

ANORA

09.04.2025 21.29 EEST



Rauli Juva
+358 50 588 0092
rauli.juva@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kassavirta tukena, kasvun luominen haasteena

Odotamme Anoran tuloksen paranevan asteittain lähivuosina, mutta sen pääoman tuotto ja kasvunäkymät ovat vaisuja. Toistamme lisää suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 3,5 euroon (aik. 3,3e) DCF-mallin arvon tukemana.

Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien tuottaja ja jakelija

Anora syntyi syyskuussa 2021 suomalaisesta Altiasta ja norjalaisesta Arcusista, jotka olivat molemmat väkevien alkoholijuomien ja viinien tuottajia, maahantuoja ja jakelijoita. Anora osti kesäkuussa 2022 Tanskan johtavan viiniyhtiön Globus Winen. Anora on Pohjoismaiden suurin toimija sekä viinien että väkevien alkoholijuomien markkinalla. Yhtiöllä on sekä omia brändejä että päämiesbrändejä, joita se jakelee. Yhtiöllä on vahva osaaminen ja markkinaosuus Suomen, Ruotsin ja Norjan alkoholin monopoliketjuissa.

Tavoitteet ovat mielestämme haastavia

Alkoholijuomien markkina Pohjoismaissa on historiallisesti ollut varsin tasainen. Anoran tavoite on kasvaa monopolimarkkinoilla markkinaa nopeammin ja kansainvälisillä markkinoilla vauhdikkaammin parhaimpien brändiensä avulla. Nykyiset markkinaennusteet odottavat kuitenkin käytännössä nollakasvua Pohjoismaissa, ja markkina-aseman ollessa jo vahva, näemme merkittävän markkinaosuuksien voittamisen monopolimarkkinoilla vaikeana, eikä kansainvälisen kasvun kiihtymisestä ole selkeitä merkkejä. Näin ollen orgaanisen kasvun näkymä yhtiölle on mielestämme vaatimaton. Yhtiö tavoittelee 3-5 %:n liikevaihdon kasvua, josta pääosa orgaanista. Näemme tämän haastavana tavoitteena, emmekä usko Anoran yltävän siihen orgaanisesti. Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee 16 %:n oik. käyttökatemarginaalia vuonna 2030. Vaikka tavoite on kaukana, taso on erittäin kova, sillä edes poikkeuksellisen hyvinä koronavuosina yhtiö ei aivan yltänyt tavoitetasolle. Uskommekin marginaalin olevan kestävästi noin 10-11 %:n tasoa. Yhtiössä vaihtui kuukausi sitten toimitusjohtaja,

kun aiemmin Spirits-segmenttiä johtanut Kirsi Puntila nousi koko konsernin johtoon vain 1,5 vuotta yhtiötä johtaneen Jacek Pastuszkian tilalle. Uskomme yhtiön arvioivan strategiaa ja tavoitteitaan tänä vuonna johdon vaihdoksen myötä.

Odotamme tulosparannusta, mutta arvonluonti on vaikeaa

Tälle vuodelle Anora ohjeistaa 70–75 MEUR:n oik. käyttökate. Anora odottaa markkinavolyymien olevan suhteellisen ennallaan, mutta olettaa sen voittavan markkinaosuuksia. Näemme Anoran oletukset jossain määrin optimistisina. Vuoden alussa markkinavolyymit ovatkin jatkaneet laskutrendiä. Huomioimme myös, että Anora on kahtena viime vuotena joutunut laskemaan ohjeistustaan markkinakehityksen yllätettyä negatiivisesti, ja näemme ohjeistuksen laskun riskinä myös tälle vuodelle. Oik. käyttökate-ennusteemme on ohjeistuksen alalaidalla eli 70 MEUR. Emme tehneet ennustemuutoksia vuositasolla tässä raportissa, mutta laskimme hienoisesti Q1-ennusteita. Vaikka uskomme Anoran pystyvän parantamaan kannattavuuttaan tulevina vuosina, emme näe sen yltävän merkittävästi nykyistä korkeampaan tulostasoon. Tähän vaikuttavat mm. alkoholimarkkinoiden vaisut kasvunäkymät (ja riski markkinoiden laskusta edelleen) sekä mielestämme yhtiön rajalliset mahdollisuudet leikata kustannuksiaan merkittävästi. Anoran pääoman tuotot jäävät arviomme mukaan tulevinakin vuosina noin tuottovaatimuksemme tasolle, joten emme odota yhtiön luovan arvoa.

Kassavirta ja osinko tarjoavat riittävän tuotto-odotuksen

Anoran 2025 P/E ~11x on hyväksyttävien kertoimiemme mukainen. Anoran tuotto-odotus on nykyarvostuksella tuottovaatimustamme suurempi, osingon ja tuloskasvun tukemana. Osingon rooli on merkittävä ja se yltää yksinään lähelle tuottovaatimuksemme tasoa. Vaatimaton kasvuprofiili ja pääoman tuotto heikentävät kuitenkin tuotto/riskisuhdetta. DCF-mallimme arvo on 3,6 euroa osakkeelta.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

3,50 EUR

(aik. 3,30 EUR)

Osakekurssi:

3,32

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	692,0	688,0	701,8	708,6
kasvu-%	-5 %	-1 %	2 %	1 %
EBITDA (oik.)	69,0	70,0	74,6	75,7
EBITDA-% (oik.)	10,0 %	10,2 %	10,6 %	10,7 %
Nettotulos	10,5	20,2	26,3	28,4
EPS (oik.)	0,27	0,30	0,39	0,42

P/E (oik.)	10,4	11,1	8,5	7,9
P/B	0,5	0,6	0,5	0,5
Osinkotuotto-%	7,9 %	6,6 %	7,5 %	7,5 %
EV/EBIT (oik.)	7,1	7,6	6,5	6,1
EV/EBITDA	4,9	4,8	4,3	4,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,4

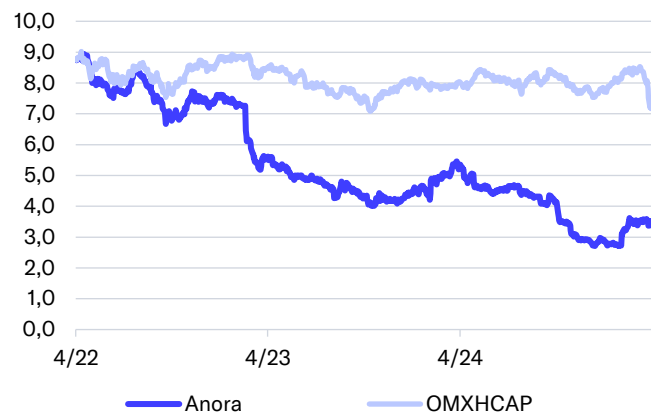
Lähde: Inderes

Ohjeistus

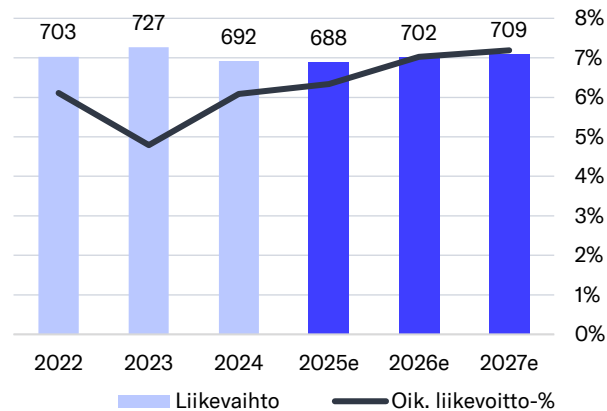
(Ennallaan)

Vuonna 2025 Anoran vertailukelpoisen käyttökateen odotetaan olevan 70-75 MEUR (2024: 68,9 MEUR).

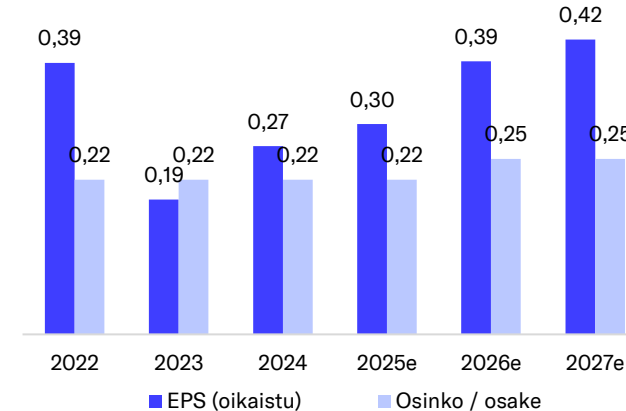
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema ja laaja tuoteportfolio
- Vakaa markkina ja historiallisesti tasainen kannattavuus
- Hyvä kassavirranluontipotentiaali

Riskitekijät

- Globus Winen tulostason säilyminen heikkona
- Ohran hinnan vaihtelu vaikuttaa tulokseen
- Anora etsii jatkossakin yritysostoja, joihin sisältyy riskiä kauppahinnan ja integraation suhteen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,32	3,32	3,32
Osakemäärä, milj. kpl	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	224	224	224
Yritysarvo (EV)	333	320	309
P/E (oik.)	11,1	8,5	7,9
P/E	11,1	8,5	7,9
P/B	0,6	0,5	0,5
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,8	4,3	4,1
EV/EBIT (oik.)	7,6	6,5	6,1
Osinko/tulos (%)	73 %	64 %	60 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,5 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitus- ja riskiprofiili	14-16
Toimiala ja kilpailijat	17-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-22
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	24-24
Ennusteet	25-27
Arvonmäärittäminen	28-30
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	31-37

Anora lyhyesti

Anora on Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien alkoholijuomien tuottaja/jakelija. Anora syntyi syksyllä 2021, kun suomalainen Altia ja norjalainen Arcus yhdistyivät. Yhtiöllä on laaja brändiportfolio ja kotimarkkinamyynnin lisäksi vientiä kymmeniin maihin.

1888 / 1922

Anoran edeltäjien perustamisvuodet Suomessa / Norjassa

9/2021

Altia ja Arcus yhdistyivät Anoraksi

692 MEUR

Liikevaihto 2024

69 MEUR (10,0 %)

Vertailukelpoinen käyttökate 2024

#1

Markkina-asema Pohjoismaiden viini & väkevien markkinalla

1211

Henkilöstö 2024 lopussa

1888 - 1990-luku

Anoran edeltäjät kuuluivat valtiomisteisiin alkoholiyhtiöihin, jotka hoitivat myös vähittäismyynnin, 1990-luvulle asti, jolloin ETA:n (Euroopan talousalue) säännöt vaativat purkamaan alkoholin valmistus-, tukkumyynti- ja ulkomaankauppamonopolit

90-luvun loppu - 2016

Alkoholivalmistus (Altia) ja vähittäismyynti (Alko) eriytetään Suomessa 1999

Norjassa vastaavasti Arcus perustettiin 1996 ja vähittäiskauppaa jatkoi Vinmonopolet

Sekä Arcus että Altia laajentuivat kansainvälisesti

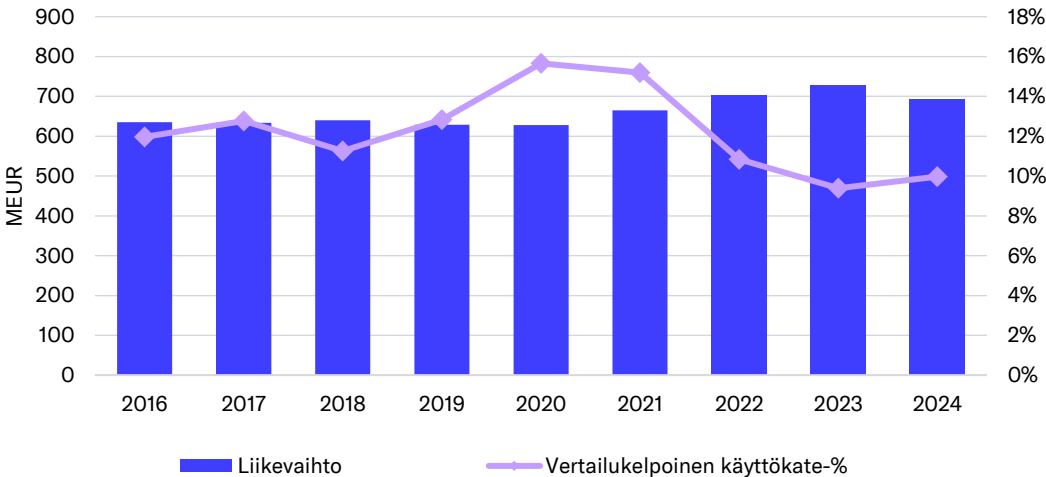
2016 -

Arcus listattiin pörssiin 2016 lopussa ja Altia 2018

Arcusin ja Altian yhdistyminen toteutui syyskuussa 2021 - uuden yhtiön nimeksi tuli Anora

Anora osti kesäkuussa 2022 tanskalaisen Globus Wine -yhtiön

Anora liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien juomien tuottaja ja jakelija

Anora muodostui vuonna 2021 suomalaisen Altian ja norjalaisen Arcuksen yhdistyessä. Molemmat yhtiöt olivat aiemmin toimineet alkoholin tuottajina, maahantuojina ja jakelijoina. Anoran edeltäjäyhtiöt olivat kasvaneet myös yritysostojen kautta, ja nykyisin Anora on Pohjoismaiden suurin toimija sekä viinien että väkevien alkoholijuomien markkinoilla. Yhtiöllä on sekä omia brändejä että päämiesbrändejä, joita se jakelee. Anoran kilpailukyky muodostuu ensisijaisesti omien brändien vetovoimasta kilpailijoihin verrattuna sekä yhtiön vahvasta asemasta Pohjoismaissa, mikä tekee siitä houkuttelevan jakelukumppanin. Anora osti tanskalaisen Globus Winen kesäkuussa 2022. Aiemmilta vuosilta käytämme pääasiassa pro forma -lukuja, jotka huomioivat Altian ja Arcuksen yhdistymisen, mutta Globuksen vasta ostohetkestä.

Anoran markkina-asema Pohjoismaissa on vahva väkevissä juomissa, ja markkinaosuus vaihtelee tuoteryhmästä riippuen 15 %:sta jopa yli 50 %:iin. Viinimarkkina on hajanaisempi, ja Anoran markkinaosuus on arviomme mukaan noin 15 %.

Maantieteellisesti Anora on markkinajohtaja sekä viineissä että väkevissä Norjassa. Suomessa yhtiö on viineissä tippunut toiseksi viime vuosina, mutta väkevissä se on suurin. Ruotsissa yhtiö on myös väkevissä ykkönen, mutta viineissä tippunut jo kolmannelle sijalle. Tanskassa yhtiö on toisella sijalla väkevissä ja ensimmäisellä viineissä. Näiden markkinoiden lisäksi Anoralla on vientiä lähes 30 maahan, mutta kokonaismarkkinaosuudet niissä ovat pieniä.

Vuodesta 2022 alkaen Anora on organisoitunut kolmeen

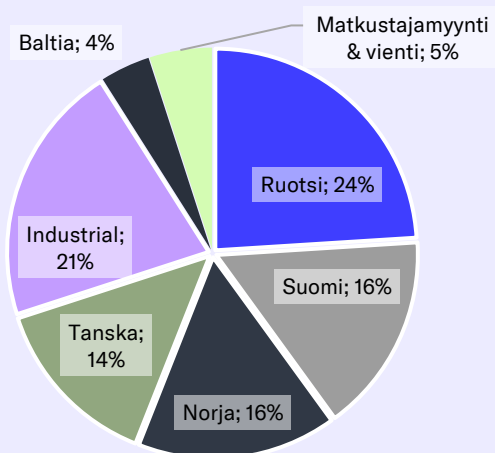
segmenttiin: Wine, Spirits ja Industrial. Käymme myöhemmin tarkemmin läpi nämä segmentit.

Jakelu pääosin monopoliketjujen kautta

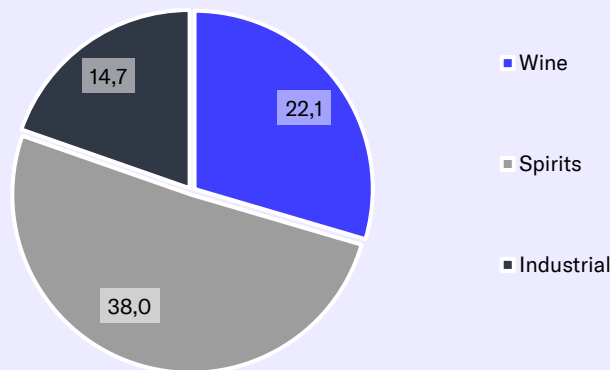
Anoran pääasiallinen myyntikanava ovat valtion omistamat alkoholin monopolikaupat, jotka vastasivat vuonna 2024 47 %:a myynnistä. Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa lainsäädäntö rajoittaa viinien ja väkevien juomien myynnin pääasiassa monopoliketjuille, joita ovat Suomen Alko, Ruotsin Systembolaget ja Norjan Vinmonopolet. Näiden osuus oli noin 60 % juomien liikevaihdesta (ilman Industrial-segmenttiä) vuonna 2024. Tanskassa ei ole monopoliketjua, joten myynti suuntautuu pääasiassa vähittäiskauppaan, minkä lisäksi myyntiä on myös ravintoloille, matkustajamyyntiin ja vientiin. Anoran markkinaosuus on monopolikanavissa muita kanavia suurempi, mikä tuki Anoran myyntiä ja kannattavuutta vuosina 2020–2021, jolloin monopoliketjujen myynti kasvoi koronapandemian vuoksi.

Hinnankorotukset monopoliketjuissa ovat mahdollisia tyypillisesti kaksi kertaa vuodessa, Norjassa kolme. Tämä hinnoittelun hitaus aiheutti merkittävää vastatuulta vuoden 2022 lopulta vuoden 2023 loppuun, kun kustannusinflaatio sekä Ruotsin ja Norjan kruunun heikentyminen nostivat kuluja. Nykyisin yhtiö suojaa valuuttariskiään paremmin, minkä pitäisi tasoittaa bruttomarginaalikehitystä. Matkustajamyynnissä hinnat päivitetään tyypillisesti vain kerran vuodessa. Industrial-toimintojen hinnoitteluväli vaihtelee.

Myynti alueittain 2024



Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin 2024



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9 – tuoteryhmät

Tuoteryhmä	Kuvaus	Esimerkkejä omista brändeistä	Esimerkkejä päämiesbrändeistä	Osuus liikevaihdosta 2024
Viinit	- Päämiesten ja omien viinibrändien kehitys, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa - Useita kymmeniä päämiesbrändejä - Laaja valikoima puna-, valko- ja kuohuviinejä sekä esim. glögejä	    	   	47 %*
Väkevät	- Päämiesten ja omien väkevien juomien brändien kehitys, tuotanto, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa - Laaja valikoima eri väkevien kategorioissa - Sisältää myös RTD-juomat eli etanolipohjaiset miedot juomat	 	  	33 %*
Teolliset tuotteet ja sopimusvalmistus	- Teolliset tuotteet kuten viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine - Sopimusvalmistus, etenkin Finlandia vodkan valmistus			17 %
Logistiikka	Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa, jonka kautta kulkee myös muita kuin Anoran tuotteita asiakkaille			4 %
Muut juomat	Muun muassa alkoholittomat tuotteet		 	< 2 %*

Lähde: Anora, Inderesin arviot. Kaikki luvut 2024 liikevaihdosta *Viinien ja Väkevien osalta segmentin liikevaihto, joka sisältää myös ”muut juoma” –kategorian tuotteet. Muut juomat osuus Inderesin arvio.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Ohra on tärkein raaka-aine

Anora valmistaa omia väkeviä juomiaan pääosin itse raaka-aineista, kun taas viinit hankitaan viinintuotantoalueilta ja pakataan tai pullojetaan yleensä Anoran tehtaissa. Tästä johtuen suurin raaka-aineriski kohdistuu väkevien juomien tuotantoon, jossa Suomessa käytetty ohra on tärkein yksittäinen raaka-aine. Anora käytti 2023 ja 2024 noin 170 miljoonaa kiloa ohraa vuosittain, mikä vastasi noin 15 % Suomen ohrasadosta ja yli 30 % Suomessa myytävästä ohrasta. Ohra hankitaan joko suoraan viljelijöiltä tai viljakauppailta.

Ohran hinta määräytyy yleensä syksyllä kerättävän sadon määrän ja laadun perusteella, mutta siihen vaikuttaa myös markkinahinta, joka reagoi globaaleihin liikkeisiin rahoitus- ja hyödykemarkkinoilla. Vuoden 2021 lopulla ja vuonna 2022 ohran hinta oli poikkeuksellisen korkea huonon sadon sekä Ukrainan sodan aiheuttamien saatavuusongelmien vuoksi. Hinta on sen jälkeen laskenut reippaasti, joskin on yhä aiempien vuosien vaihteluvälin ylälaidassa. Ohran hintaan ei ole saatavilla suojausinstrumentteja, joten Anora joutuu käytännössä ostamaan ohraa vallitsevaan markkinahintaan. Anoralla on normaalisti ohraa noin kuukauden varaston edestä, ja ostohinnat on sovittu pariksi kuukaudeksi eteenpäin. Korkeammat ohran hinnat voidaan siirtää myyntihintoihin, mutta ei välttämättä täysimääräisesti, ja tähän liittyy myös aikaviive. Muita merkittäviä raaka-aineita kustannusmielessä ovat esimerkiksi pullot, laatikot ja pakkausmateriaalit.

Tuotantoa kuudessa omassa tehtaassa

Anoralla on yhteensä kuusi omaa tehdasta, jotka sijaitsevat Suomessa, Norjassa, Tanskassa ja Virossa. Tärkeimmät

näistä ovat kaksi Suomen tehdasta, Norjan Gjelleråsen sekä viineihin keskittynyt Tanskan Koge. Näiden tehokkuus on keskeistä yhtiölle ja mahdolliset ongelmat näillä tehtailla voisivat heijastua selvästi myös yhtiön tuloksentekoon. Varsinkin paikallisia väkevien brändien juomia tuottavien Norjan ja Suomen laitosten tuotantoa on vaikea siirtää muualle, koska niiden tulee olla valmistettu paikallisista raaka-aineista kyseisissä maissa. Tuotantolaitokset on eritelty seuraavalla sivulla.

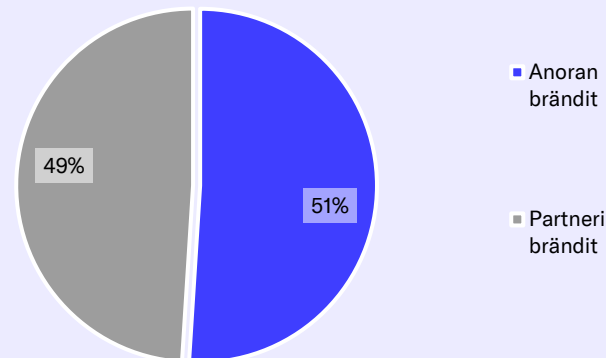
Investointitarpeet ovat pienet

Anoran investointitarpeet ovat rajalliset, koska Anoran kasvu on hidasta tai olematonta, noin puolet sen juomien liikevaihdosta tulee päämiesbrändeistä ja omissa viinibrändeissä tuotanto rajoittuu pullotukseen. Tehtaat kuitenkin vaativat tietyn määrän ylläpito- ja korvausinvestointeja, joiden arvioimme olevan noin 10 MEUR vuodessa. Anora on tällä hetkellä investoimassa Koskenkorvan tehtaalla biomassakattilan, joka mahdollistaa tehtaan hiilineutraaliuden vuoden 2026 aikana.

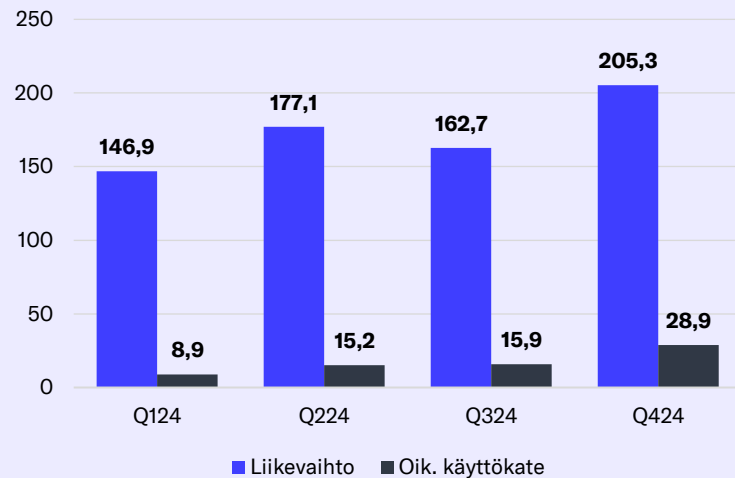
Tuloksenteko painottuu loppuvuoteen

Alkoholimyynti on tyypillisesti suurempaa juhlapyhien aikaan, minkä vuoksi joulukuusi ja uusi vuosi ovat yleensä Anoran parasta myyntiaikaa. Lisäksi glögin ja akvaviitin myynti keskittyy juhlapyhiin. Näin ollen Q4 on normaalisti selvästi vahvin sekä liikevaihdon että tuloksen osalta. Normaalin kausiluonteisuuden mukaan Q1 on heikoin, ja suoritus paranee joka kvartaali vuoden loppua kohti. Pääsiäisen ajoittuminen kevääseen vaikuttaa jonkin verran Q1:n ja Q2:n suhteelliseen painotukseen, mutta vappu, juhannus ja kesäsesongin alku tekevät Q2:sta yleensä paremman tulokskvartaalin.

Myynti brändikategorioittain, koko konserni 2024



Kausivaihtelu vuonna 2024 (MEUR)



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8 – Anoran tuotantopisteet

Koskenkorva, Suomi

- Tislaamo ja integroitu tehdas, joka tuottaa viljaviinaa sekä sivutuotteita kuten teknistä etanolia, tärkkelystä ja raaka-ainetta eläimen rehuihin

Rajamäki, Suomi

- Suurin osa entisen Altian omien tuotteiden pullotuksesta/pakkauksesta
- Keskittyy etenkin vodka-pohjaisiin juomiin

Tabasalu, Viro

- Pieni pullotustehdas, joka palvelee Baltian markkinoita ja sopimusvalmistusasiakkaita

Gjelleråsen, Norja

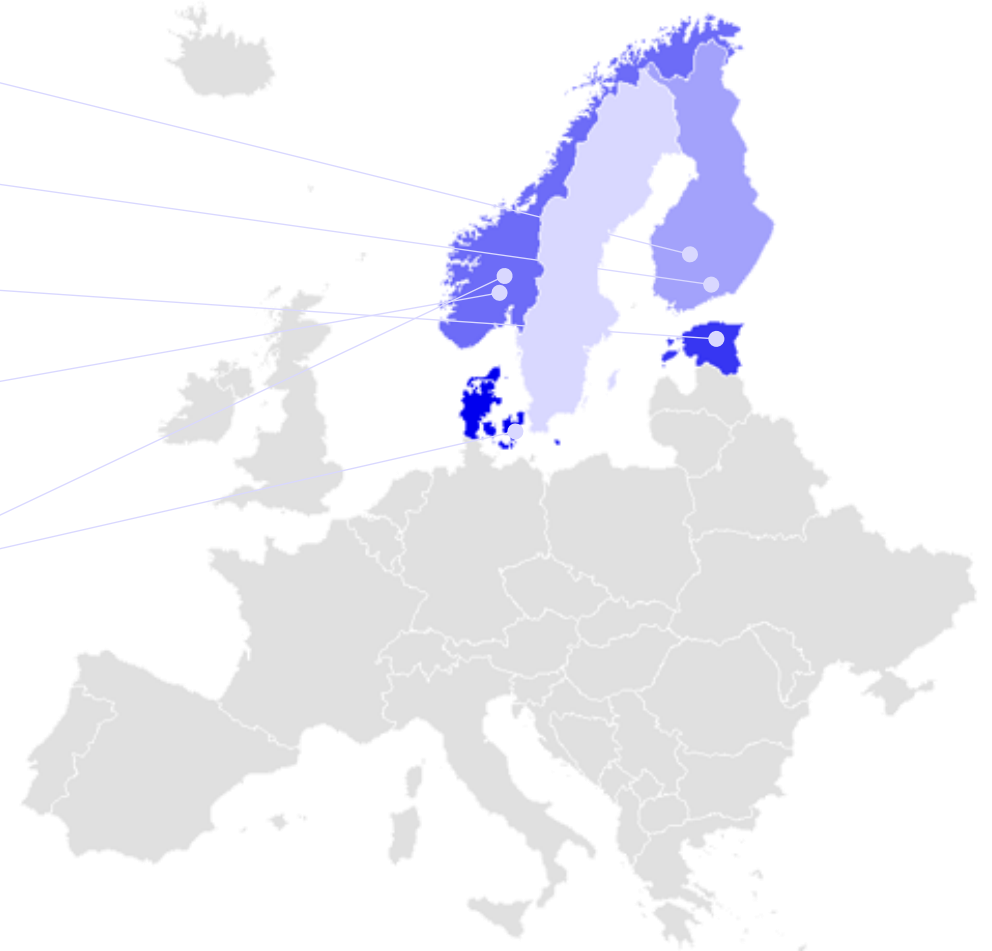
- Entisen Arcusin tuotanto- ja logistiikkalaitos
- Viinien ja väkevien pullotus/pakkaaminen
- Keskittyy etenkin akvaviitteihin ja katkeroihin
- Logistiikkatoiminnot (Vectura)

Koge, Tanska

- Viinien pullotus ja pakkaaminen, myös muille markkinoille
- Globus Winen tuotantolaitos

Atlungstad, Norja

- Pieni akvaviittitiskaamo



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8 – Spirits-segmentti

Spirits-segmentti

Spirits-liiketoiminta-alue kehittää, markkinoi ja myy Anoran omia väkevien alkoholijuomien brändejä sekä päämiesten väkeviä alkoholijuomia. Myyntikanavia ovat sekä Pohjoismaiden monopolimarkkinat että Tanskassa normaali vähittäiskauppa. Spirits-segmenttiin sisältyy myös International-liiketoiminta-alue, joka vastaa Anoran omista toiminnoista Baltian maiden, Tanskan ja Saksan markkinoilla sekä kansainvälisestä matkustajamyynnistä ja viennistä. Koko segmentin tärkeimmät myyntikanavat ovat kuitenkin samat kuin koko Anoralla, eli valtioiden vähittäismyyntimonopolit Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Tärkeimmät vientibrändit ovat Koskenkorva, Linie, Skagerrak ja Xante. Pienemmät myyntikanavat, kuten ravintolat ja matkustajamyyni, ovat tärkeitä brändin rakentamisen kannalta, ja Anora on vahva toimija näissäkin kanavissa.

Pohjoismaiden markkinajohtaja

Anoralla on laaja portfolio väkeviä alkoholijuomia, minkä ansiosta se on läsnä kaikissa kategorioissa ja hintaluokissa. Iso osa volyymeista syntyy kuitenkin sen suurimmasta tuotteesta eli Koskenkorvasta. Anoran markkina-asema väkevyissä juomissa on vahva: se on markkinajohtaja Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä toiseksi suurin Tanskassa. Näin ollen yhtiö on myös Pohjoismaiden suurin toimija. Lisäksi se on markkinajohtaja Saksan akvaviitti-segmentissä, joka on kategoriana pieni. Väkevien alkoholijuomien markkina on melko keskittynyt. Anoran markkinaosuudet monopolimyynissä vaihtelevat tuoteryhmästä riippuen noin 15 %:sta yli 50 %:iin, ja

keskimäärin osuus on arviomme mukaan 35-40 % niissä tuoteryhmissä, joissa Anoralla on tuotteita.

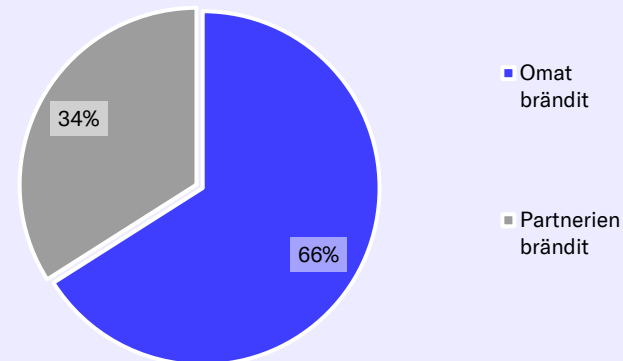
Spirits-segmentillä on oma tislaamo Suomen Koskenkorvalla. Pullotus ja pakkaus tehdään yhtiön suurissa laitoksissa Gjelleråsenissa ja Rajamäellä.

Marginaaliprofiililtaan Anoran paras segmentti

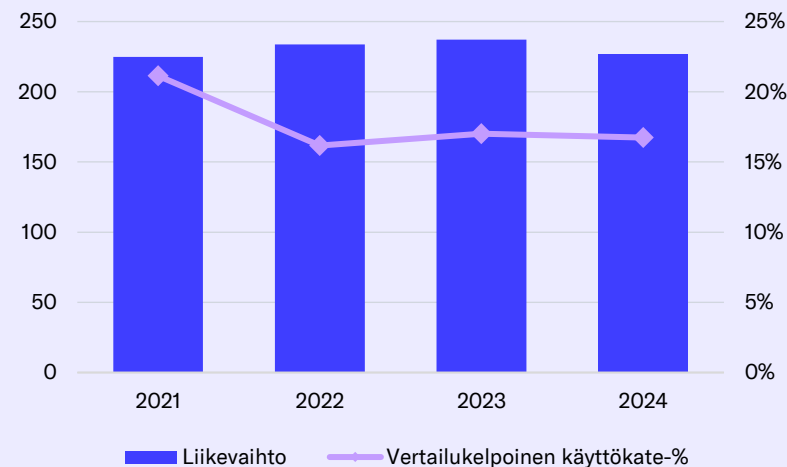
Spirits-segmentin liikevaihdosta noin 65 % on omia brändejä, jotka pitkälti myös valmistetaan itse. Runsaan oman tuotannon ansiosta Spirits-segmentin kateprofiili on erilainen ja korkeampi kuin viineissä. Bruttokate on tyypillisesti 40–50 % ja oikaistu käyttökatemarginaali 15–20 %. Päämiesbrändien myynti on tässäkin segmentissä merkittävä osa, mikä painaa marginaalia alemmas. Mahdolliset partnerisopimusten muutokset voivat vaikuttaa segmentin tulokseen.

Spirits-segmentti pyrkii laajan portfolionsa avulla hyötymään vahvemmasta (verrattuna Arcusiin ja Altiaan erikseen) tuotetarjonnasta ristiinmyymällä sitä Pohjoismaiden markkinoilla. Myös vientimarkkinoilla haetaan kasvua vahvojen avainbrändien avulla ja pyritään uusille markkinoille. Tässä suhteessa ei kuitenkaan käsittääksemme ole edetty merkittävästi viime vuosina, yhtiön heikon taloudellisen suoriutumisen takia. Anora on kuitenkin edennyt pienissä määrin esimerkiksi Saksan markkinalla ja avannut Liettuaan oman myyntiyhtiön. Kilpailu kansainvälisillä markkinoilla on kuitenkin kovaa, eikä Anoralla Koskenkorvaa lukuunottamatta juuri ole kansainvälisesti vahvoja brändejä. Tämä rajaa mielestämme kasvumahdollisuuksia selvästi.

Myynti brändikategorioittain, Spirits-segmentti 2024



Spirits-segmentin tuloskehitys



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8 – Wine-segmentti

Wine-segmentti

Wine-liiketoiminta-alue kehittää, markkinoi ja myy päämiesten viinejä sekä Anoran omia viinibrändejä Pohjoismaiden monopolimarkkinoilla ja Tanskassa. Pääasialliset myyntikanavat ovat samat kuin koko Anoralla, eli valtioiden vähittäismyyntimonopolit Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä anniskelumyynti (HoReCa) ja päivittäistavarakauppa (lähinnä Tanskassa). Lisäksi Suomessa sallittiin viime kesäkuusta alkaen enintään 8-%:n juomien myynti vähittäiskaupoissa.

Anoralla on viineissä päämiehiä laajasti eri viinialueilta ja -lajikkeista sekä eri hintaluokista. Näin yhtiö varmistaa laajan tuoteportfolion. Anora on Pohjoismaiden johtava viinien myyjä: se on markkinajohtaja Norjassa ja Tanskassa, toiseksi suurin Suomessa ja #3 Ruotsissa. Liikevaihdollisesti Ruotsi on kuitenkin suurin, 35 % segmentistä, Tanska on 24 %, Norja 23 % ja Suomi 17 % viime vuoden liikevaihdosta.

Liiketoimintamalli perustuu useisiin pienempiin maahantuojiin

Viiniliiketoiminnan toimintamalli on hieman poikkeava ja perustuu useiden pienten maahantuontiyritysten käyttöön. Anoralla on kaikilla markkinoilla useita maahantuojia, joista osassa työntekijät ovat myös omistajina, mikä tukee yrittäjämäistä toimintatapaa. Vaikka yhden maahantuojan tärkeimmät brändit voivat tuoda merkittävän osan sen tulovirrasta, Anoran laaja yhteistyö ja brändisalkku tasaavat riskiä. Maahantuojien avulla viinintuottajat pääsevät markkinoille ilman omaa myyntiorganisaatiota ja siihen liittyviä kuluja. Usean pienen maahantuojan etuna on henkilökohtaisempi suhde viinintuottajiin ja itsenäisempi

toiminta. Toisaalta usean itsenäisen yhtiön kautta Anora saa monopoliketjujen kilpailutuksiin useamman ehdokkaan kuin se saisi yksinään. Yrittäjien kannalta Anora taas tarjoaa yhteiset tukitoiminnot tehokkaasti, mikä hyödyttää myös maahantuojien tuloksenteekokykyä.

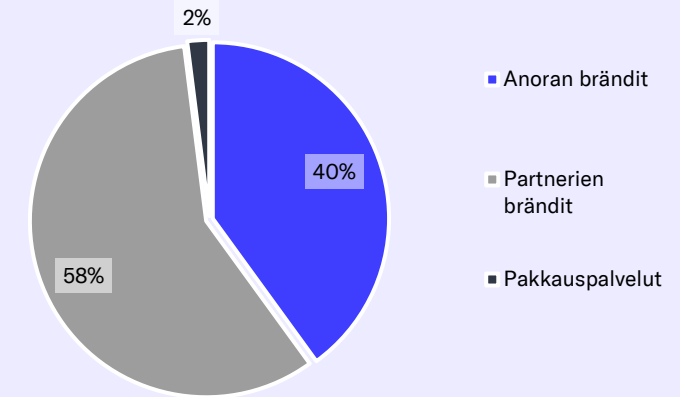
Pieni lisäarvo näkyy matalana katteena

Viinien pullotus ja pakkaaminen tapahtuu Gjelleråsenissa (Norja), Rajamäellä (Suomi) ja Tanskan Kogessa, johon on viime vuosina siirretty paljon myös Norjassa myytävien tuotteiden pullotusta. Päämiesbrändit ja pullotus vastaavat noin 60 %:a Wine-segmentin liikevaihdosta, ja loput noin 40 % tulee omista brändeistä. Omien brändien osuus on kasvanut jonkin verran viime vuosina, lähinnä partnerien ja pullotuksen liiketoiminnan supistumisen kautta.

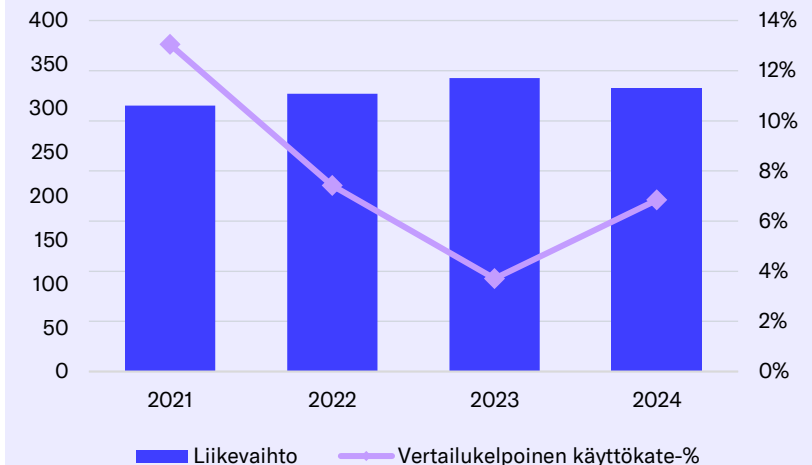
Viiniliiketoiminnan katteet ovat matalia, mikä johtuu osaltaan matalakatteisen jakelun merkittävästä osuudesta. Omien brändien kannattavuus on parempi, joskin niidenkin osalta huomioimme, että Anora ostaa viiniä isoissa erissä ja sen lisäarvo on lähinnä brändäys ja oikeiden tuotteiden valinta kullekin markkinalle, toisin kuin Spirits-segmentissä, jossa se itse tuottaa juomat raaka-aineista.

Wine-segmentin käyttökate-% oli 2024 vajaat 7 %, joka on matala taso, vaikka paranikin selvästi vuodesta 2023. Kannattavuutta painaa mm. Tanskan toimintojen (Globus Wine) heikko kannattavuus sekä aiempien partnerien menetysten myötä etenkin Ruotsissa matalaksi painunut markkinaosuus. Entisen Arcusin Wine-segmentti teki vuosina 2016–2019 lähes 12 %:n käyttökatemarginaalia, jonka näemme kuitenkin lähivuosina olevan Anoran saavuttamattomissa.

Myynti kategorioittain, Wine-segmentti 2024



Wine-segmentin tuloskehitys



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8 – Industrial-segmentti

Industrial-segmentti

Industrial-liiketoiminta-alueeseen kuuluu Anoran teollinen liiketoiminta Suomessa sekä toimitusketjutoiminnot ja logistiikkayhtiö Vectura Norjassa.

Teollista liiketoimintaa ja sopimusvalmistusta Suomessa

Teolliseen liiketoimintaan sisältyvät Koskenkorvan tislauksen toiminnot, mukaan lukien teolliset tuotteet (viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine) sekä sopimusvalmistus Rajamäen tehtaalla. Pääraaka-aine teollisissa tuotteissa on ohra. Noin 40 % Industrialin liikevaihdosta on sisäistä myyntiä (väkevien alkoholijuomien valmistukseen Spirits-segmentille), mutta segmentillä on myös merkittävää ulkoista myyntiä. Toiminnan logiikkana on hyödyntää kaikki prosessin sivuvirrat myytäviksi tuotteiksi, missä Anora onnistuu mielestämme hyvin.

Anora tarjoaa myös sopimusvalmistus- ja logistiikkapalveluita päämiehilleen. Sopimusvalmistuksen merkittävin sopimus on Finlandia Vodkan tuottaminen Coca-Cola HBC:lle. Tämä sopimus juontaa juurensa Finlandia Vodka -brändin myynnistä Altialta Brown-Formanille (joka myi brändin edelleen vuonna 2023). Myynnin yhteydessä Altia solmi pitkän valmistussopimuksen, joka on voimassa vuoden 2035 loppuun. Anoran mukaan sopimus on merkittävä osa Industrial-segmentin ulkoista liikevaihtoa (arvioimme mukaan ~20 %) ja tukee Rajamäen tehtaan kapasiteetin hyödyntämistä.

Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa

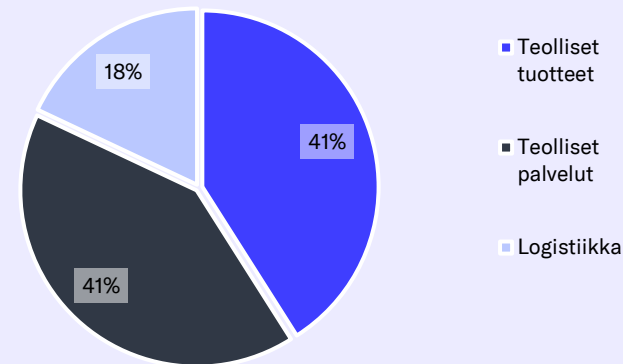
Logistiikkapalveluiden osalta Industrial-segmentti sisältää Arcusin entisen logistiikkasegmentin, Vectura-nimisen logistiikkapalveluiden tuottajan. Vecturan logistiikkakeskus sijaitsee Gjelleråsenissa ja toimii tiiviissä yhteistyössä Anoran tuotannon kanssa. Vecturan toiminnasta noin kolmannes on Anoran omien ja päämiesten tuotteiden jakelua ja loput muiden asiakkaiden. Tuotteet toimitetaan tyypillisiin jakelukanaviin, pääasiassa Norjan alkoholimonopoliketjulle Vinmonopoletille sekä ravintoloihin, hotelleihin ja baareihin.

Toiminnan luonne pitää marginaalin matalana

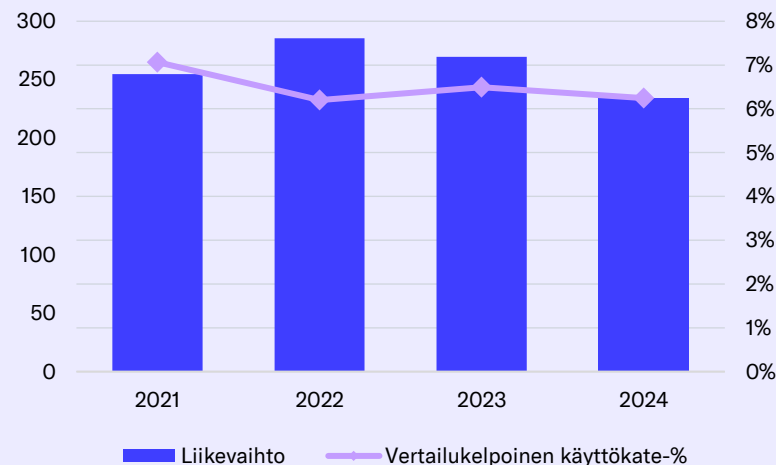
Altia Industrialin vertailukelpoinen käyttökatemarginaali oli noin 8 % vuosina 2017–2019, kun taas Arcusin logistiikkatoimintojen käyttökate-taso oli historiallisesti niukkaa, parhaimmillaankin vain 4–5 % vuosina 2017–2019. Yhdistettynä Anoran Industrial-segmentti on saavuttanut 6–7 %:n käyttökatemarginaalin vuosina 2021–2024. Uskomme tämän olevan kestävä ja normaali taso myös jatkossa. Tällä käyttökatemarginaalilla segmentti tuottaa yhtiölle edelleen selvästi positiivisen liikevoiton. Kuten aiemmin mainittu, merkittävä osa segmentin myynnistä on sivuvirtojen hyödyntämistä, josta positiivinen tulos suorien kulujen jälkeen tukee osaltaan Anoran ydintoimintaa, eli väkevien alkoholijuomien valmistusta.

Industrial-segmentillä ei ole itsenäisiä kasvu- tai kannattavuustavoitteita, vaan se keskittyy mahdollisimman tehokkaaseen toimintaan.

Myynti kategorioittain, Industrial-segmentti 2024



Industrial-segmentin tuloskehitys



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Kaksi pääomistajaa

Anoralla on kaksi suurta omistajaa, jotka olivat entisten Altian ja Arcuksen pääomistajia: Suomen valtion sijoitusyhtiö Solidium (19 %) ja norjalainen sijoitusyhtiö Canica (22 %). Vaikka molemmat ovat pitkäaikaisia omistajia, pidämme mahdollisena, että kumpi tahansa olisi valmis vähentämään omistustaan ainakin 10 %:iin, eikä omistuksesta kokonaan luopuminenkaan ole poissuljettua. Näiden lisäksi norjalaisen varustamomogulin John Fredriksenin vaikutuspiiriin kuuluva Geveran omistaa vajaat 5 % Anorasta. Viime vuosien heikko tulos- ja osakekurssikehitys tuskin on lisännyt pääomistajien myyntihaluja ainakaan nykyisellä hinnalla.

Toimitusjohtaja vaihtui taas hiljattain

Anora vaihtoi toimitusjohtajaa maaliskuun alussa, kun yhtiötä vain puolitoista vuotta johtanut Jacek Pastuszkowski siirtyi sivuun aiemman ilmoituksensa mukaisesti. Toimitusjohtajaksi siirtyi yhtiön sisältä Kirsi Puntila, joka on aiemmin johtanu Spirits-segmenttiä ja ollut yhtiössä vuodesta 2014 alkaen. Pidämme Puntilaa hyvänä ja loogisena nimenä Anoran johtoon. Hän tuntee yhtiön hyvin ennalta ja pääsee nopeasti jatkamaan yhtiön kaipaamia korjaus- ja parannustoimia.

Tuoreella toimitusjohtajalla on omistuksessa reilut 6 600 osaketta. Yhtiöllä on suositus, jonka mukaan toimitusjohtajan tulisi omistaa vähintään vuoden bruttopalkkansa verran yhtiön osakkeita, josta ollaan siten vielä kaukana. Johtoryhmän jäsenten odotetaan pitävän

ainakin puolet saamistaan osakepalkkioista, kunnes tavoite on saavutettu. Pakotetta tai kannustinta hankkia osakkeita muutoin ei siis käsityksemme mukaan ole.

Toimitusjohtajan paikan jättäneellä Jacek Pastuszkalla ei ollut lainkaan omistusta Anorassa lyhyellä toimitusjohtajakaudellaan. Konsernin talousjohtaja on norjalainen Stein Eriksen, joka aloitti yhtiössä viime kesänä. Hänellä ei ole osakeomistusta yhtiössä. Konsernin johtoryhmään kuuluu Puntilan ja Eriksenin lisäksi tällä hetkellä neljä henkilöä, joilla on suhteellisen pieniä, 0–10 000 osakkeen omistuksia.

Anoran pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä koostuu useista eri ohjelmista. Ohjelman mittareina ovat liikevaihdon kasvu (35 %), osakekohtainen tulos (35 %), yhtiön osakkeen kokonaistuoton suhteellinen kehitys (20 %) sekä Sustainalyticsin ESG-riskiluokitus (10 %). Mittarit vaikuttavat mielestämme järkeviltä, joskin liikevaihdon kasvun painoarvo on melko suuri (35 %), sillä yksin liikevaihdon kasvu ei välttämättä tuo lisäarvoa yhtiölle ja sen omistajille. Tuloskasvu kuitenkin todennäköisesti vaatii nykytilanteessa myös liikevaihdon kasvua yhtiöltä.

Hallitusta johtaa Arcuksen entinen hallituksen puheenjohtaja Michael Holm Johansen, jonka työtausta on Coca-Colalta. Pidämme positiivisena seikkana, että johdossa on runsaasti kansainvälistä kokemusta ja eri kansallisuuksia. Holm Johansen omistaa 80 000 Anoran osaketta, kun muiden hallituksen jäsenten omistukset ovat huomattavasti pienempiä.

Suurimmat omistajat 28.2.25

	Osuus
Canica	22,4 %
Solidium	19,4 %
Geveran Trading	4,6 %
Varma	3,0 %
Ilmarinen	1,9 %
WestStar	1,8 %
Elo	1,1 %
Heikki Savolainen	0,5 %
OP-Henkivakuutus	0,5 %
Veritas	0,4 %
Lähde: Anora	

Johdon omistukset

	Osakkeita
Kirsi Puntila	6666
Stein Eriksen	0
Janne Halttunen	9300
Johanna Sunden	0
Hannu Vähämurto	200
Thomas Heinonen	4375
Mikkel Pilemand	6000
Lähde: Anora	

Sijoitusprofiili 1/2

- 1 Vahva markkina-asema ja laaja brändiportfolio Pohjoismaissa
- 2 Historiallisesti varsin vakaa markkina, mutta kasvua ei näköpiirissä
- 3 Pääoman tuotot eivät arviomme mukaan ylitä niiden kustannusta
- 4 Sisäisesti vielä tehostamisen varaa
- 5 Historiallisesti hyvä osingonmaksaja

Potentiaali

- **Synergiat ja tehostaminen:** Tehostamisohjelmien täysi vaikutus nähdään vasta 2025-26 – osin myös fuusioiden hyötyjä realisoimatta edelleen
- **Maantieteellinen laajentuminen:** Anoran laajan Pohjoismaisen brändiportfolion avulla yhtiöllä mahdollisuus kasvattaa myyntiä vientimarkkinoilla (väkevissä)
- **Täydentävät yritysostot:** Yhtiö on kiinnostunut edelleen kasvamaan yritysostoin, jossa seuraava looginen isompi askel olisi nähdäksemme Keski-Eurooppa. Tämä voisi tuoda ristiinmyyntisynergiaa. Nykyinen tase tosin rajoittaa mielestämme yritysostoja.

Riskit

- **Alkoholikulutuksen lasku:** Kulutus on etenkin Suomessa laskutrendillä ja Anoran markkinat voi kutistua jatkossa
- **Altistuminen ohran hinnan vaihtelulle**
- **Tuoteturvallisuudessa tapahtunut virhe tai muuten brändin/brändien luotettavuuden heikentyminen voi aiheuttaa kysynnän laskua:** Tätä riskiä kuitenkin hillitsee Anoran maantieteellinen hajautuminen ja lukuisat eri brändit
- **Yrityssotoriskit:** Mahdollisissa tulevilla yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi

Sijoitusprofiili 2/2

Kilpailuedut rajallisia

Kilpailuetujen osalta Anoran liiketoiminta on mielestämme syytä jakaa omiin brändeihin ja päämiesbrändeihin.

Omien brändien kohdalla potentiaalinen kilpailuetu piilee brändin vahvuudessa. Tämän mittaaminen on haastavaa, mutta markkinaosuudet antavat jonkinlaisen kuvan brändin vahvuudesta. Tästä näkökulmasta Anoran tunnetut väkevien brändit, kuten Koskenkorva maustamattomassa vodkassa sekä Linie ja OP Anderson akvaviitissa, näyttävät nauttivan jonkinlaisesta kilpailuedusta, sillä niiden markkinaosuudet Pohjoismaissa ovat yli 50 %. Yhtiönlajajuista kilpailuetua omissa brändeissä emme kuitenkaan näe, vaikka tietyillä brändeillä ja markkinoilla niitä mielestämme on. Kansainvälisiä kilpailijoita vastaan Anoran historia ja osaaminen monopolimarkkinoilla toimimisesta sekä paikallisten kuluttajien tunteminen voi tuoda tiettyä etua, mutta emme näe tätäkään selkeänä kilpailuetuna.

Päämiesbrändeissä pitkä kokemus monopolimarkkinoista yhdistettynä vahvaan asemaan kaikilla Pohjoismaiden markkinoilla antaa sen sijaan mielestämme Anoralle jonkinlaisen kilpailuedun. Toisaalta esimerkiksi ruotsalainen Viva Wine Group toimii samoilla monopolimarkkinoilla ja on pystynyt kasvattamaan tasaisesti markkinaosuuttaan, mikä osoittaa, ettei Anoralla ole ainakaan heitä vastaan kilpailuetua, pikemminkin päinvastoin. Anoran kautta päämiehet voivat kuitenkin helposti saada osaavan jakelun koko Pohjoismaissa.

Industrial-segmentin toiminnot ovat lähinnä sivuvirtojen käsittelyä ja logistiikkaa, joissa emme sinänsä näe kilpailuetuja. Sivuvirtojen hallinta on kuitenkin tärkeää

Anoralle, ja niistä saatava pienikin tulos on luonnollisesti positiivista koko konsernin tuloksentelekyvyn kannalta.

Muita vahvuuksia ja mahdollisuuksia

Anoran vahva asema Pohjoismaissa ja sen laaja brändiportfolio antavat sille hyvän pohjan hakea kasvua vientimarkkinoilta ja viedä pohjoismaisia tuotteita Eurooppaan esimerkiksi mahdollisen yritysoston kautta. Brändien rajallinen kansainvälinen tunnettuus ja siten kasvun vaatimat muun muassa markkinointipanostukset rajaavat kuitenkin mielestämme kasvupotentiaalia. Anoralla on myös oma verkkokauppa Saksassa. Vientimarkkinoiden rooli Anorassa on kuitenkin kokonaisuutena rajallinen, joten kasvu siellä ei näkemyksemme mukaan nopeasti muuta koko Anoran kasvuprofiilia.

Anora näkee itsensä myös vastuullisuuden edelläkävijänä. Yhtiö pyrkii esimerkiksi vähentämään hiilidioksidipäästöjään ja siirtymään ilmastoystävällisempiin pakkauksiin. Emme usko, että Anoran vastuullisuusprofiililla on ainakaan kuluttajien silmissä merkittävää vaikutusta ostopäätöksiin, joten sen merkitys kysyntäpuolella on vähäinen. Monopoliketjuilla sen sijaan on selkeitä vastuullisuuspyrkimyksiä, ja Anoran toimet tukevat tuotteiden pääsemistä tai pysymistä monopoliketjujen valikoimissa.

Heikkoudet ja riskit

Anoran selvänä heikkoutena näemme kitukasvuisen kohdemarkkinan, joka on osittain johtanut yhtiön vaisuun historialliseen kasvuun. Anora viittaa Euromonitorin markkinaennusteisiin, jotka povaavat pitkälti stabiilia volyymikehitystä lähivuosille. Alkoholin kulutustrendi on

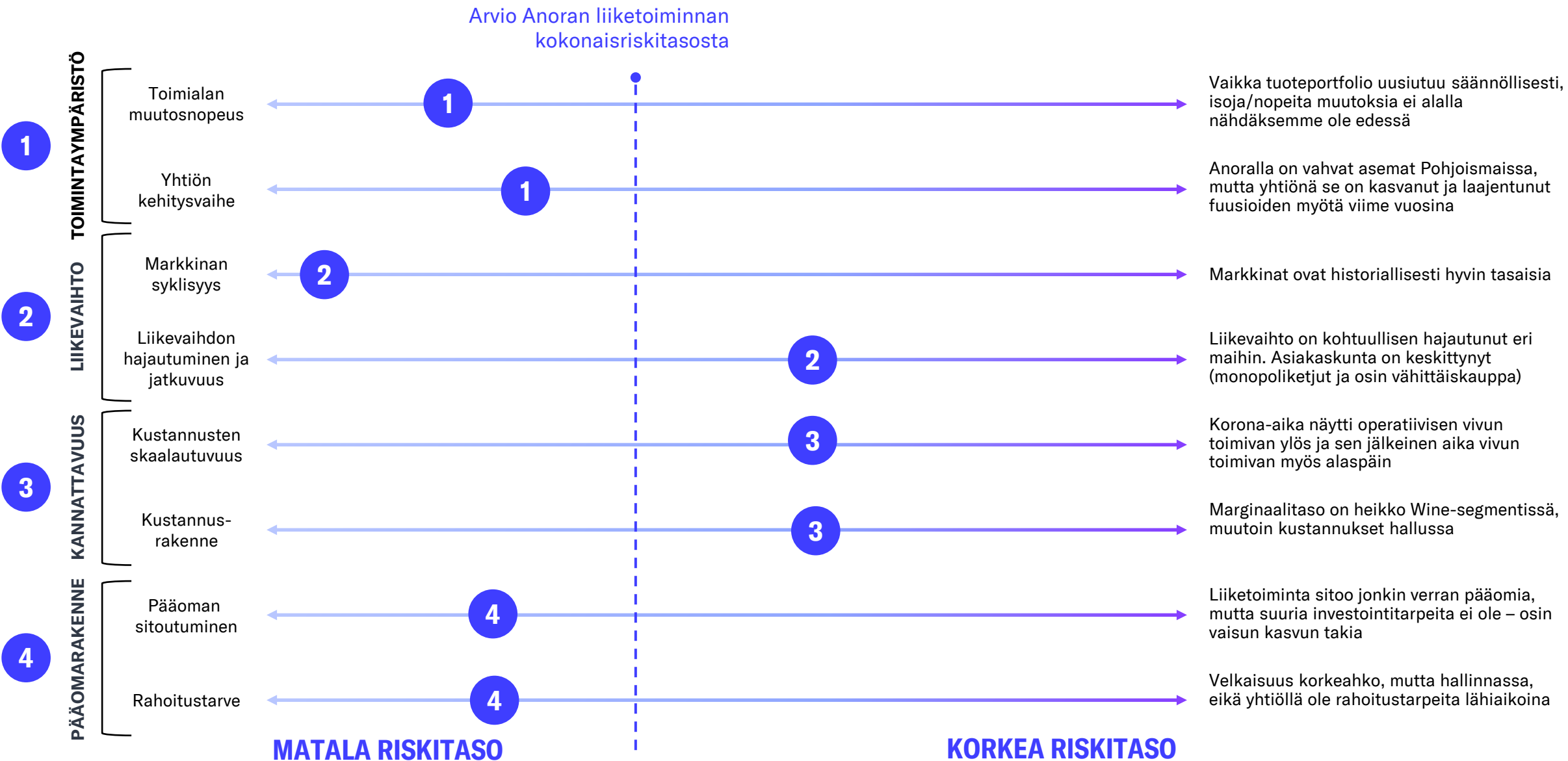
etenkin Suomessa alaspäin, mikä voi jatkuessaan näkyä markkinan pientymisenä. Anoralla on pieni valikoima alkoholittomia tuotteita ja se teki 2023 sijoituksen tanskalaiseen ISH -yhtiöön, joka myy alkoholittomia juomia. Tämän toiminnan mittakaava on kuitenkin toistaiseksi niin pieni, ettei se nähdäksemme pysty kompensoimaan mahdollista laajempaa alkoholin kulutuksen laskua.

Toinen selkeä heikkous on Wine-segmentin nykyinen heikko (joskin selvästi vuoden 2023 pohjatasolta parantunut) tulokunto, johon ovat vaikuttaneet 1) Globus Winen odotettua heikompi kannattavuus ja 2) partnerisopimusten menetysten myötä laskeneet volyymit ja 3) liian korkeat kiinteät kulut nykyiseen liikevaihtoon nähden. Wine-segmentin parantaminen on koko konserninkin kannattavuudelle mielestämme tärkeää.

Ennusteidemme mukaan Anoran pääoman tuotto jää suunnilleen sen tuottovaatimuksen tasolle keskipitkällä aikavälillä (ollen lähivuosina sen alapuolella), mikä on Anoralle sijoituskohteena heikkous, sillä se rajoittaa pidemmän aikavälin tuotto-odotusta merkittävästi. Tämän nostaminen vaatisi selvää kannattavuuden parantumista tai pääoman kierron paranemista. Käsitlemme näitä myöhemmin.

Riskinä näemme päämiessopimusten vähentymisen, joka mielestämme voisi lähinnä aiheutua kansainvälisten alkoholituottajien konsolidoinnin jatkumisesta. Tämä voisi lisätä itse Pohjoismaisen jakelun hoitavien yritysten määrää. Selkeä riski on myös Suomen lainsäädännön muuttuminen eli viinien myynnin vapauttaminen. Tämä voisi vaikuttaa sekä viinien volyymeihin että marginaaliin, ja lisäksi väkevien myyntiin Suomessa negatiivisesti.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja markkinat 1/3

Anoran kannalta relevantit markkinat ovat pääasiassa Pohjoismaiden viinien ja väkevien alkoholijuomien markkinat, joita Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa hallitsevat kunkin maan monopoliketjut. Lisäksi teollisuussektorin tuotteilla on omat, erilliset markkinansa.

Markkinakehityksen ennustetaan olevan tasaista

Anoran siteeraama Euromonitor arvioi koko Pohjoismaiden (Suomi, Ruotsi, Norja ja Tanska) viini- ja väkevien alkoholijuomien markkinoiden arvoksi vuonna 2024 noin 13,9 mrd. euroa. Tästä noin 2/3 eli noin 9 miljardia euroa on viinejä ja 1/3 eli noin 5 miljardia euroa väkeviä alkoholijuomia. Nämä summat ovat kuitenkin vähittäismyyntihintoja, joten niitä ei voi suoraan verrata Anoran lukuihin esimerkiksi markkinaosuuksia laskettaessa.

Volyymin osalta tuoreimmat luvut ovat vuodelta 2021, jolloin markkinan koko oli vajaat 670 miljoonaa litraa, josta 87 % on viinejä ja 13 % väkeviä alkoholijuomia. Väkevien litrahinta on siis huomattavasti viinejä korkeampi. Väkevien kokonaismarkkinaksi kerrottiin tuolloin noin 85 miljoonaa litraa, kun taas Anoran volyymi pelkästään monopolikanavissa oli noin 24 miljoonaa litraa. Tämä kuvaa Anoran vahvaa asemaa markkinoilla. On hyvä huomata, että vuoden 2021 luvut olivat poikkeuksellisen vahvoja monopoliketjuissa korona-ajasta johtuen ja nykyiset volyymit ovat matalampia.

Euromonitor ennustaa viinimarkkinan volyymin kasvavan 0,4 % vuodessa vuosina 2024–2028. Väkevien alkoholijuomien osalta ennuste on -0,3 %. Käytännössä voi siis sanoa ennusteiden odottavan volyymien pysyvän nykyisellä tasollaan. Tämä on hieman heikompi näkymä kuin Anoran pääomamarkkinapäivällä vuonna 2022 lopussa näyttämä ennuste, joissa kasvun odotettiin olevan noin 1,5 %

vuodessa. On myös hyvä huomata, että markkinat ovat laskeneet sen jälkeen eli kantalukukin on pienempi. Alkoholijuomien markkina on defensiivinen ja tasainen, eli siinä ei ole merkittäviä vuosittaisia vaihteluja. Koronavuodet 2020–2021 olivat tosin poikkeus, etenkin jos tarkastellaan Anoralle tärkeää monopoliketjujen myyntiä. Korona-aikana kulutus siirtyi ravintoloista ja matkustajamyynnistä monopoliketjuihin. Samoin koronasta palautuminen painoi markkinoita etenkin vuosina 2022-2023, jossain määrin etenkin Norjassa vielä 2024.

Ruotsi on suurin markkina

Maakohtaisista markkinoista löytyy tietoa monopoliketjujen kautta Suomesta, Ruotsista ja Norjasta. Maita vertaillen Ruotsi erottuu erittäin suurena viinimarkkinana. Vuonna 2024 viinien myyntivolyymi Ruotsissa oli 210 M litraa vuodessa, kun Suomi ja Norja jäivät vajaaseen 50 ja noin 75 M litran tasolle. Tanskan markkinan koosta ei ole tarkkaa julkista tietoa. Anora on kertonut markkinan olleen 139 M litraa vuonna 2021, josta oletamme sen jonkin verran laskeneen. Ruotsissa Viva Wine Group on selvä markkinajohtaja. Anoran markkinaosuus on Ruotsissa suhteellisesti heikompi ja se on tipahtanut kolmanneksi markkinalla.

Väkevissä juomissa Ruotsin markkina oli viime vuonna noin 24 M litraa, Suomen vajaat 20 M litraa ja Norjan 12 M litraa. Suomessa siis kulutetaan henkilöä kohden selvästi muita Pohjoismaita enemmän väkeviä. Markkinoiden eroja voi osaltaan selittää erilaiset veropolitiikat. Suomessa ja Norjassa väkevien ja viinien verotus on suhteellisen lähellä toisiaan, kun taas Ruotsissa väkeviä verotetaan suhteessa selvästi viinejä rankemmin. Muihin Euroopan maihin monopolimarkkinoiden verotus on selvästi suurinta ja

Tanskankin verotus sijoittuu keskiarvon yläpuolelle.

Suomi vapautti viinien myyntiä viime vuonna

Suomessa enintään 8 % alkoholituotteiden myynti sallittiin vähittäiskaupoissa kesäkuusta 2024 alkaen. Tämän myötä viinien myyntiä siirtyi monopoliketju Alkosta vähittäiskauppoihin. Volyymivaikutus noin puolelta vuodelta oli noin 3 M litraa – vuositasolla tämä tarkoittaisi siis 6 M litraa tai reilut 10 % Alkon viinimyyntistä ennen muutosta. Samalla Alkon vähentyneet kävijämäärät ovat laskeneet myös väkevien kulutusta. Alkoholiososten painopiste siirtyi siis hieman enemmän vähittäiskauppojen suuntaan.

Volyymimielessä tämä voi tukea isompia toimijoita kuten Anoraa, sillä kauppa ei halua isoa määrää toimittajia, ja viinit ovat käsittääksemme ottaneet markkinaosuutta muilta kauppojen alkoholituotteilta. Toisaalta vähittäiskaupan kautta myydyt viinit ovat alkoholiyhtiöille tyypillisesti matalampikatteisia. Näemme kokonaisuutena nyt toteutetun viinien myynnin vapauttamisen Anoralla hieman negatiivisena. Suomessa on myös harkinnassa viinien myynnin vapauttaminen kokonaan. Tällä olisi todennäköisesti merkittävämpiä vaikutuksia markkinaan, sillä uskoisimme esim. kaupan avaavan omia suoria hankintakanavia ja/tai tuovan omia merkkejä viineihin, jos kategoria kasvaisi. Lisäksi Alkon asema olisi uhattuna ja väkevien myynti laskisi todennäköisesti entisestään matalampien asiakasmäärien myötä. Tämä kaikki olisi mielestämme Anoran kannalta negatiivista. On kuitenkin syytä huomioida, että Suomen juomamyynti on kokonaisuudessaan vain 16 % Anoran liikevaihdosta, joka rajaa vaikutusta koko konsernin tasolla.

Toimiala ja markkinat 2/3

Kilpailijakenttä on suhteellisen laaja

Mielestämme Anoran kilpailijakentän voi Pohjoismaissa jakaa kolmeen ryhmään: 1) globaalit alkoholituottajat, jotka hoitavat tuotteidensa jakelun itse Pohjoismaissa, 2) alueelliset yhtiöt, kuten Viva Wine Group tai panimokonsernina paremmin tunnettu Royal Unibrew, joka omistaa Suomessa Hartwallin, ja 3) pienet paikalliset jakelijat. Väkevien juomien markkina on keskittyneempi, kun taas viineissä kilpailijoita on enemmän. Viinienkin markkina on kuitenkin jossain määrin konsolidoitumassa, ja jo nyt viisi suurinta toimijaa vastaa noin puolesta viinimääristä (Suomi, Ruotsi ja Norja). Anoran markkina-aseman kannalta riskinä on, että kansainvälinen alkoholituottajien markkina konsolidoituu entisestään, jolloin suurempi osa määrästä voisi tulla suoraan tuottajilta vähittäismyyntiin.

Marginaalien vertailu kilpailijoihin konsernitasolla on jossain määrin hyödytöntä, sillä Anoran kaltaista yhtiötä, joka toimii sekä väkevien että viinien parissa ja toisaalta sekä tuottajana että jakelijana, ei löydy. Suurten tuottajien marginaalit ovat Anoraan verrattuna moninkertaiset (liikevoittotasolla), kun taas puhtaat jakelijat jäävät hyvin pieniin marginaalitasoihin. Viva Wine Group on sen sijaan suhteellisen hyvin verrannollinen Anoran Wine-segmenttiin. Vivan marginaalit olivat 2022-2023 paineessa Anoran tapaan, mutta viimeiset 1-1,5 vuotta marginaalit ovat olleet nousutrendillä (ks. kuva). Viva on kuitenkin pystynyt viime vuodet säännönmukaisesti Anoran Wine-segmenttiä parempaan kannattavuuteen.

Alkoholin myyntiä ja mainontaa rajoitetaan

Alkoholijuomien myyntiä rajataan kaikilla Anoran markkinoilla ikärajoituksin. Ikärajat vaihtelevat juomien

vahvuuden ja myyntikanavan mukaan. Vähittäiskaupassa rajat vaihtelevat 16 ja 20 vuoden välillä, kun taas ravintoloissa saa tyypillisesti ostaa kaikkia alkoholijuomia 18 vuotta täyttäneenä. Monopolimarkkinoilla myös alkoholin mainontaa on rajattu eri tavoin:

Suomessa laki kieltää kaiken vahvojen alkoholijuomien mainostamisen (yli 22 tilavuusprosenttia). Tätä miedompia alkoholijuomien mainostaminen on pääosin sallittu. Myöskään nuorille ei saa suunnata alkoholimainontaa.

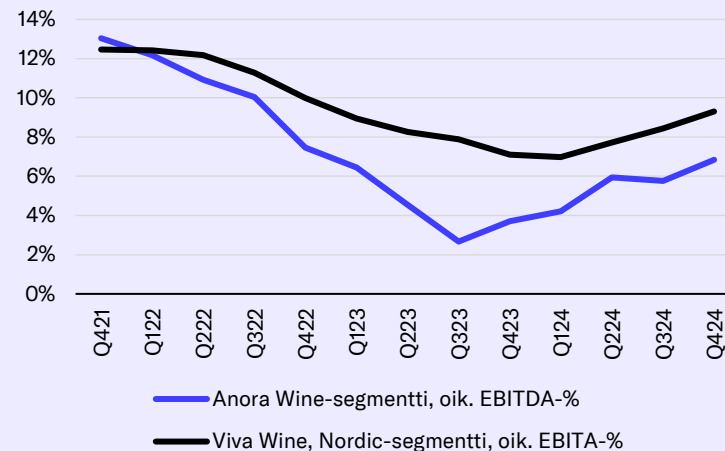
Ruotsissa alkoholimainostaminen kiellettiin kokonaan vuonna 2003, mutta sitä on sittemmin vapautettu. Yli 15 tilavuusprosenttia sisältävien juomien mainostaminen on edelleen täysin kielletty, samoin mainosten suuntaaminen alle 25-vuotiaille.

Norjassa kaikki yli 2,5 tilavuusprosenttia sisältävien alkoholijuomien mainostaminen on yksiselitteisesti kielletty.

Tanskassa alkoholin mainonta on vapaampaa. Sielläkin siihen liittyy kuitenkin sekä lakisääteistä että vapaaehtoista sääntelyä ja valvontaa. Alle 18-vuotiaille suunnattu mainonta on kielletty.

Anoran tuotteiden kannalta mainostaminen on siis Tanskassa mahdollista kaikille tuotteille, Suomessa ja Ruotsissa viineille ja Norjassa vain marginaaliselle alkoholittomien tuotteiden osalle. Mainosten läsnäolo tai puute vaikuttaa luonnollisesti yhtiön ja sen kilpailijoiden mahdollisuuksiin tukea tuotteiden myyntiä. Niiltä osin, kun mainostaminen ei ole mahdollista, tuotteiden pääsy monopolikauppojen hyllyille on jo sinällään ratkaiseva merkitys. Tämä korostaa monopoliketjujen asemaa myös markkinaosuuksien jakautumisessa.

Viva Wine ja Anora Wine –segmentti, 12kk rullaavat marginaalit



Lähde: Viva Wine, Anora

Monopoliketju

Alko (Suomi)

Systembolaget (Ruotsi)

Vinmonopolet (Norja)

Lähde: Inderes

Monopolioikeudet

Kaikki yli 5,5 til-% juomat

Kaikki yli 2,25 til-% juomat, paitsi enintään 3,5 % olutta saa myydä myös ruokakaupoissa

Kaikki yli 4,75 til-% juomat

Toimiala ja markkinat 3/3

Jakelu tapahtuu pääosin monopoliketjujen kautta

Kuten aiemmin mainittu, Anoran pääasialliset myyntikanavat ovat alkoholin monopoliketjut Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Näissä maissa monopolit ovat ainoa vähittäismyyntikanava viineille ja väkeville juomille, lukuun ottamatta Suomessa sallittuja enintään 8 %:n viinejä. Tanska on markkinana erilainen, sillä siellä alkoholin myynti on vapaampaa. Anoralla on myös pienissä määrin vähittäiskaupassa myytäviä juomasekoituksia eli ns. ready-to-drink -tuotteita.

Monopoliketjujen valikoimat jakautuvat tyypillisesti pysyviin tuotteisiin, kausi- ja tilapäistuotteisiin sekä tilausvalikoimaan. Tilausvalikoiman kautta tuote voi päästä myös pysyvään valikoimaan, jos se saavuttaa tietyn myyntitason. Näin tuotteita voi saada valikoimiin myös ilman monopoliketjusta lähtevää prosessia. Tilausvalikoiman kautta eteneminen onkin Anoran viineille tyypillisempi tapa päästä pysyvään valikoimaan kuin varsinaisen valintaprosessin kautta.

Valintaprosessi on kaikilla monopoliketjuilla samantyyppinen. Näissä prosesseissa monopoliketjut tyypillisesti julkaisevat kuvauksen siitä, minkälaisen tuotteen (kategoria, ikä, maa, maku ja hinta) ne haluavat. Tämän jälkeen tuottajat ja maahantuojat, kuten Anora, toimittavat ehdotuksensa monopoliketjulle. Valintaprosessi on eri maissa hieman erilainen, ja se perustuu joko vain viinin makuun tai siinä voidaan huomioida myös esimerkiksi pakkauksen ulkoasu. Kaikki tuotenäytteet käyvät läpi myös tarkan laaduntarkastuksen.

Monopoliketjujen vaatimuksista lähtevä valikoiman valintatapa kuitenkin jossain määrin rajoittaa Anoran mahdollisuuksia etsiä ja tuoda markkinoille kuluttajia kiinnostavia tuotteita (verrattuna täysin vapaaseen

markkinaan). Toisaalta, kun tuote on päässyt valikoimiin, se säilyy siellä, mikäli tietyt myyntimäärät ylittyvät, mikä tuo pysyvyyttä markkina-asemiin. Monopoliketjuissa on myös tarjolla laaja valikoima eri laatuja ja hintaisia juomia, eikä esimerkiksi hinnoittelulla pyritä ohjaamaan kulutusta. Uskomme tämän tukevan jossain määrin myös Anoran marginaaleja.

Industrial-segmentin markkinat

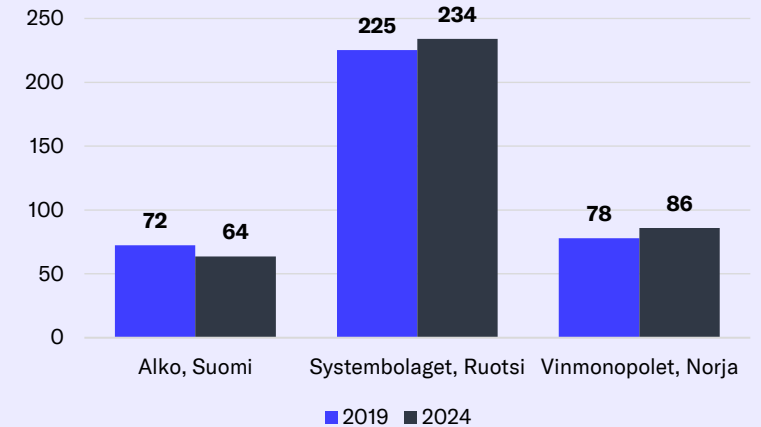
Industrial-segmentin markkinat ovat varsin erilaiset. Kuten aiemmin todettu, Industrialin tehtävä on lähinnä hyödyntää tuotannon sivuvirrat. Anora on näissä tuotteissa pitkälti hinnanottaja markkinalla, vaikka sen asema joissain tuotteissa on vahva.

Teknisiä etanoleja käytetään maalämpöeristeissä ja teollisuuden erilaisiin tarpeisiin, esim. lääketeollisuuteen, terveydenhuoltoalalle ja teknokemian alalle. Anora on markkinajohtaja maalämpöpumppunesteiden markkinoilla Suomessa omalla Naturet-brändillään. Pääkilpailijat tässä markkinassa ovat Aspon omistama Telko sekä kansainväliset kemianjätit Ineos ja Cargill.

Tärkkelyksen osalta Anora tekee tiivistä yhteistyötä suomalaisen Chemigaten kanssa, jonka pääasiakkaat ovat paperi- ja kartonkiteollisuus. Anora myy lisäksi tuotteita suoraan panimo- ja ruokateollisuudelle. Yhtiö on vuonna 2018 arvioinut, että sillä on noin 25 prosentin markkinaosuus Suomen tärkkelysmarkkinoista. Tärkkelyksen hinta määräytyy kuitenkin maailmanmarkkinahintojen mukaan. Pääkilpailijoita ovat kansainväliset Cargill ja Roquette.

Rehuraaka-aineen osalta Anoralla on yhteistyösopimus Atrian omistaman A-Rehun kanssa, joka ostaa kaiken Anoralta syntyvän rehuraaka-aineen.

Monopoliketjujen volyymit, viinit ja väkevät yhteensä (m litraa)



Lähde: Alko, Systembolaget, Vinmonopolet

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia ja tavoitteet yltävät vuoteen 2030 asti

Anora julkisti strategiansa Arcusin ja Altian fuusion (ja Globus Winen oston) jälkeen marraskuussa 2022. Anoran kasvustrategia perustuu yhtiön mukaan kolmeen pilariin:

- Monopolimarkkinoilla (Ruotsi, Norja, Suomi) yhtiö pyrkii kasvamaan 1,5 kertaa markkinoita nopeammin, joka yhtiön mukaan tarkoittaa noin 3 % kasvua
- Tanskassa ja Baltiassa yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa vakiinnuttaakseen asemansa alueellisena johtajana
- Kansainvälisesti yhtiö hakee kasvua avainbrändien avulla

Tavoitteisiin kytkeytyy myös numeerisia tavoitteita, jotka ovat:

- Monopolimarkkinoiden ulkopuolisen myynnin kasvu 20 %:iin Spirits-segmentin liikevaihdosta (vuonna 2022 noin 11 %)
- Avainbrändien osuus liikevaihdosta 30 %:iin (vuonna 2022 noin 15 %)
- Ykkösasema ESG:ssä

Tavoitteiden laatimisen jälkeen Anoran käyttämä monopolimarkkinoiden kasvuennuste on laskenut nollaan, mikä tekee siellä tavoitellusta kasvusta vaikeampaa. Monopolimarkkinoilla markkinaa nopeamman kasvun saaminen on nähdäksemme Anoralla haastavaa sen jo valmiiksi vahvan markkina-aseman takia. Anora pyrkii tukemaan kasvua vahvistamalla asemiaan kaikissa myyntikanavissa eli monopoliketjujen lisäksi esimerkiksi vähittäiskaupassa, jossa sen asema on nykyisin pienehkö. Avainbrändeihin panostamisen tavoitteellaan tuovan kasvua myös monopolimarkkinoilla. Tavoitteiden julkaisun jälkeen yhtiön suoriutuminen on kuitenkin ollut viineissä, etenkin

Ruotsissa, markkinaa heikompaa partnerimyynnin laskun myötä. Toisaalta myös markkinoiden kehitys on edelleen ollut laskutrendillä korona-ajan luvuista normalisoitumisen ja heikon taloustilanteen myötä. Ruotsin markkinaosuuden kääntämisellä nousuun olisi tulevina vuosina mielestämme mahdollisuus kasvaa markkinaa nopeammin.

Monopolimarkkinoiden ulkopuolisen myynnin osalta Anoralla on vielä reilusti matkaa tavoitteeseen. Baltiassa Anora on pieni toimija, ja vaikka yhtiö näkee siellä väkevissä potentiaalia, sen vaikutus Anoran tasolla on rajallinen (liikevaihdon lisäys ~15 MEUR). Siellä otettiin pieni askel avaamalla oma myyntiyhtiö Liettuaan. Merkittävämpi kansainvälinen kasvu nojaakin enemmän uusien markkinoiden avaamiseen, josta yhtiöllä ei vielä juuri ole näyttöjä. Yhtiö ei ole antanut tietoja tavoitteiden kehittymisestä niiden lanseerauksen jälkeen. Käsityksemme mukaan kansainvälinen kasvu on jäämässä jatkossa vuonna 2022 kaavailtua pienempään rooliin.

Kasvustrategia jäänyt heikon tuloksen varjoon

Anoran kasvustrategia ja siihen liittyvät taloudelliset tavoitteet (joita käymme seuraavalla sivulla) ovat mielestämme varsin kunnianhimoisia. Strategian julkistusta seuranneen vuoden aikana (heti Q4'22 alkaen) yhtiön kannattavuus laski odotuksia voimakkaammin etenkin Tanskan toimintojen (Globus Wine) heikkouden, kustannusinflaation ja valuuttavaikutusten myötä. Näin ollen yhtiö on joutunut viime vuodet keskittymään enemmän korjaamaan kannattavuutta, tasetta ja lyhyen aikavälin ongelmia kuin pystynyt panostamaan pidemmän aikavälin kasvuun. Tuoreen toimitusjohtajavaihdoksen ja markkinanäkymien muutoksen myötä odotamme yhtiön päivittävän strategiaansa ja tavoitteitaan luultavasti vielä tämän vuoden aikana.

Anoran vastuullisuustavoitteet

SBTi:n hyväksymät tieteeseen perustuvat tavoitteet:

Kokonaispäästövähennys (Scope 1, 2 ja 3 tietyiltä osin) 42 % vuoteen 2030 mennessä ja 90 % vuoteen 2050 mennessä

30 % vähennys 2030 mennessä ja 72 % vähennys 2050 mennessä absoluutisissa maankäyttöön liittyvissä FLAG-kasvihuonepäästöissä

Yhtiön omat tavoitteet:

Koskenkorvan tislaamo hiilineutraali vuoteen 2026 mennessä ja koko tuotanto vuoteen 2030 mennessä ilman hiilikompensaatioita

Uudistavasti viljellystä viljasta valmistettujen omien viljaviinatuotteiden osuuden nostaminen 30 prosenttiin

Kaikki Anoran pakkaukset ovat vuoteen 2030 mennessä kevyitä, sataprosenttisesti kierrätettäviä ja valmistettu sertifioiduista lähteistä peräisin olevista tai kierrätetyistä materiaaleista

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2030 (julkaistu marraskuussa 2022)

Vuotuinen liikevaihdon kasvu 3-5 % (sis. yritysostot, mutta pääosin orgaanista)

- Anoran ja Altian yhdistetty liikevaihto oli käytännössä paikallaan vuosina 2016-2020
- Vuosina 2021-22 korona-ajan vahva kysyntä ja Globus Winen osto kiihdytti kasvun 6 % vuodessa tasolle
- Vuonna 2023 liikevaihto kääntyi orgaanisesti laskuun ja laski vuonna 2024 5 %
- Näemme markkinanäkymän heikennyttyä hieman tavoitteen alalaidankin saavuttamisen orgaanisesti haastavaksi ja ennustamme kasvuksi 1-2 % vuosille 2025-27
- Näin ollen uskomme tavoitteen saavuttamisen vaativan yritysostoja, joskaan niitäkään ei uskoaksemme ole lähiaikoina luvassa
- Uskomme yhtiön laskevan hieman kasvutavoitettaan ja korostavan orgaanista kasvua.

Oikaistu käyttökatemarginaali 16 %

- Altian ja Arcusin yhdistetty käyttökate-% oli 2016-19 reilut 12 %. Koronavuosina 2020-21 se oli 15-16 %
- Koronan jälkeen marginaalitaso on jäänyt 10 % tuntumaan, ollen viime vuonna tasan 10,0 %
- Näemme tavoitteen erittäin haastavana ja ennustamme marginaalin jäävän 11 % tasolle lähivuosina
- Vaikka Anora pääsisi lähemmäs tavoitetasoaan, uskomme sen toteutuvan vasta vuosikymmenen loppupuolella
- Tavoitteen saavuttaminen vaatisi mielestämme selvää volyymikasvua, sillä toiminnan tehostamisen kautta marginaaliparannuspotentiaali on uskoaksemme rajallinen
- Molempien juomasegmenttien (Wine ja Spirits) pitäisi parantaa selvästi kannattavuuttaan, mikäli yhtiö yltäisi tavoitteeseensa. Industrial-segmentin marginaalin uskomme pysyvän jatkossakin suurin piirtein nykyisellä tasolla
- Uskomme yhtiön laskevan tavoitetasoaan ja/tai tuovan myös lyhyemmän aikavälin tavoitteita tämän pitkän aikavälin tavoitteen rinnalle

Nettovelka/oik. käyttökate alle 2,5x

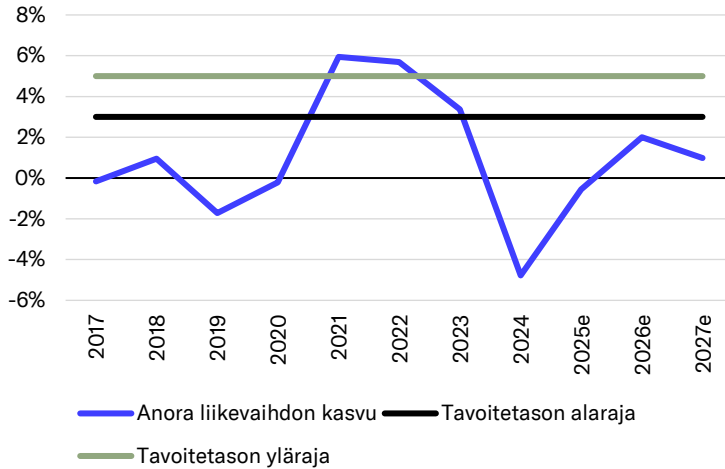
- Anora osti kesällä 2022 Globus Winen velalla, joka yhdessä sen jälkeen heikentyneen tulostason kanssa nosti sen velkaisuutta
- Konjakkiliiketoiminnan myynnistä ja lisääntyneestä myyntisaatavien myynnistä huolimatta nettovelka/oik. käyttökate oli Q3'24 lopussa selvästi yli tavoitetason, 3,3x
- Yhtiön tasetilanne on vuoden lopussa aina kausiluonteisesti selvästi vahvimmillaan ja 2024 lopussa nettovelka/oik. käyttökate olikin 1,8x
- Yhtiöllä on kuitenkin lähtökohtaisesti hyvä kassavirta ja uskomme lievästi paranevan tuloksen tukemana taseaseman vahvistuvan jatkossa
- Taseen vahvistaminen on myös edelleen yhtiön lyhyen aikavälin prioriteetti
- Yhtiö saattaa uskoaksemme hieman vähentää myyntisaamisten myymistä (joka nostaisi velkaantuneisuutta) ja/tai pyrkiä entistä vahvempaan taseasemaan jatkossa

Osinko: Tavoitteena jakaa 50-70 % tuloksesta osinkona

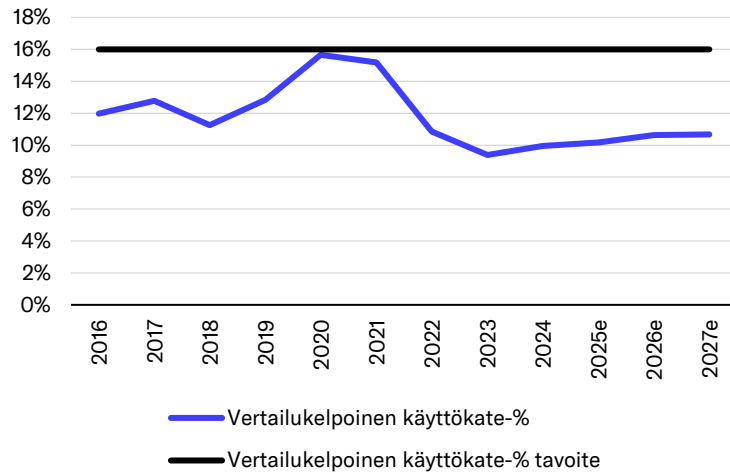
- Anora on jakanut heikon tuloksen myötä viime vuosina politiikkaa suurempaa osinkoa. Uskomme tulevana vuosina osingonjakosuhteen asettuvan tavoitteen yläpään, 60-75 %:iin

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

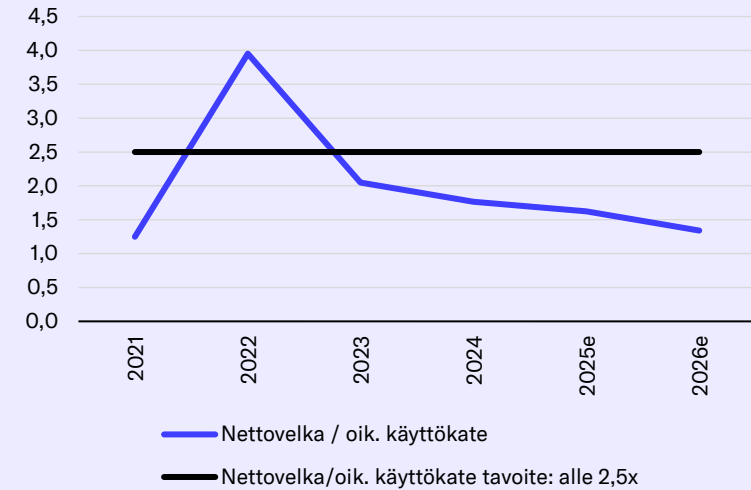
Liikevaihdon kasvu vs. tavoitetaso



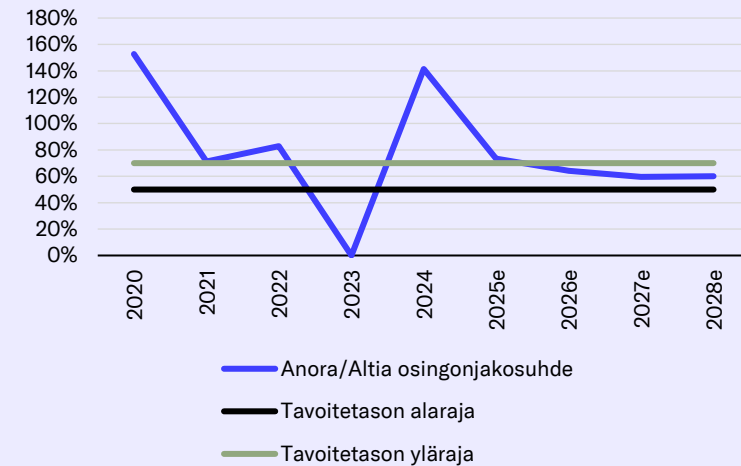
Anoran käyttökate-% vs. tavoitetaso



Nettovelka/oik. käyttökate vs. tavoite



Osingonjakosuhte vs. tavoitetaso



Historiallinen kehitys

Altia ja Arcus ovat kasvaneet yritysostoilla

Altia ja Arcus kasvoivat kumpikin yritysostoilla ennen yhdistymistään. Entisen Altian osalta yritysostoissa oli 2013 vuoden jälkeen tauko ja vuosina 2016-2020 liikevaihto pysyikin samoilla tasoilla. Arcus onnistui pitämään kasvutrendiä yllä (noin 5 % CAGR 2016-20), osin orgaanisesti, osin pienillä yritysostoilla.

Vuodesta 2019 asti Anora on julkistanut myös pro forma lukuja uudelle yhtiölle. Tässä ei kuitenkaan ole mukana Globus Winea. Vuonna 2019 Altian ja Arcusin yhdistetty pro forma liikevaihto oli noin 630 MEUR ja se pysyi 2020 lähes samalla tasolla. Mikäli lisäämme tähän Globus Winen vuoden 2020 myynnin (noin 70 MEUR), nykyisen rakenteen myynti oli noin 700 MEUR. Vuonna 2024 ja ennusteillamme myös lähivuosina liikevaihto on karkeasti samalla 700 MEUR:n tasolla. Orgaaninen kasvu on siis ollut kaiken kaikkiaan pientä vuosien varrella.

Kannattavuus heikentyi selvästi 2022-23 ja pysyi heikkona viime vuonna

Anoran kannattavuus sen omassa väkevien tuotannossa on käsityksemme mukaan varsin hyvä (joskaan tätä ei julkaista erikseen), mutta marginaalia painavat matalakatteisemmat partneribrändien jakelu sekä teollisuus- ja logistiikkatoiminnot, jotka tuovat pääosa yhtiön liikevaihdosta. Toisaalta liiketoiminnot integroituvat jossain määrin toisiinsa, eikä yhden osa-alueen poistaminen olisi välttämättä käytännössä mahdollista tai järkevää.

Entinen Altia pystyi kuitenkin nostamaan kannattavuuttaan vuoden 2015 10 %:n oikaistusta käyttökatemarginaalista 12,7 %:iin vuonna 2019. Koronan vauhdittamana marginaali nousi yli 15 %:n 2021, jota emme kuitenkaan pidä kestäväenä tasona. Entisellä Arcusilla marginaali vaihteli 11-14 %:n välillä

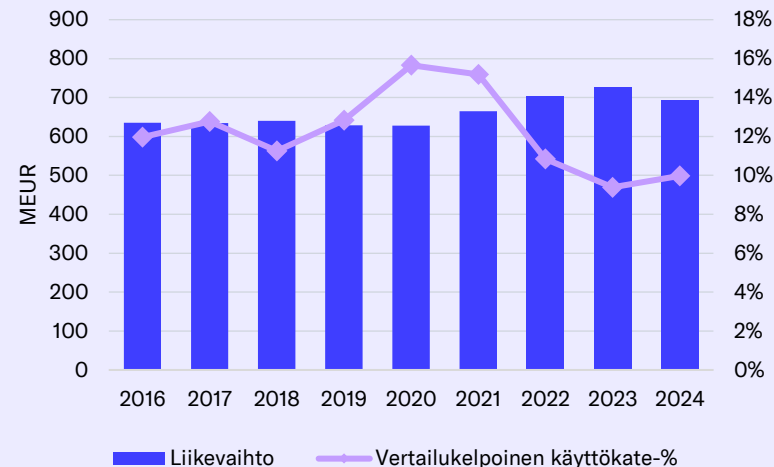
ennen koronaa ja nousi 17 %:iin vuosina 2020-21. Yhdistettynä käyttökatemarginaali oli 12,8 % vuonna 2019, jonka arvioimme olevan relevantti vertailukohta. Vuosien 2020-21 korona-ajan kysyntäpiikin tukemana pro forma -käyttökatemarginaali oli 15-16 %, kun taas volyymin laskun, kustannusinflaation, valuuttojen negatiivisen vaikutuksen sekä Globuksen heikkouden myötä marginaali painui alle 11 % vuonna 2022. Vuonna 2023 marginaali heikkeni edelleen alle 10 %:iin ja toipui vain hieman vuonna 2024. Globus Winen marginaali osoittautui yrityskaupan toteutumisen jälkeen luultua selvästi heikommaksi, mikä on painanut koko konsernin kannattavuutta. Yhtiö hakee asiassa yrityskauppaan liittyvää vakuutuskorvausta. Lisäksi heikentynyt volyymitaso ja kyvyttömyys leikata kiinteitä kuluja on iskenyt kannattavuuteen.

Tasainen rahavirta mahdollistaa velkavivun

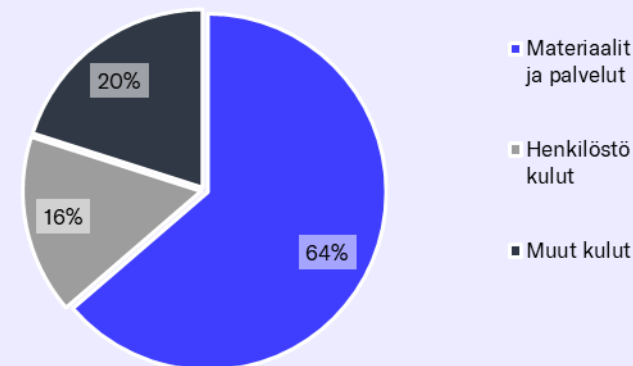
Liiketoiminnan tasaisen luonteen vuoksi myös kassavirran luontikyky on varsin tasaista. Koska kasvu on hyvin maltillista, kasvuinvestointeja ei käytännössä tarvita vaan investoinnit ovat korvaus- ja parannusinvestointeja. Rahavirran ja taseen osalta pro forma lukuja ei ole kattavasti tarjolla, joten tältä osin emme katso tarkemmin historiallisia lukuja ennen Altian ja Arcusin yhdistymistä.

Taseen osalta Anoran nettovelka / vertailukelpoinen käyttökate oli vuoden 2024 lopussa 1,8x eli yhtiön ”alle 2,5x” tavoitetta matalampi. Tase on kuitenkin aina vuoden lopussa vahvimmillaan ja tavoite tulisikin mielestämme nähdä olevan voimassa joka kvartaalin lopussa. Tästä kulmasta taseen vahvistamisessa on vielä nähdäksemme työtä jäljellä. Arvioimme hyvän kassavirran kuitenkin laskevan velkaisuutta kohti tavoitetasoa. Lähiaikoina yhtiön kykyä yritysostoihin ja osingonmaksuun rajaa kuitenkin velkainen tase.

Anora liikevaihto ja kannattavuus



Kulurakenne 2024



Lähde: Anora

Taloudellinen tilanne

Yritysosot ovat kasvattaneet aineetonta omaisuutta

Koska yhtiö on kasvanut merkittävästi yritysostoilla, sen taseessa on huomattava määrä aineetonta omaisuutta. Liikearvoa ja muuta aineetonta omaisuutta on yhteensä noin 500 MEUR eli reilut 45 % taseesta. Tällä hetkellä heikosti kannattavaan Wine-segmenttiin kohdistuu noin 100 MEUR liikearvo, jossa näemme riskin alaskirjauksesta, mikäli kannattavuustaso jäisi pysyvämmiin alhaiseksi. Jos tämä alaskirjattaisiin kokonaisuudessaan, se olisi noin 20 % omasta pääomasta ja omavaraisuusaste olisi edelleen noin 30 %. Siten emme näe isonkaan alaskirjauksen aiheuttavan merkittäviä ongelmia taseen suhteen. Brändiyhtiölle aineeton omaisuus sinällään on mielestämme perusteltua.

Aineellista omaisuutta on taseessa suhteessa verrattain vähän, alle 15 %. Tästäkin pääosa on käyttöoikeusomaisuutta eli taseeseen kirjattuja vuokrasopimuksia, ja varsinaiset aineelliset hyödykkeet ovat vain 60 MEUR. Kuten olemme tuoneet ilmi, yhtiön vaatimaton orgaaninen kasvuprofiili huomioiden, sillä ei ole huomattavia investointitarpeita, joten emme odota aineellisen omaisuuden kasvavan.

Loppuosa varoista on käyttöpääomaa ja käteistä. Käyttöpääoma on suhteellisen korkealla tasolla, kun myyntiin verrattuna varastot ovat noin 20 % ja saavat noin 15 % tasoa. Saatavien määrää laskee merkittävästi Anoran käyttämä myyntisaamisten myyntiohjelma, jota se laajensi 2023 taseen parantamiseksi. Velkapuoella ostovelat ovat suuremmat kuin myyntisaamiset ja varastot. Tämä johtuu pitkälti alkoholin valmisteveron maksuajasta, varsinaisten ostovelkojen ollessa myyntisaatavia pienemmät. Myydyt saamiset pois lukien yhtiön käyttöpääoma on siten negatiivinen.

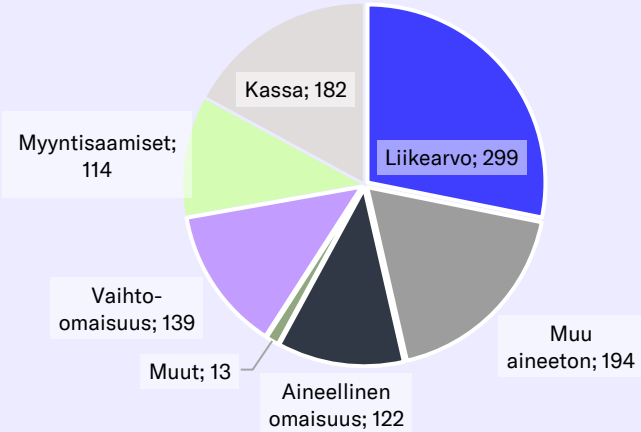
Edellä mainitut ostovelat haukkaavat ison osan Anoran taseen vastattavaa puolta, noin 30 %. Oma pääoma kattaa 37 %, joka on siis myös yhtiön omavaraisuusaste, kun korollista velkaa on taseeseen nähden maltilliset vajaat 20 %. Velkaisuus onkin korkeahko lähinnä suhteessa vaatimattomaan tulostasoon, kuten edellä on tullut ilmi. Tase on mielestämme kokonaisuutena varsin tasapainoinen ja kuten sanottu, suuret ostovelat tukevat Anoran tasetilannetta.

Taseen tehostaminen näyttää vaikealta

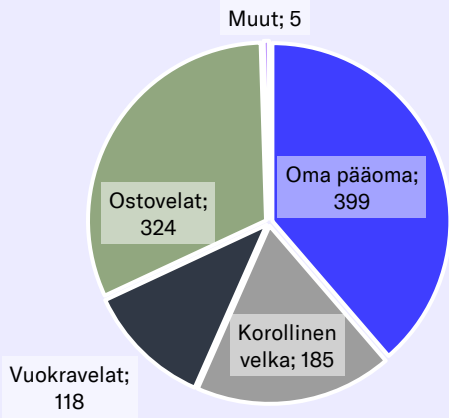
Yhtiön pääoman tuotto on viime vuosina ollut heikkoa, kuten esimerkiksi sivun 26 kuvasta näkee. Pääoman tuoton parantamiseksi Anoran tulisi parantaa kannattavuutta ja/tai pääoman kiertoa. Pääoman kierron nostattaminen taas vaatii isompaa liikevaihtoa samalla taseella tai taseen pienentämistä. Olemme aiemmin kuvanneet Anoran kasvupotentiaalin olevan vaatimaton, joten sitä kautta pääoman kierron merkittävä parantuminen tuskin toteutuu.

Huomioiden, että taseessa on iso määrä aineetonta omaisuutta ja aineellista omaisuutta, joka tuskin oleellisesti muuttuu, ainoaksi tehostamiskohteeksi jää käyttöpääoma. Kuten todettu, varastotasoissa voisi olla mahdollisuus parantaa, mutta ostovelat huomioiden nettokäyttöpääoma on jo hyvällä tasolla. Mikäli Anora onnistuisikin laskemaan varastotasoaan, näemme riskinä, että Anoran päämiehet/toimittajat eivät haluaisi tukea Anoran negatiivista käyttöpääomaa ja tiukentaisivat näin omia myyntiehtojaan. Kaiken kaikkiaan näemme siis taseen tehostamisen ja sitä kautta pääoman kierron parantamisen mahdollisuudet rajallisina.

Taseen varat, 2024 (MEUR)



Taseen velat, 2024 (MEUR)



Lähde: Anora

Ennusteet (1/3)

Ennusteet lähtevät segmenteistä

Mallinamme Anoraa sen kolmen segmentin liikevaihdon ja käyttökateen kehityksen kautta. Anora ei raportoi segmenttejä liikevoittotasolla, joten johdamme sen vähentämällä segmenttien käyttökatteesta konsernin poistot. Emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja.

Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, Anoran liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista eivätkä talouden suhdannevaihtelut merkittävästi heiluta sen kehitystä. Tärkeimmät tekijät lähivuosien tuloskehitystä ajatellen ovat mielestämme oman toiminnan tehostaminen, liikevaihdon kääntäminen nousuun ja Globus Winen tuloskehitys.

Yhtiö ohjeistaa lievästi paranevaa tulosta 2025

Tälle vuodelle Anora odottaa 70–75 MEUR:n oik. käyttökateen, kun se on vuosina 2022–2023 tehnyt 68–69 MEUR. Anora odottaa markkinavolyymien olevan suhteellisen ennallaan, mutta arvossa mitattuna markkinoiden kasvavan hieman. Lisäksi Anora olettaa sen pärjäävän hieman markkinoita paremmin eli voittavan markkinaosuuksia.

Ennustamme tasaista liikevaihtoa ja hienoista tulosparannusta tänä vuonna

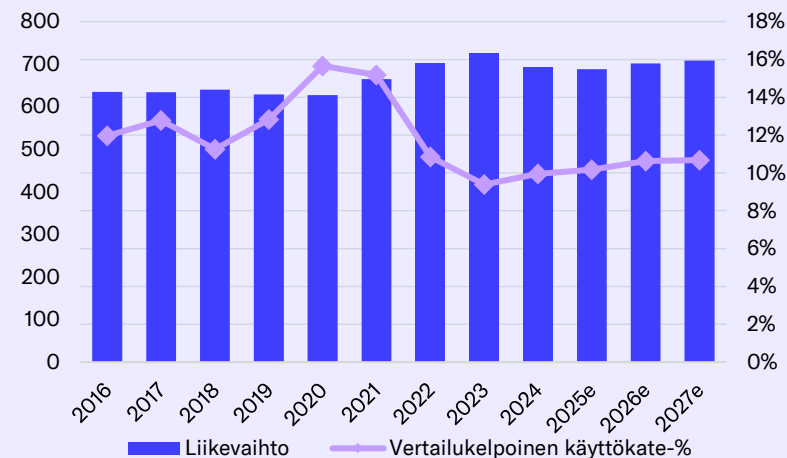
Anora ei ohjeista liikevaihtoa, mutta markkinakommenteista päätellen uskomme yhtiön odottavan kasvua. Näemme Anoran oletukset jossain määrin optimistisina. Uskomme, että markkinoiden negatiivinen kehitys voi jatkua etenkin H1:n aikana. Suomen ja Norjan tammi-helmikuun luvut näyttivätkin laskutrendin jatkuvan, joten alkuvuoden markkinakehitys on ollut hieman Anoran odotuksia heikompaa. Toisaalta on hyvä muistaa alkuvuoden olevan tulosmielessä joka tapauksessa pieni osa Anoran koko vuoden tulosta. Anora odottaa omista

markkinointitoimistaan tulevan positiivista volyymivaikutusta jo alkuvuonna, joka selittää osaltaan oletusta markkinaosuuksien voittamisesta. Anora kertoi myös, että se voi tarvittaessa leikata kuluja, jos suunniteltu volyymikehitys ei toteudu, mutta näemme silti optimististen oletusten luovan pientä riskiä myös tulosohjeistuksen suhteen. Huomioimme myös, että Anora on kahtena viimeisenä vuotena joutunut vuoden aikana laskemaan tulosohjeistustaan. Meidän oik. käyttökate-ennuste tälle vuodelle on yhtiön antaman haarukan alalaidassa eli 70 MEUR ja liikevaihtoennuste käytännössä viime vuoden tasolla.

Segmenttitasolla uskomme Wine- ja Industrial-segmenttien pystyvän parantamaan hieman tulostaan, kun taas Spirits-segmentissä uskomme Suomen markkinan pienenemisen myötä liikevaihdon laskevan hienoisesti ja yhtiön samalla panostaessa kasvuun tuloksen laskevan hieman. Muutokset ovat kuitenkin sekä segmentti- että konsernitasolla kaikkiaan pieniä viime vuoteen nähden. Kannattavuuskehitykseen riskiä tuo markkinakehityksen ohella USA:n ja EU:n välille mahdolliset tullit. Muuan muassa Anoran suurimpiin omiin viinibrändeihin kuuluva Falling Feather valmistetaan USA:ssa, jonka lisäksi Anoran päämiehiin kuuluu myös joitain USA:sta tuotavia tuotteita. Näillä näkymin tulleista ei kuitenkaan synny merkittävää ongelmaa yhtiölle.

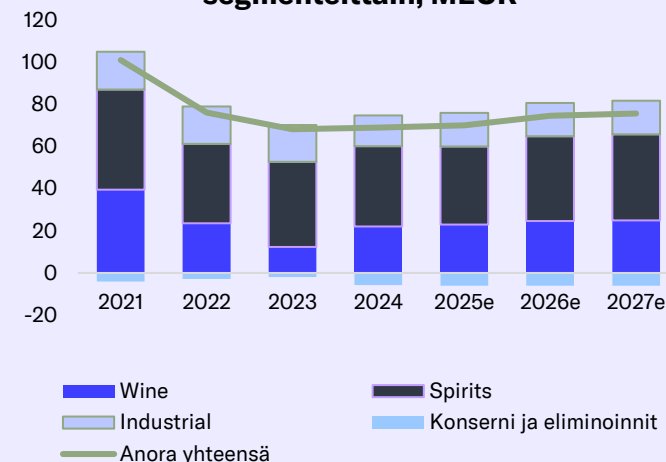
Tuloslaskelmassa alempana ennustemme rahoituskulujen pienenevän hieman ja oik. osakekohtaisen tuloksen paranevan 0,27 eurosta 0,30 euroon. Uskomme osingon pysyvän viime vuosien 0,22 euron tasolla myös vuoden 2025 osingosta. Tämäkin olisi yli yhtiön tavoitteleman 50-70 %:n osingonjakosuhteen, jonka lisäksi tase kaipaa mielestämme vahvistamista, kuten edellä kommentoimme.

Anoran liikevaihto ja kannattavuus*



Lähde: Anora, Inderes *Vuodet 2016-21 Arcusin ja Altian yhdistetyt luvut

Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin, MEUR



Lähde: Anora, Inderes

Ennusteet (2/3)

Pientä kasvua 2026

Vuodelle 2026 ennustamme Anoran kasvavan kaikissa segmenteissä 2 % piristyvän kuluttajakysynnän ja taloustilanteen tukiessa kasvua. Uskomme myös Anoran markkinaosuuden kehittyvän tasaisesti tai paranevan hieman sen pyrkiessä voittamaan takaisin menetettyjä osuuksia. Tämä tapahtuu etenkin tuomalla viineissä sellaisia tuotteita markkinoille, joita sillä nykyisin on vähemmän.

Uskomme kasvun näkyvän myös tulospaarannuksena, lähinnä juomasegmenteissä eli Spirits ja Wine. Kasvun ohella Tanskan Globus Winen toiminnan tehostaminen pitäisi tukea Wine-segmentin tulos/marginaaliparannusta. Yhtiöllä pitäisi olla potentiaalia myös tehostaa toimintaa laajemmin, sillä käsittääksemme kaikkia hyötyjä aiemmista fuusioista ei ole vielä pystytty toteuttamaan/hyödyntämään. Osa tehostamishyödyistä valuu kuitenkin mielestämme kustannusinflaation kompensoimiseen, kun yhtiön kasvu on hidasta. Merkittävää tasokorjausta emme siis ennusta tulokseen, sillä vuoden 2026 oik. käyttökate-ennusteemme on 75 MEUR ja marginaali 10,6 %.

Rahoituskulujen jatkaessa loivaa laskua ennusteissamme, oik. osakekohtainen tulos kasvaa kuitenkin reippaasti 0,39 euroon. Uskomme tämän mahdollistavan myös osingon nostamisen 0,25 euroon, joka tarkoittaisi reilun 60 %:n osingonjakosuhdetta, Anoran osinkopolitiikan mukaisesti.

Loivaa parannusta 2027-2028

Vuosina 2027-28 ennustamme Anoran kasvun olevan vaatimattomalla 1 %:n tasolla, Wine-segmentin vetäessä pientä kasvua. Kasvu tulee pääasiassa hintojen noususta markkinan mukana, emmekä odota oleellista volyymikasvua tai markkinaosuuksien muutosta. Odotamme

marginaalitason nousevan hienoisesti kohti 11 %:a ja tuloksen olevan 76-78 MEUR. Osakekohtaisen tuloksen kasvua yhtiö saavuttaisi noin 7 % vuodessa. Tämä mahdollistaisi myös osingon maltillisen nostamisen.

Suhteellisen tasainen rahavirta menee lähinnä osinkoihin

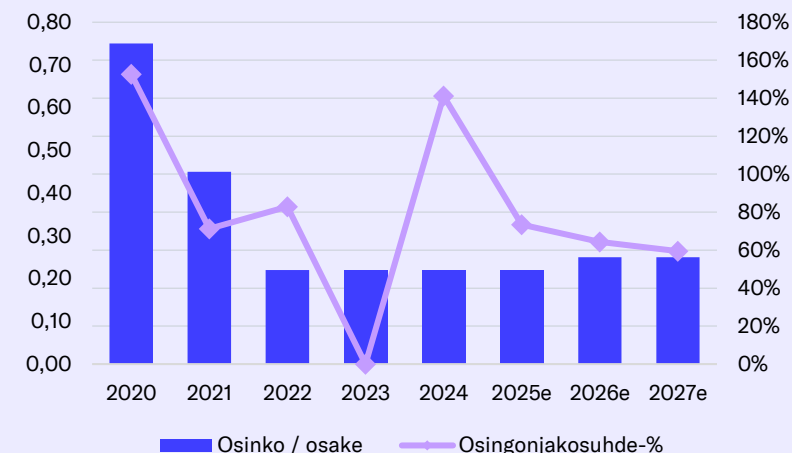
Anora vapautti 2023 aikana myyntisaamisten myymisellä merkittävästi rahaa käyttöpääomasta. Se pyrkii edelleen vähentämään varastotasojaan, mikä voi tukea kassavirtaa. Pidemmällä aikavälillä liikevaihdon muutosten ollessa pieniä, uskomme Anoran käyttöpääoman pysyvän suhteellisen vakaana.

Näemme operatiivisen kassavirran olevan vuodesta 2026 eteenpäin tyypillisesti noin 50 MEUR:n luokkaa, josta Anora käyttää noin 25 MEUR korvausinvestointeihin ja vuokravelkojen lyhennyksiin (jakautuen noin 50/50 näiden välille). Vapaaksi kassavirraksi jää näin noin 25 MEUR. Tämä tarkoittaa nykykurssiin nähden noin 10 % kassavirtatuottoa. Tästä ennustamaamme osingonmaksuun lähivuosina menee 15-18 MEUR, joten rahaa jää hieman vielä velkojen lyhentämiseen tai mahdollisiin kasvuinvestointeihin keskipitkällä aikavälillä.

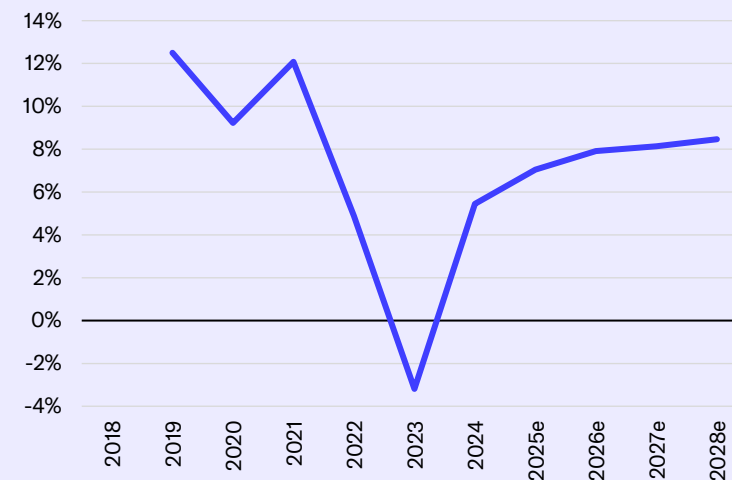
Pääoman tuotto on lähellä tuottovaatimusta

Anoran ja sen edeltäjien Altian ja Arcusin pääoman tuottoprosentit ovat tyypillisesti liikkuneet maltillisella 5-10 %:n tasolla. Näemme pääoman tuoton Anoralla olevan lähivuosina 7-8 %:n tasolla. Tämä vastaa suunnilleen yhtiön tuottovaatimuksen tasoa eli yhtiö ei luo arviomme mukaan oleellisesti taloudellista lisäarvoa. Tämä vaikuttaa myös pidemmän aikavälin tuotto-odotukseen, jota käsittelemme arvonnääritysosiossa. Oman pääoman tuotto jää kuitenkin lähivuosina heikommaksi, liikkuen 5-7 %:n välillä.

Osinko on laskenut tuloksen mukana

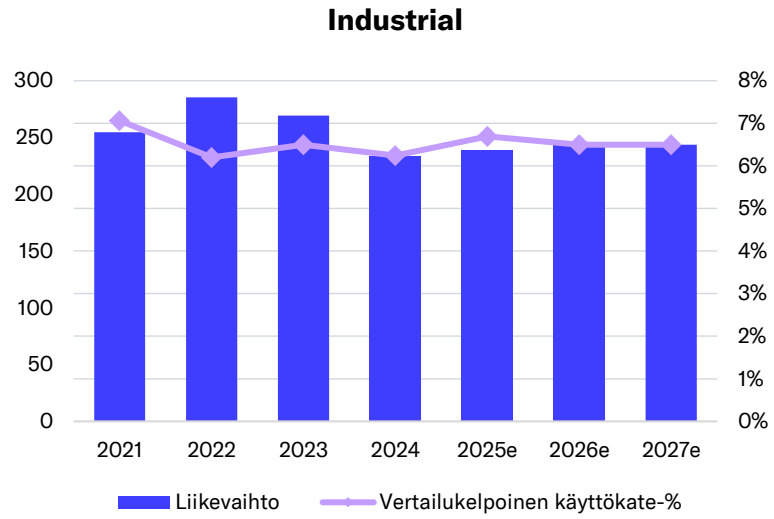
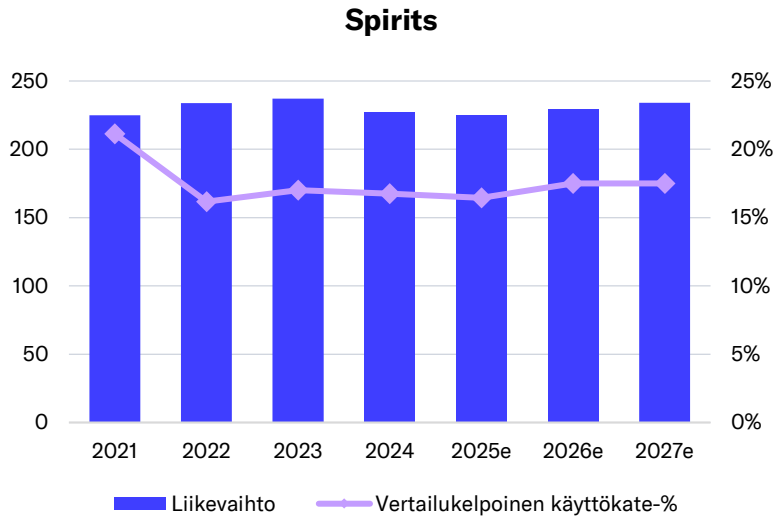
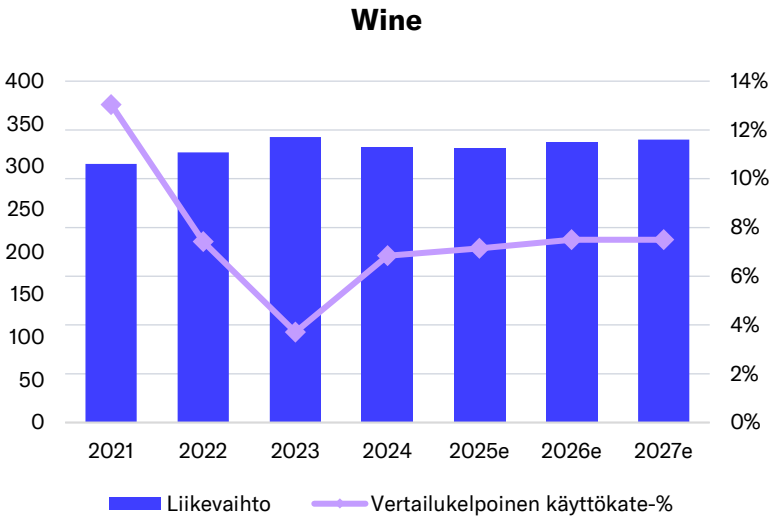


ROI-%



Lähde: Inderes

Ennusteet (3/3) - divisioonaennusteet



Lähde: Anora, Inderesin ennusteet

Arvostus (1/3)

Suhteellisen tasainen tulos- ja kassavirta helpottaa arvonmäärittystä

Anoran tasainen tulos- ja kassavirtakehitys tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tulospohjaista kasvua, osinkotasoa sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Arvostuksen yhteenveto

Anoran lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä osinkotuotosta että tulospohjaisesta, kun marginaalitaso asteittain paranee heikohkolta lähtötasolta. Osakkeen arvostustaso vuodelle 2024 ei ole tulostuloksilla vielä houkutteleva ottaen huomioon vaatimaton orgaaninen kasvupotentiaali. Katsomalla muita arvostustapoja sekä lähivuosien tulostuloksia arvostuskuva näyttää kuitenkin kokonaisuudessaan neutraalilta.

Näemme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen koostuvan osinkotuotosta, kannattavuuden parantumisen ajamasta tulospohjaisesta, jota kompensoi kertomien odotettu lasku. Käyvän arvon haarukka Anoralle on eri arvostustapojen pohjalta mielestämme 2,7-4,1 euroa.

DCF-mallin arvo jonkin verran yli nykykurssin

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Anoralle relevantti arvonmäärittäminen. DCF-mallimme antaa Anoran velattomaksi arvoksi noin 530 MEUR, joka tarkoittaa noin 250 MEUR:n osakepääoman arvoa eli noin 3,6 euroa osakkeelta. Huomioimme tässä myydyt saamiset (164 MEUR) velkana. DCF-malli kuitenkin

olettaa pidemmällä aikavälillä nykyistä parempaa kannattavuutta, jonka toteutuminen luonnollisesti sisältää epävarmuutta.

Tarkempien ennustevuosiemme, jotka on käyty läpi aiemmin, jälkeen ennustamme yhtiölle 2028 eteenpäin vain 1 %:n liikevaihdon kasvua. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan vajaan 7-7,5 %:n tasolla. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 50-55 MEUR 2027-34. Investoinnit pysyvät vuoteen lähellä poistojen tasoa. Terminaalijakson kannattavuudeksi oletamme 7,0 % (aiemmin 6,5 %).

Koska yhtiön kysyntä on tasaista ja defensiivistä ja kannattavuus vakaata, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 8,0 %:n tasoa. Rahavirroista puolet syntyvät jo seuraavan 10 vuoden aikana puolet terminaalijaksolla.

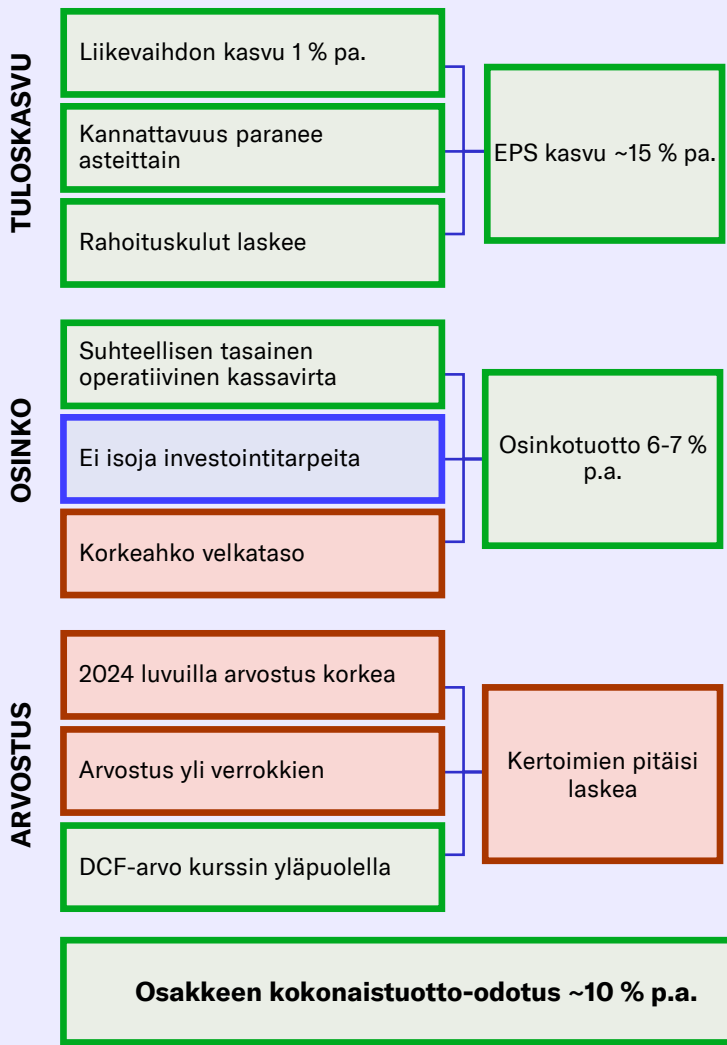
Tulospohjainen arvostus lähellä neutraalia

Anoralla on nykymuodossaan vielä lyhyt historia, mutta näemme Altian historialliset arvostustasot relevantteina myös Anoralle, sillä pääoman tuotto ja kasvuprofiili ovat hyvin samanlaisia. Entisen Arcusin historialliset kertoimet ovat tosin olleet jonkin verran korkeammat. Anoran P/E luku on vuodelle 2025 on 11x ja historiallinen keskiarvo on 12x. EV/EBIT-arvostus on vuoden 2025 tuloksella noin 8x.

EV-pohjaisen arvostuksen osalta huomioimme, että Anoralla on taseen ulkopuolella yli 150 MEUR myytyjä saamisia, jota voi pitää velankaltaisena eränä. Jos lisäisimme myydyt saatavat velkoihin, EV/EBIT tälle vuodelle olisi lähellä 12x historiallista keskiarvoa. Yhtiön vaatimaton kasvuprofiili ja pääoman tuotto huomioiden, arvostuskertoimet ovat pikemminkin korkeita, mutta lähellä neutraalia. Hyväksyttävänä arvostuskertoimena Anoralle pidämme P/E:n osalta 10-12x.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Tasepohjainen arvostus näyttää edulliselta, osin syystä

Ennusteillamme Anoran koko pääoman tuotto asettuu vuosina 2025-26 noin 7-8 %:n tasolle, kun taas oman pääoman tuotto jää 5-6 % tasoon. Tuottotaso on siten samaa tasoa tai alle tuottovaatimuksemme (8,4 % omalle pääomalle, 8,0 % koko pääomalle). Näin ollen osakkeen tasepohjaisen arvostuksen eli P/B luvun tulisi olla alle 1,0x. Sama pätee myös EV/IC (eli yritysarvo/sijoitettu pääoma) lukuun. Nykykurssilla sekä P/B että EV/IC luvut ovat 2025-26 0,6x tasolla. Taso on tämän hetkiselällä tulostasolla perusteltu, mutta uskomme keskipitkän aikavälin pääoman tuottotasojen perustelevan lähempänä 1x olevia lukuja. Osakekohtainen kirja-arvo on vajaat 6 euroa.

Potentiaalia suhteellisen vahvaa kassavirtaan ja osinkoon – jos odotukset marginaaliparannuksesta toteutuvat

Anoralla on käsityksemme mukaan mahdollisuus kasvattaa volyymejään merkittävästikin nykyisten tuotantolaitosten puitteissa. Näin ollen kasvu ei nähtävissä olevassa tulevaisuudessa vaadi merkittäviä investointeja tehtäisiin ja yhtiö voi käyttää vapaan kassavirtansa lähinnä osinkoihin sekä mahdollisiin yritysostoihin. Lähiaikoina kassavirtaa ohjataan todennäköisesti edelleen myös velkamäärän laskuun.

Kasvun vaikutus tulokseen ja pääoman tuottoon riippuu siitä, minkälaisilla tuotteilla yhtiö pystyy kasvamaan. Nykyisillä ennusteillamme kasvu on kuitenkin pääoman tuoton ja siten arvonluomisen näkökulmasta neutraalishkoa. Tämän vuoksi yhtiön pääoman tuoton tason määrittää lähinnä sen kannattavuustaso. Yhtiön kannattavuus on viime vuosina (koronan aiheuttaman vahvan jakson jälkeen) ollut jatkuvasti pettymys ja heikohkolla tasolla. Uskomme kuitenkin kannattavuuden paranevan hieman viime vuosien tasosta.

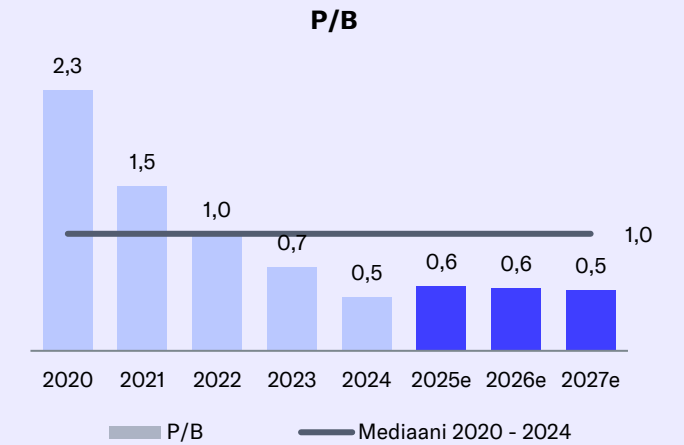
Vaikka pääoman tuotto yltää parhaimmillaankin ennusteissamme tuottovaatimuksen tasolle myös pidemmälle tulevaisuuteen katsoessa, Anoran tuotto-odotus on nykyarvostuksella kohtuullisen hyvä myös pidemmällä aikavälillä. Jos Anora jakaisi koko vapaan kassavirtansa osinkoina (vuodesta 2026 eteenpäin noin 25-30 MEUR), osinkotuotto olisi yli 10 %. Näemme tämän kuvaavan hyvin Anoran pitkän aikavälin vuosittaista tuottopotentiaalia, mikäli kannattavuus paranee lähivuosina odotuksiemme mukaisesti. Tuotto ylittää noin 8 %:n tuottovaatimuksemme. Näemme kuitenkin riskinä, että kannattavuus jää ennusteitamme heikommalle tasolle myös jatkossa, joka luonnollisesti painaisi tuotto-odotusta alemmas. Tuloksen potentiaalisesti jäädessä odotuksiamme matalammaksi myös velkainen tase toisi lisäriskiä osakkeenomistajan kannalta. Lähivuosina kassavirtaa ohjautuukin todennäköisesti osakkeenomistajien sijaan velkojen lyhentämiseen.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Anoralla ei ole mielestämme suoria verrokkeja sen paremmin Pohjoismaissa kuin kansainvälisestikään. Käytämme vertailuryhmässä isoja kansainvälisiä alkoholituottajia, joista olemme valinneet seuraavat: Brown-Forman (USA), Davide Campari Milano (Italia), Diageo (Iso-Britannia), Pernod Ricard (Ranska), Remy Cointreau (Ranska) sekä Constellation Brands (USA). Nämä ovat isoja kansainvälisiä alkoholituottajia, joiden markkina-arvo on miljardeja tai kymmeniä miljardeja. Näistä suoraan Anoran kanssa Pohjoismaisilla markkinoilla kilpailevat Diageo ja Pernord Ricard. Koska tämä ryhmä pääasiassa tuottaa itse alkoholijuomia, niiden marginaali ja pääoman tuotto on selvästi Anoraa korkeampi (Anoralla paljon myös päämiesbrändien jakelua).

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,40	3,40	3,40
Osakemäärä, milj. kpl	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	230	230	230
Yritysarvo (EV)	339	326	314
P/E (oik.)	11,4	8,7	8,1
P/E	11,4	8,7	8,1
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,8	4,4	4,1
EV/EBIT (oik.)	7,8	6,6	6,2
Osinko/tulos (%)	73 %	64 %	60 %
Osinkotuotto-%	6,5 %	7,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes



Arvostus (3/3)

Verrokkien kansainvälisempi liiketoiminta mahdollistaa myös paremman kasvuprofilin. Näin ollen näiden yhtiöiden arvostuksen tuleekin olla selvästi Anoraa korkeampi. Olemme lisäksi ottaneet vertailuryhmään pohjoismaiset Olvin ja Royal Unibrewn, jotka ovat pääasiassa panimoita. Näidenkään liiketoiminta ei siis ole suoraan verrattavissa Anoraan.

Verrokkiryhmästä Viva Wine Group on sen sijaan Anoran pääkilpailija viineissä, joskin Vivalla on toimintoja lähinnä Ruotsissa, Norjassa ja Suomessa, kun Anoralla on myös Tanskassa. Vivan nykyinen EV/EBITDA-kerroin on noin 10x, joka on selvästi Anoraa korkeampi. Viva on kuitenkin säännöllisesti voittanut markkinaosuuksia Pohjoismaissa, minkä lisäksi sillä on pieni verkkokauppaliiketoiminta Euroopassa. Emme siten käyttäisi Anoran Wine-segmentille suoraan Vivan kertoimia, mutta se antaa mielenkiintoisen vertailukohdan. Toisaalta Anoran väkevien toiminnat (Spirits-segmentti) vertautuvat paremmin (joskaan ei suoraan) kansainvälisiin alkoholituottajiin. Anoran kertoimet ovat sekä tulos- että tasekertoimilla selvästi verrokkiryhmän keskiarvojen/mediaanien alapuolella, kuten kuuluukin. Tämä johtuu Anoran heikommasta kannattavuudesta, pääoman tuotosta ja kasvusta. Kaiken kaikkiaan verrokkiryhmävertailu ei siis tarjoa mielestämme oleellista apua Anoran arvostukseen.

Yrityssostojen potentiaali

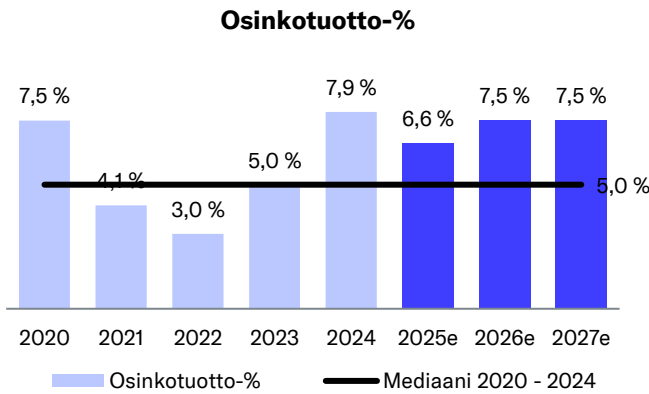
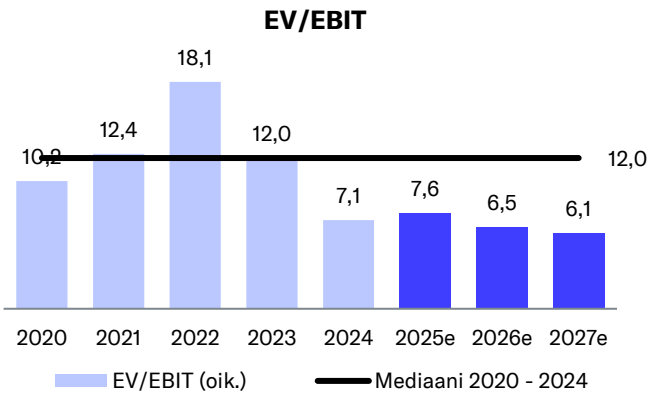
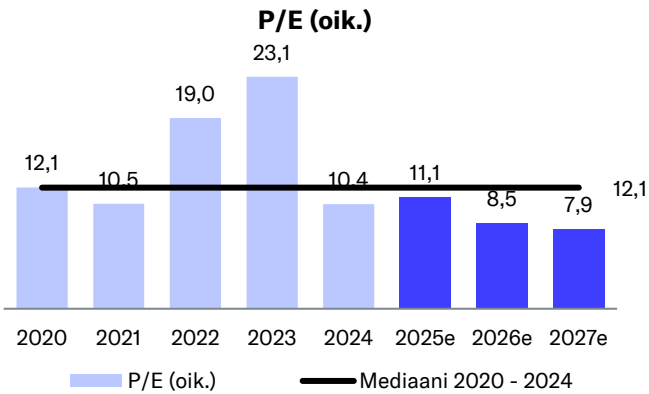
Kuten aiemmin mainittu, Anoran strategiaan kuuluu yritysostot ja sen edeltäjät Arcus ja Altia ovat laajentuneet Pohjoismaissa pääasiassa yritysostoin. Emme kuitenkaan usko merkittäviin arvonluontimahdollisuuksiin yritysostoilla, sillä seuraava luonnollinen askel olisi Keski-Euroopan markkinoilla, jolloin kustannussynergiat Anoran kanssa

jäisivät todennäköisesti pieniksi. Kesällä 2022 ostetun Globus Winen odotettua heikompi kannattavuus ja kirjanpidon epäselvyydet tuskin kannustavat Anoraa aktiivisesti uusiin yritysostoihin. Yhtiöllä on tosin mahdollisuus saada vakuutuskorvausta Globus-kauppaan liittyen, mutta kaupan epäonnistumista, ainakin tähän asti, se ei mielestämme muuttaisi. Myös yhtiön velkainen tase rajoittaa edelleen yritysostomahdollisuuksia, ja uskommeakin yhtiön keskittyvän lähivuosina oman toiminnan parantamiseen yritysostojen sijaan.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,98	10,9	7,36	4,44	2,80	3,32	3,32	3,32	3,32
Osakemäärä, milj. kpl	36,1	46,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	361	736	498	300	189	224	224	224	224
Yritysarvo (EV)	357	864	778	419	298	333	320	309	296
P/E (oik.)	12,1	10,5	19,0	23,1	10,4	11,1	8,5	7,9	7,4
P/E	20,3	11,9	27,7	neg.	18,0	11,1	8,5	7,9	7,4
P/B	2,3	1,5	1,0	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
P/S	1,1	1,1	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	1,0	1,3	1,1	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	8,9	9,1	11,5	6,2	4,9	4,8	4,3	4,1	3,8
EV/EBIT (oik.)	10,2	12,4	18,1	12,0	7,1	7,6	6,5	6,1	5,5
Osinko/tulos (%)	152,7 %	71,2 %	82,9 %	neg.	141,2 %	73,5 %	64,3 %	59,5 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	7,5 %	4,1 %	3,0 %	5,0 %	7,9 %	6,6 %	7,5 %	7,5 %	8,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Brown-Forman	13605	15661	15,0	14,0	13,8	13,0	4,2	4,1	17,3	16,9	2,8	3,0	3,8
Davide Campari Milano	6696	8885	14,1	12,9	11,6	10,7	2,8	2,6	18,0	16,0	1,3	1,4	1,3
Diageo	53151	74058	14,1	13,5	12,5	11,9	4,0	3,9	16,2	15,3	4,0	4,0	5,0
Pernod-Ricard	22553	35600	12,3	12,1	10,7	10,5	3,2	3,2	12,5	12,4	5,2	5,1	1,4
Remy-Cointreau	2264	2893	13,2	12,7	11,0	10,6	2,9	2,8	17,7	17,2	3,7	3,8	1,2
Constellation Brands	28313	38858	12,3	11,9	10,9	10,5	4,2	4,1	12,7	12,2	2,4	2,5	3,9
Olvi	686	647	7,5	7,0	5,6	5,4	0,9	0,9	10,0	9,4	4,1	4,3	1,9
Royal Unibrew	3685	4448	15,2	14,0	11,5	10,7	2,1	2,0	18,2	16,5	2,9	3,2	4,0
Anora (Inderes)	224	333	7,6	6,5	4,8	4,3	0,5	0,5	11,1	8,5	6,6	7,5	0,6
Keskiarvo			12,9	12,1	10,8	10,2	2,8	2,7	15,4	14,3	3,4	3,5	2,7
Mediaani			13,2	12,7	11,0	10,6	2,9	2,8	16,2	15,3	3,7	3,8	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			-42 %	-49 %	-57 %	-60 %	-83 %	-84 %	-31 %	-44 %	80 %	99 %	-73 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	727	147	177	163	205	692	144	174	164	206	688	702	709	716
Wine	334	67	82	74	100	323	65	81	75	101	322	328	332	335
Spirits	237	47	59	53	69	227	45	57	53	70	225	230	234	239
Industrial	270	55	61	60	58	234	58	61	60	60	239	244	244	244
Konserni ja eliminoinnit	-114,3	-22	-25	-24	-22	-92,0	-24	-25	-24	-25	-98	-100	-101	-102
Käyttökate	67,5	7,7	14,9	15,4	23,3	61,3	10,0	16,0	15,5	28,5	70,0	74,6	75,7	77,8
Poistot ja arvonalennukset	-98,8	-6,9	-6,5	-6,8	-6,6	-26,8	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-26,4	-25,4	-24,7	-24,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	34,8	1,9	8,7	9,2	22,3	42,1	3,4	9,4	8,9	21,9	43,6	49,3	51,0	53,5
Liikevoitto	-31,3	0,8	8,4	8,6	16,7	34,5	3,4	9,4	8,9	21,9	43,6	49,3	51,0	53,5
Wine (EBITDA)	12,4	2,6	4,4	1,5	13,6	22,1	2,0	5,0	4,0	12,0	23,0	24,6	24,9	25,1
Spirits (EBITDA)	40,3	6,8	8,9	9,2	13,1	38,0	5,5	8,5	9,0	14,0	37,0	40,2	41,0	41,8
Industrial (EBITDA)	17,5	0,8	3,4	5,4	5,1	14,7	4,0	4,0	4,0	4,0	16,0	15,8	15,8	15,8
Konserni ja eliminoinnit	-1,9	-1,4	-1,4	-0,3	-2,8	-5,9	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-6,0	-6,0	-6,0	-5,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,2	0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Nettorahoituskulut	-22,8	-4,5	-5,7	-4,8	-5,1	-20,0	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-18,0	-16,0	-15,0	-15,0
Tulos ennen veroja	-53,8	-3,0	2,5	3,6	11,6	14,7	-0,5	4,8	4,3	17,4	26,0	33,7	36,4	38,9
Verot	13,9	0,8	-0,7	-0,5	-3,3	-3,7	0,1	-1,0	-0,9	-3,7	-5,5	-7,1	-7,7	-8,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Nettotulos	-39,9	-2,2	1,7	3,1	7,9	10,5	-0,4	3,8	3,4	13,4	20,2	26,3	28,4	30,4
EPS (oikaistu)	0,19	-0,02	0,03	0,06	0,20	0,27	-0,01	0,06	0,05	0,20	0,30	0,39	0,42	0,45
EPS (raportoitu)	-0,59	-0,03	0,03	0,05	0,12	0,16	-0,01	0,06	0,05	0,20	0,30	0,39	0,42	0,45

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,4 %	-7,9 %	-3,1 %	-6,0 %	-2,8 %	-4,7 %	-2,0 %	-1,8 %	0,8 %	0,3 %	-0,6 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-19,0 %	-392,3 %	79,4 %	-21,7 %	18,3 %	21,0 %	78,9 %	8,0 %	-3,3 %	-1,8 %	3,6 %	13,0 %	3,4 %	4,9 %
Käyttökate-%	9,3 %	5,2 %	8,4 %	9,5 %	11,3 %	8,9 %	6,9 %	9,2 %	9,5 %	13,8 %	10,2 %	10,6 %	10,7 %	10,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,8 %	1,3 %	4,9 %	5,7 %	10,9 %	6,1 %	2,4 %	5,4 %	5,4 %	10,6 %	6,3 %	7,0 %	7,2 %	7,5 %
Nettotulos-%	-5,5 %	-1,5 %	1,0 %	1,9 %	3,9 %	1,5 %	-0,3 %	2,2 %	2,1 %	6,5 %	2,9 %	3,7 %	4,0 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	654	628	630	629	630
Liikearvo	304	299	299	299	299
Aineettomat hyödykkeet	206	194	194	194	194
Käyttöomaisuus	131	122	121	121	121
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	12,3	11,6	11,6	11,6	11,6
Muut sijoitukset	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	3,0	3,0	3,0
Vaihtuvat vastaavat	482	442	420	428	432
Vaihto-omaisuus	144	139	138	140	142
Muut lyhytaikaiset varat	14,5	7,2	7,2	7,2	7,2
Myyntisaamiset	110	114	103	105	106
Likvidit varat	213	182	172	175	177
Taseen loppusumma	1136	1070	1050	1058	1063

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	409	399	405	416	428
Osakepääoma	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5
Kertyneet voittovarot	55,4	50,1	55,5	66,9	78,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	291	286	286	286	286
Vähemmistöosuus	0,5	0,9	1,2	1,5	1,8
Pitkäaikaiset velat	375	306	302	288	279
Laskennalliset verovelat	36,8	35,4	35,4	35,4	35,4
Varaukset	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6
Korolliset velat	336	268	264	250	241
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	352	364	343	353	356
Korolliset velat	15,4	34,9	21,6	25,6	24,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	328	324	316	323	326
Muut lyhytaikaiset velat	8,7	5,0	5,0	5,0	5,0
Taseen loppusumma	1136	1070	1050	1058	1063

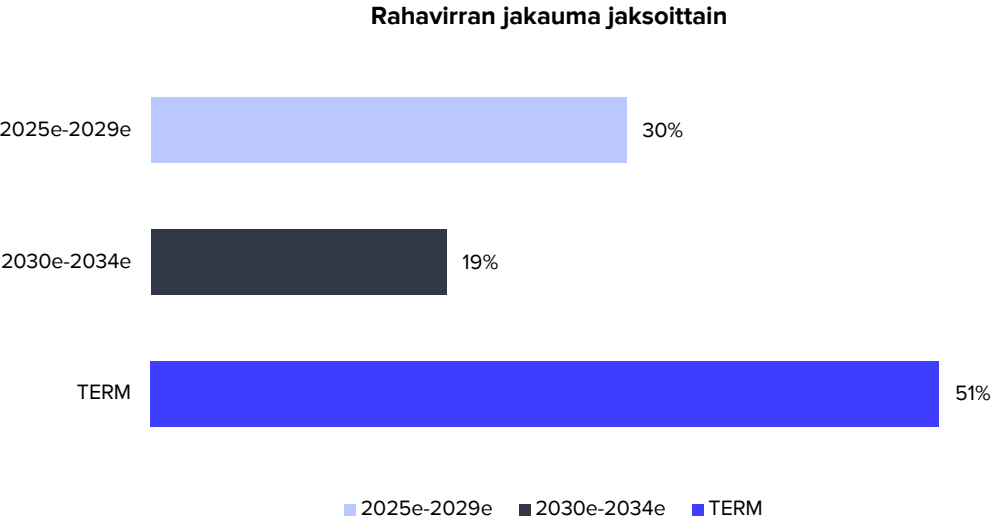
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-4,7 %	-0,6 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	5,0 %	6,3 %	7,0 %	7,2 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	34,5	43,6	49,3	51,0	53,5	50,6	51,1	51,6	52,1	52,6	53,2	
+ Kokonaispoistot	26,8	26,4	25,4	24,7	24,3	24,6	24,9	26,3	26,5	26,8	27,1	
- Maksetut verot	-5,1	-8,5	-7,1	-7,7	-8,2	-7,6	-7,7	-7,8	-7,9	-8,0	-7,5	
- verot rahoituskuluista	-6,4	-4,9	-4,5	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-3,9	
+ verot rahoitustuotoista	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,2	4,3	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
Operatiivinen kassavirta	52,3	62,0	65,6	65,6	67,1	65,2	65,9	67,7	68,4	69,0	69,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,2	-25,1	-25,3	-25,5	-25,8	-26,0	-31,9	-36,3	-29,9	-30,2	-30,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	51,3	36,8	40,4	40,1	41,4	39,2	33,9	31,4	38,5	38,9	39,2	
+/- 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	51,3	36,8	40,4	40,1	41,4	39,2	33,9	31,4	38,5	38,9	39,2	564
Diskontattu vapaa kassavirta		34,8	35,4	32,5	31,0	27,2	21,8	18,7	21,2	19,8	18,5	266
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		527	493	457	425	394	367	345	326	305	285	266
Velaton arvo DCF		527										
- Korolliset velat		-467										
+ Rahavarat		182										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		246										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,6										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,03
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	702,7	726,5	692,0	688,0	701,8	EPS (raportoitu)	0,27	-0,59	0,16	0,30	0,39
Käyttökate	67,9	67,5	61,3	70,0	74,6	EPS (oikaistu)	0,39	0,19	0,27	0,30	0,39
Liikevoitto	34,7	-31,3	34,5	43,6	49,3	Operat. kassavirta / osake	-0,06	2,88	0,77	0,92	0,97
Voitto ennen veroja	23,4	-53,8	14,7	26,0	33,7	Vapaa kassavirta / osake	-1,73	3,02	0,76	0,54	0,60
Nettovoitto	17,9	-39,9	10,5	20,2	26,3	Omapääoma / osake	7,11	6,04	5,89	5,97	6,14
Kertaluontoiset erät	-8,2	-66,1	-7,6	0,0	0,0	Osinko / osake	0,22	0,22	0,22	0,22	0,25
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	1301,3	1135,7	1069,6	1049,6	1057,7	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	3 %	-5 %	-1 %	2 %
Oma pääoma	481,6	408,7	398,9	404,6	416,3	Käyttökatteen kasvu-%	-29 %	-1 %	-9 %	14 %	7 %
Liikearvo	310,5	304,3	299,1	299,1	299,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-38 %	-19 %	21 %	4 %	13 %
Nettovelat	300,9	138,2	121,6	113,6	100,2	EPS oik. kasvu-%	-63 %	-50 %	40 %	12 %	30 %
						Käyttökate-%	9,7 %	9,3 %	8,9 %	10,2 %	10,6 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	6,1 %	4,8 %	6,1 %	6,3 %	7,0 %
Käyttökate	67,9	67,5	61,3	70,0	74,6	Liikevoitto-%	4,9 %	-4,3 %	5,0 %	6,3 %	7,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-75,4	138,9	1,2	4,3	1,5	ROE-%	3,6 %	-9,0 %	2,6 %	5,1 %	6,4 %
Operatiivinen kassavirta	-4,1	194,5	52,3	62,0	65,6	ROI-%	4,9 %	-3,2 %	5,4 %	7,0 %	7,9 %
Investoinnit	-111,7	10,1	-1,2	-25,1	-25,3	Omavaraisuusaste	37,0 %	36,0 %	37,3 %	38,5 %	39,4 %
Vapaa kassavirta	-117,2	203,8	51,3	36,8	40,4	Nettovelkaantumisaste	62,5 %	33,8 %	30,5 %	28,1 %	24,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,4	0,5	0,5						
EV/EBITDA	11,5	6,2	4,9	4,8	4,3						
EV/EBIT (oik.)	18,1	12,0	7,1	7,6	6,5						
P/E (oik.)	19,0	23,1	10,4	11,1	8,5						
P/B	1,0	0,7	0,5	0,6	0,5						
Osinkotuotto-%	3,0 %	5,0 %	7,9 %	6,6 %	7,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/09/2022	Vähennä	7,50 €	7,05 €
24/11/2022	Vähennä	7,50 €	7,40 €
01/03/2023	Vähennä	6,80 €	6,45 €
29/03/2023	Lisää	6,20 €	5,19 €
12/05/2023	Lisää	6,20 €	5,26 €
26/07/2023	Lisää	5,50 €	4,80 €
16/08/2023	Lisää	4,70 €	4,30 €
28/08/2023	Lisää	5,00 €	4,46 €
07/09/2023	Osta	5,50 €	4,74 €
10/11/2023	Osta	5,50 €	4,44 €
12/01/2024	Osta	5,50 €	4,44 €
15/02/2024	Osta	5,50 €	4,42 €
08/04/2024	Lisää	5,50 €	5,39 €
08/05/2024	Lisää	5,30 €	4,72 €
14/08/2024	Lisää	5,00 €	4,43 €
21/08/2024	Lisää	5,00 €	4,32 €
15/10/2024	Vähennä	3,80 €	3,77 €
08/11/2024	Vähennä	3,40 €	3,22 €
15/01/2025	Vähennä	3,00 €	2,80 €
13/02/2025	Lisää	3,30 €	3,11 €
10/04/2025	Lisää	3,50 €	3,32 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**