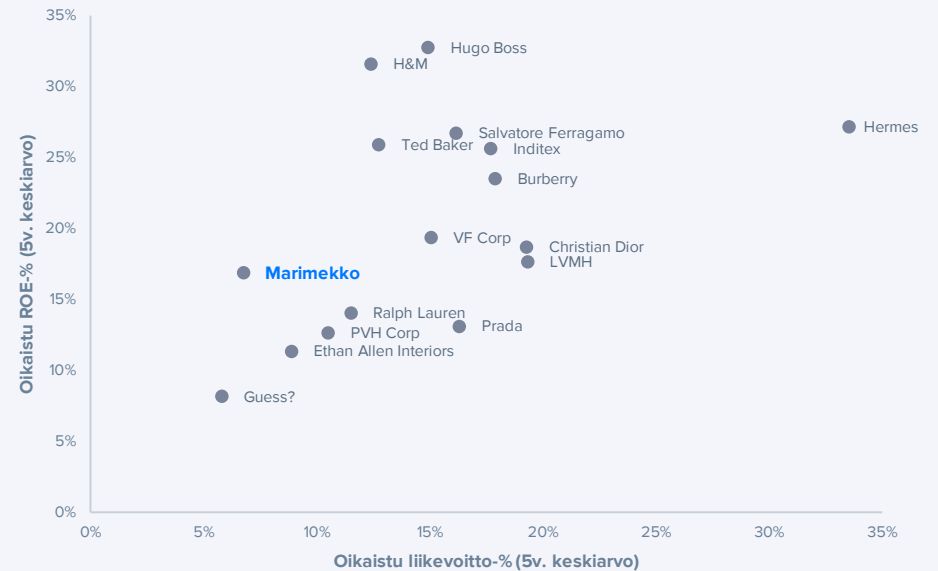
Marimekon ja verrokkiryhmän kertaluonteisista eristä oikaistun liikevoiton (EBIT-%) kehitys 2010-2018



Marimekko vs. verrokkiryhmä



Yhtiö	Liikevaihdon kasvu 5v. (CAGR)	Myyntikate-% (5v. keskiarvo)
Marimekko	3,6 %	62,8 %
PVH Corp	3,5 %	52,8 %
VF Corp	3,9 %	49,4 %
Christian Dior	9,5 %	65,7 %
LVMH	10,1 %	65,4 %
Prada	-0,7 %	72,6 %
H&M	10,6 %	55,5 %
Hermes	9,8 %	68,1 %
Hugo Boss	2,9 %	65,9 %
Salvatore Ferragamo	1,5 %	65,1 %
Ralph Lauren	-3,1 %	57,5 %
Ted Baker	14,1 %	60,8 %
Inditex	9,4 %	57,8 %
Burberry	3,3 %	70,1 %
Ethan Allen Interiors	1,1 %	54,8 %
Guess?	0,6 %	35,9 %
Keskiarvo	5,0 %	60,0 %
Mediaani	3,5 %	61,8 %



Yhtiö	Oikaistu liikevoitto-% (5v. keskiarvo)	Oikaistu ROE-% 5v. Ka
Marimekko	6,7 %	16,9 %
PVH Corp	10,5 %	12,7 %
VF Corp	15,0 %	19,4 %
Christian Dior	19,3 %	18,7 %
LVMH	19,3 %	17,6 %
Prada	16,3 %	13,1 %
H&M	12,4 %	31,6 %
Hermes	33,5 %	27,2 %
Hugo Boss	14,9 %	32,8 %
Salvatore Ferragamo	16,1 %	26,7 %
Ralph Lauren	11,5 %	14,1 %
Ted Baker	12,7 %	25,9 %
Inditex	17,7 %	25,6 %
Burberry	17,9 %	23,5 %
Ethan Allen Interiors	8,9 %	11,4 %
Guess?	5,8 %	8,2 %
Keskiarvo	14,9 %	20,3 %
Mediaani	15,0 %	19,0 %

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne

Marimekon luvut ovat jääneet verrokkiryhmän alapuolelle, mutta ero on kaventunut

Liikevaihdon kasvuvauhti

Marimekon liikevaihto on viimeisen viiden vuoden aikana kasvanut keskimäärin 3,6 % vuodessa. Käyttämämme kansainvälisistä muotitaloista koostuva verrokkiryhmä on kasvanut samaan aikaan keskimäärin 5,0 %:n vauhtia (mediaani 3,5 %). Verrokkiryhmän kasvuvauhti on hidastunut merkittävästi edellisestä tarkastelustamme, missä olivat mukana vuodet (2012-2016), sillä vuotuinen kasvuvauhti oli silloin lähes 8 %. Tämä kuvaa mielestämme alan toimijoiden haastavammaksi muuttuneita kasvunäkymiä, nykyisessä kiristyvässä kilpailuympäristössä.

Vaikka Marimekon kasvuvauhti kiihtyi vuonna 2018 ja alkuvuonna 2019 vahvalle noin 10 %:n tasolle, ei näin kova vauhti ole laajemman verrokkiryhmän tarkastelussa ollut mitenkään yleistä, vaikka jotkut vahvimista yhtiöistä ovat keskiarvona yli 10 %:n kasvuun viime vuosina yltäneet (mm. Ted Baker, LVMH, Inditex, Hermes ja Christian Dior). Marimekko tavoittelee pitkällä aikavälillä 10 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua, mikä on näihin lukuihin peilattuna haastava tavoite. Marimekon suuri Suomi-riippuvuus tekee liikevaihdon kasvattamisesta kotimarkkinoiden heikossa talousympäristössä pitkällä aikavälillä hankalaa, joskin yhtiö voi uusille maantieteellisille alueille laajentumalla, verkkokauppaa ja lisensointiliiketoimintaa hyödyntämällä päästä historiallista tasoa kovempiin kasvulukemiin. Meidän ennusteemme Marimekon 2019-2022 vuotuiselle kasvuvauhdille on noin 8 % (CAGR).

Myyntikate-%

Marimekon myyntikate on pysynyt viimeisen viiden vuoden keskiarvolla mitattuna hieman verrokkiryhmän yläpuolella (Marimekko 63 % vs. verrokkiryhmän keskiarvo 60 % ja mediaani 62 %). Tätä lukua katsoessa on hyvä muistaa, että myyntikatteet ovat lähtökohtaisesti erilaiset esim. luksusmerkki Pradalle (73 %) ja matalista hinnoista tunnetulle H&M:lle (55 %). Omassa vähittäiskaupassa kate on myös täysin eri tasolla kuin tukkumyynissä, joten erilaiset painotukset näiden välillä vaikuttavat vertailukelpoisuuteen. Marimekko ei anna tavoitetta myyntikatteelle.

Liikevoitto-%

Marimekko on tehnyt 2016-2018 aikana kovaa työtä kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseksi ja kannattavuus on noussut komeasti. Marimekon oikaistu liikevoitto vuonna 2018 oli 10,9 %. Tämä oli yhtiölle poikkeuksellisen vahva vuosi, sillä viiden vuoden oikaistu liikevoitto oli keskimäärin vain 6,7 % ja sillä yhtiö kuului verrokkiryhmän alimpaan kastiin. Verrokkiryhmän oikaistu liikevoitto on viimeisen viiden vuoden ajalta ollut 15 %. Marimekko on asettanut oman uuden pitkän aikavälin liikevoittotavoitteen 15 %:n tasolle. Verrokkiryhmän kannattavuus on jo pidemmän aikaa ollut laskevalla trendillä, kun taas Marimekko on pystynyt nostamaan kannattavuuttaan merkittävästi omilla toimenpiteillään ja kulkemaan näin toimialan yleistä kehitystä ”vastavirtaan”. Marimekko on nyt selvästi paremmassa kunnossa kuin ennen eikä historialliseen kannattavuuteen pitäisi kiinnittää liikaa huomiota. Yhtiö on nyt selvästi kilpailukykyisempi ja odotamme vuonna

2018 nähdyn kannattavuustason olevan parempi indikaatio tulevaisuudesta kuin viimeisen viiden vuoden keskiarvon. Emme kuitenkaan vielä ole täysin vakuuttuneita siitä, että yhtiö pystyisi kestävästi nostamaan liikevoittomarginaalinsa näiden kansainvälisten jättien tasolle (tai yläpuolelle) varsinkin kuin toimialan laajuisesti yhtiöiden kannattavuuskehitys näyttää olleen jo pidemmän aikaa tulossa trendinomaisesti alaspäin. Meidän liikevoittoennusteemme vuosille 2019-2022 ovat noin 12 %:n tasolla, mutta huomautamme, että ennusteissamme voi olla runsaasti nousuvaraa, jos Marimekko pystyy jatkamaan edellisvuosina nähtyä huikeaa kannattavuuskehitystä toimialaa vastavirtaan vielä pidemmän aikaa.

Oman pääoman tuotto (ROE-%)

Marimekon liiketoiminta on hyvin pääomakevyttä ja kannattavuusongelmista huolimatta yhtiö on tehnyt viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin kohtalaisen hyvää 17 %:n oikaistua oman pääoman tuottoa (ROE-%). Verrokkiryhmä on yltänyt keskiarvona 20 %:n oman pääoman tuottoon ja mediaani on ollut 19 %. Marimekko tulee arviomme mukaan saavuttamaan lähivuosina verrokkiryhmää korkeamman oman pääoman tuoton ja odotamme sen olevan noin 30 %:n tasolla. Tämä johtuu siitä, että yhtiö on saanut nostettua kannattavuuttaan merkittävästi viime vuosina ja vuonna 2018 myydyin pääkonttorin ja ylimääräisen osingon jälkeen yhtiön tase on erittäin kevyt ja näillä molemmilla tekijöillä on positiivinen vaikutus oman pääoman tuottolukuihin.

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne

Digitaalisuus muuttaa vähittäiskauppaa ja luo mahdollisuuksien lisäksi uutta kilpailua

Vuonna 2018 globaalin vähittäiskaupan arvosta noin 12 % (2800 miljardia dollaria) tuli erilaisten verkkokauppojen kautta (Lähde: Statista Retail e-commerce Sales Worldwide). Vuoteen 2021 mennessä verkkokaupan kautta tapahtuvan vähittäiskaupan arvon odotetaan lähes kaksinkertaistuvan 4900 miljardiin dollariin ja sen osuuden koko vähittäiskaupasta odotetaan nousevan 17,5 %:iin. Digitaaliset kanavat tulevat muuttamaan vähittäiskauppaa rajusti ja ne lisäävät kilpailua ja läpinäkyvää hinnoittelua eri toimijoiden välillä.

Marimekko tulee jatkossakin panostamaan oman fyysisen myymäläverkoston kehittämiseen, mutta digitaalisen ja perinteisen kivijalkakaupan rajat tulevat sekoittumaan ja vaatimaan yhtiöltä uusia kyvykkyyksiä. Marimekko voi pienenä toimijana saavuttaa etuja siitä, että pieni brändi on helpompi tuoda maailmanlaajuiseen tietoisuuteen verkkokaupan kautta, mutta varjopuolena yhtiön kohtaama globaali kilpailu tulee myös lisääntymään. Vähittäiskaupan digitalisoituessa alan ”jättihubit” (Amazon, Alibaba, JD, eBay, Zalando) jne. ottavat yhä vahvempaa asemaa kuluttajien ja alustoilla tuotteitansa myyvien yritysten keskuudessa.

Yhdysvalloissa on jo pitkään puhuttu termistä ”Retail Apocalypse”, mikä on kuvannut suurten vähittäiskauppaketjujen kohtaamia vaikeuksia ja kiihtyvää kivijalkakauppojen sulkemistahtia. Yksi suuri syy tämän taustalla on ollut kuluttajien

ostokäyttäytymisen siirtyminen kohti digitaalisia kaupankäyntialustoja. Marimekko on todennut aikovansa panostaa verkkoliiketoimintaan entistä vahvemmin ja yhtiö palkkasi johtoryhmäänsä vuonna 2017 digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan (Chief Digital Officer), joka vastaa yhtiön digitaalisesta liiketoiminnasta mukaan lukien verkkokauppa sekä digitaalisuuden tuomisesta laajemmaksi osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Yhtiön mukaan verkkoliiketoiminta luo parempia mahdollisuuksia skaalautuvien liiketoimintojen ja parempien kannattavuuksien hakemiseen. Tämä on myös ollut yksi yhtiön argumenteista liikevoiton nostamiseksi kohti 15 %:a nykyiseltä 10,9 %:n tasolta (sen lisäksi että verrokkiryhmä on kyennyt myös tekemään 15 %:n liikevoittomarginaalia pitkällä aikavälillä, nykyisten myymälöiden tehokkuudessa on paljon parannettavaa ja suuremman volyymin ja tuoteportfolion optimoinnin kautta yhtiö saa volyymi/SKU-mittariaan ylöspäin, mikä johtaa parempaan kannattavuuteen).

Meidän mielestämme digitaalisilla liiketoiminnoilla on hyvin puolien lisäksi myös muita varjopuolia, kuten kireämpi ja läpinäkyvämpi hinnoittelu, mikä laskee useiden alan toimijoiden marginaaleja sekä kuluttajien hintasensitiivisyyden nousu, verkkokauppojen hinnoittelun läpinäkyvyyden takia, mikä myös laskee marginaaleja.

Ostokäyttäytymisen muutokset ja digitaalisten kanavien käytön lisääntyminen ovat arviomme mukaan olleet merkittävässä roolissa sen taustalla,

että tarkastelemamme verrokkiryhmän kannattavuus on trendinomaisesti laskenut viimeiset neljä vuotta. Marimekon menestymiseen tulee vaikuttamaan merkittävästi se, miten yhtiö onnistuu mukautumaan näihin nopeisiin muutoksiin.

Taloudellinen tilanne

Marimekon tase on vahvassa kunnossa

Marimekon tase on erittäin hyvässä kunnossa ja laskemme sen yhdeksi yhtiön vahvimista ominaisuuksista. Vahva tase tarjoaa selkänorjaa mahdollisten vaikeiden aikojen keskellä, turvaa vakaan osingonmaksun ja mahdollistaa tarvittavat investoinnit tulevaisuuteen.

Vuoden 2018 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli korkea 70 % (2017: 65 %) ja nettovelkaantumisaste (gearing) oli erinomainen -57 % (2017: -9 %). Tase on aina ollut vahva, mutta se vahvistui merkittävästi vuonna 2018 pääkonttorista saadun myyntivoiton ja vahvan tuloksen ansiosta. Marimekko myi ja takaisinvuokrasi Herttoniemen pääkonttorin Q2'18 aikana. Rakennuksen velaton kauppahinta oli 10,4 MEUR ja Marimekko kirjasi kaupasta 6 MEUR:n kertaluonteisen myyntivoiton.

IFRS 16 –standardin käyttöönottolla merkittävä vaikutus taseen lukuihin

Vuoden 2019 alussa astui voimaan uusi IFRS 16 Vuokrasopimukset –standardi, joka vaikuttaa merkittävästi Marimekon taseeseen perustuviin tunnuslukuihin kuten velkaantumisasteeseen. Standardin mukaan konsernin pitää kirjata taseeseen sekä käyttöomaisuuteen että velkoihin yhtiön vuokrasopimukset, joita Marimekolla on paljon (mm. Suomen pääkonttori ja kangaspainon vuokratilat, myymäläliiketoilijoita Suomessa ja muissa toimintamaissa sekä työsuhteautoja- ja asuntoja). Vuokrasopimusten pituus vaihtelee 1-15 vuoden välillä. IFRS16-muutos kasvattaa konsernin korollista nettovelkaa ja käyttöomaisuutta noin 40 MEUR:lla.

Marimekko ei ole oikaissut vuoden 2018 lukuja, vaan ottaa standardin käyttöön 1.1.2019 alkaen. Tästä johtuen taseen tunnusluvut (esim. nettovelkaantumisaste ja omavaraisuusaste) näyttävät Q1'19-raportissa heikentyneen merkittävästi, vaikka tosiasiallisesti yhtiön taloudellisessa tilanteessa ei ole tapahtunut olennaista muutosta.

Rahoituskulut ovat matalat

Vahvan taseen ansiosta nettorahoituskulut ovat pysyneet historiallisesti erittäin matalalla tasolla. Nettorahoituskulut ovat tarkastelujaksolla 2004-2018 olleet keskimäärin 0,2 % liikevaihdosta eli noin 0,2 MEUR per vuosi, vaikka Marimekolla on ollut välissä selvästi heikompia kausia kuin mitä yhtiöllä tällä hetkellä on. Odotamme rahoituskulujen pysyvän matalana myös jatkossa, sillä Marimekko on kannattava yhtiö, joka ei tarvitse suurta velkavipua toimintaansa varten. IFRS 16 –standardi vaikuttaa hieman myös tulevaisuuden rahoituskuluihin, sillä aiemmin liiketoiminnan muihin kuluihin kirjattava vuokratuulo korvautuu jatkossa poistoilla ja korkokuluilla. Tämä on kuitenkin velkaantuneisuus-lukujen tavoin enemmänkin kirjanpitolaidan seikka.

Matala investointitaso ja hyvä rahavirta

Marimekon liiketoimintamalli vaatii hyvin vähän investointeja. Yhtiön pääasialliset investointikohteet ovat myymälöiden rakentamiseen/kalustamiseen, IT-järjestelmiin, verkkokauppaan tai Herttoniemen pääkonttoriin/tuotantolaitokseen liittyviä.

Tarkastelujaksolla 2004-2018 yhtiön normaali investointitaso on ollut noin 2-3 MEUR vuodessa, mikä tarkoittaa vain noin 2-3 % liikevaihdosta. Marimekko on sanonut vuoden 2019 investointien nousevan merkittävästi edellisvuoden tasosta, kun yhtiö toteuttaa kasvuun liittyviä investointeja ja pääkonttorin toimitilojen uudistamista, mutta pitkällä aikavälillä 2-3 % liikevaihdosta on mielestämme hyvä arvio yhtiön ”normaalista” investointitasosta. Marimekon rahavirta on pienistä investointitarpeista johtuen hyvin vahvaa, mikä yhdessä vahvan kannattavuuden ja taseen kanssa mahdollistavat avokätisen osingonjaon.

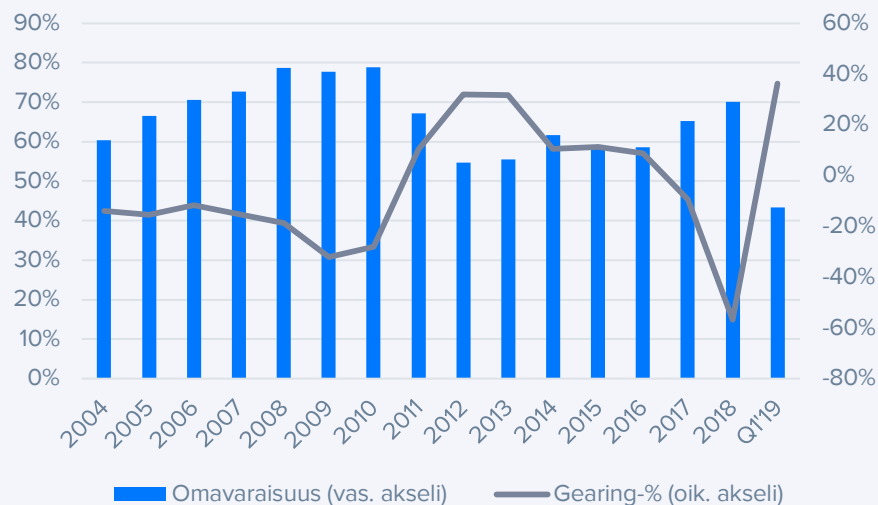
Taseessa ei näy yhtiön arvokkainta omaisuuserää – Marimekko-brändiä

Taseen loppusummasta (2018: 57 MEUR) suurin osa kohdistuu vaihto-omaisuuteen (22 MEUR), myyntisaamisiin ja muihin saamisiin (7 MEUR), aineellisiin hyödykkeisiin (4 MEUR) ja rahavaroihin (23 MEUR). Sen lisäksi, että yhtiöllä on vahva tase, on siellä hyvin vähän epäkurantteja omaisuuseriä, joita yhtiö joutuisi syystä tai toisesta tulevaisuudessa alaskirjaamaan. Tämä on positiivinen asia ja luo tietynlaista turvallisuuden tunnetta yhtiöstä sijoituskohteena.

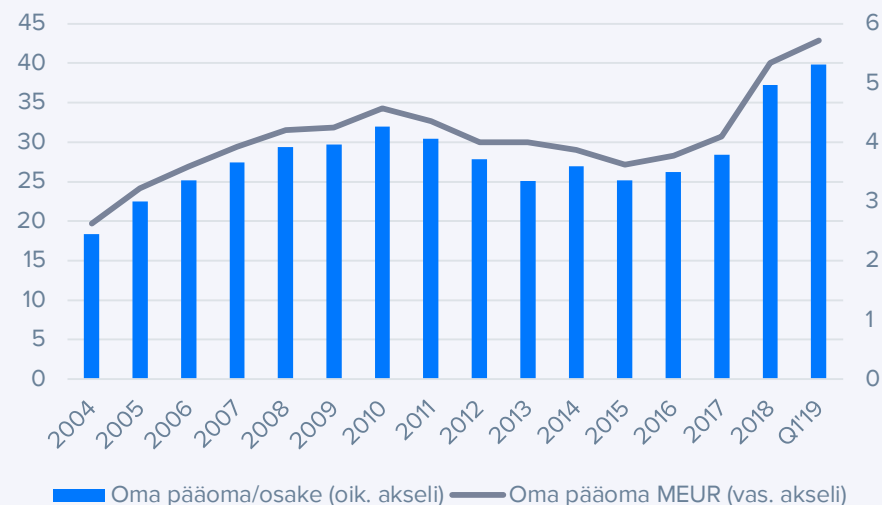
Marimekon taseessa on huomioitava, ettei yhtiöllä ole lainkaan liikearvoa ja vain hyvin pieni määrä aineettomia hyödykkeitä. Tämä johtuu siitä, että Marimekko-brändi on yhtiön itsensä alusta asti kehittämä, eikä vuosikymmenien aikana muodostuneesta brändiarvosta näy taseessa lainkaan jälkeä, vaikka se on Marimekon arvokkain omaisuuserä.

Taloudellinen tilanne

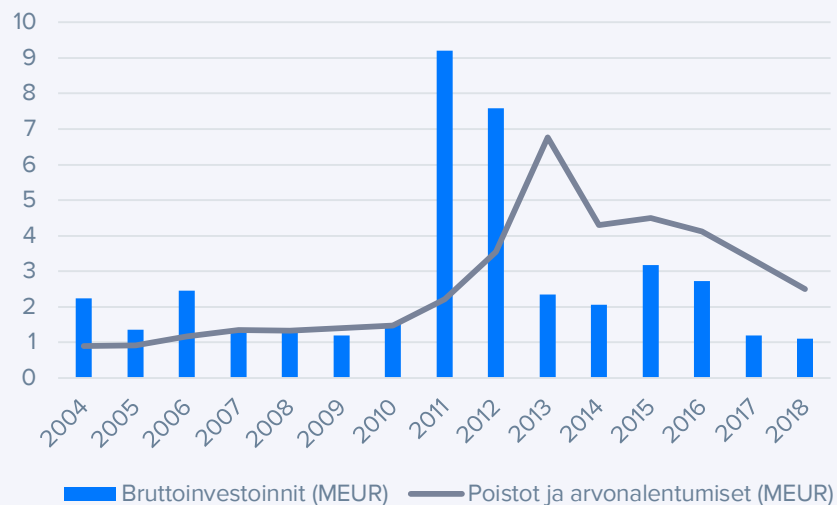
Omavaraisuusaste ja velkaantuneisuus



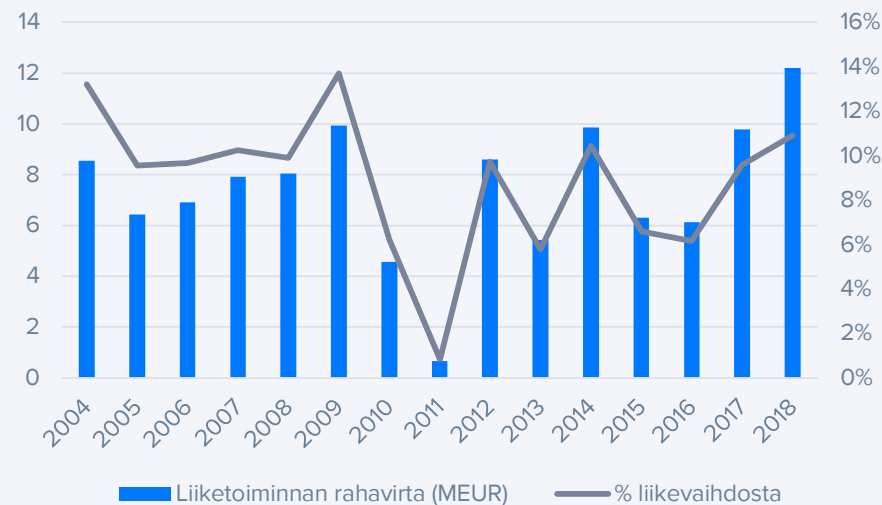
Oma pääoma



Investoinnit ja poistot



Liiketoiminnan rahavirta



Ennusteet

Ohjeistus ja ennusteet vuodelle 2019

Marimekko ohjeistaa vuoden 2019 liikevaihdon olevan edellisvuotta korkeampi (2018: 111,9 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan suunnilleen edellisvuoden tasolla (2018: 12,2 MEUR).

Vuosi 2019 lähti Q1:n perusteella vahvasti käyntiin. Liikevaihto kasvoi 13 % ja oli 27,1 MEUR. Liikevoitto kasvoi 125 % ja oli 2,6 MEUR. Myynti kasvoi kaikilla markkinoilla ja liikevoiton kasvua tukivat myynnin kasvu ja parempi suhteellinen myyntikate. Osa hyvästä kasvusta johtui Aasian-Tyynenmeren alueella Q4:ltä Q1:lle siirtyneistä tukkutoimituksista, mutta ilman näitäkin suoritus oli erittäin vahva.

Ennusteemme 2019-liikevaihdolle on 121 MEUR (+8 %) ja oikaistulle liikevoitolle 13,3 MEUR (+9 %), mikä tarkoittaa 11,0 %:n EBIT-marginaalia. Marimekon hyviin kasvunäkymiin ja vahvaan tulokuntoon nähden ohjeistus on mielestämme varovainen ja odotamme yhtiön nostavan ohjeistustaan vielä tämän vuoden aikana.

Odotamme EPS:n laskevan 1,24 euroon (2018: 1,70 euroa), sillä pääkonttorin myyntivoiton takia 2018 EPS oli erittäin korkea, eikä samanlaista kertaluonteista tuottoa ole tulossa tälle vuodelle.

Vuoden 2019 tulokseen vaikuttavat negatiivisesti henkilöstöannin kustannukset, johtoryhmän osakeperusteinen kannustinjärjestelmä sekä potentiaalisesti yhtiön tietoon tulleet Aasian-Tyynenmeren alueen harmaavientitapaukset. Viime vuodesta poiketen yhtiön liikevaihto- ja tulokertymä tulevat tänä vuonna painottumaan normaaliin tapaan vuoden kahdelle viimeiselle neljännekselle ja etenkin Q4-joulukaupan osuus myynnistä on merkittävä ja joulusesongin

onnistuminen vaikuttaa koko vuoden tulokseen.

Markkinanäkymät ja kasvutavoitteet 2019

Marimekko on todennut vuoden 2019 kasvun vetureina olevan oma verkkokauppa ja muut verkkomyyntikanavat, partnerivetoinen Aasian-vähittäiskauppa ja olemassa olevien myymälöiden neliömyynnin kasvattaminen Suomessa ja kansainvälisillä markkinoilla. Uusien avausten pääpaino on jälleenmyyjävetoisissa Marimekko-myymlöissä ja muissa tukkumyyntikanavissa. Tavoitteena on avata noin 10 uutta Marimekko-myymlöä ja shop-in-shopia vuonna 2019.

Yhtiö on kertonut, että lisenssituottojen arvioidaan olevan vuonna 2019 suunnilleen edellisvuoden tasolla (2018: 1,3 MEUR), markkinointikustannusten odotetaan kasvavan edellisvuodesta (2018: 6,3 MEUR) ja kokonaisinvestointien arvioidaan kasvavan merkittävästi edellisvuodesta (2018: 1,3 MEUR). Markkinointikustannusten kasvuun liittyy mm. kasvupanostukset Kiinassa (markkinointi ja bränditunnettuuden kasvattaminen). Investointien kasvu liittyy myymäläverkoston ja pääkonttorin toimitilojen uudistamiseen sekä tietojärjestelmien kehittämiseen digitaalisen liiketoiminnan vahvistamiseksi.

Aluekohtaiset näkymät vuodelle 2019

Marimekko toimii monilla eri maantieteellisillä alueilla, joissa talouden kehitys, kuluttajien luottamus, kilpailutilanne yms. seikat voivat aiheuttaa muutoksia liiketoimintanäkymissä. Marimekko avaa osavuosisikatsuksissaan hyvin yhtiön tärkeimpien toiminta-alueiden näkymiä ja tavoitteita, jotka toimivat ikään kuin aluekohtaisina ohjeistuksina konsernitason taloudellisen

ohjeistuksen sisällä. Nämä auttavat ymmärtämään yhtiön omia odotuksia sen tärkeimmillä markkina-alueilla.

Yhtiö on kommentoinut vuoden 2019 näkymiä tärkeimpien markkina-alueiden osalta seuraavasti:

Suomessa (57 % liikevaihdosta) Marimekko odottaa myynnin olevan suunnilleen samalla tasolla kuin edellisvuonna. Vuoden 2018 tukkumyyntiin vaikuttivat positiivisesti kertaluonteiset kampanjatoimitukset ja vastaavansuuruisia kampanjatoimituksia ei tänä vuonna ole. Suomen liikevaihto kasvoi Q1:llä 7 % vertailukaudesta, joten jos yhtiön näkymä Suomen liiketoiminnoista pitää paikkansa, pitäisi kasvuvauhdin kotimarkkinoilla hidastua oleellisesti vuoden loppua kohti. Odotamme Suomen liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 3 % edellisvuodesta 66 MEUR:oon.

Aasian-Tyynenmeren alue (19 % liikevaihdosta) on Marimekon toiseksi suurin markkina ja sillä on tärkeä rooli yhtiön kansainvälistymisessä. Yhtiö näkee kasvavaa kysyntää tuotteilleen tällä alueella etenkin pidemmällä aikavälillä ja suurimmat kasvupanostukset liittyvät tällä hetkellä tänne. Vuonna 2019 Marimekko arvioi liikevaihdon alueella nousevan. Myynnin kasvua tukee olemassa olevien myymälöiden toiminnan kehittäminen, tuotevalikoiman optimoiminen ja verkkomyyntin lisääminen. Marimekko on tänä vuonna ottanut ensimmäiset askeleet Marimekko-tuotteiden verkkomyyntin aloittamiseksi Kiinassa (WeChatissa ja Tmallissa) ja yhtiö jatkaa panostuksia bränditunnettuuden kasvattamiseen ja verkkomyyntiin Kiinassa.

Ennusteet

Marimekko hakee Kiinassa verkkomyyntin kasvua kolmansien osapuolten alustoilla (WeChat ja Tmall). Kiinan verkkomyynti on vielä alkuvaiheessa, mistä syntyy kustannuksia. Arvioimme näiden ja bränditunnettuuden kasvattamiseen liittyvien kustannusten olevan yksi tekijä, minkä takia yhtiö ei vielä uskalla ohjeistaa kasvavaa oikaistua liikevoittoa tälle vuodelle. Aasian-Tyynenmeren Q1-liikevaihto kasvoi 12 % ja odotamme sen kasvavan tänä vuonna 14 % tasolle 24 MEUR.

Strategiakauden 2018-2022 ennusteet

Marimekon uusiin pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu yli 10 %:n liikevaihdon vuotuinen kasvu ja 15 %:n liikevoittomarginaali. Yhtiö on sanonut pyrkivänsä näihin ”pitkällä aikavälillä”, mutta strategiakaudelle 2018-2022 ei olla annettu erikseen mitään konkreettisia tavoitteita.

Liikevaihdon kasvuennusteet

Olemme liikevaihdon kasvuennusteidemme osalta lähellä yhtiön 10 %:n kasvutavoitetta ja odotamme liikevaihdon kasvavan 2019-2022 aikana noin 8 % vuodessa. Tämä on kaksi kertaa kovempaa vauhtia kuin mitä yhtiöltä ollaan viimeisen kymmenen vuoden aikana totuttu näkemään, joten ennusteemme sisältävät selvän tasokorjauksen historialliseen tason nähden. Näemme Marimekon tuotteille olevan tällä hetkellä vahvaa kysyntää. Uudistunut brändi ja mallistot näyttävät resonoinvan kuluttajien keskuudessa hyvin ja tämä näkyy sekä katukuvassa että yhtiön myyntiluvuissa. Yhtiö on todennut uudessa strategiassaan pyrkivänsä kehittämään tuotevalikoimaa entistä laajemmalle asiakaskunnalle, minkä lisäksi yhtiö on myös laajentanut jakeluaan moniin merkittäviin kanaviin, joissa se ei vielä vuosi sitten ollut (mm. Zalando).

Kannattavuusennusteet

Marimekko keskittyi vuosien 2016-2018 aikana kilpailukyvyyn parantamiseen ja yhtiö teki todella vakuuttavan kannattavuusparannuksen. Vuonna 2018 oikaistu liikevoittomarginaali oli 10,9 % (2017: 8,4 %), kun vielä pari vuotta sitten se oli lähellä nollaa. Vuoden 2019 ohjeistuksen mukaan oikaistu liikevoittomarginaali ei kuitenkaan kasva, sillä liikevaihdon kasvusta huolimatta oikaistun liikevoiton ohjeistetaan pysyvän suunnilleen 2018 tasolla. Marimekko tekee tänä vuonna merkittäviä panostuksia markkinoinnin osalta mm. Kiinan markkinoille ja yhtiön liikevaihdon kasvu ulkomailla ei ole yhtä kannattavaa kuin Suomessa.

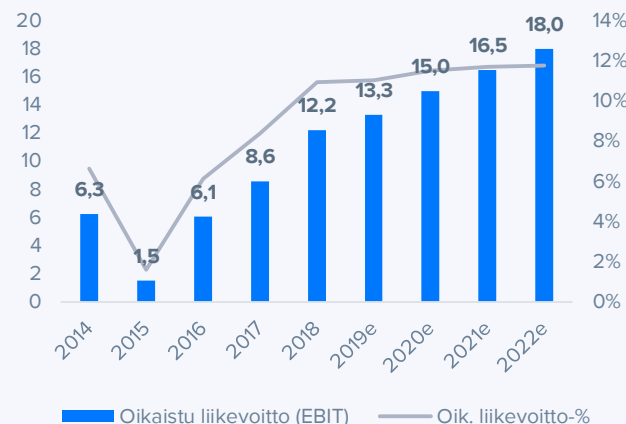
Suhtaudumme uuteen liikevoittotavoitteeseen (EBIT 15 %) vielä tässä vaiheessa skeptisesti ja olemme pitäneet 2019-2022 ennusteemme noin 12 %:n tasolla. Marginaalin nostossa auttavat toiminnan uudelleenorganisointi, tehokas kulukuri, myymäläkohtaisen myynnin parantaminen, verkkokaupan tuomat skaalausmahdollisuudet, liikevaihdon kasvu ja tuoteportfolion järjeistämisen kautta tuleva liikevaihto/SKU-tunnusluvun kasvu, mutta viimeisten %-yksiköiden tiristäminen on vaikeinta varsinkin ulkomaan liikevaihdon osuuden kasvaessa ja globaalin vähittäiskaupan kilpailutilanteen jatkuvasti kiristyessä.

Jos Marimekko pääsee strategiakauden ennusteisiimme, tekee yhtiö tilikaudelta 2022 noin 153 MEUR:n liikevaihtoa ja 18 MEUR:n liikevoittoa. Tämä tarkoittaisi 37 %:n liikevaihdon kasvua vuoden 2018 tasolta ja 48 %:n oikaistun liikevoiton kasvua vuoden 2018 tasolta.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Ennusteet

EPS- ja osinkoennusteet

Marimekon tulokset kehitys on strategiakauden 2018-2022 ennusteiden mukaan nouseva. Yhtiön vahva tase ja pieni investointitarve pitävät rahavirran hyvällä tasolla, mikä mahdollistaa korkean osingonjakosuhteen ylläpitämistä.

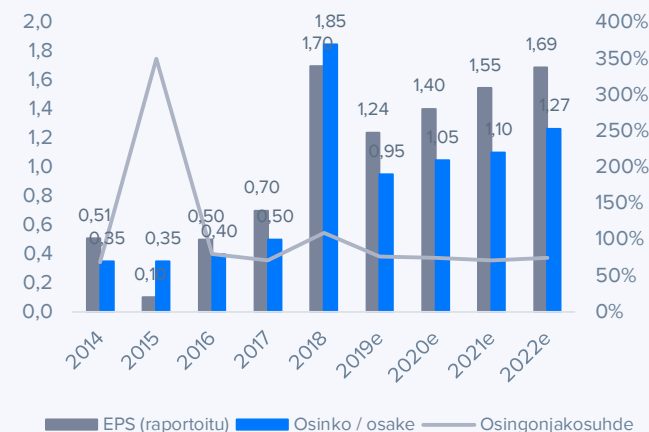
Sekä EPS että osinko olivat vuoden 2018 osalta poikkeuksellisen korkeita pääkonttorin myynnistä saadun kertaluonteisen myyntivoiton takia. Odotamme tästä syystä EPS:n ja osingon laskevan edellisvuodesta. Ennusteissamme Marimekko pitää kiinni historiallisesta noin 80 %:n tasolla olleesta osingonjakosuhteesta ja näemme vuodesta 2019 lähtien osingon kasvun olevan näin linjassa tulokasvun kanssa.

Muuta huomioitavaa (IFRS 16)

Marimekko siirtyi vuoden 2019 alussa käyttämään uutta IFR16 Vuokrasopimukset –standardia. Sen lisäksi, että standardi vaikuttaa merkittävästi taseen velkaantumiseen liittyviin tunnuslukuihin, muuttaa se merkittävästi myös tiettyjä tuloslaskelman rivejä. IFRS 16 -muutos tulee parantamaan konsernin käyttökatetta vuositason arviolta noin 10 MEUR, sillä taseeseen kirjatut vuokrasopimukset kasvattavat yhtiön poistoja, oikaisevat vuokratulua yhtiön liiketoiminnan muissa kuluissa ja kasvattavat korkokuluja.

IFRS 16-muutoksilla ei kuitenkaan ole merkittävää vaikutusta liikevoittoon tai osakekohtaiseen tulokseen, joten suosittelemme sijoittajia vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi tarkastelemaan jatkossa Marimekon tulokset kehitystä erityisesti näiden lukujen avulla.

EPS- ja osinkoennusteet



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	102	24,1	28,2	29,8	29,7	112	27,1	29,7	32,1	31,7	121	130	141	153
Suomi	55,7	11,9	16,2	17,2	18,3	63,5	12,8	16,2	17,9	18,8	65,6	70,2	75,2	80,4
Skandinavia	8,5	1,9	2,2	2,3	2,6	9,0	2,1	2,5	2,5	2,9	10,0	10,5	11,0	11,6
EMEA	9,7	2,6	2,3	2,7	2,8	10,3	3,5	2,5	2,9	3,0	11,8	12,7	13,8	14,9
Pohjois-Amerikka	8,3	1,6	2,4	2,2	2,0	8,2	1,9	2,7	2,5	2,2	9,4	9,9	10,4	10,9
Aasian-Tyynenmeren alue	20,2	6,1	5,1	5,5	4,1	20,8	6,8	5,9	6,3	4,7	23,7	27,1	30,9	35,2
Käyttökate	11,7	1,9	9,8	6,8	1,8	20,2	5,7	5,8	8,8	5,4	25,7	27,5	29,2	30,8
Poistot ja arvonalennukset	-3,3	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-2,5	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-12,4	-12,5	-12,7	-12,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	1,2	3,1	6,3	1,6	12,2	2,6	2,7	5,7	2,3	13,3	15,0	16,5	18,0
Liikevoitto	8,4	1,2	9,1	6,2	1,2	17,7	2,6	2,7	5,7	2,3	13,3	15,0	16,5	18,0
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,4	0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	7,1	0,8	9,4	6,1	1,3	17,6	2,5	2,7	5,7	2,3	13,0	14,8	16,3	17,8
Verot	-1,5	-0,2	-2,1	-1,2	-0,4	-3,9	-0,5	-0,6	-1,3	-0,5	-2,9	-3,4	-3,8	-4,1
Nettotulos	5,7	0,6	7,3	4,9	0,9	13,7	1,9	2,0	4,4	1,7	10,1	11,4	12,6	13,7
EPS (oikaistu)	0,73	0,08	0,16	0,62	0,16	1,01	0,24	0,25	0,54	0,21	1,24	1,40	1,55	1,69
EPS (raportoitu)	0,70	0,08	0,90	0,60	0,11	1,69	0,24	0,25	0,54	0,21	1,24	1,40	1,55	1,69

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	2,7 %	7,1 %	23,9 %	9,6 %	-0,3 %	9,3 %	12,6 %	5,4 %	7,6 %	6,5 %	7,8 %	8,2 %	8,2 %	8,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	41,0 %	3,5 %	346,1 %	43,5 %	-31,3 %	42,2 %	124,5 %	-13,4 %	-9,7 %	40,5 %	8,8 %	12,9 %	10,0 %	9,1 %
Käyttökate-%	11,4 %	8,0 %	34,6 %	22,7 %	6,0 %	18,1 %	21,0 %	19,5 %	27,4 %	17,1 %	21,3 %	21,1 %	20,7 %	20,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,4 %	4,8 %	11,1 %	21,2 %	5,5 %	10,9 %	9,6 %	9,1 %	17,8 %	7,3 %	11,0 %	11,5 %	11,7 %	11,8 %
Nettotulos-%	5,5 %	2,6 %	25,9 %	16,3 %	3,0 %	12,2 %	7,2 %	6,9 %	13,6 %	5,5 %	8,3 %	8,8 %	8,9 %	9,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	13,3	4,9	35,9	36,2	36,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,1	0,3	1,7	1,8	2,0
Käyttöomaisuus	12,1	4,4	* 34,0	* 34,3	* 34,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	33,8	52,2	56,7	61,2	66,0
Vaihto-omaisuus	20,9	22,1	23,8	25,8	27,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,6	6,9	7,5	8,1	8,7
Likvidit varat	6,2	23,2	25,4	27,3	29,4
Taseen loppusumma	47,1	57,1	92,5	97,4	103

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	30,7	40,0	35,1	38,8	42,8
Osakepääoma	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Kertyneet voittovarot	22,2	31,8	26,9	30,6	34,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,1	0,2	* 40,0	* 40,0	* 40,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,1	0,2	40,0	40,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	13,3	16,9	17,4	18,6	19,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,5	15,6	16,3	17,5	18,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,6	1,1	1,1	1,1	1,1
Taseen loppusumma	47,1	57,1	92,5	97,4	103

* Taseen vastaavaa-puolen käyttöomaisuuden nousu ja vastattavaa puolen pitkäaikaisten velkojen nousu johtuu IFRS 16 Vuokrasopimukset-standardin käyttöönotosta vuoden 2019 alussa. Standardin mukaan konsernin pitää kirjata taseeseen sekä käyttöomaisuuteen että velkoihin yhtiön vuokrasopimukset, joita Marimekolla on paljon (mm. Suomen pääkonttori ja kangaspainon vuokratilat, myymäläliiketoimintaa Suomessa ja muissa toimintamaissa sekä työsuhdeautoja- ja asuntoja). Vuokrasopimusten pituus vaihtelee 1-15 vuoden välillä. IFRS16-muutos kasvatti vuoden 2018 lopun tilanteeseen nähden konsernin korollista nettovelkaa ja käyttöomaisuutta noin 40 MEUR:lla.

Arvostus

Markkina-arvo 218 MEUR

Marimekon markkina-arvo nykyisellä 26,8 euron osakekurssilla on 218 MEUR. Konsernilla oli vuoden 2018 lopussa noin 20 MEUR:n nettokassa, mutta IFRS 16-muutosten (ja avokätisen kevään 2019 osingonjaon) jälkeen tämä nettokassa muuttuu noin 20 MEUR:n korolliseksi nettovelaksi.

Tulospohjainen arvostus historiallisen tason yläpuolella

Tarkastelujaksolla 2004-2018 Marimekon toteutuneista tuloksista ja vuoden keskimuutoksista lasketun P/E-luvun keskiarvo on ollut noin 29x. Vuosien 2012 ja 2015 lähellä nollaa olevat nettotulokset nostavat P/E-luvut niin korkeiksi (~100x), että ne vääristävät keskiarvoa. Yhtiö teki vuonna 2013 ainoan tappiollisen tuloksen 2000-luvulta, minkä takia P/E-lukua ei ole voitu siltä vuodelta laskea mukaan keskiarvoon. Tarkastelujakson P/E-luvun mediaani on ollut noin 16x, mikä antaa mielestämme osuvamman kuvan yhtiön pitkän aikavälin hyväksytystä arvostuksesta. Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 22x ja 19x, jotka historiallisen tason yläpuolella. Velkaantumistasen huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat ennusteillamme 17x ja 15x, kun tarkastelujakson mediaani on ollut noin 13x. IFRS16-muutokset kuitenkin vääristävät tätä EV/EBIT-lukua, sillä ne kasvattavat nettovelan kasvun kautta EV:tä, mutta eivät samalla mitalla vaikuta liikevoittoon.

Tasepohjainen arvostus on korkea

Oman pääoman tasearvon ja markkina-arvon välistä suhdetta kuvaava P/B-luku on noussut

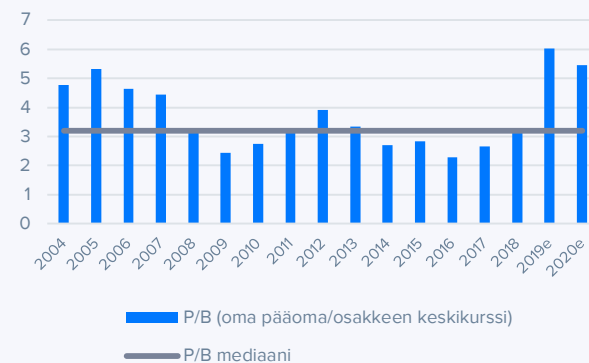
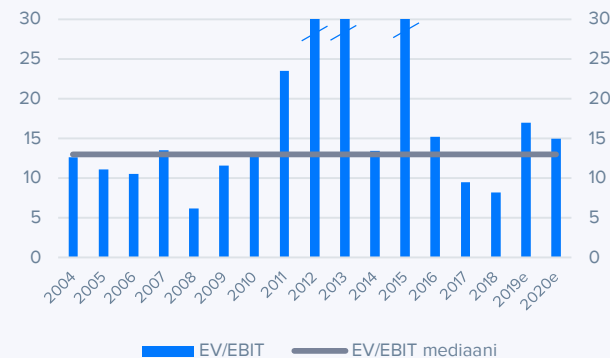
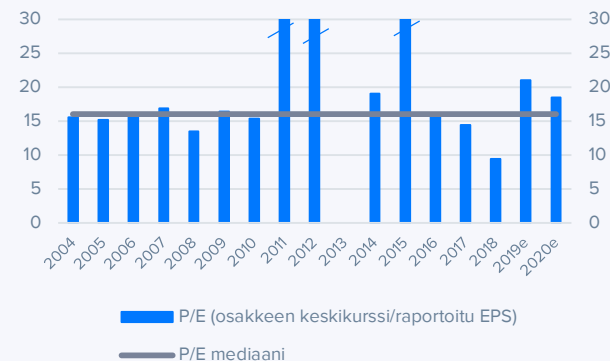
merkittävästi viime vuosina, kun yhtiön tulostulo ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat kokeneet ison tasokorjauksen parempaan suuntaan. P/B-luvun nousu heijastelee markkinoiden kasvanutta luottamusta Marimekon kykyyn tehdä omalle pääomalle tuottoa ja sitä kautta kasvattaa omistaja-arvoa pääoman kustannusten jälkeen. Vuosien 2019 ja 2020 ennusteidemme mukaiset P/B-luvut ovat 6,2x ja 5,6x. Tarkastelujaksolla 2004-2018 mediaani P/B-luku on ollut noin 3,2x, joten tasepohjainen arvostus on myös yhtiön historiallisen tason yläpuolella.

Osinkopohjainen arvostus on neutraali

Marimekko on tarkastelujaksolla 2004-2018 tehnyt osakekohtaista tulosta yhteensä 9,9 euroa ja maksanut osinkoa yhteensä 8,50 euroa (keskimäärin 0,57 euroa per vuosi), Marimekko on tarjonnut omistajille vuosittain osinkoa noin 86 %:n osingonjakosuhteella ja osinkotuotto on ollut keskimäärin noin 4,5 % tilikauden keskimuutoksiin nähden.

Yhtiön nykyinen osinkopolitiikka on jakaa vakaata osinkoa vähintään 50 % osakekohtaisesta tuloksesta. Marimekko tekee tällä hetkellä ennätysellisen vahvaa tulosta ja yhtiön tase on hyvässä kunnossa, joten odotamme osingonjakosuhteen pysyvän korkealla tasolla (noin 80 %). Vuosien 2019 ja 2020 osinkoennusteidemme (0,95 euroa ja 1,05 euroa) mukaiset osinkotuotot ovat 3,5 % ja 3,9 %, . Nykyiseen kurssitasoon nähden osinkotuotto on mielestämme neutraalilla tasolla ja myös tällä mittarilla osake näyttää olevan hinnoiteltu historiallisen tason yläpuolelle.

Pitkän perspektiivin arvostuskertoimia (P/E, EV/EBIT ja P/B)

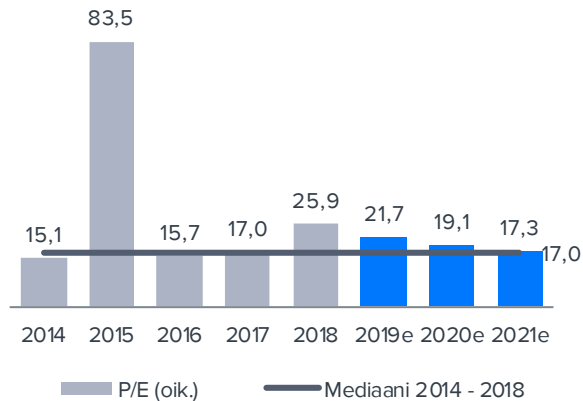


Arvostustaulukko

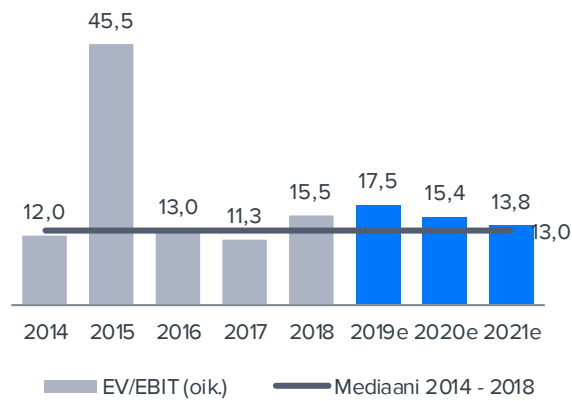
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	8,90	8,30	9,48	12,4	26,2	26,8	26,8	26,8	26,8
Osakemäärä, milj. kpl	8,09	8,09	8,09	8,09	8,09	8,13	8,13	8,13	8,13
Markkina-arvo	72	67	77	100	212	218	218	218	218
Yritysarvo (EV)	75	70	79	97	189	233	231	228	226
P/E (oik.)	15,1	83,5	15,7	17,0	25,9	21,7	19,1	17,3	15,9
P/E	17,5	83,5	19,0	17,7	15,5	21,7	19,1	17,3	15,9
P/Kassavirta	9,4	23,2	22,1	10,4	7,7	12,8	22,2	20,3	18,8
P/B	2,5	2,5	2,7	3,3	5,3	6,2	5,6	5,1	4,6
P/S	0,8	0,7	0,8	1,0	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,8	1,0	1,7	1,9	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	7,6	11,6	8,5	8,4	9,4	9,1	8,4	7,8	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,0	45,5	13,0	11,3	15,5	17,5	15,4	13,8	12,6
Osinko/tulos (%)	68,8 %	352,2 %	80,3 %	71,5 %	109,3 %	76,7 %	74,8 %	71,1 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	7,1 %	3,5 %	3,9 %	4,1 %	4,7 %

Lähde: Inderes

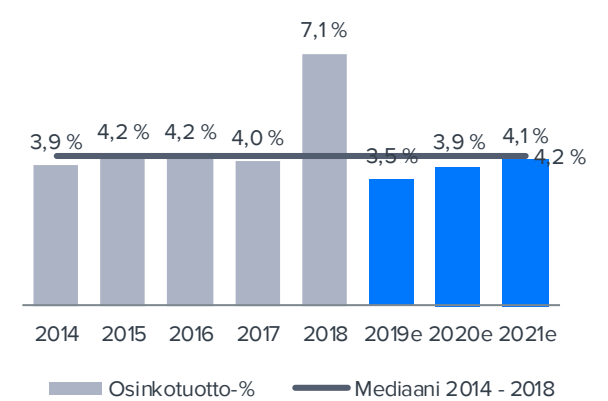
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Arvostus

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Marimekolle on vaikea löytää identtisiä pörssilistattuja verrokkiyhtiöitä, sillä muotia, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita sisältävä lifestyle-portfolio on melko ainutlaatuinen. Sen lisäksi yhtiön pieni koko ja maantieteellinen keskittyminen Suomeen ja Aasian-Tyynenmeren alueelle (yhteensä ~75% liikevaihdosta) tekee verrokkien löytämisestä vaikeaa. Olemme kuitenkin käyttäneet verrokkiryhmänä kansainvälisesti tunnettuja pörssilistattuja muotitaloja, joista osa tekee naisten ja osa miesten vaatteita, osa laukkuja, aurinkolaseja, huiveja tai kenkiä, hajuvesiä tai sisustustuotteita. Jotkut tekevät jopa kaikkea edellä mainituista ja paljon muutakin. Vaikka verrokkiyhtiöt eivät ole kaikilta ominaisuuksiltaan identtisiä, niistä saa hyvän kuvan minkälaista kannattavuutta alan muut toimijat pystyvät tekemään ja minkälaisia arvostuskertoimia markkinat niille hyväksyvät.

Tällä hetkellä verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 22x ja 21x. Marimekko on nykyisillä ennusteillamme arvostettu 4-11 % verrokkiryhmän alapuolelle. Verrokkiryhmän EV/Sales-kertoimet ovat 2,1x ja 2,0x, joihin nähden Marimekko on arvostettu 7-11 %:n alennuksella. EV/EBIT-kertoimet ovat verrokkiryhmällä 16x ja 15x, joihin nähden Marimekko on arvostettu kuluvalle vuodelle 10 %:n preemiolla ja ensi vuodelle tasan verrokkiryhmän tasolle. Verrokkiryhmän EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x, joihin nähden Marimekko on arvostettu 18-21 %:n alennuksella. Verrokkiryhmän osinkotuotot ovat 2,4 % ja 2,6 %, joihin nähden Marimekko tarjoaa noin 50 % parempaa osinkotuottoa.

Marimekon arvostuskertoimet ovat nousseet lähelle kansainvälisistä muotitaloista koostuvaa verrokkiryhmää, vaikka osaketta on historiallisesti hinnoiteltu selvällä alennuksella verrokkiryhmään mm. sen pienen koon, matalan kannattavuuden ja heikon likviditeetin takia. Tämä heijastelee markkinoiden kasvanutta luottamusta (ja odotuksia) yhtiön entistä perempiin kasvunäkymiin ja kestävään kannattavuusparannukseen.

Ennusteisiimme nähden Marimekon osake on mielestämme täyteen hinnoiteltu, sillä emme näe sellaista skenaariota kestäväksi, missä Marimekon osaketta hinnoiteltaisiin jatkuvasti yli 20x P/E-kertoimella ja käyttämämme verrokkiryhmän tasolle/yläpuolelle. Marimekolla on kuitenkin vielä melko lyhyeltä ajalta näyttöjä hyvästä kasvu- ja kannattavuuskehityksestä ja yhtiöllä on vielä kannattavuuden osalta matkaa verrokkiryhmän tasolle. Osakkeen kurssinousu vaatisi taustalleen ennusteita, jotka heijastelevat paremmin Marimekon hallituksen marraskuussa 2018 päivittämiä uusia kunnianhimoisia tavoitteita ja siten lähempänä verrokkiryhmää olevaa kannattavuutta. Jos/kun näytöt näiden tavoitteiden saavuttamisessa lisääntyvät, se antaa osakkeelle uutta nousuvaraa positiivisten ennustemuutosten kautta ja sen kautta, että yhtiölle voitaisiin pidemmälläkin aikavälillä hyväksyä verrokkiryhmän tasolla olevan arvostus.

DCF-arvonmäärittäminen

Kassavirtoihin perustuva arvonmäärittäsmallimme (DCF) antaa Marimekon oman pääoman arvoksi 228 MEUR eli 28 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 4 %:n nousuvaraa nykyiseen osakekurssiin (26,8 euroa) nähden.

Ennustemallissa liikevaihdon kasvuvauhti on strategiakauden 2019-2022 aikana noin 8 % per vuosi, minkä jälkeen kasvuvauhti laskee keskipitkällä aikavälillä 3-4 %:n väliin ja hidastuu terminaalijaksolla 2,0 %:iin. Mallissamme liikevoittomarginaali nousee nykyiseltä 10,9 %:n tasolta strategiakaudella 12 %:n tasolle ja pysyy siinä myös terminaalijakson ajan. Terminaalijakson osuus mallin rahavirroista on 58 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,8 %. Riskitön korko on 2,5 %, markkinan riskipreemio 4,8 % ja beta 1,0.

Tavoitehintaa ja suositus

Toistamme Marimekon vähennä-suosituksen, mikä pohjautuu pääosin tämän hetken korkeisiin arvostuskertoimiin ja niissä näkemäämme laskuvara. Päivityksen yhteydessä tehtyjen positiivisten ennustemuutosten johdosta nostamme tavoitehintamme 28 euroon (aik. 25), mikä pohjautuu DCF-laskelmaan, verrokkiryhmään ja lähivuosiin tulokasvun myötä nopeasti laskeviin arvostuskertoimiin. Olemme jättäneet sekä liikevaihto- että liikevoittoennusteissamme turvamarginaalia siihen, että yhtiön kasvu pysyy alle 10 %:n tavoitetason, eikä tavoitteiden mukaiseen 15 %:n liikevoittomarginaaliin tulla koko ennustejaksolla pääsemään. Näihin ennusteisiin peilaten osake näyttää nykyarvostuksella täyteen hinnoitellulta sekä omaan historialliseen tasoon että kansainväliseen verrokkiryhmään nähden. Näemme kuitenkin yhtiöllä vahvat tulokasvunäkymät, ja jos yhtiö onnistuu nostamaan kasvunsa ja/tai kannattavuutensa taloudellisten tavoitteiden mukaiselle tasolle, on ennusteissamme ja siten myös tavoitehinnassamme vielä runsaasti nousuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
PVH Corp	87,84	5825	8146	9,5	9,0	7,2	6,7	1,0	0,9	9,2	8,5	0,2	0,2	1,2
VF Corp	87,67	30660	32654	19,4	22,6	16,8	18,9	2,7	3,1	23,1	25,7	2,2	2,4	7,9
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	383,10	191833	199970	17,8	16,4	14,7	13,6	3,8	3,6	26,1	23,9	1,8	2,0	5,2
Prada SpA	26,10	7594	7922	23,2	20,0	13,8	12,4	2,4	2,3	28,7	28,2	2,6	2,6	2,6
H & M Hennes & Mauritz AB	170,04	23307	24553	16,0	14,9	9,6	9,1	1,1	1,1	22,2	20,7	5,5	5,3	5,1
Hugo Boss AG	57,04	3981	5122	13,7	12,5	9,7	8,9	1,8	1,7	15,1	13,5	5,1	5,6	3,7
Hermes International SCA	642,80	67411	63987	28,5	26,1	25,6	23,5	9,6	8,9	44,4	40,5	0,8	0,9	10,1
Guess? Inc	16,01	1008	1214	11,3	10,1	7,3	6,7	0,5	0,5	15,4	12,7	5,7	3,2	1,5
Salvatore Ferragamo SpA	20,90	3509	3357	20,9	18,6	14,5	13,6	2,4	2,3	32,9	29,1	1,8	2,0	4,3
Ralph Lauren Corp	110,35	7527	6581	10,5	9,6	7,5	7,1	1,2	1,1	15,6	14,1	2,2	2,5	2,7
Ted Baker PLC	851,00	415	553	7,2	9,0	5,3	6,1	0,8	0,8	7,1	8,6	7,2	6,1	1,5
Industria de Diseno Textil SA	26,95	83269	83488	18,9	17,3	15,0	14,0	3,2	3,0	24,0	22,1	2,9	3,7	5,8
Burberry Group PLC	1951,50	8777	7876	15,9	16,0	12,3	12,0	2,6	2,5	22,7	22,6	2,3	2,3	5,4
Ethan Allen Interiors Inc	20,55	490	475	9,4	8,6	6,9	6,5	0,7	0,7	12,9	12,0	8,4	4,1	1,4
Marimekko (Inderes)	26,80	218	233	17,5	15,4	9,1	8,4	1,9	1,8	21,7	19,1	3,5	3,9	6,2
Keskiarvo				15,9	15,0	11,9	11,4	2,4	2,3	21,4	20,2	3,5	3,1	4,2
Mediaani				16,0	15,4	11,0	10,6	2,1	2,0	22,4	21,4	2,4	2,6	4,0
Erutus-% vrt. mediaani				10 %	0 %	-18 %	-21 %	-7 %	-11 %	-4 %	-11 %	45 %	52 %	54 %

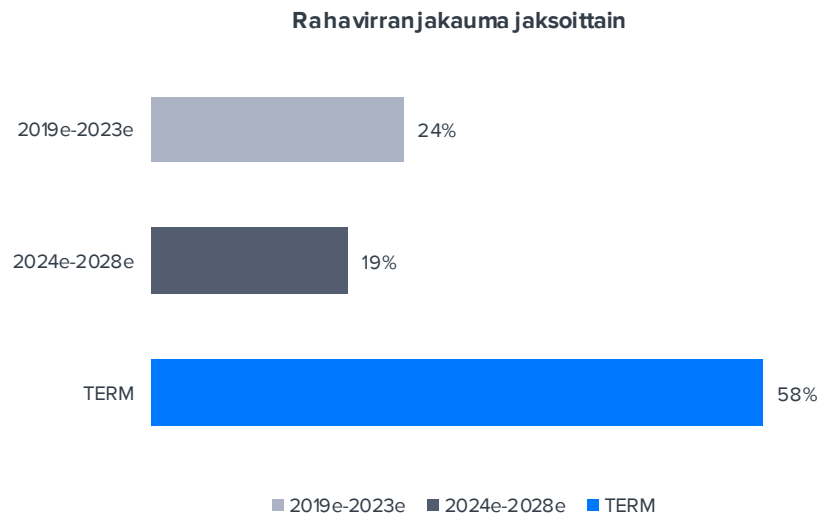
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	17,7	13,3	15,0	16,5	18,0	19,1	19,7	20,2	20,9	21,5	21,9	
+ Kokonaispoistot	2,5	12,4	12,5	12,7	12,8	13,0	13,2	13,4	13,7	13,9	14,2	
- Maksetut verot	-3,9	-2,9	-3,4	-3,8	-4,1	-4,4	-4,5	-4,6	-4,8	-4,9	-4,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-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	2,2	-1,6	-1,4	-1,5	-1,6	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	18,4	21,1	22,7	23,9	25,0	26,7	27,5	28,2	28,9	29,6	30,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	6,0	-43,3	-12,9	-13,2	-13,4	-13,6	-13,9	-14,1	-14,4	-14,7	-16,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	24,4	-22,2	9,8	10,7	11,6	13,1	13,7	14,1	14,5	14,9	14,5	
+/- Muut	3,0	39,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	27,4	17,1	9,8	10,7	11,6	13,1	13,7	14,1	14,5	14,9	14,5	258
Diskontattu vapaa kassavirta		16,5	8,8	8,9	8,9	9,4	9,1	8,7	8,3	7,9	7,2	127
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		221	204	195	186	177	168	159	150	142	134	127
Velaton arvo DCF		221										
- Korolliset velat		-0,4										
+ Rahavarat		23,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-15,0										
Oman pääoman arvo DCF		228										
Oman pääoman arvo DCF per osake		28,1										

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	24,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Kannattava ja osinkoa maksava brändiyhtiö

Marimekko profiloituu sijoituskohteena kannattavaksi ja hyvää osinkoa maksavaksi brändiyhtiöksi. Vahva markkina-asema Suomessa ja uskollinen asiakaskunta tuovat vakaata kassavirtaa samalla, kun yhtiö hakee vahvempaa kasvua, laajempaa asiakaskuntaa ja nousua suurempaan kokoluokkaan ulkomailta. Ulkomailta kasvua haetaan pääosin paikallisten partnerien kautta, mikä tekee kasvusta pääomakevyttä ja madalta liiketoiminnan riskiä. Sijoittajien on kuitenkin vaikea hahmottaa ulkomailla tehtävien kasvupanostusten onnistumista tai järkevyyttä, sillä yhtiö ei avaa tarkemmin kotimaan ja ulkomaan liiketoimintojen kannattavuuksia.

Globaalin kilpailun kiristyessä kilpailukyvyyn nostamisprojektit ovat tarpeellisia

Marimekon tulostus alkoi 2008 finanssikriisin jälkeen yskähdellä pahasti. Yhtiö kohtasi ennennäkemättömän kovaa kilpailua vähittäiskaupan globalisoitumisen, kuluttajan ostokäyttäytymisen muutoksen, digitalisaation, ulkomaisten kilpailijoiden ja paisuneen kustannusrakenteensa takia. Vielä 10-20 vuotta sitten Marimekko oli pitkälti kotimarkkinavetoinen brändi ja yhtiö tyydytti hyvin tiettyjen suomalaisten kuluttajasegmenttien tarpeita. Tällöin myös vaihtoehtoisten brändien ja niiden tarjonnan niukkuus Suomessa auttoi yhtiötä menestymään ja tekemään hyvää tulosta.

Nykyisessä vähittäiskaupan selvästi kiristyneessä ja entistä globaalimmassa kilpailutilanteessa

yhtiön pitäisi pystyä 1) tekemään jatkuvasti kuluttajia kiinnostavia tuotteita 2) erottautumaan tuhansien muiden saman tyylisten ja samoja kuluttajaryhmiä koskeselevien tuotteiden joukosta 3) löytymään kaikista kanavista, missä kuluttajat asioivat ja 4) tekemään kaikki tämä alati kiristyvässä kilpailupaineessa vielä kannattavasti.

Globaalin kilpailun kiristyessä ja kuluttajan ostokäyttäytymisen muuttuessa jatkuvasti uusien digitaalisten ratkaisujen myötä nykyisen kannattavuustason säilyttäminen muuttuu arviomme mukaan jatkuvasti haastavammaksi, minkä takia yhtiön tulee koko ajan olla valmis mukautumaan muuttuvaan ympäristöön ja tekemään kilpailukykyä parantavia projekteja.

Toimialan trendit vaihtelevat nopeasti ja ne heiluttavat tuloksia ja osakekursseja

Muoti on haastava sijoituskohte, sillä toimialan trendit ja eri brändien vetovoimat vaihtelevat jatkuvasti. Vain harvat yhtiöt onnistuvat vuodesta toiseen haistelemaan kuluttajien mieltymyksiä ja innostamaan kuluttajat ostamaan juuri heidän tuotteitaan. Marimekolla menee nyt hyvin, mutta ei tarvitse katsoa montaa vuotta taaksepäin, kun yhtiön mallistot eivät maistuneet kuluttajille, brändin imago oli päässyt heikkenemään ja yhtiö teki nollatulosta. Muotialan trendit vaihtelevat nopeasti ja ne ovat vaikeasti ennakoitavissa. Tämä voi näkyä liikevaihdon ja tuloksen heilahteluina, mikä kannattaa ottaa sijoituskohteen arvioinnissa huomioon.

Marimekko-brändi on nyt ”in”, yhtiö ei ole aikoihin ollut näin kilpailukykyinen ja se heijastuu osakkeen arvostuksessa

Marimekko sai vuosien 2016-2018 aikana tehtyjen yt-neuvottelujen, toiminnan uudelleenjärjestelyn, uusien houkuttelevien mallistojen ja brändin imagouudistuksen kautta nostettua kansainvälistä kilpailukykyään ja kannattavuuttaan selvästi paremmalle tasolle. Vuonna 2018 liikevaihto ja tulos olivat ennätystasolla ja alkuvuoden 2019 luvut olivat myös erittäin vakuuttavat. Marimekko-brändi on nyt jälleen ”in” ja se näkyy brändin vetovoimana, katukuvassa ja yhtiön numeroissa. Sijoittajat ovat palkinneet Marimekon viimeisen kolmen vuoden aikana lähes 300 %:n kurssinousulla (+osingot). Osakkeen nykyinen arvostus on yhtiön historiallisen tason yläpuolella ja heijastelee markkinoiden kovia odotuksia yhtiön tulevaisuuden tuloskehityksestä.

Uusi johto antanut vakuuttavat näytöt

Marimekon uudella johdolla on erittäin vakuuttavat näytöt. Se mitä yhtiö on viimeisen kolmen vuoden ajan markkinoille luvannut, on toteutettu ja mentä vielä kirkkaasti yli. Huikean kannattavuuskäänteen ja brändi-imagon kiillottamisen jälkeen yhtiö nauttii nyt kuluttajien ja sijoittajien luottamusta ja taloudellisia tavoitteita on nostettu sellaiselle tasolle, mikä vielä pari vuotta sitten olisi näyttänyt utopistiselta. Johdolla näyttää olevan kyky luotsata Marimekko uusiin ulottuvuuksiin ja myös ennustemme heijastelevat selvää tuloskasvua lähivuosille. Nykyisillä ennusteillamme osake näyttää täyteen hinnoitellulta, mutta ne ovat yhtiön omien tavoitteiden alapuolella. Positiivisessa skenaariossa Marimekon uusi johto jatkaa viime vuosina nähtyä ”ylisuorittamista” ja tällöin osakkeella on vielä näkemyksemme mukaan varaa nousta merkittävästikin.

Sijoitusprofiili

Vahvuudet

- **Brändin historia ja tunnejälki** Marimekolla on pitkän ja värikkään historian takia erittäin vahva asema varsinkin suomalaisten kuluttajien mielissä. Pitkä historia ja brändin tunnettuus tuovat voimaa yhtiön tarinaan ja luovat vetovoimaa brändille.
- **Lojaali fanikunta** Marimekolla on lojaali fanikunta etenkin Suomessa (ja myös muualla maailmassa esim. Japanissa). Yhtiöllä on satoja tuhansia seuraajia eri sosiaalisen median tileillä, jotka kertovat brändin vetovoimasta ja mahdollistavat kustannustehokkaan markkinoinnin. Lojaali fanikunta takaa yhtiölle vakaata kassavirtaa myös heikompina aikoina.
- **Vakaa ja etabloitunut Marimekko-myymlöiden verkosto** antaa yhtiölle hyvän kosketuspinnan kuluttajiin ja mahdollisuuden pitää tuotteiden jakelu ja kuluttajakokemus omissa käsissä (partnerivetoiset myymälät muistuttavat myös Marimekon omia myymälöitä). Omissa myymälöissä yhtiölle jää käteen sekä vähittäiskaupan että tukkukaupan kate ja täten kannattavuuspotentiaali on suurempi kuin myynti kolmansien osapuolten kautta (ns. tukkukaupassa).
- **Tunnetut kuviot ja mallistot** Marimekolle on kertynyt vuosien varrella suuri määrä klassikoiksi muodostuneita kuvioita ja mallistoja (oma IP). Ne ovat arvokkaita monella tapaa ja antavat esimerkiksi mahdollisuuden vetää niitä monien vuosien päästä uudelleen esiin ”klassikko- tai retro-kuvioina”, eikä yhtiön tarvitse näin keksiä aina pyörää uudelleen.

- **Mahdollisuus leveroida brändiä ja kuvioita uusiin tuotekategorioihin** Marimekon brändiä ja tunnistettavia kuvioita on mahdollista leveroida uusiin tuotekategorioihin ja siten kasvattaa liiketoimintaa. Tämä on nähty mm. siinä, että muodissa ja asusteissa käytettyjä kuvioita on myöhemmin laajennettu laajasti mm. kodin sisustustuotteisiin ja astiastoihin ja saatu tätä kautta uutta kannattavaa liiketoimintaa aikaiseksi.
- **Mahdollisuus kannattaviin yhteistyökuvioihin** Marimekon tunnistettava brändi, värit ja kuviot houkuttelevat monia yrityksiä Marimekon kanssa erilaisiin brändiyhteistyökuvioihin. Ne antavat mahdollisuuden venyttää Marimekko-brändiä uusille markkinoille tai tuotekategorioihin, joissa yhtiö ei vielä itse ole mukana (tai yhtiöllä ei ole omaa osaamista). Lisensointiliiketoiminta on Marimekolle erittäin kannattavaa ja mm. vuonna 2018 tehdyt yhteistyöt japanilaisen vaatemerkin Uniqlo:n ja kosmetiikkajätti Cliniquen kanssa nostivat merkittävästi yhtiön kansainvälistä bränditunnettuutta.
- **Vahva tase ja hyvä kassavirta** Marimekon vahva tase ja pieni vuotuinen investointitarve mahdollistavat hyvän osingonjaon, tarjoavat selkänöjää vaikeiden aikojen keskellä ja antavat mahdollisuuden tehdä ajoittain isojakin kasvupanostuksia.
- **Kasvu partnereiden kautta on pääomakevyttä ja matalariskistä** Marimekko käyttää Aasiassa partnerimallia, missä paikallinen toimija huolehtii Marimekko-myymlöistä ja tuotteiden

jakelusta (konsernin ohjeiden mukaan). Kasvu ulkomaisten partnereiden kautta on pääomakevyttä ja se pienentää Marimekon omaa liiketoimintariskiä, kun yhtiön ei tarvitse investoida kasvuun niin paljon ja se saa paikallisen asiantuntemuksen käyttöönsä.

- **Nykyinen johto** on osoittanut erittäin vahvoja näyttöjä viimeisen kolmen vuoden ajalta.

Heikkoudet

- **Pieni koko** on yksi Marimekon heikkouksista. Alan isoimpiin toimijoihin nähden Marimekolla ei ole samanlaisia mahdollisuuksia saada kilpailutettua tavarantoimittajia tai päästä kaikkiin myyntikanaviin, koska yhtiö on niin pieni. Alan suurimmat toimijat ovat myös kannattavampia ja koon tuomat skaalaedut ovat toimialalla menestymiseen tärkeitä.
- **Riippuvuus Marimekko-brändin vetovoimasta** Marimekko on konsernin ainoa brändi, eikä yhtiöllä ole tarkoitusta muuntautua multibrändiyhtiöksi. Yhtiö on siten täysin riippuvainen Marimekon brändi-imagosta ja sille haitalliset tekijät voivat vaikuttaa laajemmin koko yhtiön menestykseen.
- **Keskittyminen niche-kategoriaan** Yhtiön tuotteet luokitellaan usein niche-kategoriaan, sillä ne saattavat olla liian kalliita, liian erikoisia, huonosti istuvia jne. Tästä syystä Marimekon asiakaskunta on jäänyt marginaaliseksi. Tätä ongelmaa yhtiö on lähtenyt takalaamaan uudessa strategiassaan, missä uusien mallistojen avulla pyritään niche-kategoriasta ulos kosiskelemaan laajempaa asiakaskuntaa.

Sijoitusprofiili

- **Bränditunnettuus on heikkoa Suomen ulkopuolella** Marimekko on Suomessa hyvin tunnettu brändi. Yhtiön kasvustrategia nojaa kuitenkin vahvasti ulkomaille etenkin Aasian-Tyynenmeren alueelle, missä Japania lukuun ottamatta Marimekko on vielä heikosti tunnettu. Tämä vaatii yhtiöltä isoja panostuksia markkinointiin ja bränditunnettuuteen, mikä johtaa siihen, että kannattavuus ei ole samalla tasolla kuin Suomessa.

Riskit

- **Maailmantalouden ja kuluttajaluottamuksen heikentyminen** Maailmantalouden kehitykseen liittyvät epävarmuustekijät vaikuttavat vähittäiskaupan ja kuluttajien luottamukseen kaikilla yhtiön markkina-alueilla. Yhtiön tärkeimmällä markkinalla Suomessa (57% liikevaihdosta) on nähty tänä vuonna selvästi heikentyneitä merkkejä talousennusteissa ja kuluttajaluottamuksessa. Marimekko on saanut nauttia viime vuosina hyvistä tunnelmista kotimarkkinalla, mutta lähivuosien kuva näyttää talouden kannalta selvästi synkemmältä.
- **Muotimaailman ”in” ja ”out” hetket** Marimekko-brändi on tällä hetkellä voimissaan. Uudet mallistot menevät hyvin kaupaksi ja brändi on taas ”in”. Näin ei kuitenkaan ollut vielä 5-10 vuotta sitten. Muotimaailmassa on aikakausia, jolloin jotkut brändit ovat ”in” ja toiset ovat ”out”. Hyvin harva brändi pystyy olemaan koko ajan suosiossa ja takoman kovia kasvu- ja kannattavuuslukuja. Marimekko teki huonoa tulosta finanssikriisin 2008 jälkeen monta vuotta, kun brändin imago oli päässyt

vanhentumaan, eikä yhtiö onnistunut puhuttelemaan asiakkaitaan riittävän hyvin.

- **Muutokset kuluttajien ostokäyttäytymisessä** Kuluttajien ostokäyttäytymisen muutos, siirtyminen digitaalisiin kanaviin ja verkkokauppojen kautta lisääntyneet vaihtoehdot, vaatimustaso ja hintasensitiivisyys ovat tekijöitä, jotka ovat muuttaneet vähittäiskauppaa viime vuosina merkittävästi. Monet aiemmin menestyneet toimijat ovat joutuneet sulkemaan liikkeitä ja menneet konkurssiin, koska näihin muutoksiin ei olla osattu reagoida riittävän nopeasti
- **Ulkomaille laajentuminen voi epäonnistua** Marimekko alkoi 2010-luvulla toteuttaa kansainvälistymisstrategiaa, mikä paisutti kuluja selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin. Uusille markkinoille laajentuminen on vaatinut uusien maaorganisaatioiden perustamista (joiden resursseja jouduttiin myöhemmin sopeuttamaan) sekä vienyt yhtiön sellaisille uusille markkinoille kilpailemaan, missä sillä ei ole samanlaista historiaa ja tunnesidettä kuluttajiin kuin mitä sillä on Suomessa. Vaikka partnerivetoinen laajentuminen on pääomakevyttä, ulkomaille laajentuminen rasittaa alkuvaiheessa tulokuntoa ja riskinä on, ettei tietyissä maissa kannattavuus käänny ikinä yhtiön tavoittelemalle tasolle ja ongelmien selvittäminen sitoo ylimääräisiä resursseja heikentäen tulosta. Näin kävi esim. vuonna 2015, kun yhtiö joutui kirjaamaan merkittävä kulut pitkään tappiota tehneen Beverly Hillsin lippulaivamyymälän sulkemisesta.

Mahdollisuudet

- **Brändillä on nyt hyvä noste ja yhtiö on kilpailukykyisempi kuin pitkään aikaan** Marimekko on parin vuoden ajan osoittanut vahvoja kasvu- ja kannattavuuslukuja, mikä johtuu brändin hyvästä nosteesta ja kilpailukyvyyn parantamiseksi tehdyistä toimista. Yhtiöllä on nyt hyvä paikkaa käyttää tätä energiaa hyväkseen ja takoa, kun rauta on kuumaa. Hyvä kannattavuus antaa myös mahdollisuuden investoida kasvuun ja tätä yhtiö tekee nyt voimakkaasti esim. Kiinassa.
- **Lisensointiliiketoiminta** on Marimekolle erittäin kannattavaa. Yhtiöllä olisi mielestämme mahdollisuuksia tehdä erilaisia lisensointi- tai brändiyhteistyökuvioita paljon enemmän kuin nyt (1 % liikevaihdosta), mutta yhtiö vaikuttaa olevan hyvin suojelevainen kenen kanssa yhteistyötä tehdään ettei brändi kulu.
- **Ulkomailla riittää kasvupotentiaalia** Marimekon liikevaihdosta 57 % tuli Suomesta vuonna 2018. Globaaleilla kuluttajamarkkinoilla yhtiö on vielä pieni ja johto tekee kovaa työtä saadakseen ulkomaan liikevaihdon nousuun.
- **Verkkokauppaliiketoiminta** Marimekko on verkkoliiketoiminnassa vielä aika alkutekijöissä. Yhtiö on laajentanut verkkokauppaa viime vuosina moniin uusiin maihin ja mennyt myös mukaan sellaisiin kolmansien osapuolten alustoihin, joiden kautta yhtiö voi hakea aiempaa vahvempaa kasvua.
- **Miehet** ovat mielestämme mahdollisuus, joista Marimekko voisi ammentaa kasvupotentiaalia.

Sijoitusprofiili

1.

Vahva brändi luo kilpailuetua ja antaa hinnoitteluvoimaa

2.

Muotimaailman trendit ja mallistojen onnistuminen voivat heiluttaa tuottoja

3.

Korkea kassavirtasuhde, pieni investointitarve

4.

Kotimarkkinoilla vahva asema, kansainvälistymisessä potentiaalia

5.

Kuluttajakäyttäytymisen ja vähittäiskaupan murrokset luovat uusia mahdollisuuksia ja haasteita

Potentiaali



- Marimekko-brändin vetovoima on nyt kova ja uudet mallistot puhuttelevat kuluttajia
- 2016-2018 aikana tehty kilpailukyvyn nosto näkyy vahvana vipuna tuloksessa, jos liikevaihto pysyy kasvussa
- Yhtiöllä on vahva kotimarkkina-asema ja ulkomailla paljon kasvupotentiaalia
- Vahva tase ja korkea kassavirtakonversio antavat mahdollisuuden investoida ja jakaa hyvää osinkoa
- Verkkokaupassa ja lisensointiliiketoiminnassa runsaasti käyttämätöntä potentiaalia

Riskit

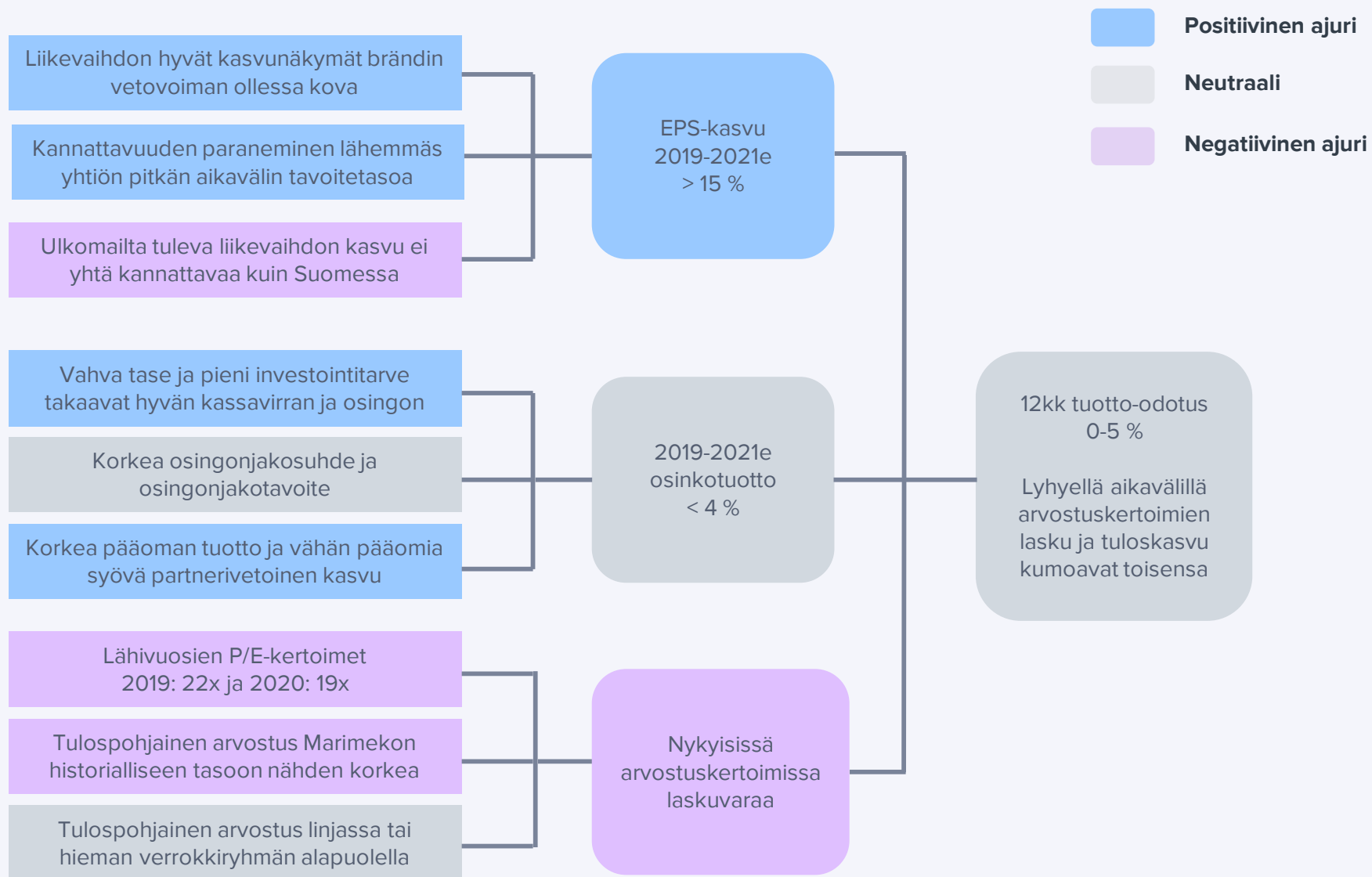


- Kansainvälisellä kuluttajamarkkinalla kilpailu on raadollista
- Vähittäiskaupan murros on ajanut monia vahvoja vähittäiskaupan alan toimijoita ongelmiin ja kuluttajien uudet käyttäytymismallit vaativat koko ajan sopeutumista
- Marimekko on Suomessa vahva brändi, mutta kansainvälisillä markkinoilla vielä pieni ja tuntematon
- Brändin imago ei aina ole ollut yhtä vahva kuin nyt ja se voi kokea myös heikkoja kausia
- Osakekurssi hinnoittelee kovaa tuloskasvun jatkumista
- Yhtiön päämarkkinalla Suomessa on näkyvissä selvästi heikkeneviä lukuja kuluttajaluottamuksen ja talouskasvun osalta

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Osaketuoton ajurit 2019-2021e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	99,6	102,3	111,9	120,6	130,4
Käyttökate	9,4	11,7	20,2	25,7	27,5
Liikevoitto	5,2	8,4	17,7	13,3	15,0
Voitto ennen veroja	5,2	7,1	17,6	13,0	14,8
Nettovoitto	4,0	5,7	13,7	10,1	11,4
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,2	5,5	0,0	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	48,5	47,1	57,1	92,6	97,4
Oma pääoma	28,3	30,7	40,0	35,1	38,8
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	2,5	-2,9	-22,8	14,6	12,7

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	9,4	11,7	20,2	25,7	27,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,2	0,8	2,2	-1,6	-1,4
Operatiivinen kassavirta	5,8	10,9	18,4	21,1	22,7
Investoinnit	-2,2	-1,1	6,0	* -43,3	* -12,9
Vapaa kassavirta	3,5	9,7	27,4	17,1	9,8

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
PowerBank Ventures Oy (Mika Ihmuotila)	16,0 %
Moomin Characters Oy Ltd	7,6 %
Sophia Ehrnrooth	4,9 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	4,8 %
Lazard Freres Gestion	3,7 %
Erkki Etola	2,9 %
Lähde: Inderes	

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,50	0,70	1,70	1,24	1,40
EPS (oikaistu)	0,60	0,73	1,02	1,24	1,40
Operat. kassavirta / osake	0,71	1,34	2,29	2,60	2,79
Vapaa kassavirta / osake	0,43	1,20	3,39	2,10	1,21
Omapääoma / osake	3,50	3,79	4,96	4,32	4,78
Osinko / osake	0,40	0,50	1,85	0,95	1,05

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	3 %	9 %	8 %	8 %
Käyttökateen kasvu-%	55 %	25 %	73 %	27 %	7 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	295 %	41 %	42 %	9 %	13 %
EPS oik. kasvu-%	507 %	21 %	39 %	22 %	13 %
Käyttökate-%	9,4 %	11,4 %	18,1 %	21,3 %	21,1 %
Oik. Liikevoitto-%	6,1 %	8,4 %	10,9 %	11,0 %	11,5 %
Liikevoitto-%	5,3 %	8,2 %	15,8 %	11,0 %	11,5 %
ROE-%	14,5 %	19,2 %	38,8 %	26,8 %	30,9 %
ROI-%	15,3 %	24,5 %	47,7 %	23,0 %	19,5 %
Omavaraisuusaste	58,4 %	65,1 %	70,0 %	38,0 %	39,9 %
Nettovelkaantumistas	8,8 %	-9,4 %	-56,9 %	41,6 %	32,6 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/ Liikevaihto	0,8	1,0	1,7	1,9	1,7
EV/ EBITDA (oik.)	8,5	8,4	9,3	8,8	8,1
EV/ EBIT (oik.)	13,0	11,3	15,4	17,0	14,9
P/E (oik.)	15,7	17,0	25,8	21,0	18,5
P/B	2,7	3,3	5,3	6,0	5,4
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,0 %	7,1 %	3,7 %	4,0 %

* Investointien raju nousu johtuu vuonna 2019 voimaan astuneesta IFRS 16-standardista ja sen tuomista kirjanpitemuutoksista. Marimekko ei ole vuonna 2019 investoimassa 43,3 MEUR:n edestä, vaikka investointien on sanottu kasvavan merkittävästi viime vuodesta (2018: 1,3 MEUR). Luvun äkillinen nousu heijastelee taseeseen kirjattavia pitkäaikaisia vuokrasopimuksia noin 40 MEUR:n edestä.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.6.2016	Vähennä	7,30 €	7,75 €
12.8.2016	Lisää	8,00 €	7,55 €
4.11.2016	Lisää	9,50 €	8,69 €
10.2.2017	Lisää	10,50 €	9,68 €
11.5.2017	Lisää	11,50 €	10,57 €
11.8.2017	Lisää	11,00 €	9,92 €
2.10.2017	Lisää	11,00 €	9,70 €
3.11.2017	Lisää	11,50 €	10,34 €
17.1.2018	Lisää	13,00 €	12,00 €
16.2.2018	Lisää	13,50 €	12,40 €
11.5.2018	Lisää	14,00 €	13,10 €
9.8.2018	Lisää	18,00 €	16,75 €
24.9.2018	Lisää	20,00 €	18,95 €
1.11.2018	Lisää	22,00 €	20,00 €
11.2.2019	Myy	22,00 €	29,30 €
27.2.2019	Myy	22,00 €	26,30 €
13.5.2019	Vähennä	22,00 €	22,50 €
16.5.2019	Vähennä	25,00 €	26,10 €
11.7.2019	Vähennä	28,00 €	26,80 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**