

Marimekko

Yhtiöraportti

10/2017

inde
res.

Kilpailukyvyyn nosto avainasemassa

Marimekko totesi vuoden 2016 olevan kilpailukyvyyn noston ja tehokkuuden parantamisen vuosi. Yhtiö teki viime vuonna hyvää työtä molemmilla saroilla, mikä on näkynyt kiinteän kulkurakenteen pienenemisenä ja myyntikateprosentin kääntymisenä nousu-uralle pitkstä aikaa. Yhtiö on nyt selvästi paremmassa kunnossa kuin vuosi sitten ja tämä on heijastunut positiivisesti myös markkina-arvoon (+30 %/v.). Kilpailukyvyyn nosto on parantanut yhtiön kannattavuutta, mikä yhdistettynä selvästi verrokkiryhmää alempaan arvostukseen ja korkeaan osinkotuottoon antavat tukea osakkeelle. Toistamme näistä syistä Marimekon lisää-suosituksen ja 11,0 euron tavoitehinnan.

Kasvu ja kilpailukyvyyn parantaminen ovat avaimia tuloksen paranemiseen

Marimekko tulee arviomme mukaan kasvamaan lähivuosina noin 3 %:n vuosivauhtia, mikä nojaa uusiin mallistoihin, uusien myymälöiden perustamiseen, verkkokaupan kautta tulevan myynnin kasvuun ja olemassa olevien myymälöiden tehokkuuden parantamiseen (liikevaihto/m²). Toimialan yhtiöt hyötyvät isomman koon mukana tulevasta skaalaeduista, minkä yhdessä viime vuonna trimmatun kulkurakenteen kanssa odotamme heijastuvan myyntikatteeseen ja tulokseen positiivisesti. Kilpailukyvyyn ylläpitämiseen liittyy olennaisesti myös kyky pitää mallistot niin houkuttelevana, että yhtiö pystyy toimimaan kannattavasti alati kiristyvän globaalin markkinaympäristön ja digitaalisten kanavien kautta tulevan kilpailupaineen alla.

Marimekko on osoittanut vahvoja tulostulokseen merkkejä viimeisen vuoden aikana

Marimekko aloitti noin kaksi vuotta sitten toimenpiteet pitkään laskutrendissä olleen kannattavuuden parantamiseksi ja tulokset alkoivat näkyä pian Q1'16 raportin jälkeen. Yhtiö on onnistunut nostamaan liikevoiton heikolta 1,6 %:n tasolta (2015) noin 5,3 %:n tasolle (2016) ja odotamme sen paranevan 6,2 %:n tasolle vuonna 2017. Yhtiö on saanut laskettua kiinteitä kulujaan vuoden 2016 alussa käytyjen yt-neuvottelujen ansiosta sekä onnistunut pysäyttämään vuodesta 2012 alkaneen suhteellisen myyntikatteen laskutrendin. Kun samaan aikaan liikevaihto on pysynyt pienessä kasvussa ovat ainekset nykyisen suhteellisen kannattavuustason ylläpitämiselle ja maltilliselle parantamiselle hyvät.

Vuoden 2017 ohjeistus on varovainen ja odotamme yhtiön pääsevän siihen helposti

Yhtiö arvioi vuoden 2017 liikevaihdon ja vertailukelpoisen liikevoiton pysyvän edellisvuoden tasolla. Vuoden 2016 liikevaihto oli 99,6 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 6,1 MEUR. H1'17 aikana yhtiön liikevaihto on kasvanut 2 % 45,3 MEUR:oon ja vertailukelpoinen liikevoitto on kasvanut 1,8 MEUR:oon (H1'16: 0,7 MEUR). Meidän ennuste vuoden 2017 liikevaihdon on 100 MEUR ja vertailukelpoiselle liikevoitolle 6,4 MEUR. Odotamme yhtiön pääsevän ohjeistukseen kohtalaisen helposti.

Hyvä osinkotuotto ja selvä alennus verrokkiryhmään nähden tukevat osakekurssia

Ennusteidemme mukaiset 2017 ja 2018 P/E-luvut ovat 19x ja 16x, kun kansainvälisistä muotitaloista muodostuvan verrokkiryhmän mediaanit ovat 24x ja 21x. Velattoman taseen huomioivat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7,9x ja 7,6x, kun verrokkiryhmän mediaanit ovat 11,3x ja 10,8x. Marimekon osinkotuotto asettuu ennusteillamme 4,6 %:n ja 5,2 %:n tasolle, kun verrokkiryhmän mediaanit ovat 2,1 % ja 2,3 %.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehintaa

LISÄÄ

Edellinen: Lisää

11,0 EUR

Edellinen: 11,0 euroa



Osakekurssi: 9,70 EUR

Potentiaali: 13 %

Avainluvut

	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	95,7	99,6	100,0	102,9
-kasvu-%	1,6 %	4,1 %	0,4 %	2,8 %
EBIT	1,5	5,2	6,2	6,6
-EBIT-%	1,6 %	5,3 %	6,2 %	6,4 %
Tulos ennen veroja	1,3	5,2	5,4	6,5
Nettotulos	0,8	4,0	4,1	4,9
EPS	0,10	0,60	0,53	0,60
-Osinkosuhde	352 %	80 %	89 %	83 %

P/E	83,5	19,0	19,2	16,1
P/B	2,5	2,7	2,7	2,6
P/S	0,7	0,8	0,8	0,8
EV/EBIT	45,5	13,0	12,2	11,5
EV/EBITDA	11,6	7,8	7,9	7,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	0,8	0,7
Osinkotuotto	4,2 %	4,2 %	4,6 %	5,2 %

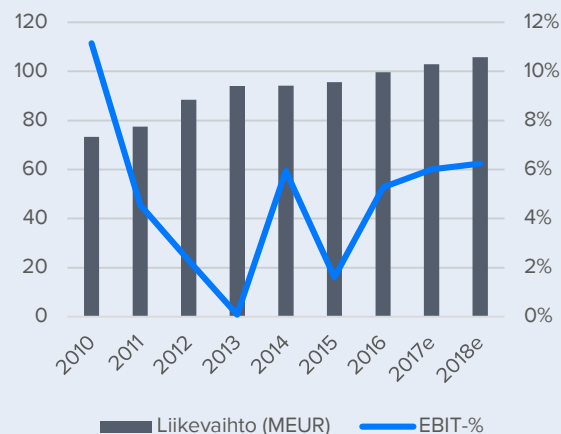
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

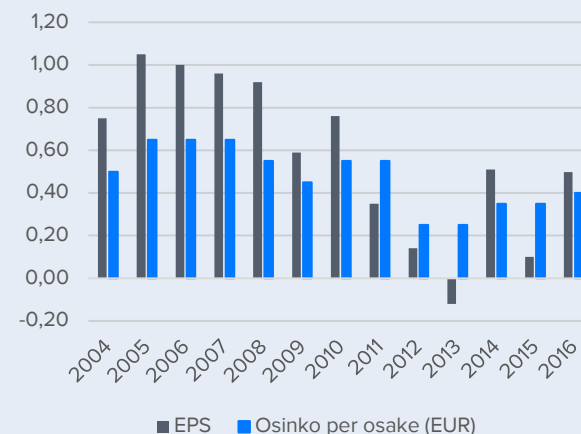


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



MCAP
78
MEUR

P/E
19x
2017e

Osinko-%
4,6
2017e

EV/EBITDA
7,9x
2017e



Arvoajurit

- Toimintaa tehostettu selvästi vuonna 2016
- Kasvun kautta tulevat skaalaedut tukevat kannattavuutta
- Lisensointi-liiketoiminnassa hyödyntämätöntä potentiaalia
- Oman verkkokaupan ja myymälämäärän kasvu
- Olemassa olevien myymälöiden tehokkuuden parantaminen
- Uudistuneet mallistot



Riskitekijät

- Kustannuskilpailukyvyyn säilyttäminen globaaleilla markkinoilla
- Marimekko-brändin houkuttelevuus ja pysyminen relevanttina
- Vähittäiskaupan digitalisoituminen ja globaalin kilpailun kiristyminen
- Tulostrendi ollut laskeva monta vuotta. Onko viime vuosina nähty positiivinen kannattavuuskäännöksen kestävä pohjalla?



Arvostus

- Tulos pohjainen arvostus on yhtiön pitkän aikavälin keskiarvon tasolla
- Nykyarvostus kaikilla mittareilla selvästi verrokkiryhmää edullisempi
- Tase erittäin hyvässä kunnossa, yhtiö on nettovelaton ja tekee vahvaa rahavirtaa
- Noin 5 %:n osinkotuotto tarjoaa tukea osakkeelle

Sisällysluettelo

Marimekko lyhyesti	s. 5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-9
Marimekko-myymälät	s. 10-11
Historiallinen kehitys	s. 12-16
Toimintaympäristö ja kilpailutilanne	s. 17-22
Tavoitteet ja strategia	s. 23-25
Taloudellinen tilanne	s. 26-27
Ennusteet	s. 28-32
Arvostus	s. 33-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39

Marimekko lyhyesti

Marimekko on suomalainen tekstiili- ja vaatetusalan designyritys. Tuoteportfolioon kuuluu vaatteita, laukkuja, asusteita sekä kodintavaroita sisustustekstiileistä astioihin. Marimekko-tuotteita myydään noin 40 maassa. Yhtiön tärkein myyntikanava on Marimekko-myymälät, joita oli vuoden 2016 lopussa noin 160 kappaletta.

1951

PERUSTAMISVUOSI

78 MEUR

MARKKINA-ARVO

99,6 MEUR (+4% vs. 2015)

LIKEVAIHTO VUONNA 2016

5,2 MEUR (2015: 1,5 MEUR)

LIKEVOITTO VUONNA 2016

199 MEUR

BRÄNDIMYYNTI* VUONNA 2016

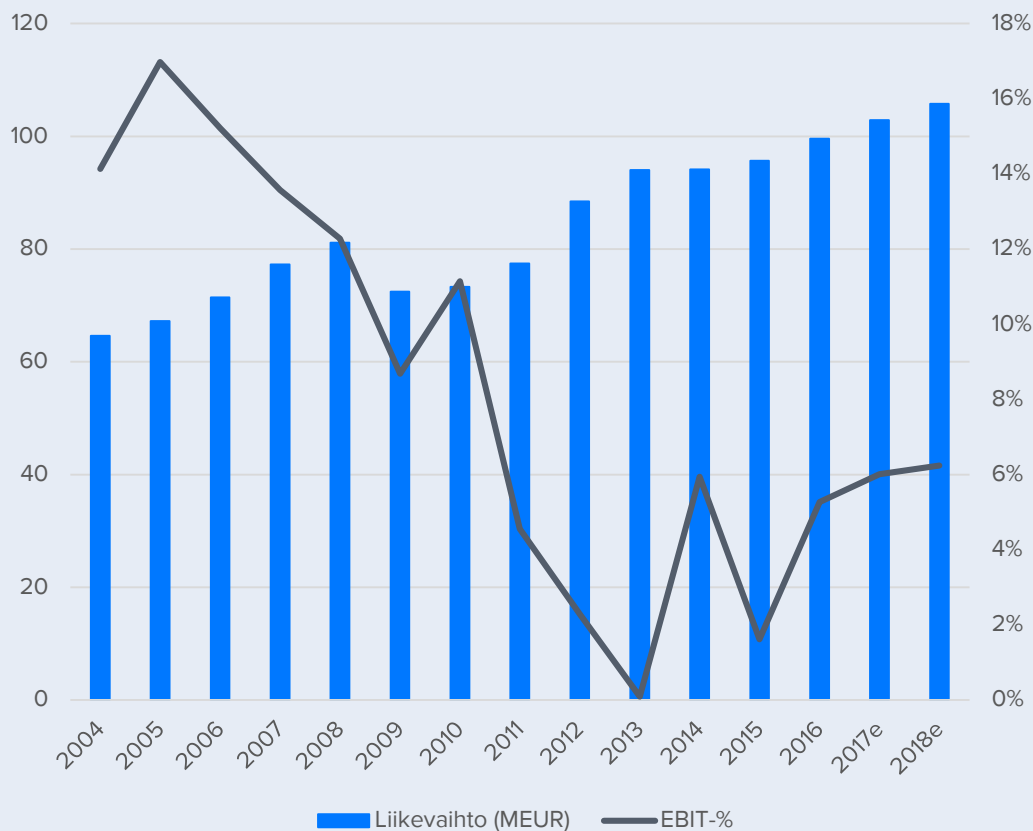
452

HENKILÖSTÖ**

163 kpl

MARIMEKKO-
MYYMÄLÄÄ**

Marimekon liikevaihdon ja liikevoiton kehitys 2004-2018e



* Brändimyynti on Marimekon oma arvio tuotteiden myynnistä kuluttajahinnoin. Arvio on epävirallinen eikä se sisällä arvonnäisäveroa.

** Q2'17 lopussa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Tekstiili- ja vaatetusalan designyritys

Marimekko on vuonna 1951 perustettu suomalainen tekstiili- ja vaatetusalan design-yritys. Marimekon toiminnan ydin on ajattomien ja yksilöllisten, käytännöllisten ja kauniiden kuluttajatuotteiden suunnittelu ja valmistus. Tuoteportfolioon kuuluu vaatteita, laukkuja, asusteita sekä kodintavaroita astioista sisustustekstiileihin.

Marimekon liikevaihto vuonna 2016 oli 99,6 MEUR (2015: 95,7 MEUR), liikevoitto oli 5,2 MEUR (2015: 1,5 MEUR) ja henkilöstö keskimäärin 440 (2015: 460). Yhtiön tärkein myyntikanava on Marimekko-myymälät, joita oli Q2'17 lopussa yhteensä 163 kpl (Q2'16: 158 kpl). Näistä Marimekon omia vähittäismyymälöitä oli 56 kpl. Marimekko-tuotteita myydään noin 40 maassa ja yhtiön verkkokauppa tavoittaa asiakkaita noin 30 maassa. Keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Marimekko julkaisee myös arvioita kaikkien Marimekko-tuotteiden myynnistä kuluttajahinnoin mitattuna ja käyttää tästä mittarista termiä "Brändimyynti". Marimekon brändimyynti vuonna 2016 oli 199 MEUR. Brändimyynti lasketaan lisäämällä yhtiön oman vähittäiskaupan liikevaihtoon muiden jakelijoiden arvioitu Marimekko-tuotteiden vähittäismyyntiarvo.

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Marimekko toimii erittäin kilpaillulla globaalilla kuluttajamarkkinalla. Yhtiö luokittelee itsensä Lifestyle-brändiksi, mikä tarkoittaa sitä, 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 vahva perintö, tunnistettava muotokieli (värit ja kuviot) sekä näiden leveroiminen moneen eri tuotekategoriaan esim. vaatteet, asusteet, laukut jne. Sisustuspuolella Marimekko toimii kodintuotetoimialalla, joka pitää sisällään mm. kankaita, sisustus- ja kodintuotteita ja keramiikkaa. Näissä tuotteissa yhtiö käyttää tunnistettavia kuvioita ja värejään, mikä tuo tunnetun brändin kautta hinnoitteluvoimaa.

Marimekon pääkonttori sijaitsee Helsingin Herttoniemessä. Yhtiöllä on siellä oma kangaspaino, jossa painetaan Marimekon metreittäin myytäviä sisustuskankaita sekä osa vaatteissa, laukuissa ja keittiötekstiileissä käytettävissä 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 2016 konsernin liikevaihto jakautui seuraavasti: Muoti 36 % liikevaihdosta, Kodintuotteet 38 % liikevaihdosta ja Laukut & Asusteet 26 % liikevaihdosta.

Muoti-tuotelinja sisältää vaatteita pääasiassa naisille. Joitain tuotteita tehdään myös miehille ja lapsille. Kodintuotteet-tuotelinja sisältää kankaita, sisustus-, keittiö- makuuhuone- ja kylpyhuonetuotteita. Laukut & Asusteet-

tuotelinja sisältää mm. huiveja, koruja, hattuja, kenkiä, lompakoita, käsilaukkuja, reppuja, meikkipusseja jne.

Päämarkkina-alue on Suomi

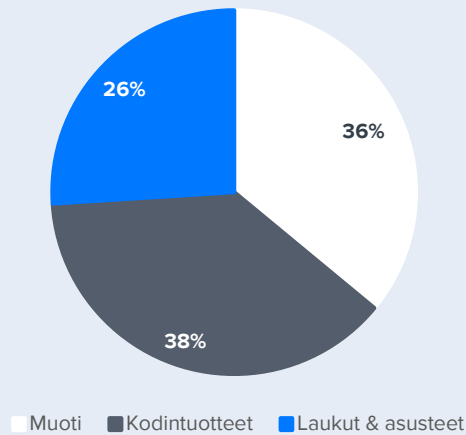
Marimekon päämarkkina-alue on yhtiön perustamisesta lähtien ollut Suomi. Vuonna 2016 liikevaihdosta 56 % eli 55,8 MEUR tuli Suomesta. Liikevaihdolla mitattuna toiseksi suurin markkina-alue on Aasian-Tyynenmeren alue, joka toi vuoden 2016 liikevaihdosta noin 19 % eli 18,8 MEUR. Aasian-Tyynenmeren alueella varsinkin Japani on yhtiölle merkittävä yksittäinen markkina. Kolmanneksi suurin markkina-alue on EMEA, josta liikevaihtoa kertyi vuonna 2016 noin 9 % eli 9,2 MEUR.

Viimeisen kymmenen vuoden aikana Marimekko on tehnyt vahvoja kansainvälistymisponnisteluja Aasian-Tyynenmeren ja Pohjois-Amerikan alueelle ja saanut sitä kautta vähennettyä Suomi-riippuvuuttaan. Aasian-Tyynenmeren painoarvo alkoi kasvaa vauhdilla vuonna 2006, kun ensimmäiset Marimekko-myymälät avattiin Japaniin. Tämän jälkeen seuraava kasvuharppaus ulkomaille tuli vuosien 2011-2013 aikana, kun yhtiö kasvatti myymälöiden ja shop-in-shopien määrän Pohjois-Amerikassa viidestä kahteenkymmeneenkolmeen kappaleeseen.

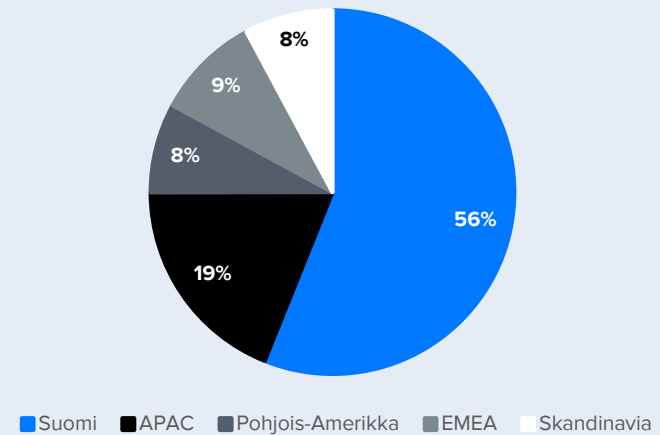
Vuoden 2016 liikevaihdosta jo 44 % tuli ulkomailta, kun vuonna 2004 vastaava luku oli vielä 22 %. Marimekon kasvustrategia nojaa tällä hetkellä vahvasti Aasian-Tyynenmeren alueeseen, sillä päämarkkina-alueella Suomessa liikevaihto on edelleen lähes vuoden 2004 tasolla ja kannattava kasvu kotimarkkinalla näyttää muuttuvan heikon taloustilanteen, vähittäiskaupan digitalisoitumisen ja kansainvälisen kilpailun lisääntyessä yhä vaikeammaksi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

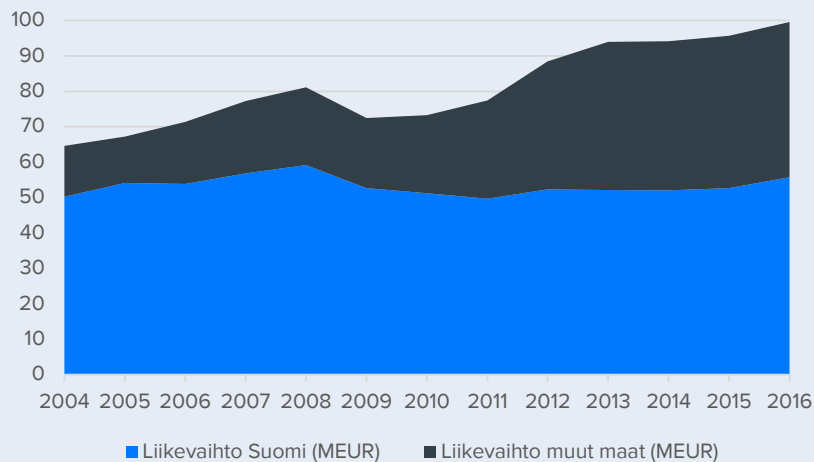
Liikevaihto tuotelinjoittain 2016



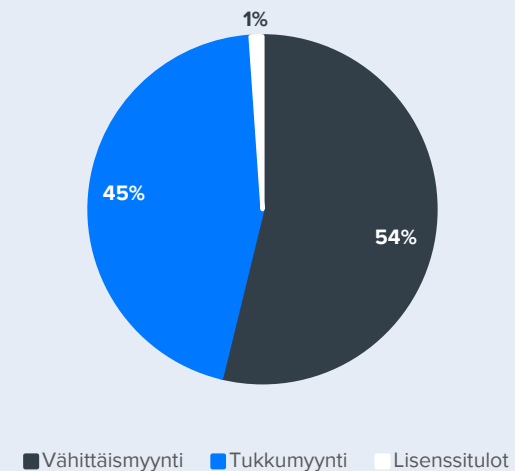
Liikevaihto markkina-alueittain 2016



Liikevaihto Suomi vs. muut maat 2004-2016



Liikevaihto myyntikanavittain 2016



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Marimekko-myymälät ja verkkokauppa tärkeimmät myyntikanavat

Marimekon vuoden 2016 liikevaihdosta suurin osa (54 %) tuli vähittäismyynnistä. Vähittäismyynniksi lasketaan kaikkien yhtiön omien myymälöiden kautta tapahtuva myynti eli Marimekon omien myymälöiden (Q2'17: 43 kpl) sekä omien outlet-myymälöiden (Q2'17: 13 kpl) kautta tapahtuva myynti.

Vuonna 2016 liikevaihdosta 45 % tuli tukkukaupasta, mikä tarkoittaa tukkumyyntiä jälleenmyyjäomisteisiin Marimekko-myymälöihin (Q2'17: 65 kpl) ja jälleenmyyjäomisteisiin shop-in-shopeihin (Q2'17: 42 kpl) sekä muihin myyntikanaviin (esim. tavarataloihin ja monimerkkimyymälöihin).

Vuoden 2016 liikevaihdosta 1 % tuli lisenssimyynnistä. Marimekolla on brändiyhteistyötä ja lisensointiliiketoimintaa monien muiden tunnettujen yhtiöiden kanssa, joista viimeisin esimerkki oli keväällä 2016 nähty yhteistyö amerikkalaisen Target-kauppaketjun kanssa. Yhteistyössä Marimekko antoi lisenssimaksua vastaan Targetin käyttää Marimekon nimeä ja kuvia tuotteissa, joiden valmistuksesta ja markkinoinnista Target vastasi. Muita tunnettuja yhteistyökuvioita Marimekolla on ollut viime vuosina mm. Finnairin, Conversen ja Banana Republicin kanssa.

Lisensointiliiketoiminta on Marimekolle erittäin kannattavaa, mutta yhtiöllä on hyvin tarkat kriteerit siitä, kenen kanssa yhteistyökuvioihin lähdetään, minkä takia lisenssitulot tuovat hyvin pienen osan konsernin liikevaihdosta. Mielestämme tässä liiketoiminnassa olisi hyvinkin paljon realisoimatonta potentiaalia,

mutta yhtiö näyttää olevan erittäin suojelevainen mihin tuotteisiin ja minkälaisissa yhteyksissä Marimekon kuvioita ja nimeä voidaan käyttää, ettei brändi pääse romuttumaan.

Marimekko on viime vuosina panostanut myös verkkokauppaliiketoimintaansa, mutta sitä kautta tulevaa liikevaihtoa yhtiö ei ole tiedottanut markkinoille. Verkkokaupan kautta tapahtuva myynti on arviomme mukaan vielä hyvin pientä (<10 % liikevaihdosta). Yhtiö aloitti kansainvälisen verkkokauppansa rakentamisen vuonna 2011 Yhdysvalloista. Suomessa verkkokauppa avautui vuonna 2012 ja laajeni sen jälkeen vähitellen 10 eri maahan Euroopassa. Vuosien 2015-2017 aikana toteutettujen laajennusten jälkeen Marimekon oma verkkokauppa palvelee asiakkaita noin 30 maassa (pääosin Euroopassa).

Suunnittelu ja tuotekehitys

Marimekon liiketoiminnan ytimessä on tuotesuunnittelu ja se näkyy Marimekon visiossa, joka on olla ”*Maailman arvostetuin kuviosuunnittelija ja yksi kiehtovimmista designbrändeistä*”.

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 on myös tärkeässä osassa yhtiön brändin viestimisen

kannalta. Myymälöiden tulee olla asiakkaille paikkoja, joissa he voivat kokea Marimekon lifestylekonseptin. Myymälöistä pyritään rakentamaan inspiroivia kohtauspaikkoja ja 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 sisustustekstiileissä käytettävistä kankaista. Painokangas ja siihen liittyvä suunnitteluosaaminen ovat aina olleet Marimekon liiketoiminnan ytimessä. Omalla kangaspainolla on myös tärkeä rooli tuotekehityksessä.

Marimekon oman kangaspainon lisäksi osaava valmistajaverkosto tekee tuotteita alihankintana Euroopassa ja Aasiassa. Suurin osa Marimekon tuotteista valmistetaan Euroopassa ja noin kolmannes Euroopan ulkopuolella. Monipuolisen hankintaketjun avulla yhtiö voi tarjota asiakkaille laajan ja laadukkaan tuotevalikoiman riippumatta siitä, missä tuotteet valmistetaan.

Hyvät ja osaavat sopimusvalmistajat ovat avainasemassa Marimekon kilpailukyvyssä. 30 suurinta sopimusvalmistajaa valmistavat noin 80 prosenttia alihankintana valmistettavista tuotteista. Useat yhtiön käyttämistä sopimusvalmistajista ovat pitkäaikaisia kumppaneita ja tällä tavalla Marimekko pyrkii varmistamaan tuotteiden laadun ja tuotannon vastuullisuuden.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Arviomme mukaan yksi merkittävä haaste Marimekon kannattavuuden parantamisessa liittyy hankintaketjun tehokkuuteen. Skaalaedut hyödyttävät alalla toimivia isoja pelureita, minkälaiseksi Marimekkoa ei voida kategorisoida. Isojen muotialan pelureiden etu on suuret tilattavat volyymit, joiden kautta he saavat hyvän neuvotteluaseman sopimusvalmistajiin/alihankkijoihin päin ja sitä kautta paremmat ehdot toimituksille. Marimekon tulisi pystyä tilaamaan merkittävästi isompia volyymeja, jotta se pääsisi samanlaisiin ehtoihin, mutta se vaatisi ensiksi yhtiön kokoluokan merkittävää kasvua nykytasolta. Viime vuosina nähtyjen kasvulukujen ja meidän lähivuosien kasvuennusteiden perusteella tätä ei odoteta tapahtuvan aivan lähitulevaisuudessa.

Jos huomioidaan se vauhti, millä yhtiö on viimeisen kymmenen vuoden aikana laajentanut myymäläverkostoaan ja kansainvälistä liiketoimintaa, voi Marimekon skaalaetuihin tähtäävää kasvustrategiaa pitää järkevänä. Samaan aikaan yhtiön on kuitenkin pitänyt luoda kansainvälistä liiketoimintaa varten yhä suurempi organisaatio, jonka kustannukset ovat enemmänkin rasittaneet yhtiön kannattavuutta kuin tukeneet sitä.

Markkinointi ja jakelu

Marimekon strategian ytimessä ovat Marimekko-myymälät ja verkkokauppa. Myymälät ovat yhtiön tärkein markkinointikanava ja niiden tehtävä on tuoda Marimekon brändiä tunnetuksi kuluttajille. Marimekon jakeluverkosto koostuu omista Marimekko-myymälöistä, partneri-/jälleenmyyjäomisteisista Marimekko-myymälöistä ja shop-in-shopeista sekä muista jälleenmyyjistä, joihin kuuluu erikoisliikkeitä, tavarataloja ja e-tailereita.

Yhtiö panostaa yhä enemmän myös omaan verkkokauppaan. Verkkokaupan laajentaminen sekä parantaa tuotteiden saatavuutta että auttaa yhtiötä bränditunnettuuden rakentamisessa. Digitaalisten myyntikanavien merkitys tulee arviomme mukaan tulevaisuudessa kasvamaan merkittävästi nykyiseltä tasoltaan ja Marimekko onkin viimeisen parin vuoden aikana laajentanut verkkokauppaansa moniin uusiin maihin. Tätä kehitystyötä varten yhtiö palkkasi alkuvuonna 2016 uuden digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan tuomaan digitaalisuuden laajemmaksi osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Myymäläverkoston laajentamisen pääpaino on nykyään jälleenmyyjäomisteisten Marimekko-myymälöiden avaamisessa erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella. Yhtiö on ilmaissut vuoden 2017 tavoitteeksi avata noin 10-20 uutta Marimekko-myymälää bruttona (pääpaino shop-in-shopeissa). Jälleenmyyjäomisteisten myymälöiden avulla laajeneminen on yhtiön näkökulmasta järkevä kasvutyyli, sillä se ei vaadi merkittäviä pääomia ja yhtiö kykenee näin hyödyntämään paikallisen asiantuntemuksen Marimekko-liiketoiminnan pyörittämisessä, kuitenkin siten, että tämä tapahtuu Marimekon globaalin konseptin mukaisesti.

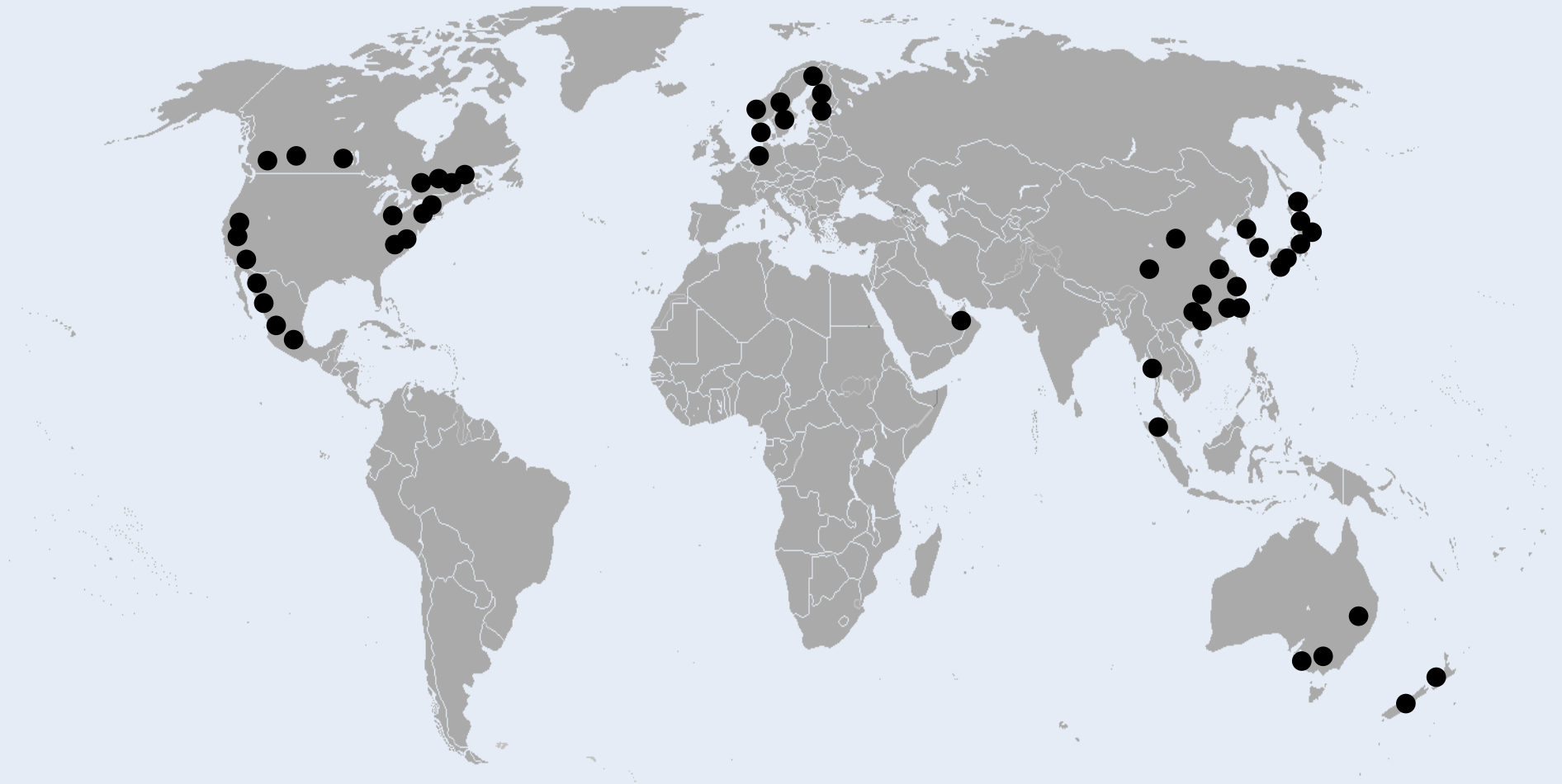
Marimekko-myymälöitä on avautunut viime vuosina tiuhaan tahtiin. Vuonna 2015 yhtiö avasi 18 uutta Marimekko-myymälää ja vuonna 2016 yhtiö avasi 14 uutta myymälää. Avatuista myymälöistä pääosa sijoittui Aasian-Tyynenmeren alueelle, mikä on yhtiölle tärkeä strateginen kasvualue. Vastapainona avatuille myymälöille näiden vuosien aikana sulkeutui yhteensä 16 myymälää. Vuoden 2016 lopussa Marimekolla oli yhteensä 55 omaa Marimekko-myymälää, joiden liikevaihto lasketaan yhtiön ilmoittamaan "vähittäismyyntiin". Yhtiön

vähittäismyynti tilikaudella 2016 oli 53,6 MEUR, joten nyrkkisääntönä voidaan todeta Marimekon yhden oman myymälän tuovan konsernille liikevaihtoa keskimäärin 1,0 MEUR vuodessa.

Tunnettuuden ja uskottavuuden kasvattamisen kannalta yhtiö pitää auki muutamia suuria lippulaivamyymälöitä valikoiduilla markkinoilla keskeisillä paikoilla esim. New Yorkissa. Kun yhtiö näyttäytyy suurissa kaupungeissa näyttävillä paikoilla, auttaa se luomaan liiketoimintaa erilaisten kumppaneiden kanssa, joille tällaiset asiat ovat tärkeitä. Arviomme mukaan lippulaivamyymälöitä voidaan pyörittää joskus tappiollisina, jos niissä nähdään markkinoinnillisesti "stand-alone" arvoa suurempi tarkoitus, mutta tavallisten myymälöiden tappiollisuutta ei katsota pitkään.

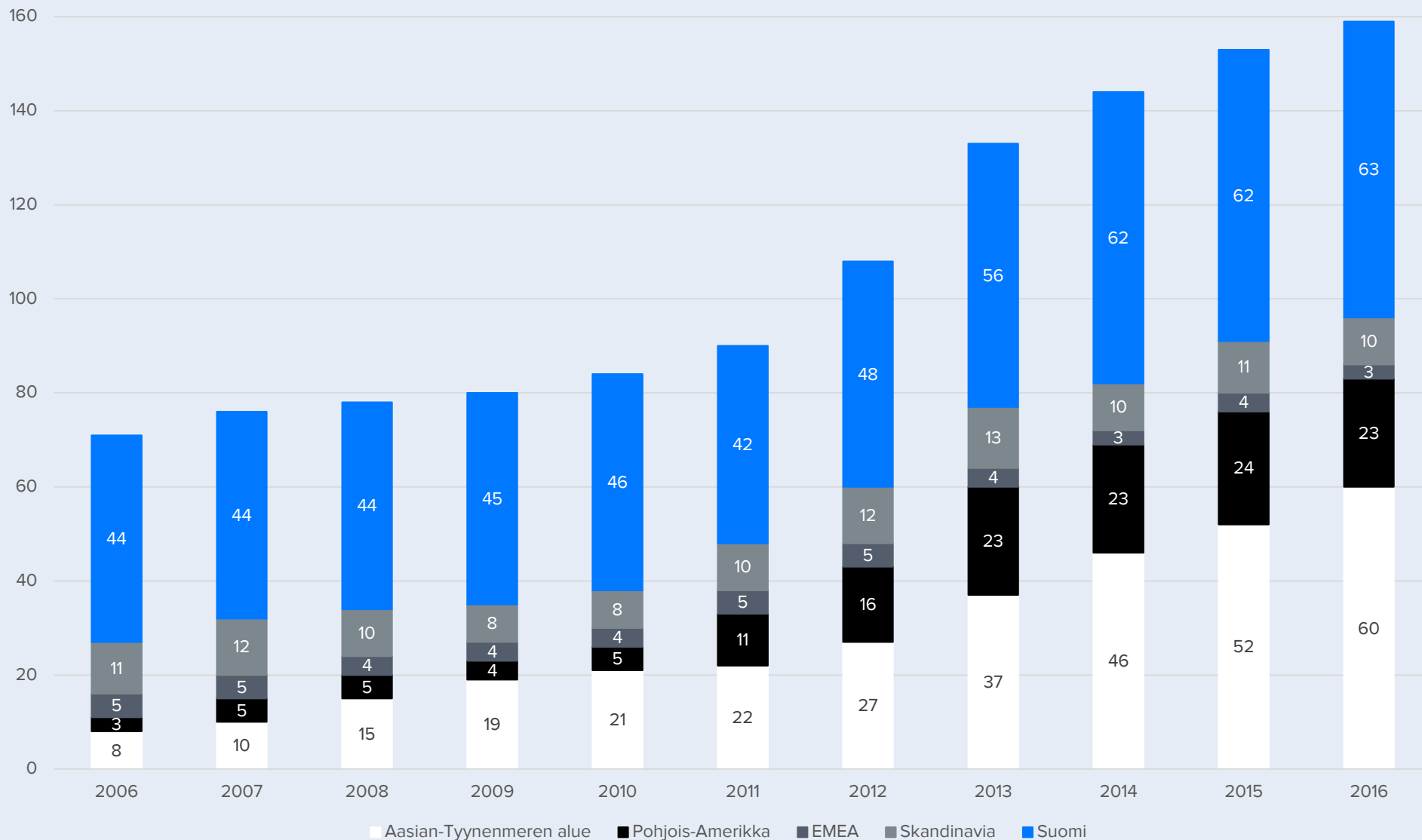
Myymälöissä luodun brändimielikuvan lisäksi Marimekko tekee myös paljon muuta markkinointia. Vuonna 2016 Marimekko käytti markkinointiin 4,4 MEUR eli 4 % liikevaihdosta. Nämä kulut liittyvät kaikkeen markkinoinnilliseen tekemiseen esim. kuvaamisiin, materiaalin tuotantoon, maksettuihin mainontaan esim. lehdissä tai muissa kanavissa, erilaisiin myymälöissä 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. Yhtiö on painottanut sitä, että jos haluaa olla vakavasti otettava tekijä muotialalla, tulee yhtiön mallistojen oltava esillä alan globaalisti tärkeimmissä tapahtumissa. Yhtiön tavoite on viedä brändin uudistumistyötä eteenpäin juurikin Muoti-segmentti edellä ja kun tämä osa-alue on kunnossa, sen jälkeen on helpompi lähteä leveroimaan muodin ympärille muita segmenttejä.

Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit*



* Kuva on havainnollistava

Marimekko-myymälät ja shop-in-shopit (kpl)



Historiallinen kehitys 1/2

Liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu 3,7 %

Marimekon liikevaihto kasvoi 4 % vuonna 2016 ja oli 99,6 MEUR (2015: 95,7 MEUR). Kasvu johtui pääosin vuosina 2015 ja 2016 avattujen myymälöiden tuomasta lisämyynnistä sekä Suomen outlet-myymlöiden ja verkkokaupan alennusvetoisen myynnin noususta. Tarkastelujaksolla 2004-2016 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on ollut 3,7 %. Kasvua ovat ajaneet yhtiön kansainvälinen laajentumisstrategia ja myymäläverkon kasvattaminen.

Marimekon tuotteita myydään noin 40 maassa. Myynti tulee laajalta maantieteelliseltä alueelta, tuotteet kattavat monta eri tuotekategoriaa eri myyntikanavassa 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 14,2 % (2012) ja heikoimmillaan se on laskenut 10,6 % (2009).

Myyntikate keskimäärin 62 % liikevaihdosta

Marimekon myyntikate vuonna 2016 oli 59,4 MEUR (2015: 60,4 MEUR) eli 59,6 % liikevaihdosta (2015: 63,2 %). Tarkastelujaksolla 2004-2016 myyntikate on ollut keskimäärin 62 % liikevaihdosta ja luku on vaihdellut välillä 59-67 %. Marimekko ei halua luokitella itseään luksus-segmenttiin, vaan yhtiö kokee toimivansa ”premium contemporary”-luokassa. Vertailuksi voidaan mainita eräiden tunnettujen muotitalojen myyntikatteita vuodelta 2016: Burberry 71 %, Prada 72 %, Salvatore Ferragamo 65 %, Hugo Boss 65 % ja Hermes 67 %.

Alempaan hintakategoriaan kuuluvan H&M:n myyntikate vuonna 2016 oli 57,7 % ja Zarasta tunnetun Inditexin myyntikate oli 58,3 %. Yhtiöt eivät ole täysin vertailukelpoisia Marimekon kanssa esimerkiksi kokoluokan, brändiposition, tuotekategorioiden, maantieteellisen sijoittautumisen ja myyntikanavien erilaisuuden kanssa, mutta vertailu antaa yleis kuvaa alalla toimivien yhtiöiden erilaisista myyntikatetasoista.

Marimekon myyntikate-% on vaihdellut vuosien varrella edellä mainittujen halvemman ja luksuskategorian välimaastossa. Myyntikatteen korkeahko taso kertoo siitä, että yhtiö kykenee brändinsä avulla pitämään tuotteiden myyntihinnan ja sitä kautta myyntikateprosentin korkealla tasolla ja silti kasvattamaan myyntiään. Marimekon euromääräinen myyntikate on vuosien 2012-2016 aikana pysynyt liikevaihdon kasvusta huolimatta lähes paikoillaan noin 60 MEUR:n tasolla, mikä on johtunut suhteellisen myyntikatteen laskusta 66 %:n tasolta noin 60 %:n tasolle.

Yhtiö on viime aikoina tuskailnut, että myynnin kasvu on painottunut kampanjoiden, outlet-myymlöiden ja verkkokaupan alennusvetoisen myynnin kasvuun, mikä on laskenut suhteellista myyntikattea. Kuluttajakäyttäytymisen muutokset, kansainvälisen kilpailun kiristyminen ja digitalisaation luomat uudet mahdollisuudet tehdä kauppaa vaikuttavat ostokäyttäytymiseen niin voimakkaasti, että ne tuovat haasteita pitää liikevaihtoa kasvussa tinkimättä suhteellisesta katetasosta. Marimekko ei suhtaudu kovin positiivisesti hintavetoisiin kampanjoihin, sillä ne haittaavat myyntikatteen lisäksi brändin mielikuvaa.

Liikevoiton lasku on saatu pysäytettyä

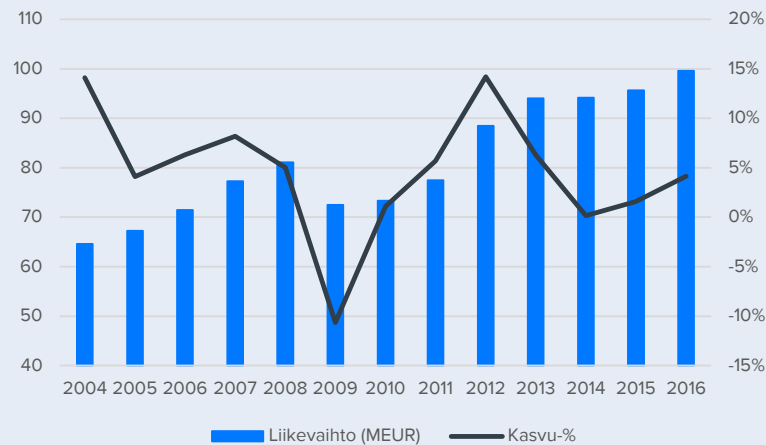
Marimekon liikevoitto vuonna 2016 oli 5,2 MEUR (2015: 1,5 MEUR) eli 5,2 % liikevaihdosta (2015: 1,6 %). Yhtiö teki vielä 2000-luvun alussa yli 10 MEUR:n liikevoittoa ja EBIT-marginaali oli selvästi yli 10 %. Alalla on toimijoita, jotka pääsivät viime vuonna selvästi korkeampiin liikevoittomarginaaleihin esim. Burberry 15,2 %, Prada 13,9 %, Salvatore Ferragamo 18,4 %, Hermes 33,1 %, H&M 12,4 % ja Inditex 17,6 %.

Vuoden 2005 jälkeen Marimekon EBIT-marginaali alkoi laskea ja finanssikriisin jälkeen vauhti kiihtyi jyrkästi lähelle nollaa. Heikoimmillaan liikevoitto kävi 0,1 MEUR:ssa vuonna 2013. Tämän jälkeen yhtiö on käynyt läpi uudelleenjärjestelyjä ja kustannussäästöjä ja saanut tätä kautta liikevoiton laskun pysäytettyä. Vuosien 2014 ja 2016 tuloksia pönkittivät myös kertaluonteiset kampanjat Suomessa ja kasvaneet lisenssituotot. Yhtiö on 2000-luvulla ulkoistanut tuotantoaan halvempiin maihin (mm. Taiwan, Portugali, Viro jne.) säilyttääkseen kustannuskilpailukykyänsä, ja samalla Suomen osuus valmistuksesta on pienentynyt. Tehokkaampi hankinta- ja valmistustoiminta vaikuttaa myyntikatteeseen positiivisesti, sillä tätä kautta myyntikate-% nousee, vaikka tuotteiden myyntihinnat pysyisivät paikoillaan, mikä vaikuttaa myös liikevoittoon positiivisesti.

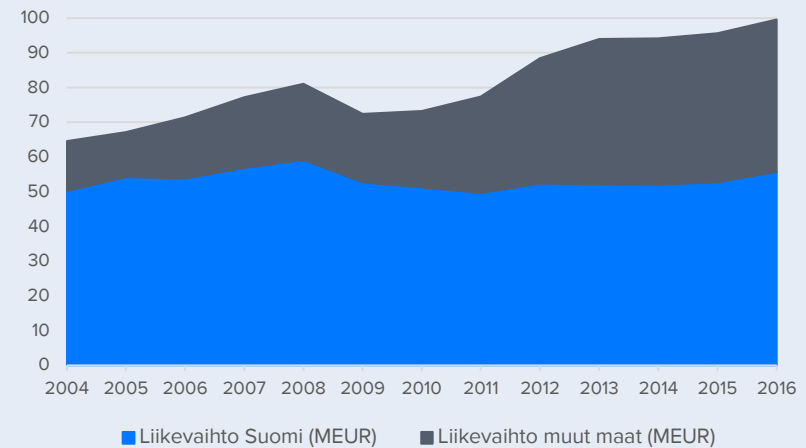
Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen Marimekko ei ole päässyt takaisin entisille liikevoittotasoilleen, mikä johtuu arviomme mukaan kansainvälistymispanostusten kasvusta, digitalisaation ja kansainvälisen kilpailun kiristymisestä vähittäiskaupan alalla, kuluttajien kasvaneesta hintasensitiivisyydestä ja tottumisesta alennusvetoisiin hintakampanjoihin.

Historiallinen kehitys

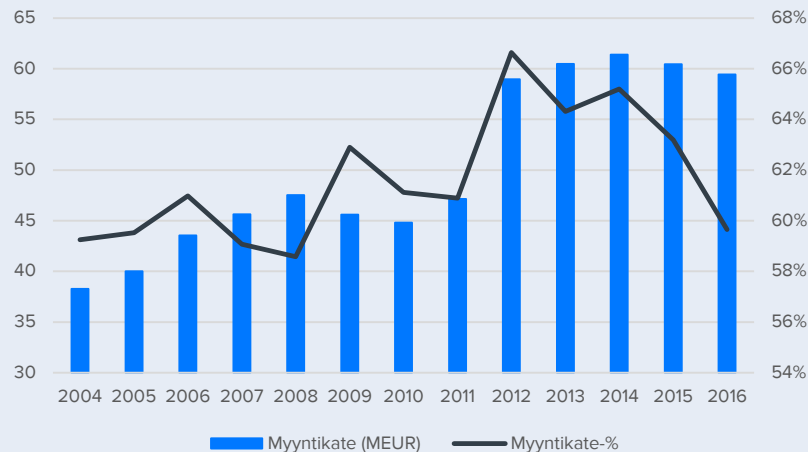
Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 3,7 % vuodessa



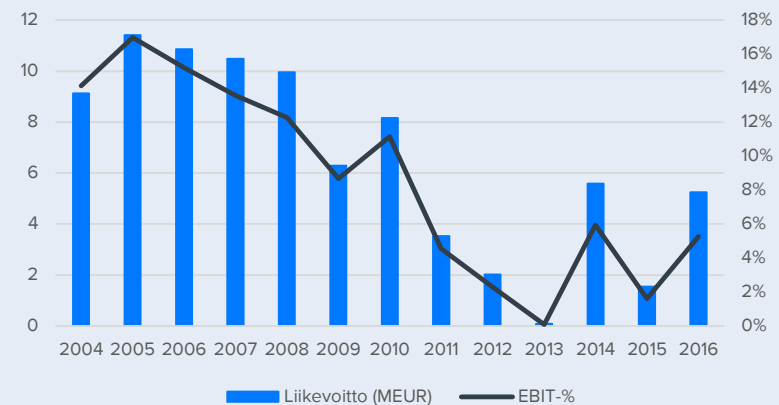
Liikevaihto Suomi vs. Muut maat



Myyntikate keskimäärin 62 % liikevaihdosta



Liikevoiton lasku on saatu pysäytettyä



Historiallinen kehitys 2/2

Kasvustrategia on paisuttanut kulurakennetta

Marimekon pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu yli 10 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen, mutta viime vuosina tämä taso on tuntunut hyvin haastavalta. Marimekon liikevaihto on pysynyt tarkastelujaksolla 2004-2016 aikana kasvussa ja myyntikate-% on pysynyt terveellä yli 60 %:n tasolla. Heikko tuloskehitys ei siis ole selitettävissä näiden tekijöiden heikkoudella, vaan syyt löytyvät tuloslaskelman alemmilta riveiltä: yhtiön turhan nopeasti kasvaneesta kiinteistä kulurakenteesta.

Marimekko on viime vuosien ajan toteuttanut aktiivista kansainvälistymisstrategiaa, joka on vaatinut suurempaa organisaatiota ja omien myymälöiden perustamista alueille, joissa yhtiö ei ole aiemmin toiminut. Tämä on kasvattanut konsernin kiinteitä kuluja selvästi liikevaihdon ja myyntikatteen kasvuvauhtia nopeammin. Viimeisen kymmenen vuoden aikana nähty tulokunnan heikentyminen on ollut siis enemmän kiinni kasvaneista henkilöstökuluista, liiketoiminnan muista kuluista ja poistoista kuin siitä, että yhtiön liikevaihto tai myyntikate olisivat liikkuneet väärään suuntaan. Viimeisen kymmenen vuoden aikana Marimekon liikevaihto Suomessa on pysynyt paikoillaan ja samaan aikaan liikevaihto ulkomailla on noin kolminkertaistunut. Kansainvälistymisstrategia on pitänyt yhtiötä kasvussa, mutta kasvua on näillä perusteilla hankittu liian kovalla hinnalla.

Eniten tarkastelujaksolla 2004-2016 kasvanut kuluerä on *työsuhdekulut*. Kun vielä vuonna 2004 nämä olivat 21,1 % liikevaihdosta (13,6 MEUR), oli luku noussut vuonna 2016 jo 25,8 %:iin liikevaihdosta (25,7 MEUR). Henkilöstön

määrä on kasvanut tänä aikana 66 henkilöllä (2004: 375 vs. 2016: 441) ja henkilöstökulut ovat samaan aikaan kasvaneet 88 %.

Toinen nopeasti kasvanut kuluerä on *liiketoiminnan muut kulut*. Näihin kuuluvat mm. hallinnon kulut, vuokrat, markkinointi, liiketilojen hoito ja ylläpito. Kun vielä vuonna 2004 näiden kulujen osuus liikevaihdosta oli 23,9 % (15,4 MEUR) oli taso noussut 27,8 %:iin vuonna 2016 (27,7 MEUR). Liiketoiminnan muut kulut ovat kasvaneet 80 % sinä aikana, kun liikevaihto on noussut vain 54 %.

Myös poistot ja arvonalentumiset ovat kasvaneet tarkastelujaksolla merkittävästi, mutta euromääräisesti verrattain pienen koon takia nämä eivät ole niin tärkeässä roolissa kuin kaksi edellä mainittua kuluryhmää.

Investointitason nosto on näkynyt poistoissa

Pääasiassa myymälöiden rakentamiseen/kalustamiseen, Herttoniemen kiinteään omaisuuteen sekä IT-järjestelmiin keskittyneet investoinnit ovat kasvattaneet konsernin poistotasoa huomattavasti 2010-luvulla. Euromääräiset poistot ovat nelinkertaistuneet vuoden 2004 tasolta (0,9 MEUR) vuoden 2016 tasolle (4,1 MEUR). Vuoden 2004 poistot olivat 1,4 % liikevaihdosta, kun vuonna 2016 taso oli noussut jo 4,1 %:iin. Tämä johtuu etenkin vuosien 2011 ja 2012 poikkeuksellisen suurista investoinneista, jotka olivat 9,2 MEUR ja 7,6 MEUR.

Vuoden 2011 investointitasoa nostivat Herttoniemen painokoneinvestointi ja siihen liittyvät tilojen muutostyöt, verkkokauppanhanke, uusien myymälätilojen rakentaminen, ja kalustehankinnat sekä tietojärjestelmien

hankinnat ja kehittäminen. Vuoden 2012 investointitasoa nostivat uusien myymälöiden rakentaminen ja Herttoniemen kiinteistön kunnostaminen. Yhtiölle ”normaali” vuotuinen korvaus- ja kasvuinvestointien taso on arviomme mukaan selvästi alempana noin 2-3 MEUR:ssa, joten pidämme vuosien 2011 ja 2012 investointeja poikkeuksellisen suurina.

Osinkoa jaettu keskimäärin 82 % tuloksesta

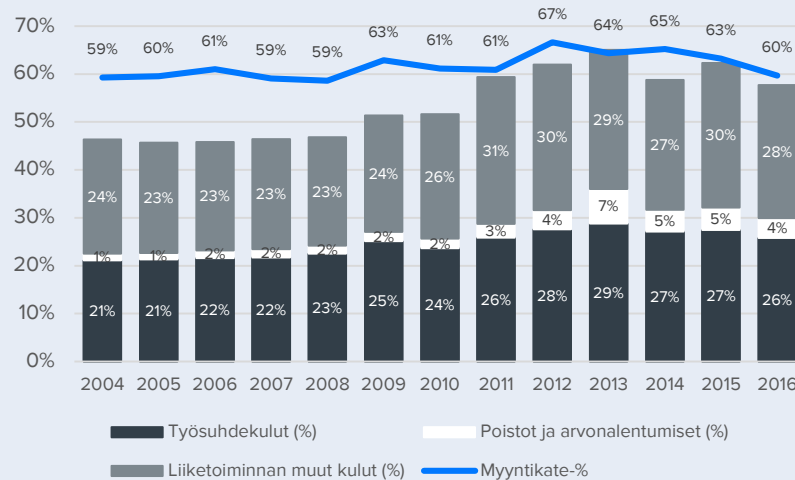
Marimekko teki vuonna 2016 osakekohtaista tulosta 0,50 euroa (2015: 0,10 euroa), josta yhtiö jakoi ulos osinkoina 0,40 euroa (2015: 0,35 euroa). Tarkastelujaksolla 2004-2016 aikana Marimekko on tehnyt osakekohtaista tulosta yhteensä 7,51 euroa ja jakanut siitä osinkoina ulos 6,15 euroa. Tämä tarkoittaa 82 %:n osingonjakosuhdetta pitkällä aikavälillä.

Yhtiön tulokunto heikkeni nopeasti vuosien 2007-2009 välillä tapahtuneen finanssikriisin jälkeen ja varsinkin 2010-luvun aikana yhtiö on jakanut selvästi enemmän osinkoa ulos kuin mitä osakekohtaisen tuloksen perusteella olisi ollut varaa. Vahva tase ja hyvällä tasolla pysynyt rahavirta ovat mahdollistaneet viime vuosina yli 100 %:n osingonjakosuhteen, mutta pidemmässä juoksussa tämän taseeseen osinkoon ei yhtiöllä ole varaa ellei kannattavuus parane viime vuosina nähdyiltä tasoilta.

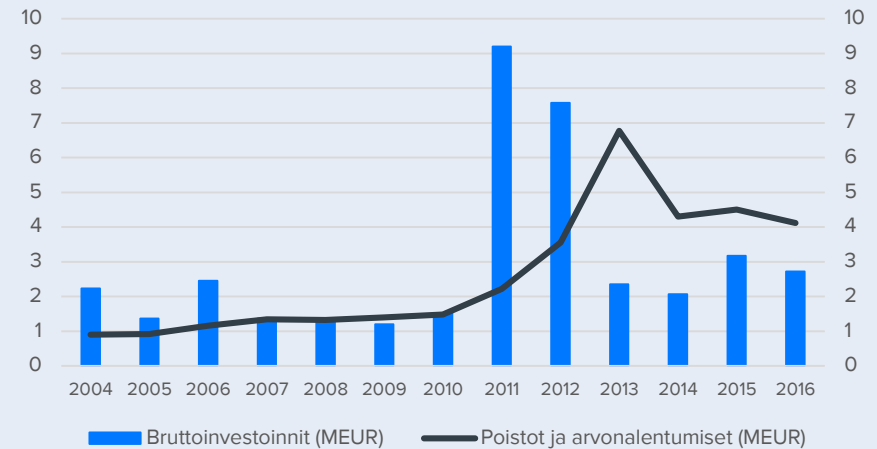
Vuoden 2016 omavaraisuusaste oli 58,5 % (2015: 59,0 %) ja nettovelkaantumisaste (gearing) oli 8,8 % (2015: 11,3 %). Vuoden 2010 jälkeen taseen avainlukuissa on tapahtunut trendinomaista liikettä heikompaan suuntaan, mikä on johtunut heikosta tulokunnosta ja avokäisestä osingonjaosta.

Historiallinen kehitys

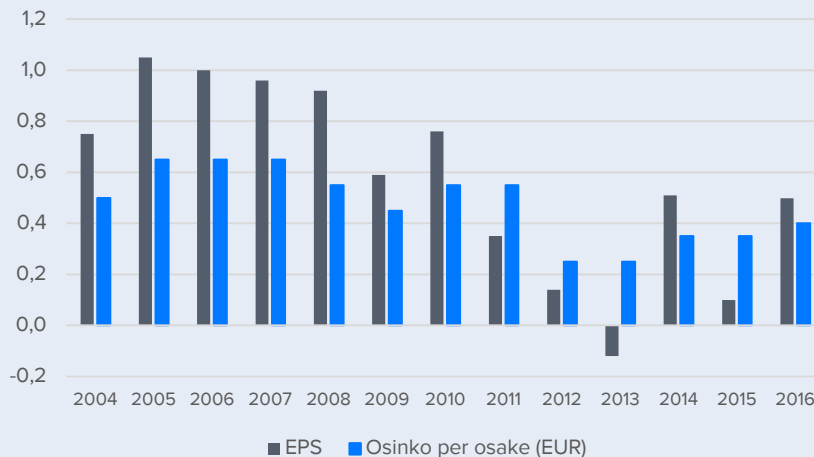
Kulurakenne



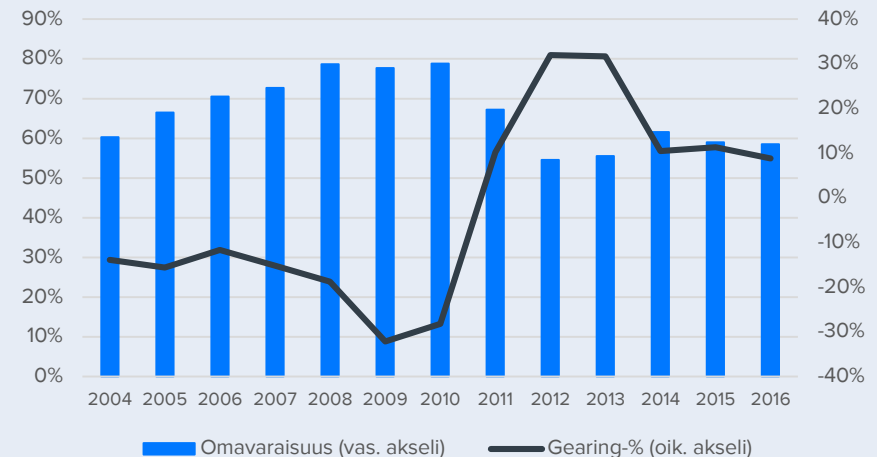
Investoinnit ja poistot



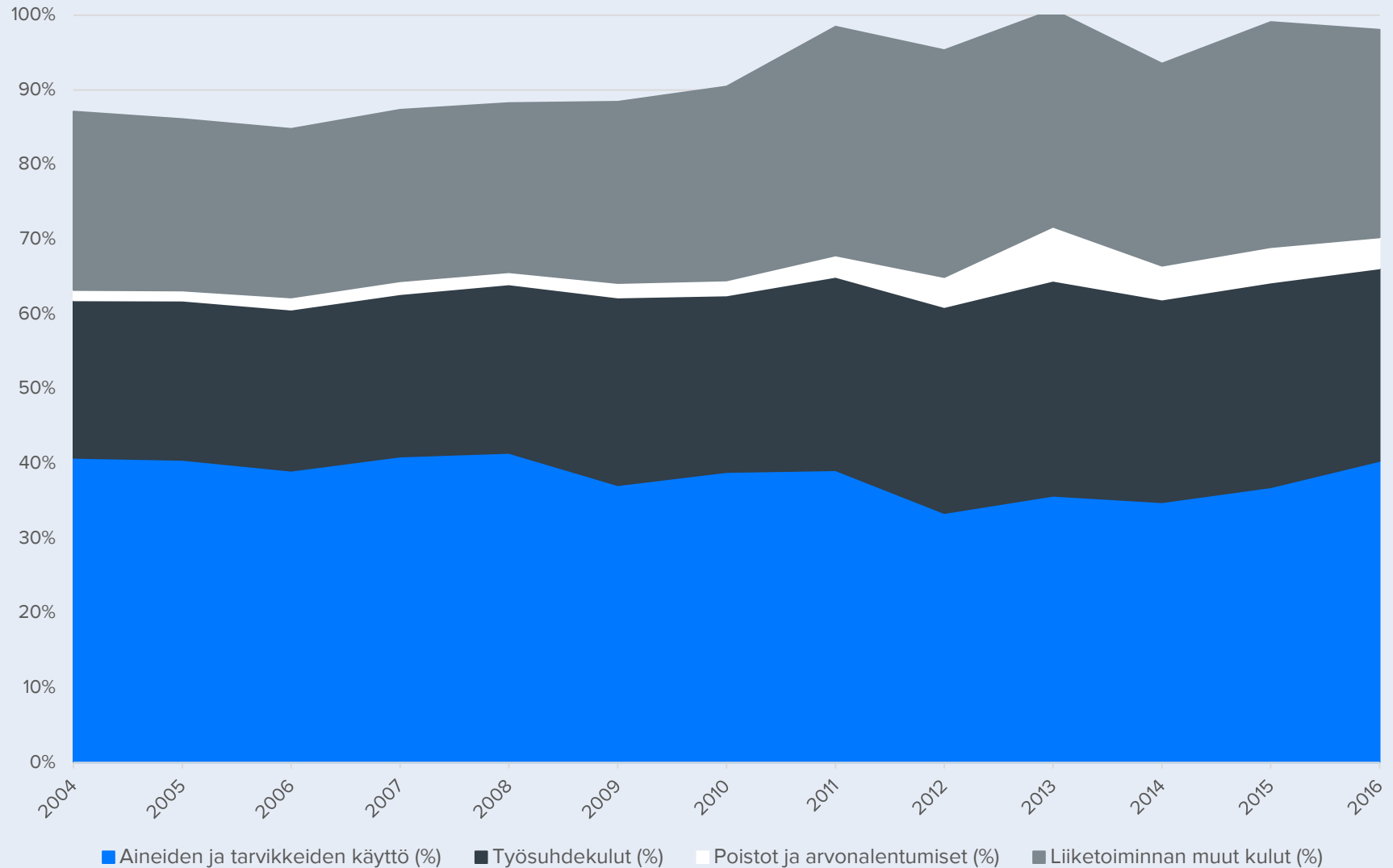
Osakekohtainen tulos ja osinko



Omavaraisuusaste ja gearing-%



Kulurakenteen kehittyminen (% liikevaihdosta)



Toimintaympäristö ja kilpailutilanne 1/3

Suomi on edelleen yhtiön tärkein markkina

Marimekko toimii erittäin kilpaillulla globaalilla kuluttajamarkkinalla. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden aikana isoja kansainvälistymisponnistuksia etenkin Aasian-Tyynenmeren ja Pohjois-Amerikan alueella ja pyrkinyt vähentämään sitä kautta Suomi-riippuvuuttaan. Suomi on kuitenkin edelleen Marimekon tärkein markkina-alue ja yhtiön liiketoimintänäkymät ovat hyvin pitkälti sidottuna Suomen talouden, suomalaisen kuluttajan ja vähittäiskaupan kehitykseen.

Suomi toi 56 % konsernin liikevaihdesta vuonna 2016 eli 55,8 MEUR. Marimekko on kommentoinut viimeisen vuoden aikana jatkuvasti, että Suomen vähittäiskaupan yleisessä markkinatilanteessa on vihdoin nähtävissä piristymisen merkkejä ja kauppa on kääntynyt nousuun useamman heikon vuoden jälkeen. Kehityksen arvioidaan kuitenkin olevan maltillista ja etenkin Suomessa kuluttajien ostokäyttäytymisen hintaherkkyys on lisääntynyt viime vuosina.

Kuluttajaluottamus erittäin vahvalla tasolla

Tilastokeskuksen elokuussa 2017 julkaistun kuluttajabarometrin mukaan suomalaisten kuluttajien odotukset Suomen taloudesta ja työttömyydestä säilyivät hyvin optimistisina. Kuluttajien luottamusindikaattori oli elokuussa 23,5, kun viime vuoden elokuussa luottamusindikaattori sai arvon 15,7 ja pitkän aikavälin keskiarvo on 12,1. Kuluttajien luottamusindikaattori on nyt korkeimmalla tasollaan koko 2000-luvulla ja Marimekko tulee arviomme mukaan saamaan pitkästä ajasta vetoapua kotimaisen kuluttajan optimismista.

Lifestyle-tuoteportfolio kattaa monta toimialaa

Marimekko on virallisesti tekstiili- ja vaatetusalan yritys, mutta yhtiön Lifestyle-konseptin mukainen tuoteportfolio kattaa myös kodin sisustustuotteet. Näiden toimialojen kasvulukuja tarkastelemalla saa hyvän kuvan siitä, minkälaisessa toimintaympäristössä Marimekko tällä hetkellä toimii. Tilastokeskus erittelee kaupan liikevaihtokuvaajan sisällä sekä Suomessa myytävien vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupan myyntilukuja että huonekalujen, sisustustuotteiden ja taloustavaroiden vähittäiskaupan myyntilukuja. Viimeisten vuosien kehitys Suomen vähittäiskaupassa, ja etenkin vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupassa, ei ole ollut valoisaa. Vuodesta 2011 alkaen keskimääräinen vuosimuutos sekä liikevaihdon että volyymin osalta on ollut negatiivista. Tilastokeskuksen mukaan vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupassa sekä liikevaihto että volyymin indeksi olivat Q1'17 aikana noin 2 %:n kasvussa, mutta molempien mittareiden osalta luvut kääntyivät taas 2-3 %:n laskuun Q2'17 aikana.

Muodin, laukkujen ja asusteiden lisäksi Marimekon tuoteportfolioon kuuluu myös kodintuotteita. Kodintuotteet ovat vuoden 2016 liikevaihdon mukaan yhtiön suurin yksittäinen tuotekategoria (38 % liikevaihdesta) ja se sisältää kankaita, sisustus-, keittiö-, makuu- ja kylpyhuonetuotteita. Tilastokeskus julkaisee kaupan liikevaihtokuvaajan sisällä tilastoa ryhmästä, joka sisältää huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden vähittäiskaupan myyntilukuja Suomessa. Tämä markkina on ollut Suomessa viime vuosina myös haastava, mutta ei aivan yhtä heikossa tilanteessa kuin edellä mainittu vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa.

Kun katsotaan Marimekon liikevaihdon kehittymistä Suomessa tältä samalta ajalta, voidaan todeta, että yhtiö on kärsinyt huomattavasti heikosta taloustilanteesta ja vähittäiskaupan heikoista kasvuluvuista.

Marimekon liikevaihto Suomessa vuonna 2004 oli 50,2 MEUR ja vuonna 2016 se oli 55,8 MEUR. Koko tarkastelujakson 2004-2016 aikana Marimekko on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan Suomessa vain 11 %, mistä kuitenkin aivan kokonaan ei voida syyttää pelkkää heikkoa talouskehitystä. Tarkastelujakson aikana Marimekon myymälöiden ja shop-in-shopien määrä Suomessa on kasvanut noin kahdellakymmenellä kappaleella, mikä ei kuitenkaan ole konvertoitunut liikevaihdon kasvuksi.

Kasvua on lähdetty hakemaan ulkomailta

Suomen heikkojen talousnäkökymien takia Marimekon kasvustrategia nojaa nykyään vahvasti ulkomaanmarkkinoille, erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueeseen. Toinen tärkeä markkina-alue kotimaan ulkopuolella on Pohjois-Amerikka. Siellä yhtiön taival ei kuitenkaan ole sujunut yhtä hyvin kuin Aasian-Tyynenmeren alueella, joten yhtiö mieluummin hakee kasvua sieltä, missä brändillä on valmiiksi hyvä tunnettuus tai luontaista kysyntää.

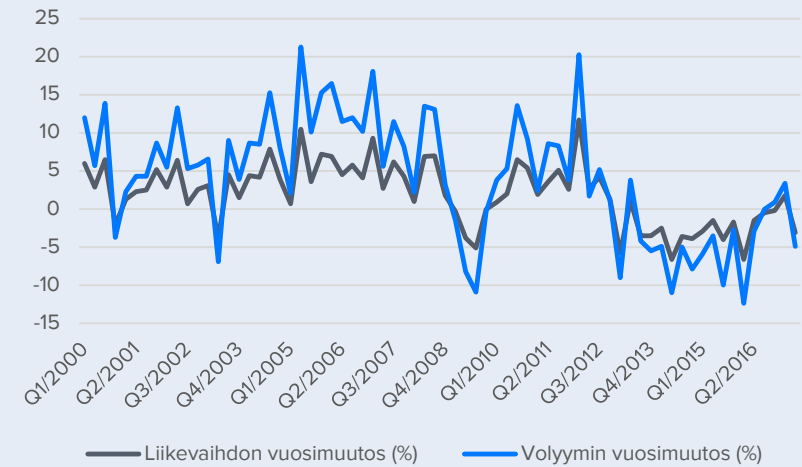
Päämarkkina-alueella Suomessa liikevaihto on edelleen kymmenen vuoden takaisella tasolla ja kasvu on muuttunut heikon taloustilanteen ja kansainvälisen kilpailun ja verkkokaupan suosion nousun takia yhä vaikeammaksi.

Toimintaympäristö

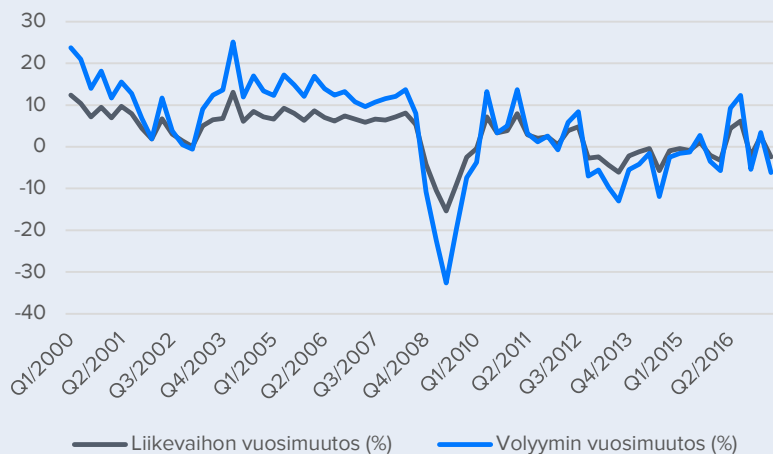
Kuluttajien luottamusindikaattori (Suomi)*



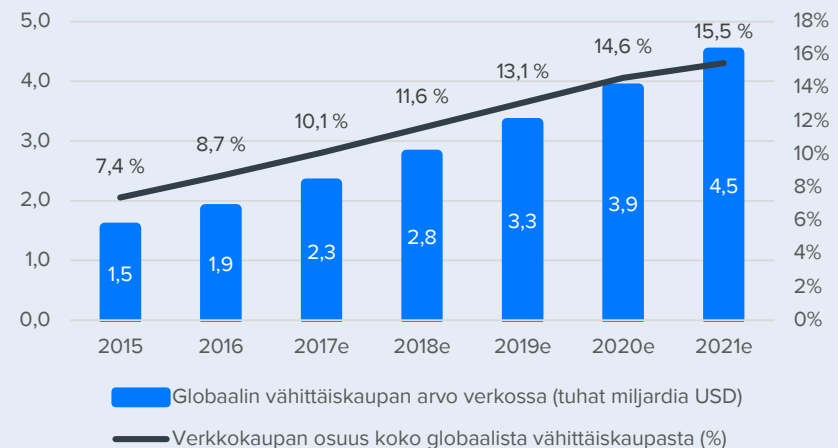
Vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa (Suomi)*



Huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden vähittäiskauppa (Suomi)*



Globaalin verkkokaupan osuus koko vähittäiskaupasta**



Toimintaympäristö ja kilpailutilanne 2/3

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 valmista luontaista kysyntää, vaan sen hankkimiseksi pitää tehdä enemmän töitä.

Aasian-Tyynenmeren alue tärkein kasvumarkkina

Marimekko hakee kansainvälistymisstrategiansa mukaisesti kasvua pääasiassa Aasian-Tyynenmeren alueelta, joka toi 19 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2016 (18,8 MEUR). Alueen suurin markkina Marimekon näkökulmasta on Japani, mutta Kiinan talouden vahvat kasvulukemat heijastuvat merkittävästi Marimekon muihin alueen toimintamaihin. Alueen vahvojen talousnäkymien ei pidä olettaa automaattisesti ajavan Marimekon tuotteiden kysyntää, vaan yhtiö pitää tehdä alueella pitkäjänteisestä myynti- ja markkinointityötä luodakseen brändille uutta kysyntää.

Yhtiö kohtaa nyt ennennäkemätöntä kilpailupainetta

Vähittäiskaupan digitalisoituminen, kansainvälisen kilpailun kiristyminen ja Marimekon voimakkaat kasvupanostukset ovat viime vuosina tuoneet haasteita yhtiön kannattavuudelle. Marimekon päämarkkinalle Suomeen on jalkautunut 2000-luvulla jatkuvasti uusia muotialan toimijoita, joiden kanssa paikalliset yhtiöt eivät ole aiemmin joutuneet kilpailemaan. Muotialalla trendit ja mallistot uudistuvat myös nyt nopeammin kuin koskaan,

mikä vaatii yhtiöiltä aivan uudenlaista ketteryyttä.

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 nyt ennennäkemättömän kovaa kilpailua. Brändin ja mallistojen houkuttelevuus, myymälöiden keskeinen sijainti, aukioloajat, hyvä asiakaspalvelu sekä toiminnan tehokkuus ovat menestykseen vaikuttavia tekijöitä sekä online- että offline -ostokokemuksessa.

Haastava markkinatilanne on johtanut tulosvaroituksiin ja yt-neuvotteluihin

Marimekko on joutunut varoittamaan ohjeistusta heikommasta tuloksetuksesta vuosina 2012 ja 2014. Alkuvuonna 2016 pidettyjen yt-neuvottelujen lisäksi yhtiö on pitänyt yt-neuvottelut myös vuosina 2011, 2013 ja 2014. Nämä tapahtumat heijastelevat sitä yllättävää voimaa, jolla haastava taloustilanne ja kilpailun lisääntyminen kuluttajamarkkinoilla ovat iskeneet Marimekon liiketoimintaan.

Viime vuosien tulosvaroitukset ja yt-neuvottelut ovat johtuneet arviomme mukaan markkinatilanteen ja kilpailun kiristymisestä yhtiön ennakoimaa tasoa nopeammin ja siitä, että kustannuskilpailukyky Suomessa ja kansainvälisen laajentumisen vaatimassa organisaation kasvattamisessa on jäänyt jälkeen siltä tasolta, mitä markkinoilla nykyään tällä alalla

vaaditaan. Kilpailukykyyn asteittainen heikentyminen on johtunut pääosin Marimekon viime vuosina paisuneesta kiinteästä kulurakenteesta, minkä keventämisessä yhtiö onnistui tekemään vakuuttavaa työtä vuoden 2016 alussa käytyjen yt-neuvottelujen ja toiminnan uudelleenjärjestelyn ansiosta.

Yhtiön tuoreimmat yt-neuvottelut päättyivät maaliskuussa 2016. Neuvottelut koskivat Marimekon kaikkia toimintoja Suomessa lukuun ottamatta vähittäismyymälöiden henkilöstöä. Toteutettavilla toimenpiteillä ja organisaatiomuutoksilla yhtiö pyrki vahvistamaan kilpailukykyään ja kannattavuutta sekä varmistamaan kansainväliselle yritykselle tarkoituksenmukaiset ja kustannustehokkaat prosessit ja toimintatavat. Vuotuinen säästötavoite uudelleenjärjestelyistä oli noin 2,1 MEUR, mikä alkoi näkyä yhtiön tuloksessa Q2'16 alkaen. Toimenpiteet purivat yllättävän nopeasti ja tulokunto nousi selvästi vuoden 2016 aikana. Säästö tuli yhtiölle tarpeeseen, sillä tulokunto oli edellisinä vuosina päässyt laskemaan erittäin heikolle tasolle.

Digitaalisuus muuttaa vähittäiskauppaa

Vuonna 2016 globaalin vähittäiskaupan arvosta noin 9 % (eli 1900 miljardia dollaria) tuli erilaisten verkkokauppojen kautta (Lähde: Statista, Retail e-commerce Sales Worldwide). Vuoteen 2021 mennessä verkkokaupan kautta tapahtuvan vähittäiskaupan arvon odotetaan yli kaksinkertaistuvan 4500 miljardiin dollariin ja sen osuuden koko vähittäiskaupasta odotetaan nousevan yli 15 %:iin. Digitaaliset kanavat tulevat muuttamaan vähittäiskauppaa rajusti tulevaisuudessa ja ne lisäävät kilpailua ja läpinäkyvää hinnoittelua eri toimijoiden välillä.

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne 3/3

Marimekko tulee jatkossakin panostamaan voimakkaasti myymäläverkoston kehittämiseen, mutta digitaalisen ja perinteisen kaupan raja tulee 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 kilpailu tulee myös lisääntymään vähittäiskaupan digitalisoituessa edelleen.

Marimekko on todennut alkavansa panostaa tähän osa-alueeseen entistä vahvemmin ja yhtiö tiedotti keväällä 2016 palkanneensa uuden digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan (Chief Digital Officer), joka vastaa yhtiön digitaalisesta liiketoiminnasta mukaan lukien verkkokauppa sekä digitaalisuuden tuomisesta laajemmaksi osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Marimekolla on paljon kurottavaa verrokkiryhmän kannattavuuteen nähden

Marimekko on viimeisen viiden vuoden ajan onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan noin 5 % per vuosi (CAGR). Kasvu on tullut pääasiassa uusien myymälöiden perustamisesta erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella ja Pohjois-Amerikassa. Käyttämämme pääosin kansainvälisistä muotitaloista koostuva verrokkiryhmä on kasvanut samaan aikaan noin 8 %:n vuosivauhtia, joten Marimekko on jäänyt kasvussa hieman ryhmästä jälkeen. Suuren osa tästä verrokkiryhmää heikommasta kasvuvauhdista selittää Marimekon suuri Suomi-riippuvuus, sillä liikevaihdon kasvattaminen kotimarkkinoiden heikossa ympäristössä on ollut erittäin haastavaa.

Marimekon myyntikate on pysynyt selvästi verrokkiryhmää korkeammalla tasolla (Marimekko 64 % vs. verrokkiryhmä 60 %). Tätä lukua katsoessa pitää muistaa, että katteet omassa vähittäiskaupassa on täysin eri tasolla kuin tukkukaupassa, joten yhtiöiden erilaiset painotukset tukku- ja vähittäiskaupan välillä vaikuttavat vertailukelpoisuuteen.

Sijoittajille tärkeät kannattavuusluvut eli käyttökate (EBITDA-%) ja oman pääoman tuotto (ROE-%) ovat olleet Marimekolla viime vuosina laskevassa trendissä ja ne ovat jääneet aivan kansainvälisen verrokkiryhmän alimpaan kastiin. Marimekon viiden viime vuoden EBITDA-marginaalin keskiarvo on ollut 9 %, kun kansainvälisen verrokkiryhmän mediaani on ollut selvästi korkeampi 21 %. Myös oman pääoman tuotto (ROE-%) on Marimekolla jäänyt hyvin matalalle tasolle 7 %:iin, kun verrokkiryhmän mediaani on ollut kiitettävä 19 %.

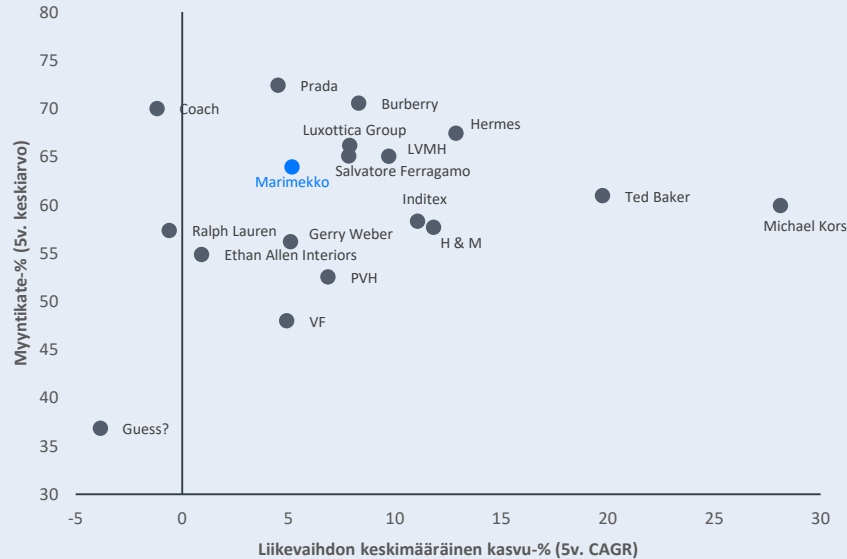
Pitkän aikavälin tarkastelussa huomataan, että Marimekko on jo alun perin lähtenyt kannattavuuslukuissaan alemmalta tasolta kuin verrokkiryhmän yhtiöt, mutta finanssikriisin jälkeen erot yhtiöiden välillä ovat kasvaneet edelleen ja Marimekko on selvästi kärsinyt vallitsevasta haastavasta markkinatilanteesta enemmän kuin alan yhtiöt keskimäärin. Marimekon kansainvälistyminen on vaatinut suuria panostuksia etenkin vuosien 2011-2012 aikana, mikä on vaikeuttanut hyvän kannattavuustason ylläpitämistä näinä vuosina.

Verrokkiryhmän käyttökate- ja tuotto- (EBITDA-%) tarkastelussa huomataan, että keskimäärin yhtiöt ovat päässeet vuonna 2009 tapahtuneen pudotuksen jälkeen takaisin lähelle 20 %:n

käyttökate- ja tuotto- tasoa, mikä oli näille yhtiöille suunnilleen kriisiä edeltävä taso. Aivan viime vuosina keskimääräinen käyttökate- ja tuotto- marginaali verrokkiryhmällä on laskenut hieman 20 %:n alapuolelle ja vuonna 2016 se oli noin 18 %. Samalla ajanjaksolla Marimekon EBITDA-marginaali on laskenut vuoden 2007 tasolta (15 %) noin 10 %:n tasolle vuonna 2016, mikä kuvaa sitä, että yhtiö on selvästi menettänyt suhteellista kilpailukykyään verrokkiryhmään nähden.

Marimekko vs. verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän kasvu-% ja myyntikate-%



Yhtiö	Liikevaihdon kasvu-% 5v. (CAGR)	Myyntikate-% (5v. ka.)
Marimekko Oyj	5,2	63,9
Luxottica Group SpA	7,9	66,2
PVH Corp	6,8	52,5
VF Corp	4,9	48,0
Christian Dior SE	9,9	N/A
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	9,7	65,0
Ethan Allen Interiors Inc	0,9	54,9
H & M Hennes & Mauritz AB	11,8	57,7
Gerry Weber International AG	5,1	56,2
Hugo Boss AG	N/A	65,0
Hermes International SCA	12,9	67,4
Guess? Inc	-3,8	36,8
Salvatore Ferragamo SpA	7,8	65,1
Ralph Lauren Corp	-0,6	57,3
Ted Baker PLC	19,8	60,9
Industria de Diseno Textil SA	11,1	58,3
Burberry Group PLC	8,3	70,6
Prada SpA	4,5	72,4
Michael Kors Holdings Ltd	28,1	59,9
Coach Inc	-1,2	70,0
Keskiarvo	7,8	60,4
Mediaani	7,8	60,9

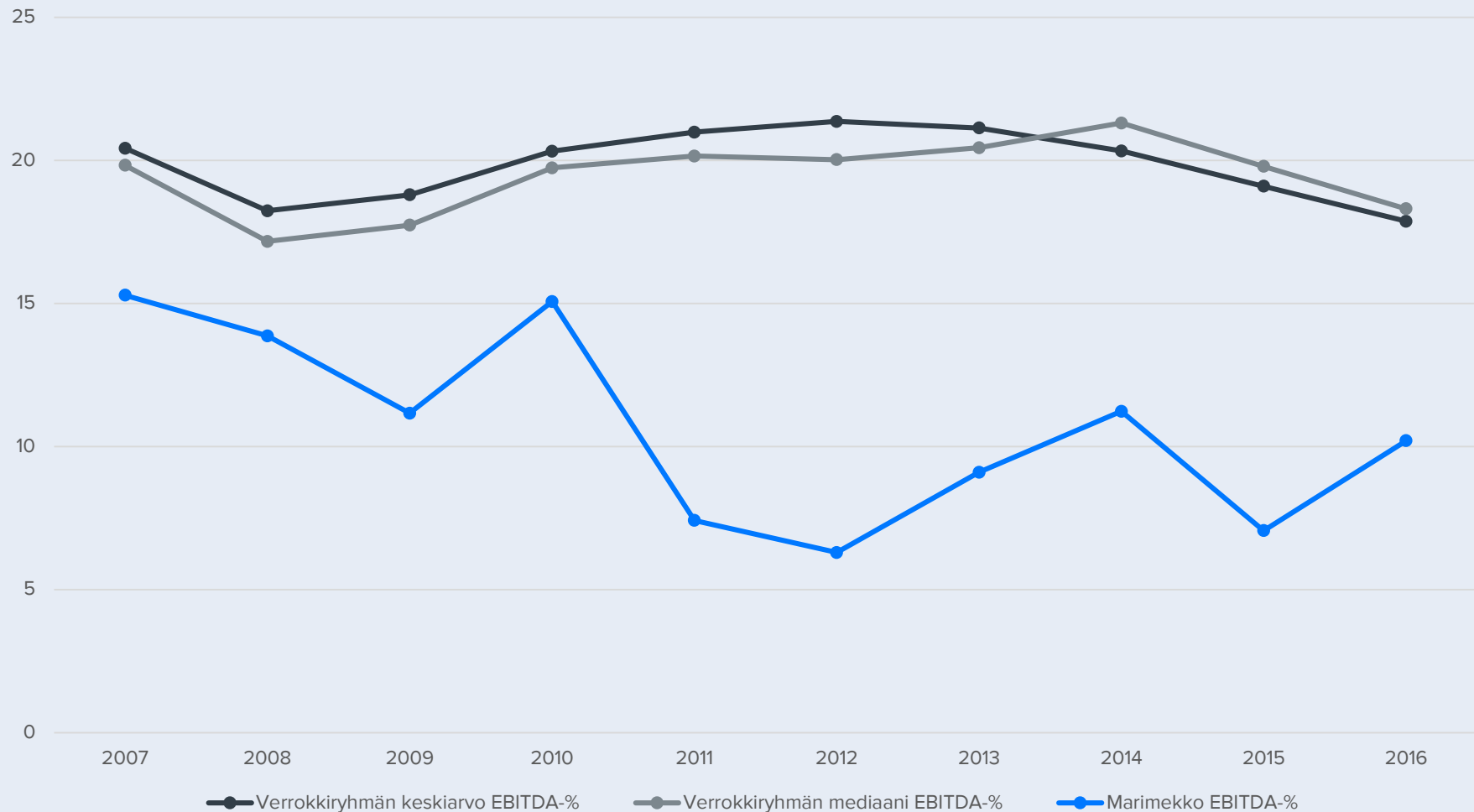
Verrokkiryhmän EBITDA-% ja ROE-%



Yhtiö	EBITDA-% (5v. ka.)	ROE-% (4v. ka.)
Marimekko Oyj	8,8	7,2
Luxottica Group SpA	20,5	14,6
PVH Corp	12,4	9,6
VF Corp	16,4	22,7
Christian Dior SE	N/A	16,9
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	24,0	17,0
Ethan Allen Interiors Inc	11,6	11,6
H & M Hennes & Mauritz AB	19,1	37,3
Gerry Weber International AG	13,5	11,7
Hugo Boss AG	21,5	37,3
Hermes International SCA	36,1	28,0
Guess? Inc	10,1	8,1
Salvatore Ferragamo SpA	21,8	37,7
Ralph Lauren Corp	16,6	11,3
Ted Baker PLC	16,4	27,1
Industria de Diseno Textil SA	22,8	26,2
Burberry Group PLC	23,7	23,6
Prada SpA	26,8	15,2
Michael Kors Holdings Ltd	29,6	40,1
Coach Inc	25,4	21,8
Keskiarvo	19,9	21,2
Mediaani	20,5	19,4

Marimekko vs. verrokkiryhmä

Marimekon ja verrokkiryhmän EBITDA-%:n kehitys 2007-2016



Tavoitteet ja strategia 1/3

Visio ja missio

Marimekon visio on olla maailman arvostetuin kuviosuunnittelija ja yksi kiehtovimmista designbrändeistä. Marimekon missio on rohkaista ihmisiä olemaan onnellisia omana itsenään sekä tuoda iloa heidän arkeensa kuvioin ja värein.

Yhtiö määrittelee pääasiakasryhmäkseen ns. ”Marimekko-naisen”, joka on itsevarma moderni nainen, joka kulkee omaa polkuaan, omana itsenään eikä teeskentele. Hän suhtautuu elämään positiivisesti ja nauttii siitä, että voi tehdä arjen hetkistä merkityksellisiä.

Taloudelliset tavoitteet

Marimekon hallitus on määritellyt yhtiölle pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet, jotka ovat seuraavat:

Kannattavan kasvun turvaaminen

- Liikevaihdon vuosittainen kasvu yli 10 %
- Liikevoittomarginaali 10 %
- Oman pääoman tuotto (ROE) yli 15 %
- Omavaraisuusaste 50 %

Vakaa osinkopolitiikka

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

Vuoden 2016 toteutuneet luvut jäivät liikevaihdon kasvun, liikevoittomarginaalin ja oman pääoman tuoton osalta yhtiön tavoitteiden

alapuolelle. Omavaraisuuden ja osinkopolitiikan osalta taloudelliset tavoitteet täyttyivät. Toteutuneet luvut vuodelta 2016 olivat seuraavat:

Kannattavan kasvun turvaaminen

- Liikevaihdon kasvu 4 %
- Liikevoittomarginaali 5,3 %
- Oman pääoman tuotto (ROE) 14,5 %
- Omavaraisuusaste 58,5 %

Vakaa osinkopolitiikka

- Osinko 0,40 euroa/osake (80 % tuloksesta)

Suoritus ei ole yltänyt tavoitteisiin

Historiallisiin lukuihin (ja meidän lähivuosien ennusteisiin) nähden Marimekon taloudelliset tavoitteet vaikuttavat erittäin haastavilta, mikä saa meidät kyseenalaistamaan niiden ajantasaisuuden. Varsinkin liikevaihdon kasvun osalta Marimekon yli 10 %:n kasvutavoite vaikuttaa todella optimistiselta. Tarkastelujaksolla 2004-2016 Marimekon liikevaihto on kasvanut keskimäärin 3,7 % vuodessa (CAGR) ja kasvu on ylittänyt 10 % vain kahtena vuonna (2004 ja 2012).

Myös yli 10 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen on vaikuttanut olevan yhtiölle erittäin haastavaa. Marimekko teki 11 %:n liikevoittomarginaalin vuonna 2011, mutta sen jälkeen tavoitetasosta on jääty kauas ja vuoden 2013 liikevoitto putosi jo nollassa. Tämän jälkeen yhtiö on pitänyt kahdet yt-neuvottelut ja tehostanut toimintaansa uudelleenjärjestelyin, jotta tulokunto saataisiin käännettyä. Yhtiö on

saanut vakautettua toimintansa nyt 5-6 %:n liikevoittotasolle, mutta sen kaksinkertaistamiseen on vielä matkaa.

Oikeastaan ainoat mittarit, joista yhtiö saa lähes puhtaat paperit tarkastelujaksolta ovat vahva omavaraisuusaste ja jatkuva yli 50 %:n yläpuolella olevan osingonjakosuhde. Nämä mittarit eivät kuitenkaan ole pitkässä juoksussa sijoittajille yhtä tärkeitä kuin liiketoiminnan kannattavaan kasvuun liittyvien tavoitteiden täyttyminen, sillä ennen pitkää osingonjako tyrehtyy, ellei yhtiö pysty kasvamaan kannattavasti ja ansaitsemaan riittävää tuottoa liiketoimintaan sitoutuneelle pääomalle.

Liiketoimintaan liittyvät tavoitteet

Taloudellisten tavoitteiden lisäksi Marimekko on listannut myös muita tavoitteita koskien yhtiön liiketoimintaa.

- Nostaa värikäs kuviosuunnittelu entistä selkeämmäksi erottautumistekijäksi
- Lisätä Marimekon maailmanlaajuista tunnettuutta uniikkina designbrändinä
- Kasvattaa brändin arvoa tuote-, myymälä-, ja jakelukonsepteja kehittämällä
- Säilyttää vahva markkina-asema Suomessa
- Kasvattaa kansainvälistä myyntiä vuosittain runsaalla viidenneksellä edellisvuodesta
- Laajentaa jakeluverkostoa ensisijaisesti jälleenmyyjäomisteisten ja shop-in-shop-myymlöiden määrää kasvattamalla
- Säilyttää hyvä vakavaraisuus ja likviditeetti kaikissa markkinaolosuhteissa.

Tavoitteet ja strategia 2/3

Hallittu kasvu kotimaassa ja valituilla vientimarkkinoilla

Marimekolla on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia, ja sen tavoitteena on kasvaa ja menestyä kansainvälisesti identiteetiltään vahvana, suomalaisena designyrityksenä. Liiketoiminnan kehittämisessä keskitytään hallittuun kasvuun kotimaassa ja valituilla vientimarkkinoilla. Marimekon keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Amerikka, Pohjois-Eurooppa ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Uniikki design ja brändi strategian ytimessä

Marimekon strategian ytimessä ovat yhtiön uniikki design ja brändi. Näistä johdetaan Marimekon lifestyle-konseptiin perustuva tuotevalikoima, joka sisältää monia eri tuotekategorioita ja monien eri suunnittelijoiden kehittämiä tuotteita. Suunnittelijat ovat tärkeässä osassa Marimekon strategiaa, joten yhtiön tulee vaalia luovaa ja sisäistä yrittäjyyttä korostavaa kulttuuria. Uniikista designista ja brändistä Marimekko valmistaa tuotteita joko itse/alihankkijaverkoston kautta tai lisensoi näitä muille valmistajille. Brändiä rakennetaan kansainvälisemmäksi ja tunnettuutta kasvatetaan hyödyntäen Marimekon designin ainutlaatuisuutta. Uskottavuutta ja ”imagoboostia” tällä saralla yhtiö saa valikoiduista brändiyhteistyistä ja lisensoineista. Näistä esimerkkejä ovat mm. Target, Banana Republic, Finnair ja Converse-yhteistyöt viime vuosilta.

Muoti keihäänkärkenä

Marimekon strategian päällimmäisenä tavoitteena on vahvistaa yhtiön uskottavuutta

muotimaailmassa. Yhtiö pyrkii nostamaan vaate-, laukku- ja asustemalliston uudelle tasolle ja suuremman yleisön tietoisuuteen. Marimekko-brändin tunnettuutta rakennetaan muotialalle totuttuun tyyliin PR:n, brändikollaboraatioiden ja digitaalisen median kautta erilaisissa lehdissä, blogeissa jne. Mallistojen esittelyä tehdään myös maailman johtavissa muotialan tapahtumissa, joissa yhtiö luo suhteita ostajiin, muotialan vaikuttajiin ja lehdistöön. Yhtiö on painottanut sitä, että jos haluaa olla vakavasti otettava tekijä muotialalla, tulee mallistojen olla esillä alan tärkeissä tapahtumissa.

Kansainvälistymisstrategiassaan yhtiö pitää järkevämpänä rakentaa brändiä muoti viestinnällisenä keihäänkärkenä ja sitä kautta leveroida kodintuotteiston (ja mahdollisesti muiden tuotteiden) puolelle. Esimerkiksi Pohjois-Amerikassa Marimekko tunnetaan hyvin sisustusbrändinä, joten tästä imagosta voi olla vaikea päästä eroon, kun tarkoitus olisi myydä korkealaatuista muotia samoilla markkinoilla. Kun brändiviesti saadaan kirkkaaksi muotimaailman kautta, pystytään brändin uudistuminen paremmin jalkauttamaan myös yhtiön muihin tuotekategorioihin.

Fokus Marimekko-myymlöissä

Yhtiön pääjakelukanavan ja pitkän aikavälin kansainvälisen kasvustrategian pääfokus on Marimekko-myymlöissä ja verkkokaupassa. Maantieteellisesti yhtiö keskittyy alueisiin, joilla Marimekko-brändi on ennestään tuttu tai joilla sillä on luontaista kysyntää. Yhtiö pyrkii jatkuvasti kehittämään ja rakentamaan entistä kannattavampia myymälä- ja jakelukonsepteja, jotta se erottautuu kilpailijoistaan ja saa luotua myymälöihinsä yhtiön tavoitteleman

”Marimekko-hengen”. Marimekon kansainvälisen kasvustrategian ytimessä on Marimekko-lippulaivamyymälät. Näitä täydennetään joko omassa omistuksessa olevilla tai yrittäjävetoisilla Marimekko-myymlöillä ja pienemmillä shop-in-shopeilla. Jakelustrategian ulkokuorelta löytyy myös valikoituja tavarataloja, monimerkkimyymälöitä ja e-tailereita.

Fokusmarkkinoikseen Marimekko on määrittänyt Pohjois-Euroopan, Pohjois-Amerikan ja Aasian-Tyynenmeren alueen. Yhtiö hakee kasvua tällä hetkellä Aasian-Tyynenmeren alueelta. Yhtiö on todennut vuonna 2017 laajentumisen pääpainon säilyvän jälleenmyyjävetoisten Marimekko-myymlöiden avauksissa. Tavoitteena on avata noin 10-20 uutta Marimekko-myymlöä ja shop-in-shopia (bruttona). Valtaosa uusista myymälöistä on shop-in-shopeja. Oman verkkokaupan ja muiden verkkomyyntikanavien odotetaan jatkavan kasvuaan.

Kasvava fokus digitaalisessa liiketoiminnassa

Marimekko on viime vuosina panostanut voimakkaasti digitaalisuuteen. Yhtiössä ei odoteta kivijalkamyymälöiden merkityksen katoavan, mutta online- ja offline-ostokokemuksen merkitys tulee sekoittumaan ja muuttamaan kilpailuympäristöä tulevaisuudessa. Marimekko on vuosina 2015-2017 laajentanut verkkokauppaansa vauhdilla uusiin maihin ja yhtiön oma verkkokauppa tavoittaa nyt kuluttajia noin 30 maassa. Yhtiö tiedotti alkuvuonna 2016 palkanneensa uuden digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan ottaakseen vastuulle yhtiön verkkokaupan sekä digitaalisuuden tuomisen laajemmaksi osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Tavoitteet ja strategia 3/3

Kustannuskilpailukyvyyn uudelleenlöytäminen

Marimekon toiminnan pääpaino vuonna 2016 oli tehokkuuden ja tuloksen parantamisessa. Alkuvuodesta 2016 käydyillä yt-neuvotteluilla ja organisaatiomuutoksilla yhtiö onnistui vahvistamaan kilpailukykyään ja kannattavuutta, joka on ollut trendinomaisessa laskussa viimeiset kymmenen vuotta. Toimenpiteillä oli myös tarkoitus varmistaa kansainväliselle yritykselle tarkoituksenmukaiset prosessit ja toimintatavat sekä kilpailukykyinen kustannusrakenne, joka oli päässyt paisumaan yhtiön kansainvälisen kasvustrategian seurauksena.

Marimekko teki selvän ryhtiliikkeen vuonna 2016. Yhtiö teki alkuvuonna toimenpiteitä pitkän aikaa laskutrendissä olleen kannattavuuden parantamiseksi ja tulokset olivat yllättävän nopeita ja vakuuttavia. Toiminnan uudelleenjärjestelyn tulokset alkoivat näkyä pian Q1'16 jälkeen ja tulostunto pysyi hyvänä koko loppuvuoden. Yhtiö onnistui nostamaan liikevoittomarginaalin heikolta 1,6 %:n tasolta (2015) 5,3 %:n tasolle (2016), missä oli mukana alkuvuonna kirjatut 0,8 MEUR:n kulut tehostamisohjelmaan liittyen. Näistä oikaistuna yhtiön vertailukelpoinen liikevoitto oli 6,1 MEUR (2015: 1,5 MEUR) eli 6,1 % liikevaihdosta (2015: 1,6 %).

Marimekon liiketoimintaa on viety viimeisen vuoden aikana mielestämme hyvään suuntaan, mikä on lisännyt luottamustamme yhtiön kestävästä kannattavuuskäanteestä ja parantuneesta kustannuskilpailukyvyystä.

Taloudellinen tilanne

Tase on kiitettävässä kunnossa

Marimekon tase on vahvassa kunnossa, mikä tarjoaa selkänöjää vaikeiden aikojen keskellä, turvaa vakaan osingonmaksun ja mahdollistaa tarvittavat investoinnit tulevaisuuteen. Vuoden 2016 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 58,5 % (2015: 59,0 %) ja nettovelkaantumisaste gearing oli 8,8 % (2015: 11,3 %). Heikon tuloskehityksen ja avokätisen osingonjaon takia taseen tunnusluvuissa on nähtävissä selvä tasokorjaus heikompaan suuntaan vuoden 2010 jälkeen. Tase on kuitenkin edelleen kiitettävässä kunnossa ja laskemme sen yhdeksi yhtiön vahvimmista ominaisuuksista.

Oma pääoma on laskenut

Vuoden 2016 alussa yhtiö laski omavaraisuustavoitteensa 50 %:iin (aik. 60 %), mikä osaltaan heijastelee pitkään jatkunutta heikkoa tuloskehitystä, mutta myös sitä, että yhtiö haluaa laittaa taseensa tehokkaammin töihin. Marimekon osakkeenomistajille kuuluva oma pääoma kävi vuonna 2010 huipussaan 34,3 MEUR:ssa (4,26 euroa per osake). Sen jälkeen yhtiö on jakanut osinkoa useaan otteeseen yli 100 % tilikauden nettotuloksesta, mikä on näkynyt oman pääoman supistumisena. Vuoden 2016 lopussa Marimekon oma pääoma oli yhteensä 28,3 MEUR (2015: 27,1 MEUR), mikä tarkoittaa 3,50 euroa per osake (2015: 3,35).

Rahoituskulut ovat matalat

Vahvan taseen ja pienen velkataakan ansiosta konsernin nettorahoituskulut ovat pysyneet historiallisesti erittäin matalalla tasolla. Konsernin nettorahoituskulut tarkastelujaksolla 2004-2016 ovat olleen keskimäärin noin 0,2 % liikevaihdosta. Vuoden 2016 lopussa konsernin

korolliset rahoitusvelat olivat yhteensä 6,0 MEUR (2015: 7,3 MEUR) ja tilikauden 2016 rahoituskulut olivat erittäin maltilliset -0,1 MEUR (2015: -0,1 MEUR).

Matala investointitaso ja hyvä rahavirta

Marimekon liiketoimintamalli vaatii hyvin vähän investointeja. Yhtiön pääasialliset investointikohteet ovat myymälöiden rakentamiseen/kalustamiseen, IT-järjestelmiin, verkkokauppaan tai Herttoniemen tuotantolaitokseen liittyviä. Yhtiölle normaali investointitaso on arviomme mukaan 2-3 MEUR vuodessa, mikä tarkoittaa vain noin 2-3 % liikevaihdosta. Yhtiön rahavirta on pienestä investointitasosta johtuen hyvin vahvaa, mikä yhdessä vahvan taseen kanssa ovat mahdollistaneet viime vuosien avokätisen osingonjaon.

Taseessa ei näy yhtiön arvokkainta omaisuuserää – Marimekko-brändiä

Marimekon taseessa on huomioitava, ettei yhtiöllä ole lähes lainkaan liikearvoa tai muita aineettomia hyödykkeitä. Tämä johtuu pääosin siitä, että Marimekko-brändi on yhtiön itsensä alusta asti kehittämä, eikä vuosikymmenien aikana muodostuneesta brändiarvosta näy taseessa lainkaan jälkeä, vaikka se on Marimekon arvokkaimpia omaisuuseriä.

Marimekon taseen loppusummasta – joka oli 48 MEUR vuonna 2016 – suurin osa kohdistuu vaihto-omaisuuteen (21,4 MEUR), aineellisiin hyödykkeisiin (13,9 MEUR), myyntisaamisiin ja muihin saamisiin (8,0 MEUR) ja rahavaroihin (3,5 MEUR). Sen lisäksi, että yhtiöllä on vahva tase, on siellä hyvin vähän sellaisia omaisuuseriä, joita yhtiö joutuisi syystä tai toisesta tulevaisuudessa

alaskirjaamaan. Tämä on positiivinen asia ja luo tietynlaista turvallisuuden tunnetta yhtiöstä sijoituskohteena.

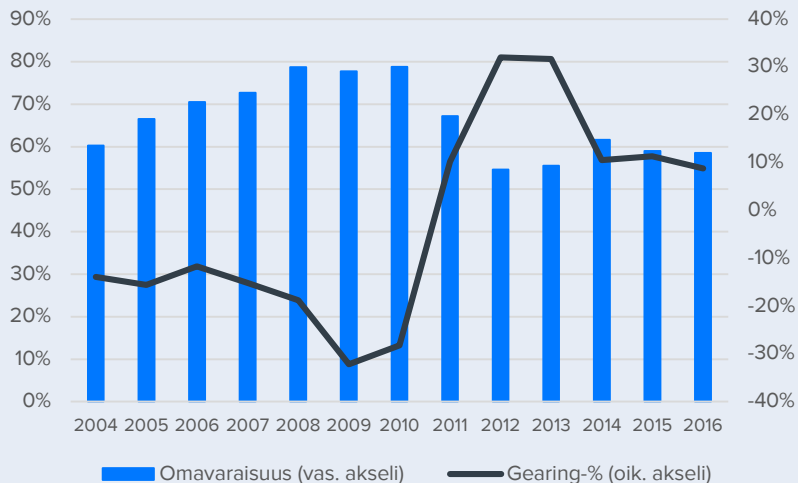
Mahdollinen Herttoniemen kiinteistön myynti ja takaisinvuokraus

Marimekko kertoi Q2'17-raportin yhteydessä, että yhtiö selvittää vaihtoehtoa myydä ja vuokrata takaisin yhtiön omistuksessa oleva Herttoniemen rakennus (11 500 m²), jossa toimivat yhtiön pääkonttori, kangaspaino ja kaksi myymälää. Asiasta ei annettu tarkempia tietoja, vaan yhtiö tiedottaa mahdollisista asiaan liittyvistä päätöksistä aikanaan erikseen. Toimialan yrityksille on normaalia, etteivät ne omista itse kiinteistöjä, joissa ne toimivat, joten siinä mielessä pidämme mahdollista myyntiä ja takaisinvuokrausta järkevänä ajatuksena vapauttaa pääomia liiketoiminnan kehittämistä varten tai vaihtoehtoisesti jaettavaksi osakkeenomistajille.

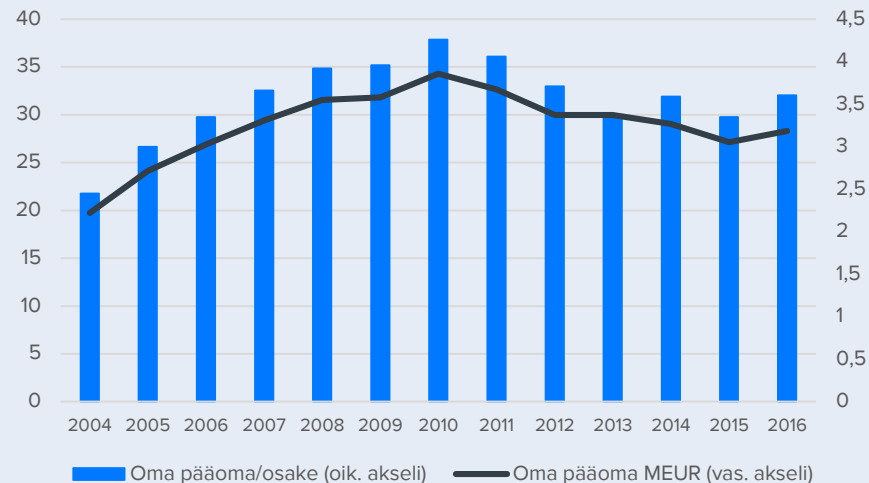
Marimekon taseessa (31.12.2016) olevan Rakennukset ja rakennelmat tase-erän kirjanpitoarvo (7,4 MEUR) kohdistuu arviomme mukaan pääosin Herttoniemen kiinteistöön. Hankintameno tase-erälle on 20,1 MEUR. Arviomme mukaan kiinteistön käypä arvo on selvästi nykyistä tasearvoa korkeampi. Mahdollisessa myyntitilanteessa Marimekko kirjaisi siis yhtiön kassaan melko suuren kertatuoton, minkä jälkeen myös vuokratulot nousisivat vuositasolla merkittävästi. Iso kysymys järjestelyn järkevyyden ja tulevien vuosien ennusteiden kannalta on se, miten yhtiö aikoo käyttää kiinteistöstä vapautuneet pääomat, ja näitä suunnitelmia yhtiö ei ole vielä suostunut kommentoimaan.

Taloudellinen tilanne

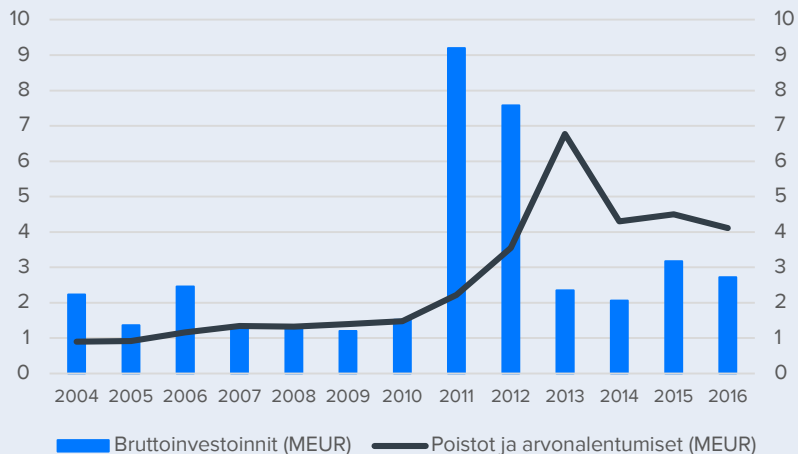
Omavaraisuusaste ja gearing-%



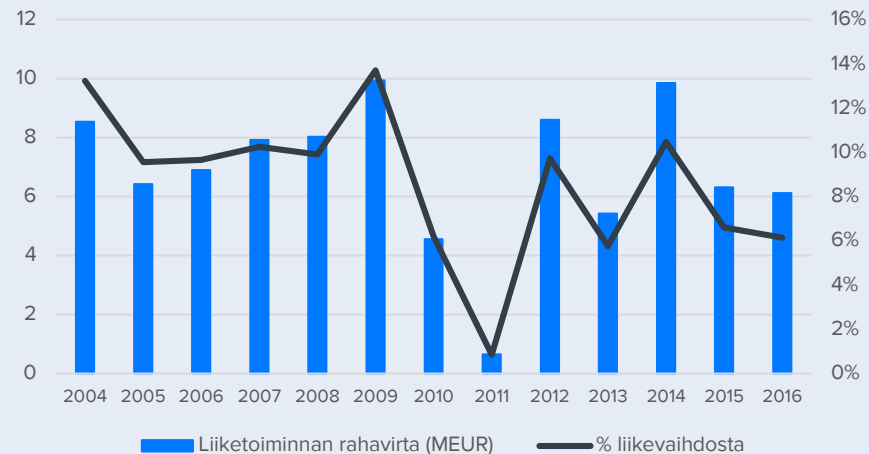
Oma pääoma



Investoinnit ja poistot



Liiketoiminnan rahavirta



Ennusteet 1/2

Markkinanäkymät ja kasvutavoitteet 2017

Marimekko toimii monilla eri maantieteellisillä alueilla, joissa talouden kehitys, kuluttajien luottamus, verotuksen muutokset yms. seikat voivat aiheuttaa isoja muutoksia yhtiön liiketoimintanäkymissä. Marimekko avaa osavuositarkastuksen yhteydessä hyvin yhtiön eri toiminta-alueiden näkymiä ja tavoitteita. Nämä ovat melkein kuin aluekohtaisia ohjeistuksia varsinaisen konsernitason taloudellisen ohjeistuksen sisällä, jotka auttavat ymmärtämään yhtiön sen hetkisiä näkymiä tärkeimmillä markkina-alueella.

Markkina-alueiden kehityksissä suurin huomio keskittyy Suomeen, josta tulee 56 % konsernin liikevaihdosta. Kasvunäkymien kannalta kiinnostavin alue on Aasian-Tyynenmeren alue (19 % liikevaihdosta), mihin yhtiö tällä hetkellä kohdistaa suurimman osan kansainvälistymisstrategian panoksistaan. Talouden yleisestä kehityksestä tietyillä alueilla ei voi vetää liian pitkiä johtopäätöksiä Marimekon tuloksentekokyvyn kannalta, mistä viime vuosina vahvaa talouskasvua osoittanut Pohjois-Amerikka (8 % liikevaihdosta) on hyvä esimerkki. Tyydyttävän kannattavuustason saavuttaminen näyttää olevan Marimekolle Pohjois-Amerikassa erittäin kovan työn takana, vaikka talous onkin ollut hyvässä yhtäjaksoisessa kasvuvauhdissa vuodesta 2009 lähtien. Vähittäiskaupassa Pohjois-Amerikka on kilpailutilanteeltaan maailman haastavimpia markkinoita, joten siellä pärjätäkseen yhtiöllä tulisi olla vahvoja kilpailuetuja ja poikkeuksellisen houkutteleva tarjooma.

Seuraavaksi esitetään lyhyt yhteenveto siitä, miten Marimekko on kommentoinut vuoden

2017 näkymiä markkina-alueittain sekä kasvutavoitteita yleisesti.

Suomessa (56 % liikevaihdosta)

vähittäiskaupassa on nähtävissä aiempaa myönteisempi vire ja kehityksen ennakoitua olevan maltillista. Kertaluonteiset kampanjatoimitukset vaikuttivat positiivisesti yhtiön myyntiin vuonna 2016, mutta vuodelle 2017 ei vastaavan suuruisia toimituksia ole tiedossa. Marimekko odottaa myynnin ilman kertaluonteisia kampanjatuloja olevan suunnilleen samalla tasolla kuin vuonna 2016. Vuoden alkupuoliskolla H1'17 liikevaihto Suomessa on kasvanut 3 % 24,2 MEUR:oon. Viime vuoden jälkimmäinen puolisko H2'16 oli vahva kertaluonteisista kampanjatoimituksista johtuen ja odotamme H2'17:n jäävän liikevaihdon osalta vertailukaudesta. Suomen liikevaihdon odotamme pysyvän koko vuoden osalta vertailukauden tasolla 55,8 MEUR:ssa.

Aasian-Tyynenmeren alueella (19 %

liikevaihdosta) Japani on Marimekolle selvästi merkittävin maa tällä alueella. Muiden maiden yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta on vielä suhteellisen pieni, koska toiminta näissä maissa on melko alkuvaiheessa. Japanin myyntiä yhtiö tukee myymälöiden toimintaa kehittämällä ja tuotevalikoimaa optimoimalla. Vuonna 2017 myynnin Aasian-Tyynenmeren alueella yhtiö arvioi pysyvän suunnilleen edellisvuoden tasolla. Noin puolet vuonna 2017 avattavista Marimekko-myymäloistä ja shop-in-shopeista sijoittuu Aasian-Tyynenmeren alueelle, ja yhtiö näkee kasvavaa kysyntää tuotteilleen tällä alueella etenkin pidemmällä aikavälillä.

Vuoden 2017 alkupuoliskolla liikevaihto Aasian-Tyynenmeren alueella on kasvanut 2 %

vertailukaudesta 9,2 MEUR:oon. Odotamme koko vuoden 2017 osalta alueen liikevaihdon kasvavan 2 % viime vuodesta tasolle 19,1 MEUR.

Pohjois-Amerikan (8 % liikevaihdosta) markkina on ollut Marimekolle viime vuosina vaikea. Alkuvuodesta H1'17 yhtiön liikevaihto alueella on laskenut 2 % 3,8 MEUR:oon. Yhtiö ei ohjeista erikseen alueen liikevaihdon kehittymisen näkymiä tälle vuodelle, mutta odottaa Pohjois-Amerikan lisenssituottojen kasvavan hieman paikallisen yrityksen kanssa solmitun lisenssisopimuksen myötä. Odotamme Pohjois-Amerikan liikevaihdon pysyvän koko vuoden osalta vertailukauden tasolla 7,9 MEUR:ssa.

Skandinavian ja EMEA:n (yhteensä 17 % liikevaihdosta) alueiden osalta liikevaihto-odotuksemme ovat maltilliset. Yhtiö ei ole käsityksemme mukaan panostanut näihin alueisiin erityisesti viimeisen 10 vuoden aikana ja myymälöiden määräkin on pienentynyt. Skandinaviassa on tehty viime vuosina jakelukanavarakenteen uudistamista ja pyritty herättämään hieman kulahtaneeksi päässyttä brändiä uudelleen eloon. Odotamme Skandinavian alueen liikevaihdon pysyvän tänä vuonna vertailukauden tasolla 7,8 MEUR:ssa ja EMEA-alueen liikevaihdon kasvavan yhden prosentin 9,3 MEUR:oon.

Yleisellä tasolla vuoden 2017 laajentumisen pääpaino säilyy jälleenmyyjävetoisten Marimekko-myymäloiden avauksissa. Yhtiön tavoitteena on avata noin 10-20 uutta Marimekko-myymälää ja shop-in-shopia vuonna 2017. Lisäksi yhtiö jatkaa viime vuosina avattujen myymälöiden toiminnan kehittämistä. Oman verkkokaupan ja muiden verkkomyyntikanavien odotetaan jatkavan kasvuaan.

Ennusteet 2/2

Ennusteet vuodelle 2017

Marimekko arvioi konsernin liikevaihdon ja vertailukelpoisen liikevoiton vuonna 2017 olevan samalla tasolla kuin edellisvuonna. Vuoden 2016 liikevaihto oli 99,6 MEUR (2015: 95,7 MEUR) ja vertailukelpoinen liikevoitto 6,1 MEUR (2015: 1,5 MEUR). Liikevaihto on H1'17 aikana kasvanut 2 % 45,3 MEUR:oon ja vertailukelpoinen liiketulos on noussut 1,8 MEUR:oon (H1'16: 0,7 MEUR). Hyvästä alkuvuoden kehityksestä huolimatta yhtiö toisti Q2-raportissa vuoden 2017 ohjeistuksensa, sillä kertaluonteiset kampanjatoimitukset vaikuttivat yhtiön myyntiin positiivisesti vuoden 2016 jälkimmäisellä puoliskolla, eikä vastaavan suuruisia toimituksia ole tälle vuodelle tiedossa. Loppuvuoden ennusteisimme on laskettu odotus, että Marimekko tekee H2:lla liikevoittoa yhteensä 4,6 MEUR, kun vertailukauden luku oli 5,5 MEUR. Olemme H2'17 ennusteissamme tuloksen osalta siis selvästi vertailukauden alapuolella.

Ennustamme vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan 100,0 MEUR:oon (+0,4 %). Vertailukelpoisen liikevoiton odotamme nousevan 6,4 MEUR:oon (2016: 6,1 MEUR). Marimekko kirjasi Q1'16 yt-neuvottelujen ja toiminnan uudelleenjärjestelyiden takia 0,8 MEUR:n kertaluonteisen kulun. Tälle vuodelle ei ole odotettavissa samanlaisia kertaluonteisia kuluja, joten odotamme 2017 raportoidun liikevoiton olevan myös 6,2 MEUR ja siten paranevan selvästi edellisvuoden 5,2 MEUR:sta. Raportoidun osakekohtaisen tuloksen odotamme tänä vuonna pysyvän viime vuoden tasolla 0,50 eurossa. Vaikka operatiivisesti yhtiön tuloskunto on viime vuotta paremmalla tasolla, osakekohtaisen tuloksen pysyminen ennusteissamme paikoillaan johtuu Q2:lle osuneista poikkeuksellisen suurista

rahoituskuluista (-0,6 MEUR), jotka liittyivät konsernin sisäisten lainojen valuuttakurssimuutoksiin.

Marimekon tase on erittäin hyvässä kunnossa ja odotamme yhtiön jatkavan avokätisen osingon linjaansa. Tilikaudelta 2017 maksettavan osingon odotamme nousevan 0,45 euroon (2016: 0,40 euroa), mikä tarkoittaa noin 90 %:n osingonjakosuhdetta ja 4,6 %:n osinkotuottoa nykyiselle 9,70 euron osakekurssille.

Ennusteet vuosille 2018-2020

Marimekon viime vuonna toteutetut yt-neuvottelut ja toiminnan uudelleenjärjestelyt saivat selvästi nostettua kertaheitolla yhtiön tehokkuuden ja kilpailukyvyyn paremmalle tasolle ja tavoitellut 2,1 MEUR:n vuositason säästöt ovat arviomme mukaan toteutuneet suunnitelmien mukaisesti. Tämä antaa hyvät lähtökohdat tuleville vuosille, kun kulurakenne ja prosessit on trimmattu kuntoon ja organisaatio pystyy tapahtumarikkaan vuoden jälkeen keskittymään paremmin jokapäiväiseen liiketoimintaan.

Marimekon liikevaihto tulee arviomme mukaan kasvamaan lähivuosina 2018-2020 noin 3 %:n vuosivauhtia, mikä nojaa uusiin mallistoihin, uusien myymälöiden perustamiseen, verkkokaupan kautta tulevan myynnin kasvuun ja olemassa olevien myymälöiden tehokkuuden parantamiseen (liikevaihto/m²). Vastapainoksi yhtiö tulee kohtamaan entistä kovempaa kilpailua kansainvälisten toimijoiden rantautuessa Suomeen, verkkokaupan kautta tulevan kilpailun, läpinäkyvämmän hinnoittelun ja kuluttajien hintatietoisuuden lisääntymisen kautta. Olemme kasvuennusteissamme selvästi yhtiön oman tavoitteen alapuolella (10 %:n liikevaihdon vuotuinen kasvu), mikä perustuu viime vuosina ja tänä vuonna nähtyyn heikkoon

kasvuun. Emme näe edessä sellaista tekijää, joka yhtäkkiä nostaisi liikevaihdon kasvun kestävästi yli 10 %:n tasolle. Jos näin käy, on ennusteissamme selvää nousuvaraa. Odotamme kuitenkin yhtiöltä konkreettisia merkkejä vahvemmasta kestävästä kasvusta ennen kuin voimme nostaa ennusteitamme.

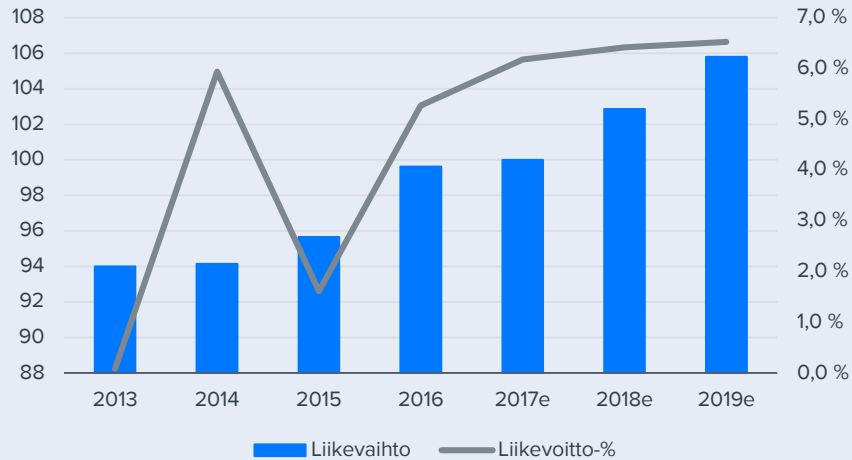
Toimialan yhtiöt hyötyvät isomman koon mukana tulevista skaalaeduista, minkä yhdessä viime vuonna trimmatun kulurakenteen ja tehostuvan hankintatoiminnan kanssa odotamme heijastuvan myyntikatteeseen ja tulokseen positiivisesti. Arvioimme Marimekon keränneen matalalla roikkuneet hedelmät kannattavuuden parantamiseksi viime vuonna, eikä samanlaisen kannattavuusparannuksen jatkumiselle ole mielestämme lähivuosina aineksia. Odotamme vuosien 2018-2020 liikevoittomarginaalin pysyvän noin 6,5 %:n tasolla, mikä on selvästi alle yhtiön oman tavoitteen (10 %:n liikevoittomarginaali).

Herttoniemen mahdollinen myynti ja takaisinvuokraus voi muuttaa ennusteita

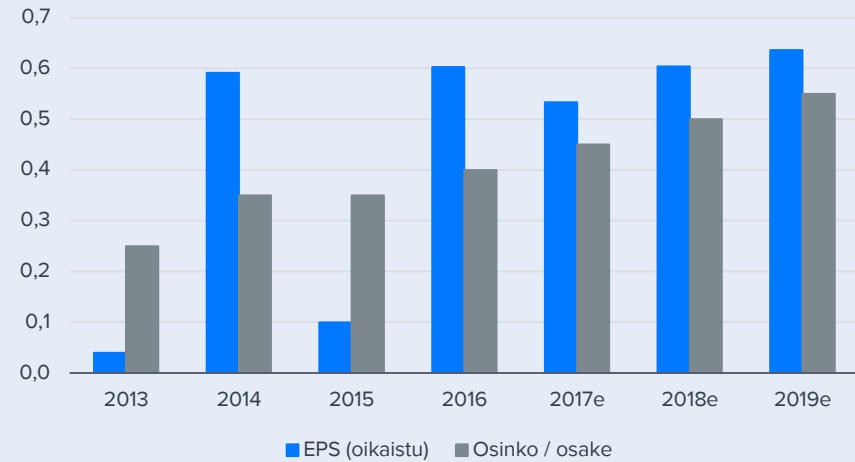
Jos Marimekon käynnissä oleva selvitys Herttoniemen kiinteistön myynnistä ja takaisinvuokrauksesta toteutuu, muuttuvat lähivuosien ennusteemme merkittävästi. Tässä tapauksessa yhtiön kassaan tulisi kerralla suuri summa (työlukuna lähelle 20 MEUR), minkä jälkeen vuokratulot nousisivat vuositasolla merkittävästi (työlukuna noin 1 MEUR:lla). Korostamme, että nämä ovat vain karkeita arvioita ja odotamme yhtiön tiedottavan asiasta erikseen, mikäli tilanteessa päästään taloudellisesti järkevään ratkaisuun. Iso kysymys ennusteiden kannalta on myös se, miten yhtiö aikoi käyttää kiinteistöstä vapautuneet pääomat.

Ennusteet

Liikevaihto ja liikevoitto-%



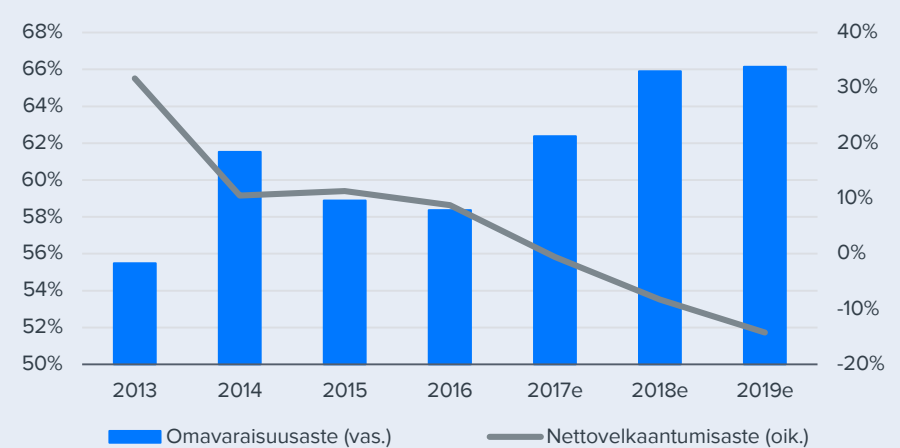
EPS ja osinko



Oman pääoman kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	95,7	20,9	23,5	26,9	28,2	99,6	22,5	22,8	26,3	28,5	100,0	102,9	105,8
<i>Suomi</i>	52,7	10,1	13,5	15,7	16,5	55,8	11,8	12,4	14,9	16,7	55,8	57,5	59,2
<i>Skandinavia</i>	7,8	1,7	1,9	2,0	2,2	7,8	1,8	1,9	2,0	2,2	7,8	7,9	8,0
<i>EMEA</i>	8,3	2,3	2,0	2,4	2,5	9,2	2,1	2,3	2,4	2,5	9,3	9,4	9,5
<i>Pohjois-Amerikka</i>	9,2	1,6	2,2	2,0	2,0	7,9	1,7	2,1	2,0	2,1	7,9	8,1	8,4
<i>Aasian-Tyynenmeren alue</i>	17,7	5,2	3,9	4,8	5,0	18,8	5,1	4,2	4,9	5,1	19,1	19,9	20,7
Käyttökate	6,1	0,0	1,9	4,8	2,7	9,4	1,7	1,5	3,6	2,8	9,7	10,0	10,1
Poistot ja arvonalennukset	-4,5	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9	-4,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-3,5	-3,4	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	-0,3	0,9	3,7	1,8	6,1	1,1	0,7	2,7	1,9	6,4	6,6	6,9
Liikevoitto	1,5	-1,1	0,9	3,7	1,8	5,2	0,9	0,7	2,7	1,9	6,2	6,6	6,9
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,8	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	1,3	-1,2	0,9	3,5	2,0	5,2	0,7	0,1	2,7	1,9	5,4	6,5	6,9
Verot	-0,5	0,2	-0,2	-0,8	-0,4	-1,1	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-1,3	-1,6	-1,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,8	-1,0	0,7	2,8	1,5	4,0	0,6	0,1	2,0	1,4	4,1	4,9	5,1
EPS (oikaistu)	0,10	-0,02	0,08	0,34	0,19	0,60	0,10	0,01	0,25	0,17	0,53	0,60	0,64
EPS (raportoitu)	0,10	-0,12	0,08	0,34	0,19	0,50	0,07	0,01	0,25	0,17	0,50	0,60	0,64

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	1,6 %	4,0 %	0,4 %	9,6 %	2,5 %	4,1 %	7,4 %	-3,3 %	-2,6 %	1,1 %	0,4 %	2,8 %	2,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-75,4 %	-80,7 %	196,3 %	198,9 %	34,6 %	295,3 %	-535,5 %	-19,7 %	-26,4 %	4,9 %	5,2 %	2,9 %	4,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	6,3 %	0,0 %	8,0 %	17,8 %	9,4 %	9,4 %	7,7 %	6,8 %	13,7 %	9,8 %	9,7 %	9,7 %	9,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	1,6 %	-1,2 %	3,7 %	13,6 %	6,4 %	6,1 %	5,0 %	3,1 %	10,3 %	6,7 %	6,4 %	6,4 %	6,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	0,8 %	-4,6 %	2,9 %	10,3 %	5,4 %	4,0 %	2,5 %	0,4 %	7,6 %	4,9 %	4,1 %	4,8 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

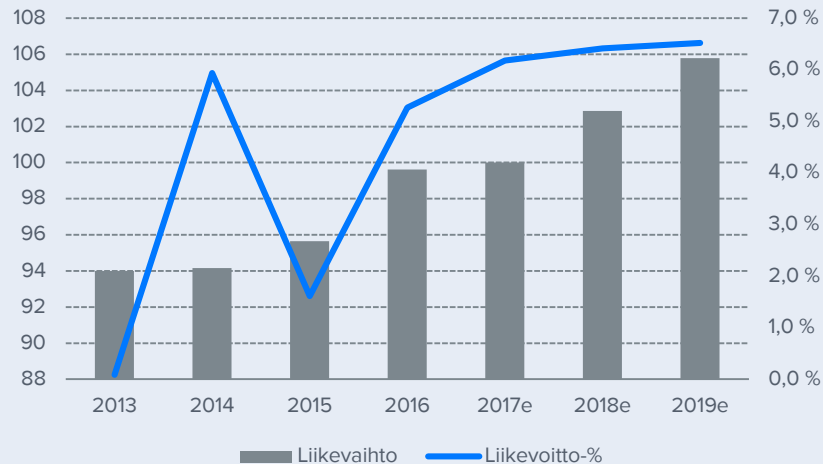
(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	94	96	100	100	103	106
Kulut	-84	-90	-90	-90	-93	-96
EBITDA	9,9	6,1	9,4	9,7	10,0	10,1
Poistot	-4,3	-4,5	-4,1	-3,5	-3,4	-3,2
Liikevoitto	5,6	1,5	5,2	6,2	6,6	6,9
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerä</i>	<i>6,3</i>	<i>1,5</i>	<i>6,1</i>	<i>6,4</i>	<i>6,6</i>	<i>6,9</i>
Rahoituserät	-0,1	-0,2	-0,1	-0,8	-0,1	0,0
Voitto ennen veroja	5,5	1,3	5,2	5,4	6,5	6,9
Verot	-1,4	-0,5	-1,1	-1,3	-1,6	-1,7
Nettotulos	4,1	0,8	4,0	4,1	4,9	5,1
<i>Nettotulos ilman kertaerä</i>	<i>4,8</i>	<i>0,8</i>	<i>4,9</i>	<i>4,3</i>	<i>4,9</i>	<i>5,1</i>
Tilikauden tulos	4,1	0,8	4,0	4,1	4,9	5,1
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,51</i>	<i>0,10</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,60</i>	<i>0,64</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,59	0,10	0,60	0,53	0,60	0,64

Tase

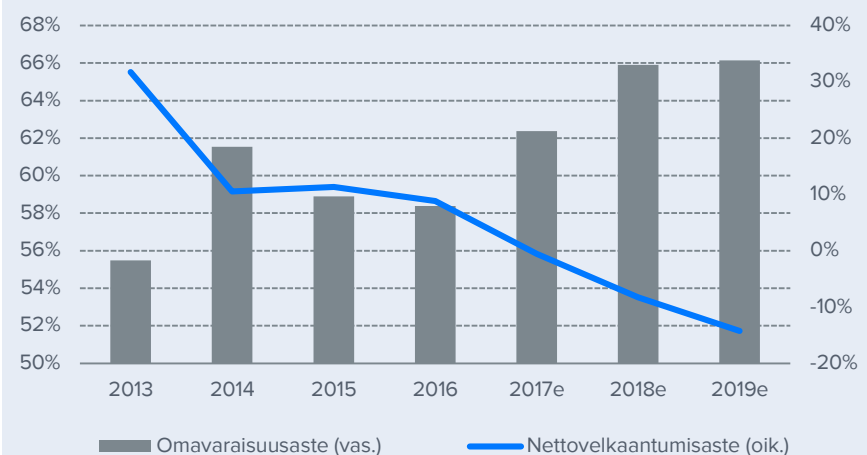
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	18	17	16	14	12
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	2	2	1	2	2
Käyttöomaisuus	17	15	14	12	10
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Varastot	18	18	21	21	22
Myyntisaamiset	7	6	8	8	8
Taseen loppusumma	47	46	49	47	46

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	29	27	28	29	30
Osakepääoma	8	8	8	8	8
Kertyneet voittovarot	21	19	20	21	22
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1	1	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	7	7	6	3	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	11	12	14	14	15
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1	0	1	1	1
Taseen loppusumma	47	46	48	47	46

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Arvostus 1/2

Markkina-arvo ja yritysarvo noin 80 MEUR

Marimekon markkina-arvo nykyisellä 9,7 euron osakekurssilla on noin 78 MEUR. Konsernin nettovelat vuoden 2016 lopussa olivat 2,5 MEUR ja odotamme yhtiön olevan vuoden 2017 lopussa nettovelaton. Yritysarvo (EV) on siten hyvin lähellä markkina-arvoa. Marimekko on pitkään toiminut nettovelattomalla taseella, minkä takia yhtiön markkina-arvo ja yritysarvo ovat liikkuneet hyvin lähellä toisiaan.

Tulospohjainen arvostus historiallisella tasolla

Vuosien 2004-2016 Marimekon P/E-luvun keskiarvo on ollut noin 32x. 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-luvulla, minkä takia P/E-kerrointa ei ole voitu siltä vuodelta laskea mukaan keskiarvoon. Vuosien 2004-2016 aikana P/E-luvun mediaani on ollut noin 16x, mikä antaa osuvamman kuvan yhtiön pitkän aikavälin arvostuksesta. Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 19x ja 16x, jotka ovat linjassa historiallisen tason kanssa. Velkaisuuden huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 2017 ja 2018 ennusteillamme 12x ja 11x. Marimekon EV/EBIT-kertoimen mediaani vuosien 2004-2016 aikana on ollut 13x, joten tällä tavalla tarkisteltuna nykyinen vahvan taseen huomioiva tulospohjainen arvostus on hieman historiallisen tason alapuolella.

Tasepohjainen arvostus on matala

Yksi mittari, minkä näkökulmasta Marimekko on nyt hinnoiteltu selvästi yhtiön historiallisen tason alapuolelle on oman pääoman tasearvon ja markkina-arvon välistä suhdetta kuvaava P/B-luku. Vuosien 2017 ja 2018 ennusteidemme

mukaiset P/B-luvut ovat 2,7x ja 2,6x, kun tarkastelujaksolla 2004-2016 mediaani P/B-luku on ollut noin 3,6x. Pitkään laskusuunnassa ollut P/B-luku heijastelee markkinoiden heikentynyttä luottamusta yhtiön kykyyn tehdä omalle pääomalle tuottoa ja sitä kautta kasvattaa omistaja-arvoa pääoman kustannusten jälkeen.

Mitä lähemmäs markkina-arvo valuu taseen oman pääoman kirja-arvoa (P/B=1,0x), sitä houkuttelevammaksi yritysostokohteeksi Marimekko mielestämme tulee. Arvioimme Marimekolla olevan runsaasti sellaista taseen ulkopuolella olevaa piiloarvoa, josta monikin ns. teollinen-, pääoma- tai aktivistisijoittaja olisi valmis maksamaan selvän preemion oman pääoman kirja-arvoon nähden, jotta saisi sen käyttöönsä. Osakekurssin laskiessa pidämme tätä skenaariota yhä todennäköisempänä.

Osinkopohjainen arvostus tukee osaketta

Marimekko on vuosina 2004-2016 tarjonnut omistajille vuosittain keskimäärin 0,47 euron osingon per osake, mikä on tarkoittanut keskimäärin 4 %:n osinkotuottoa kyseisen tilikauden keskikurssiin nähden. Osingossa tapahtui selkeä tasokorjaus alaspäin vuosina 2012-2013, kun yhtiö puolitti pitkän aikaa yli 0,50 euron tasolla olevan osinkonsa kerralla 0,25 euroon. Vuoden 2010 jälkeen Marimekko on vain kahtena vuonna (2014 ja 2016) jakanut osinkoa alle 100 % tilikauden tuloksestaan, joten osinko on pysynyt viime vuosina korkeammalla tasolla kuin mitä yhtiöllä olisi ollut tulokuntensa perusteella varaa maksaa. Nyt tulokunnan parantuessa vuosien 2017 ja 2018 ennusteidemme mukaiset osinkotuotot nykykurssiin nähden ovat 4,6 % ja 5,2 %, jotka ovat mielestämme houkuttelevalla tasolla ja pitävät osingonjakosuhteen alle 100 %:n.

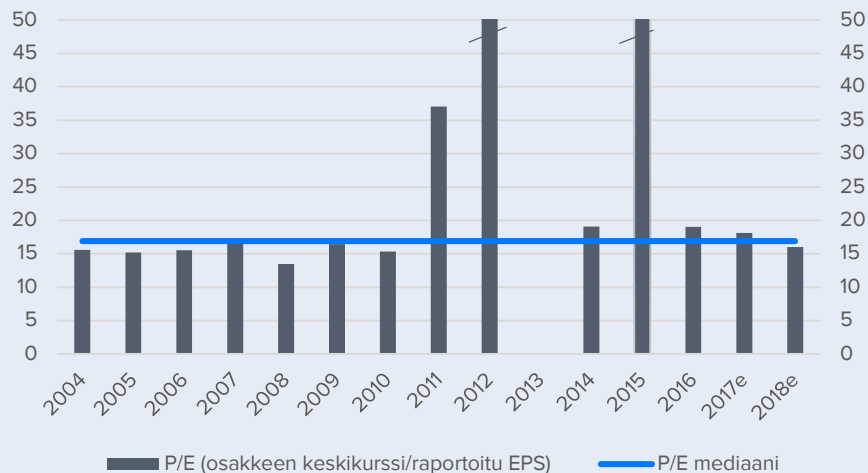
Arvostus verrokkiryhmään nähden

Marimekolle on vaikea löytää identtisiä pörssilistattuja verrokkiyhtiöitä, sillä muotia, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita sisältävä Lifestyle-portfolio on aika ainutlaatuinen. Sen lisäksi yhtiön pieni koko ja maantieteellinen keskittyminen tekee verrokkien löytämisestä vaikeaa. Olemme kuitenkin käyttäneet verrokkiryhmänä kansainvälisiä tunnettuja 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.

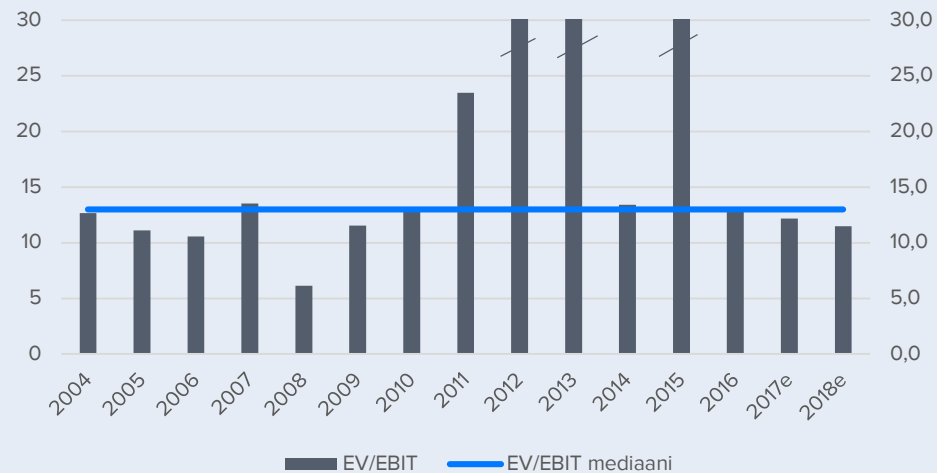
Tällä hetkellä verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 24x ja 21x. Marimekon vastaavat kertoimet ovat ennusteillamme 19x ja 16x, mikä tarkoittaa noin 20 %:n alennusta verrokkiryhmään nähden. Verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimet vuosille 2017 ja 2018 ovat 16x ja 15x, kun Marimekon vastaavat kertoimet ovat ennusteillamme 12x ja 11,5x. Myös tällä mittarilla Marimekko on yli 20 % halvempi kuin verrokkiryhmä. Marimekon EV/Sales-pohjaiset arvostuskertoimet vuosille 2017 ja 2018 ovat 0,8x ja 0,7x, jotka ovat 60 % verrokkiryhmän alapuolella. Alennus verrokkiryhmään nähden heijastelee Marimekon selvästi heikompaan kannattavuustasoa ja selvää kurssinousun potentiaalia, jos yhtiö onnistuisi nostamaan kannattavuuden lähemmäs alan toimijoiden keskiarvoa. Marimekon osinkotuotot lähivuosina ovat ennusteillamme 4,6 % ja 5,2 %, jotka ovat yli kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden.

Arvostus

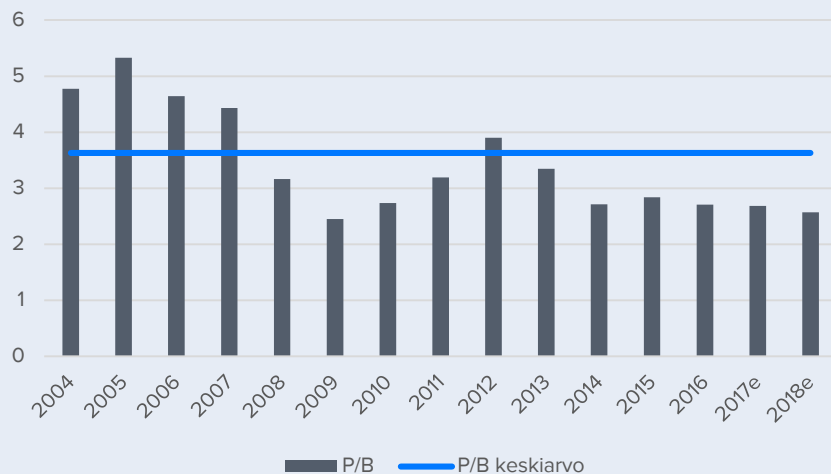
P/E-luku



EV/EBIT-kerroin



P/B-luku



Osinkotuotto



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Luxottica Group SpA	47,29	22880	24004	16,4	14,8	12,0	11,3	2,6	2,5	24,7	22,1	2,1	2,3	3,8
PVH Corp	126,06	8263	10504	15,6	14,7	11,6	10,8	1,5	1,4	18,7	16,3	0,1	0,1	2,1
VF Corp	63,57	21184	23397	17,1	15,7	14,5	13,5	2,3	2,2	21,4	19,0	2,7	2,9	6,8
Christian Dior SE	270,95	48793	72764	9,1	8,5	7,2	6,7	1,7	1,6	24,7	22,3	1,6	1,7	4,0
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	233,45	118074	123921	15,2	13,9	12,3	11,2	3,0	2,8	24,3	22,0	2,0	2,2	3,9
Ethan Allen Interiors Inc	32,40	753	716	13,8	11,0	9,9	8,7	1,1	1,1	22,0	18,5	1,9	2,5	2,2
H & M Hennes & Mauritz AB	211,00	32168	31655	13,2	11,9	9,6	8,7	1,5	1,4	19,4	17,5	4,6	4,7	5,6
Gerry Weber International AG	10,55	483	702	35,7	17,5	10,3	8,1	0,8	0,8	50,7	20,0	1,7	2,7	1,1
Hugo Boss AG	74,59	5239	5409	16,2	15,2	10,9	10,4	2,0	1,9	20,8	19,6	3,7	3,9	5,4
Hermès International SCA	426,55	44924	42634	23,3	21,8	20,7	19,4	7,6	7,2	37,2	35,0	1,0	1,1	9,0
Guess? Inc	17,03	1201	985	18,0	14,9	8,4	8,0	0,5	0,5	38,1	29,2	5,3	5,3	1,4
Salvatore Ferragamo SpA	23,75	3999	4011	17,8	15,7	13,9	12,4	2,7	2,6	23,6	20,7	1,9	2,1	5,5
Ralph Lauren Corp	88,29	6074	5472	9,7	10,8	6,7	7,2	1,0	1,1	15,8	16,6	2,3	2,3	2,0
Ted Baker PLC	2618,73	1336	1440	18,8	16,8	14,7	12,8	2,4	2,1	25,9	20,8	1,9	2,3	6,3
Industria de Diseño Textil SA	31,89	99139	93932	23,2	21,3	18,2	16,9	4,0	3,6	31,4	28,8	2,1	2,3	8,0
Burberry Group PLC	1758,64	8535	7623	15,0	14,7	11,3	11,2	2,4	2,4	23,8	22,2	2,1	2,3	4,8
Prada SpA	27,20	7544	7785	17,5	19,2	11,3	12,4	2,4	2,5	27,7	26,6	3,0	3,8	2,5
Michael Kors Holdings Ltd	47,85	6142	6042	7,9	10,3	6,6	7,9	1,6	1,7	11,5	12,9			4,0
Marimekko (Inderes)	9,70	78	78	12,2	11,5	7,9	7,6	0,8	0,7	18,2	16,1	4,6	5,2	2,7
Keskiarvo				16,7	14,8	11,5	10,9	2,2	2,1	25,2	21,3	2,5	2,8	4,3
Mediaani				16,2	14,8	11,3	10,8	2,0	1,9	23,8	20,7	2,1	2,3	4,0
Erotus-% vrt. mediaani				-25 %	-22 %	-30 %	-30 %	-61 %	-62 %	-24 %	-22 %	124 %	121 %	-33 %

*Marimekon 2017e P/E-luku (18,2x) on oikaistu vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä.

Arvostus 2/2

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonnäkemysmallimme (DCF) tukee myös näkemystämme osakkeen tämänhetkisestä aliarvostuksesta. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 11,0 euroa, mikä tarkoittaa noin 14 %:n potentiaalia nykykurssiin (9,7 euroa) nähden.

Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 2,5 %:n tasolle ja EBIT-marginaali jää 5,8 %:iin liikevaihdosta. Mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 57 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,3 %. Riskitön korko on 2,5 %, markkinan riskipreemio 4,8 % ja beta on 0,9.

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Marimekon lisää-suosituksen 11,0 euron tavoitehinnan. Olemme mielestämme jättäneet ennusteissamme riittävästi turvamarginaalia siihen, että yhtiön kasvu pysyy selvästi alle 10 % vuotuisen kasvun alapuolella, eikä taloudellisten tavoitteiden mukaiseen 10 %:n liikevoittomarginaaliin tulla koko ennustejaksolla pääsemään.

Näihin ennusteisiin peilaten yhtiön näyttää mielestämme nykyarvostukseltaan houkuttelevalta sijoituskohteelta sekä verrokkiryhmään nähden että Marimekon omaan historialliseen arvostustasoon nähden. Jos yhtiö onnistuu nostamaan kannattavuutensa (EBIT-%) tai kasvunsa taloudellisten tavoitteiden mukaiselle 10 %:n tasolle, on ennusteissamme ja siten myös tavoitehinnassamme vielä runsaasti nousuvaraa.

Sijoitusnäkemys ja riskit

Marimekko kohtaa nyt ennennäkemättömän kovaa kilpailua vähittäiskaupan globalisoitumisen, digitalisaation, ulkomaisten toimijoiden ja paisuneen kustannusrakenteensa takia. Vielä 10-20 vuotta sitten Marimekko oli pitkälti kotimarkkinavetoinen brändi ja yhtiö tyydytti hyvin tiettyjen suomalaisten kuluttajasegmenttien toiveita. Tällöin myös vaihtoehtoisten brändien ja niiden tarjonnan niukkuus Suomessa auttoi yhtiötä menestymään ja tekemään hyvää tulosta. Vähittäiskaupan kilpailun kiristytessä yhtiön pitäisi pystyä ensinäkään tekemään kuluttajia kiinnostavia tuotteita, toiseksi niiden pitäisi pystyä erottautumaan tuhansien muiden saman tyylisten ja samaa kuluttajaryhmää kosiskelevien tuotteiden joukosta ja kolmanneksi tämä pitäisi pysyä tekemään alati kiristyvässä kilpailupaineessa vielä kannattavasti.

Marimekko on saanut viime vuonna tehtyjen yt-neuvottelujen ja toiminnan uudelleenorganisoinnin kautta nostettua kansainvälistä kilpailukykyään selvästi paremmalle tasolle, mutta kilpailun kiristytessä nykyisen kannattavuustason säilyttäminen muuttuu jatkuvasti haastavammaksi.

Marimekon tämänhetkisessä tilanteessa yksi suuri ongelma on mielestämme se, että brändin imago (Suomessa ja muissa Pohjoismaissa) on päässyt viime vuosina vanhentumaan ja yhtiön tulisi alkaa puhutella uudenlaisia nuoria kuluttajia uudenlaisissa kanavissa. Marimekon kohdeasiakas on noin 25-45 vuotias nainen, joka uskalttaa etsiä identiteetilleen sopivan brändin, on kohtalaisen hyvätuloinen, eivätkä perinteiset luksusbrändit puhuttele häntä. Hänen

tulisi myös voida tutustua Marimekon tuotteisiin milloin ja missä tahansa, samoin kuin hänen tulisi voida ostaa niitä milloin ja mistä tahansa.

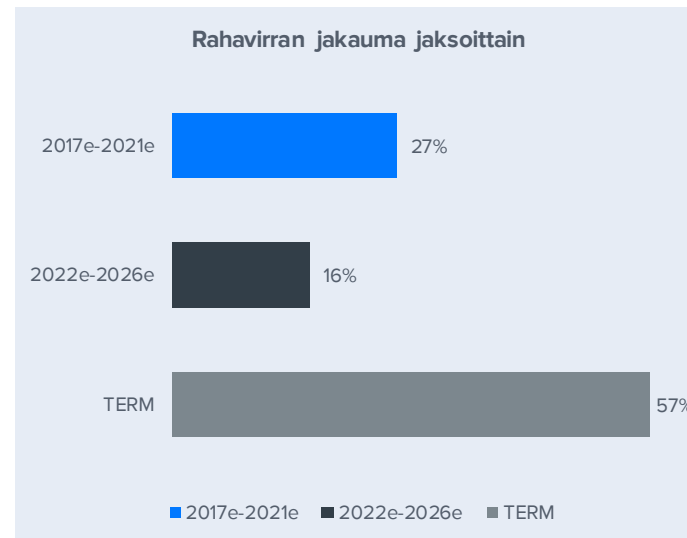
Haasteena mielestämme Marimekon tämänhetkisessä tilanteessa on se, että yhtiön tulisi uudella ilmeellä, uusilla mallistoilla ja digitaalisilla ratkaisuilla rakentaa siltää vanhempien ja nuorempien kuluttajien välille menettämättä kuitenkaan yhtiön perinteistä (vanhempaa) asiakaskuntaa. Tätä työtä yhtiö tekee ja on tehnyt jo jonkin aikaa.

Toinen iso riski on mielestämme se, että yhtiö on lähtenyt isoilla panoksilla toteuttamaan kansainvälistymisstrategiaa, mikä on paisuttanut kuluja viime vuosina selvästi liikevaihdon kasvua nopeammin. Uusille markkinoille laajentuminen on vaatinut kokonaan uusien maaorganisaatioiden perustamista (joiden resursseja on myöhemmin jouduttu sopeuttamaan), nostanut myymälöihin ja varastoihin sitoutunutta pääomaa sekä vienyt yhtiön sellaisille markkinoille kilpailemaan, missä sillä ei ole vielä samanlaista historiaa ja tunnesidettä kuluttajien mielessä kuin mitä sillä on Suomessa. Ulkomaille laajentuminen ja uusien omien myymälöiden perustaminen rasittavat tulostilannetta aina laajentumisen alkuvaiheessa, ja yhtiö on kommunikoinut tämän myös markkinoille. Riskinä kuitenkin on, että tietyissä maissa ja myymälöissä kannattavuus ei ikinä käänny yhtiön tavoittelemalle tasolle ja näiden ongelmien selvittäminen sitoo ylimääräisiä resursseja johdolta heikentäen tulostasoa. Näin kävi esim. vuonna 2015, kun yhtiö joutui kirjaamaan merkittävät kulut pitkään tappiota tehneen Beverly Hillsin lippulaivamyymälän sulkemisesta.

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	5,2	6,2	6,6	6,9	7,1	7,1	7,2	7,3	7,4	7,2	7,4	
+ Kokonaispoistot	4,1	3,5	3,4	3,2	2,8	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	
- Maksetut verot	-1,4	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	5,8	8,1	7,8	7,9	7,6	7,3	7,3	7,2	7,1	6,9	7,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,2	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,5	6,5	6,1	6,0	5,7	5,2	5,4	5,2	5,3	5,0	4,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,5	6,5	6,1	6,0	5,7	5,2	5,4	5,2	5,3	5,0	4,8	103,4
Diskontattu vapaa kassavirta		6,4	5,5	5,2	4,5	3,8	3,7	3,3	3,2	2,8	2,5	54,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		95,0	88,6	83,1	77,9	73,4	69,6	65,9	62,5	59,3	56,5	54,0
Velaton arvo DCF		95,0										
- Korolliset velat		-6,0										
+ Rahavarat		3,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,2										
Oman pääoman arvo DCF		89,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,03										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	14,30	9,85	8,90	8,30	9,48	9,70	9,70	9,70
Markkina-arvo	116	80	72	67	77	78	78	78
Yritysarvo (EV)	125	88	75	70	79	78	76	74
P/E (oik.)	105,2	248,2	15,1	83,5	15,7	18,2	16,1	15,3
P/E	105,2	neg.	17,5	83,5	19,0	19,2	16,1	15,3
P/Kassavirta	-57,8	19,2	9,4	23,2	22,1	12,1	13,0	13,0
P/B	3,9	3,0	2,5	2,5	2,7	2,7	2,6	2,5
P/S	1,3	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,4	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	22,5	10,9	7,1	11,6	7,8	7,9	7,6	7,3
EV/EBIT	62,1	65,0	12,0	45,5	13,0	12,2	11,5	10,7
Osinko/tulos (%)	183,9 %	-211,8 %	68,8 %	352,2 %	80,3 %	89,3 %	82,8 %	86,5 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,5 %	3,9 %	4,2 %	4,2 %	4,6 %	5,2 %	5,7 %

Lähde: Inderes

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 esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja 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 jakaumaan 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 yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	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 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**