

Marimekko

Seurannan aloitus

6/2016

inde
res.

Pieni globaali design-yhtiö

Aloitamme Marimekon seurannan 7,3 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella.

Marimekko tunnetaan ennen kaikkea väreistä ja kuvioista

Marimekko on vuonna 1951 perustettu tekstiili- ja vaatetusalan design-yritys, jonka liikevaihto vuonna 2015 oli 95,7 MEUR ja liikevoitto 1,5 MEUR. Marimekolla on kolme tuotelinjaa 1) Muoti 2) Kodintuotteet 3) Laukut ja asusteet. Yhtiö käyttää kaikissa tuotteissaan väreistä ja kuvioista tunnettua muotokieltään ja saa sitä kautta leveroitua vahvan brändinsä hinnoitteluvoimaa moneen eri tuoteryhmään. Yhtiön tuotteita myydään noin 40 maassa ja yhtiön oma verkkokauppa tavoittaa asiakkaita 13 maassa. Tuotteet valmistetaan pääosin alihankkijaverkoston avulla Euroopassa ja Aasiassa, mutta Suomi on myös yhtiölle tärkeä valmistusmaa. Tärkein myyntikanava tuotteille on Marimekko-myymälät, joita oli vuoden 2015 lopussa 153 kpl. Näistä 55 oli yhtiön omia ja loput jälleenmyyjäomisteisia.

Digitalisaatio ja kansainvälinen kilpailu mullistavat toimialaa

Vähittäiskaupan digitalisaatio ja kansainvälinen kilpailu ovat viime vuosina tuoneet haasteita Marimekon kannattavuudelle. Yhtiön päämarkkinalle Suomeen on jalkautunut 2000-luvulla jatkuvasti uusia muotialan toimijoita, joiden kanssa paikalliset yhtiöt eivät ole aiemmin joutuneet kilpailemaan. 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 toimijalle mahdollisuuden kansainvälistymiseen, mutta varjopuolena yhtiö joutuu kohtaamaan nyt ennennäkemättömän kovaa kilpailua.

Kansainvälistymisstrategia on paisuttanut kulurakennetta

Marimekko on tehnyt vahvoja kansainvälistymisponnisteluja viimeisen kymmenen vuoden aikana etenkin Aasian-Tyynenmeren ja Pohjois-Amerikan alueelle ja saanut sitä kautta vähennettyä Suomi-riippuvuuttaan. Vuoden 2015 liikevaihdosta 45 % tuli Suomen ulkopuolelta, kun vuonna 2004 luku oli 22 %. Kasvustrategia nojaa tällä hetkellä vahvasti Aasian-Tyynenmeren alueeseen, sillä päämarkkina-alueella Suomessa liikevaihto on yhä kymmenen vuoden takaisella tasolla ja kasvu muuttuu heikon taloustilanteen ja kansainvälisen kilpailun lisääntyessä yhä vaikeammaksi. Kansainvälistymisstrategia on vaatinut omien myymälöiden ja uusien maaorganisaatioiden perustamista alueille, joissa yhtiö ei ole aiemmin toiminut. Tämä on kasvattanut konsernin kiinteitä kuluja selvästi liikevaihdon ja myyntikatteen kasvua nopeammin, minkä takia kasvu ei ole ollut (ainakaan vielä) yhtiölle kannattavaa. Kasvua on hankittu turhan kovalla hinnalla, josta näyttönä on lähes koko 2000-luvun trendinomaisesti laskenut tulos.

Arvostus historiallisen tason ja verrokkiryhmän yläpuolella

Vuosi 2016 tulee olemaan Marimekolle uuden rakentamisen ja tehokkuuden parantamisen vuosi. Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon olevan vuoden 2015 tasolla ja liikevoiton ilman uudelleenjärjestelykuluja olevan edellisvuotta korkeampi. Odotamme liikevaihdon olevan 97,3 MEUR (2015: 95,7 MEUR) ja raportoidun liikevoiton 2,7 MEUR (1,5 MEUR). Tulostaso on yhtiön potentiaaliin nähden heikolla tasolla ja arvostuskertoimet tästä syystä korkeat. Kuluvan vuoden ennusteillamme EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat korkeat 19x ja 39x, kun kansainvälisen verrokkiryhmän arvostustaso on selvästi matalampi (EV/EBIT 15x, P/E 20x). Marimekon osinkotuotto 4,5 % on verrokkiryhmän (2,4 %) yläpuolella.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä

Tavoitehinta: 7,3 €



Edellinen päätös

7,75 EUR

12 kk vaihteluväli

6,06-10,0 EUR

Potentiaali

-5,8 %

Avainluvut

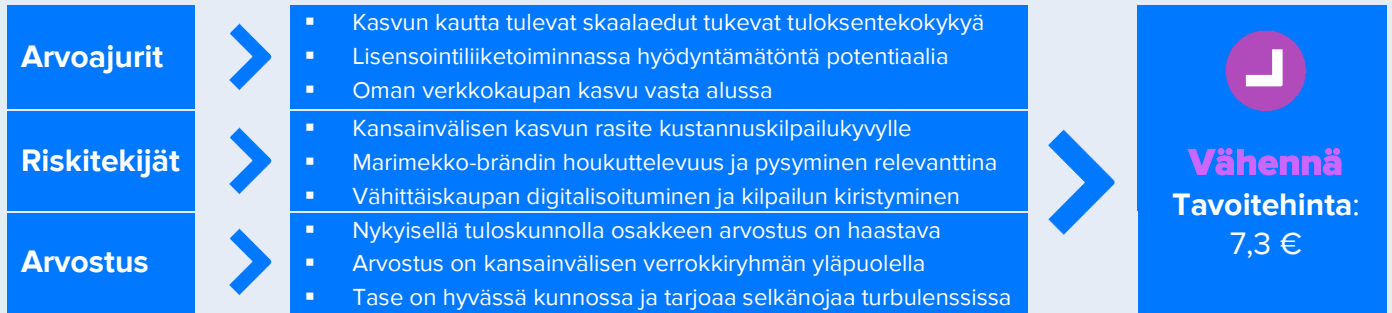
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	95,7	97,3	99,0
-kasvu-%	1,6 %	1,7 %	1,8 %
EBIT	1,5	2,7	5,0
-EBIT-%	1,6 %	2,8 %	5,1 %
Tulos ennen veroja	1,3	2,5	4,8
Nettotulos	0,8	1,6	3,4
EPS	0,10	0,30	0,42
-Osinkosuhde	352 %	176 %	91 %

P/E	83,5	39,1	18,7
P/B	2,5	2,4	2,4
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/EBIT	45,5	19,0	13,5
EV/EBITDA	11,6	8,7	7,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto	4,2 %	4,5 %	4,9 %

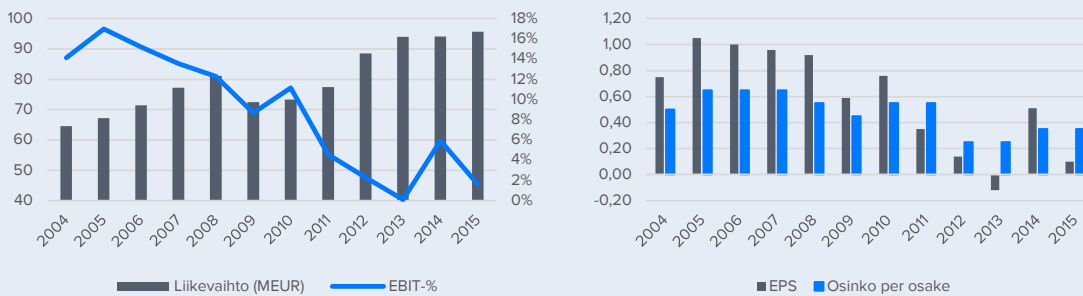
Lähde: Inderes

Marimekko yhteenveto

Sijoitusnäkemys



Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Marimekko

Liikevaihdon jakauma 2015



Lähde: Marimekko

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Marimekko yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Marimekko-myymälät	9
Historiallinen kehitys.....	10
Kulurakenteen kehittyminen.....	13
Toimintaympäristö ja kilpailutilanne	14
Marimekko vs. verrokkiryhmä	17
Tavoitteet ja strategia.....	19
Taloudellinen tilanne, ennusteet ja arvostus	21
Arvostus suhteessa kansainvälisiin verrokkiyhtiöihin	27
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	28
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä	29
Vastuuvapauslauseke	30

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

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 sisustustekstiileistä astioihin. Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto oli 95,7 MEUR (2014: 94,2 MEUR), liikevoitto 1,5 MEUR (2014: 5,6 MEUR) ja henkilöstö keskimäärin 460. Yhtiön tärkein myyntikanava on Marimekko-myymälät, joita oli vuoden 2015 lopussa yhteensä 153 kpl. Näistä omia vähittäismyyvälöitä oli 55 kpl ja jälleenmyyjäomisteisia 98 kpl. Marimekon tuotteita myydään noin 40 maassa ja yhtiön verkkokauppa tavoittaa asiakkaita 13 maassa. Keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Yhtiökuvaus

Pieni yhtiö globaaleilla markkinoilla

Marimekko-konsernin liikevaihto vuonna 2015 oli 95,7 MEUR (2014: 94,2 MEUR). Suomessa liikevaihtoa kertyi 52,7 MEUR ja kansainvälinen liikevaihto oli 43,0 MEUR. Marimekko julkaisee myös arvioita kaikkien Marimekko-tuotteiden mynnistä kuluttajahinnoin mitattuna ja käyttää siitä termiä ”brändimyynti”. Marimekon ilmoittama brändimyynti vuonna 2015 oli 185,5 MEUR (2014: 186,8 MEUR). Brändimyynti lasketaan lisäämällä yhtiön oman vähittäiskaupan liikevaihtoon muiden jakelijoiden arvioitu Marimekko-tuotteiden vähittäismyyntiarvo.

Marimekko toimii erittäin kilpailulla globaalilla kuluttajamarkkinalla. Yhtiö luokittelee itsensä Lifestyle-brändiksi, mikä tarkoittaa keskittymistä sekä vaatetukseen että kodinmallistoihin eli lähestulkoon kaikkeen mitä ihminen pukee päälleen tai millä hän sisustaa kotiaan.

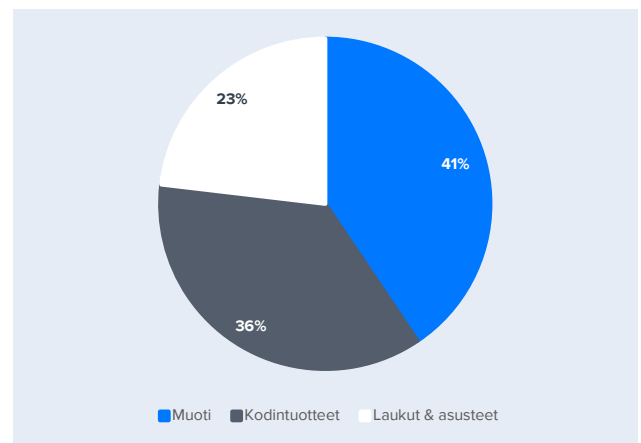
Virallisesti Marimekko luokitellaan tekstiili- ja vaatetusalan yhtiöksi. Muodin sisällä Marimekko kuuluu Contemporary-segmenttiin, joka kertoo tietystä premium-hinnoittelusta, mutta ei kuitenkaan yllä luksuksen puolelle. Marimekon vahvuuksia tällä markkinalla ovat brändin vahva perintö, tunnistettava muotokieli (värit ja kuviot) sekä näiden leveroiminen moneen eri tuotekategoriaan esim. vaatteet, asusteet, laukut jne. Sisustuspuolella Marimekko toimii kodintuotetoimialla, joka pitää sisällään mm. astiat, aterimet, liinavaatteet, pöytäliinat, verhot jne. 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 kaikki Marimekon metreittäin myytävät sisustuskankaat ja osa vaatteissa, laukuissa ja keittiötekstiileissä käytettävistä kankaista. Sen lisäksi yhtiöllä on kattava valmistajaverkosto, joka tekee tuotteita alihankintana Euroopassa ja Aasiassa. Marimekon tuotteita myydään noin 40 maassa pääasiassa omien vähittäismyyvälöiden tai jälleenmyyjäomisteisten myymälöiden kautta. Yhtiön oma verkkokauppa tavoittaa asiakkaita 13 maassa.

Muoti on yhtiön päätuotelinja

Marimekolla on kolme tuotelinjaa: 1) Muoti 2) Kodintuotteet 3) Laukut & asusteet. Näistä suurin on Muoti, joka toi vuonna 2015 noin 41 % konsernin liikevaihdosta. Muoti-tuotelinja sisältää vaatteita pääasiassa naisille. Joitain tuotteita tehdään myös miehille ja lapsille. Toiseksi suurin tuotelinja on Kodintuotteet, joka toi vuonna 2015 noin 36 % konsernin liikevaihdosta. Kodintuotteet-tuotelinja sisältää kankaita, sisustus-, keittiö-, makuu- ja kylpyhuonetuotteita. Laukut & asusteet -tuotelinja toi vuonna 2015 noin 23 % konsernin liikevaihdosta. Tämä tuotelinja sisältää mm. huiveja, koruja, hattuja, kenkiä, lompakoita, käsilaukkuja, reppuja, meikkipusseja jne.

Liikevaihto tuotelinjoittain 2015



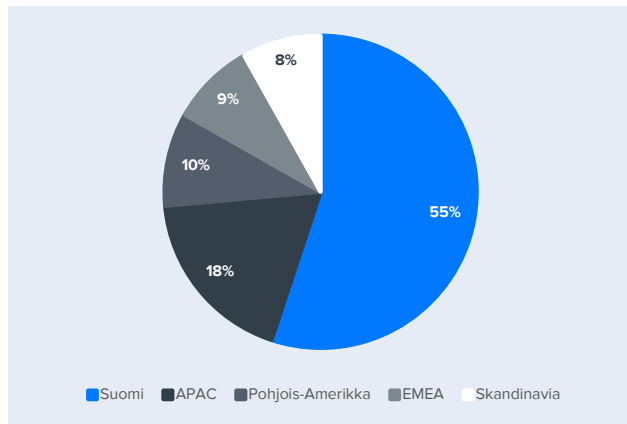
Lähde: Marimekko

Päämarkkina-alue on Suomi

Marimekon päämarkkina-alue on yhtiön perustamisesta lähtien ollut Suomi. Vuoden 2015 liikevaihdosta 55 % eli noin 53 MEUR tuli Suomesta. Liikevaihdolla mitattuna yhtiön toiseksi suurin markkina-alue on Aasia-Tyynenmeren alue (APAC), joka toi vuoden 2015 liikevaihdosta 18 % eli noin 17 MEUR. Aasian-Tyynenmeren alueella varsinkin Japani on yhtiölle merkittävä yksittäinen markkina. Kolmanneksi suurin

markkina-alue on Pohjois-Amerikka, josta liikevaihtoa kertyi viime vuonna noin 9 MEUR eli 10 % konsernin liikevaihdosta.

Liikevaihto markkina-alueittain 2015

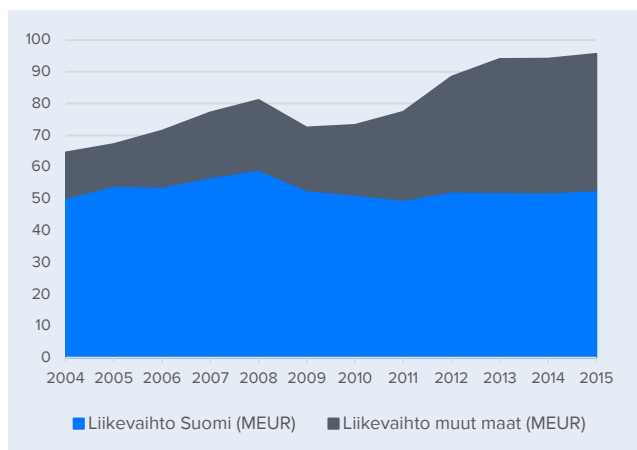


Lähde: Marimekko

Viimeisen kymmenen vuoden aikana Marimekko on tehnyt vahvoja kansainvälistymisponnisteluja etenkin 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 2011-2012 aikana, kun yhtiö kaksinkertaisti myymälöidensä ja shop-in-shopien määrän Pohjois-Amerikassa.

Vuoden 2015 liikevaihdosta jo 45 % 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 (2004: 50,2 MEUR) ja kasvu kotimarkkinalla näyttää muuttuvan heikon taloustilanteen ja kansainvälisen kilpailun lisääntyessä yhä vaikeammaksi.

Liikevaihto markkina-alueittain 2004-2015



Lähde: Marimekko

Marimekko-myymälät tärkein myyntikanava

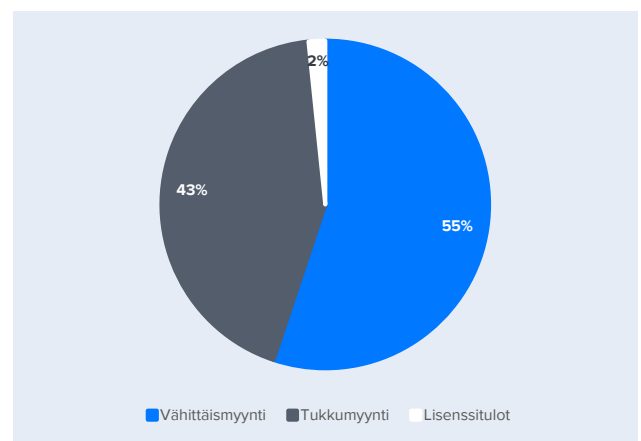
Marimekon vuoden 2015 liikevaihdosta suurin osa (55 %) tuli vähittäismyynnistä. Vähittäismyynniksi lasketaan kaikkien yhtiön omien myymälöiden kautta tapahtuva myynti eli Marimekon omien myymälöiden (43 kpl) sekä omien outlet-myymälöiden (12 kpl) kautta tapahtuva myynti.

Liikevaihdosta 43 % tuli tukkukaupasta, mikä tarkoittaa tukkumyyntiä jälleenmyyjäomisteisiin Marimekko-myymälöihin ja jälleenmyyjäomisteisiin shop-in-shopeihin sekä muihin myyntikanaviin (esim. tavaratalot).

Liikevaihdosta 2 % tuli lisenssimyynnistä. Marimekolla on brändiyhteistyötä ja lisensointiliiketoimintaa monien muiden tunnettujen yhtiöiden kanssa, joista viimeisimpänä esimerkkinä on keväällä 2016 nähty yhteistyö amerikkalaisen Target-kauppaketjun kanssa. Yhteistyössä Marimekko antoi lisenssimaksua vastaan Targetin käyttöä Marimekon nimeä ja kuvioita tuotteissa, joiden valmistuksesta ja markkinoinnista Target vastasi. Muita tunnettuja yhteistyökuvioita Marimekolla on ollut viime vuosina mm. Finnairin, Converse 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 suojeluvain mihin tuotteisiin ja minkälaisissa yhteyksissä Marimekon kuvioita ja nimeä voidaan käyttää, ettei brändi pääse ”romuttumaan”.

Liikevaihto myyntikanavoittain 2015



Lähde: Marimekko

Marimekko on viime vuosina panostanut myös verkkokauppaliiiketoimintaansa, mutta sitä kautta tulevaa liikevaihtoa yhtiö ei ole tiedottanut markkinoille. Verkkokaupan kautta tapahtuva myynti on arviomme mukaan vielä hyvin pientä (0-10 % liikevaihdosta). Vuoden 2015 aikana Marimekko laajensi verkkoliiketoimintaansa

avaamalla verkkokaupan Ranskassa, Isossa-Britanniassa, Saksassa, Italiassa, Espanjassa, Alankomaissa, Belgiassa ja Norjassa. Näiden maiden lisäksi yhtiöllä oli verkkokauppa auki jo Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Yhdysvalloissa. Vuoden 2016 alussa Marimekko laajensi verkkokauppaliiketoimintaansa avaamalla verkkokaupan Australiassa ja nyt yhtiön oma verkkokauppa palvelee asiakkaita 13 maassa.

Liiketoimintamalli

Suunnittelu ja tuotekehitys

Tuotesuunnittelu on Marimekon liiketoiminnan ytimessä. Marimekon visio on olla maailman arvostetuin kuviosuunnittelija ja yksi kiehtovimmista designbrändeistä. Yhtiö 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 inspiroivia paikkoja, joissa ne pystyvät aistimaan ns. ”Marimekko-hengen” ja myymälät ovat usein ainoa konkreettinen paikka, jossa Marimekolla on mahdollisuus luoda asiakkaaseen kirkas brändiviesti ja yhtiön haluama tunnejälki.

Hankinta ja valmistus

Suomi on Marimekolle edelleen merkittävä valmistusmaa, vaikka yhtiö on viime vuosina ulkoistanut laatu- ja kustannussyistä paljon tuotantoa ulkomaille. Marimekon omassa kangaspainossa Herttoniemessä painetaan kaikki Marimekon metreittäin myytävät sisustuskankaat ja osa vaatteissa, laukuissa ja keittiötekstiileissä käytettävistä kankaista. Painokangas ja siihen liittyvä suunnitteluosaaminen ovat aina olleet Marimekon liiketoiminnan ydin. 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.

Ruotsissa valmistetaan Marimekon tarjottimia ja leikkuulautoja. Portugalissa valmistetaan sukkia, paitoja, pyjamia, pyyhkeitä ja vuodevaatteita. Italiasta hankitaan merkittävä osa Marimekon vaatetuksen kankaista. Unkarissa valmistetaan laukkuja. Turkista hankitaan Herttoniemeen kangaspainoon pohjakangasta. Virossa ommellaan

Marimekon keittiötekstiilejä, laukkuja ja trikootuotteita. Liettuassa ommellaan valtaosa Marimekon vaatteista. Liettuassa valmistetaan esim. mekkoja, paitoja, housuja ja takkeja. Intiassa valmistetaan Marimekon värikkäitä huiveja, laukkuja, lompakoita, koruja ja vuodevaatteita. Pakistanissa valmistetaan vuodevaatteita. Kiinassa valmistetaan Marimekon neuleita, silkkipaitoja ja -mekkoja sekä takkeja. Myös sateenvarjot ja teknisemmät laukkusarjat valmistetaan Kiinassa. Taiwanissa valmistetaan Marimekon suihkuverhot. Thaimaassa valmistuvat Marimekon Oiva-astiat ja Sukat-makkaralla -lasituotteet. Vietnaminassa valmistetaan aterimia.

Hankintaa ohjaavat Marimekon vastuullisen hankinnan periaatteet ja toimintaohjeet toimittajille. Tavarantoimittajien kanssa solmittavat ostosopimukset sitovat tavarantoimittajan kansainvälisten toimintaperiaatteiden noudattamiseen. Toimintaperiaatteiden noudattamista valvotaan omien tehdasvierailujen yhteydessä. Euroopan ulkopuolella tehdastarkastuksia tekevät myös ulkopuoliset, niihin erikoistuneet riippumattomat tarkastajat.

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.

Arviomme mukaan yksi merkittävä haaste Marimekon kannattavuuden kehittämisessä liittyy hankintaketjun tehokkuuteen. Skaalaedut hyödyttävät alalla toimivia isoja pelureita, minkälaiseksi Marimekkoa ei voida kategorisoida. Isojen pelureiden etu on suuret tilattavat volyymit, joiden kautta he saavat hyvän neuvotteluaseman sopimusvalmistajiin päin ja sitä kautta paremmat ehdot ja hinnat toimituksille. Marimekon tulisi tilata isompia volyymeita, jotta se saisi samanlaisen kohtelun, mutta se vaatisi ensiksi yhtiön myyntivolyyymien merkittävää kasvua nykytasolta. Sitä ei ainakaan tässä taloustilanteessa ja viime vuosien kasvulukujen perusteella näytä tapahtuvan aivan lähitulevaisuudessa.

Jos huomioidaan se kasvuvauhti, 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 kehittää operatiivista toimintaa ja luoda kansainvälisen liiketoiminnan vaatima organisaatio, jonka kustannukset ovat nyt enemmänkin rasittaneet yhtiön kilpailukykyä.

Markkinointi ja jakelu

Marimekon strategian ytimessä on Marimekko-myymälät. Myymälät ovat yhtiön tärkein markkinointikanava ja niiden tehtävä on tuoda Marimekon brändiä tunnetuksi kuluttajille. Marimekon jakeluverkosto koostuu omista vähittäismyymlöistä, jälleenmyyjäomisteisista Marimekko-myymlöistä sekä muista jälleenmyyjistä, joihin kuuluu niin

erikoisliikkeitä kuin tavaratalojakin. Yhtiö panostaa yhä enemmän myös omaan verkkokauppaansa ja pitää sitä yhtenä Marimekon tärkeistä omista ”myymälöistä”. Marimekon digitaalisten myyntikanavien merkitys tulee arviomme mukaan tulevaisuudessa kasvamaan merkittävästi nykyiseltä tasoltaan ja yhtiö onkin viimeisen parin vuoden aikana laajentanut verkkokauppaansa moniin uusiin maihin. Tätä kehitystyötä varten yhtiö palkkasi alkuvuonna 2016 uuden digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan tuomaan digitaalisuuden laajemmin osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Myymäläverkoston laajentamisen pääpaino on nykyään jälleenmyyjäomisteisten Marimekko-myyvälöiden avaamisessa erityisesti Aasian-Tyynenmeren alueella. Yhtiö on ilmaissut tavoitteekseen avata vuonna 2016 noin 10-20 uutta Marimekko-myyvälää, joista 1-2 olisi yhtiön omia myymälöitä. Jälleenmyyjäomisteisten myymälöiden avulla laajeneminen on järkevä kasvutyyli, sillä se ei vaadi yhtiöltä merkittäviä pääomia ja yhtiö kykenee näin ulkoistamaan osan riskistä ja paikallisen asiantuntemuksen myynti/markkinointi-asioissa paikalliselle kumppanille. Tunnettuuden ja uskottavuuden kasvattamisen kannalta yhtiö pitää auki suuria lippulaivamyyvälöitä hienoilla ja kalliilla paikoilla esim. New Yorkissa. Kun yhtiö näyttytyy suurissa kaupungeissa näkyvillä paikoilla, auttaa se luomaan liiketoimintaa erilaisten kumppaneiden kanssa, joille tällaiset asiat ovat tärkeitä. Lippulaivamyyvälöitä voidaan joskus pyörittää jopa tappiollisina, jos niissä nähdään markkinoinnillisesti ”stand-alone” arvoa suurempi tarkoitus.

Marimekko-myyvälöitä on avautunut viime vuosina tiuhaan tahtiin. Vuonna 2015 yhtiö avasi 18 uutta Marimekko-myyvälää (4 omaa, 9 jälleenmyyjäomisteista ja 5 shop-in-shopia). Avatuista myymälöistä yhdeksän sijoittui Aasia-Tyynenmeren alueelle, mikä on yhtiölle tärkeä strateginen kasvualue. Vastapainona avatuille myymälöille vuoden aikana sulkeutui yhteensä kahdeksan myymälää ja shop-in-shopia. Kun Marimekolla vuonna 2006 oli yhteensä 27 myymälää tai shop-in-shopia Suomen ulkopuolella, niin vuoden 2015 lopussa ulkomailla olevia myymälöitä tai shop-in-shopeja oli jo 92 kappaletta.

Myymälät ja shop-in-shopit 31.12.2015

	Omat myymälät	Omat outlet-myyvälät	Jälleenmyyjä-myyvälät	Jälleenmyyjä shop-in-shopit	Yhteensä
Suomi	25	11	16	10	62
Skandinavia	8	-	-	3	11
EMEA	2	-	2	-	4
P-Amerikka	4	1	2	17	24
APAC	4	-	44	4	52
Yhteensä	43	12	64	34	153

Lähde: Marimekko

Vuoden 2015 lopussa Marimekolla oli yhteensä 43 omaa Marimekko-myyvälää ja 12 omaa outlet-myyvälää. Yhtiöllä oli siis yhteensä 55 myymälää, joiden liikevaihto laskettiin ns. vähittäismyyntiin. Yhtiö ilmoitti vuoden 2015 tilinpäätöksessään vähittäismyyntiin liikevaihdon olevan

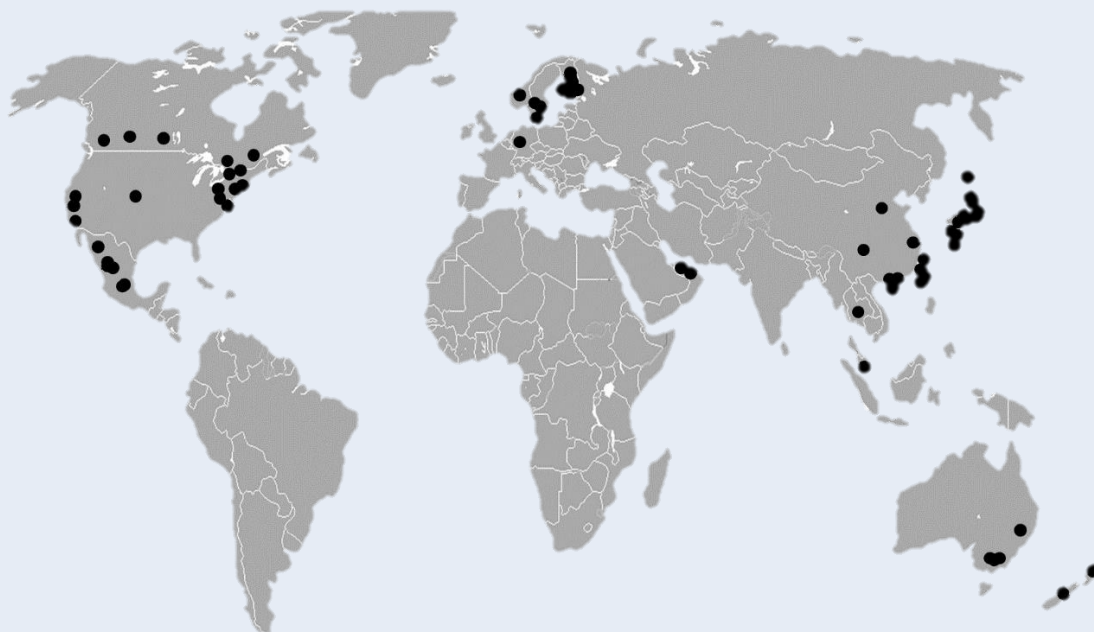
52,7 MEUR, joten nyrkkisääntönä voidaan sanoa Marimekon omien myymälöiden tuovan konsernille liikevaihtoa noin 1,0 MEUR per vuosi.

Myymälöissä luodun brändimielikuvan lisäksi Marimekko tekee myös kohtalaisen paljon muuta markkinointia. Marimekko käytti markkinointiin 5,1 MEUR vuonna 2015 (2014: 4,7 MEUR) eli noin 5 % liikevaihdosta. Yhtiö arvioi vuoden 2016 markkinointikustannusten olevan samalla tasolla tai alempana kuin vuonna 2015. Nämä kulut liittyvän kaikkeen markkinoinnilliseen tekemiseen esimerkiksi palkkoihin, kuvaamisiin, materiaalin tuotantoon, maksettuihin mainontaan esimerkiksi lehdistä tai muissa kanavissa, erilaisiin myymälöissä tapahtuviin aktiviteetteihin, brändiin liittyvään pr-työhön ja muihin tapahtumiin esimerkiksi muotinäytöksiin.

Marimekko luo arvokasta brändimielikuvaa ja suhteita ostajiin ja muotialan vaikuttajiin muotinäytöksissä. Yhtiö on painottanut sitä, että jos haluaa olla vakavasti otettava tekijä muotialalla, tulee yhtiön mallistojen oltava esillä alan tärkeissä tapahtumissa. Yhtiön tavoite uuden taiteellisen johtajan avulla viedä brändin uudistumistyötä eteenpäin juurinkin Muoti-segmentti edellä. Kun tämä osa-alue on kunnossa, on sen jälkeen helpompi lähteä kehittämään muodin ympärille muita segmenttejä. Marimekko oli keväällä 2016 esillä mm. Pariisin muotiviikoilla ja Milanon designviikolla, jonka lisäksi yhtiö järjesti jo 25. kerran muotinäytöksen Helsingin Esplanadin puistossa.

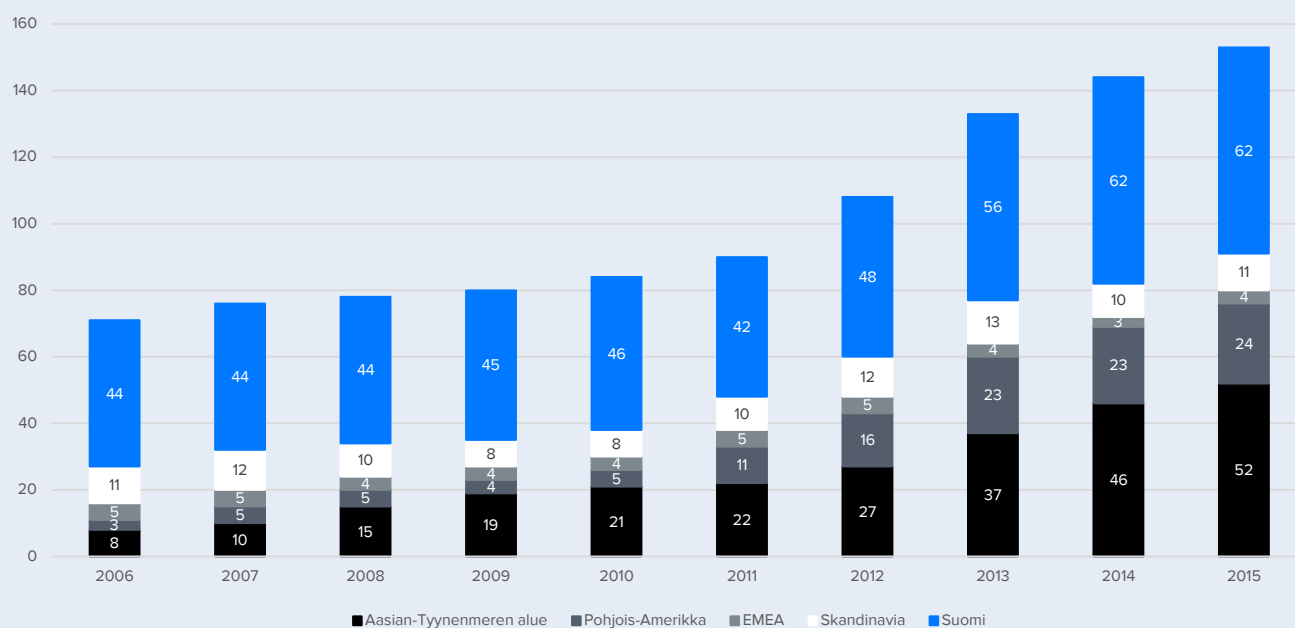
Marimekko-myymälät

Myymälät ja shop-in-shopit vuonna 2016



Lähde: Marimekko (havainnollistava kuva)

Myymäläverkoston kehittyminen 2006-2015



Lähde: Marimekko (sis. omat vähittäismyymälät, jälleenmyyjäomisteiset Marimekko-myymälät sekä yli 30m² shop-in-shopit).

Historiallinen kehitys

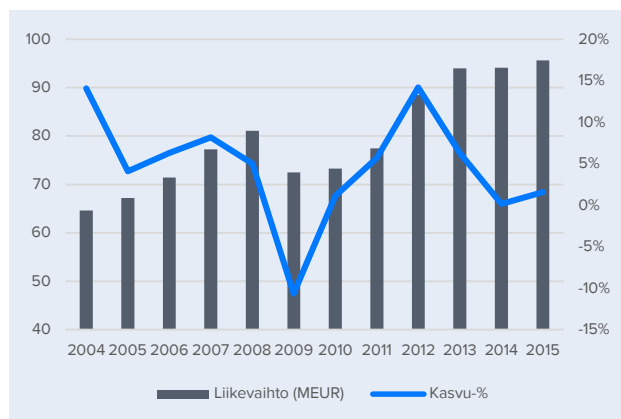
Marimekon liikevaihto vuonna 2015 oli 95,7 MEUR. Liikevaihdon vuotuinen kasvu (CAGR) on tarkastelujaksolla 2004-2015 ollut keskimäärin 3,6 %. Samalla ajanjaksolla myyntikate on ollut keskimäärin 62 % liikevaihdosta ja se on edennyt trendinomaisesti ylöspäin. Kansainvälisen laajentumisstrategian johdosta yhtiön kustannusrakenne on kasvanut nopeasti verrattuna liikevaihdon ja myyntikatteen kasvuvauhtiin ja siitä syystä Marimekon tuloskehitys on viimeisen kymmenen vuoden ajan ollut laskusuunnassa. Yhtiö on kuitenkin pysynyt voitollisena ja vahvan taseen turvin pystynyt maksamaan osinkoa joka vuosi. Viime vuosina yhtiö on maksanut osinkoa kuitenkin selvästi enemmän kuin mitä sen tuloksentekokyky olisi mahdollistanut, mikä ei ole pidemmässä juoksussa kestävä.

Liikevaihdon kasvu keskimäärin 3,6 %

Marimekon liikevaihto kasvoi 1,6 % vuonna 2015 ja oli 95,7 MEUR (2014: 94,2 MEUR). Kasvuja tukivat vuosina 2014 ja 2015 avattujen myymälöiden tuoma lisämyynti, Suomen outlet-myymälöiden ja verkkokaupan alennusvetoisen myynnin nousu sekä vahva Yhdysvaltain dollari. Tarkastelujaksolla 2004-2015 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on ollut noin 3,6 %. Kasvuja ovat ajaneet yhtiön kansainvälinen laajentumisstrategia ja aktiivinen myymäläverkoston kasvattaminen.

Marimekon tuotteita myydään noin 40 maassa. Myynti tulee laajalta maantieteelliseltä alueelta, minkä lisäksi tuotteet kattavat monta eri tuotekategoriaa ja asiakkaan keskiostos on kohtalaisen pieni. Nämä tekijät vähentävät liikevaihdon vuotuista vaihtelua ja riippuvuutta tietyn tuotekategorian tai markkinan menestyksestä. Liikevaihto onkin tarkastelujaksolla kehittynyt hyvin tasaisesti. Parhaimmillaan liikevaihto on kasvanut vuodessa 14,2 % (2012) ja heikoimmillaan se on supistunut 10,6 % (2009).

Liikevaihdon kehitys 2004-2015



Lähde: Marimekko

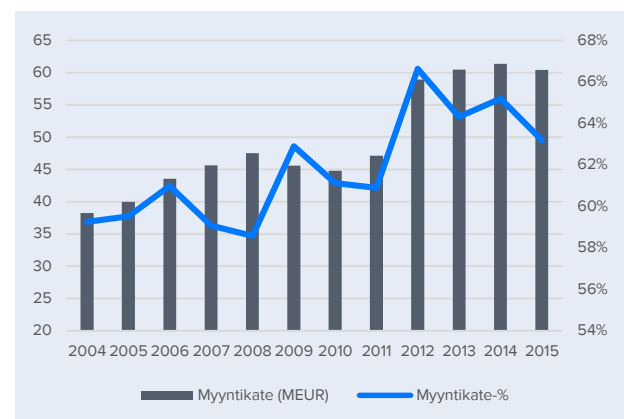
Myyntikate on kehittynyt suotuisasti

Marimekon myyntikate vuonna 2015 oli 60,4 MEUR (2014: 61,4 MEUR) eli 63,2 % liikevaihdosta (2014: 65,2 %).

Vertailuksi voidaan mainita eräiden tunnettujen muotialan yhtiöiden myyntikatteita vuodelta 2015: Burberry 70 %, Prada 72 %, Christian Dior 65 %, Salvatore Ferragamo 66 %, Kate Spade 61 % ja Hermes 66 %. Alempaan hintakategoriaan kuuluvan H&M:n myyntikate vuonna 2015 oli 57 % ja Zarasta tunnetun Inditexin myyntikate oli 58 %.

Em. yhtiöt eivät ole täysin vertailukelpoisia Marimekon kanssa esimerkiksi yrityksen kokoluokan, brändiposition, tuotekategorioiden, maantieteellisen sijoittautumisen ja myyntikanavien erilaisuuden kanssa, mutta vertailu antaa yleiskuvaa alalla toimivien yhtiöiden erilaisista tasoista.

Myyntikatteen kehitys 2004-2015



Lähde: Marimekko

Marimekko ei halua luokitella itseään luksus-segmenttiin, vaan yhtiö kokee toimivansa "premium contemporary"-luokassa. Tarkastelujaksolla vuosien 2004-2015 aikana Marimekon myyntikate on ollut keskimäärin 62 % liikevaihdosta ja se on vaihdellut 59-67 %:n välillä. Myyntikate-% on siten vaihdellut vuosien varrella juurikin edellä mainittujen halvemman ja luksus-kategorian välimaastossa ja edennyt tarkastelujaksolla trendinomaisesti ylöspäin. Nousevan trendin perusteella voisi tulkita yhtiön tahtotilaksi pyrkiä kohti hieman "korkeampaa" segmenttiä.

Myyntikatteen korkeahko taso ja myyntikateprosentin nousu katsauskauden aikana kertoo siitä, että Marimekko kykenee brändinsä avulla pitämään tuotteiden myyntihinnan (ja sitä

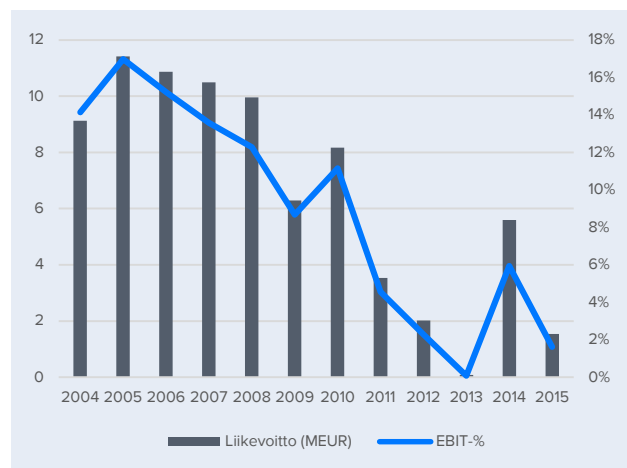
kautta myyntikateprosentin) korkealla tasolla ja silti kasvattamaan myyntiään. Viime vuosien aikana yhtiö on ulkoistanut paljon tuotantoa halvemman tuotannon maihin (mm. Taiwan, Portugali, Viro jne.) säilyttääkseen kustannuskilpailukykyä, ja samalla Suomen osuus valmistuksessa on pienentynyt. Tehokkaammalla hankinta- ja valmistustoiminnalla on myös ollut positiivinen vaikutus myyntikateprosentin nousuun, sillä tätä kautta myyntikateprosentti nousee, vaikka tuotteiden myyntihinnat pysyisivät paikoillaan.

Marimekko on viime vuosien aikana tuskailut sitä, että myynnin kasvu on painottunut lähinnä kampanjoiden, outlet-myymlöiden ja verkkokaupan alennusvetoisen myynnin kasvuun, mikä on osaltaan vaikuttanut negatiivisesti yhtiön tulokseen. Euromääräinen myyntikate on pysynyt liikevaihdon kasvusta huolimatta jotakuinkin paikoillaan viimeisen neljän vuoden ajan, joka johtuu osittain tästä syystä. Kuluttajakäyttäytymisen muutokset, kansainvälisen kilpailun kiristyminen vähittäiskaupassa ja digitalisaation luomat uudet tavat tehdä kauppaa vaikuttavat ostokäyttäytymiseen tällä hetkellä niin voimakkaasti, että ne tuovat haasteita pitää liikevaihtoa kasvussa tinkimättä suhteellisesta katetasosta. Marimekko ei suhtaudu kovin positiivisesti hintavetoisiin kampanjoihin, sillä ne haittaavat myyntikateprosenttia ja brändin hintamielikuvaa.

Liikevoiton kehitys on ollut heikkoa

Marimekon liikevoitto vuonna 2015 oli 1,5 MEUR (2014: 5,6 MEUR) eli 1,6 % liikevaihdosta (2014: 5,9 % liikevaihdosta). Yhtiö teki vielä 2000-luvun alussa yli 10 MEUR:n liikevoittoa vuositason ja EBIT-marginaali oli selvästi yli 10 %. Vuoden 2005 jälkeen EBIT-marginaali alkoi laskea ja finanssikriisin jälkeen vauhti kiihtyi jyrkästi lähelle nollatasoa. Heikoimmillaan liikevoitto kävi 0,1 MEUR:ssa vuonna 2013. Vuonna 2014 yhtiön tekemä poikkeuksellinen tuloshyppy johtui Suomen ja Yhdysvaltojen uudelleenjärjestelyistä ja kustannussäästöistä, kertaluonteisista kampanjoista Suomessa ja kasvaneista lisenssituotoista.

Liikevoiton kehitys 2004-2015



Lähde: Marimekko

Vuosien 2008-2009 finanssikriisin jälkeen Marimekko ei ole kyennyt palaamaan takaisin entisille liikevoittotasoihin, mikä johtuu arviomme mukaan kasvaneista kansainvälistymispanostuksista, digitalisaation ja kansainvälisen kilpailun tuomasta kilpailusta vähittäiskaupan alalla, kuluttajien kasvaneesta hintasensitiivisyydestä ja tottumisesta vähittäiskaupan alennusvetoisiin hintakampanjoihin. Kaikkia alan toimijoita eivät em. trendit ole haitanneet yhtä paljon, sillä muotialalla on edelleen toimijoita, jotka tekivät vuonna 2015 erittäin korkeita liikevoittomarginaaleja. Esimerkiksi Burberryn liikevoittomarginaali vuonna 2015 oli 19 %, Pradan 14 %, Christian Diorin 18 %, Salvatore Ferragamon 19 %, Hermesin 32 %, Kate Spaden 10 %, H&M:n 15 % ja Inditexin 18 %.

Marimekon pitkän aikavälin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu yli 10 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen, mutta viime vuosina tämä taso on tuntunut ylitsepääsemättömältä. Marimekon liikevaihto ja myyntikate-% ovat kasvaneet tasaisesti tarkastelujaksolla 2004-2015, joten heikko tuloskehitys ei siten ole selitettävissä näillä tekijöillä. Syyt löytyvät tuloslaskelman alemmilla riveillä eli yhtiön turhan kovaa vauhtia kasvaneesta kulurakenteesta.

Kasvustrategia on paisuttanut kulurakennetta

Marimekko on viime vuosien ajan toteuttanut aktiivista kansainvälistymisstrategiaa, joka on vaatinut uusien maaorganisaatioiden 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 siis ollut enemmän kiinni kasvaneista henkilöstökuluista, poistoista ja liiketoiminnan muista kuluista kuin siitä, että yhtiön liikevaihto tai myyntikate olisivat liikkuneet väärään suuntaan. Kasvua on näillä perusteilla hankittu (ainakin tähän mennessä) liian kovalla hinnalla.

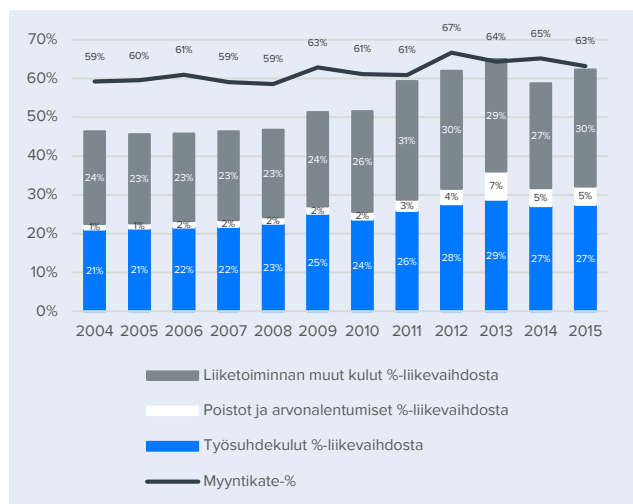
Yksi eniten tarkastelujaksolla 2004-2015 kasvaneista kulueristä on yhtiön *työsuhdekulut*. Kun vielä vuonna 2004 työsuhde-etuuksista aiheutuvat kulut olivat 21,1 % liikevaihdosta (13,6 MEUR), on luku noussut vuonna 2015 jo 27,4 %:iin liikevaihdosta (26,2 MEUR). Yhtiön on palkattu tarkastelujaksolla noin 85 uutta henkilöä (henkilöstö vuonna 2004: 375 ja vuonna 2015: 460), ja henkilöstökulut ovat samaan aikaan kaksinkertaistuneet.

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 vuonna 2015 30,2 %:iin (28,9 MEUR). Euromääräisesti henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut ovat kasvaneet 93 % ja 88 % sinä aikana, kun liikevaihto on kasvanut vain 48 % (2004-2015).

Myös *poistot ja arvonalentumiset* ovat kasvaneet merkittävästi. Verrattain pienen euromääräisen koon takia,

tämä rivi ei ole tuloslaskelmassa niin tärkeä kuin kaksi ensimmäistä kuluryhmää.

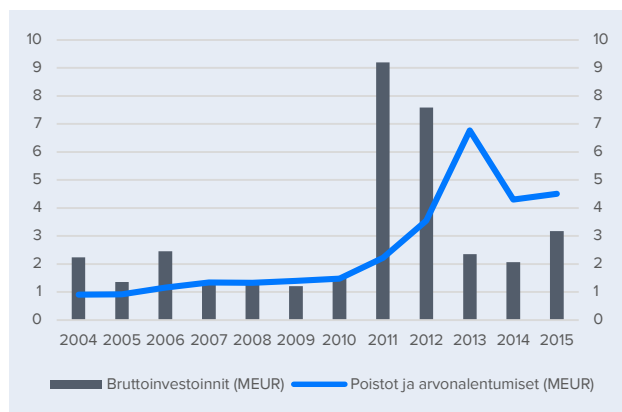
Kulurakenne ja myyntikate 2004-2015



Lähde: Marimekko

Pääasiassa myymälöiden rakentamiseen/kalustamiseen, Herttoniemen kiinteään omaisuuteen sekä IT:hen keskittyneet investoinnit ovat kasvattaneet konsernin poistotasoa huomattavasti, mikä on myös painanut tulosta. Euromääräiset poistot ovat viisinkertaistuneet vuoden 2004 tasolta (0,9 MEUR) vuoden 2015 tasolle (4,5 MEUR). Vuoden 2004 poistot olivat 1,4 % liikevaihdosta, kun vuonna 2015 taso oli noussut jo 4,7 %:iin. Tämä johtuu etenkin vuosien 2011 ja 2012 poikkeuksellisen suurista investoinneista, jotka olivat 9,2 MEUR ja 7,6 MEUR. Yhtiölle normaali investointitaso on noin 2-3 MEUR. Vuoden 2011 investointitasoa nostivat Herttoniemen painokoneinvestointi ja siihen liittyvät tilojen muutostyöt, verkkokauppanke, uusien myymälätilojen rakentaminen ja kalustehankinnat sekä tietojärjestelmien hankinnat ja kehittäminen. Vuoden 2012 tasoa nostivat uusien myymälöiden rakentaminen ja Herttoniemen kiinteistön kunnostaminen.

Investoinnit ja poistot 2004-2015

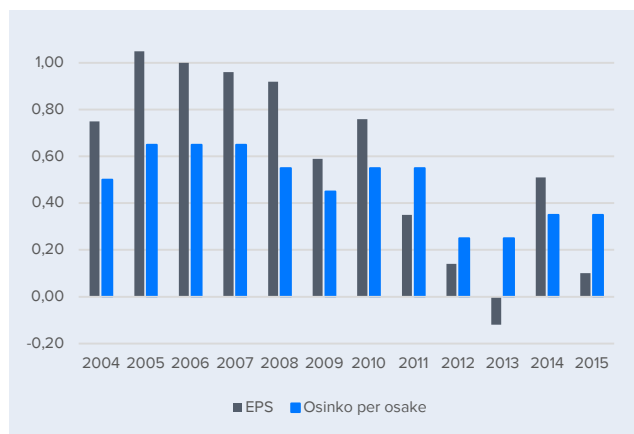


Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko

Marimekko teki vuonna 2015 osakekohtaista tulosta 0,10 euroa (2014: 0,51 euroa). Osinko on pysynyt kaksi viimeistä vuotta 0,35 euron tasolla. Tarkastelujakson 2004-2015 aikana Marimekko on tehnyt osakekohtaista tulosta yhteensä 7,01 euroa ja jakanut siitä osinkona ulos 5,75 euroa. Tämä tarkoittaa 85 %:n osingonjakosuhdetta pitkällä aikavälillä, mutta varsinkin viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on jakanut selvästi enemmän osinkoa ulos kuin mitä osakekohtaisen tuloksen perusteella olisi ollut varaa.

EPS:n ja osingon kehitys 2004-2015

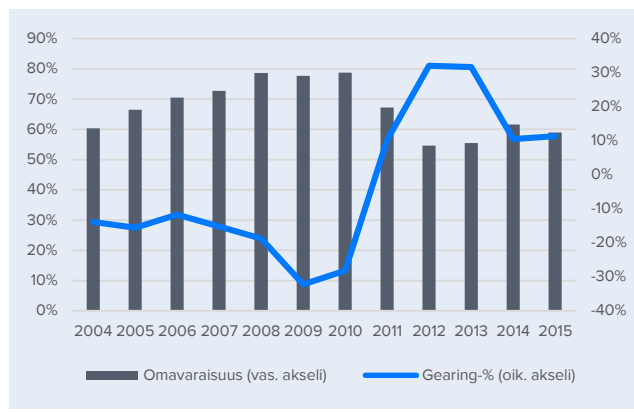


Lähde: Marimekko

Vahva tase on tarjonnut tukea vaikeina aikoina

Vahva tase on mahdollistanut viime vuosina yli 100 %:n osingonjakosuhteen, mutta pidemmässä juoksussa tämän taseeseen osinkoon ei yhtiöllä ole varaa, ellei kannattavuus parane viime vuosina nähdyiltä tasoilta. Vuoden 2015 omavaraisuusaste oli 59 % ja nettovelkaantumisaste (gearing) oli 11 %. Vuoden 2010 jälkeen taseen avainlukuissa on tapahtunut selvä korjausliike heikompaan suuntaan, mikä on johtunut heikosta tulokunnosta ja avokätisestä osingonjaosta.

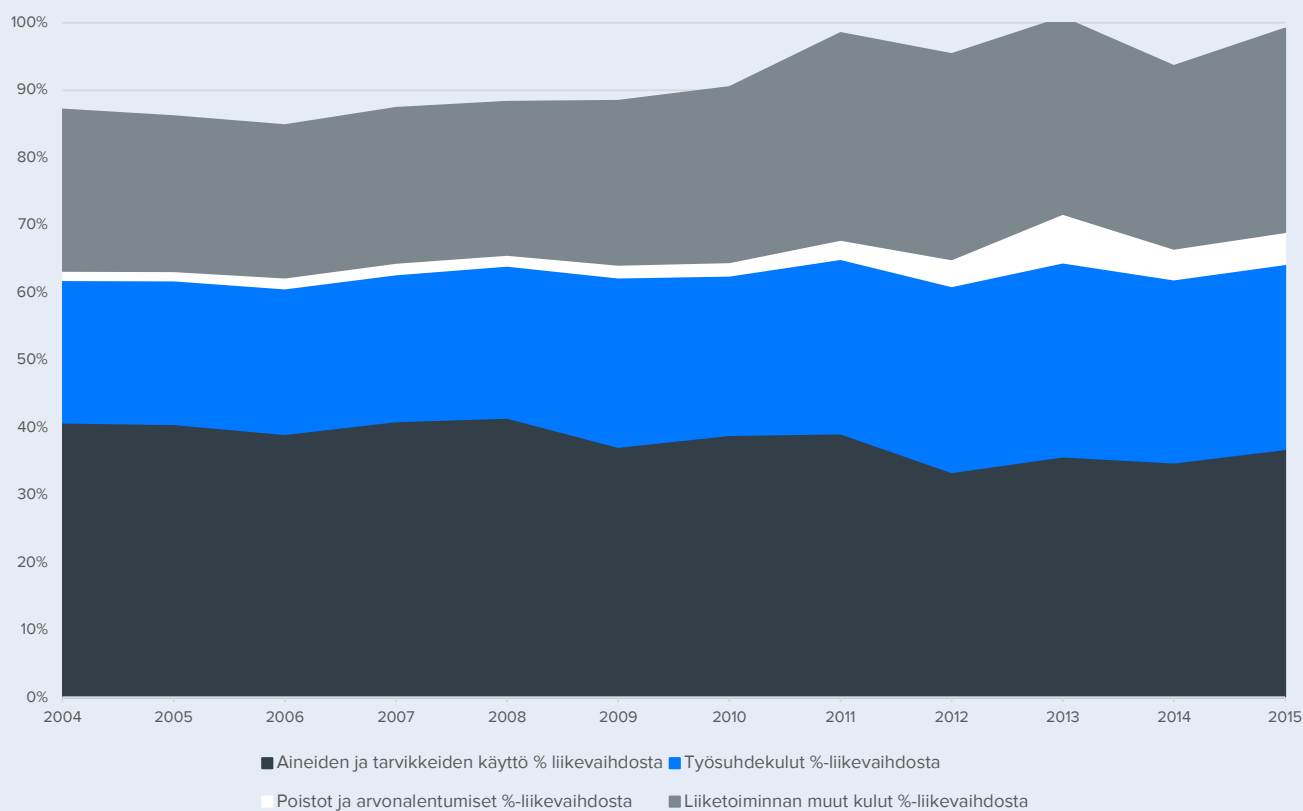
Omavaraisuusaste ja gearing-% 2004-2015



Lähde: Marimekko

Kulurakenteen kehittyminen

Kulurakenne 2004-2015



Lähde: Marimekko

Toimintaympäristö ja kilpailutilanne

Marimekko toimii erittäin kilpaillulla globaalilla kuluttajamarkkinalla. Yhtiö on tehnyt viimeisen kymmenen vuoden aikana isoja kansainvälistymisponnistuksia ja saanut sitä kautta vähennettyä Suomi-riippuvuuttaan. Noin 55 % liikevaihdosta tulee edelleen Suomesta, joten liiketoimintanäkymät ovat pitkälti sidottuna Suomen talouden ja vähittäiskaupan kehitykseen. Haastava maailmantalouden tilanne, vähittäiskaupan digitalisaatio, kansainvälinen kilpailu ja nopeasti muuttuvat trendit ovat kiristäneet tekstiili- ja vaatetusalan toimijoiden kannattavuustasoa viime vuosina. Kuluttajilla on yhä helpompi tutustua erilaisiin brändeihin ja ostaa tuotteita joka puolelta maailmaa, mikä on tuonut aivan uutta painetta suunnittelun, markkinoinnin, kustannustehokkuuden ja myyntikanavien hallinnalle. Tämä näkyy siinä, että kannattavuustasot ovat edelleen finanssikriisiä edeltävän tason alapuolella ja lähes kaikkien alan toimijoiden osakkeet ovat tarjonneet viime vuosina negatiivisia tuottoja. Lukuja vertailtaessa näkee, että Marimekko on kärsinyt tilanteesta enemmän kuin muut toimijat keskimäärin ja yhtiön kannattavuusluvut ovat tällä hetkellä verrokkiryhmän heikointa tasoa. Tästä syystä yhtiön osakkeen tuotto on myös jäänyt erittäin heikoksi.

Toimintaympäristö

Suomi on edelleen yhtiön tärkein markkina

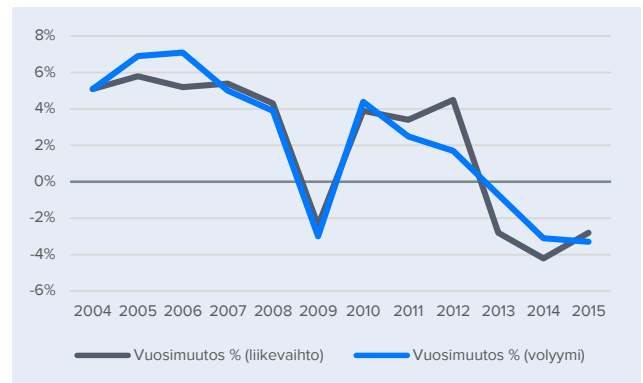
Marimekko toimii erittäin kilpaillulla globaalilla kuluttajamarkkinalla. Yhtiö on tehnyt vahvoja kansainvälistymisponnisteluja viimeisen kymmenen vuoden aikana etenkin Aasian-Tyynenmeren ja Pohjois-Amerikan alueella ja saanut sitä kautta vähennettyä Suomi-riippuvuuttaan. Suomi on kuitenkin edelleen Marimekon tärkein markkina-alue ja yhtiön liiketoimintanäkymät ovat hyvin pitkälti sidottuna Suomen talouden ja vähittäiskaupan kehitykseen.

Suomi toi vuonna 2015 55 % konsernin liikevaihdosta eli noin 53 MEUR. Marimekko kommentoi Q1-osavuositarkastuksessaan, että Suomessa kaupanalan suhdannetilanne on jatkunut selvästi tavanomaista heikompana, mutta seuraavan puolen vuoden näkymät ovat aiempaa paremmat ja suhdannelaskun arvioidaan päättyvän. Suomessa vähittäiskaupan luottamus oli maaliskuussa edelleen EU-maiden heikointa. Kuluttajien luottamus nousi huhtikuussa verrattuna alkuvuoden tasoon, mutta oli yhä edellisvuotta heikompi.

Lifestyle-tuoteportfolio kattaa monta toimialaa

Marimekko on virallisesti tekstiili- ja vaatetusalan yritys, mutta yhtiön Lifestyle-konseptin mukainen tuoteportfolio ylettyy nykyään myös sisustustuotteisiin ja muihin kodin tavaroihin. Näiden toimialojen kasvulukuja tarkastelemalla saa hyvän kuvan siitä, minkälaisessa toimintaympäristössä Marimekko tällä hetkellä toimii ja minkälaisessa ympäristössä se on joutunut viime vuosina toimimaan. Tilastokeskus erittelee Kaupan liikevaihtokuvaajan sisällä sekä Suomessa myytävien vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupan myyntilukuja sekä huonekalujen, sisustustuotteiden ja taloustavaroiden vähittäiskaupan myyntilukuja.

Vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa Suomessa



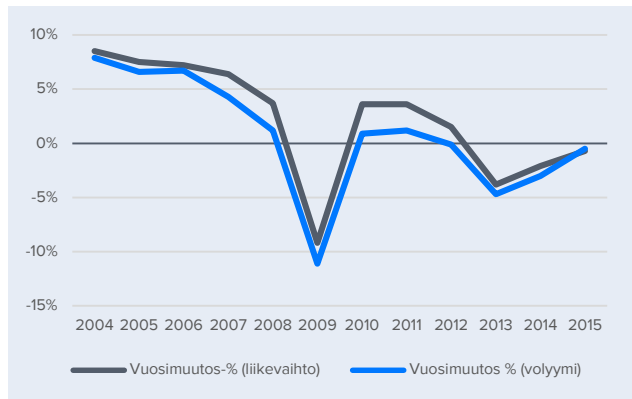
Lähde: Tilastokeskus

Viimeisten vuosien kehitys Suomen vähittäiskaupassa ja etenkin vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupassa ei ole ollut valoisaa. Viimeisen kolmen vuoden ajan markkinan keskimääräinen vuosimuutos on ollut sekä liikevaihdon että volyymin osalta negatiivista. Liikevaihdon myynnin määrää heikompi kehitys on johtunut hintojen laskusta. Vuosi 2016 on alkanut vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupassa myös synkästi, mikä tietää vaikeiden aikojen alalla jatkuvan. Tilastokeskuksen tuoreimpien lukujen mukaan vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskaupassa sekä liikevaihto että volyymin indeksi olivat 7 %:n laskussa tammikuussa ja 2 %:n laskussa helmikuussa vertailukauteen nähden.

Muodin, laukkujen ja asusteiden lisäksi Marimekon tuoteportfolioon kuuluu myös Kodintuotteita. Kodintuotteet ovat yhtiön toiseksi suurin tuotekategoria ja se toi vuonna 2015 noin 36 % konsernin liikevaihdosta. Kodintuotteet-tuotelinjan 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 em. vaatteiden ja jalkineiden vähittäiskauppa.

Huonekalujen, sisustus- ja taloustavaroiden vähittäiskauppa Suomessa



Lähde: Tilastokeskus

Kun katsotaan Marimekon liikevaihdon kehittymistä Suomessa tältä samalta ajalta, voidaan todeta, että yhtiö on kärsinyt huomattavasti Suomen heikosta taloustilanteesta ja vähittäiskaupan surkeista kasvuluvuista. Marimekon liikevaihto Suomessa vuonna 2004 oli 50,2 MEUR ja vuonna 2015 se oli 52,7 MEUR. Koko tarkastelujakson 2004-2015 aikana Marimekko on onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan Suomessa vain 5 %, 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 talousnäkymien ansiosta Marimekon kasvustrategia nojaa tällä hetkellä 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 panostaa sinne missä brändillä on valmiiksi hyvä tunnettuus ja luontaista kysyntää. Päämarkkina-alueella Suomessa liikevaihto on edelleen kymmenen vuoden takaisella tasolla ja kasvu muuttuu heikon taloustilanteen ja kansainvälisen kilpailun lisääntyessä yhä vaikeammaksi. Tässä mielessä Marimekko on tehnyt aivan oikein lähtiessään rohkeasti sellaisiin maihin, joissa pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat Marimekon liiketoiminnan näkökulmasta selvästi Suomen markkinoita paremmat.

Kasvua yhtiö hakee kansainvälistymisstrategiansa mukaisesti pääasiassa Aasian-Tyynenmeren alueelta, joka tuo 18 % konsernin liikevaihdosta. Alueen suurin markkina Marimekon näkökulmasta on Japani, mutta Kiinan talouden

kasvulukemat heijastuvat merkittävästi Marimekon muihin alueen toimintamaihin. Alueen talousnäkymien sijasta Marimekon tulevaisuuden kasvunäkymiä ajaa arviomme mukaan enemmänkin se, minkälaisia myymäläverkoston kasvattamispäätöksiä yhtiö päättää markkina-alueella tehdä ja miten Marimekon luontainen kysyntä pitää yhtiön kasvustrategian käynnissä.

Kilpailutilanne

Yhtiö kohtaa nyt ennennäkemätöntä kilpailupainetta

Vähittäiskaupan digitalisaatio, kansainvälinen kilpailu ja Marimekon voimakkaat kasvupäätökset 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 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 toimijalle mahdollisuuden kansainvälistymiseen, mutta varjopuolena yhtiö joutuu kohtaamaan nyt ennennäkemättömän kovaa kilpailua. Brändin houkuttelevuus, myymälän 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 tuloskehityksestä 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 vähittäiskaupassa ovat iskeneet Marimekon liiketoimintoihin.

Viime vuosien tulosvaroitukset ja yt-neuvottelut ovat johtuneet arviomme mukaan markkinatilanteen ja kilpailun kiristymisestä yhtiön ennakoimaa tasoa enemmän ja siitä, että kustannuskilpailukyky Suomessa ja kansainvälisen laajentumisen vaatimassa organisaation kasvattamisessa on jäänyt jälkeen siltä tasolta, mitä markkinoilla tällä alalla vaaditaan. Kilpailukyvyn puute johtuu pääosin Marimekon viime vuosina paisuneesta kiinteästä kulurakenteesta, minkä keventämiseksi yhtiö on alkanut tehdä toimenpiteitä.

Yhtiön tuoreimmat yt-neuvottelut päättyivät maaliskuussa 2016. Neuvottelut koskivat Marimekon kaikkia toimintoja Suomessa lukuun ottamatta vähittäismyymälöiden henkilöstöä. Toiminnan tehostaminen ja uudelleenjärjestely sekä ulkoistaminen koskivat yhteensä enintään 55

työtehtävää, joista vähintään 35 johtaa työtehtävien päättymiseen. Arviolta noin 15 henkilölle löytyy uusi työtehtävä ja noin 5 työtehtävää poistuu muiden sisäisten järjestelyjen johdosta. Toiminnan tehostamisesta ja uudelleenjärjestelystä toteutuva vuosittainen säästö on yhtiön mukaan noin 2,1 MEUR. Suurin osa säästöjen tulosvaikutuksesta näkyy vuoden 2016 toisesta neljänneksestä lähtien. Henkilöstövähennyksiin liittyen kirjattiin 0,8 MEUR:n uudelleenjärjestelyvaraus vuoden 2016 ensimmäiselle neljännekselle. Toimenpiteiden jälkeen saavutettu 2,1 MEUR:n vuotuinen säästö tulee yhtiölle tarpeeseen, sillä tulokunto on viime vuosina päässyt laskemaan erittäin heikolle tasolle.

Digitaalisuus muuttaa vähittäiskauppaa

Digitaalisuus tulee muuttamaan vähittäiskauppaa rajusti tulevaisuudessa ja lisäämään kilpailua edelleen eri toimijoiden välillä. 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 nyt panostaa tähän osa-alueeseen entistä vahvemmin. Yhtiö tiedotti keväällä palkanneensa uuden digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan (Chief Digital Officer), joka vastaa yhtiön digitaalisesta liiketoiminnasta mukaan lukien verkkokauppa sekä digitaalisuuden tuomisesta laajemmin osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Marimekko on jäänyt pahasti jälkeen verrokkiryhmän kannattavuustasoilta

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.

Marimekon myyntikate on pysynyt selvästi verrokkiryhmiä korkeammalla tasolla 64,2 % vs. 60,7 %. Tätä lukua katsoessa pitää myös muistaa, että katteet omassa vähittäiskaupassa täysin eri tasoilla kuin tukkukaupassa, joten yhtiöiden erilaiset painotukset tukku- ja vähittäiskaupan välillä vaikuttavat vertailukelpoisuuteen.

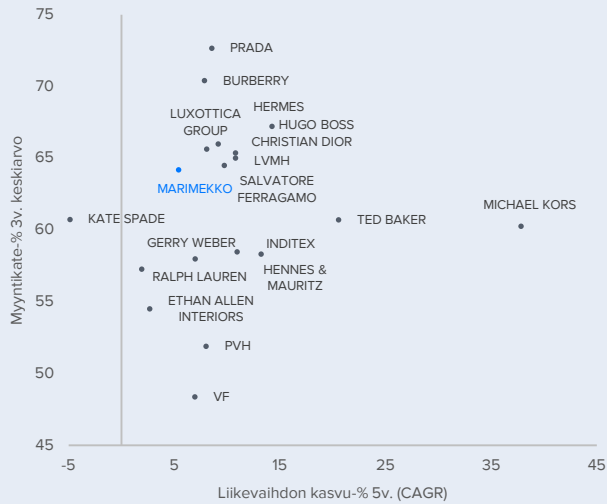
Sijoittajille tärkeät kannattavuusluvut eli käyttökate (EBITDA) ja oman pääoman tuotto (ROE) ovat olleet Marimekolla viime vuosina laskevassa trendissä ja ne ovat jääneet aivan kansainvälisen verrokkiryhmän alimpaan kastiin. Marimekon kolmen viime vuoden EBITDA-keskiarvo on ollut 8,5 %, kun

kansainvälisen verrokkiryhmän mediaani on ollut selvästi korkeampi 20,1 %. Myös oman pääoman tuotto (ROE) on Marimekolla jäänyt hyvin matalalle tasolle 4,7 %:iin, kun verrokkiryhmän mediaani on ollut kiitettävät 17,3 %.

Pitkän aikavälin tarkastelussa huomataan, että Marimekko on jo alun perin lähtenyt kannattavuusluvuissaan 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. Verrokkiryhmän käyttökatelukuja tarkastellessa huomataan, että keskimäärin yhtiöt ovat päässet vuonna 2009 tapahtuneen pudotuksen jälkeen takaisin lähelle 20 %:n käyttökateetasoa, mikä oli näille yhtiöille suunnilleen kriisiä edeltävä taso. Samalla ajanjaksolla Marimekon EBITDA-marginaali on puolittunut 15 %:n tasolta noin 7 %:n tasolle, mikä kuvaa sitä, että yhtiön on selvästi menettänyt suhteellista kilpailukykyään verrokkiyhtiöihin nähden.

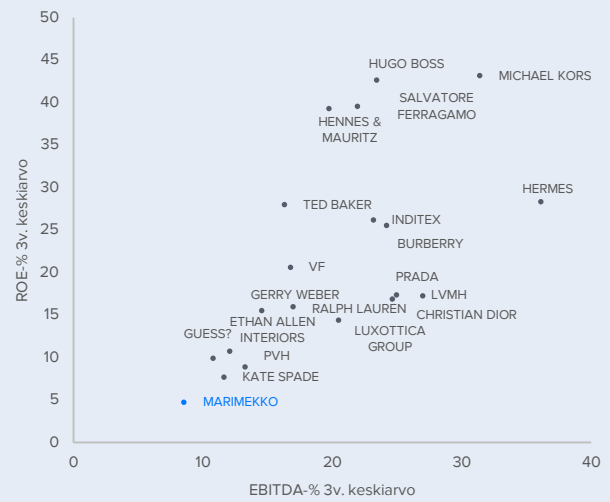
Marimekko vs. verrokkiryhmä

Verrokkiryhmän kasvu-% ja myyntikate-%



Lähde: Bloomberg

Verrokkiryhmän EBITDA-% ja ROE-%



Lähde: Bloomberg

Kasvu- ja kannattavuusluvut

Yhtiö	kasvu-% (5v. CAGR)	Myyntikate-% (3v. ka.)	EBITDA-% 3v. keskiarvo	ROE-% 3v. keskiarvo
MARIMEKKO	5,4	64,2	8,5	4,7
KATE SPADE	-4,9	60,7	11,6	7,7
LUXOTTICA GROUP	9,2	66,0	20,5	14,4
PVH	8,0	51,9	13,2	8,9
VF	6,9	48,4	16,7	20,6
CHRISTIAN DIOR	10,8	65,4	24,6	16,9
LVMH	10,8	65,0	24,9	17,4
ETHAN ALLEN INTERIORS	2,7	54,5	12,0	10,7
HENNES & MAURITZ	13,2	58,3	19,7	39,3
GERRY WEBER	7,0	58,0	14,5	15,5
HUGO BOSS	8,1	65,7	23,4	42,7
HERMES	14,2	67,2	36,1	28,3
GUESS?	-4,8	36,5	10,8	9,9
SALVATORE FERRAGAMO	9,7	64,5	21,9	39,6
RALPH LAUREN	1,9	57,3	17,0	16,0
TED BAKER	20,6	60,7	16,3	28,0
INDITEX	10,9	58,5	23,1	26,2
BURBERRY	7,9	70,4	24,2	25,5
PRADA	8,5	72,7	26,9	17,3
MICHAEL KORS	37,8	60,3	31,4	43,2
Mediaani	8,3	60,7	20,1	17,3
Keskiarvo	9,2	60,3	19,9	21,6

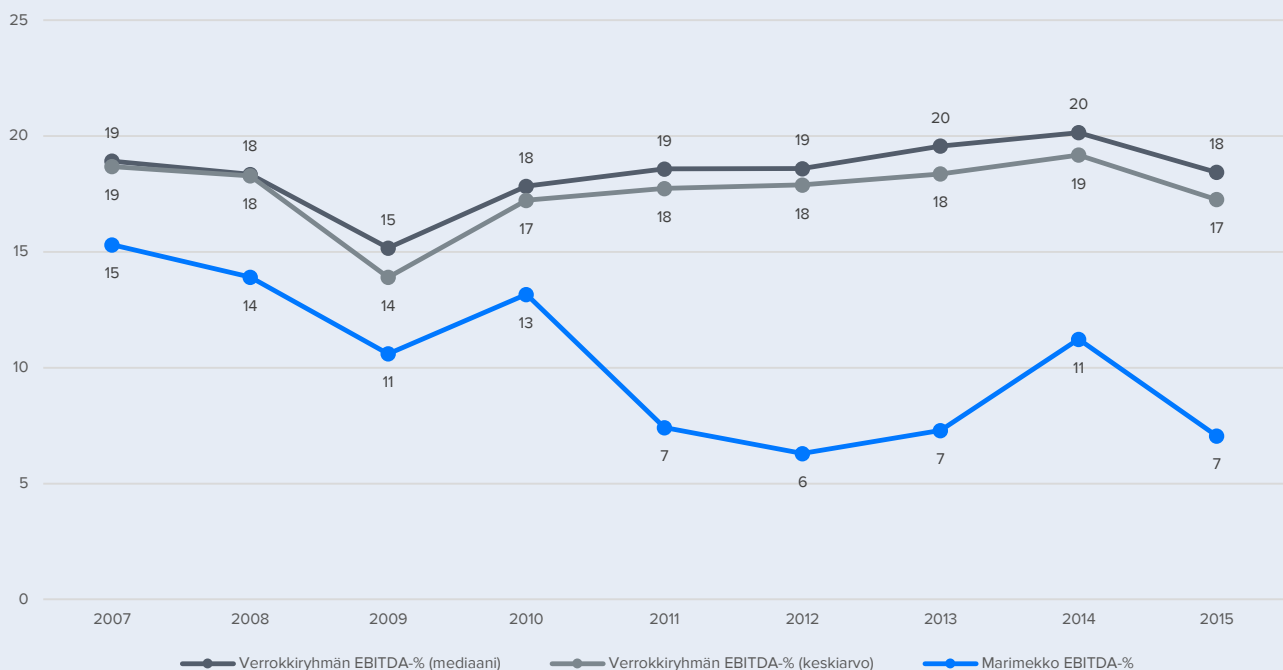
Lähde: Bloomberg

Verrokkiryhmän osaketuotot

Yhtiö	Osakekurssin kehitys			Osakkeen kokonaistuotto (ml. osinko)		
	3 kk (%)	6 kk (%)	1 v. (%)	1 v. (%)	3 v. (%)	5 v. (%)
MARIMEKKO	-5,4	-8,2	-20,0	-16,6	-6,0	-7,4
KATE SPADE	-15,5	12,5	-20,3	-20,3	-2,1	30,4
LUXOTTICA GROUP	-9,6	-23,2	-24,4	-23,0	8,0	18,7
PVH	10,5	26,9	-14,3	-14,1	-7,5	9,1
VF	-5,6	1,4	-9,5	-7,5	12,0	22,3
CHRISTIAN DIOR	-12,4	-8,3	-20,6	-19,0	9,8	12,0
LVMH	-9,4	-1,6	-12,1	-10,1	10,3	8,9
ETHAN ALLEN INTERIORS	7,7	21,6	19,9	22,5	2,3	12,9
HENNES & MAURITZ	-14,8	-17,3	-25,2	-22,4	7,3	5,9
GERRY WEBER	-7,7	-6,0	-43,6	-41,8	-26,1	-10,3
HUGO BOSS	-6,0	-28,6	-48,0	-44,6	-9,6	3,1
HERMES	-0,1	3,8	-8,9	-8,0	10,0	13,5
GUESS?	-31,7	-22,2	-23,3	-18,6	-18,1	-13,9
SALVATORE FERRAGAMO	-14,7	-12,6	-31,2	-29,6	-4,2	N/A
RALPH LAUREN	-2,7	-15,2	-29,2	-27,9	-17,0	-3,4
TED BAKER	-16,5	-30,4	-18,3	-16,7	19,5	28,0
INDITEX	-2,4	-9,8	-1,3	0,1	15,5	21,3
BURBERRY	-22,5	-6,3	-35,7	-34,1	-5,4	-1,8
PRADA	5,1	1,3	-32,2	-29,7	-25,5	N/A
MICHAEL KORS	-14,8	23,4	3,3	3,3	-5,7	N/A
Mediaani	-8,5	-7,2	-20,5	-18,8	-3,1	9,1
Keskiarvo	-8,4	-4,9	-19,7	-17,9	-1,6	8,8

Lähde: Bloomberg

Marimekon ja verrokkiryhmän EBITDA-%:n kehitys 2007-2015



Tavoitteet ja strategia

Marimekon visio on olla maailman arvostetuin kuviosuunnittelija ja yksi kiehtovimmista designbrändeistä. Yhtiöllä on pitkän aikavälin kansainvälinen kasvustrategia, ja sen tavoitteena on kasvaa ja menestyä kansainvälisesti identiteetiltään vahvana, suomalaisena designryhtymänä. Liiketoiminnan kehittämisessä keskitytään hallittuun kasvuun kotimaassa ja valituilla vientimarkkinoilla. Marimekon keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Amerikka, Pohjois-Eurooppa ja Aasian-Tyynenmeren alue.

Tavoitteet

Visio ja missio

Marimekko on määrittänyt visiokseen olla maailman arvostetuin kuviosuunnittelija ja yksi kiehtovimmista designbrändeistä. Marimekon vahvuuksia ovat brändin ainutlaatuisuus ja kiinnostavuus, vahva perintö, kuosien moninaisuus ja muotokielen omintakeisuus. Marimekon missio on inspiroida ihmisiä olemaan oma itsensä ja tuoda iloa arkeen Marimekon värien, kuvioden ja ajattoman designin kautta. 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 pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

Kannattavan kasvun turvaaminen

- Konsernin 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 2015 toteutuneet luvut jäivät kannattavan kasvun turvaamisen osalta selvästi yhtiön asettamien tavoitteiden alapuolelle (pl. omavaraisuusaste). Osinkopolitiikan tavoitteet täyttyivät. Toteutuneet luvut olivat seuraavat:

- Konsernin liikevaihdon kasvu 1,6 %
- Liikevoittomarginaali 1,6 %
- Oman pääoman tuotto (ROE) 2,9 %
- Omavaraisuusaste 59 %
- Osingonjakosuhte 350 %

Historiallisiin lukuihin peilaten Marimekon nykyiset pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet vaikuttavat haastavilta. Varsinkin liikevaihdon kasvun osalta Marimekon yli 10 %:n tavoite vaikuttaa erittäin korkealta. Tarkastelujaksolla 2004–2015 liikevaihto on kasvanut vuodessa keskimäärin 3,6 % (CAGR) ja liikevaihto on kasvanut yli 10 % vain kahtena vuonna (vuonna 2004 ja vuonna 2012).

Viime vuosien toteutuneisiin lukuihin nähden myös yli 10 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen on vaikuttanut olevan yhtiölle erittäin haastavaa. Marimekko teki 11 %:n liikevoittomarginaaliin vuonna 2011, mutta sen jälkeen tavoitetasosta on jääty kauas ja vuoden 2013 liikevoitto putosi jo nollatasolle. Oikeastaan ainoat mittarit, joista yhtiö saa lähes puhtaasti paperit tarkastelujaksolta ovat vahva omavaraisuusaste ja jatkuva 50 %:n yläpuolella oleva osingonjakosuhte. Nämä mittarit eivät kuitenkaan ole pitkässä juoksussa sijoittajille yhtä tärkeitä kuin liiketoiminnan kannattavaan kasvuun liittyvien mittareiden täyttyminen, sillä ennen pitkää osingonjako tyrehtyy, ellei yhtiö pysty kasvamaan kannattavasti ja ansaitsemaan riittävää tuottoa pääomalle.

Marimekon omavaraisuustavoite oli vielä vuoden 2015 loppuun asti 60 %, mutta alkuvuonna 2016 sitä laskettiin 50 %:iin. Arviomme mukaan tämä johtui pitkään jatkuneesta heikosta tuloskehityksestä sekä halusta laittaa vahva tase tehokkaammin töihin.

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 konsepti- ja shop-in-shop-myymlöiden määrää kasvattamalla.
- Säilyttää hyvä vakavaraisuus ja likviditeetti kaikissa markkinaolosuhteissa.

Strategia

Uniikki design ja brändi strategian ytimessä

Marimekon strategian ytimessä on 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 yrityskulttuuria.

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 ja kiinnostavuutta. Uskottavuutta ja ns. "imagoboostia" tällä saralla yhtiö saa valikoiduista brändiyhteistyistä ja lisensoinneista. Näistä esimerkkejä ovat mm. Target, Banana Republic, Finnair ja Converse -yhteistyöt viime vuosien varrelta.

Muoti keihäänkärkenä

Tällä hetkellä Marimekon strategian yhtenä päällimmäisenä tavoitteena on vahvistaa yhtiön uskottavuutta muotimaailmassa. Uuden taiteellisen johtajan mukana tuoman kokemuksen kautta Marimekko pyrkii nostamaan vaate-, laukku- ja asustemalliston uudelle tasolle ja suuremman yleisön tietoisuuteen. Marimekko-brändin tunnettuutta rakennetaan muotialalle totuttuun tyyliin PR:n ja digitaalisen median kautta erilaisissa lehdissä, blogeissa jne. Marimekon mallistojen esittelyä tehdään myös erilaisissa muotinäytöksissä, joissa yhtiö luo suhteita ostajiin ja muotialan vaikuttajiin. Yhtiö on painottanut sitä, että jos haluaa olla vakavasti otettava tekijä muotialalla, tulee yhtiön mallistojen oltava esillä alan tärkeissä tapahtumissa.

Aasian-Tyynenmeren alueelle ja Pohjois-Amerikkaan lähtiessään yhtiössä on tultu siihen tulokseen, että on strategisesti järkevämpää voimistua ensin brändiä muodin saralla ja sitten vasta leveroida kodintuoteiston (ja mahdollisesti muiden tuotteistojen) puolelle. Esimerkiksi Pohjois-Amerikassa Marimekko tunnetaan hyvin sisustusbrändinä, joten tästä imagosta voi olla vaikea päästä eroon, kun tarkoitus olisi myydä korkealaatuista muotia samalla markkinalla. Kun brändiviesti saadaan kirkkaaksi muotimaailman kautta, pystytään brändin uudistumistyö paremmin jalkauttamaan myös yhtiön muihin tuotekategorioihin.

Fokus Marimekko-myymlöissä

Yhtiön pääjakelukanavan ja pitkän aikavälin kansainvälisen kasvustrategian pääfokus on Marimekko-myymlöissä. 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, monimerkkimyymlöitä ja e-talereita.

Vuoden 2015 lopussa Marimekko-myymlöitä ja shop-in-shopeja oli yhteensä 153 kpl (2014: 144 kpl) ja ne sijaitsi 17 eri maassa. Näistä omia vähittäismyymlöitä oli 55 (2014: 54 kpl) ja loput jälleenmyyjäomisteisia. Fokusmarkkinoikseen Marimekko on määrittänyt Pohjois-Euroopan, Pohjois-Amerikan ja Aasian-Tyynenmeren alueen. Suurimmat kasvupanostukset yhtiö laittaa tällä hetkellä Aasian-Tyynenmeren alueelle. Yhtiö on todennut vuonna 2016 laajentumisen pääpainon säilyvän jälleenmyyjävetoisten Marimekko-myymlöiden avauksissa. Tavoitteena on avata noin 10-20 uutta Marimekko-myymlöä ja shop-in-shopia, joista 1-2 olisi yhtiön omia. Suurin osa lähivuosina avatuista myymälöistä tulee sijoittautumaan Aasian-Tyynenmeren alueelle ja olemaan jälleenmyyjävetoisia.

Kasvava fokus digitaalisessa liiketoiminnassa

Marimekko on viime vuosina panostanut voimakkaasti digitalisuuteen. Yhtiössä ei odoteta kivijalkamyymälöiden merkityksen katoavan, mutta online- ja offline-ostokokemusten merkitys tulee sekoittumaan ja muuttamaan kilpailuympäristöä tulevaisuudessa. Vuonna 2015 Marimekko laajensi verkkoliiketoimintaansa avaamalla verkkokaupan Ranskassa, Isossa-Britanniassa, Saksassa, Italiassa, Espanjassa, Alankomaissa, Belgiassa ja Norjassa. Tätä ennen yhtiöllä oli pystyssä verkkokauppa jo Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Yhdysvalloissa. Alkuvuonna 2016 Marimekko laajensi verkkokauppaansa myös Australian markkinoille ja yhtiön verkkokauppa tavoittaa nyt kuluttajia 13 maassa. Yhtiö tiedotti alkuvuonna 2016 palkanneensa uuden digitaalisesta liiketoiminnasta vastaavan johtajan ottaakseen vastuulle yhtiön verkkokaupan sekä digitaalisuuden tuomisen laajemmin osaksi Marimekon liiketoimintaa.

Kustannuskilpailukyyn uudelleenlöytäminen

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

Taloudellinen tilanne, ennusteet ja arvostus

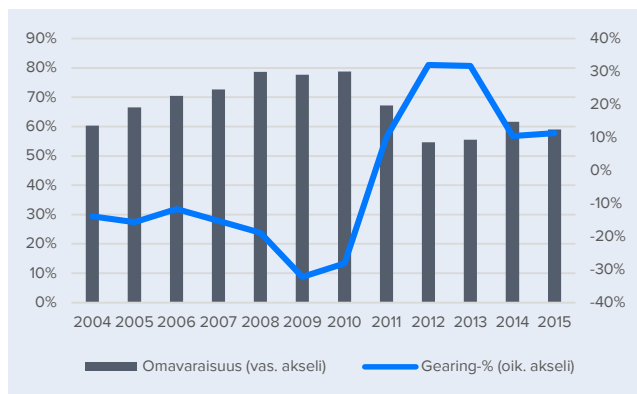
Marimekko ohjeistaa vuoden 2016 liikevaihdon olevan vuoden 2015 tasolla (2015: 95,7 MEUR) ja liikevoiton ilman uudelleenjärjestelykuluja olevan edellisvuotta korkeampi (2015: 1,5 MEUR). Viime vuosien tulostulon ja kuluun vuoden ohjeistuksen perusteella yhtiö on kaukana pitkän aikavälin taloudellisista tavoitteistaan ja kohtaa nyt ennennäkemättömän kovaa kilpailua vähittäiskaupan kehittymisen, digitalisaation, ulkomaisten toimijoiden ja oman kustannusrakenteen takia. Marimekon osakkeen arvostus on nykytilanteeseen nähden haastava, sillä yhtiö on arvostettu sekä oman historiallisen tasonsa että kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolelle.

Taloudellinen tilanne

Tase on kiitettävässä kunnossa

Marimekon tase on vahvassa kunnossa, mikä tarjoaa selkänöjää vaikeiden aikojen keskellä, turvaa vakaan osingonmaksun ja mahdollistaa investoinnit tulevaisuuteen. Vuoden 2015 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 59 % (2014: 61,6 %) ja nettovelkaantumisaste 11,3 % (2014: 10,5 %).

Omavaraisuusaste ja gearing-% 2004-2015

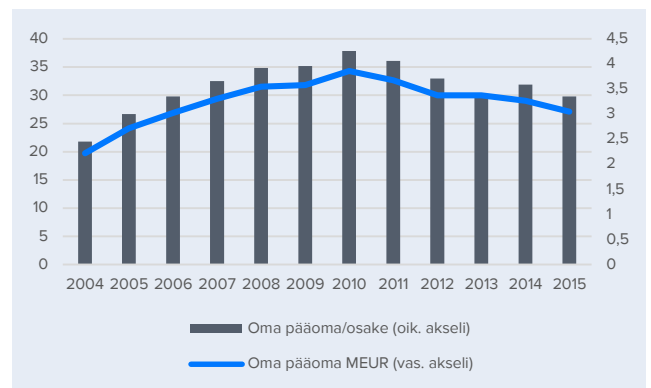


Lähde: Marimekko

Heikon tulokset ja avokätisen osingonjaon takia taseen tunnusluvuissa on nähty selvä tasokorjaus heikompaan suuntaan vuoden 2010 jälkeen. Tase on kuitenkin edelleen kiitettävässä kunnossa ja laskemme sen yhdeksi yhtiön vahvimmista ominaisuuksista.

Vuoden 2016 alussa yhtiö laski omavaraisuustavoitteensa 50 %:iin (aik. 60 %), mikä osaltaan heijastelee pitkään jatkunutta heikkoa tuloksetusta, 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 kaikkina muina paitsi yhtenä vuotena (2014) osinkoa yli 100 % tilikauden nettotuloksesta, mikä on näkynyt oman pääoman supistumisena.

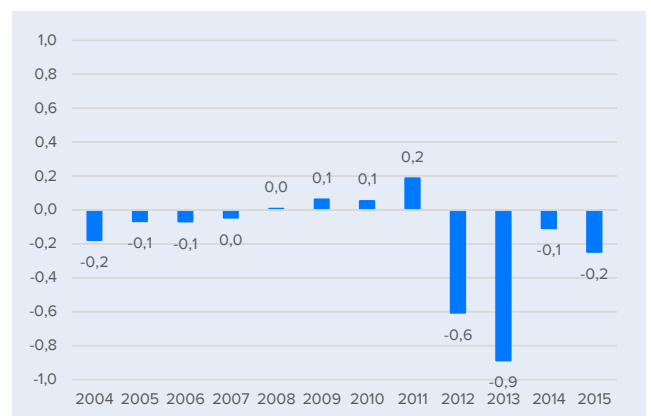
Oman pääoman kehitys 2004-2015



Lähde: Marimekko

Vahvan taseen ansiosta konsernin nettorahoituskulut ovat pysyneet historiallisesti erittäin matalalla tasolla. Konsernin nettorahoituskulut tarkastelujaksolla 2004-2015 ovat olleet keskimäärin 0,2 MEUR vuodessa, mikä on noin 0,2 % liikevaihdosta. Yhtiö on nostanut viime vuosina hieman korollisten velkojensa tasoa ja vuoden 2015 lopussa rahoitusvelat olivat yhteensä 7,3 MEUR. Vuonna 2015 konsernin nettorahoituskulut olivat 0,2 MEUR.

Nettorahoituskulut 2004-2015



Lähde: Marimekko

Taseessa ei näy yhtiön arvokkainta omaisuuserää - Marimekko-brändiä

Marimekon taseessa on yksi huomionarvoinen seikka, joka on se, ettei yhtiöllä ole lähes lainkaan liikearvoa tai aineettomia hyödykkeitä. Tämä johtuu pääosin siitä, että Marimekko-brändi on yhtiön itse alusta asti kehittämä, eikä vuosien aikana muodostuneesta brändiarvosta näy taseessa lainkaan jälkeä, vaikka se on yksi Marimekon arvokkaimmista omaisuuseristä. Tästä syystä arvioimme yhtiön tulevan jatkuvasti houkuttelevammaksi yritysostokohteeksi, kun sen markkina-arvo laskee lähemmäs taseen oman pääoman arvoa.

Marimekon taseen loppusummasta - joka oli 46 MEUR vuonna 2015 - suurin osa kohdistuu aineellisiin hyödykkeisiin (15,5 MEUR), vaihto-omaisuuteen (18,5 MEUR), myynti- ja muihin saamisiin (6,0 MEUR) sekä rahavaroihin (4,2 MEUR). Sen lisäksi, että yhtiöllä on vahva tase, on siellä hyvin vähän sellaisia omaisuuseriä, joita yhtiö joutuisi syystä tai toisesta tulevaisuudessa isolla kädellä alaskirjaamaan. Tämä on positiivinen asia ja luo tietynlaista turvallisuuden tunnetta yhtiössä sijoituskohteena.

Taloudelliset tavoitteet

Marimekon pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet tähtäävät yhtiön kannattavan kasvun turvaamiseen. Yhtiön tärkeimmät taloudelliset tavoitteet ovat:

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

Näihin taloudellisiin tavoitteisiin peilaten Marimekon vuoden 2015 luvut olivat selvä pettymys. Vuoden 2015 toteutuneet luvut olivat seuraavat:

- Konsernin liikevaihdon kasvu 1,6 %
- Liikevoittomarginaali 1,6 %
- Oman pääoman tuotto (ROE) 2,9 %
- Omavaraisuusaste 59 %

Pidämme yhtiön nykyisiä taloudellisia tavoitteita erittäin haastavina ja viime aikaisten tuloslukujen perusteella ne vaikuttavat jopa lähes ylioptimistisilta. Jos yhtiö jää jatkuvasti jälkeen taloudellisista tavoitteistaan, on olemassa riski, että markkinat menettävät luottamuksen johdon kykyyn arvioida realistisesti vallitsevaa markkinatilannetta ja yhtiön kykyä operoida siinä asetettujen tavoitteiden mukaisesti.

Ennusteet

Markkinanäkymät ja kasvutavoitteet 2016

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

Markkina-alueiden kehityksissä suurin huomio keskittyy Suomeen, josta tulee 55 % konsernin liikevaihdesta. Kasvunäkymien kannalta kiinnostavin alue on Aasia-Tyynimeri (18 % liikevaihdesta), mihin yhtiö tällä hetkellä suurimman osan kansainvälistymisstrategian panostuksistaan kohdistaa. Talouden yleisestä kehityksestä ei voi vetää liian pitkiä johtopäätöksiä tuloksentekokyvyn kannalta, mistä Pohjois-Amerikka (10 % liikevaihdesta) 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 poikkeuksellisen houkutteleva tarjooma ja vahvoja kilpailuitujia.

Seuraavassa esitetään lyhyt yhteenveto siitä, miten yhtiö on kommentoinut vuoden 2016 näkymiä alueittain sekä kasvutavoitteita yleisesti.

Suomessa (55 % liikevaihdesta) vähittäiskaupan tilanne on jatkunut selvästi tavanomaista heikompana, mutta alkuvuoden jälkeen Q2-Q3-näkymät ovat aiempaa paremmat. Yhtiö on viestinyt tälle vuodelle olevan luvassa joitain kertaluonteisia kampanjatoimituksia, jotka vaikuttavat positiivisesti myyntiin. Ensimmäisellä neljänneksellä liikevaihto Suomessa kasvoi 4 % vertailukaudesta, mikä johtui yhtiön mukaan suurten tukkutoimitusten ajoittumisesta Q1:lle. Marimekko tulee todennäköisesti näkemään kuluvana vuona vielä pientä positiivista kehitystä Suomen liikevaihdoissa näiden toimitusten takia. Pitkän ajan keskiarvoa alempi kuluttajien luottamus, heikko ostovoima ja epävarmuus työmarkkinoilla varjostavat koko vuoden 2016 näkymiä Suomessa. Odotamme Suomen segmentin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 1,3 % viime vuodesta 53,4 MEUR:oon (2015: 52,7 MEUR).

Aasian-Tyynenmeren alueella (18 % liikevaihdesta) kuluvan vuoden ja lähivuosien myynnin Japaniin arvioidaan kehittyvän maltillisemmin kuin viime vuosina. Uusia myymälöitä avataan Japanissa arviolta muutaman myymälän vuosivauhdilla. Lisäksi Japanissa on tarkoitus avautua pääosin tavarataloissa sijaitsevia shop-in-shopeja. Australiassa näkymät ovat positiiviset ja markkinan

odotetaan kasvavan oman vähittäismyynnin, tasokkaiden tavaratalojen sekä oman verkkokaupan kautta. Suurin osa vuonna 2016 avattavista Marimekko-myymäloistä sijoittuu Aasian-Tyynenmeren alueelle. Odotamme Aasia-Tyynenmeren-alueen liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna 7,6 % viime vuodesta 19,0 MEUR:oon (2015: 17,7 MEUR).

Pohjois-Amerikassa (10 % liikevaihdosta) Marimekko odottaa myyntinsä pysyvän noin edellisen vuoden tasolla. Tämä on mielestämme haastavan oloinen tehtävä ottaen huomioon, että yhtiön Q1'16-liikevaihto laski Pohjois-Amerikassa 22 % vertailukaudesta. Maaliskuussa julkaistun designyhteistyön yhdysvaltalaisen Target-kauppaketjun kanssa odotetaan tukevan yhtiötä bränditunnettuuden rakentamisessa pitkällä aikavälillä ja tämän takia Marimekko saattaa odottaa vielä vuoden loppupuolella liikevaihdon kirivän kiinni alkuvuonna hankitun takaa-ajosaman. Odotamme Pohjois-Amerikan liikevaihdon laskevan 3,8 % viime vuodesta 8,9 MEUR:oon (2015: 9,2 MEUR).

Skandinavian ja EMEA:n (yhteensä 17 % liikevaihdosta) myynti- ja odotukset ovat maltilliset. Ruotsin markkinoilla on yhtiön mukaan nähtävissä positiivista kehitystä. Norjassa ja Tanskassa jakelukanavarakenteen uudistaminen on vielä kesken, mutta markkinoiden nähdään kuitenkin tarjoavan potentiaalia brändille pitkällä aikavälillä. Odotamme Skandinavian alueen liikevaihdon laskevan tänä vuonna 0,9 % viime vuodesta 7,7 MEUR:oon (2015: 7,8 MEUR) ja EMEA-alueen liikevaihdon kasvavan 0,5 % viime vuodesta 8,3 MEUR:oon (8,3 MEUR).

Konsernitasolla Marimekko on tiedottanut vuonna 2016 laajentumisen pääpainon säilyvän jälleenmyyjävetoisten Marimekko-myymäloiden avauksissa. Tavoitteena on avata noin 10-20 uutta Marimekko-myymäliä ja shop-in-shopia, joista 1-2 olisi yhtiön omia myymälöitä. Marimekko keskittyy vahvasti viime vuosina avattujen Marimekko-myymäloiden toiminnan kehittämiseen ja kannattavuuden parantamiseen.

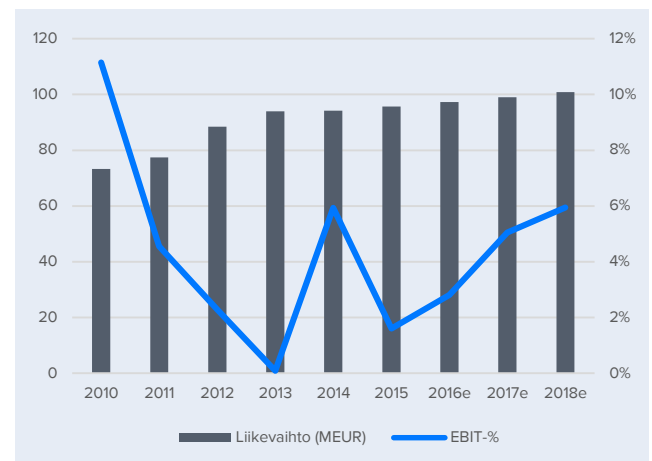
Ohjeistus vuodelle 2016

Marimekon johto arvioi vuoden 2016 liikevaihdon olevan vuoden 2015 tasolla (2015: 95,7 MEUR) ja liikevoiton ilman uudelleenjärjestelykustannuksia olevan edellisvuotta korkeampi (2015: 1,5 MEUR).

Ennustamme vuoden 2016 liikevaihdon kasvavan 1,7 % edellisvuodesta 97 MEUR:oon. Suurin kasvuajuri on Aasian-Tyynenmeren alueen nopea jälleenmyyjävetoisten Marimekko-myymäloiden perustamistahti. Vertailukelpoisen liikevoiton (ilman uudelleenjärjestelykuluja) odotamme nousevan 3,5 MEUR:oon. Marimekon yt-neuvotteluiden ja toiminnan uudelleenjärjestelyiden takia yhtiö kirjasi Q1:lle 0,8 MEUR:n varauksen näihin liittyen, mikä tulee laskemaan raportoitua tulosta kuluvaan vuonna, mutta tuomaan operaation valmistumisen jälkeen yhtiölle 2,1 MEUR:n vuositasoiset säästöt. Ei ole täysin poissuljettua, että uudelleenjärjestelykuluja ilmaantuisi vielä lisää kuluvaan vuoden aikana, mutta emme ole ennusteissamme laskeneet

näitä tulevan lisää. Vuoden 2016 raportoidun liikevoiton odotamme olevan 2,7 MEUR (2015: 1,5 MEUR) ja raportoidun osakekohtaisen tuloksen asettuvan 0,20 euroon (2015: 0,10 euroa). Kertaluonteisista uudelleenjärjestelykuluista oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,30 euroa (2015: 0,10). Vuoden 2017 liikevaihdon odotamme kasvavan 1,8 % ja vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin nousevan 5,1 %:iin (2016e: 3,6 %). Suurin osa tulosparannuksesta tulee toiminnan uudelleenorganisoinnin ja oman toiminnan tehostamistoimenpiteiden kautta sekä yt-neuvottelujen kautta tulevista palkkakulujen säästöistä.

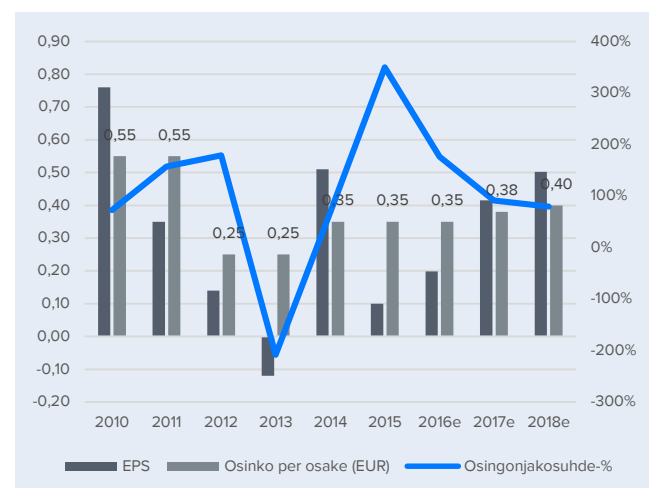
Liikevaihto- ja EBIT-ennusteet 2016-2018e



Lähde: Marimekko, Inderes ennusteet

Odotamme yhtiön jatkavan vielä ensi keväänä viime vuosina nähtyä avokätisen osingonjaon linjaa. Vuoden 2016 osinkoennusteemme on 0,35 euroa per osake (2015: 0,35), mikä tarkoittaa noin 175 %:n osingonjakosuhdetta (2015: 350 %) ja noin 4,5 %:n osinkotuottoa. Vuonna 2017 odotamme osingon olevan 0,38 euroa, joka tarkoittaa 91 %:n osingonjakosuhdetta ja 4,9 %:n osinkotuottoa.

EPS- ja osinkoennusteet 2016-2018e

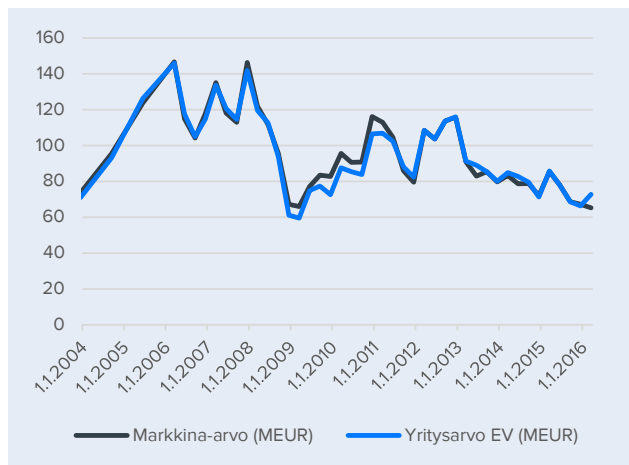


Lähde: Marimekko, Inderes ennusteet

Arvostus

Marimekon markkina-arvo on nykyisellä hieman alle 8 euron osakekurssilla noin 63 MEUR. Konsernin nettovelat olivat vuoden 2015 lopussa 3 MEUR, joten velaton yritysarvo (EV) on tästä laskettuna noin 66 MEUR. Marimekko on pitkään toiminut nettovelattomalla taseella, minkä takia yhtiön markkina-arvo ja yritysarvo (EV) ovat liikkuneet aina hyvin lähellä toisiaan. Tämä näkyy myös alla olevasta graafista, missä seurataan Marimekon markkina-arvon ja yritysarvon kehittymistä ajanjaksolla 2004-2016.

Markkina- ja yritysarvo 2004-2016



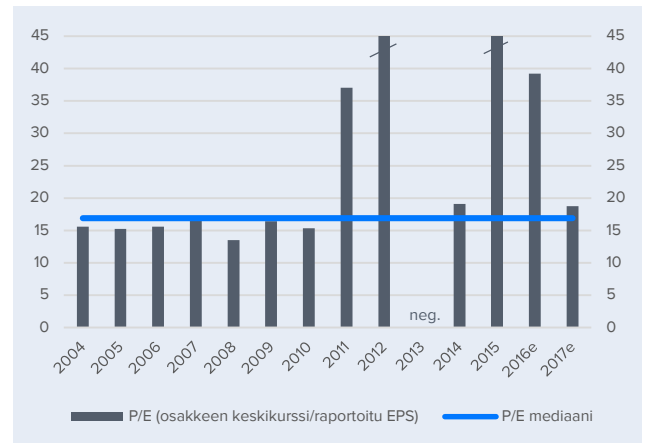
Lähde: Bloomberg

Tarkastelujakson aikana markkina-arvo kävi alimmillaan maaliskuussa 2009, jolloin se oli 60 MEUR (7,5 euroa per osake). Korkeimmillaan markkina-arvo oli marraskuussa 2007, jolloin se kävi 154 MEUR:ssa (19,20 euroa per osake). Tämä 19,20 euron taso on myös yhtiön osakkeen kaikkien aikojen korkein noteeraus. Markkina-arvon kehitys viimeisten vuosien aikana ei ole ollut mairittelevaa. Heikentyneen tulostuksen ja konsernin omaa pääomaa syöneen osingonjaon takia Marimekon nykyinen markkina-arvo lähentelee sitä tasoa, jossa se oli finanssikriisin pohjilla maaliskuussa 2009.

Tulospohjainen arvostus

Tarkastelujaksolla Marimekon nettotulospohjaisen P/E-luvun mediaani on ollut noin 17x. Yhtiö teki vuonna 2013 ainoan tappiollisen tuloksen 2000-luvulla, minkä takia kerrointa ei ole siltä vuodelta voitu laskea ao. kuvioon. Vuosien 2012 ja 2015 erittäin matalan tuloksen takia kertoimet nousevat niin korkeiksi (~100x), etteivät ne myöskään näy kuviossa. Ennusteidemme mukaiset nettotulospohjaiset P/E-kertoimet vuosille 2016 ja 2017 ovat 39x ja 19x, jotka ovat sekä absoluuttisesti korkeat että suhteellisesti Marimekon historiallisen tason yläpuolella.

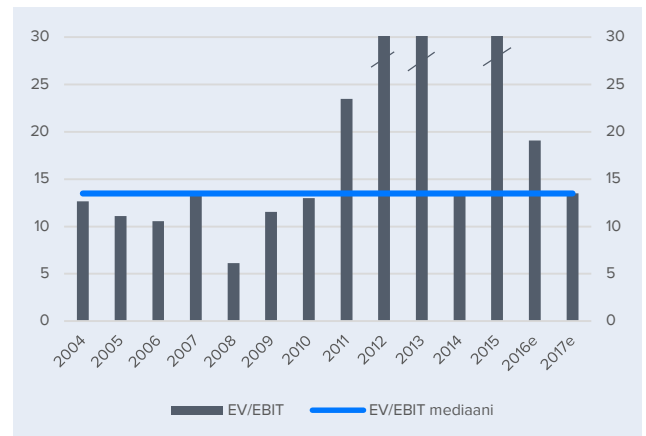
P/E-luku 2004-2017e



Lähde: Marimekko, Inderes ennusteet

Velkaisuuden huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat vuosien 2016 ja 2017 ennusteillamme 19x ja 14x. Marimekon mediaani EV/EBIT-kerroin on tarkastelujakson aikana ollut noin 13x. Tälläkin mittarilla osakkeen nykyinen arvostus on Marimekon historiallisen tason yläpuolella.

EV/EBIT-kerroin 2004-2017e



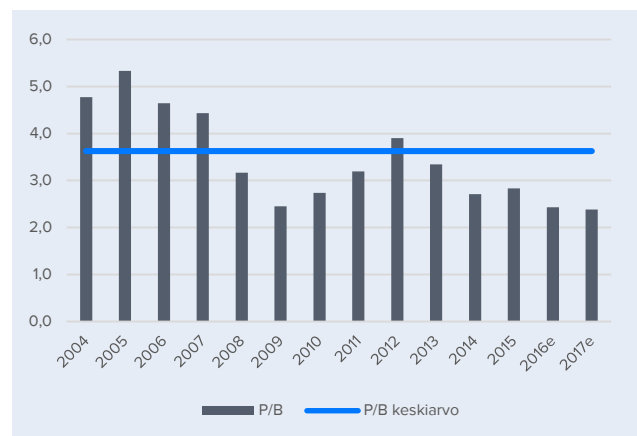
Lähde: Marimekko, Inderes ennusteet

Tasepohjainen arvostus

Oikeastaan ainoa mittari, minkä näkökulmasta Marimekko on tällä hetkellä hinnoiteltu selvästi yhtiön historiallisen tason alapuolelle, on taseen oman pääoman ja markkina-arvon välistä suhdetta kuvaava P/B-luku. Marimekon vuosien 2016 ja 2017 ennusteidemme mukaiset P/B-luvut ovat 2,4x, kun tarkastelujaksolla osakkeen mediaani P/B-luku on ollut noin 3,6x. Laskeva P/B-luku heijastelee markkinoiden heikentyneitä luottamusta Marimekon kyvyille tehdä osakkeenomistajille kuuluvalla pääomalla tuottoa ja sitä kautta kasvattaa omistaja-arvoa pääoman kustannusten jälkeen. Mitä lähemmäs yhtiön markkina-arvo valuu taseen oman pääoman kirja-arvoa (P/B=1,0x), niin sitä

houkuttelevammaksi yritysostokohteeksi yhtiö mielestämme tulee. Arvioimme Marimekolla olevan runsaasti sellaista taseen ulkopuolista piiloarvoa, josta monikin ns. teollinen-, pääoma- tai aktivistisijoittaja olisi valmis maksamaan selvän premion oman pääoman kirja-arvoon nähden, jotta saisi sen käyttöönsä. Osakekurssin edelleen laskiessa pidämme tätä skenaariota yhä todennäköisempänä.

P/B-luku 2004-2017e



Lähde: Marimekko, Inderes ennusteet

Osinkopohjainen arvostus

Marimekko on tarkastelujaksolla 2004-2015 tarjonnut osakkeenomistajille keskimäärin 0,48 euron osingon per osake, mikä on tarkoittanut keskimäärin 4 %:n osinkotuottoa tilikauden keskikurssiin nähden. Osingossa tapahtui selkeä tasokorjaus vuosina 2012-2013, kun yhtiö puolitti pitkän aikaa yli 0,50 euron tasolla olevan osinkonsa kertaheitolla 0,25 euroon. Vuoden 2010 jälkeen Marimekko on vain yhtenä vuonna (2014) jakanut osinkoa alle 100 % tilikauden tuloksestaan, joten osinkotuotto-prosentti on pysynyt viime vuosina tuloskuuntoon nähden korkeammalla tasolla kuin mitä yhtiöllä olisi ollut tuloksen perusteella varaa maksaa.

Osinko ja osinkotuotto-% 2004-2017e



Lähde: Marimekko, Inderes ennusteet

Arvostus verrokkiyhtiöihin nähden

Marimekolle on hyvin vaikeata löytää identtisiä pörssilistattuja verrokkiyhtiöitä, sillä yhtiön muotia, laukkuja, asusteita ja kodintuotteita sisältävä Lifestyle-tuoteportfolio on melko ainutlaatuinen. Sen lisäksi yhtiön pieni koko ja liiketoiminnan maantieteellinen levittyminen tekee verrokkiyhtiöiden löytämisen vaikeaksi. Olemme kuitenkin käyttäneet verrokkiryhmänä kansainvälisiä tunnettuja muotitaloja, joista osa tekee naisten vaatteita, osa miesten vaatteita, osa laukkuja, aurinkolaseja, huiveja tai kenkiä, sisustustuotteita tai hajuvesiä. Jotkut tekevät jopa kaikkea edellä mainittua ja paljon muutakin. Marimekon listatuista verrokeista esim. Kate Spade myy muodin ja asusteiden lisäksi myös sisustustuotteita ja tätä voisi yhtiö hyvin kutsua myös Lifestyle-brändiksi. Tuoteportfolioiden puolesta yhtiöt saattaisivat olla hyvinkin vertailukelpoisia, mutta markkina-arvoltaan Kate Spade on noin 40 kertaa Marimekon kokoinen, mikä luonnollisesti haittaa vertailukelpoisuutta.

Vaikka verrokkiyhtiöt eivät ole kaikilta ominaisuuksiltaan identtisiä, niistä saa hyvän kuvan minkälaisista kannattavuutta alan muut toimijat pystyvät tekemään ja ennen kaikkea minkälaisia arvostuskertoimia osakemarkkinat niille hyväksyvät. Tällä hetkellä kansainvälisen verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2016 ja 2017 ovat noin 18x ja 17x. Marimekon vastaavat (kertaluonteisista eristä puhdistetut) kertoimet ovat ennusteillamme 26x ja 19x. Marimekon P/E-luvut ovat 40 % ja 10 % verrokkiryhmän yläpuolella. Velkaisuuden huomioivat EV/EBIT-kertoimet vuosille 2016 ja 2017 ovat verrokkiryhmällä 13x ja 12x. Marimekon vastaavat luvut ovat ennusteillamme 19x ja 13,5x. Näiden lukujen valossa yhtiö on arvostettu tämän vuoden kertoimilla selvästi verrokkiryhmän yläpuolella ja ensi vuoden kertoimilla noin 10 %:n preemiolla. Marimekon EV/Sales pohjaiset arvostuskertoimet vuosille 2016 ja 2017 ovat noin 0,7x, jotka ovat noin 60 % verrokkiryhmän alapuolella. Tämä heijastelee Marimekon selvästi heikompaan kannattavuustasoa ja selkeää kurssinousun potentiaalia, jos yhtiö onnistuisi tehostamistoimenpiteillä nostamaan kannattavuuttaan lähemmäs alan toimijoiden keskiarvoa.

Sijoitusnäkemyks ja riskit

Näkemyksemme Marimekon tämänhetkisestä tilanteesta on ristiriitainen. Yhtiön pitkään jatkunut heikko tuloskehitys on varoittava merkki siitä, että yhtiö on ongelmissa eikä ole tällä hetkellä kilpailukykyinen. Pitkään jatkunut laskeva tulostrendi on näkynyt myös osakekurssissa ja Marimekon markkina-arvo on painanut poikkeuksellisen alhaiselle tasolle 63 MEUR:oon. Yhtiön markkina-arvo on viimeksi ollut näillä tasoilla finanssikriisin aiheuttamassa pörssin pohjakošetuksessa maaliskuussa 2009. Voisi kuvitella, että osakkeen arvostus olisi tämän takia houkuttelevalla tasolla, mutta nykyiseen tuloskuuntoon verrattuna näin ei kuitenkaan ole. Marimekon raportoitu osakekohtainen tulos vuonna 2009 (0,59 euroa) oli noin kuusinkertainen siihen nähden,

mitä yhtiö teki vuonna 2015 (0,10 euroa) ja noin kolminkertainen siihen nähden mitä olemme ennustaneet tilikaudelle 2016 (0,20 euroa).

Alkuvuonna 2016 pidettyjen yt-neuvottelujen ja uudelleenjärjestelyistä syntyvien kertaluonteisten kulujen takia yhtiön tulos tulee olemaan vuonna 2016 heikko, mutta myös näistä kertaluonteisista eristä oikaistunakin EPS-ennusteemme on vain 0,30 euroa, joka on puolet vähemmän kuin vuonna 2009. Marimekon osakekurssi on laskenut vuodessa yli 20 % ja viidessä vuodessa yli 40 %, mutta nopeampaa tahtia laskenut tulokunto on tehnyt sen, että osake on edelleen suhteellisesti kalliimpi kuin mitä se oli vielä viisi vuotta sitten.

Marimekko kohtaa nyt ennennäkemättömän kovaa kilpailua vähittäiskaupan kehittymisen, digitalisaation, ulkomaisten toimijoiden ja oman paisuneen kustannusrakenteen 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 erittäin hyvää tulosta. Vähittäiskaupan kilpailun kiristytessä yhtiön pitäisi pystyä ensinäkään tekemään kuluttajia kiinnostavia tuotteita, toiseksi niiden pitäisi erottautua tuhansien muiden saman tyylisten ja samaa kuluttajaryhmää koskiskelevien tuotteiden joukosta ja kolmanneksi tämä pitäisi pystyä tekemään alati kiristyvässä kilpailupaineessa vielä kannattavasti. Tämän hetkisestä tulokunnosta päätellen Marimekolla on ongelmia ainakin kolmannen kohdan kanssa, minkä takia yhtiö käynnisti alkuvuonna yt-neuvottelut ja toiminnan uudelleenorganisoinnin. Ensimmäiseen ja toiseen kohtaan yhtiö on alkanut etsiä vastauksia uuden taiteellisen johtajan avulla sekä eri laisiin markkinointitoimenpiteisiin ja Marimekko-myymlöihin panostamalla.

Marimekon tämänhetkisessä tilanteessa yksi suuri ongelma on mielestämme se, että brändin imago (ainakin Suomessa ja muissa Pohjoismaissa) on päässyt vanhentumaan. Yhtiön tuotteita käyttävät edelleen ne samat vanhemmat henkilöt, jotka näkivät Marimekon kukoistavan tarinan 1900-luvulla, mutta yhtiön pitäisi nyt siirtyä 2000-luvulle ja alkaa puhutella myös uudenlaisia nuorempia kuluttajia ja uudenlaisissa kanavissa. Tästä näkökulmasta katsottuna Marimekon nykyinen pääasiakastavoite on noin 25-45 vuotias nainen, joka uskaltaa etsiä identiteetilleen sopivan brändin, on kohtalaisen hyvätuloinen, eikä hänen koe tarpeelliseksi pukeutua luksusbrändeihin. Hänen tulisi pystyä myös tutustumaan Marimekon tuotteisiin milloin ja missä tahansa samoin kuin hänen tulisi pystyä ostamaan niitä milloin ja mistä tahansa. Haasteena mielestämme Marimekon tämänhetkisessä tilanteessa on se, että yhtiön tulisi uudella ilmeellä, mallistoilla ja digitaalisilla ratkaisuilla rakentaa siltaa vanhempien ja nuorempien kuluttajien välille menettämättä kuitenkaan yhtiön perinteistä (vanhempaa) asiakaskuntaa.

Toinen iso riski on mielestämme se, että yhtiö on lähtenyt isoilla panoksilla toteuttamaan kansainvälistymisstrategiaa,

mikä on paisuttanut kuluja viime vuosina selvästi liikevaihdon kasvuvauhtia nopeammin. Uusille markkinoille laajentuminen on vaatinut kokonaan uusien maaorganisaatioiden perustamista, nostanut myymälöihin ja varastoihin sitoutunutta pääomaa sekä vienyt yhtiön sellaisille markkinoille kilpailemaan, missä sillä ei ole samanlaista tunnesidettä kuluttajien mielessä kuin Suomessa. Ulkomaille laajentuminen ja uusien omien myymälöiden perustaminen rasittavat tulokuntoa aina laajentumisen alkuvaiheessa, ja yhtiö on kommunikoinut tämän myös markkinoille. Riskinä on kuitenkin se, että tietyissä maissa ja myymälöissä kannattavuus ei ikinä käänny yhtiön tavoittelemalle tasolle ja näiden ongelmien selvittäminen sitoo konsernilta ylimääräisiä resursseja ja heikentää tulostasoa. Näin kävi esim. vuonna 2015, kun yhtiö joutui kirjaamaan merkittävät kulut pitkään tappiota tehneen Beverly Hillsin myymälän sulkemisesta.

Arvostus suhteessa kansainvälisiin verrokkiyhtiöihin

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
MARIMEKKO (konsensus)	7,75	63	70	16,4	12,6	8,0	7,3	0,7	0,7	20,4	16,7	4,7	5,0	2,3
KATE SPADE	19,86	2251	2369	13,2	9,6	9,6	7,3	1,9	1,7	25,4	18,6			6,7
LUXOTTICA	44,57	21564	22574	14,5	13,0	11,1	10,1	2,4	2,3	23,4	21,1	2,2	2,4	3,7
PVH CORP	95,22	6819	9262	12,2	12,5	9,5	9,4	1,3	1,3	13,6	14,6	0,2	0,2	1,7
VF CORP	62,55	23104	24823	14,6	12,6	12,7	11,1	2,2	2,0	19,3	17,1	2,4	2,7	5,0
CHRISTIAN DIOR	143,90	25975	48794	6,8	6,0	5,4	4,8	1,3	1,2	14,7	13,7	2,6	2,9	2,3
LVMH	140,50	71324	76511	10,9	9,8	8,7	7,9	2,1	2,0	17,4	16,0	2,8	3,1	2,7
ETHAN ALLEN	31,72	779	779	10,4	9,4	8,2	7,5	1,1	1,1	16,9	15,0	1,9	2,1	2,3
H&M	243,80	43339	41771	14,8	13,2	11,6	10,2	2,0	1,8	19,6	17,4	4,1	4,3	6,4
GERRY WEBER	11,39	523	737	36,8	11,1	9,4	6,6	0,8	0,8	29,0	12,0	0,9	3,5	1,1
HUGO BOSS	53,33	3754	3841	11,0	10,1	7,7	7,2	1,4	1,3	14,2	13,2	5,7	6,0	3,9
HERMES	327,00	34521	32980	19,4	17,5	17,4	15,6	6,4	5,9	31,1	28,4	1,2	1,4	7,9
GUESS?	15,25	1139	809	6,4	12,5	4,0	5,7	0,4	0,4	15,6	25,5	6,0	5,9	1,3
FERRAGAMO	18,46	3116	3129	11,0	9,9	8,9	8,2	2,1	2,0	16,3	15,1	2,8	3,1	4,4
RALPH LAUREN	93,83	6890	6563	9,6	10,5	6,8	7,4	1,0	1,1	14,8	17,2	2,1	2,2	2,1
TED BAKER	2325,00	1286	1397	16,8	15,2	13,4	12,3	2,4	2,1	23,6	20,6	2,0	2,4	
INDITEX	28,49	88778	83587	22,5	20,3	17,7	16,0	4,0	3,6	30,6	27,8	2,1	2,3	7,7
BURBERRY	1051,00	5883	5119	9,6	10,5	7,3	7,6	1,6	1,6	14,7	15,6	3,4	3,5	3,0
PRADA	26,00	7590	7718	13,7	15,3	9,0	9,5	2,2	2,2	21,8	22,8	3,1	3,2	2,5
MICHAEL KORS	49,67	7764	7153	6,9	7,8	6,1	6,6	1,7	1,7	11,2	10,8			4,6
Marimekko (Inderes)	7,75	63	67	19,0	13,5	8,7	7,3	0,7	0,7	26,0	18,7	4,5	4,9	2,4
Keskiarvo				13,9	12,0	9,6	8,9	2,0	1,8	19,7	18,0	2,8	3,1	3,8
Mediaani				12,7	11,8	9,0	7,7	1,8	1,7	18,3	16,9	2,5	3,0	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				50 %	14 %	-3 %	-6 %	-62 %	-60 %	42 %	10 %	80 %	66 %	-18 %
Lähde: Bloomberg, Inderes														

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	94	94	96	97	99	101
Kulut	-87	-84	-90	-90	-90	-91
EBITDA	6,9	9,9	6,1	7,0	9,2	10,3
Poistot	-6,8	-4,3	-4,5	-4,2	-4,2	-4,3
Liikevoitto	0,1	5,6	1,5	2,7	5,0	6,0
Liikevoiton kertaerät	-1,3	-0,7	0,0	-0,8	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaerä	1,4	6,3	1,5	3,5	5,0	6,0
Rahoituserät	-0,9	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2
Voitto ennen veroja	-0,8	5,5	1,3	2,5	4,8	5,8
Verot	-0,2	-1,4	-0,5	-0,9	-1,4	-1,7
Nettotulos	-1,0	4,1	0,8	1,6	3,4	4,1
Nettotulos ilman kertaerä	0,3	4,8	0,8	2,4	3,4	4,1
Tilikauden tulos	-1,0	4,1	0,8	1,6	3,4	4,1
Osakekohtainen tulos	-0,12	0,51	0,10	0,20	0,42	0,50
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,04	0,59	0,10	0,30	0,42	0,50

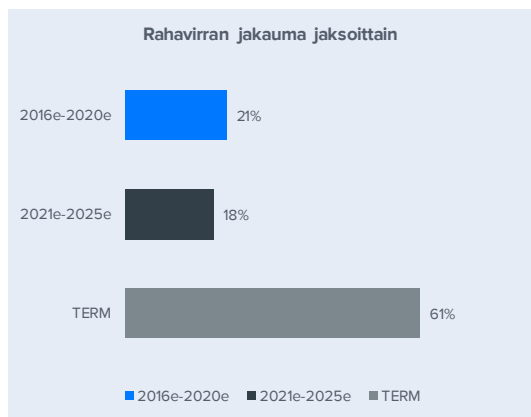
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	21	18	17	18	18	Oma pääoma	27	29	27	26	26
Liikearvo	0	0	0	0	0	Osakepääoma	8	8	8	8	8
Aineettomat oikeudet	2	2	2	2	2	Kertyneet voittovarot	18	21	19	17	18
Käyttöomaisuus	18	17	15	16	16	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0	Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0	Muu oma pääoma	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0	Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	1	0	0	0	0	Pitkäaikaiset velat	12	7	7	8	8
Varastot	18	18	18	19	19	Varaukset	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	7	7	6	6	6	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	49	47	46	47	47	Lyhytaikaiset velat	10	11	12	13	13
						Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	1	1
						Muut lyhytaikaiset velat	0	1	0	0	0
						Taseen loppusumma	49	47	46	47	47

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	1,5	2,7	5,0	6,0	6,3	6,1	6,0	6,0	6,1	6,2	6,3	
+ Kokonaispoistot	4,5	4,2	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,7	
- Maksetut verot	-0,5	-0,9	-1,4	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	1,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	6,4	5,8	7,5	8,2	8,5	8,4	8,3	8,4	8,5	8,7	8,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,6	-4,5	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8	-4,8	-4,8	-4,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,9	1,3	3,1	3,7	3,9	3,7	3,6	3,6	3,7	3,9	3,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,9	1,3	3,1	3,7	3,9	3,7	3,6	3,6	3,7	3,9	3,9	71,9
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	2,7	3,1	3,1	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	2,0	37,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	61,9	60,6	57,9	54,7	51,7	48,9	46,4	44,1	41,9	39,7	37,7	
Velaton arvo DCF	61,9											
- Korolliset velat		-7,3										
+ Rahavarat		4,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-2,8										
Oman pääoman arvo DCF	56,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	6,92											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %



Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	94,2	20,1	23,4	24,6	27,5	95,7	20,9	23,7	24,9	27,7	97,3	99,0	100,8
<i>Suomi</i>	52,0	9,7	13,1	14,0	15,9	52,7	10,1	13,2	14,1	15,9	53,4	53,9	54,4
<i>Skandinavia</i>	8,5	1,8	2,0	1,9	2,1	7,8	1,7	2,0	1,9	2,1	7,7	7,9	8,0
<i>EMEA</i>	7,6	2,3	2,1	1,6	2,3	8,3	2,3	2,2	1,6	2,3	8,3	8,4	8,5
<i>Pohjois-Amerikka</i>	8,6	2,1	2,1	2,4	2,7	9,2	1,6	2,1	2,5	2,7	8,9	9,1	9,3
<i>Aasian-Tyynenmeren alue</i>	17,5	4,2	4,2	4,8	4,5	17,7	5,2	4,3	4,9	4,6	19,0	19,8	20,6
Käyttökate	9,9	-0,3	1,4	2,4	2,5	6,1	0,0	1,6	2,6	2,9	7,0	9,2	10,3
Poistot ja arvonalennukset	-4,3	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-4,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,2	-4,2	-4,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,3	-1,3	0,3	1,2	1,3	1,5	-0,3	0,5	1,5	1,8	3,5	5,0	6,0
Liikevoitto	5,6	-1,3	0,3	1,2	1,3	1,5	-1,1	0,5	1,5	1,8	2,7	5,0	6,0
Nettorahoituskulut	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	5,5	-1,2	0,0	1,0	1,5	1,3	-1,2	0,5	1,5	1,8	2,5	4,8	5,8
Verot	-1,4	0,1	0,1	-0,4	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,9	-1,4	-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	4,1	-1,1	0,1	0,6	1,2	0,8	-1,0	0,3	1,0	1,2	1,6	3,4	4,1
EPS (oikaistu)	0,59	-0,14	0,01	0,08	0,15	0,10	-0,02	0,04	0,13	0,15	0,30	0,42	0,50
EPS (raportoitu)	0,51	-0,14	0,01	0,08	0,15	0,10	-0,12	0,04	0,13	0,15	0,20	0,42	0,50

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	0,2 %	3,9 %	7,2 %	-8,3 %	5,3 %	1,6 %	4,0 %	1,2 %	1,4 %	0,7 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	361,0 %	22,8 %	-43,4 %	-74,8 %	-30,9 %	-75,4 %	-80,7 %	70,1 %	22,1 %	33,8 %	129,8 %	41,1 %	20,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	10,5 %	-1,4 %	5,8 %	10,0 %	9,2 %	6,3 %	0,0 %	6,5 %	10,2 %	10,3 %	7,2 %	9,3 %	10,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,6 %	-6,6 %	1,3 %	5,0 %	4,9 %	1,6 %	-1,2 %	2,1 %	6,0 %	6,5 %	3,6 %	5,1 %	5,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	4,4 %	-5,4 %	0,4 %	2,5 %	4,4 %	0,8 %	-4,6 %	1,3 %	4,1 %	4,4 %	1,7 %	3,4 %	4,0 %

Marimekko tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	94,0	94,2	95,7	97,3	99,0
EBITDA	6,9	9,9	6,1	7,0	9,2
EBITDA-marginaali (%)	7,3	10,5	6,3	7,2	9,3
EBIT	0,1	5,6	1,5	2,7	5,0
Voitto ennen veroja	-0,8	5,5	1,3	2,5	4,8
Nettovoitto	-1,0	4,1	0,8	1,6	3,4
Kertaluontoiset erät	-1,3	-0,7	0,0	-0,8	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	48,6	47,2	46,1	46,7	47,4
Oma pääoma	27,0	29,0	27,1	25,9	26,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	11,6	7,1	7,3	9,0	9,0

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	6,9	9,9	6,1	7,0	9,2
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	0,7	1,0	-0,2	-0,2
Operatiivinen kassavirta	6,4	9,9	6,4	5,8	7,5
Vapaa kassavirta	4,2	7,6	2,9	1,3	3,1

Yhtiökuvaus	
Marimekko on suomalainen designyritys, joka tunnetaan omaleimaisista kuvioista ja väreistä. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluu korkealuokkaisia vaatteita, laukkuja ja asusteita sekä kodintavaroita sisustustekstiileistä astioihin. Vuonna 2015 yhtiön liikevaihto oli 96 MEUR. Marimekko-myyntialoita on yli 150 eri puolilla maailmaa. Keskeisiä markkinoita ovat Pohjois-Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia-Tyynenmeren alue.	

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	-0,12	0,51	0,10	0,20	0,42
EPS oikaistu	0,04	0,59	0,10	0,30	0,42
Operat. kassavirta per osake	0,79	1,22	0,80	0,72	0,93
Tasearvo per osake	3,34	3,59	3,35	3,20	3,27
Osinko per osake	0,25	0,35	0,35	0,35	0,38
Voitonjako, %	-212	69	352	176	91
Osinkotuotto, %	2,5	3,9	4,2	4,5	4,9

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	neg.	17,5	83,5	39,1	18,7
P/B	3,0	2,5	2,5	2,4	2,4
P/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
P/CF	12,4	7,3	10,4	10,8	8,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	12,9	7,6	11,6	9,7	7,3
EV/EBIT	1076,1	13,4	45,5	24,6	13,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Muotitila Oy (Mika Ihmuotila)	16,0 %
Moomin Characters Oy Ltd	7,2 %
Ehnrrooth Anna Sophia	5,0 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,8 %
Oy Etera Invest Ab	2,9 %
Odin Finland	2,9 %

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja

tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja 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 jakamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kuukauden tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**