

ORTHEX

15.10.2026 08.10 EEST



Thomas Westerholm, Analyytikko
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tuloskasvu ei ole vielä selvillä vesillä

Tarkistamme tavoitehintamme 4,6 euroon (aik. 4,8 eur) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Orthexin hinnoittelu vaikuttaa normalisoidulla tuloskunnolla maltilliselta, mutta venyneet muoviraaka-aineiden inflaatiopaineet ovat heikentäneet lyhyen aikavälin näkymää ja osakkeen tuotto-odotusta 12 kuukauden tähtäimellä. Samalla inflaatiopaineiden aiheuttama tarve hinnankorotuksille vaikeuttaa nähdäksemme tarinan kannalta kriittistä muun Euroopan kasvun saavuttamista.

Johtava Pohjoismainen käyttötavarayhtiö

Orthex on johtava Pohjoismainen kodin- ja käyttötavarayhtiö. Sillä on kolme pääbrändiä (Orthex, SmartStore ja GastroMax) ja yksi sivubrändi (Kökskungen), joiden alla se tarjoaa tuotteita eri käyttötavarakategorioissa (mm. kodin säilytys, ruoan säilytys, keittiötarvike, kasvien hoito, koti ja piha). Tuotteista noin 90 % valmistetaan Pohjoismaissa Orthexin kolmessa pitkälle automatisoidussa tehtaassa. Lähes 80 % myynnistä tulee Pohjoismaista, mutta yhtiöllä on asiakkaita yli 40 maassa. Tuotteiden jakelukanavina toimivat pääosin suuret eurooppalaiset vähittäiskaupan ketjut. Orthexin ensisijainen kohdemarkkina on Euroopassa noin 4 miljardin euron kokoinen ja koostuu kodin-, ruoansäilytyksen ja keittiötarvikkeiden myynnistä. Orthex on Pohjoismaissa kodin- ja ruoansäilytyksen markkinajohtaja.

Luottamus kyvystä kasvaa on ansaittava takaisin

Orthexin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat mm.: yli 5 %:n orgaaninen liikevaihdon kasvu ja ajan myötä yli 18 %:n vertailukelpoinen EBITA-marginaali. Kasvua haetaan erityisesti Pohjoismaiden ulkopuolelta, jossa tavoitteena on kasvaa yli 10 % vuodessa nykyisten ja uusien avainasiakkaiden avulla. Listautumisvuotta 2021 lukuunottamatta yhtiö ei oli pörssihistoriansa aikana vielä kertaakaan saavuttanut

kasvutavoitettaan ja vuosina 2020-2025 keskimäärin 12 %:iin asettunut vertailukelpoinen EBITA on jäänyt selvästi yhtiön tavoitteesta. Tästä huolimatta liiketoiminta on tehokkaan pääoman kierron tukemana selvästi arvoa luovaa. Viime vuosina Pohjoismaiden haastava kysyntäympäristö ja kaksi inflaatioshokkia ovat luonnollisesti vaikeuttaneet tavoitteiden saavuttamista, mutta toistuvien välivuosien jälkeen yhtiöllä on selvä paine vakuuttaa markkina kyvystään saavuttaa kestävä kasvua.

Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa 2026-2028 keskimäärin 4 % vuodessa aluksi hinnankorotusten, mutta myös kysyntäympäristön vahvistumisen myötä. Kulurakenteen skaalautumisvara mahdollistaa ennusteissamme paranevan suhteellisen kannattavuuden ja liikeulosmarginaalin elpymisen 12 %:iin ajaa kasvavan liikevaihdon kanssa tuntuvaa tuloskasvua lähivuosien ennusteissamme. Vuoden tähtäimellä tuloskasvun saavuttaminen on kuitenkin haastavaa, muoviraaka-aineiden pitkittyneiden hintapaineiden takia.

Painottelua lyhyen aikavälin riskien ja pidemmän aikavälin potentiaalin välillä

Orthexin tulospohjainen arvostus (2026e P/E 14x, EV/EBIT 11x) on hieman koholla, joskin osinkotuotto mahdollistaa noin 5 %:n lyhyen tähtäimen tuoton. Lähi-idän konfliktin jatkuessa osakkeelle on kuitenkin vaikea tunnistaa muita lyhyen tähtäimen kurssiajureita, ja odotamme tuloksen säilyvän laskutrendillä seuraavat 3 kvartaalia pitkittyneen kustannusinflaation ajamana. DCF-mallimme osoittaa osakkeelle nousuvaraa ja 5,4 euron osakekohtaista arvoa. Kyseisen potentiaalin ulosmittaaminen edellyttää kuitenkin liikevaihdon elpymistä ja vahvistuvaa suhteellista kannattavuutta, joiden uskomme antavan odottaa itseään nykyisessä kustannusinflatorisessa liiketoimintaympäristössä.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

4,60 EUR

(aik. 4,80 EUR)

Osakekurssi:

4,50 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	87,2	89,8	94,4	97,7
kasvu-%	-3 %	3 %	5 %	4 %
EBIT oik.	9,8	8,5	9,9	11,3
EBIT-% oik.	11,2 %	9,5 %	10,5 %	11,6 %
Nettotulos	6,8	5,2	6,6	7,7
EPS (oik.)	0,38	0,32	0,37	0,44

P/E (oik.)	12,2	13,9	12,0	10,3
P/B	2,0	1,9	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,3 %	5,6 %	6,2 %
EV/EBIT (oik.)	10,1	11,2	9,6	8,3
EV/EBITDA	6,8	7,3	6,4	5,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,0	1,0

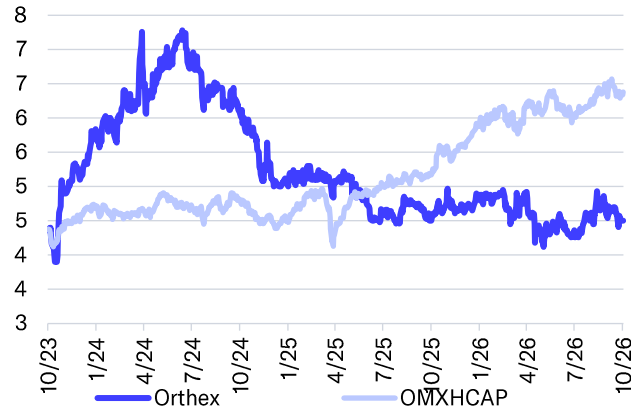
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

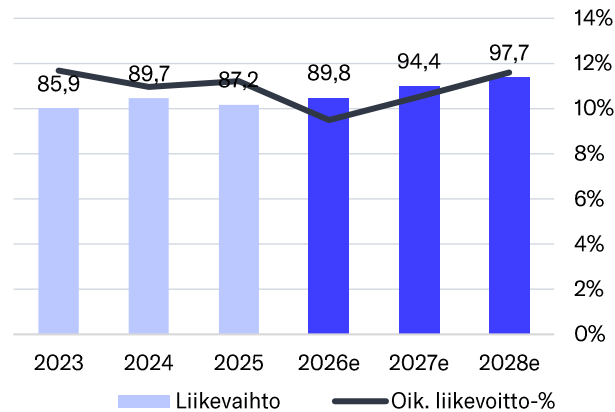
Orthexilla ei ole lyhyen aikavälin ohjeistusta. Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 5 %:n orgaanista kasvua ja yli 18 %:n oikaistua EBITA-marginaalia.

Osakekurssi



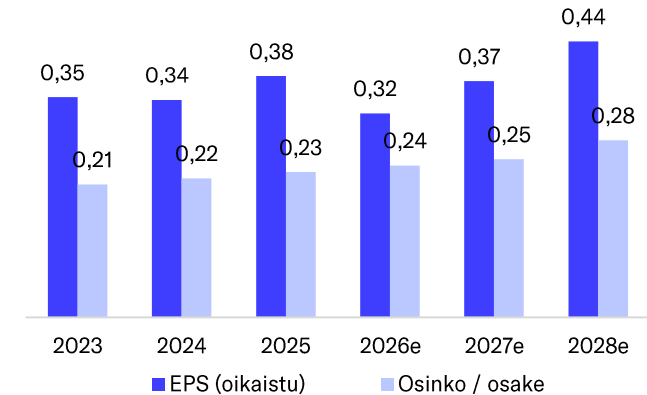
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Suuri ja defensiivinen kohdemarkkina
- Suotuisat megatrendit ajavat tuotteiden kysynnän kasvua
- Johtava asema Pohjoismaissa ja mahdollisuus laajentua Eurooppaan avainasiakkaiden kautta
- Pirstaleinen toimiala tarjoaa mahdollisuuksia yritysostolle
- Tunnetut kuluttajabrändit
- Vahvat suhteet kaupan alan ketjujen kanssa
- Tehokas ja automatisoitu tuotanto lyhyillä toimitusajoilla

Riskitekijät

- Raaka-ainehintojen vaihtelut ja häiriöt saatavuudessa
- Riippuvuus omien tuotantolaitosten toimivuudesta
- Tuotantokapasiteetti asettaa rajoitteita kasvuille
- Vientimarkkinoilla onnistuminen
- Yrityssoriskit
- Muovilla on raaka-aineena huono maine

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,50	4,50	4,50
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	95	95	95
P/E (oik.)	13,9	12,0	10,3
P/E	15,5	12,0	10,3
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,3	6,4	5,7
EV/EBIT (oik.)	11,2	9,6	8,3
Osinko/tulos (%)	82,6 %	66,9 %	64,2 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-15
Tuotekategoriat	16-18
Toimiala ja markkinakatsaus	19-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-24
Sijoitusprofiili	25
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	26-30
Ennusteet	31-35
Osakkeen arvostus	36-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Orthex lyhyesti

Orthex on Pohjoismaiden johtavia kodintuoteyhtiöitä. Yhtiöllä on kattava tarjoama säilytysratkaisusta keittiövälineisiin ja puutarhanhoitoon. Jakelukanavina toimivat pääsääntöisesti eurooppalaiset vähittäiskaupan ketjut.

1956

Perustamisvuosi

20-25 %¹

Markkinaosuus kodinsäilytyskategorioissa Pohjoismaissa

87,2 MEUR (-2,8 % vs. 2024)

Liikevaihto 2025

9,8 MEUR (oik. EBIT: 11,2 %)

Vertailukelpoinen liiketulos 2025

280

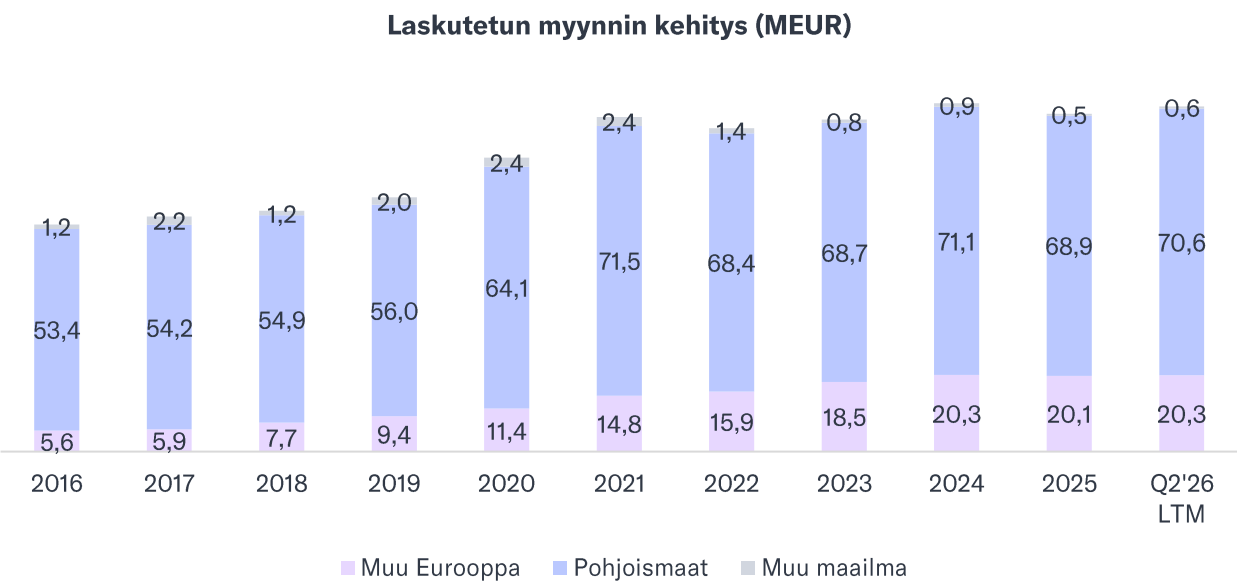
Henkilöstömäärä keskimäärin H1'26

3 tehdasta

Ruotsi (2 kpl) Suomi (1 kpl)

1) Arvio vuodesta 2019

1956-2011	2011-2014	2014-
Transformaatio yritysostojen myötä Vahva markkina-asema Pohjoismaissa ja kasvava läsnäolo Euroopan muissa maissa	Ostokohteiden integraatio ja asiakaslähtöisyydessä kehittyminen Brändiportfolion ja tuotetarjooman terävöittäminen Painopiste tuotannosta kysyntään	Laajentaminen Pohjoismaiden ulkopuolelle Myyntiorganisaation perustaminen Ranskaan, Saksaan, Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Benelux- alueelle Ulkoistettu varasto Saksan ja Ranskan rajalle 2020 Useita uusia kestävän kehityksen hankkeita Pörssilistautuminen 3/2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Korkealaatuisten kodin käyttötavaroiden valmistaja

Orthex on johtava pohjoismainen kodin käyttötavaroiden valmistaja, joka pyrkii tarjoamaan toiminnallisia ja kestäviä tuotteita. Yhtiö keskittyy kolmeen eri tuotekategoriaan, joita ovat: Säilytys, Keittiö, Koti ja puutarha. Vastuullisuus on keskeinen osa yhtiön liiketoimintaa, eikä se valmista lainkaan kertakäyttötuotteita. Valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee Pohjoismaista, mutta yhtiön asiakaskunta on globaali ja yhtiö tavoittelee erityisen nopeaa kasvua Euroopassa Pohjoismaiden ulkopuolella.

Brändiportfolio syntynyt yrityskauppojen kautta

Orthexin pääbrändeihin kuuluvat SmartStore (säilytyslaatikot ja ruoan säilytys), GastroMax (keittiötuotteet) ja Orthex (tuotteita kotiin ja puutarhaan). Pääbrändien lisäksi tarjontaan kuuluvat ulkoisesti tuotetut Kökskungen-brändin keittiötarvikkeet.

Nykyinen tuote- ja brändiportfolio on syntynyt yrityskauppojen kautta. Vuonna 2010 yhtiö osti ruotsalaisen Sveico AB:n, joka lisäsi yhtiön osaamista korkealaatuisten keittiötuotteiden valmistuksessa. Yrityskaupan myötä yhtiö sai portfolioonsa GastroMax-keittiöbrändin ja käyttöönsä Gnosjön tehtaan. Vuonna 2011 Orthex osti Hammarplast Consumer AB:n, mikä laajensi tuotevalikoimaa säilytys- ja puutarhatuotekategorioissa. Yritysosto toi mukanaan SmartStore-brändin ja Tingsrydin tehtaan käyttöoikeuden.

Liikevaihto painottuu omien brändituotteiden myyntiin jälleenmyyjille

Orthexin myynnistä noin 90 % tulee omista brändituotteista, minkä lisäksi se valmistaa harkitusti jälleenmyyjille private

label -tuotteita. Private label -tuotteita valmistetaan vain taktisessa mielessä (esim. saadakseen myös omia brändituotteitaan samaan jakelukanavaan myyntiin) eikä niiden myyntiä pyritä aktiivisesti kasvattamaan.

Myynti painottuu Pohjoismaihin

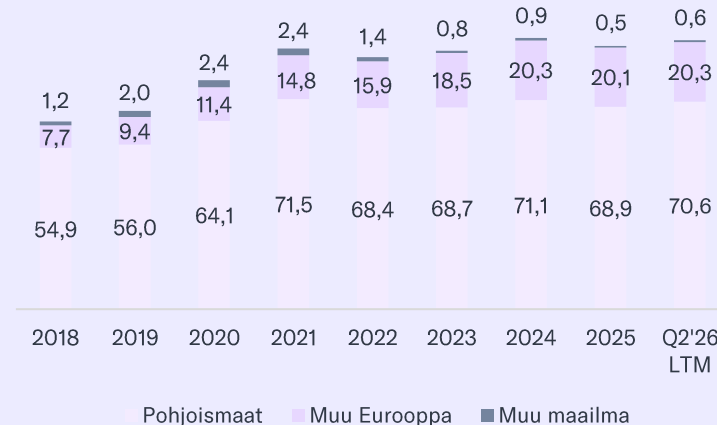
Lähes 80 % Orthexin myynnistä tulee Pohjoismaista, jossa liikevaihto on ollut vakaa vuoden 2021 kulutuspiikistä lähtien. Pohjoismaissa Ruotsi on selvästi Orthexin suurin markkina. Reilu 20 % yhtiön liikevaihdosta tulee Euroopan vientimarkkinoilta, jossa keskeisimmät maat ovat Orthexin kannalta Saksa, Ranska ja Yhdistynyt kuningaskunta. Noin puoli prosenttia yhtiön myynnistä tulee Euroopan ulkopuolelta ja tämä myynti painottuu Yhdysvaltoihin ja yhteen suurempaan asiakkaaseen. Myynti Euroopan ulkopuolelle ei ole Orthexin strategian keskiössä emmekä odota siltä oleellista kasvua lähivuosina.

Asiakaskunta on laaja

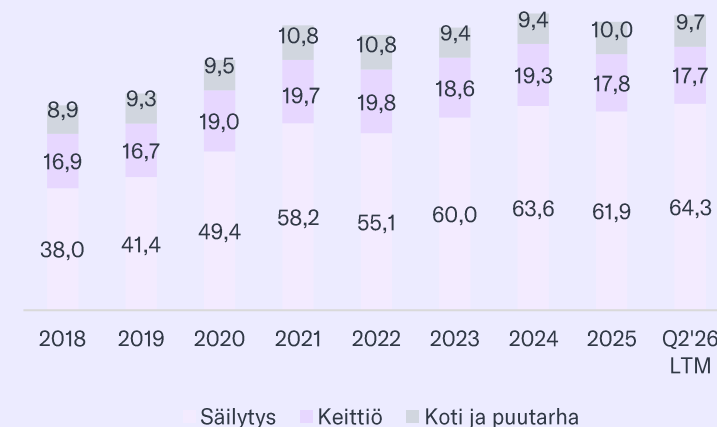
Orthexilla on laaja asiakaskunta, joka koostuu noin 800 asiakkaasta yli 40 eri maassa neljällä eri mantereella. Myynti painottuu kuitenkin selvästi Eurooppaan ja se on Orthexin kasvustrategian keskiössä. Asiakkaisiin kuuluvat esimerkiksi tavaratalot, erikois-, halpa-, päivittäistavara- ja verkkokaupat. Referenssilista koostuu nimekkäistä jälleenmyyjistä Pohjoismaissa ja Länsi-Euroopassa.

Suurista avainasiakkaista huolimatta Orthex ei ole riippuvainen yhdestäkään yksittäisestä jälleenmyyjästä ja liikevaihto on hajautunutta.

Kohdemarkkinakohtainen myynti



Kategoriakohtainen myynti (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Vähittäiskauppojen pitkäaikainen kumppani

Orthexin kasvu nojaa uusien asiakkuuksien solmimiseen ja yhteistyön syventämiseen. Yhtiö pyrkii saamaan tuotteensa tarjolle uusiin myymälöihin ja verkkokauppoihin ja samalla laajentamaan tuotevalikoimaansa nykyisissä jakelukanavissa. Vientimarkkinoilla yhtiö pyrkii kasvamaan avainasiakkuuksien kautta. Vuonna 2015 Orthexin tuotteita myytiin noin 130 myymälässä keskeisillä vientimarkkinoilla, mutta vuonna 2020 tuo luku oli jo 2200.

Orthex sopii yhteistyössä avainasiakkaiden kanssa tuotteiden hinnastoja sisältäviä puitesopimuksia, jotka uusitaan tyypillisesti vuosittain. Yleensä vähittäiskaupoilla on vuodessa 2-3 hinnankorotusikkunaa, joiden aikana Orthex voi neuvotella hinnankorotuksista ja hinnankorotuksen toteuttaminen kestää tyypillisesti 4-9 kuukautta. Hinnankorotusprosesseihin ei voi tehdä muutosta sen alettua. Hinnankorotusikkunat ovat tyypillisesti kiinteitä, mutta alkuvuoden 2026 kustannusinflaatiopiikissä yhtiö kykeni kuitenkin sopimaan poikkeuksellisesti Pohjoismaissa kauppojen kanssa hinnankorotuksista perinteisten hinnoitteluluikkunoiden ulkopuolella.

Orthex pyrkii tarjoamaan asiakkailleen erinomaista asiakaspalvelua asiakassuhteiden syventämiseksi. Vähittäismyyjiä palvelee yhtiön mukaan hyvin myymällä kiinnostavia ja tunnettuja tuotteita ja brändejä, tuoteinnovaatiolla, aktiivisella markkinoinnilla, tehokkaalla logistiikalla ja asiakaskohtaisesti räätälöidyillä ratkaisuilla.

Laaja tuotevalikoima mahdollistaa keskitettynä tuotteiden tarjoajana ("one-stop-shop") toimimisen, mikä helpottaa jälleenmyyjän valikoiman hallintaa. Orthex tarjoaa lisäksi asiakkailleen sähköiset tietojärjestelmät, joiden avulla uudet tilaukset voi automatisoida varaston mukaan. Asiakkaita tuetaan myös rakentamalla heidän kanssaan näyttäviä myymäläesillepanoja ja tuotteista tehdään myös asiakkaiden verkkokaupoissa houkuttelevampia omia brändikuvia

hyödyntäen. Kyseiset toimet eivät ole ainutlaatuisia kuluttajatuoteyhtiöiden parissa, mutta mielestämme Orthex loistaa edukseen tuotteiden esillepanossa sekä kivijalassa että verkkokanavissa. Noin 4 % Orthexin laskutetusta myynnistä on yritysmyyntiä. Yritysmyynnin asiakkaat ovat mm. toimisto- ja pakkaustarvikkeiden toimittajat sekä ammatilliset laite- ja elintarviketoimittajat. Orthex ei tavoittele määrätietoisesti kasvua tässä asiakassegmentissä.

Outlet-myynti mahdollistaa dialogin kuluttajien kanssa

Orthexin tuotteita myydään vähittäiskauppojen lisäksi myös suoraan kuluttajille yhtiön outlet-myymälöissä Tingsrydissä ja Lohjalla. Lohjan tehtaan yhteydessä Orthexilla on myymälä ja Tingsrydissä tuotteita myydään kausiluonteisessa outlet-teltassa. Outlet-myynti on ollut noin 1 % Orthexin liikevaihdosta. Orthex ei pyri määrätietoisesti kasvattamaan outlet-myyntiään, mutta siitä on strategista hyötyä, kun yhtiö saa outleteissaan suoraan palautetta kuluttajilta tuotteistaan ja konsepteistaan. Outlet-myyntiin ohella Orthexilla oli aiemmin myös pieni verkkokauppa Suomessa, mutta yhtiö sulki sen keskittääkseen huomionsa B2B-myyntiin. Suhtaudumme myönteisesti yhtiön kurinalaisuuteen keskittyä vahvuksiinsa.

Tuotteita löytyy lähes jokaisesta kodista

Orthex ei brändinä välttämättä kuulosta tutulta, mutta yhtiön tuotteita löytyy lähes jokaisesta suomalaisesta kodista. Hyvä osoitus tästä on Ilta-Sanomien vuonna 2019 tekemä kysely, jonka perusteella suomalaisista kodeista löytyvistä yleisimmistä tuotteista kaksi on Orthexin valmistamia. Vastanneista (113 500 henkilöä) 89 % omisti Orthexin pakasterasian ja 87 % omisti Orthexin 10 litran muoviympärin.

Kestävä kehitys tuotekehityksen keskiössä

Orthexin tavoitteena on olla toimialan suunnannäyttäjä

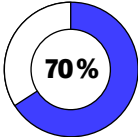
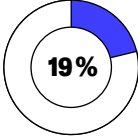
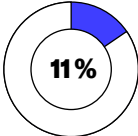
vastuullisuudessa. Kaikki sen tuotteet ovat kierrätettäviä, eikä tuoteportfoliosta löydy lainkaan kertakäyttötuotteita. Tuotesuunnittelussa tavoitellaan tuoteratkaisuja, jotka ovat käytännöllisiä, noudattavat ajatonta muotoilua ja tukevat minimalismia. Pohjoismainen laatu ja kasvava tarjonta innovatiivisia kierrätysmuovista tehtyjä tuotteita toimivat yhtiön myyntivaltteina kasvua haviteltaessa. Nähdäksemme yksi vahvuus Orthexin tuotekategorioissa on, ettei tuotteita tai mallistoja tarvitse juurikaan mukauttaa kohdemarkkinan mukaan.

Tuotetarjontaa päivitetään säännöllisesti

Ajankohtaisen ja innovatiivisen tuotetarjoaman varmistamiseksi sekä brändin kasvattamiseksi Orthexin tavoitteena on, että 10 % myynnistä tulee uusista varastonimikkeistä. Tässä yhteydessä tuote luokitellaan uudeksi lanseerausvuonna ja kahtena seuraavana vuonna. Uudet tuotteet lanseerataan paremmilla ominaisuuksilla ja aiempia korkeammilla myyntikatemarginaaleilla. Tästä johtuen myynnin painottuminen uusiin tuotteisiin parantaa Orthexin kannattavuutta. Säännöllisistä uusista tuotelanseerauksista huolimatta Orthex ei anna tuotetarjontansa paisua, vaan heikot tuotteet poistetaan tarjonnasta käyttöpääoman ja valikoiman tehostamiseksi. Lapsille suunnatut sesonkiriippuvaiset tuotteet (mm. pulkat ja muut lumilelut) olivat aiemmin yksi Orthexin tuotekategorioista, mutta lumileluliiketoiminta myytiin vuonna 2021 kotimaiselle Wiitta Oy:lle tuotetarjoaman optimoimiseksi.

Orthexin toteuttamat yrityskaupat loivat aikanaan tarpeen tuotetarjoaman tehostamiselle. Vuosina 2011-2014 Orthex keskittyi Sveicon ja Hammarplastin integrointiin osaksi konsernia ja brändisalkun kokoa karsittiin neljään. Yrityskauppojen tuomat Hammarplast-, Sveico-, Sarvis- ja HammarSarvis-brändit lakkautettiin yhtiön keskittyessä nykyisiin pääbrändeihin.

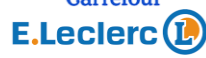
Orthexin tuotteet

Tuotekategoria	Brändi	Osuus laskutetusta myynnistä ¹⁾	Tuotekuvausesimerkkejä	
Säilytys	smart store™			• Säilytyslaatikot • Lajitteluratkaisut • Säilytyskorit
Keittiö	GastroMax™ by orthex™ smart store™  Kökskungen			• Ruoansäilytys • Keittiövälineet • Leivonta • Kattaminen
Koti ja puutarha	orthex™			• Pyykkikorit • Roska-astiat • Sangot ja vadit • Kukkaruukut ja kastelukannut



1) Q2'26 LTM, 2) 2020, Ei sisällä Kökskungenia

Orthexin tuotteet

Jakelukanava	Pohjoismaisia jälleenmyyjiä	Jälleenmyyjiä Pohjoismaiden ulkopuolella
 Halpakaupat	    	 
 Päivittäistavarakaupat	   	    
 Erikoiskaupat	   	          
 Verkkokaupat	  	   

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Toiminnan kausiluonteisuus on vähäistä

Orthexin kysynnän kausivaihtelut ovat pieniä, eivätkä juurikaan aiheuta kvartaalien välistä heiluntaa liikevaihdossa. Tyypillisesti Q2 on myynnin kannalta hiljaisin johtuen Säilytys- ja Keittiö -tuoteryhmien alhaisemmista myyntimääristä vähittäiskauppojen tyhjentäessä varastojaan, tehdäkseen tilaa kesäkauden tuotteille. Q3 on puolestaan tyypillisesti vahvin jälleenmyyjien täydentäessä varastojaan samaisissa tuotekategorioissa ja kesälomakaudesta johtuvan kevyen kulurakenteen vuoksi. Myös Q4 on myynnillisesti vahva, vähittäiskauppojen valmistautuessa alkuvuoden kampanjamyynteihin.

Tuotanto sijaitsee Ruotsissa ja Suomessa

Orthexilla on kolme tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Ruotsissa (Gnosjö ja Tingsryd) ja Suomessa (Lohja). Yhtiön tehtaات ovat pitkälle automatisoituja ja kykenevät valmistamaan laajan kirjon tuotteita. Korkean automatisointiasteen ansiosta Orthexilla on lähes saman kokoisia kilpailijoitaan suhteellisesti alhaisempi henkilöstömäärä (H1'2026: 280 FTE). Tuotannon tehokkuus ja kasvu Euroopan kasvumarkkinoilla heijastuu siinä, miten yhtiön liikevaihto on kasvanut työntekijämäärää nopeammin.

Suurin osa Orthexin tuotteista valmistetaan ruiskuvalukoneilla. Uusi ruiskuvalukone maksaa sen koosta riippuen noin 200-750 tuhatta euroa. Ruiskuvalukoneet ovat tuotannon näkökulmasta joustavia, sillä niillä voi valmistaa eri muotoisia tuotteita käytössä olevaa muottia vaihtamalla. Ketterä valmistus mahdollistaa tuotannon mukauttamisen kysynnän mukaan.

Valmistettujen tuotteiden väri riippuu käytetystä materiaalista, joten samalla muotilla voi valmistaa kaiken värisiä tuotteita. Ruiskuvalukoneiden lisäksi Orthexilla on 8 metallikoneita, joita hyödynnetään keittiösegmentin tuotteiden valmistuksessa.

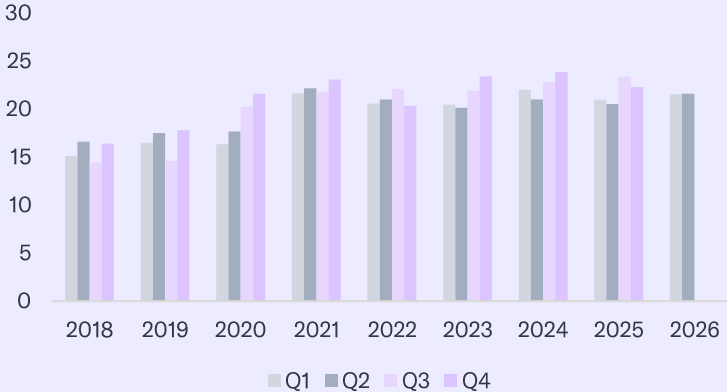
Tingsrydin tehdas on Orthexin sydän. Se on selvästi yhtiön kolmesta tehtaasta suurin ja se keskittyy Säilytys-kategorian tuotteiden valmistukseen. Tehdas tekee suuria tuotantosarjoja ja on erittäin tehokas korkean automaatioasteensa ansiosta. Lohjan tehdas on tuoteportfolioiltaan laajin ja se valmistaa tuotteita yhtiön jokaiseen tuotekategoriaan.

Gnosjön tehdas on yhtiön selvästi pienin tuotantolaitos. Se on erikoistunut keittiösegmentin tuotteisiin ja ruiskuvalukoneiden lisäksi siellä on myös metallikoneita keittiökategorian poikkeavien valmistustarpeiden vuoksi. Arviomme mukaan Orthexin nykyiset tuotantolaitokset kykenisivät kannattelemaan noin 110-130 MEUR:n liikevaihtoa ilman suurempia rakennusinvestointeja.

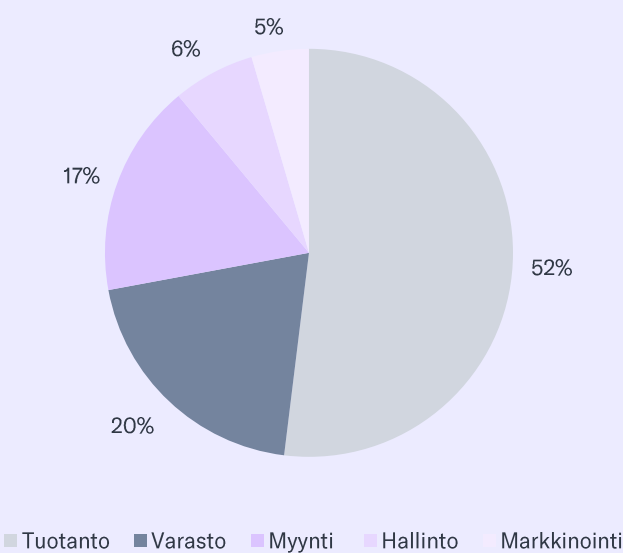
Investoinnit ovat maksaneet itsensä nopeasti takaisin

Uudet muotit ovat Orthexin suurin yksittäinen kustannus uusia tuotteita kehittäessä. Uuden muotin tavoiteltu takaisinmaksuaika on 24 kuukautta, mutta esimerkiksi hyvin onnistuneen SmartStore Collect -sarjan lanseerauksen jälkeen muotti maksoi itsensä takaisin 9 kuukaudessa. Uusi muotti maksaa tyypillisesti noin 50-150 tuhatta euroa ja sen elinkaari kattaa useita miljoonia tuotteita.

Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Henkilöstön jakauma työtehtävittäin¹



1) 2025

Orthexin tuotanto- ja toimipaikat



8 Paikallista myyntiorganisaatiota



3 Tuotantolaitosta

Tingsryd, Ruotsi

- Keskittyy Säilytys-kategoriaan
- Orthex toimii tehtaassa vuokralla

Gnosjö, Ruotsi

- Keskittyy Keittiö-kategoriaan
- Orthex toimii tehtaassa vuokralla

Lohja, Suomi

- Valmistaa tuotteita jokaiseen tuotekategoriaan
- Tehdas on Orthexin omistuksessa



4 Varastoa

Tingsryd & Lohja

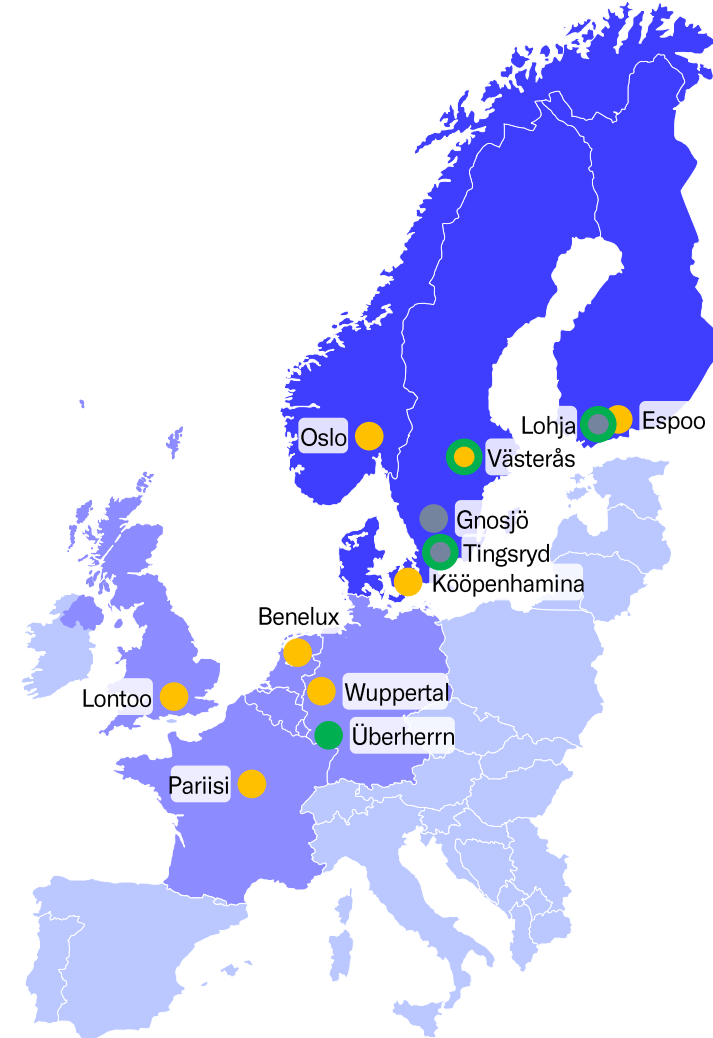
- Keskitetyt varastot tehtaiden yhteydessä

Västerås, Ruotsi

- Pieni varasto Köskungenin tuotteita varten

Überherrn, Saksa

- Ulkoistettu varasto
- Lyhentää toimitusaikoja Länsi-Eurooppaan
- Tärkeä työkalu eurooppalaisten asiakkaiden palvelemissa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Valmistusmateriaaleissa pyritään pois neitsytmuovista

Orthex käyttää tuotannossaan monia eri raaka-aineita valmistettavan tuotteen käyttötarkoituksen ja toivottujen ominaisuuksien mukaan. Uusiutuvia ja kierrätettyjä raaka-aineita painotetaan tuotesuunnittelussa ja yhtiö on kasvattanut niiden osuutta tuotantomateriaaleista noin 18 %:iin. Yhtiö suosii kierrätettyä muovia valmistuksessa, mutta neitsytmuovi sopii tiettyihin käyttötarkoituksiin yksinkertaisesti paremmin. Euroopan unionin alueella elintarvikkeiden kanssa kosketuksiin joutuvat muovit tulee olla valmistettu elintarvikekontaktiin, eikä kierrätysmuovi näin ollen sovi tähän käyttötarkoitukseen. Kierrätysmuovin heikkous on myös se, että se on neitsytmuovia heikompaa eikä siitä saa läpinäkyvää.

Orthex pyrkii nostamaan uusiutuvien ja kierrätysmateriaalien osuuden tuotantomateriaaleistaan 80 %:iin vuonna 2035. Kyseinen tunnusluku on viime vuosina noussut lievällä lineaarisella käyrällä, mutta tavoitteen saavuttaminen edellyttää selvää tasokorjausta tuotannon materiaalikäytössä. Vuonna 2025 yhtiö siirsi tavoitevuottaan vuodesta 2030 vuoteen 2035. Muutoksen keskeisenä syynä oli yhtiön mukaan painopisteen siirtyminen massatasemenetelmästä kierrätettyjen raaka-aineiden käyttöön. Yhtiö arvioi, että kierrätysraaka-aineiden ympäristöhyödyt ovat kuluttajille helpommin ymmärrettävissä ja viestittävässä kuin massatasemenetelmässä, jossa fossiilisia ja uusiutuvia raaka-aineita hyödynnetään rinnakkain. Tavoitteen saavuttamisen kannalta esim. mekaanista kierrätystä koskevan regulaation muuttuminen tai kemiallisen kierrätyksen yleistyminen voi tulevaisuudessa mahdollistaa kierrätetyn muovin nykyistä monipuolisemman hyödyntämisen Orthexin tuotteissa. Orthexin paikallinen ja

vähäpäästöinen valmistus toimii käsittääksemme joissakin asiakkuuksissa myyntivalttina, sillä painottamalla Orthexin tuotteita kauppa voi laskea arvoketjussaan syntyviä epäsuoria kasvihuonekaasupäästöjään.

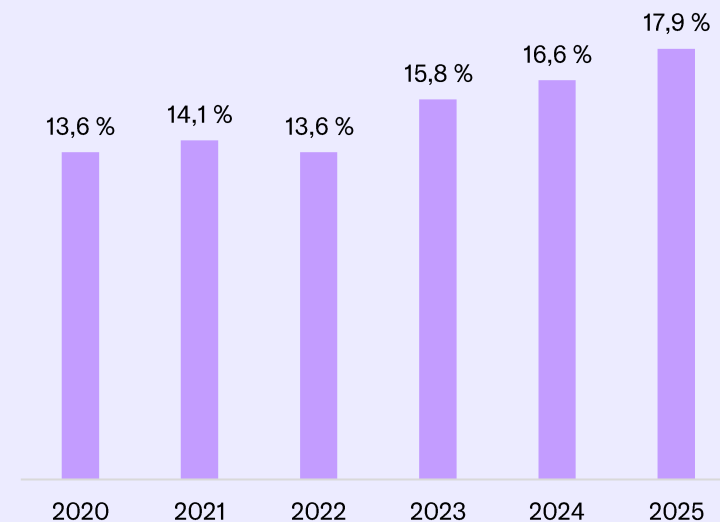
Uusia materiaaleja kehitetään yhteistyössä kumppaneiden kanssa

Orthex pyrkii vastaamaan kuluttajien kasvavaan kysyntään kestävästä kehityksestä tukevista tuotteista, ja tekee sen vuoksi yhteistyötä tuotekehityksessä esimerkiksi BASF:n, Borealiksi, Fortumin, Lassila & Tikanojan, Keskon ja Stora Enson kanssa. Strategiset yhteistyöt alentavat tuotekehityksen ja uusien raaka-aineiden löytämisestä aiheutuvia kuluja ja mahdollistavat muiden tahojen erikoisosaamisen hyödyntämisen.

Muovin hinta vaikuttaa merkittävästi kannattavuuteen

Valmistuskustannukset muodostavat selvästi Orthexin suurimman kustannuserän ja ovat historiallisesti olleet hieman yli 70 % liikevaihdosta. Suurin osa Orthexin käyttämistä raaka-aineista on muovipolymeerejä ja yhtiö käyttää tuotannossaan yli 30 eri tyyppistä polymeeriä. Orthex ostaa polymeerit suoraan tuottajilta, jotka muodostavat laajan toimittajakunnan pienistä suuriin raaka-ainevalmistajiin. Raaka-aineiden hinnoista ja valmistajan marginaaleista neuvotellaan tyypillisesti vuosittain seuraavalle vuodelle arvioitujen määrien perusteella. Yhtiö on kohtuullisen kokoinen raaka-aineiden ostaja Pohjoismaissa, mikä antaa sille hieman ostovoimaa ja pieniä toimijoita paremmat ostoehdot. Orthexilla on kaksi menetelmää raaka-aineiden hintaneuvotteluihin. Hinta voidaan sitoa muovipolymeerin senhetkiseen markkinahintaan (PPC-muovi), josta vähennetään alennus.

Uusiutuvien ja kierrätysmateriaalien osuus valmistuksesta (osuus tuotannossa käytettyjen raaka-aineiden painosta)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Tyypillisesti 2/3 yhtiön ostoista noudattaa tätä.

Vaihtoehtoisesti muovipolymeerin hinta sidotaan polymeerien valmistuksessa käytettävän propeenin (C3) hintaindeksiin, johon lisätään jalostajan marginaali. Noin 1/3 ostoista sovitaan tyypillisesti näin. Sitomalla ostohinnat eri pisteisiin muovipolymeerien arvoketjussa, yhtiö rajaa altistumistaan eri tuotantoketjun häiriöille.

Raaka-aineita ei tyypillisesti osteta spot-markkinalta eikä yhtiö ota näkemystä hintojen kehitykseen ajoittamalla markkinaa. Se ei myöskään suojaudu hintavaihteluilta johdannaisinstrumenteilla. Sopivaa tuotetta Orthexin raaka-aineiden hinnan heilunnalta suojaamiselle ei käsityksemme mukaan ole, sillä öljyn ohella myös muut tekijät heiluttavat

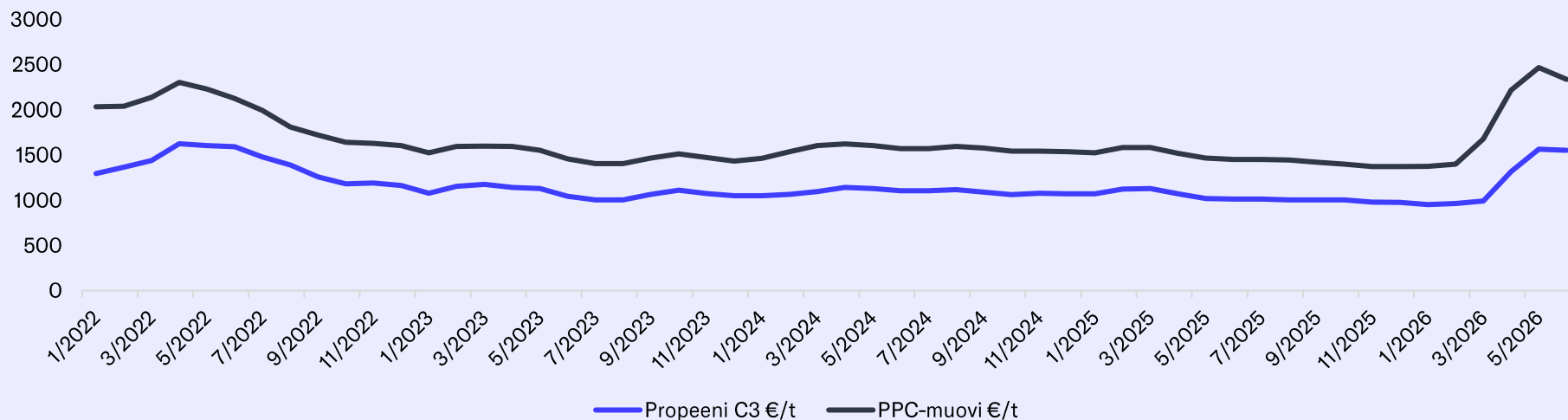
Orthexin raaka-aineiden hintoja. Emme näe oleellista tarvetta suojausinstrumenteille yhtiön selviytyttyä kuivin jaloin vuoden 2022 poikkeuksellisen vahvasta kustannusinflaatiosta, joskin tämä nostattaa tuloksen heiluntaa.

Orthex käyttää tuotannossaan enimmäkseen öljypohjaisia raaka-aineita, joten niiden hinta korreloi jossain määrin öljyn kanssa. Kierrätysmuovien ja uusiutuvien raaka-aineiden osuutta on kuitenkin tarkoitus kasvattaa vuoteen 2035 mennessä 80 %:iin. Uusiutuvien ja kierrätysmateriaalien hinnat ovat historiallisesti kehittyneet Orthexin muita raaka-aineita vakaammin, joten niiden painoarvon kasvaessa kannattavuuden heilumisen voi olettaa vähenevän.

Muut materiaalit

Orthexin raaka-ainehankintoihin kuuluvat erilaisten muovien lisäksi myös teräslevyt, väri- ja lisäaineet, tuotteiden komponentit ja pakkausmateriaalit. Suurin osa yhtiön tuotteista valmistetaan kokonaisuudessaan sisäisesti, mutta joissain tuotteissa käytetään myös muiden valmistajien komponentteja esim. osa metallikomponenteista ja SmartStore-tuotesarjan puukannet.

Raaka-aineiden hinnat nousivat kuluvana vuonna Iranin konfliktin myötä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Entinen pääomistaja ei ole enää kuvioissa

Orthexilla on vain yksi osakesarja, joten äänioikeudet jakautuvat omistussosuuden mukaan. Ennen pörssilistausta maaliskuussa 2021 Orthex oli Sponsor Capitalin rahastojen omistuksessa. Sponsor myi viimeiset osakkeensa (11,6 % koko Orthexin osakekannasta) marraskuussa 2021 10 euron osakekohtaiseen hintaan. Osakeomistus myytiin usealle eri taholle joihin kuuluivat suurimmat omistajat Conficap sekä Orthexin toimitusjohtajana toimiva Alexander Rosenlew.

Kaksi kasvollista omistajaa

Orthexin omistus on melko keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistavat noin 55 % osakkeista. Kaksi suurinta omistajaa ovat Maarit Toivasen ja hänen lastensa omistama Conficap Oy sekä yhtiön toimitusjohtaja Alexander Rosenlew. Yhtiön pitkäjänteistä johtamista ajatellen suhtaudumme myönteisesti kahden kasvollisen ankkuriomistajan omistusrakenteeseen. Etenkin toimitusjohtajan merkittävä osakeomistus yhtenäistää silmissämme johdon ja muiden omistajien intressejä.

Conficapista tuli aktiivisempi omistaja Orthexissa, kun yhtiön sijoitusjohtaja David Miller nousi yhtiön hallitukseen keväällä 2026. Tuntuvan kokoisten ankkuriomistajien vuoksi Orthex ei voi vihamielisen yritystoston yhteydessä tulla lunastuksen kohteeksi, sillä kumpikin ankkuriomistaja voi halutessaan estää ostajaa saavuttamasta lunastuksen vaatimaa 90 %:n omistusta.

Omistusrakenteessa rajallisesti muutoksia

Sponsor Capitalin irtautumisen jälkeen Orthexin omistusrakenteessa on tapahtunut rajallisesti suurempia muutoksia. laikia lukuun ottamatta muut 10 suurinta omistajaa ovat olleet yhtiön kyydissä listautumisesta lähtien. Pidempiaikaisista omistajista etenkin Aktian ja

Fonditan rahastot ovat kuitenkin nostaneet omistussosuuttaan. Mielestämme osakkeista kiinni pitäminen haastavan vuoden 2022 yli indikoi pitkäjänteisyyttä ja luottamusta yhtiötä kohtaan. Yhtiön suurimmat omistajat ovat kaikki suomalaisia tahoja ja kotimarkkinavetoisuus on yllättävän vahva piirre yhtiön omistusrakenteessa. Yhteensä 8,7 % Orthexin osakkeista oli syyskuun 2026 lopussa ulkomaisten omistajien tai hallintarekisteröityjen hallussa. Tämä on nähdäksemme yllättävän maltillinen taso, kun huomioi Suomen rajallisen painoarvon yhtiön myynnissä.

Hallintarekisterin puolella yksi suuri taho on kuitenkin keventänyt omistustaan. Handelsbanken liputti maaliskuussa 2026, että sen hallinnoiman Handelsbanken Nordiska Småbolagin omistussosuus Orthexin osakkeista alitti 5 %:n rajan. Handelsbankenin rahaston omistussosuus oli ylittänyt kyseisen rajan syyskuussa 2022.

Johtoryhmä on pitänyt omistuksistaan kiinni

Orthexilla on toistaiseksi seitsemän johtoryhmän jäsentä ja pääsääntöisesti myös muilla johtoryhmän jäsenillä on tuntuva omistus yhtiössä. Tuotanto- ja toimitusketjujohtajana toimiva Tom Ståhlberg kuuluu Rosenlewin ohella Orthexin 10 suurimman osakkeenomistajan joukkoon.

Listautumisen jälkeen useampi johtoryhmän jäsen on kasvattanut omistustaan ostamalla osaketta pörssissä, mutta yksikään heistä tai hallituksen jäsenistä ei käsityksemme mukaan ole keventänyt omistustaan. Käytännössä Orthexin koko johto osti yhtiön osaketta vuonna 2024, mutta sitä seurasi hiljainen kausi johdon kaupankäynnissä. Tämä päättyi elokuussa 2026, kun toimitusjohtaja Rosenlew liputti ostaneensa 55 000 osaketta.

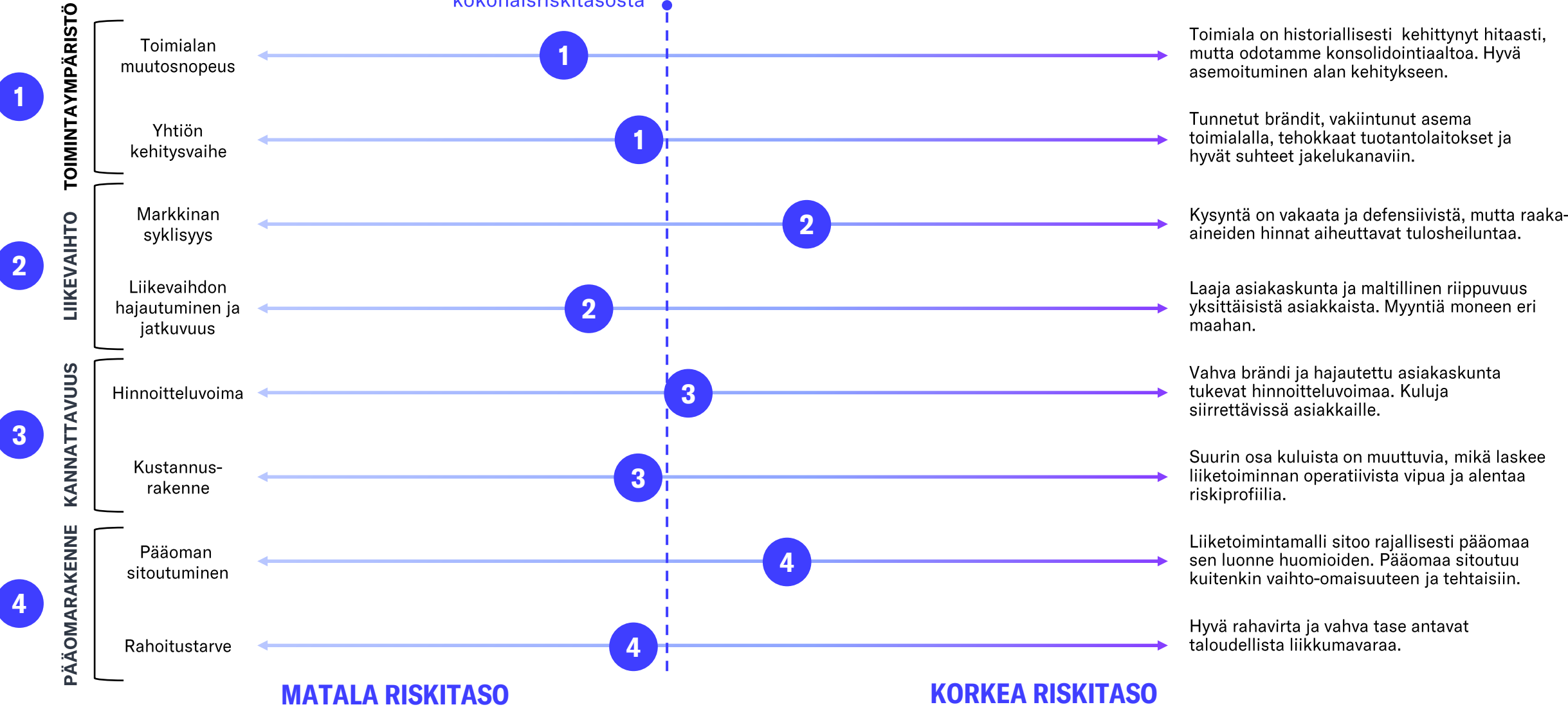
Suurimmat osakkeenomistajat (9/2026)	Osakkeiden määrä	Osuus osakkeista
Conficap Oy	2 486 240	14,0 %
Rosenlew Alexander ¹	2 139 405	12,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1 061 000	6,0 %
Sr Aktia Capital	857 480	4,8 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	831 106	4,7 %
Thominvest Oy	761 000	4,3 %
laik Oy	669 610	3,8 %
Oy Julius Tallberg Ab	352 571	2,0 %
Fondita Nordic Micro Cap	332 135	1,9 %
Ståhlberg Tom	314 000	1,8 %
10 suurinta yhteensä	9 804 547	55,2 %

Johdon omistukset (9/2026)	Osakkeiden määrä	Osuus osakkeista
Rosenlew Alexander ¹	2 139 405	12,0 %
Ståhlberg Tom	314 000	1,8 %
Kukkonen Hanna	201 530	1,1 %
Mäkelä Saara-Kaisa	141 833	0,8 %
Cronquist Hans	100 700	0,6 %
Ledin Nicholas	62 475	0,4 %
Chabannier Aurélien	0	0,0 %
Yhteensä	2 959 943	16,7 %
Osakkeiden lukumäärä yhteensä	17 758 854	100 %

1) Huomioi sekä suoran että määräysvallassa olevan Rosacon omistuksen

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Orthexin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Säilytys-kategoria

Orthexin suurin ja kannattavin kategoria

Säilytys on Orthexin suurin ja kannattavin tuotekategoria ja samalla se myös kasvaa nopeimmin. Orthexin laskutetusta myynnistä 70 % tulee säilytys-kategoriasta, vaikka ainoastaan noin kolmannes konsernin varastonimikkeistä kuuluu siihen. Kategorian tuotteita myydään SmartStore-brändin alla ja sen valikoimaan kuuluvat esim. säilytyslaatikot, säilytyskorit ja jätteidenlajitteluastiat. SmartStore pyrkii laaja-alaisesti palvelemaan kaikkia kuluttajien säilytystarpeita.

Vuosina 2014-2019 säilytystuotteiden kokonaismarkkina kasvoi 2 % vuodessa Orthexin päämarkkinoilla. Säilytystuotteiden myynti on vakaata ja suhdannekestävää, ja Orthex on kasvanut noin 12 % vuodessa kyseisessä kategoriassa vuodesta 1998 lähtien. 2018-2026 kasvu on hidastunut, noin 7 %:iin. Vuosi 2021 oli laaja-alaisesti kuluttajatuoteyhtiöille erittäin vahva vuosi suotuisan liiketoimintaympäristön vuoksi, mikä näkyi myös Orthexin luvuissa. Orthexin Säilytys-kategorian myynti on jo toipunut kyseisestä kulutuskrapulasta ja kategoria teki vuonna 2024 uuden myyntiennätyksen, ja rullaava 12 kk myynti on nyt ennätystasolla. Tämä on nähdäksemme liiketoimintaympäristön muutos huomioiden vakuuttava suoritus.

Kategorijaohittajana SmartStore pystyy ylläpitämään hyviä myyntikatteita, mutta katteita painaa ajoittain kampanjamyynti, jota Orthex hyödyntää kasvaakseen uusissa asiakkuuksissa tai puolustaakseen markkinaosuuttaan. Kampanjamyynti voi vuodesta riippuen tuoda 20-30 % Orthexin liikevaihdosta ja sen osuutta supistetaan tyypillisesti kustannusinflatorisessa liiketoimintaympäristössä.

Tunnettu laadusta

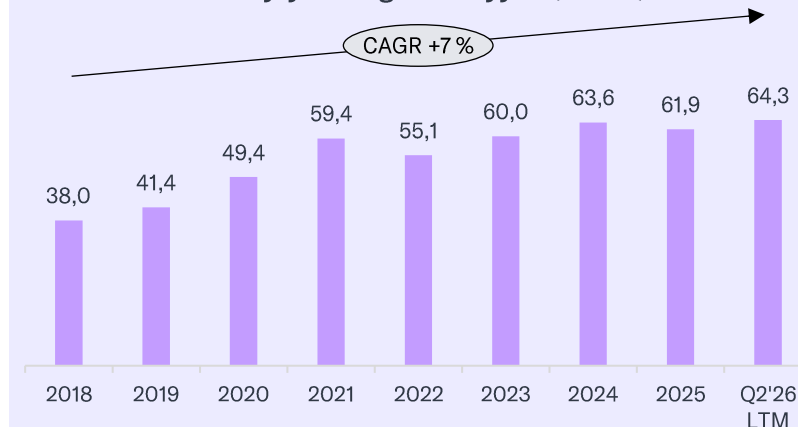
SmartStore-tuotteet ovat tunnettuja kestävydestään ja modulaarisuudestaan ja niissä painottuu pohjoismainen design sekä kestävä kehitys. Orthex on luottavainen tuotteidensa laadusta ja tarjoaa sen vuoksi jopa kymmenen vuoden takuuta niihin. SmartStoren laatikot pyritään valmistamaan kierrätysmuovista, mikäli tuotteen käyttötarkoitus vastaa kierrätysmuovin ominaisuuksia. Tuotteessa voidaan painottaa esimerkiksi ulkonäköä, kestävyyttä tai vaikka vesitiivistä suunnittelua. Orthexin laatikot kasaantuvat kätevästi sisäkkäin, mikä alentaa niiden kuljetuksista syntyviä kuluja ja säilytykseen vaadittavaa tilaa.

Vuonna 2020 lanseeratun SmartStore Collect -lajitteluastian voi nostaa esille esimerkkinä monipuolisesta käytännöllisestä tuotteesta. Alkuperäisen käyttötarkoituksen lisäksi astia on tehty todella vahvaksi, ja se soveltuu esimerkiksi jakkaraksi. Tuote on vastannut hyvin kuluttajien kysyntään tyylikkäisiin tuoteratkaisuihin kierrätyksen helpottamiseksi.

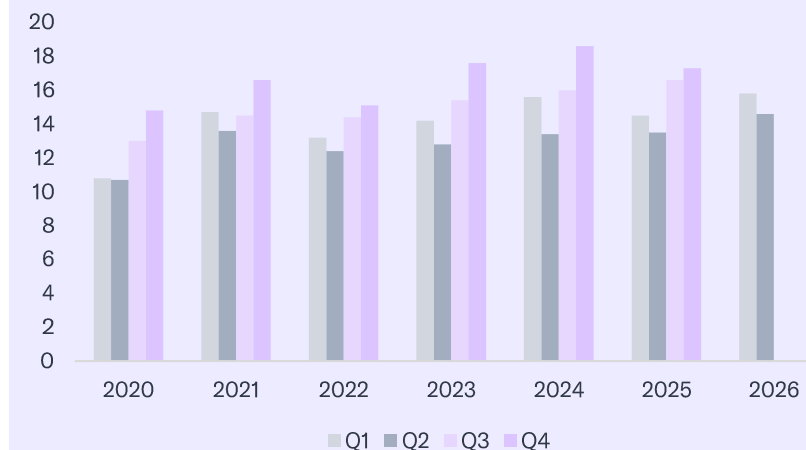
SmartStore avaimena uusia asiakkuuksia neuvotellessa

SmartStore on Orthexin vahvin brändi ja sen arvostettu imago säilytyssegmentissä antaa yhtiölle neuvotteluvoimaa. Tästä johtuen Säilytys-kategorian tuotteita käytetään tyypillisesti lähtökohtana neuvotteluille uuden jälleenmyyjän kanssa. Jälleenmyyjät arvostavat brändejä, jotka ovat SmartStoren tapaan johtavassa asemassa omassa tuoteryhmässään (ns. "category captain"). Onnistuneen yhteistyön seurauksena Orthex pyrkii myöhemmin lisäämään varastonimikkeiden ja tuoteryhmien määrää jälleenmyyjien tarjonnassa.

Säilytys-kategorian myynti (MEUR)



Säilytyskategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Keittiö-kategoria

Toiseksi suurin tuotekategoria

Keittiö-kategoria on Orthexin toiseksi suurin ja se tuo noin viidenneksen laskutetusta myynnistä. Kategorian tuotteita myydään pääosin GastroMax-brändin alla. Keittiö on konsernin laajin tuotekategoria ja noin puolet varastonimikkeistä kuuluu siihen. Esimerkkejä myydyistä keittiötuotteista ovat leikkuulaudat, ruoansäilytysastiat ja keittiötarvikkeet.

Orthexin päämarkkinoilla ruoansäilytyskategoria kasvoi vuosina 2014-2019 3 % vuodessa kasvun jäädessä 1 %:iin keittiötarvikkeiden osalta. Orthex koki kasvupyrähdysten keittiökategoriassa, kun koronan aiheuttama kotoilubuumi innosti kuluttajat kokkailemaan ja siivitti kategorian myynnin tasokorjaukseen vuonna 2020, mutta sittemmin kategorian kehitys on ollut alavireistä. Keittiökategorian kasvua rajaa sen myynnin vahva painottuminen Pohjoismaihin.

Laaja tuotevalikoima on jälleenmyyjien mieleen

Keittiötuotteiden valikoima on todella laaja, mikä on yksi Orthexin vahvuuksista vähittäiskaupassa. Jälleenmyyjät haluavat tyypillisesti helppoutta ja näin kaikkien keittiövälineiden ostaminen samalta valmistajalta on Orthexin kaltaiselle laajan valikoiman omaavalle yhtiölle eduksi. Tyypillisesti keittiötuotteita pyritään lisäämään jälleenmyyjien valikoimaan, joilla on jo ennestään positiivisia kokemuksia Orthexista SmartStore-säilytysratkaisujen myynnistä. Vuonna 2023 Orthex siirsi ruoansäilytys-kategorian tuotteet SmartStore-brändin alle mahdollistaakseen tehokkaammat investoinnit brändin rakentamiseen.

Yhtiön tavoite Keittiö-kategorialle on laajentaa sen tuotevalikoimaa kestävästä kehitystä tukevia materiaaleja hyödyntäen. Ruoansäilytyksessä ja keittiötarvikkeissa

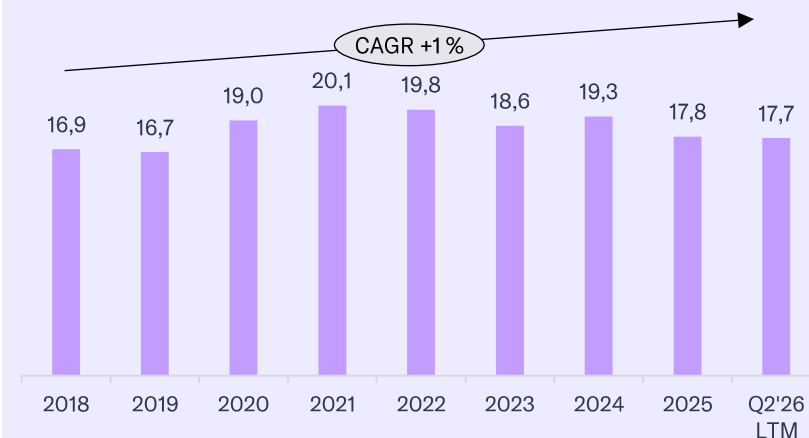
käytetään alalla paljon muovia ja Orthex uskoo mahdollisuuteensa nousta vastuullisten tuotteiden ensisijaiseksi toimittajaksi. Muoville vaihtoehtoisia materiaaleja hyödynnetään innovatiivisesti ja yhtiö valmistaa kategorian tuotteita esimerkiksi sokeriruokoa, risiiniöljyä ja puukuitua käyttäen.

Kategoriaan kuuluu "sivubrändi" Kökskungen

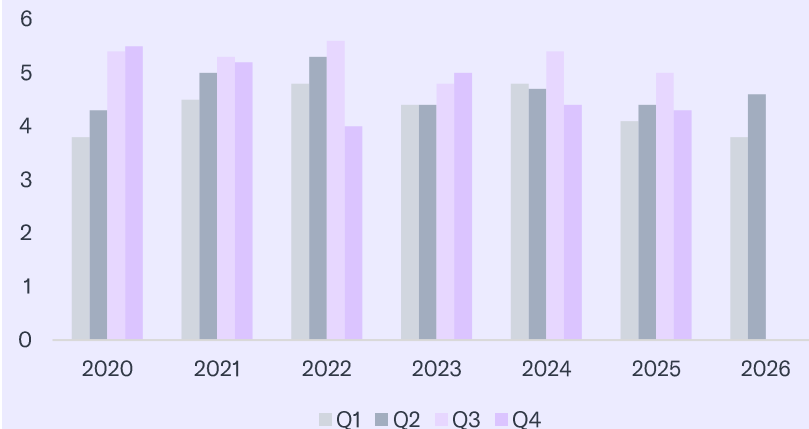
Keittiökategorian alla on GastroMaxin lisäksi myös toinen brändi: Kökskungen. Kökskungenin tuotteet ovat tyypillisesti GastroMaxia edullisempia, mikä tekee niistä sopivia jälleenmyyjille, joiden kohdalla GastroMaxin hintaluokka on turhan korkea. Kökskungen-brändi on osittain taktinen, sillä se antaa Orthexille näkyvyyttä siihen, millaista kategorian edullisempien tuotteiden kysyntä on ja kuinka se kehittyy. Kökskungenia johdetaan Västeråsista käsin, jossa sillä on oma varasto. Brändi on melko selkeästi eriytetty muusta konsernista, jottei ulkopuolisten toimittajien valmistamia tuotteita sekoitettaisi Orthexin oman tuotannon brändiin, laatuun ja imagoon.

Orthex vastaa pääosin itse GastroMaxin tuotteiden valmistuksesta, kun taas Kökskungenin tuotteet valmistetaan eurooppalaisten ja aasialaisten yhteistyökumppanien toimesta. Kökskungen täydentää GastroMaxin tarjontaa joillakin tuotenimikkeillä, joita GastroMaxilta ei löydy. Mikäli jokin Kökskungenin tuote osoittautuu menestykseksi, voi yhtiö lanseerata vastaavan tuotteen GastroMaxin alle korkeampaan hintaluokkaan. Kökskungenin toiminta on Orthexille kannattavaa, mutta sitä ei pyritä määrätietoisesti kasvattamaan. Brändi keskittyy pääosin Ruotsiin (ja pienissä määrin Suomeen), joten kategorian myynti muissa maissa on GastroMaxin varassa.

Keittiö-kategorian myynti (MEUR)



Keittiö-kategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Koti ja puutarha

Pienet kategoriat yhdistettiin yhdeksi kokonaisuudeksi

Orthex yhdisti raportoinnissaan Koti ja piha- sekä Kasvien hoito -kategoriat vuodesta 2024 lähtien yhdeksi tuotekategoriaksi. Yhdistetty kategoria tuo noin 10 % konsernin laskutetusta myynnistä. Tarjontaan kuuluvat arkiset kodin ja pihan tarvikkeet, kuten pyykkikorit, ämpärit, saavit, vesikauhat, postilaatikot ja saunavarusteet, sekä kukkaruukut, kastelukannut ja ruukkujen aluslautaset. Kategorian osuus konsernin varastonimikkeistä on selvästi sen liikevaihto-osuutta suurempi, mikä kuvastaa valikoiman laajuutta ja yksittäisten tuotteiden verrattain pieniä myyntivolyymeja. Kategorian sisällä tuotealueiden historialliset kasvu- ja kannattavuusprofiilit poikkeavat selvästi toisistaan. Koti ja piha -tuotteet ovat kypsää ja vakaata kassavirtaa tuottavaa liiketoimintaa, kun taas Kasvien hoito on ollut pienestä koostaan huolimatta prosentuaalisesti yksi Orthexin nopeimmin kasvaneista tuotealueista. Koska tuotealueeseen on tähän asti panostettu melko vähän tuotekehityksen ja markkinoinnin resursseja, johto on kuvaillut sitä potentiaalisesti ”piileväksi mahdollisuudeksi”. Koti ja piha -tuotealue on strategisesta näkökulmasta tyypillinen lypsylehmä. Sen markkina ei juurikaan kasva, mutta myynti on kannattavaa ja liiketoiminnan kassavirtaa pyritään optimoimaan. Vuosina 2018–2023 tuotealueen laskutettu myynti laski keskimäärin 3 % vuodessa. Myynnin laskun taustalla oli Orthexin tietoinen keskittyminen toimiviin konsepteihin, heikomman kannattavuuden lasten- ja sesonkituotteiden alasajo sekä lumiliiketoiminnan myynti. Käsityksemme mukaan Koti ja piha -tuotealueella on karsittu varastonimikkeiden määrää kaikista eniten. Tuoteportfolion karsiminen voi lievästi laskea liikevaihtoa, mutta näemme sen nettopositiivisena, sillä se tukee myyntikatemarginaalia, vapauttaa käyttö pääomaa ja kasvattaa pääoman tuottoa.

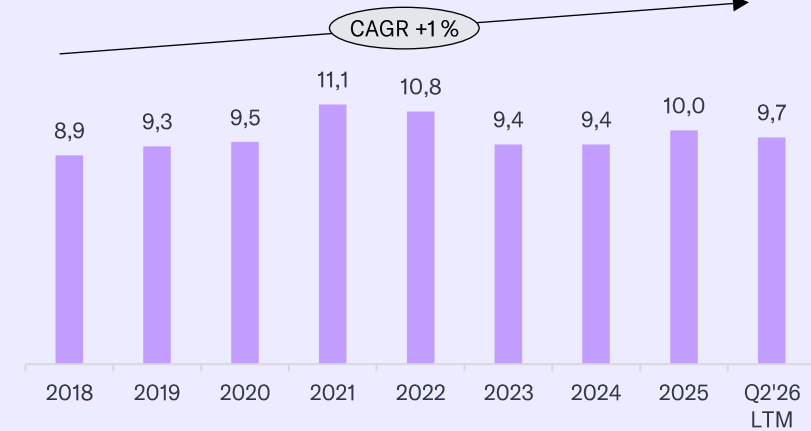
Kierrätysmateriaaleista valmistettu tuotevalikoima

Yhdistetty kategoria soveltuu erityisen hyvin kierrätysmuovin hyödyntämiseen. Tuotteiden ei tyypillisesti tarvitse olla läpinäkyviä, eivätkä ne tule kosketukseen elintarvikkeiden kanssa. Tämän vuoksi niiden valmistuksessa voidaan käyttää lähes täysin kierrätysmuovia joustamatta niiden ominaisuuksista. Kasvien hoito -tuotteet valmistetaan kierrätysmuovista, josta suurin osa on alun perin kuluttajamuovia. Muovi on kategorian tuotteissa käytännöllinen raaka-aine sen kestävyden, keveyden ja vedenkestävyyden ansiosta.

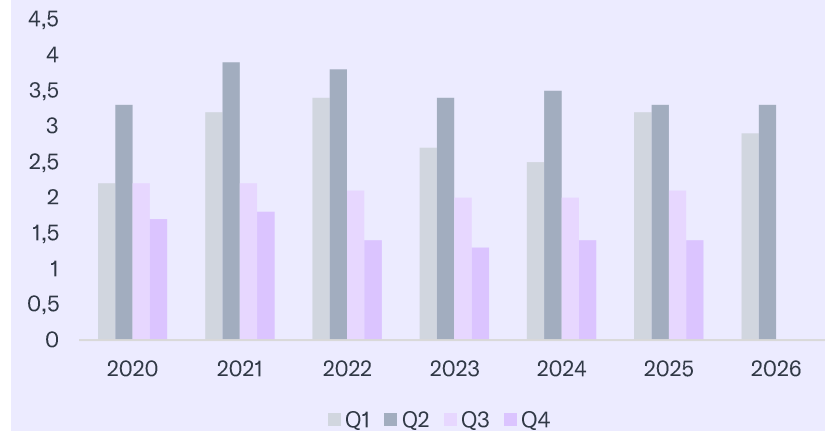
Kilpailu on paikallista

Euroopan markkinoilla Koti ja piha -tuotteita valmistaa tyypillisesti vahvan paikallisen markkina-aseman omaava kotimainen toimija. Tuotteiden yksinkertainen luonne rajoittaa brändin tuomaa hinnoitteluvoimaa, ja korkeat kuljetuskustannukset suhteessa myyntihintaan vaikeuttavat kansainvälistä kilpailua. Sama dynamiikka suojaa paikallisia valmistajia ulkomaisilta kilpailijoilta. Tämä näkyy myös Orthexin myynnissä, sillä Koti ja piha -tuotteiden kysyntä painottuu muita tuotealueita vahvemmin Suomeen. Orthex ei tavoittele Koti ja piha -tuotteissa merkittävää kansainvälistä kasvua, vaan pyrkii ensisijaisesti optimoimaan markkina-asemaansa Pohjoismaissa. Yhdistetyn kategorian kasvupotentiaali nojaakin Kasvienhoitotuotteisiin, joiden kysyntänäkymä on kategorian muita tuotteita vahvempi. Samalla kategorian vaisu kasvuprofiili luo mahdollisuuksia yritysjärjestelyihin, sillä Koti ja piha -tuotteisiin keskittyvät yhtiöt voivat olla hinnoittelun näkökulmasta houkuttelevia ostokohteita. Ruiskuvalukoneiden joustavuuden vuoksi ostokohteen kapasiteettia voitaisiin hyödyntää konsernin muiden tuotteiden valmistukseen muotteja vaihtamalla.

Koti- ja puutarha-kategorian myynti (MEUR)



Koti ja puutarha -kategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Suhdannevakaa kysyntä

Orthexin tuotteet ovat edullisia ja arkisia. Näemme tuotteiden alhaisen yksikköhinnan rajoittavan niiden hintajoustoa ja kuluttajan tarvetta lykätä ostojaan heikomman taloussuhdanteen aikana. Nämä tekijät tekevät kysynnästä tasaista ja parantavat sen ennustettavuutta. Orthexin kohdemarkkina on historiallisesti kasvanut noin 2 % vuodessa. Vuoden 2025 kehitys osoitti kuitenkin, ettei kysynnän defensiivisyys tarkoita immuniteettia. Kuluttajan heikkous painoi tuolloin yhtiön laskutetun myynnin 3 %:n laskuun Pohjoismaissa.

Noin 4 miljardin euron kohdemarkkina

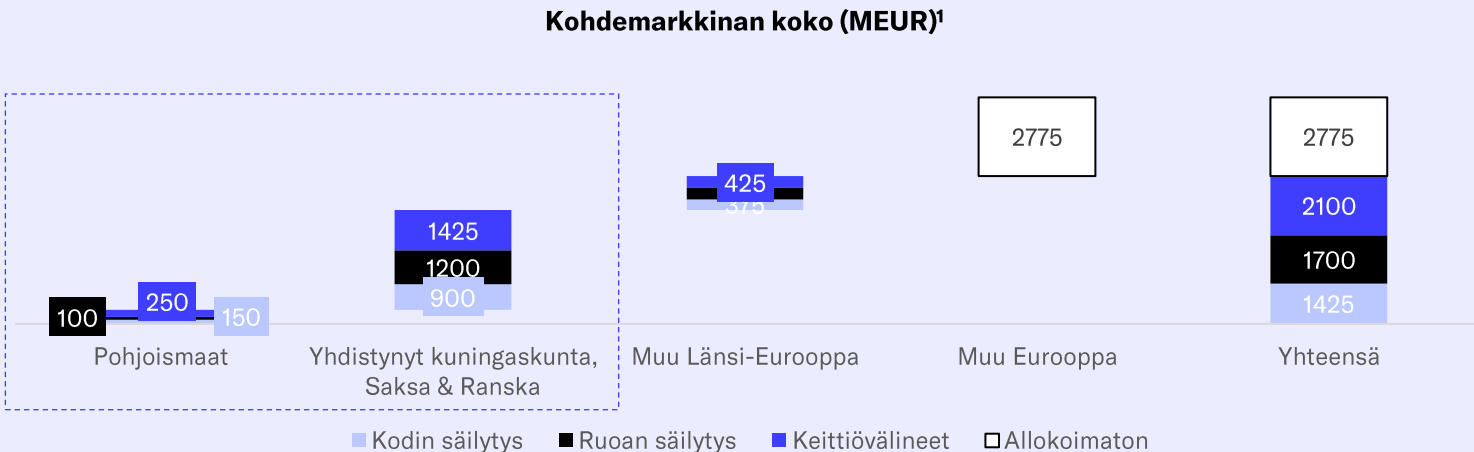
Säilytys, ruoansäilytys ja keittiövälineet muodostavat

yhteensä noin 500 MEUR:n kohdemarkkinan Pohjoismaissa. Kun Orthexin suurimpiin vientimarkkinoihin lukeutuvat Ranska, Saksa ja Yhdistynyt kuningaskunta (yhteensä 3,5 mrd. euroa) lasketaan mukaan, kasvaa kohdemarkkina noin 4 miljardiin euroon. Euroopan mittakaavassa markkina on yhteensä noin kahdeksan mrd. euroa, mutta se sisältää useita maita, missä Orthexilla ei ole liiketoimintaa. Suuret tehdasinvestoinnit, panostukset brändin rakentamiseen ja suhteiden luominen kauppoihin vaikeuttavat Orthexin kohdemarkkinalle pääsyä ja rajoittavat potentiaalista kilpailua.

Pirstaloitunut kilpailukenttä tarjoaa mahdollisuuden yritysjärjestelyille

Muovituotteiden markkina on todella pirstaloitunut eikä

Euroopan maissa tyypillisesti ole selviä markkinajohtajia. Orthexin 20-25 %:n markkinaosuus Pohjoismaissa säilytyskategoriassa² tekee siitä paikallisesti ison pelurin, mutta Länsi-Euroopassa sen markkinaosuus on vain ~0,5 %. Alan toimijat ovat tyypillisesti pieniä, mikä tekee siitä otollisen yritysjärjestelyille. Tuotantokapasiteetin lisääminen, uusille markkina-alueille ja tuotesegmentteihin pääsy sekä uusien yhteistyökumppanien saaminen ovat motiiveja, joiden perusteella uskomme Orthexin kartoittavan potentiaalisia yritysostokohteita. Pörssilistautuminen antoi yhtiölle lisää liikkumavaraa ja vahvistunut tase antaa arviomme mukaan pelkällä velkarahoituksella lähes 30 MEUR:n edestä tulivoimaa yritysjärjestelyjä varten (olettaen väliaikaisesti 3,0x nettovelka/EBITDA-suhdetta). Toistaiseksi yritysjärjestelyt ovat kuitenkin jääneet julkisessa sijoitustarinassa puheen tasolle.



1) 2019. Ei sisällä koti ja puutarha -kategorioita, koska niiden kokoa on vaikea määrittää, 2) Sisältää ruoan säilytyksen
Lähde: Kansainvälisen konsulttiyrityksen tekemä tutkimus

Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

	Liikevaihto (MEUR)	Kodin säilytys	Ruoan säilytys	Keittiövälineet	Koti ja piha	Kasvien hoito	Kotimaa
Pohjoismaiset toimijat	 orthex™	87 ¹	✓	✓	✓	✓	
	FISKARS™	1140 ¹	✓	✓	✓	✓	
	 PLAST1 HOUSEHOLDING MADE SIMPLE	101 ¹	✓	✓	✓	✓	
	 NHG ORGANIZED LIVING	69 ²	✓	✓	✓		
	 NORDISKA PLAST	21 ²	✓	✓	✓		
Kansainväliset kilpailijat	 KIS  KETER 	1360 ³	✓	✓	✓	✓	 
	 newell BRANDS	3380 ^{1*}	✓	✓			
	 Helen of Troy	1580 ¹		✓	✓		
	Prosperplast®	167 ²	✓		✓	✓	
	 rotho	123 ⁴	✓	✓	✓		
	 wham®	76 ⁴	✓	✓	✓	✓	
	 keeeper	80 ⁴	✓	✓	✓		
	 Really Useful Box	58 ⁴	✓				
	 Tontarelli PIRELLA GÖTTSCHE LOWE	43 ²	✓	✓	✓	✓	
	 stefanplast	43 ²	✓		✓	✓	

Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Alalla muutama jätti ja pitkä häntä pienempiä pelureita

Orthexin kilpailukenttä jakautuu selvästi kahtia. Yläpäässä on muutama yritysjärjestelyjen tukemana miljardiluokkaan kasvanut kansainvälinen kodintuoteyhtiö, joista suurin on Newell Brandsin Home & Commercial Solutions -segmentti. Toisessa päässä on pitkä häntä 40–110 MEUR:n liikevaihtoa tekeviä melko paikallisia toimijoita, mutta kokoluokkien välissä on käytännössä tyhjää. Lähes kaikilla keskikokoisilla toimijoilla on vahva kotimarkkina ja heikko asema muualla. Tämä selittyy osittain muovituotteiden fyysisillä ominaisuuksilla. Tuotteiden korkea tilavuus suhteessa arvoon tekee niiden kuljettamisesta kallista ja suosii paikallista valmistusta. Kyseinen logiikka suojaa Orthexia Pohjoismaissa, mutta vaikeuttaa toisaalta laajentumista Keski-Eurooppaan. Toimialan pirstaleinen luonne sekä muutama selvästi suurempi peluri tekevät alasta otollisen yritysjärjestelyille. Orthexin arvion mukaan yhtiöllä on yli 30 olennaista kilpailijaa, joista 15 on liikevaihdoltaan suunnilleen Orthexin kokoisia. Pelkästään Suomessa on Sponsor Capitalin mukaan kymmeniä yrityksiä, jotka hyödyntävät ruiskuvalua tuotannossaan. Käsityksemme mukaan suurin osa alan yhtiöistä on perustettu 1950-60-luvuilla ja niissä on sukupolvenvaihdos edessä. Brändituotteiden lisäksi kaupan omat merkit ovat olennaisia kilpailijoita ja niillä on Euromonitorin arvion mukaan 12 %:n osuus keittiötarvikkeiden markkinalla ja 10 %:n osuus ruoansäilytyksestä Länsi-Euroopassa. Private label –tuotteet tarvitsevat kuitenkin hyllyihin rinnalleen kategoriajohtajan tukemaan edullista hintamielikuvaa, mikä rajaa niiden uhkaa.

Orthexilla on edelleen hyvin varaa lisätä tuotantoaan ilman merkittäviä investointeja, mutta uskomme sen osallistuvan alan konsolidointiin sopivan kohteen löytyessä. Uskomme etenkin uuden tehdaskapasiteetin houkuttelevan Länsi-

Euroopassa, koska se mahdollistaisi sujuvamman avainasiakkaiden palvelemisen. Uuden tuotantokapasiteetin ja tuoteryhmälaajennusten lisäksi yritysostot mahdollistavat tyypillisesti synergioita myynnin, markkinoinnin, ja vahvemman neuvotteluvoiman kautta.

Säilytyskategoriassa Orthexilla oli arvionsa mukaan vuonna 2019 noin 20-25 %:n osuus noin 150 MEUR:n Pohjoismaiden markkinasta. Laatu- ja premium-segmentti kattoi markkinasta noin 30-40 % ja Orthex oli arvionsa mukaan segmentin markkinajohtaja. Plast1 A/S, NHG:n Plast Team A/S ja Nordiska Plast AB lukeutuvat Orthexin lähimpiin pohjoismaisiin kilpailijoihin. Markkinalla Orthex on kilpailijoitaan suurempi, tarjoaa laajempaa tuotevalikoimaa ja on yksi harvoista Säilytys-kategorian yhtiöistä, joilla on merkittävää toimintaa Pohjoismaiden ulkopuolella. Koon, valikoiman ja asemoinnin perusteella Orthexin lähimmät kilpailijat Euroopassa ovat Curver LTD ja Rotho Group. Myös IKEA tarjoaa ratkaisuja Kodin säilytykseen, mutta kuluttajat ostavat enimmäkseen heidän tuotteitaan suurempien kodinsisustusprojektien yhteydessä. Tämän lisäksi tuotteet ovat tyypillisesti Orthexin tuotteita hauraampia heikentäen kestävyyttä.

Keittiötarvike-markkinoilla toimii valtava määrä pieniä yhtiöitä ja muutama suuri maailmanlaajuinen laajaa tuotevalikoimaa tarjoava brändi. Orthexin keskeisiä kilpailijoita ovat tanskalainen Plast Team, ja brittiläinen What More UK. Kumpikin yhtiöistä on Orthexia pienempi ja tarjoaa myös Säilytyskategoriassa ratkaisuja. Kategoriassa Orthex kilpailee myös Fiskarsin, Brabantian, Mepal BV:n, Joseph Ltd:n ja Tefalin kanssa. Segmentissä kilpailu on erityisen monipuolista alhaisten kuljetuskustannusten vuoksi, mikä edesauttaa kansainvälistä myyntiä ja kilpailua.

Koti- ja puutarhakategoriassa kilpailu on paikallista ja yhtiöt tarjoavat pääosin samanlaisia tuotenimikkeitä. Koska Orthex on asemoitunut lähinnä Suomeen kyseisessä kategoriassa, ovat lähimmät kilpailijat Plast1 ja Nordiska Plast. Kasvienhoidossa yhtiön tuotteet kilpailevat myös keraamisten ruukkujen kanssa, mutta muovi on kilpailukykyinen materiaali, koska se on kestävämpää, kevyempää ja sietää kylmää paremmin.

Alkuinvestoinnit ja brändi luovat alalletulokynnyksen

Muovialalla on tiettyjä alalletulokynnyksiä, jotka suojelevat Orthexia uusilta kilpailijoilta. Tuotannon aloittamiseksi uuden tulokkaan on tehtävä suuria investointeja tuotantokapasiteettiin. Kapasiteetin lisäksi suurten toimitusmäärien myynti vaatii pitkäaikaista asiakassuhteiden rakentamista. Asiakkaat suosivat usein suuria toimijoita laajan tuotevalikoiman, suuren tuotantomäärän ja alhaisemmaksi mielletyn riskiprofiilin ansiosta. Suuret toimijat hyötyvät myös mittakaavaeduista ja ovat etulyöntiasemassa raaka-ainetoimittajien kanssa. Tuottajat priorisoivat suuria asiakkuuksiaan, eivätkä pienet ostajat välttämättä saa raaka-ainehankintoja tehokkaasti toteutettua, jos alalla on pulaa kapasiteetista. Orthex on operatiivisen tehokkuuden lisäksi onnistunut hyvin oman brändin rakentamisessa, mikä heijastuu korkeassa kannattavuudessa. Osa käyttötavaroiden valmistajista päättyy IKEA:n kaltaisen suuren yhtiön private label -valmistajaksi, mikä painaa marginaaleja ja hankaloittaa oman brändin rakentamista. Orthex ei ole riippuvainen kauppohen omien tuotemerkkien valmistamisesta, vaan se on yhtiölle pikemminkin työkalu asiakasneuvotteluissa. ~90 % Orthexin myynnistä on omien brändien myyntiä.

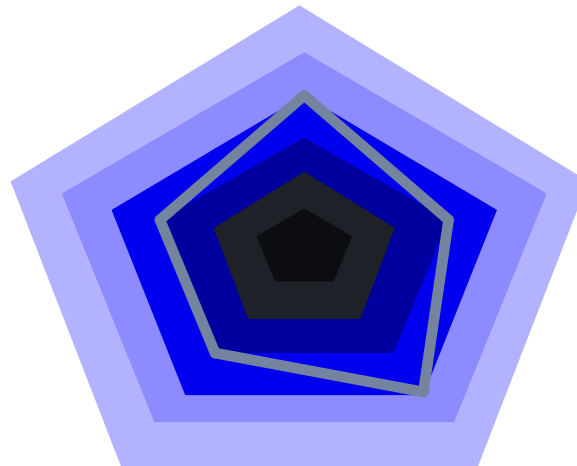
Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

- Toimialan kasvuvauhti on maltillinen ja kilpailu hyllytilasta kohtuullisen kovaa
- Pohjoismaissa Orthexilla on vahva markkinaosuus ja brändit antavat hinnoitteluvoimaa, mutta vientimarkkinoilla yhtiön hinnoitteluvoima on heikempi
- Tuoteominaisuuksilla erottautuminen on haastavaa, mikä kiristää kilpailua
- Tuotteiden korkea tilavuus suhteessa hintaan rajaa rahtihintojen kautta kaukaa tulevan tavarantoimittajan hintakilpailukykyä ja paikallinen kilpailu vaikuttaa rationaaliselta

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

- Tuotetasolla toimiala on hyvin kypsä. Tuotteet kehittyvät ajallaan esim. materiaali-innovaatioiden myötä, mutta korvaavien tuoteryhmien uhka ei ole oleellinen
- Näemme materiaali-innovaatioiden osalta Orthexin olevan disruptoijan roolissa



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Raaka-aineiden toimittajia on alalla paljon
- Tavarantoimittajien erottautumiskyky on vaatimaton, joten markkinamekanismi määrittelee hintatason
- Yksittäisen toimijan vaihtamisesta koituvat kustannukset ovat rajalliset
- Orthex on melko suuri ostaja, mikä vahvistaa sen neuvotteluasemaa
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

- Toimialan kasvukuva ei ole erityisen houkutteleva, mikä rajoittaa toimialan kiinnostavuutta
- Alalle tulo vaatii tuotannon lisäksi panostuksia tuotekehitykseen ja brändin sekä jakeluverkoston rakentamiseen
- Tuotannossa, tuotekehityksessä ja jakelussa suuruuden ekonomian kautta on saavutettavissa paikallisia kilpailuetuja, jotka luovat vallihautaa

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

- Brändi ja tuotteiden paikallisuus tukevat hinnoitteluvoimaa
- Jakelijoilla on tyypillisesti useita saman kategorian toimittajia
- Kuluttajan näkökulmasta säilytystuotteet ovat yksikkökustannukseltaan matalan hintapisteen tuotteita, mikä vähentää hintaherkkyyttä. Jälleenmyyjien parissa kysynnän hintajousto on suurempi
- Vähittäiskauppiain private label -tuotteet muodostavat kilpailun kannalta uhan, joskin nekin tarvitsevat hyllyihin kategoriajohtajan tukemaan edullista hintamielikuvaa

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Säilytys-kategoria on kasvustrategian keskiössä

Orthexin tavoitteena on: 1) tulla Euroopan johtavaksi brändiksi Säilytys-tuoteryhmässä ja 2) vahvistaa asemaansa yhtenä johtavista kodin käyttötavarayhtiöistä Pohjoismaissa. Keskeiset painopistealueet näiden tavoitteiden saavuttamiseksi ovat seuraavat:

Menestyksen jatkaminen Pohjoismaissa

Pohjoismaiden osuus Orthexin myynnistä on lähes 80 % ja se tulee jatkossakin olemaan yhtiölle tärkeä markkina. Tavoitteena on jatkaa markkina-aseman vahvistamista aiempien vuosien oppeja toteuttamalla. Yhtiö aikoo jatkaa Säilytystuoteryhmän kasvattamista kampanjoilla ja laajentaa ”erinomainen myymäläesillepano” –konseptien käyttöä. Mielestämme tuotteiden esillepanon kaltainen kaupallinen erinomaisuus on Orthexin vahvuus sekä kivijalassa että verkkokaupoissa. Pohjoismaiden kasvun mahdollistamiseksi yhtiö pyrkii jatkossakin tuomaan uusia innovatiivisia tuotteita markkinoille ja kasvattamaan Keittiötuoteryhmää keskittymällä vastuullisuuteen ja tunnistettuihin mahdollisuuksiin sekä laajentamalla ristiinmyyntiä. Tiiviillä yhteistyöllä verkkokauppojen ja monikanavaisten vähittäiskauppojen kanssa Orthex pyrkii hyödyntämään verkkomyyntimahdollisuuksia.

Vientimarkkinoiden kasvun nopeuttaminen avainasiakkuuksien kautta

Vientimarkkinoiden osuus myynnistä on vielä maltillinen, mutta ne edustavat Orthexille suurta kasvumahdollisuutta ja maantieteelliseen laajentumiseen tähtäävä strategia

toteutetaan avainasiakkuuksien kautta. Orthex perusti 2016-2017 aikana paikalliset myyntikonttorit Saksaan, Ranskaan ja Iso-Britanniaan ja vuonna 2023 paikallisen Benelux-maita palvelevan myyntitoimiston. Kasvua haetaan pääasiassa näissä maissa pääkonttoriaan pitävien avainasiakkaiden kautta (mm. Bauhaus, Carrefour ja John Lewis) ja näiden kautta pyritään laajentamaan myös kyseisten ketjujen myymälöihin muissa maissa. Viennissä Orthexilla on eniten todistettavaa, sillä merkittävästä kasvuvarasta huolimatta vientiliikevaihto on vuodesta 2024 saakka ollut paikallaan.

Kasvustrategiaa tukevat tekijät

Selkeä säilytysratkaisuihin keskittyvä strategia

Orthex tavoittelee vientimarkkinoilla kasvua Säilytyskategorian tuotteilla, sillä yhtiöllä on kategoriassa vahva asema Pohjoismaissa, monen alan trendien uskotaan tukevan niiden kysyntää ja näissä kate on Orthexin kaikkien tuoteryhmien korkein.

Keittiö-tuoteryhmässä pyritään nopeuttamaan kasvua keskittymällä keittiötarvikkeisiin ja ruoansäilytystuotteisiin, jotka on osittain valmistettu vastuullisista raaka-aineista. Keittiö-tuoteryhmässä pyritään myös ristiinmyyntiin hyödyntämällä Orthexin olemassa olevia asiakas- ja toimittajaverkostoja. Koti- ja puutarhatuoteryhmässä Orthex keskittyy olemassa oleviin tuotteisiin, joilla on tasainen kysyntä Pohjoismaissa. Yhtiö investoi tuoteryhmään rajallisesti ja sitä ajetaan vahvasti kassavirta edellä. Orthexilla on vahva asema tietyissä erikoistuotteissa (esim. saunavarusteet), joilla on suuri kysyntä erityisesti Suomessa.

Suunnannäyttäjän vastuullisuudessa

Orthex pyrkii erottautumaan kilpailijoista vastuullisuudella, korkealla laadulla ja pohjoismaisella ajattomalla muotoilulla. Yhtiö pyrkii jatkuvasti painottamaan tuotannossaan yhä enemmän uusiutuvia ja kierrätettyjä raaka-aineita, ja uskoo sen olevan kilpailuetu toimialalla.

Korkea innovaatioaste pyritään säilyttämään

Orthex erottautuu toimialalla innovatiivisilla tuotteilla ja myymäläesillepanovalmiuksilla. Korkean innovaatioasteen ja biopohjaisten/kierrätettyjen materiaalien kasvavan käyttöasteen avulla yhtiö pyrkii pysymään ajanmukaisena. Kyseiset tekijät ovat lisäksi historiallisesti mahdollistaneet uusien tuotteiden lanseeraamisen korkeammalla marginaalilla.

Ala on otollinen konsolidaatiolle

Euroopan muoviteollisuus on hyvin pirstaleinen ala. Yhtiö olettaa, että yritysostot ja yhdistymiset tulevat olemaan tärkeitä mahdollisuuksia sen tavoitteiden saavuttamisessa. Orthex aikoo omien sanojensa mukaan arvioida huolellisesti erityisesti Säilytystuoteryhmän yritysostomahdollisuudet, jos sellaisia mahdollisuuksia ilmenee. Pidämme uuden tuotantolaitoksen rakennuttamista Orthexin kohdalla epätodennäköisenä, joten nykyisen tuotantokapasiteetin rajoitusten lähestyessä yhtiöllä on selvä kannustin yritysjärjestelyihin. Nykyiset tuotantolaitokset kykenevät arviomme mukaan kannattelemaan melko selvästi nykyistä suurempaa liikevaihtokuormaa (Inderesin arvio +30 %), joten akuuttia kiirettä järjestelyille ei kuitenkaan ole.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Orthexin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Keskimäärin yli 5 %:n vuosittainen orgaaninen liikevaihdon kasvu konsernitasolla ja yli 10 %:n kasvu Pohjoismaiden ulkopuolella (paikallisessa valuutassa)
- Ajan myötä yli 18 %:n oikaistu EBITA-marginaali
- Alle 2,5x nettovelka suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen
- Vähintään 50 %:n osingonjakosuhte

Orthex on säilyttänyt taloudelliset tavoitteensa ennallaan vuoden 2021 listautumisesta lähtien. Mielestämme yhtiön kasvutavoite on saavutettavissa, mutta kannattavuustavoitetta olisi syytä päivittää realistisemmalle tasolle. Orthexin avainasiakkaat ovat kasvutavoitteen keskiössä. Tavoite kasvaa yli 5 % konsernitasolla solmimalla uusia asiakkuuksia ja kasvamalla nykyisissä. Orthex on 2019-2025 aikana kasvanut keskimäärin 5 % vuodessa, joskin liikevaihto supistui vuosina 2022 ja 2025. Viime vuosien haasteista huolimatta näemme yhtiöllä edellytykset tavoitteiden mukaiselle kasvulle kulutuksen elpyessä Pohjoismaissa. Yhtiön kohdemarkkina kasvaa kuitenkin maltillisesti ja kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii markkinaosuuksien voittamista.

Yli 18 %:n EBITA-tavoitetta ei voi perustella historiallisilla näytöillä

Orthexin kannattavuustavoite edellyttää yli 18 %:n oikaistun EBITA-marginaalin saavuttamista, mikä on todella korkea taso ja vaatisi suuremman kokoluokan tuomaa kulurakenteen skaalautumista. Öljypohjaisten raaka-aineiden vaihtelevat hinnat heiluttavat kannattavuutta, ja matalat valmistuskustannukset siivittivät yhtiön 17 %:n

EBITA-marginaaliin vuonna 2020, mutta muuten toteuma on jäänyt keskimäärin 11–12 %:n haarukkaan. Nykyisillä näytöillä pidämme yli 18 %:n tason käyttämistä arvonnäytteen lähtökohtana perusteettomana. Tavoiteltua heikommasta kannattavuudesta huolimatta liiketoiminta on selvästi arvoa luovaa. Taseen tehokkaan kierron vuoksi 11–12 %:n marginaali tuottaa noin 28–30 %:n sijoitetun pääoman tuoton liikearvosta oikaistuna.

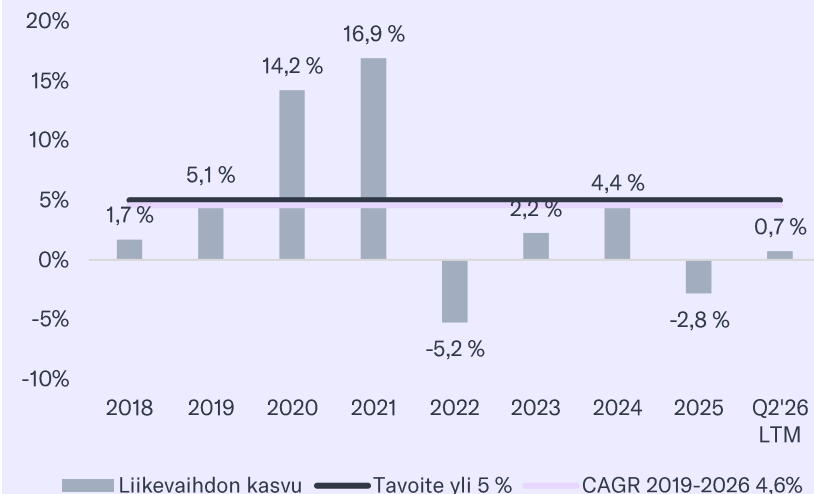
Velkaantuminen ei ole rajoite

Orthexin nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen oli Q2'26 lopussa enää 1,1x, kun tavoite on alle 2,5x. Viiden vuoden takaisesta 1,7x:stä on tultu selvästi alaspäin samalla kun myös osinko on kasvanut selvästi. Velkaantumisasteen nostaminen tavoitetasolle antaisi Orthexille yhteensä noin 20 MEUR:n edestä ruutia yritysjärjestelyjä varten. Yhtiö voi tosin nostaa velkaantuneisuutta väliaikaisesti tavoitetason yläpuolellakin ja hyödyntää myös omaa osakettaan yritysjärjestelyihin. Rajallisten investointien myötä vahvistunut tase on parantanut yhtiön iskunkestävyyttä ja taloudellista liikkumavaraa.

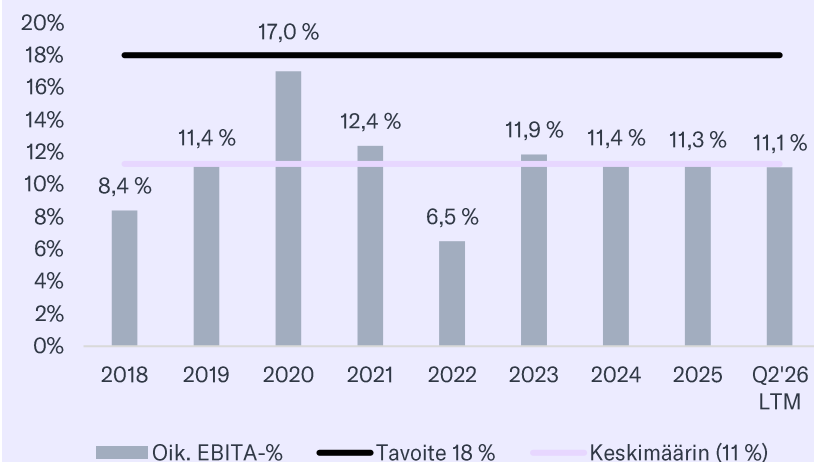
Osingolla hyvät edellytykset kasvaa jatkossakin

Vähintään 50 %:n jakosuhdetta ja yli ajan kasvavaa osinkoa tavoitteleva voitonjakopolitiikka on toteutunut ja tilikaudelta 2021 jaettu 0,18 euron osakekohtainen osinko oli vuonna 2025 kasvanut 0,23 euroon. Viime vuoden tuloksesta jaettiin noin 60 %, kun taas kuluvan vuoden ennusteissamme odotamme osingonjakosuhteen nousevan selvästi raaka-aineinflaation takia notkahtavan tuloksen vuoksi. Näemme vuoden 2022 tapaam väliaikaiset osingon leikkaamiset jatkossakin mahdollisina (ja jopa järkevinä), mikäli yhtiö tunnistaisi suurempia investointimahdollisuuksia.

Toteutunut kasvu ja tavoitetaso



Toteutunut kannattavuus ja tavoitetaso



Sijoitusprofiili

1

Johtava pohjoismainen kodin käyttötavaroihin erikoistunut brändiyhtiö

2

Laaja asiakaskunta, monipuolinen tuoteportfolio ja hyvät suhteet vähittäiskauppoihin

3

Pitkälle automatisoitu tuotanto ja tunnetut brändit nostavat kannattavuuden alan kärkeen

4

Vakiintunut asema Pohjoismaissa ja hyvät lähtökohdat Eurooppaan laajentumiselle avainasiakkaiden kautta

5

Defensiivinen ja pirstaleinen markkina tuo vakautta liiketoimintaan ja tarjoaa mahdollisuuden yritysjärjestelyille

Potentiaali

- Kohdemarkkina on suuri ja defensiivinen
- Suotuisat megatrendit liiketoiminnan taustalla (kaupungistuminen, vastuullisuus)
- Laajentuminen Eurooppaan suurten vähittäiskaupan ketjujen kautta
- Mahdollisuus kasvuloikkiin yritysjärjestelyillä
- Automatisoidut tehtaat, laadukkaat ja kestävät tuotteet, tehokas logistiikka ja tunnetut brändit tukevat kilpailukykyä
- Orthex on itsekin potentiaalinen ostokohde

Riskit

- Raaka-aineiden hintojen vaihtelut ja saatavuusongelmat
- Yhtiö on riippuvainen omien tuotantolaitosten toimivuudesta
- Tuotantokapasiteetti asettaa rajoitteita kasvulle
- Yritysostoriskit

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/4

Orthex syntyi vuonna 1956, kun Aulis Kallonen osti Orth-Exportin yhtiön tanskalaiselta emoyhtiöltä, Orth-Plastilta. Vuonna 2009 pääomasijoittaja Intera Partners osti valtaosan yhtiöstä perustajaperheeltä. Yhtiön pääomistus siirtyi vuonna 2015 Sponsor Capitalille.

Yrityskaupoilla uuteen kokoluokkaan

Vuonna 2010 Orthex osti ruotsalaisen keittiötarvikevalmistajan Sveico AB:n. Yritysjärjestely karkeasti tuplasi Orthexin liikevaihdon 25 MEUR:oon ja sen myötä Sveico, GastroMax ja Kökskungen brändit tulivat osaksi konsernia. Alan konsolidoiminen jatkui seuraavana vuonna ja tällä kertaa kohdeyritys oli ruotsalainen Hammarplast Consumer AB. Kodin säilytys- ja piha -

tuotekategorioiden keskittyvän Hammarplastin osto tuplasi jälleen konsernin liikevaihdon 56 MEUR:oon.

Muutama vuosi yritysostojen integrointiin

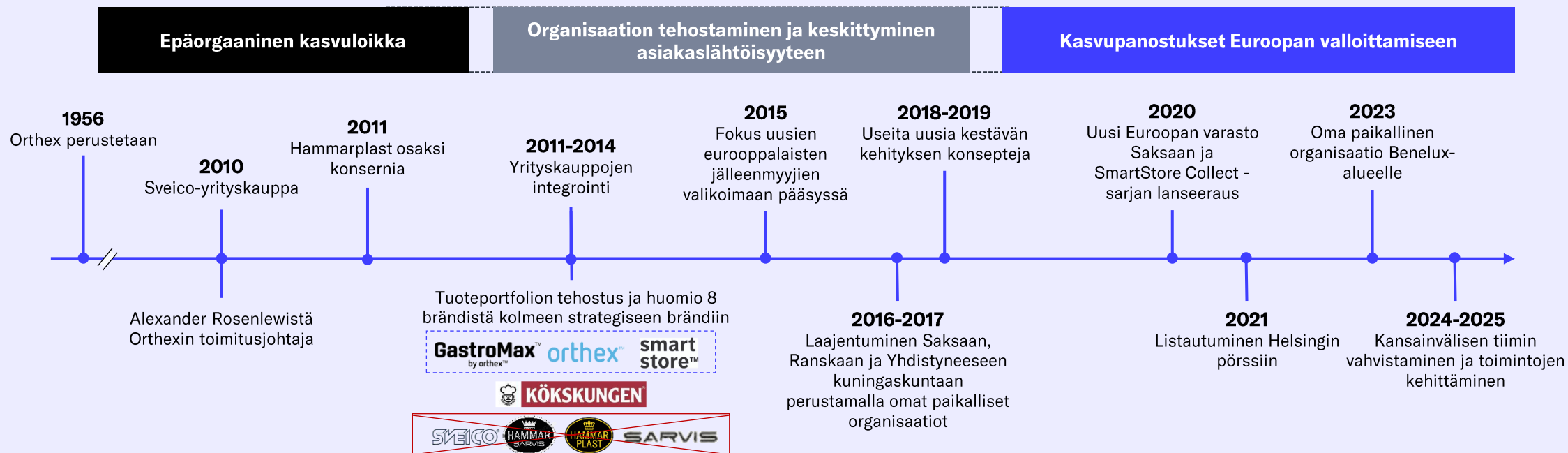
Vuosina 2011-2014 Orthex panosti Sveicon ja Hammarplastin integroimiseen sekä toiminnan uudelleenjärjestelyyn. Konserni oli aikaisemmin toiminut tuotantoläheisesti, mutta se alkoi tarkemmin keskittyä kuluttajien tarpeisiin tuoteportfoliota suunnitellussa. Johdon huomio siirtyi kahdeksasta brändistä kolmeen pääbrändiin (Orthex, SmartStore, GastroMax), ja sivubrändiin (Kökskungen) joiden ympärille liiketoimintaa alettiin rakentaa.

Sveico- ja Hammarplast-yrityskaupojen kautta konserniin

päättyneet Hammarplast-, Sveico-, Sarvis- ja HammarSarvis -brändit lakkautettiin ja Kökskungenista tuli vähemmän huomiota saava ”sivubrändi”.

Laajeneminen Pohjoismaiden ulkopuolelle

Vuodesta 2015 lähtien Orthex on keskittynyt jakelu- ja myyntiverkoston kehittämiseen Euroopassa ja tuotteiden saamiseen suurten jälleenmyyjien valikoimaan. Hanketta tukeakseen yhtiö perusti erilliset tytäryhtiöt ja omat myyntiorganisaatiot Saksaan, Ranskaan ja Yhdistyneeseen kuningaskuntaan. Vuonna 2020 Orthex avasi uuden varaston Saksan Überherrniin kuljetusten nopeuttamiseksi Keski- ja Länsi-Eurooppaan.



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/4

Liikevaihto viisi vuotta 84–90 MEUR:n haarukassa

Orthexin liikevaihto on vuodesta 2021 pysynyt 84–90 MEUR:n haarukassa. Vuonna 2021 liikevaihto nousi vahvasti 88,7 MEUR:oon, josta se putosi kuitenkin 84 MEUR:oon vuonna 2022 ja kasvanut siitä. Vuosien 2019–H1'26 keskimääräinen kasvu on 4,6 % eli aavistuksen alle yhtiön oman yli 5 %:n tavoitteen, mutta kasvusta valtaosa syntyi ennen vuotta 2022. Arviomme mukaan viime vuosien vaisu kehitys johtuu vähittäiskauppojen varastotasojen keventämisestä, kuluttajien heikentyneestä ostovoimasta ja osittain myös Orthexin omista toimista vähentää heikkokatteista kampanjamyyntiä kannattavuuden puolustamiseksi.

Vuonna 2025 Orthexin laskutettu myynti supistui 3 % Pohjoismaissa, 1 % Euroopan muilla markkinoilla ja 44 % Euroopan ulkopuolella. Kuluttajan varovaisuus painoi yhtiön kehitystä Pohjoismaissa. Vientimarkkinoilla yhtiön kehitys kärsi puolestaan muutaman avainasiakkaan kasvaneista luottoriskeistä, joiden takia yhtiö joutui rajoittamaan toimituksiaan niille. Euroopan ulkopuolella Orthexin myynti on kehittynyt vaisusti ja käsityksemme mukaan kehitys on pitkälti yhden yksittäisen asiakkaan varassa. Emme näe kyseistä markkina-aluetta keskeisenä Orthexin kehitystä mitatessa.

Raaka-aineiden hintaheilunta on heiluttanut bruttokatemarginaalia

Orthexin bruttokatemarginaali on viime vuosina kehittynyt ailahtelevasti muoviraaka-aineiden hintaheilunnan vuoksi. Historiallisesti keskimäärin noin 29 %:n tasolla ollut bruttokatemarginaali laski vuonna 2022 21 %:iin laskevan liikevaihdon ja merkittävän kustannusinflaation ajamana. Poikkeuksellisen korkea kustannusinflaatio hellitti kuitenkin melko nopeasti ja Orthexin bruttokatemarginaali elpyi vuonna 2023 terveelle 28 %:n tasolle laskeneiden

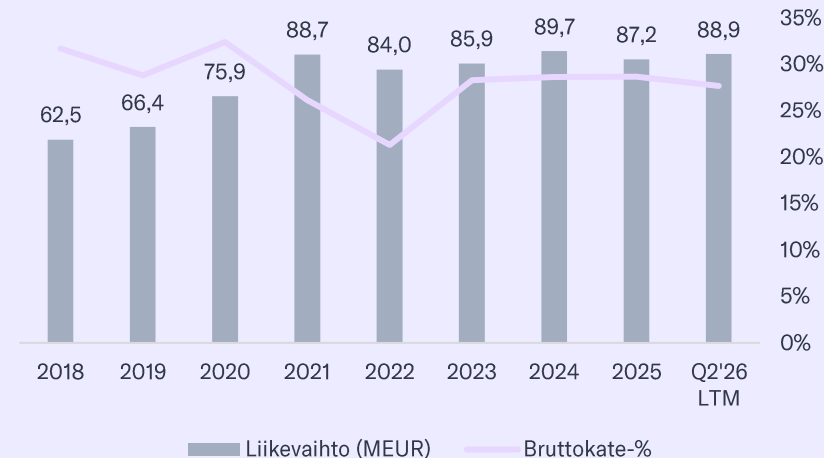
valmistuskustannusten ja elpyneen liikevaihdon ajamana. Bruttokatemarginaali on siitä lähtien ollut 28-29 %:n tuntumassa.

Kustannusinflaatio on heilutellut myös EBITA-marginaalia

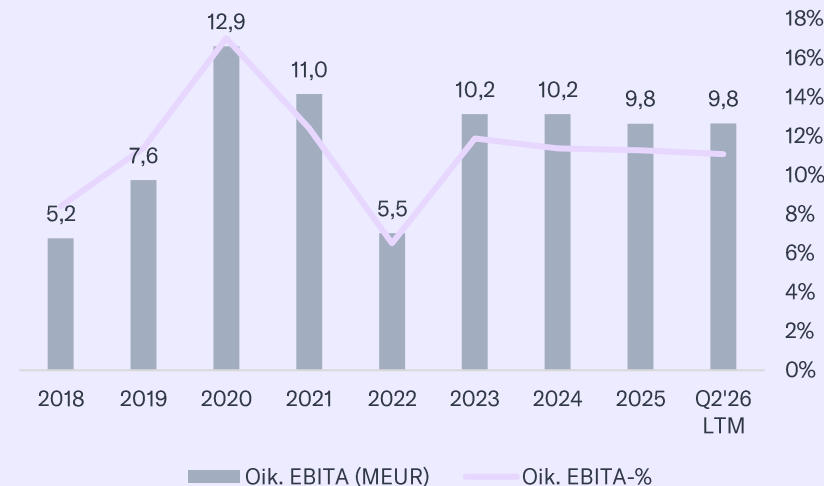
Orthex on ylläpitänyt tiukkaa kulukuria, mutta bruttokatteen heilunta on vääjäämättä vaikuttanut myös yhtiön liiketulokseen. Vertailukelpoinen EBITA-liikevoitto saavutti vuonna 2020 matalien raaka-aineiden hintojen tukemana hetkellisesti jopa 17 %:n tason, josta se laski kustannusinflaation rasittamana 7 %:iin vuonna 2022. Sitten EBITA-marginaali on ollut noin 11-12 %:n tasolla, joka vastaa arviomme mukaan Orthexin syklin yli normalisoitua kannattavuustasoa. Huomionarvoista on, että oikaistu EBITA-marginaali pysyi 2025 käytännössä ennallaan (11,3 % vs. 11,4 %) laskevasta liikevaihdesta huolimatta.

Orthexin kulurakenteessa hallinnon kulut ovat olleet tasaisesti noin 6-6,5 % yhtiön liikevaihdesta. Kyseinen kuluerä on kokenut ajoittain väliaikaista painetta mm. vuoden 2021 listautumisen ja vuoden 2026 alussa käynnissä olleen strategisen hankkeen takia, mutta muuten kuluerä on kehittynyt hyvin ennustettavasti. Orthexin myynti- ja markkinointipanostuksissa on puolestaan ollut enemmän heiluntaa. Niiden osuus on ollut noin 10-11 % liikevaihdesta, mutta se laski hetkellisesti 9 %:iin vuonna 2022. Vuodesta 2021 Orthexin myynti- ja markkinointipanostukset ovat kasvaneet 16 %, vaikka liikevaihto on polkenut paikallaan. Kehitykseen vaikuttaa heikentynyt kysyntäympäristö sekä kulut myyntiorganisaation rakentamiseen liittyen Benelux -alueella. Sijoitustarinan kannalta on nähdäksemme kuitenkin kriittistä, että yhtiö saa lähivuosina enemmän irti myynti- ja markkinointipanostuksistaan.

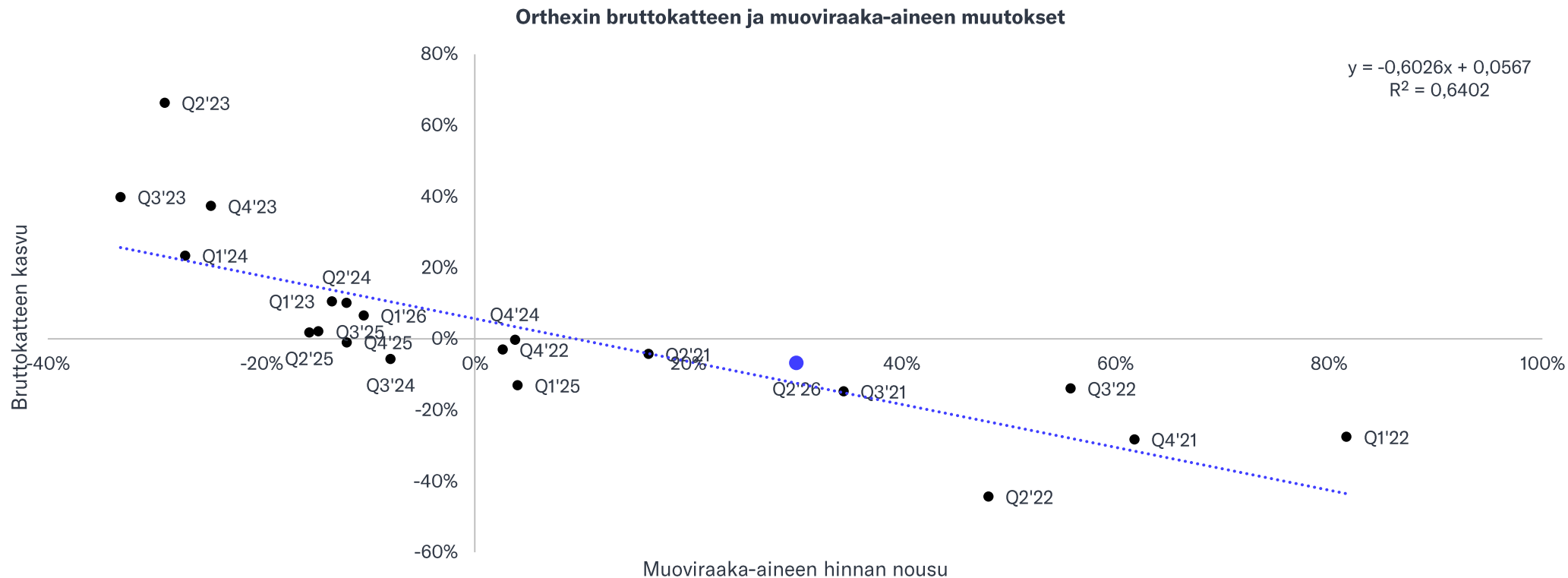
Kasvu ja kannattavuus



Vertailukelpoisen EBITAn kehitys



Orthexin bruttokatteen kasvu 2021-2026



Orthex hyödyntää pääosin muovipohjaista raaka-ainetta tuotannossaan, minkä seurauksena viime vuosien merkittävästi heiluneet raaka-aineiden hinnat ovat heiluttaneet yhtiön bruttokatetta. Regression perusteella muutokset muoviraaka-aineen hinnassa lyövät läpi Orthexin bruttokatteeseen -0,6x muutoksen verran. Yhtiön oman herkkyyssanalyysin perusteella 10 %:n muutoksella neitseellisen muoviraaka-aineen hinnassa olisi viime vuonna ollut 1,9 MEUR:n vaikutus tulokseen ennen veroja. Orthexin kvartaaliraporteista koostuvan otoksen perusteella kehitys muoviraaka-aineen hintakehityksen ja bruttokatteen välillä vaikuttaa selvältä, mutta korrelaation voi odottaa heikkenevän tuotannon siirtyessä enenevästi neitsytmuovista kierrätettyihin ja uusiutuviin raaka-aineisiin. Rajusti yksinkertaistetun mallin perusteella bruttokate on otoskauden aikana kasvanut keskimäärin 6 % vuodessa, kun kehityksestä oikaisee muoviraaka-aineen vaikutuksen bruttokatteeseen.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/4

Tase on vahvassa kunnossa

Orthexilla oli Q2'26 lopussa taseessaan 15,8 MEUR nettovelkaa, mikä on 1,1 kertaa rullaavan 12 kuukauden oikaistu käyttökate. Kolme vuotta sitten vastaavat luvut olivat 22,3 MEUR ja 1,5x, joten tase on vahvistunut selvästi.

Korolliset velat olivat ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa 26,1 MEUR, mistä vuokrasopimusvelkaa 7,3 MEUR. Orthexin velkaantumisaste on maltillinen yhtiön tavoitellessa alle 2,5x suhdelukua oikaistuun käyttökatteeseen. Vahva tase tuo iskunkestävyyttä raaka-ainepiikkiin kaltaisia yllätyksiä vastaan ja liikkumavaraa yritysjärjestelyihin. Orthexin lainat ovat vaihtuvakorkoisia, mikä altistaa yhtiön muutoksille Euribor-koroissa. Yleisesti pidämme yhtiön pankkilainoja kuitenkin edullisina, sillä niiden korot olivat 3,8-4,7 % vuonna 2025 ja noin 5,5 % vuonna 2024.

Omaa pääomaa Orthexin taseessa oli kesäkuun 2026 lopussa 37,3 MEUR ja omavaraisuusaste 44 % (omavaraisuus on notkahtanut hieman osingonjaon takia, mutta sekin on selvässä nousutrendissä). Arviomme mukaan Orthexin todellinen taloudellinen omavaraisuus on kirjanpitoarvoa korkeampi, sillä yhtiön omistuksessa ja 1950-luvulta lähtien taseella majailevan Lohjan tehtaan tasearvo on huomattavasti sen markkina-arvoa matalampi. Tämä osittain selittää myös yhtiön korkeaa sijoitetun pääoman kiertonopeutta ja tuottoa.

Liikearvo on taseen suurin yksittäinen omaisuuserä

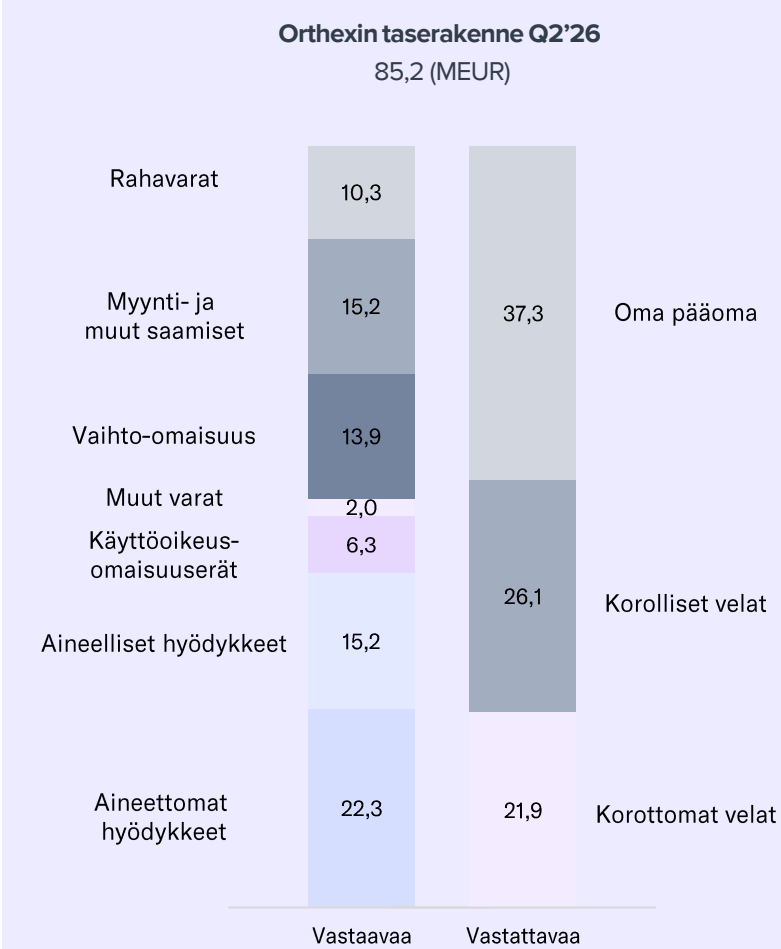
Suurin erä Orthexin taseen vastaavaa puolella on aineettomat hyödykkeet (22,3 MEUR), jotka koostuvat lähes täysin liikearvosta. Pääosa liikearvosta syntyi konsernin muodostamisen yhteydessä vuonna 2015 ja IFRS-kirjanpidossa sitä testataan arvonalentumiselta vuosittain

poistamisen sijaan. Orthexin hyvän tulostuksen ja sittemmin tehtyjen kasvuinvestointien vuoksi emme näe liikearvossa oleellista alaskirjausriskiä.

Muuten tase on tavanomainen valmistavaa teollisuutta harjoittavalle yhtiölle

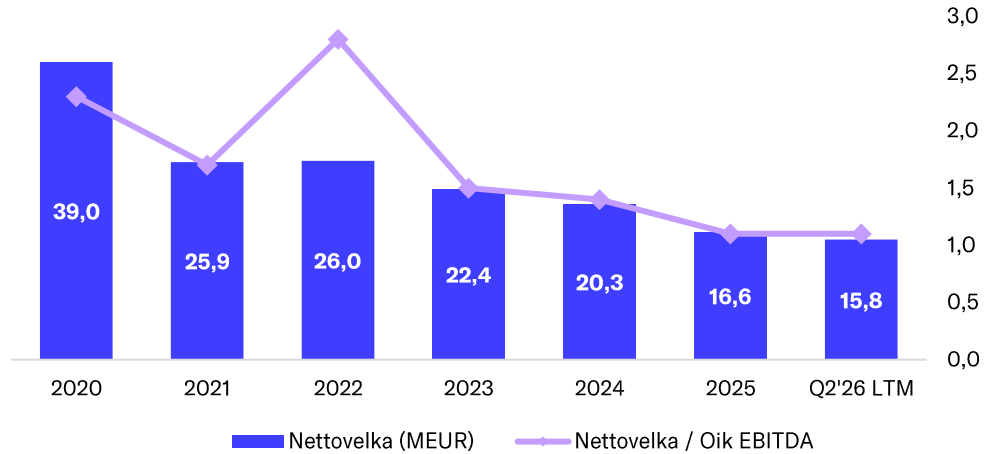
Suurta aineetonta omaisuutta lukuun ottamatta Orthexin tase on melko perinteinen valmistavan teollisuuden yhtiölle. Kesäkuun 2026 lopussa taseessa oli aineellisia hyödykkeitä 15,2 MEUR:n edestä (pääosin koneita ja kalustoa sekä rakennuksia), käyttöoikeusomaisuuseriä 6,3 MEUR, vaihto-omaisuutta 13,9 MEUR ja rahavaroja 10,3 MEUR. Yhtiö hyödyntää tasetaan tehokkaasti, mikä ilmenee korkeasta noin 1,6x sijoitetun pääoman kierrosta ja mahdollistaa liiketoiminnalle hyvän pääoman tuoton. Koska yhtiön nykyiset tuotantolaitokset mahdollistavat nykyistä korkeamman liikevaihtovolyymin näemme taseen kierrolla edellytykset vahvistua, kunnes yhtiö investoi uusiin tuotantotiloihin lähemmäs avainasiakkaitaan.

Orthexin sijoitetun pääoman tuotto on pörssitaipaleen aikana ollut noin 16-19 % vuosien 2020 (22 %) ja 2022 (9 %) äärilukuja lukuun ottamatta. Orthex ei ole vuosikymmenen tehnyt yhtään yritysostoa, minkä seurauksena sijoitetun pääoman tarkastelu on nähdäksemme mielekästä myös liikearvosta oikaistuna operatiivista kannattavuutta arvioidessa. Tällöin yhtiön sijoitetun pääoman tuotto on pörssitaipaleen aikana ollut 28-32 % vuosien 2020 ja 2022 äärilukuja lukuun ottamatta. Nähdäksemme liiketoiminta on kyseisillä tasoilla selvästi arvoa luovaa ja näemme sillä parantumisen varaa yhtiön tehtaiden käyttöasteiden kasvun myötä. Arviomme mukaan Lohjan tehtaan konservatiivinen tasearvo tukee keinotekoisesti hieman yhtiön sijoitetun pääoman tuottoa.

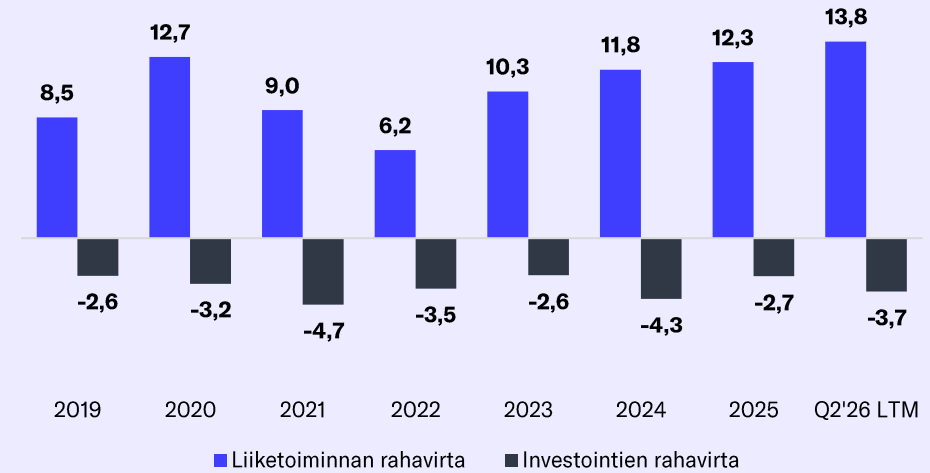


Taloudellinen tilanne 4/4

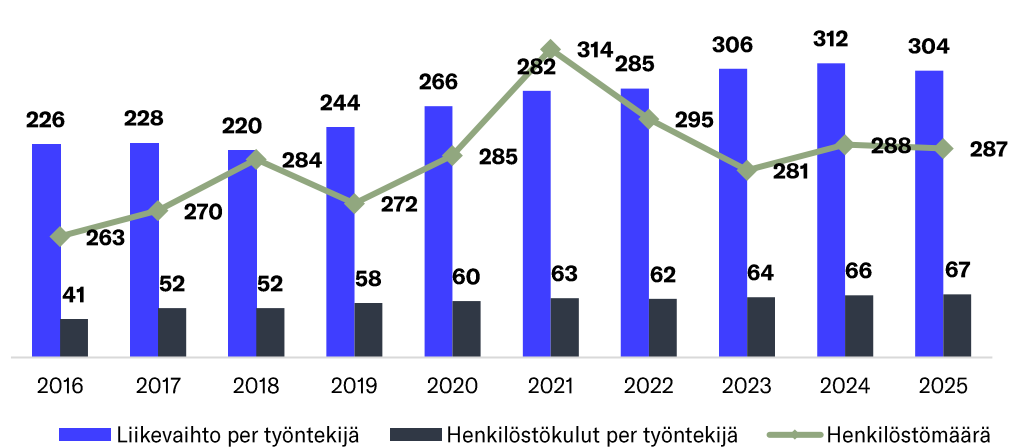
Velkaantuneisuus on laskenut



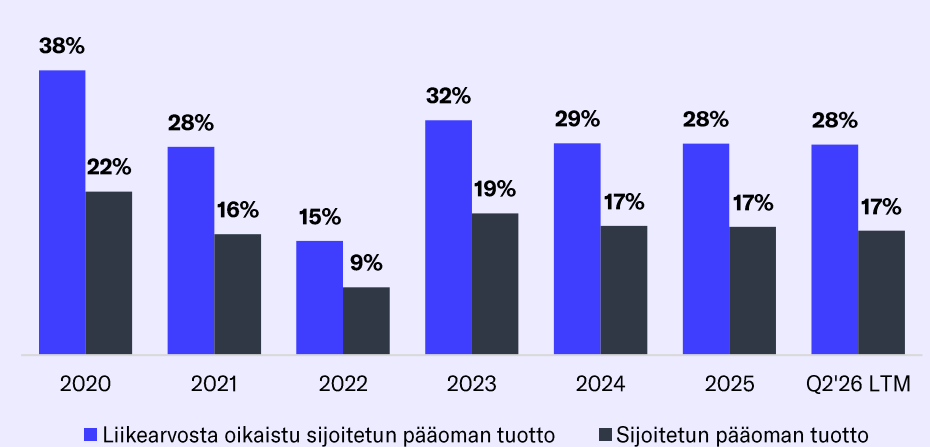
Liiketoiminta luo hyvää rahavirtaa



Henkilöstön tehokkuuden kehitys



Pääoma tuottaa hyvin¹



1) Sijoitettu pääoma = oma pääoma + nettovelka

Ennusteet 1/3

Mallinamme laskutettua myyntiä markkina-alueittain

Mallinamme Orthexin laskutettua myyntiä markkina-alueittain. Laskutettuun myyntiin sovellamme arviota yhtiön antamista kassa-alennuksista, mikä johtaa liikevaihtoennusteisiimme. Yhtiö ei jaottele kannattavuuttaan segmentteihin tai markkina-alueisiin, minkä seurauksena mallinamme kannattavuuskehitystä konsernitasolla.

Orthexin kannattavuuden ennustamista hankaloittaa kaksi keskeistä tekijää. Ensinnäkin muoviraaka-aineiden hinnat vaihtelevat voimakkaasti, ja nykyinen poliittisesti epävakaa ympäristö lisää heiluntaa. Nojaamme oletuksissamme mm. öljyn futuurihintoihin, koska ne antavat markkinaimplisiittisen arvion tulevasta kehityksestä. Toiseksi Orthex ei raportoi kampanjamyyntin määrää. Odotuksistamme poikkeava myynnin rakenne voi siksi heijastua sekä liikevaihtoon että bruttokatemarginaaliin. Herkkyys on merkittävä, sillä yhden prosenttiyksikön muutos bruttokatemarginaalissa muuttaa liikekulusta noin 0,9 MEUR.

Lisäksi Orthex ei raportoi kampanjamyyntin määrää, minkä seurauksena ennusteista poikkeava myynnin rakenne voi johtaa odotuksistamme poikkeavaan liikevaihtoon ja bruttokatemarginaaliin. Mielestämme Orthexin normalisoituun kannattavuustasoon voi kuitenkin melko turvallisesti tukeutua, sillä nykyisestä kannattavuuspaineesta huolimatta liiketoiminta säilyy selvästi voitollisena eikä yhtiöllä ole taseriskiä.

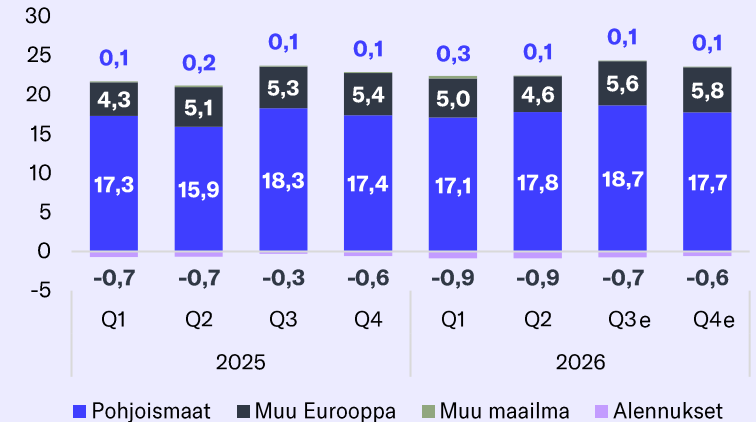
Ei ohjeistusta, mutta näkymä on kaksijakoinen

Orthex ei tyylilleen uskollisena anna ohjeistusta, mikä hankaloittaa lyhyen aikavälin ennustamista. Kuluven vuoden

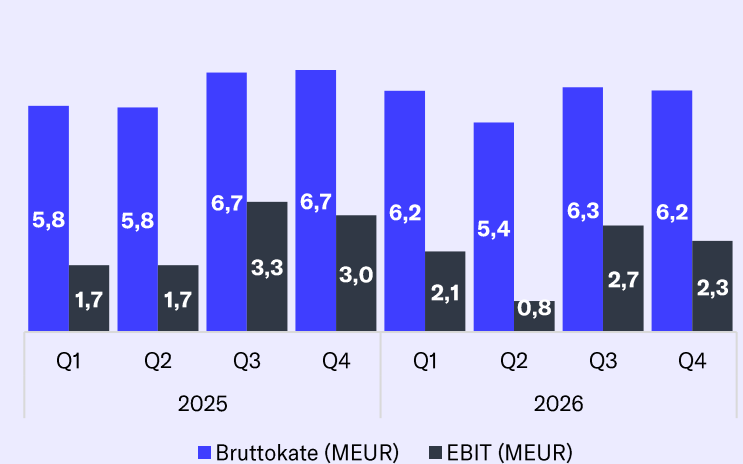
näkymä on kaksijakoinen. Pohjoismaissa yhtiö on kyennyt kasvamaan volyymipohjaisesti hinnankorotuksista huolimatta, kun taas Euroopan kasvumarkkinoilla samat korotukset ovat toistaiseksi heikentäneet kasvuedellytyksiä. Orthexin alkuvuoden laskutettu myynti kasvoi Pohjoismaissa 5 % vahvan Q2:n siivittämänä, kun taas muun Euroopan osalta kasvu jäi 2 %:iin. Alkuvuoden vertailukelpoinen liikeulos säilyi edellisvuoden tasolla, sillä arvioimme Iranin sodasta seuranneen kustannusinflaation heijastuneen yhtiön kannattavuuteen toukokuusta alkaen. Kustannusinflaation ohella yhtiön raportoitu kannattavuutta painoi 0,6 MEUR:n erä strategisiin hankkeisiin liittyen. Tulospuhelussaan yhtiö kommentoi kyseistä hanketta ja sen jatkumista vähäsanaisesti, mutta toimitusjohtajan elokuisten osakeostojen perusteella odotamme hankkeen päättyneen.

Odotamme Orthexin liikevaihdon kasvavan loppuvuonna Pohjoismaiden ja muun Euroopan ajamana. Kuluven vuoden liikevaihtoennusteemme asettuukin 90 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 3 %:n liikevaihdon kasvua. Orthexin näkymiä tukee nähdäksemme etenkin Pohjoismaiden vahvistunut talousnäkymä, joskin loppuvuoden vertailuluvut ovat alkuvuotta vahvemmat. Näkymiä heikentävät rajusti nousseet raaka-aineiden hinnat, jotka vaikeuttavat kampanjoiden sopimista jälleenmyyjien kanssa ja joiden vaikutus näkyi kannattavuudessa ensi kertaa Q2:lla. Hintojen nousu ei näkynyt vielä täysmääräisesti Q2:n luvuissa, mikä pätee toisaalta myös hinnankorotusten vaikutuksiin. Olemmekin raportin yhteydessä hieman laskeneet Orthexin kannattavuusennusteita loppuvuoden 2026 ja 2027 osalta korkealla sinnitelleiden raaka-aineiden hintojen takia.

Orthexin kvartaalikohtainen laskutettu myynti (MEUR)



Orthexin kvartaalikohtainen kannattavuus



Ennusteet 2/3

Odotamme yhtiön kannattavuuden pysyvän loppuvuonna paineessa. Ennustamme liiketuloksen heikkenevän sekä Q3:lla että Q4:llä matalampien bruttokatemarginaalien vuoksi liikevaihdon kasvusta huolimatta. Kuluvan vuoden vertailukelpoinen liiketulosennusteemme asettuu 8,5 MEUR:oon, mikä tarkoittaa noin 13 %:n laskua edellisvuodesta.

Vuodesta 2027 lähtien odotamme tuloskasvua kahdesta lähteestä

Ensi vuodesta lähtien odotamme yhtiön saavuttavan tuloskasvua sekä liikevaihdon kasvun että laskevien raaka-ainekustannusten tukeman suhteellisen kannattavuuden kautta. 2027 liikevaihdon kasvuennusteemme kiihtyy 5 %:iin Pohjoismaiden hyvän ja muun Euroopan normalisoituvan suorituksen myötä. Kasvun ohella Orthexin kannattavuuskehitystä tukee ennusteissamme valmistuskustannusten lasku.

Sekä futuurimarkkinat että öljyn hintaennusteet povaavat raaka-ainekustannusten asteittaista laskua Lähi-idän pitkittyneestä konfliktista huolimatta. Halpeneva raaka-aine on kuitenkin kaksiteräinen miekka, sillä kaupan asiakkaiden paine laskea hintoja tai lisätä kampanjoita kasvaa kustannusten laskiessa. Viime vuosien normalisoidun kannattavuustason (EBIT-%: 12 %) yhtiö saavuttaa ennusteissamme kuitenkin vasta vuonna 2028.

Kasvu normalisoituu 2-3 %:iin

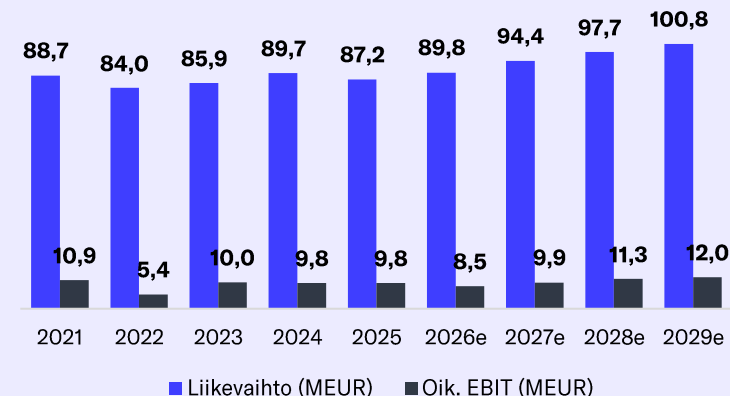
Pidemmälle katsoessa odotamme Orthexin kasvavan aavistuksen verran yleistä markkinaa nopeammin Euroopan kasvustrategian ajamana, mutta liikevaihdon kasvun asettuvan maltilliselle 2–3 %:n tasolle. Tämä jää alle yhtiön tavoitteleman yli 5 %:n liikevaihdon kasvusta, mutta mielestämme viimeisten vaisun kasvun vuosien jälkeen

yhtiöltä on syytä odottaa lisänäyttöjä sen kyvystä kiihdyttää kasvuaan. Orthexin kohdemarkkina kasvaa maltillisesti, ja yhtiön on vaikea kasvattaa markkinaosuuttaan oleellisesti Pohjoismaissa, joten pidemmän päälle yhtiön kasvu on vääjäämättä enenevästi muun Euroopan harteilla. Toistaiseksi muun Euroopan kasvu ei kuitenkaan yksinään liikuta vielä neulaa Orthexin mittakaavassa. Arviomme mukaan muun Euroopan kasvua voisi hyvin kiihdyttää uusi tuotantokapasiteetti lähempänä yhtiön avainasiakkaita, sillä tämä mahdollistaisi niiden joustavamman palvelemisen ja laskisi myös logistiikkakustannuksia.

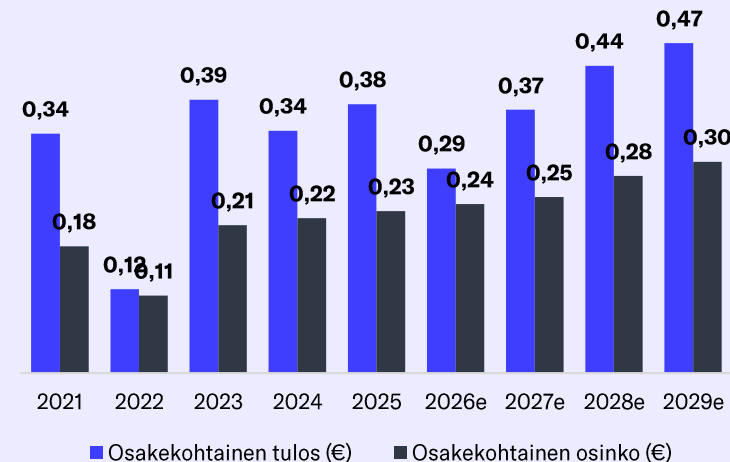
Pidemmän aikavälin ennusteissamme Orthexin suhteellinen EBIT-marginaali on noin 11-12 %, mikä vastaa arviotamme yhtiön yli syklin normalisoidusta kannattavuustasosta. Muoviraaka-aineiden syklisen luonteen takia painotamme kuitenkin, että odotamme suhteellisen kannattavuuden heiluvan kyseisen tason kummallakin puolella - ajoittain jopa rajusti. Näemme yhtiön suhteellisessa kannattavuudessa joka tapauksessa lievää parannusvaraa nykyisten tehtaiden käyttöasteen asteittaisen nousun myötä.

Ennustamallamme kasvuvauhdilla Orthex saavuttaa noin 110 MEUR:n liikevaihdon vuonna 2032. Tämä on samalla pallokentällä kuin arviomme yhtiön nykyisten tuotantolaitosten valmistuskapasiteetista. Tämä tarkoittaa, että oleellisesti ennusteitamme nopeampi kasvu edellyttäisi uuden tuotantokapasiteetin varmistamista vielä tämän vuosikymmenen puolella. Tuotantokapasiteetin tuominen lähemmäs avainasiakkaita helpottaisi kasvua arviomme mukaan laskemalla yhtiön logistiikkakustannuksia ja mahdollistamalla nopeamman reagoinnin asiakastilauksiin. Tästä huolimatta emme suhtaudu siihen ihmeratkaisuna, joka yksinään kiihdyttäisi Keski-Euroopan kasvua.

Lähivuosien kasvu- ja kannattavuusennusteet



Tulos ja voitonjako



Ennusteet 3/3

Osinko kasvaa läpi tulosnotkahduksen

Ennusteissamme Orthex tekee kuluvana vuonna 0,29 euron osakekohtaisen tuloksen (2025: 0,38 euroa) ja jakaa 0,24 euron osingon. Jakosuhte nousee täten 83 %:iin, mutta normalisoituu 64–67 %:iin 2027–2028 elpyvän kannattavuuden myötä. Vaikka Orthexin voitonjakopolitiikka viitoittaa kasvavaa osingonjakoa, näemme väliaikaiset leikkaukset jatkossakin mahdollisina (ja jopaärkevinä), mikäli yhtiö tunnistaisi suurempia investointimahdollisuuksia tai toteuttaisi omien osakkeiden ostoja.

Orthexin pääoman tuotot ovat historiallisesti olleet korkealla tasolla ja suhtaudumme luottavaisesti yhtiön kykyyn allokoida pääomaa tehokkaasti. Viime vuosien aikana vahvistunut taseasema antaa yhtiölle kuitenkin mahdollisuuden ylläpitää hetkellisesti jopa tulostaan suurempaa voitonjakoa, minkä arvioimme tukevan yhtiön edellytyksiä kasvattaa osinkoa asteittain.

Oman pääoman ja sen tuoton ennusteet

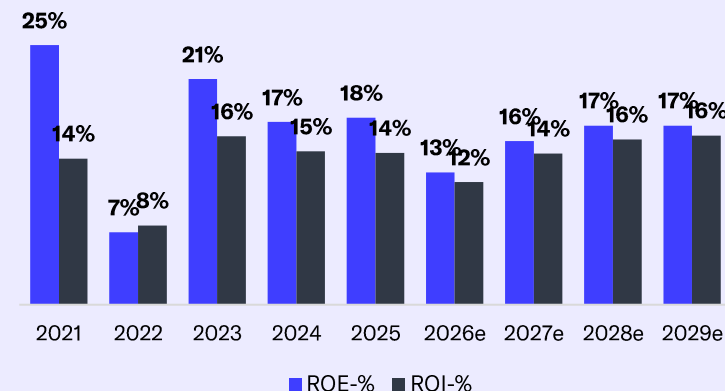
Kuluvan vuoden ennusteissamme Orthexin oman pääoman tuotto kokee painetta nousseiden raaka-aineiden hintojen vaikutuksesta suhteelliseen kannattavuuteen sekä omavaraisuusasteen vahvistumisesta. Ennusteissamme Orthexin oman pääoman tuotto laskee kuluvana vuonna 13 %:iin, mutta palautuu 16–17 %:iin 2027–2029. Vastaava kehitys on havaittavissa myös sijoitetun pääoman tuotossa, joka elpyy kuluvan vuoden 12 %:sta 14–16 %:iin. Liikearvosta oikaistuna pääoman tuotot ovat kuitenkin selvästi korkeammat, mikä kertoo liiketoiminnan pääomakeveydestä. Vaikka Orthexin kannattavuus on herkkä muutoksille volatiilien raaka-aineiden hinnassa,

säilyy yhtiön liiketoiminta ennusteissamme selvästi arvoa luovana kuluvanakin vuonna liiketoimintaympäristön aiheuttamista haasteista huolimatta.

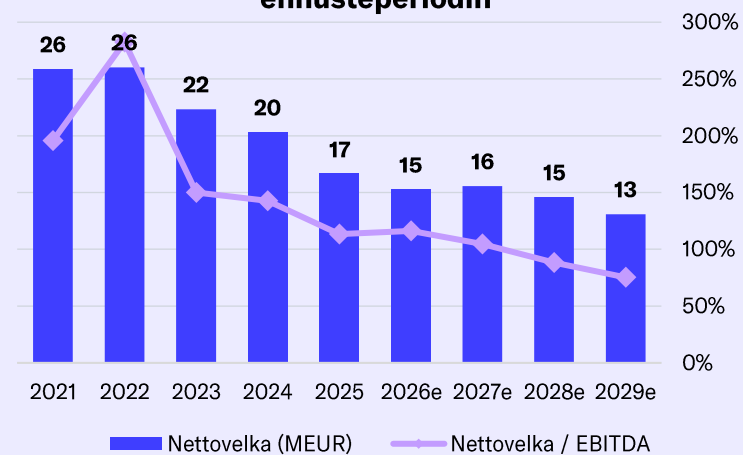
Tase vahvistuu läpi ennustejakson

Ennusteamme eivät huomioi mahdollisia yritysjärjestelyjä, mikä yhdessä osingonjakoa vahvemman rahavirran kanssa johtaa vahvistuvaan taseeseen läpi ennustejakson. Kuluvan vuoden ennusteillamme Orthexin nettovelka/EBITDA-tunnusluku on 1,2x, mutta vuoden 2029 ennusteillamme se on enää 0,8x. Tämä kasvattaa yhtiön tulivoimaa yritysjärjestelyjä varten. Vahvistuva tase luo ennusteissamme myös edellytykset ylimääräiseen voitonjakoon, mikäli yhtiö ei löydä soveltuvia ostokohteita.

Pääomantuotot elpyvät kuluvan vuoden notkahduksesta



Velkaantuneisuus laskee läpi ennusteperiodin



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	85,9	89,7	21,0	20,5	23,4	22,3	87,2	21,6	21,6	23,7	23,0	89,8	94,4	97,7	101
Pohjoismaat	68,7	71,1	17,3	15,9	18,3	17,4	68,9	17,1	17,8	18,7	17,7	71,3	73,5	75,3	76,8
Muu Eurooppa	18,5	20,3	4,3	5,1	5,3	5,4	20,1	5,0	4,6	5,6	5,8	21,0	22,2	23,8	25,4
Muu maailma	0,8	0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Alennukset ja hyvitykset	-2,0	-2,6	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	-2,3	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-3,0	-1,9	-2,0	-2,1
Käyttökate	14,9	14,3	2,9	2,9	4,5	4,3	14,7	3,4	2,1	4,0	3,6	13,1	14,9	16,5	17,4
Poistot ja arvonalennukset	-4,1	-4,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-4,9	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,2	-5,0	-5,2	-5,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,0	9,8	1,7	1,7	3,3	3,0	9,8	2,1	1,4	2,7	2,3	8,5	9,9	11,3	12,0
Liikevoitto	10,8	9,8	1,7	1,7	3,3	3,0	9,8	2,1	0,8	2,7	2,3	8,0	9,9	11,3	12,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-2,2	-2,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,3	-1,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-1,4	-1,6	-1,6	-1,5
Tulos ennen veroja	8,5	7,8	1,6	1,2	3,1	2,7	8,6	1,7	0,4	2,4	2,0	6,5	8,4	9,7	10,5
Verot	-1,6	-1,7	-0,3	-0,3	-0,7	-0,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,5	-0,4	-1,4	-1,7	-2,0	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,9	6,1	1,3	0,9	2,4	2,2	6,8	1,4	0,3	1,9	1,6	5,2	6,6	7,7	8,3
EPS (oikaistu)	0,35	0,34	0,07	0,05	0,14	0,12	0,38	0,08	0,05	0,11	0,09	0,32	0,37	0,44	0,47
EPS (raportoitu)	0,39	0,34	0,07	0,05	0,14	0,12	0,38	0,08	0,01	0,11	0,09	0,29	0,37	0,44	0,47

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	4,4 %	-4,7 %	-2,3 %	2,5 %	-6,6 %	-2,8 %	2,7 %	5,2 %	1,1 %	3,2 %	3,0 %	5,0 %	3,5 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	85,2 %	-2,1 %	-37,8 %	11,0 %	19,5 %	10,2 %	-0,5 %	20,9 %	-20,4 %	-18,1 %	-21,9 %	-12,8 %	16,4 %	14,2 %	5,9 %
Käyttökate-%	17,3 %	15,9 %	14,0 %	14,2 %	19,4 %	19,2 %	16,8 %	15,6 %	9,7 %	17,0 %	15,8 %	14,6 %	15,8 %	16,9 %	17,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	11,0 %	8,2 %	8,4 %	14,3 %	13,5 %	11,2 %	9,6 %	6,3 %	11,6 %	10,2 %	9,5 %	10,5 %	11,6 %	11,9 %
Nettotulos-%	8,0 %	6,8 %	6,2 %	4,4 %	10,4 %	9,7 %	7,8 %	6,3 %	1,2 %	8,1 %	7,0 %	5,7 %	7,0 %	7,9 %	8,3 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	44,6	46,4	45,5	46,6	47,4
Liikearvo	21,7	22,7	22,7	22,7	22,7
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	21,9	22,2	22,5	23,6	24,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,9	1,4	0,1	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	40,9	39,9	39,5	41,5	43,0
Vaihto-omaisuus	12,5	12,1	12,6	13,2	13,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,0	16,0	16,2	17,0	17,6
Likvidit varat	10,5	11,8	10,8	11,3	11,7
Taseen loppusumma	85,6	86,3	85,0	88,1	90,4
Lähde: Inderes					

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	35,8	40,4	41,5	43,8	47,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	29,3	32,2	33,3	35,7	39,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Muu oma pääoma	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	27,1	24,3	21,8	22,2	21,3
Laskennalliset verovelat	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	26,3	23,5	21,1	21,5	20,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	22,6	21,7	21,8	22,0	22,0
Korolliset velat	4,5	4,9	4,9	5,4	5,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,4	15,2	15,3	15,1	14,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Taseen loppusumma	85,6	86,3	85,0	88,1	90,4

Arvostus ja suositus 1/3

Tavoitehinta ja suositus

Tarkistamme tavoitehintamme 4,6 euroon (aik. 4,8 eur) ja päivitämme suosituksemme vähennä-tasolle. Nähdäksemme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus jää paineessa olevan kannattavuuden ja haastavan tuloskasvunäkymän myötä tuottovaatimuksen tasolle. Arviomme osakkeen käyvistä arvosta on kuitenkin hieman korkeampi, noin 4,0-6,0 euroa, mikä pohjautuu kassavirtamalliin ja sen herkkyyssanalyysiin, osakkeen absoluuttisiin arvostuskertoimiin sekä suhteelliseen arvostukseen. Viime vuosien vaisun tuloskehityksen ja liiketoimintaympäristön nykyisten riskien takia puollamme kuitenkin 12 kuukauden tähtäimellä varovaisuutta osakkeessa. Lähivuosien tuloskehitystä ajatellen pidämme liikevaihdon kasvua ja raaka-aineiden hintakehitystä keskeisenä, sillä kasvu nykyisten tuotantolaitosten sallimissa puitteissa on todella kannattavaa maltillisen pääomatarpeen vuoksi, etenkin raaka-aineiden hintojen laskiessa. Pidemmälle katsoessa yhtiön kyky tehdä hyviä suurempia tehdasinvestointeja / yritysjärjestelyjä astuu sijoitustarinan kannalta keskeiseen rooliin, mutta nykyisillä näytöillä on hankala arvioida yhtiön kykyä allokoida suurempaa määrää pääomaa.

Tulos ja tase luovat soveltuvan kehikon hinnoittelulle

Orthexin liiketoiminta on kypsää ja kannattavaa, mikä mahdollistaa osakkeen hinnoittelun arvioimisen niin tulos- kuin tasepohjaisesti ja lisäksi myös verrokkiyhtiöihin suhteutettuna. Myös DCF-malli toimii hyvin yhtiön arvonmääritykseen. Orthexin liikevaihto kääntyi alkuvuonna takaisin kasvuun ja odotamme kasvukuopan olevan nyt takana päin. Kustannusinflaation takia odotamme kuitenkin Orthexin raportoivan laskevaa tulosta Q1'27 asti. Kannattavuuden ollessa paineessa arvostuksen kannalta on

erityisen keskeistä, mille tasolle liikevaihdon kasvu kiihtyy viime vuosien haastavan liiketoimintaympäristön normalisoituessa ja viime vuosina kylvettyjen kasvusiementen kukoistaessa.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Tuotteiden vakaa kysyntä
- Korkea pääoman tuottopotentiaali
- Edellytykset luoda arvoa yritysjärjestelyillä

- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

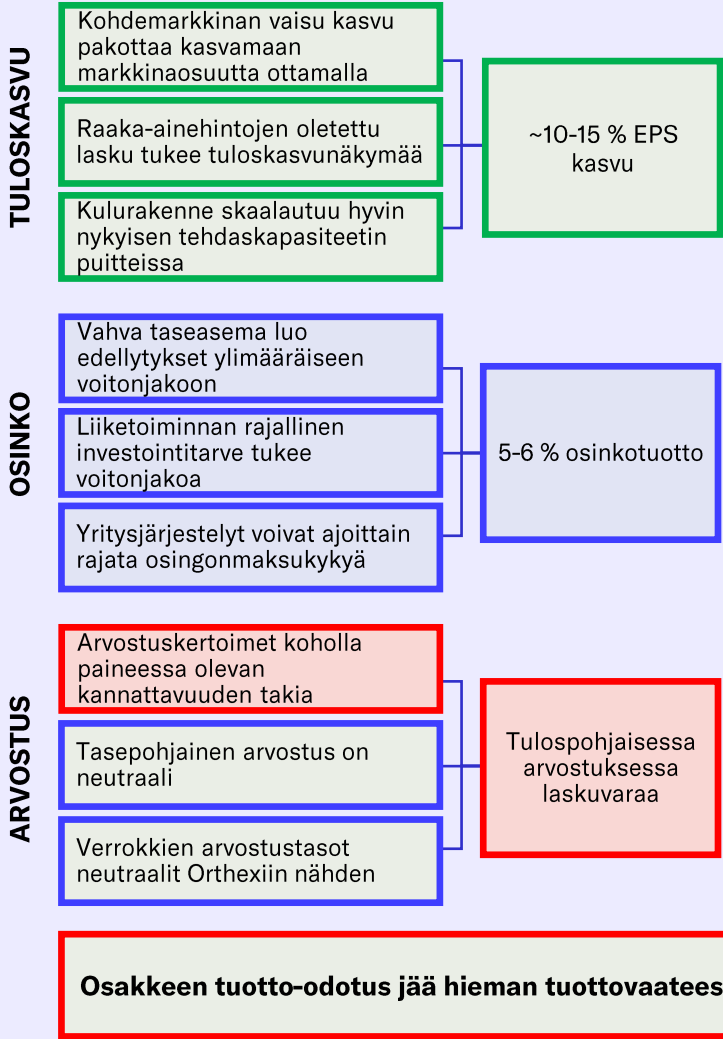
- Rajalliset näytöt tavoitteiden mukaisesta korkeasta kannattavuudesta
- Raaka-aineiden hintavaihtelut tuovat syklisen komponentin tulokseen

Tulospohjainen arvostus kiristää lyhyellä sihdillä

Kuluvan vuoden ennusteillamme Orthexin tulospohjainen arvostus (P/E: 14x, EV/EBIT: 11x) on mielestämme koholla, kun taas ensi vuoden ennusteilla arvostus vaikuttaa neutraalilta. Ennustemme olettavat kuitenkin selvää tulosparrannusta ensi vuoden puolella laskevien raaka-aineiden hintojen ajamana, mikä on nykyisessä geopolitiisessä ympäristössä epävarmaa. Iranin konfliktin pitkittyminen heikentäisi Orthexin edellytyksiä kasvaa ja myös yhtiön suhteellista kannattavuutta. Viime vuosien kasvupettymysten jälkeen tämä painaisi arviomme mukaan herkästi myös markkinan yhtiölle hyväksymiä arvostuskertoimia.

Osaketuoton ajurit 2026-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostus ja suositus 2/3

Tasepohjainen arvostus vaikuttaa neutraalilta

Tasepohjaisesti Orthexia hinnoitellaan kuluvan vuoden ennusteillamme P/B -kertomella 1,9x. Taso on Helsingin pörssin mediaania korkeampi, mutta mielestämme perusteltavissa Orthexin korkea pääoman tuottopotentiaali huomioiden (ROE 2023-2026e: 13-22 %). P/B -tunnusluvun käyttökelpoisuutta heikentää taseen tuntuva määrä aineetonta omaisuutta, koska kirja-arvo heijastaa tyypillisesti aineettoman omaisuuden todellista arvoa heikosti. P/B -kertomien soveltuvuutta heikentää lisäksi Orthexin melko lyhyt pörssihistoria, jonka vuoksi luotettavaa pidemmän aikavälin näyttöä oman pääoman tuotosta ei ole saatavilla.

Osinkopohjainen arvostus

Orthexilla on nähdäksemme edellytykset profiloitua vakaaksi osingonmaksajaksi vuoden 2022 osingon notkahduksesta huolimatta. Yhtiö toimii defensiivisillä markkinoilla ja pienen investointitarpeen vuoksi kassavirta on tyypillisesti vahvaa. Osinkopolitiikka viitoittaa vakaata ja ajan myötä kasvavaa osinkoa, joka vastaa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Ennusteissamme yhtiön osingonjakosuhde on kuluvana vuonna korkea 83 %, mutta normalisoituu tuloksen elpyessä 64-66 %:iin. Tämä johtaa nykyisellä kurssitasolla 5-6 %:n osinkotuottoon. Orthexilla olisi arviomme mukaan edellytykset maksaa ennusteitamme suuremman osan tuloksestaan osinkoina, mutta toimialan paineessa olevien arvostuskertoimien ja sen myötä potentiaalisten houkuttelevien yritysostomahdollisuuksien vuoksi näemme taseen vahvistamisen parempana ratkaisuna arvonaluonnin kannalta. Osingonjaon rinnalla opportunistiset omien

osakkeiden ostot sopisivat mielestämme hyvin Orthexin sijoitustarinaan. Niiden avulla yhtiö voisi hyödyntää tilanteita, joissa osakekurssi on väliaikaisesti paineessa esimerkiksi raaka-ainehintojen nousun vuoksi.

DCF-malli puhuu pidemmän aikavälin potentiaalin puolesta

DCF-laskelmassamme oletamme Orthexin kasvun hidastuvan asteittain kohti 2 %:n terminaalioletusta. Liikevoittomarginaalin kohdalla ikuisuusoletuksemme on 11,5 %, mikä vastaa karkeasti yhtiön pörssihistorian keskiarvoa. Muovialan pitkän ja vakiintuneen historian vuoksi emme odota pidemmällä aikavälillä oleellista tunkua alalle. Orthexin kannattavuus tulee varmasti heilumaan pidemmällä aikavälillä huomattavasti ennusteitamme enemmän, mutta pyrimme ennusteissamme kuvastamaan näkemystämme yhtiön pidemmän aikavälin yli syklin kestävästä kannattavuuspotentiaalista. Pidemmällä aikavälillä Orthexin sijoitetun pääoman tuotto on ennusteissamme noin 16 %, mikä on korkea taso, ja vaatii että yhtiö kykenee ylläpitämään kilpailukykyään.

DCF-mallimme indikoi Orthexille 5,4 euron osakekohtaista arvoa, mikä osoittaa selvää nousuvaraa osakekurssin nykytasolta. DCF-mallin ennusteperiodin lopussa Orthexin liikevaihto saavuttaa 115 MEUR:n tason, mikä on arviomme mukaan saavutettavissa yhtiön nykyisillä tehtailla pieni inflaatio huomioiden. Tämä ei kuitenkaan jättäisi yhtiölle kapasiteettia tulevaa kasvua varten. Ennusteperiodin maltillisen investointitarpeen ja valmistuskustannusten skaalautumisvaran tukemana tulevien investointien tuotto säilyy ennusteissamme korkealla tasolla.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,50	4,50	4,50
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	80	80	80
Yritysarvo (EV)	95	95	95
P/E (oik.)	13,9	12,0	10,3
P/E	15,5	12,0	10,3
P/B	1,9	1,8	1,7
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,3	6,4	5,7
EV/EBIT (oik.)	11,2	9,6	8,3
Osinko/tulos (%)	82,6 %	66,9 %	64,2 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Arvostus ja suositus 3/3

Verrokkiryhmä on hajanainen

Orthexin verrokkiryhmä koostuu pörssilistatuista kuluttajatuote-yhtiöistä. Vaikka yksikään yhtiöistä ei ole täysin verrattavissa Orthexin muovisten säilytysratkaisujen ja muiden kodintarvikkeiden valmistamiseen nojaavaan toimintaan, muistuttavat kukin verrokkiryhmän yhtiö omien piirteidensä vuoksi jotenkin Orthexia. Suurimmalla osalla verrokeista on brändi/tuote, joka edustaa tietyssä tuotesegmentissä oman markkina-alueensa tunnetuinta vaihtoehtoa (ns.”category captain”). Muita yhteisiä piirteitä Orthexin ja verrokkiryhmän välillä voi löytyä esim. samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta

tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- tai kannattavuusprofiilista.

Verrokkeihin nähden arvostus vaikuttaa neutraalilta

Verrokkiryhmän mediaani EV/Sales –kertoimet ovat vuosille 2026 ja 2027 1,1x, johon nähden Orthexia hinnoitellaan lähes 10 %:n alennuksella. Tulospohjaisesti kokonaiskuva on pitkälti vastaava ja yhtiötä hinnoitellaan karkeasti vastaavalla alennuksella. Nähdäksemme verrokkien lievä preemiohinnoittelu on perusteltu Orthexin pienemmän koon ja rajallisempien kansainvälistymisnäyttöjen takia. Orthexin verrokkien mediaania korkeampi normalisoitu pääomatuotto

supistaa kuitenkin silmissämme kyseistä perusteltua alennusta. Mikäli Orthex kykenee vakuuttamaan markkinat kyvystään nostaa kasvuaan kestävästi kohti 5 %:n tavoitetasoa, näkisimme arvostuksessa kuitenkin painetta kohti verrokkien tasoa. Nähdäksemme Orthexin normalisoitu pääoman tuotto on verrokkiryhmän mediaania korkeampi, mikä puoltaa preemiota P/B-kertoimessa. Nykyiseltä tasolta on kuitenkin vaikea nähdä merkittävää nousuvaraa verrokkeihin nähden sillä tasepohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan lähes 50 %:n preemiolla verrokkiryhmän mediaaniin.

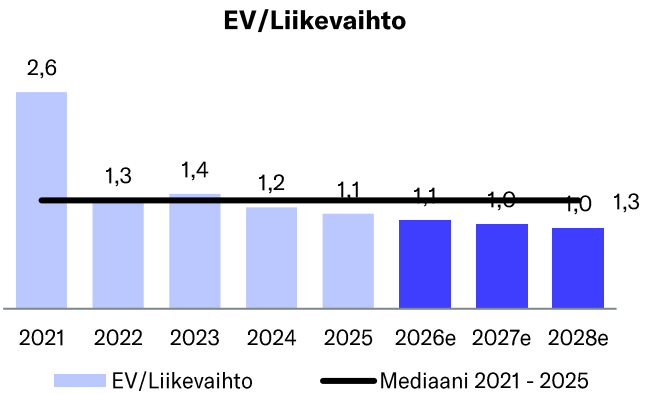
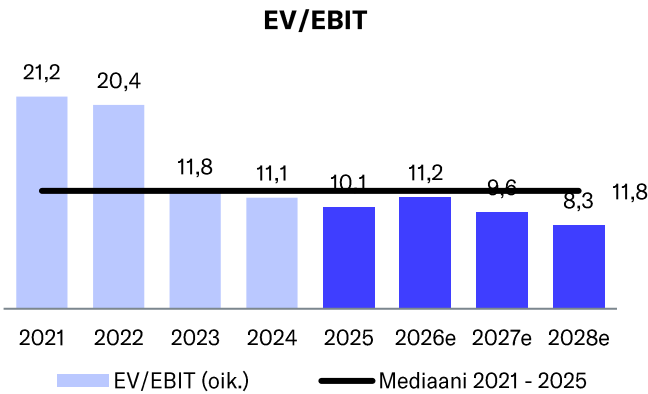
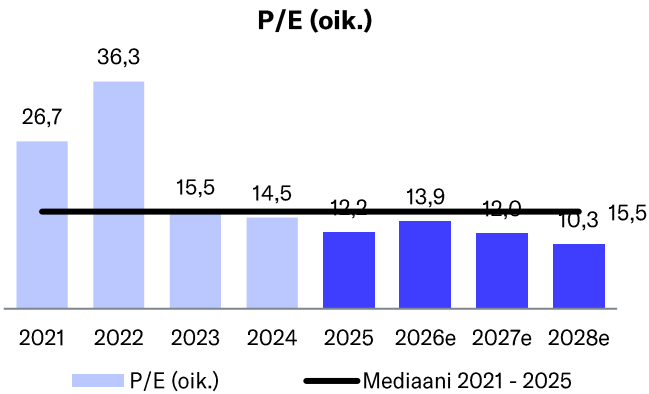
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Duni AB	311	589	17,0	11,1	9,1	7,0	0,9	0,8	19,8	10,0	7,4	7,8	1,1
Fiskars Oyj Abp	1021	1557	17,1	13,6	9,2	8,1	1,4	1,3	20,7	14,6	6,1	6,3	1,5
Harvia Oyj	829	887	19,0	16,4	16,2	14,1	3,9	3,5	24,7	21,0	1,9	2,2	5,6
Leifheit AG	100	87		9,2	10,4	4,8	0,4	0,4		16,7	7,3	8,8	1,2
Marimekko Oyj	370	378	11,6	10,8	8,8	8,2	2,0	1,9	14,5	13,2	5,7	5,6	4,5
Rapala VMC Corp	66	152	9,5	10,5	5,8	5,7	0,6	0,6	16,9	14,7		0,6	0,6
Thule Group AB	1845	2209	13,8	12,4	11,5	10,4	2,3	2,2	16,8	14,7	4,7	5,3	2,7
Nokian Tyres plc	1967	2782	23,1	16,2	10,5	8,5	1,9	1,7	23,2	16,0	2,2	3,0	1,6
Assa Abloy AB	34828	40885	17,2	15,6	14,1	12,9	2,9	2,7	22,2	19,5	2,0	2,2	3,4
Newell Brands Inc	2127	6391	9,5	10,1	6,6	7,2	1,0	1,0	7,4	8,1	5,2	5,1	0,9
DOMETIC Group	558	1543	10,5	8,2	6,1	5,3	0,9	0,8	7,7	5,3	4,9	6,6	0,3
Raisio Oyj	357	299	11,0	9,4	8,0	7,0	1,3	1,3	15,5	13,7	6,8	7,3	1,4
Husqvarna AB	1744	2580	11,6	8,9	5,2	4,6	0,6	0,6	13,9	10,3	3,5	4,9	0,8
Helen of Troy Ltd	581	1162	10,7	7,7	7,0	6,1	0,7	0,7	8,0	7,3			0,7
Orthex (Inderes)	80	95	11,2	9,6	7,3	6,4	1,1	1,0	13,9	12,0	5,3	5,6	1,9
Keskiarvo			14,0	11,4	9,2	7,9	1,5	1,4	16,3	13,2	4,8	5,0	1,9
Mediaani			11,6	10,6	9,0	7,1	1,1	1,1	16,8	14,2	5,1	5,3	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-4 %	-9 %	-19 %	-10 %	-7 %	-9 %	-17 %	-15 %	6 %	4 %	47 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,5	4,68	5,40	5,00	4,65	4,50	4,50	4,50	4,50
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	204	83	96	89	83	80	80	80	80
Yritysarvo (EV)	230	109	118	109	99	95	95	95	93
P/E (oik.)	26,7	36,3	15,5	14,5	12,2	13,9	12,0	10,3	9,6
P/E	33,8	39,2	13,9	14,5	12,2	15,5	12,0	10,3	9,6
P/B	6,4	2,8	2,8	2,5	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
P/S	2,3	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	2,6	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	17,4	11,8	7,9	7,7	6,8	7,3	6,4	5,7	5,3
EV/EBIT (oik.)	21,2	20,4	11,8	11,1	10,1	11,2	9,6	8,3	7,8
Osinko/tulos (%)	53,0 %	92,2 %	54,1 %	63,9 %	60,3 %	82,6 %	66,9 %	64,2 %	64,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,4 %	3,9 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %	5,6 %	6,2 %	6,7 %

Lähde: Inderes



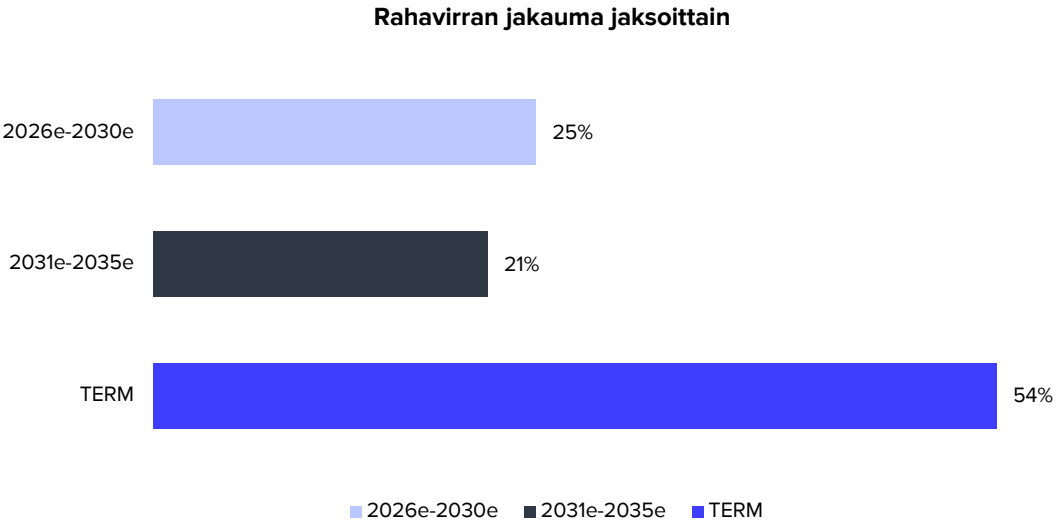
Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-2,8 %	3,0 %	5,0 %	3,5 %	3,2 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	11,2 %	8,9 %	10,5 %	11,6 %	11,9 %	12,0 %	12,0 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
Liikevoitto	9,8	8,0	9,9	11,3	12,0	12,5	12,8	12,5	12,7	13,0	13,2	
+ Kokonaispoistot	4,9	5,2	5,0	5,2	5,4	5,7	5,8	6,0	6,1	6,2	6,4	
- Maksetut verot	-2,4	0,0	-1,6	-2,0	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,0	-0,6	-1,6	-1,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	13,0	12,2	11,3	12,7	14,4	15,1	15,6	15,6	15,9	16,2	16,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,1	-5,6	-6,1	-6,0	-6,7	-6,5	-6,5	-6,5	-6,7	-6,8	-6,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,8	6,6	5,2	6,7	7,7	8,6	9,0	9,0	9,2	9,4	9,6	
+/- 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	6,8	6,6	5,2	6,7	7,7	8,6	9,0	9,0	9,2	9,4	9,6	139
Diskontattu vapaa kassavirta		6,5	4,7	5,5	5,8	6,0	5,8	5,3	4,9	4,6	4,3	62,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		116	110	105	99,4	93,6	87,6	81,9	76,6	71,7	67,1	62,7
Velaton arvo DCF		116										
- Korolliset velat		-28,5										
+ Rahavarat		11,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,1										
Oman pääoman arvo DCF		95,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,4										

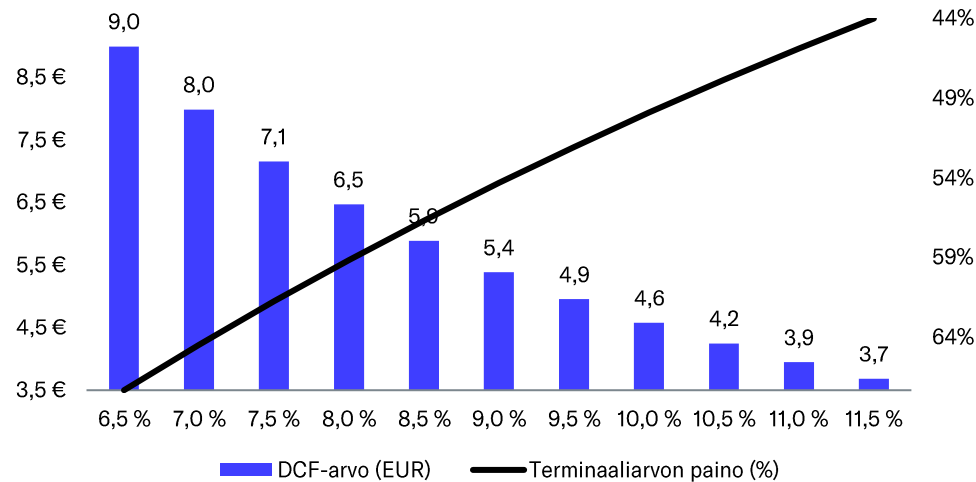
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

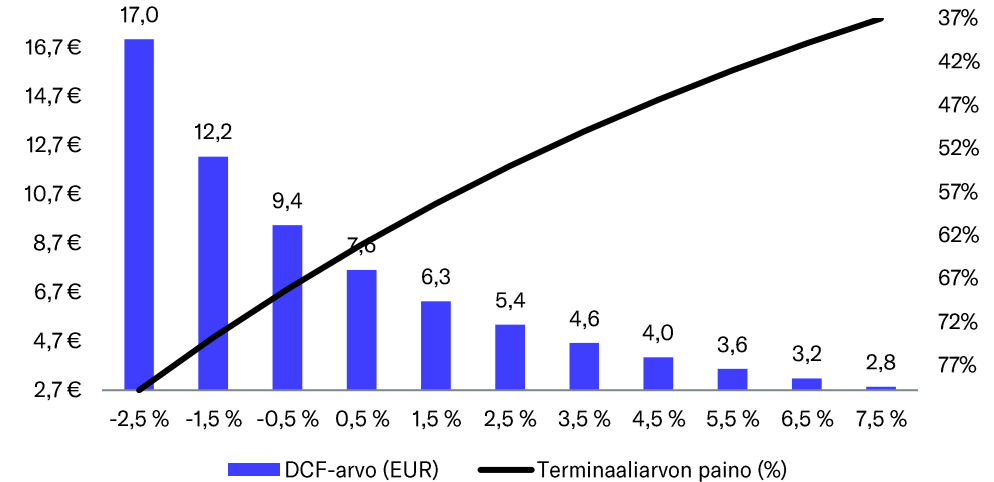


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

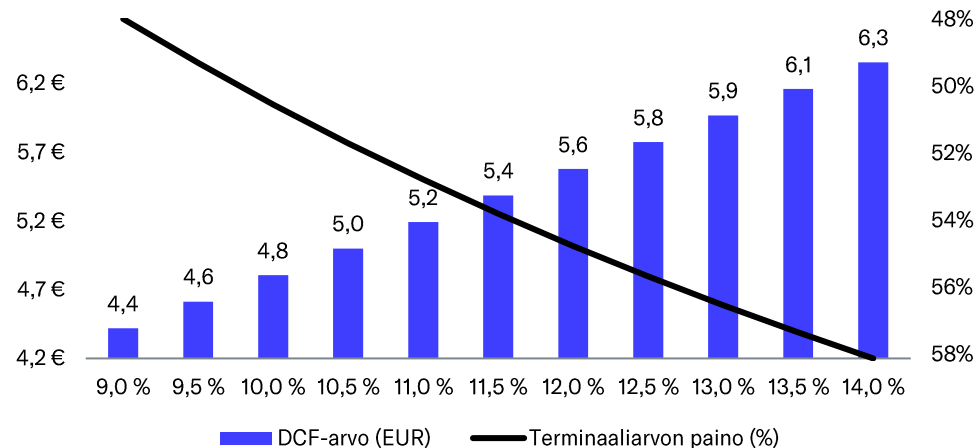
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



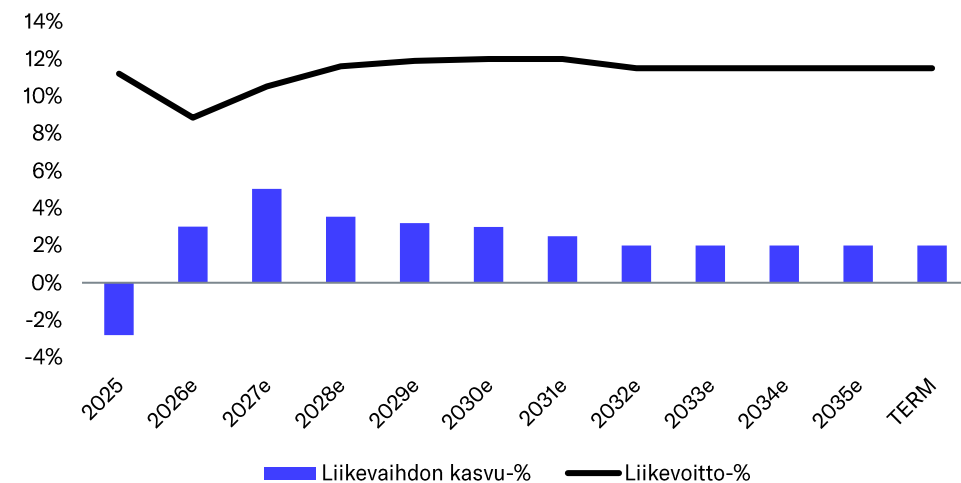
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	85,9	89,7	87,2	89,8	94,4
Käyttökate	14,9	14,3	14,7	13,1	14,9
Liikevoitto	10,8	9,8	9,8	8,0	9,9
Voitto ennen veroja	8,5	7,8	8,6	6,5	8,4
Nettovoitto	6,9	6,1	6,8	5,2	6,6
Kertaluontoiset erät	0,7	0,0	0,0	-0,6	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	85,6	85,6	86,3	85,0	88,1
Oma pääoma	34,4	35,8	40,4	41,5	43,8
Liikearvo	22,3	21,7	22,7	22,7	22,7
Nettovelat	22,3	20,3	16,6	15,2	15,6

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	14,9	14,3	14,7	13,1	14,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,8	1,2	1,0	-0,6	-1,6
Operatiivinen kassavirta	12,1	13,2	13,0	12,2	11,3
Investoinnit	-4,4	-4,8	-6,1	-5,6	-6,1
Vapaa kassavirta	7,7	8,4	6,8	6,6	5,2

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	7,9	7,7	6,8	7,3	6,4
EV/EBIT (oik.)	11,8	11,1	10,1	11,2	9,6
P/E (oik.)	15,5	14,5	12,2	13,9	12,0
P/B	2,8	2,5	2,0	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,4 %	4,9 %	5,3 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,39	0,34	0,38	0,29	0,37
EPS (oikaistu)	0,35	0,34	0,38	0,32	0,37
Operat. Kassavirta / osake	0,68	0,74	0,73	0,69	0,64
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,43	0,47	0,39	0,37	0,29
Omapääoma / osake	1,94	2,02	2,27	2,33	2,47
Osinko / osake	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	2 %	4 %	-3 %	3 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	61 %	-4 %	3 %	-11 %	13 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	87 %	-2 %	-1 %	-13 %	16 %
EPS oik. kasvu-%	170 %	-1 %	11 %	-15 %	16 %
Käyttökate-%	17,3 %	15,9 %	16,8 %	14,6 %	15,8 %
Oik. Liikevoitto-%	11,7 %	11,0 %	11,2 %	9,5 %	10,5 %
Liikevoitto-%	12,5 %	11,0 %	11,2 %	8,9 %	10,5 %
ROE-%	21,5 %	17,4 %	17,8 %	12,6 %	15,6 %
ROI-%	16,0 %	14,6 %	14,5 %	11,7 %	14,4 %
Omavaraisuusaste	40,3 %	41,9 %	46,8 %	48,8 %	49,8 %
Nettovelkaantumisaste	64,8 %	56,8 %	41,2 %	36,8 %	35,5 %
Nettovelka/käyttökate	1,5	1,4	1,1	1,2	1,0
EBITDA/nettorahoituskulut	6,7	6,9	12,4	9,2	9,4

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 tulevista. 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 sijoitus-suosituksia 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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
26/03/2021	Lisää	8,50 €	7,42 €
12/05/2021	Lisää	11,00 €	10,15 €
26/08/2021	Lisää	13,00 €	11,48 €
20/09/2021	Osta	13,00 €	10,50 €
11/11/2021	Lisää	12,50 €	11,63 €
Analyytikko vaihtuu			
13/01/2022	Lisää	11,50 €	10,44 €
10/03/2022	Lisää	8,00 €	7,14 €
11/05/2022	Vähennä	7,00 €	6,68 €
26/08/2022	Vähennä	5,00 €	5,42 €
11/10/2022	Lisää	4,40 €	3,93 €
14/11/2022	Lisää	5,80 €	5,27 €
09/03/2023	Lisää	5,60 €	5,05 €
18/05/2023	Lisää	5,60 €	4,99 €
25/08/2023	Lisää	5,40 €	4,64 €
08/11/2023	Osta	6,00 €	4,95 €
06/03/2024	Lisää	7,00 €	6,39 €
22/03/2024	Lisää	7,00 €	6,26 €
16/05/2024	Lisää	7,20 €	6,74 €
23/08/2024	Lisää	7,00 €	6,34 €
17/11/2024	Osta	6,50 €	5,54 €
26/02/2025	Lisää	6,00 €	5,22 €
13/03/2025	Lisää	6,00 €	5,24 €
16/05/2025	Lisää	5,50 €	4,87 €
22/08/2025	Lisää	5,50 €	4,82 €
14/11/2025	Lisää	5,50 €	4,97 €
06/03/2026	Lisää	5,30 €	4,66 €
14/04/2026	Vähennä	5,00 €	4,92 €
08/05/2026	Vähennä	4,40 €	4,31 €
19/08/2026	Lisää	4,80 €	4,45 €
15/10/2026	Vähennä	4,60 €	4,50 €



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 sijoittajatieto. 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.**