

# Anora

Seurannan aloitus

27.9.2022 8:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tuotto-odotus lähinnä osingon varassa

Anora on Pohjoismaiden markkinajohtaja viineissä ja väkevässä alkoholihuomissa. Orgaaninen kasvu on tasaisen markkinan takia vaatimatonta, ja odotammekin lähivuosien tuloskasvun olevan lähinnä yrityskauppojen ja synergioiden sekä raaka-ainekustannusten tasoittumisen ansiota. Pidemmän aikavälin tuloskasvun puuttuessa, Anoran tuotto-odotus nojaa lähinnä noin 6 % osinkotuottoon. Arvostus näyttää nykytasolla suhteellisen oikealta, jonka vuoksi emme näe osaketta houkuttelevana. Aloitamme Anoran seurannan vähennä suosituksella ja 7,5 euron tavoitehinnalla.

## Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien juomien tuottaja ja jakelija

Anora syntyi syyskuussa 2021 suomalaisesta Altiasta ja norjalaisesta Arcusista, jotka olivat molemmat väkevien alkoholijuomien ja viinien tuottajia, maahantuojia ja jakelijoita. Anora osti kesäkuussa 2022 Tanskan johtavan viiniyhtiön Globus Winen. Anora on nykyisin Pohjoismaiden suurin toimija sekä viinien että väkevien alkoholijuomien markkinalla. Yhtiöllä on sekä omia brändejä että päämiesbrändejä, joita se jakelee. Potentiaalinen kilpailuetu muodostuu mielestämme lähinnä omien brändien vetovoimasta kilpailijoihin verrattuna sekä Anoran vahvasta asemasta Pohjoismaissa, joka tekee siitä kiinnostavan jakelukumppanin.

## Markkinakehitys ja historiallinen tulos tasainen korona-aika pois lukien

Alkoholijuomien markkina Pohjoismaissa on hyvin tasainen. Anora arvioi viime vuosien volyymikasvun olleen 1-2 % ja tulevien vuosien noin 1 % positiivinen. Kuitenkin etenkin Suomessa alkoholin kokonaiskulutus on ollut laskeva jo joitain vuosia ja näemme riskin, että Pohjoismaissakin markkina tasaantuu tai kääntyy pieneen laskuun. Anoran markkina-aseman ollessa jo vahva, näemme merkittävän markkinaosuuksien voittamisen vaikeana. Näin ollen orgaanisen kasvun näkymä yhtiölle on mielestämme vaatimatonta. Tuloksen suhteen Anoran edeltäjät ovat olleet varsin tasaisia esim. vuosina 2016-19. Korona-aikana kysyntä ohjautui voimakkaasti alkoholin vähittäiskaupan monopoliketjuille, joka tuki Anoran kannattavuutta 2020-21.

## Globus Winen osto ja fuusiosyngiat tukevat tuloskasvua lähivuosille

Anora ohjeistaa tämän vuoden vertailukelpoisen käyttökattteen olevan 75-85 MEUR eli tippuvan selvästi kahden edellisvuoden noin 100 MEUR:n tasosta ja palaten korona-aikaa edeltävälle tasolle. Myyntikanavien normalisoitumisen lisäksi yhtiötä painaa tänä vuonna merkittävästi noussut ohran hinta. Odotamme Anoran kuitenkin pääsevän ohjeistuksensa ylälaitaan ja ennustamme 84 MEUR:n vertailukelpoista käyttökattetta. Vuosina 2023-24 tuloskasvua tukevat mielestämme 1) Globus Winen liittyminen Anoraan 2) Ohran hinnan tasoittuminen ja/tai sitä kompensoivien hinnankorotusten läpivienti 3) Altian ja Arcusin 8-10 MEUR:n fuusiosyngioiden realisoituminen. Näiden sekä pienen orgaanisen kasvun avulla uskomme yhtiön yltävän noin 95 MEUR:n käyttökattetasolle vuosina 2024-25.

## Lähinnä osingon varassa oleva tuotto-odotus jää liian pieneksi

Vaikka odotamme Anoralta tuloskasvua lähivuosina, näemme että tuotto-odotus jää lähinnä osinkotuoton varaan, joka on ennusteissamme 6 %:n luokkaa. Lähivuosien tuloskerroin P/E 14-15x on mielestämme kohdallaan tai hieman yläkanttiin. Ennustamme Anoran tekevän suunnilleen tuottovaatimusta vastaavaa eli 7-8 %:n pääoman tuottoa, jolloin P/B 1,0 taso näyttää perustellulta.

## Suositus

Vähennä

7,50 EUR

Osakekurssi:

7,10



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	665,0	709,8	727,3	741,8
<b>kasvu-%</b>	94 %	7 %	2 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	69,8	51,4	53,6	60,0
<b>EBIT-% oik.</b>	10,5 %	7,2 %	7,4 %	8,1 %
<b>Nettotulos</b>	42,7	25,7	32,5	38,3
<b>EPS (oik.)</b>	1,04	0,49	0,48	0,57

<b>P/E (oik.)</b>	10,5	14,4	14,8	12,5
<b>P/B</b>	1,5	1,0	1,0	0,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,1 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,4	12,8	11,8	10,3
<b>EV/EBITDA</b>	9,1	8,6	7,2	6,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	0,9	0,9	0,8

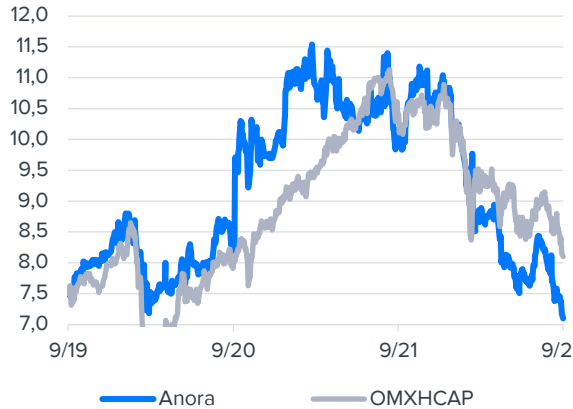
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

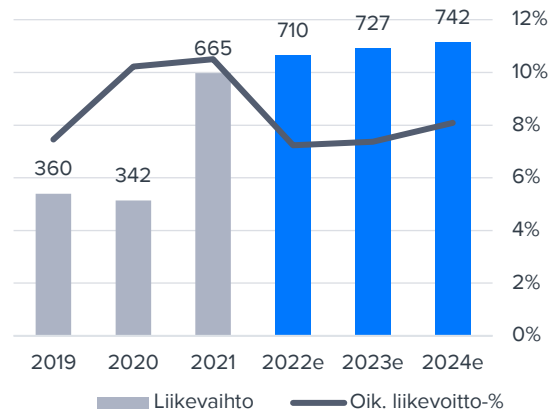
Vuonna 2022 Anoran vertailukelpoisen käyttökattteen odotetaan olevan 75–85 miljoonan euron välillä.

## Osakekurssi



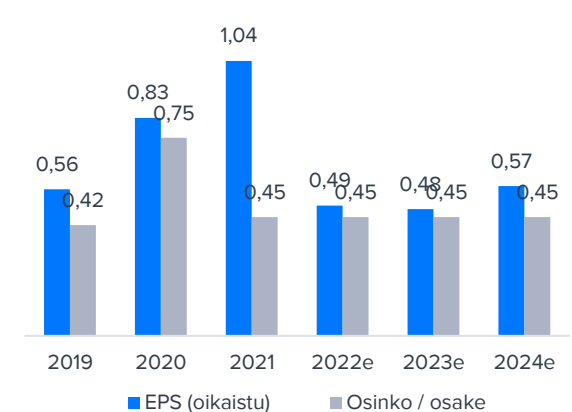
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vahva markkina-asema ja laaja tuoteportfolio
- Vakaa markkina ja tasainen kannattavuus
- Fuusion synergiahyödyt tukevat kasvua ja kannattavuutta lähivuosina
- Hyvä osingonmaksukyky



### Riskitekijät

- Kysynnän normalisoituminen koronan jälkeen painaa tulosta
- Ohran hinnan vaihtelu vaikuttaa tulokseen
- Anora etsii jatkossakin yritysostoja, joihin sisältyy riskiä kauppahinnan ja integration suhteen
- Osinkoa saatetaan leikata, jos yhtiö haluaa panostaa enemmän kasvuun

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
<b>Osakekurssi</b>	7,10	7,10	7,10
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	67,6	67,6	67,6
<b>Markkina-arvo</b>	480	480	480
<b>Yritysarvo (EV)</b>	659	634	616
<b>P/E (oik.)</b>	14,4	14,8	12,5
<b>P/E</b>	18,7	14,8	12,5
<b>P/Kassavirta</b>	neg.	7,3	8,5
<b>P/B</b>	1,0	1,0	0,9
<b>P/S</b>	0,7	0,7	0,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,9	0,8
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	8,6	7,2	6,5
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,8	11,8	10,3
<b>Osinko/tulos (%)</b>	118,5 %	93,6 %	79,4 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,3 %	6,3 %	6,3 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>s. 5-14</b>
Sijoitusprofiili	<b>s. 15-17</b>
Toimiala ja kilpailijat	<b>s. 18-21</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>s. 22-23</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	<b>s. 24-25</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>s. 26-31</b>
Taulukot	<b>s. 32-37</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>s. 38-29</b>

# Anora lyhyesti

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

## 1888 / 1922

Anoran edeltäjien perustamisvuosi Suomessa / Norjassa

## 9/2021

Altia ja Arcus yhdistyivät Anoraksi

## 710 MEUR

Liikevaihto 2022e

## 84 MEUR (11.8 % lv:sta)

Vertailukelpoinen käyttökate 2022e

## #1

Markkina-asema Pohjoismaiden viinimarkkinalla

## #1

Markkina-asema Pohjoismaiden väkevien alkoholijuomien markkinalla

## 1117

Henkilöstö Q222 lopussa

## 7

Omaa tuotantolaitosta

### 1919 – 1990 - luku

- Anoran edeltäjät kuuluivat Suomen ja Norjan valtiomisteiseen alkoholiyhtiöön, joka hoiti myös vähittäismyynnin, 1990-luvulle asti
- 1990-luvun lopussa ETA:n (Euroopan talousalue) säännöt vaativat purkamaan alkoholin valmistus- ja tukkumyynin- ja ulkomaankauppanopolit

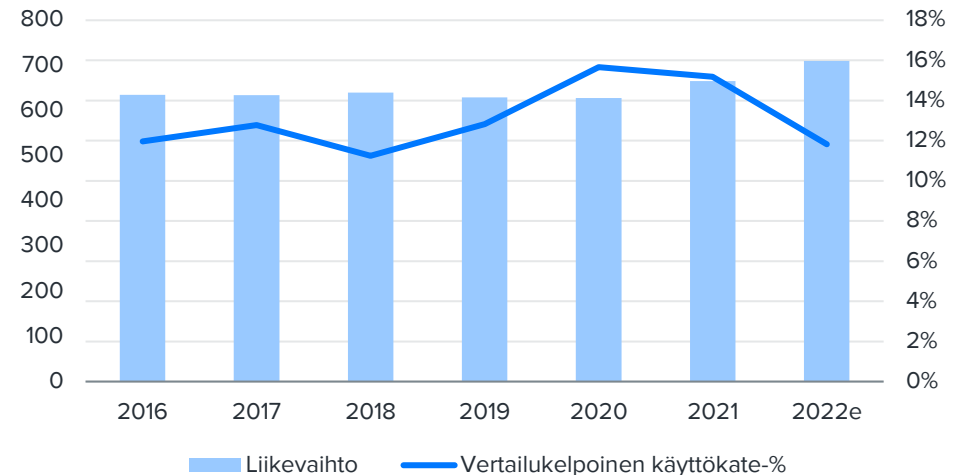
### 1990-luvun loppu - 2016

- Alkoholivalmistus (Altia) ja vähittäismyynti (Alko) eriytetään ja valtion omistama Altia perustetaan Suomessa 1999
- Norjassa vastaavasti Arcus perustettiin 1996 ja vähittäiskauppaa jatkoi Vinmonopolet
- Kumpikin laajentui kansainvälisesti tämän jälkeen

### 2016 -

- Arcus yksityistettiin vaiheittain 2000-luvun alussa ja listattiin pörssiin 2016 lopussa
- Altia listautui pörssiin 2018
- Arcus ja Altia ilmoittivat fuusiosta syyskuussa 2020 ja yhdistyminen toteutui syyskuussa 2021
- Uuden yhtiön nimeksi tuli Anora
- Anora osti kesäkuussa 2022 tanskalaisen Globus Wine -yhtiön

## Anora pro forma liikevaihto ja kannattavuus



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

## Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien juomien tuottaja ja jakelija

Anora on muodostunut suomalaisesta Altiasta ja norjalaisesta Arcusista, jotka olivat molemmat alkoholin tuottajia, maahantuojia ja jakelijoita. Anoran edeltäjät ovat laajentuneet myös aiemmin yritysostoilla ja Anora on nykyisin Pohjoismaiden suurin toimija sekä viinien että väkevien alkoholijuomien markkinalla. Yhtiöllä on sekä omia brändejä että päämiesbrändejä, joita se jakelee. Potentiaalinen kilpailuetu muodostuu mielestämme lähinnä omien brändien vetovoimasta kilpailijoihin verrattuna sekä Anoran vahvasta asemasta Pohjoismaissa, joka tekee siitä kiinnostavan jakelukumppanin.

Anora osti tanskalaisen Globus Winen kesäkuussa 2022, mutta pääosa tämän raportin luvuista viittaavat liiketoimintaan ilman Globusta, koska yhtiö ei ole antanut tarkempia tietoja esim. tuotetaj jakelukanavajakaumasta sisältäen Globuksen. Huomioimme Globuksen mahdollisuuksien mukaan ja ennusteissamme yhtiö on luonnollisesti mukana. Muuten käytämme pääasiassa pro forma lukuja, jotka huomioivat Altian ja Arcusin yhdistymisen.

Anoran markkina-asema Pohjoismaissa väkevässä juomissa on vahva, markkinaosuuden vaihdellussa tuoteryhmästä riippuen 15 %:sta jopa yli 50 %:iin. Viineissä markkina on hajaantuneempi ja Anoran markkinaosuus on noin 15 %.

Maantieteellisesti Anora pitää ykkösasemaa hallussaan sekä viineissä että väkevässä vanhoilla kotimarkkinoillaan eli Suomessa ja Norjassa. Tanskassa se on #2 väkevässä ja viineissä #1, kun taas Ruotsissa se on viineissä #2 ja väkevässä #1.

Näiden markkinoiden lisäksi Anoralla on vientiä noin 30 maahan, mutta niissä kokonaismarkkinaosuudet ovat vaatimattomia.

Anora on 2022 alkaen organisoitunut kolmeen segmenttiin: Wine, Spirits ja Industrial. Käymme myöhemmin tarkemmin läpi nämä segmenttikohtaisesti.

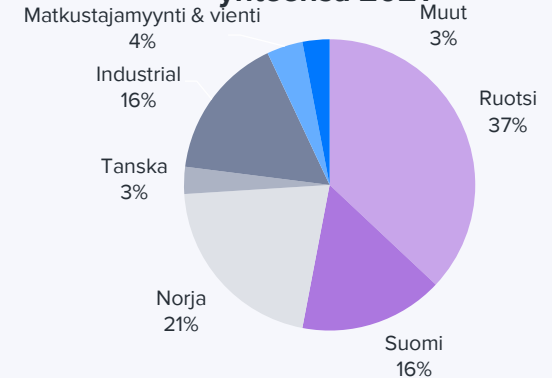
## Jakelu pääosin monopoliketjujen kautta

Anoran päämyyntikanava on valtion omistamat alkoholin monopolikaupat. Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa lainsäädäntö rajoittaa viinien ja väkevien myynnin monopoliketjuille, joita ovat Alko Suomessa, Systembolaget Ruotsissa ja Vinmonopolet Norjassa. Nämä kattoivat lähes 80 % juomien myynnistä 2021. Koronavuosina 2020-21 monopoliketjujen osuus myynnistä kasvoi, kun ravintolat olivat kiinni ja matkustajamyynni väheni. Myynni monopoliketjuille on marginaaliprofiiltaan jonkin verran muita kanavia kannattavampaa, joka tuki Anoran kannattavuutta vuosina 2020-21.

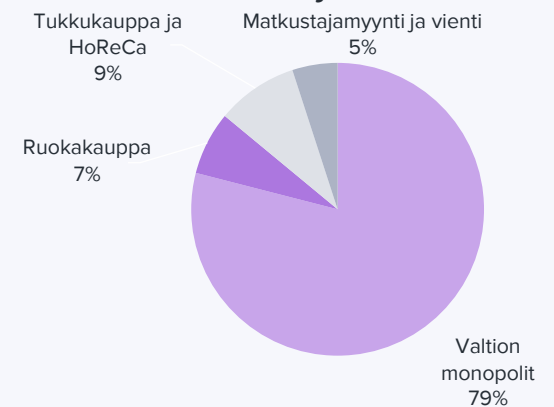
Jäljelle jäävä 20 % Anoran vuoden 2021 juomien myynnistä jakautui muuhun vähittäiskauppaan, tukkumyyntiin, HoReCa myyntiin eli ravintoloille tms, sekä vientiin. Tanskassa alkoholijuomamarkkina on vapaampi ja ruokakaupoissa voi myydä myös viinejä ja väkeviä. Anoran ostaman Globus Winen jakelu tapahtuikin täysin vähittäiskauppojen kautta.

Hinnankorotuksiin monopoliketjuissa on mahdollisuus tyypillisesti kaksi kertaa vuodessa, Norjassa kolme. Matkustajamyynnissä hintojen päivitys on tyypillisesti vain kerran vuodessa. Industrial –toiminnoissa on hinnoitteluväli vaihtelee.



## Myynni maittain, Arcus & Altia yhteensä 2021



## Juomien myynni jakelukanavittain, Arcus & Altia yhteensä 2021



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9 - tuoteryhmät

Tuoteryhmä	Kuvaus	Esimerkkejä omista brändeistä	Esimerkkejä päämiesbrändeistä	Osuus liikevaihdosta 2021 (Altia & Arcus yhteensä)
Viinit	<ul style="list-style-type: none"> <li>Päämiesten ja omien viinibrändien kehitys, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa</li> <li>Useita kymmeniä päämiesbrändejä</li> <li>Laaja valikoima puna- valko- ja kuohuviinejä sekä esim. glögejä</li> </ul>			46%
Väkevät	<ul style="list-style-type: none"> <li>Päämiesten ja omien väkevien juomien brändien kehitys, tuotanto, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa</li> <li>Laaja valikoima eri väkevien kategorioissa</li> <li>Sisältää myös RTD-juomat eli etanolipohjaiset miedot juomat</li> </ul>			32%
Industrial	<ul style="list-style-type: none"> <li>Teolliset tuotteet kuten viljaviina, tekninen etanoli, ohratäkkelys ja rehuraaka-aine</li> <li>Sopimusvalmistus, etenkin Finlandia vodkan valmistus Brown Formanille</li> </ul>			16%
Logistiikka	<ul style="list-style-type: none"> <li>Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa, jonka kautta kulkee myös muita kuin Anoran tuotteita asiakkaille</li> </ul>			5 %
Muut juomat	<ul style="list-style-type: none"> <li>Muun muassa alkoholittomat tuotteet</li> </ul>			1 %

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

## Ohra pääraaka-aineena

Omien brändien osalta Anora tuottaa itse raaka-aineista väkeviä juomia, kun taas viinit hankitaan viinintuotantoalueilta ja pakataan yleensä Anoran tehtaissa. Näin ollen suora raaka-aineriski kohdistuu lähinnä väkevien tuotantoon, jossa Suomessa käytetty ohra on tärkein yksittäinen raaka-aine. Anora käyttää yli 200 miljoonaa kiloa ohraa vuosittain eli noin 10 % Suomen ohrasadosta ja noin kolmanneksen Suomessa myytävästä ohrasta. Ohra hankitaan joko suoraan tiloilta tai viljakauppailta.

Ohran hinta määräytyy tyypillisesti syksyllä kerättävän sadon määrän ja laadun perusteella, mutta sillä on markkinahinta, joka reagoi myös globaaleihin liikkeisiin rahoitus- ja hyödykemarkkinoilla. Viimeisen vuoden aikana ohran hinta on ollut poikkeuksellisen korkea huonon sadon sekä Ukrainan sodan aiheuttamien saatavuusongelmien takia. Ohran hintaan ei ole olemassa suojausinstrumentteja, joten Anora joutuu käytännössä ostamaan ohraa aina kulloiseenkin markkinahintaan. Anoralla on noin kuukauden varasto ohraa ja ostohinnat on sovittu pari kuukautta eteenpäin. Korkeampi ohran hinta pystytään viemään eteenpäin myyntihintoihin, mutta ei täysimääräisesti ja siihen liittyy myös aikaviivettä. Muut merkittävät raaka-aineet ovat esim. pullot, laatikot ja pakkausmateriaalit.

## Tuotantoa yhdeksässä omassa tehtaassa

Anoralla on yhteensä yhdeksän omaa tehdasta, jotka sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Norjassa,

Tanskassa, Virossa ja Ranskassa. Tuotantolaitokset on eritelty seuraavalla sivulla.

## Historiallisesti tasainen tuloksetkijä

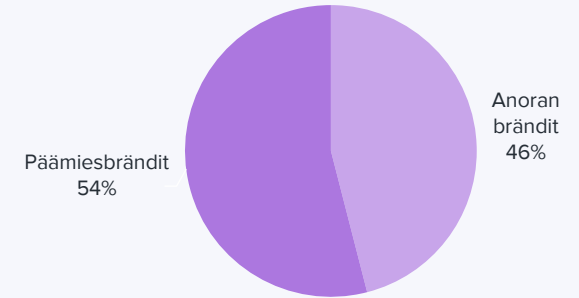
Alkoholin kysyntä on varsin tasaista ja tämän ansiosta myös Anoran edeltäjien taloudellinen kehitys ennen koronavuosia on ollut hyvin tasaista. Tulostaso on maltillinen, käyttökatemarginaalin ollessa 10-15 %:n välillä. Tätä painaa alas matalakatteisemmat jakelu (päämiesbrändit) sekä Industrial –segmentti.

Koska Anoran juomien liikevaihdosta noin puolet tulee päämiesbrändeistä, kasvu on pientä ja omissakin viinibrändeissä tuotanto on vain pullotusta, on sen investointitarpeet rajallisia. Tehtaat kuitenkin vaativat tietyn ylläpito- ja korvausinvestointien määrän, jonka arvioimme olevan noin 10 MEUR vuodessa.

## Tuloksetko painottuu loppuvuoteen

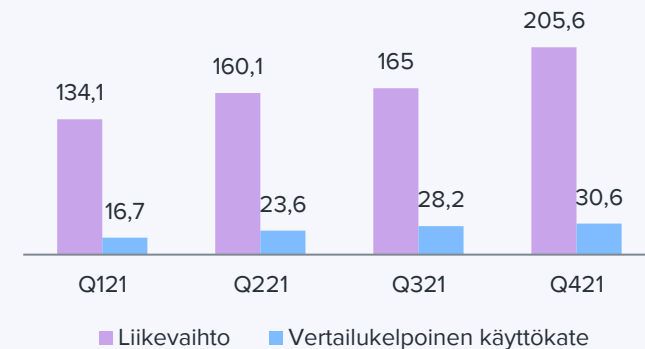
Alkoholimyynti on tyypillisesti suurempi juhlapyhinä, jonka vuoksi joulun ja uuden vuoden aika vuoden lopussa on tyypillisesti paras kvartaali Anoralle. Lisäksi glögin ja akvaviitin myynti keskittyy juhlapyhiin. Viime vuosina Q4 on tuonut reilut 30 % sekä myynnistä että käyttökatteesta. Normaali kausiluonteisuus on, että Q1 on heikoin ja siitä suoritus paranee joka kvartaali vuoden loppua kohti. Pääsiäisen ajoittuminen keväällä vaikuttaa tosin jonkin verran Q1 ja Q2 suhteelliseen painotukseen, mutta vappu, juhannus ja kesäsesongin alku ajaa joka tapauksessa Q2:n yleensä paremmaksi tuloskvartaaliksi.

## Juomien myynti brändikategorioittain (Altia ja Arcus yhteensä), 2021



Lähde: Anora

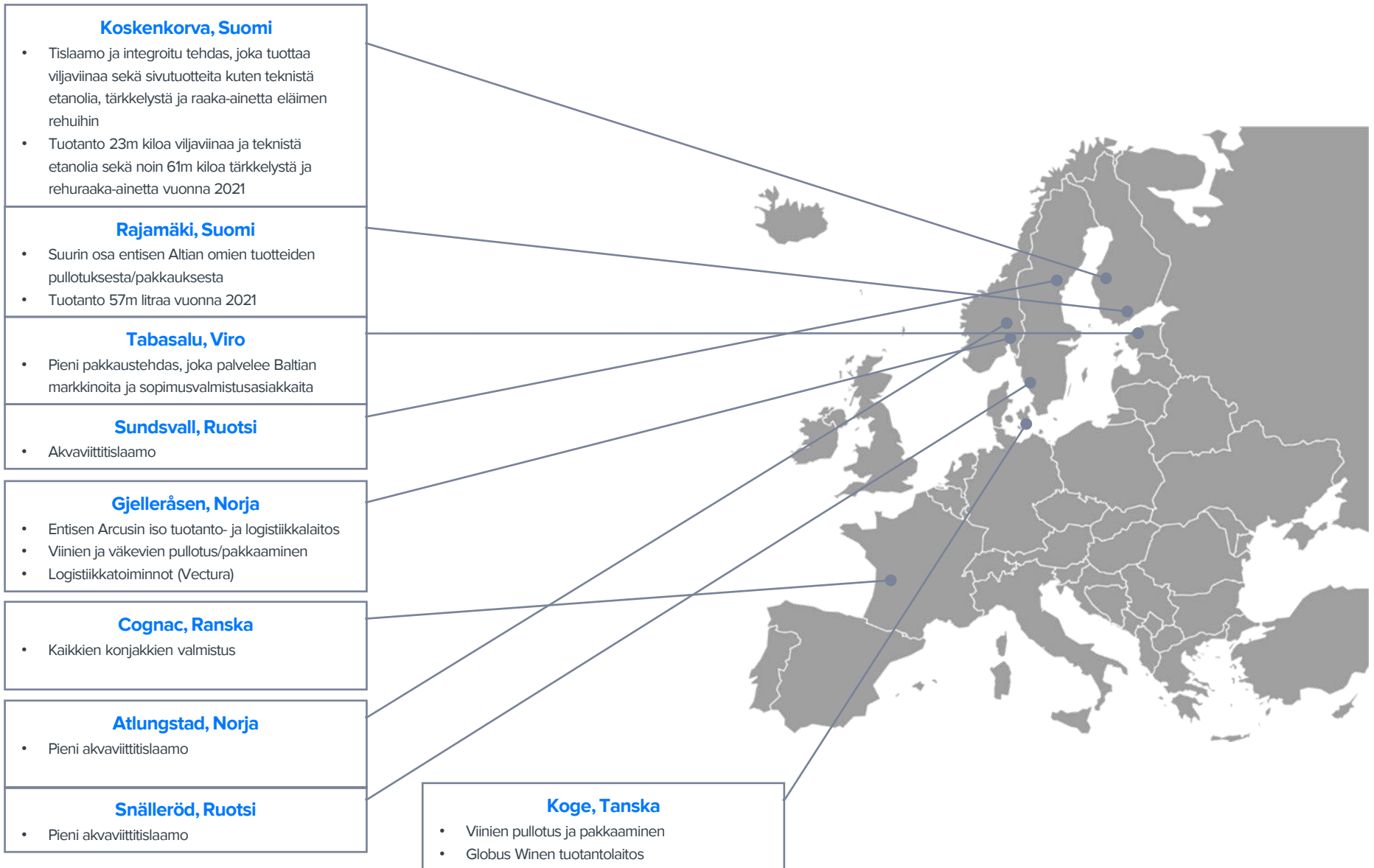
## Kausivaihtelu vuonna 2021 (MEUR)



Lähde: Anora, Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9 – tärkeimmät tuotantolaitokset



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

## Wine-segmentti (39 % pro forma 2021 vertailukelpoisesta käyttökatteesta)

Wine-liiketoiminta-alue kehittää, markkinoi ja myy päämiesten viinejä ja Anoran omia viinibrändejä Pohjoismaiden monopolimarkkinoilla. Pääasialliset myyntikanavat ovat samat kuin koko Anoralla eli valtioiden vähittäismyyntimonopolit Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä anniskelumyynti (HoReCa) ja päivittäistavarakauppa.

Viineissä Anoralla on päämiehiä laajalti eri viinialueilta ja -lajikkeista sekä myös eri hintaluokista. Tällä yhtiö varmistaa laajan tuoteportfolion, josta kukin asiakas voi löytää haluamansa. Anora on Pohjoismaiden johtava viinien myyjä, maakohtaisesti se on #1 Suomessa ja Norjassa ja #2 Ruotsissa. Globus Winen oston myötä Anora on myös Tanskassa #1 ja näin entistä vahvemmin Pohjoismaiden johtaja.

## Liiketoimintamalli perustuu useisiin pienempiin maahantuojiin

Viiniliiketoiminnassa toimintamalli on hieman poikkeava ja perustuu useiden pienten maahantuontiyhtiöiden käyttöön. Anoralla on kaikilla markkinoilla useita maahantuojia, joissa osassa työntekijät ovat myös omistajina, joka tukee yrittäjämäistä lähestymistä. Vaikka yhden maahantuojan tärkeimmät brändit voivat tuoda merkittävän osan sen tulovirrasta, Anoran laaja yhteistyö ja brändisalkku tasaa riskiä. Maahantuojien avulla viinintuottajat pääsevät markkinoille ilman omaa myyntiorganisaatiota ja siihen liittyviä kuluja. Usean pienen maahantuojan etu on, että ne toimivat henkilökohtaisemmin viinintuottajien kanssa ja myös hyvin itsenäisesti, mahdollistaen nopean ja joustavan toimintatavan.

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

## Pieni lisäarvo näkyy matalana katteena

Viinien pulloitus ja pakkaaminen tapahtuu Gjelleråsenissa (Norja) ja Rajamäellä (Suomi).

Arviomme mukaan päämiesbrändit vastaavat noin 75 % Wine-segmentin liikevaihdosta ja loput 25 % tulee omista brändeistä. Globus Wine myy vain omia brändejä, joten yrityskaupan myötä suhde tulee paranemaan.

Viiniliiketoiminnan katteet ovat suhteellisen matalia, joka johtuu nähdäksemme Anoran roolista lähinnä jakelijana (päämiesbrändit) tai pullottajana ja brändääjänä (omat brändit). Omien brändien kannattavuus on parempi.

Vuoden 2021 pro forma luvuilla Wine-segmentti teki 32 % bruttokatteen ja 13 % vertailukelpoisen käyttökatemarginaalin. Globus Wine puolestaan teki 12 % vertailukelpoisen käyttökatemarginaalin 2021. Lukuja tukee korona-ajan kohonnut kysyntä joten historiallinen taso lienee näitä lukuja jonkin verran matalampi. Entisen Arcusin Wine-segmentti teki 2016-19 kuitenkin lähes 12 %:n käyttökatemarginaalia.

Osana fuusiosta haettavia synergioita Anora on laajentanut yrittäjä-tyyppistä liiketoimintamallia viinien maahantuonnissa. Synergioita haetaan myös logistiikasta ja tuotantolaitoksen erikoistumisesta.

## Wine segmentin tärkeimpiä omia brändejä

CHILL  
OUT

BLOSSA  
GLÖGG

RubyZin

Falling  
FEATHER

## Wine segmentin tärkeimpiä päämiesbrändejä

Penfolds

MASI  
AGRICOLA



CHARLES  
SMITH  
WINES

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

## Spirits-segmentti (47% pro forma 2021 vertailukelpoisesta käyttökatteesta)

Spirits-liiketoiminta-alue kehittää, markkinoi ja myy päämiesten väkeviä alkoholijuomia ja Anoran omia väkevien alkoholijuomien brändejä. Myyntikanavia ovat sekä Pohjoismaiden monopolimarkkinat että Tanskassa normaali vähittäiskauppa. Spirits-segmenttiin sisältyy myös International-liiketoiminta-alue, joka vastaa Anoran omista toiminnoista Viron, Latvian, Tanskan ja Saksan markkinoilla sekä kansainvälisestä matkustajamyynnistä ja viennistä. Tärkeimmät myyntikanavat koko segmentin osalta ovat kuitenkin samat kuin koko Anoralla eli valtioiden vähittäismyymtimonopolit Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Tärkeimmät vientibrändit ovat Koskenkorva, Larsen, Linie ja Valhalla.

Pienemmät myyntikanavat eli ravintolat ja matkustajamyynni ovat tärkeitä brändin rakentamisen kannalta ja Anora näkeekin olevansa vahva näissä(kin) kanavissa.

## Pohjoismaiden suvereeni markkinajohtaja

Anoralla on laaja portfolio väkeviä alkoholijuomia, jonka avulla se on läsnä kaikissa kategorioissa ja hintaluokissa. Anoran markkina-asema väkevissä juomissa on vahva, se on #1 Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä #2 Tanskassa. Luonnollisesti yhtiö on näin ollen myös Pohjoismaiden suurin. Lisäksi yhtiö on #1 Saksan akvaviitti-segmentissä. Väkevien alkoholijuomien markkina on melko keskittynyt. Anoran markkinaosuudet monopolimyynnissä vaihtelevatkin tuoteryhmästä riippuen noin 15 %:sta yli 50 %:iin ja on keskimäärin

arvionne mukaan 37 % niissä tuoteryhmissä joissa Anoralla on tuotteita.

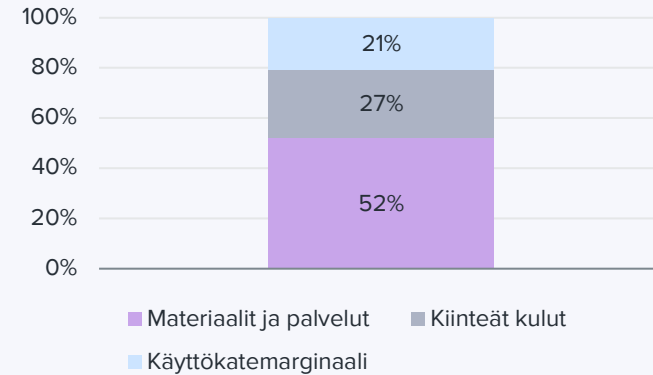
Spirits segmentillä on omia tislamoita mm. Suomen Koskenkorvassa ja Ruotsin Sundvallissa sekä konjakkilaitos Ranskassa. Pullotusta ja pakkausta tehdään yhtiön isoilla laitoksilla Gjelleråsenissa ja Rajamäellä.

## Marginaaliprofiili Anoran paras

Runsaan oman tuotannon ansiosta Spirits-segmentin kateprofiili on erilainen ja korkeampi kuin viineissä. Viime vuonna segmentin bruttokate oli 48% ja vertailukelpoinen käyttökatemarginaali 21%. Tässä on luultavasti hieman korona-ajan tuoman suotuisan myyntimixin tukea. Toisaalta tänä vuonna korkea ohran hinta on vaikuttanut segmentin tulokseen negatiivisesti. Arcusin entinen Spirits segmentti teki ennen koronavuotia 15-20 %:n käyttökatemarginaalia, jonka yläpään uskomme olevan kestävä marginaalitaso Anora Spiritis segmentille. Päämiesbrändien myynti on tässäkin segmentissä merkittävä osa ja mahdolliset partnerisopimusten loppumiset voivat vaikuttaa negatiivisesti segmentin tulokseen.

Spirits-segmentti pyrkii fuusion seurauksena luomaan yhteisen väkevien juomien portfolion ja hyötymään näin entistä vahvemmassa tuotetarjonnasta ristiin myymällä sitä Pohjoismaiden markkinoilla. Myös vientimarkkinoilla haetaan kasvua vahvan brändi/tuoteportfolion avulla. Lisäksi fuusio tarjoaa mahdollisuuksia tuotannon erikoistumisessa ja logistiikan tehostamisessa.

## Spirits-segmentin kustannusrakenne, 2021



Lähde: Inderes

## Ohran hinta Suomessa EUR / 1000kg



Lähde: Luke

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9 – Spirits kategorioittain

Tuoteryhmä	Maustamaton vodka	Akvaviitti	Konjakki	Gin	Katkerot	Liköörit	Viski	Rommi	Tequila	Muuta	Yhteensä
------------	-------------------	------------	----------	-----	----------	----------	-------	-------	---------	-------	----------

Anoran omia ja partnerien brändejä



<b>Markkinakoko M litraa</b>	20	3,0	4,6	4,5	1,4	8,1	13,5	2,6	0,3	5,7	63,7
<b>Anoran markkinaosuus</b>	54 %	69 %	30 %	17 %	31 %	30 %	22 %	17 %	24 %	39 %	37 %
<b>Anoran volyymi M litraa</b>	10,8	2,1	1,4	0,8	0,4	2,4	3,0	0,4	0,1	2,2	23,6

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

## Industrial segmentti (18% pro forma 2021 vertailukelpoisesta käyttökatteesta)

Industrial-liiketoiminta-alue sisältää Anoran teollisen liiketoiminnan eli vanhan Altian Industrial segmentin, toimitusketjutoiminnot ja logistiikkayhtiö Vecturan Norjassa.

## Teollista liiketoimintaa ja sopimusvalmistusta Suomessa

Teolliseen liiketoimintaan kuuluvat Koskenkorvan tislaamon toiminnot, mukaan lukien teolliset tuotteet (viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine) ja sopimusvalmistus Rajamäen tehtaalla. Pääraaka-aine teollisissa tuotteissa on ohra. Noin 30 % vanhan Altian Industrialin liikevaihdosta menee sisäiseen käyttöön, mutta sillä on myös runsaasti ulkoista myyntiä. Näiden tuotteiden logiikkana on hyödyntää kaikki prosessin sivuvirrat myytäviksi tuotteiksi, jossa Anora onnistuu hyvin.

Anoralla on myös sopimusvalmistus- ja logistiikkapalveluja päämiehilleen. Sopimusvalmistuksen osalta merkittävä sopimus on Finlandia Vodkan tuottaminen Brown Formanille. Tämä juontuu Finlandia Vodka –brändin myymisestä aikoinaan Brown Formanille, jonka yhteydessä Altia teki pitkän valmistussopimuksen. Sopimus on tällä hetkellä voimassa vuoden 2035 loppuun. Anoran mukaan tämä sopimus on merkittävä osa Industrial-segmentin ulkoista liikevaihtoa ja tukee hyvin Rajamäen tehtaan kapasiteetin hyödyntämistä.

## Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa

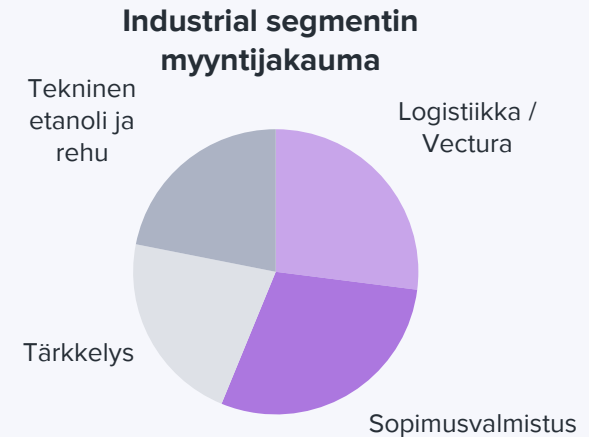
Logistiikkapalvelujen osalta tämä segmentti sisältää Arcusin aiemman logistiikkasegmentin eli

Vectura-nimisen logistiikkapalvelujen tuottajan. Vecturan logistiikkakeskus sijaitsee Gjelleråsenissa ja toimii tiiviissä yhteistyössä Anoran tuotannon kanssa. Vecturan toiminnasta noin kolmannes on Anoran omien ja päämiesten tuotteiden jakelua ja loput muiden asiakkaiden. Tuotteet toimitetaan tyyppisiin jakelukanaviin eli pääasiassa Norjan alkoholimonopoliketjulle Vinmonopoletille sekä ravintoloihin, hotelleihin ja baareihin.

## Toiminnan luonne pitää marginaalin matalana

Altia Industrial teki vuosina 2017-19 noin 8% vertailukelpoista käyttökatemarginaalia, mutta 2020-21 taso nousi 12-13 %:iin. Viime vuoden lopulta alkaen korkea ohran hinta on heikentänyt yksikön tulosta. Hinnoittelurakenteet näissä toiminnoissa pitäisi kuitenkin taata ainakin jonkinlaisen voitollisen tuloksen kustannusten noususta huolimatta. Arcusin logistiikkatoiminnot ovat historiallisesti tehneet vain hienoista tulosta käyttökateetasolla, katteen ollessa parhaimmillaankin vain 4-5 % vuosina 2017-19. Koronan tuoma iso volyymikasvu on aiheuttanut haasteita ja lisäkuluja logistiikkatoiminnoille, jonka takia korona-aikana kannattavuus on ollut tätä heikompi, esim. vuonna 2020 nollassa. Yhdistettynä tämä segmentti teki pro forma 2021 luvuilla 7% käyttökateetta. Uskomme, että vanhan Altian toimintojen osalta kate tulee asettumaan viime vuosia matalammalle tasolle, mutta toisaalta Norjan logistiikkatoimintojen kannattavuus tulee paranemaan kun volyymit normalisoituvat.

Nähdäksemme fuusion hyödyt eivät merkittävästi kosketa Industrial-liiketoimintaa, mutta logistiikan ja hankinnan puolella saadaan synergiahyötyjä.



Lähde: Anora/Altia, Inderesin arvio

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

## Kaksi pääomistajaa

Anoralla on kaksi isoa omistajaa eli entisten Altian ja Arcuksen pääomistajat: Suomen valtion sijoitusyhtiö Solidium (19 %) ja Norjalainen sijoitusyhtiö Canica (22 %). Vaikka molemmat ovat pitkäaikaisia omistajia, näemme mahdollisena, että kumpi tahansa näistä olisi valmis vähentämään omistustaan ainakin 10 %:n tasolle, eikä omistuksesta kokonaan luopumisellekaan ole mitään estettä. Näiden lisäksi Norjalaisen varustamomogulin John Fredriksenin vaikutuspiiriin kuuluva Geveran omistaa 5 % Anorasta.

Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että pääomistajat haluavat nähdä fuusion synergiahyoityjen tulosvaikutuksen ainakin pääosin, ennen kuin luopuvat isommassa mittakaavassa omistuksestaan.

## Kansainvälinen johto

Anoran toimitusjohtajana on Pekka Tennilä, joka on toiminut Altian toimitusjohtajana 2014 alkaen. Tätä ennen Tennilä toimi Carlsbergillä erilaisissa johtotehtävissä. Tausta alkoholialalta on siis vankka.

Tennilä omistaa reilut 32 tuhatta Anoran osaketta eli kohtuullisen määrän, muttei kuitenkaan kohoa suurimpien osakkeenomistajien joukkoon.

Konsernin talousjohtaja on Norjalainen Sigmund Toth. Hän toimi ennen fuusiota Arcusin talousjohtajana ja on ollut Arcusilla vuodesta 2015. Toth omistaa 14 tuhatta Anoran osaketta.

Vuonna 2021 toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustinohjelmassa pääpaino oli yhtiön käyttökattteen kehityksessä sekä vähemmän liikevaihdon ja tapaturmataajuuden kehityksessä.

Anoran pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä perustettiin kesällä 2022, ja siinä on useampi eri ohjelma. Ensimmäisessä, vuosien 2022-24 ohjelmassa mittareina ovat liikevaihdon kasvu, osakekohtainen tulos (EPS), yhtiön osakkeen kokonaistuoton suhteelliseen kehitys sekä CO<sub>2</sub>-päästöjen vähentämiseen liitetty mittari.

Toisessa ohjelmassa mittarit ovat samat, mutta mittausjakso vain 2022-23. Erilliset ohjelmat samoilla tavoitteilla aiheuttavat mielestämme hämmennystä, mutta mittarit sinällään ovat järkeviä.

Hallitusta johtaa Arcusin entinen hallituksen puheenjohtaja Michael Holm Johansen, jonka työtausta on Coca-Colalta. Huomioimme positiivisena seikkana, että johdossa on runsaasti kansainvälistä kokemusta ja eri kansallisuuksia.

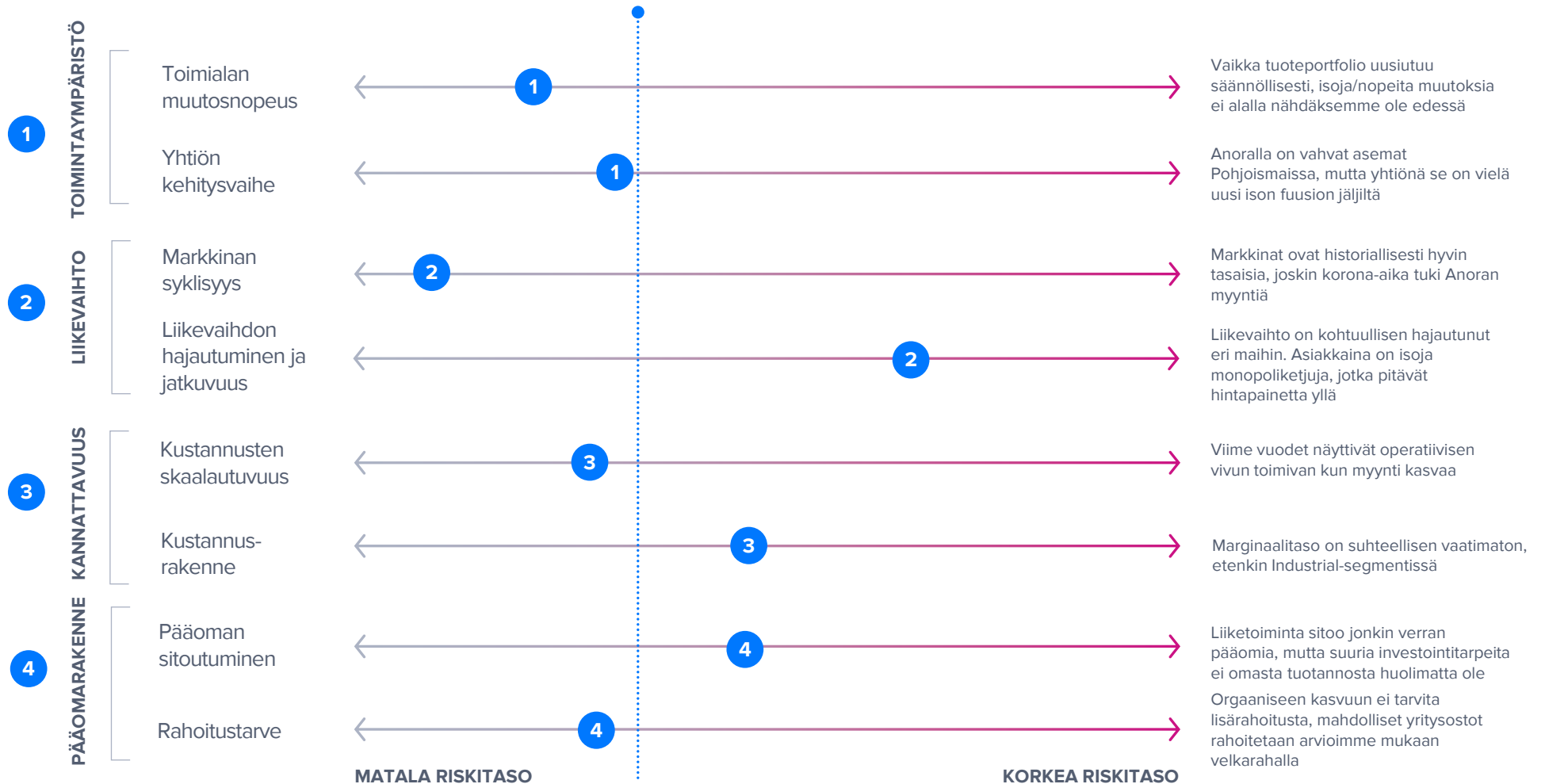
## Suurimmat omistajat 31.8.22\*

	Osuus
Solidium	19,4 %
Canica	22,4 %
Geveran Trading	4,6 %
Varma	3,0 %
Ilmarinen	2,0 %
WestStar	1,8 %
Elo	1,0 %
Veritas	0,5 %
Heikki Savolainen	0,4 %
Tapiola Trendi -rahasto	0,3 %

Lähde: Anora \*ulkomaisten Canican ja Geveranin omistus 30.6.

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Anoran liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Sijoitusprofiili 1/2

1.

**Vahva markkina-asema, tasainen kannattavuus ja laaja tuoteportfolio**

2.

**Fusion tuomat synergiahyödyt tukevat kasvua ja kannattavuutta lähivuosina**

3.

**Historiallisesti varsin vakaa markkina**

4.

**Pääoman tuotot pysyvät arviomme mukaan niiden kustannusten tasolla**

5.

**Mahdollisuus jatkaa laajentumista Euroopan markkinoille yritysostoilla**

6.

**Tasainen ja hyvä osingonmaksaja**

## Potentiaali



- **Syngergiat** Altian ja Arcusin yhdistymisestä on vasta vuosi ja syngergiat tulevat näkymään täysimääräisesti vasta muutaman vuoden kuluessa (etenkin mahdolliset myyntisyngergiat). Globus Wine tarjonnee myös lisämahdollisuuksia syngergioihin, joita yhtiö ei ole vielä julkistanut
- **Maantieteellinen laajentuminen** Anoran laajan Pohjoismaisen brändiportfolion avulla yhtiöllä on entistä parempi mahdollisuus kasvattaa myyntiä vientimarkkinoilla (väkevissä)
- **Täydentävät yritysostot** Yhtiö on kiinnostunut edelleen kasvamaan yritysostoin, jossa seuraava looginen askel olisi Keski-Eurooppa. Tämä voisi tuoda jälleen uutta ristiinmyyntisyngergiaa

## Riskit



- **Kysynnän normalisoituminen korona-ajan jälkeen painaa tulosta tänä vuonna**
- **Altistuminen ohran hinnan vaihtelulle:** Ohra on yhtiön pääraaka-aine ja sen hinnan nousu on vaikuttanut tulokseen negatiivisesti tänä vuonna.
- **Tuoteturvallisuudessa tapahtunut virhe tai muuten brändin/brändien luotettavuuden heikentyminen voi aiheuttaa kysynnän laskua:** Tätä riskiä kuitenkin hillitsee Anoran maantieteellinen hajautuminen ja lukuisat eri brändit
- **Yritysostoriskit:** Mahdollisissa tulevilla yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat omat riskinsä toimintaan



# Sijoitusprofiili 2/2

Käymme seuraavassa läpi Anoran kilpailuedut, vahvuudet/mahdollisuudet ja heikkoudet/riskit.

## Kilpailuedut rajallisia

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

Omien brändien osalta potentiaalinen kilpailuetu on brändin vahvuudessa. Tämän mittaaminen on vaikeaa, mutta markkinaosuudet antavat jotain kuvaa brändin vahvuudesta. Tästä kulmasta katsoen Anoran tunnetut väkevien brändit Koskenkorva maustamattomassa vodkassa sekä Linie & OP Anderson akvaviitissa näyttävät nauttivan jotain kilpailuetua, sillä niiden markkinaosuudet Pohjoismaissa ovat yli 50 %. Yhtiön laajuista kilpailuetua omissa brändeissä emme kuitenkaan näe. Kansainvälisiä kilpailijoita vastaan Anoran historia ja osaaminen monopolimarkkinoilla toimimisesta voi tuoda tiettyä etua, mutta selkeäksi kilpailueduksi emme tätäkään näe.

Päämiesbrändeissä tämä monopolimarkkinoiden pitkä osaaminen yhdistettynä vahvaan asemaan kaikilla Pohjoismaiden markkinoilla sen sijaan antaa mielestämme Anoralle kilpailuedun. Näissä jakelusopimuksissa kilpailijat ovat pienempiä yhtiöitä, joilla ei ole yhtä laajaa Pohjoismaista toimintaa, joskin paikalliset yhtiöt toki monopolimarkkinan toiminnan tuntevat siinä missä Anorakin. Anoran kautta päämiehien on siis helppo saada osaava jakelu koko Pohjoismaissa.

Industrial segmentin toiminnot ovat lähinnä sivuvirtojen käsittelyä ja logistiikkaa, jossa emme

sinällään näe kilpailuetuja. Sivuvirtojen hallinta on kuitenkin tärkeää Anoralle ja niistäkin pieneen tuloksen tekeminen on luonnollisesti positiivista koko konsernin tuloksenteon kannalta.

## Muita vahvuuksia ja mahdollisuudet

Anoran vahva asema Pohjoismaissa ja sen laaja brändiportfolio antavat sille myös hyvän aseman vientimarkkinoilla kasvun hakemiseen sekä viemään Pohjoismaisia tuotteita Eurooppaan mahdollisen yritysoston kautta. Anoralla on myös oma verkkokauppa Saksassa. Vientimarkkinoiden rooli Anorassa kokonaisuutena on kuitenkin rajallinen joten kasvu siellä ei nähdäksemme kovin nopeasti muuta koko Anoran kasvuprofiilia.

Anora näkee itsensä myös vastuullisuuden edelläkävijänä. Yhtiö pyrkii esim. vähentämään hiilidioksidipäästöjään ja siirtymään ilmastoystävällisempiin pakkauksiin. Anoralla ei kuitenkaan ole vielä selviä tavoitteita vastuullisuuden osalta, joten tavoitteiden vertaaminen muihin yhtiöihin tällä saralla ei ole mahdollista. Emme usko, että ainakaan kuluttajan silmissä Anoran vastuullisuusprofiililla on vaikutusta ostopäätöksiin, joten sen merkitys kysyntäpuolella on vähäinen.

Tuloksen osalta näemmä potentiaalia parantaa vuosina 2023-24, kun ohran hinnan negatiivinen vaikutus poistuu ja fuusiosynergiat näkyy enenevissä määrin.

## Heikkoudet ja riskit

Anoran selvänä heikkoutena näemme kitukasvuisen kohdemarkkinan, joka on osittain

johtanut yhtiön vaisuun historialliseen kasvuun. Anora tosin näkee pientä markkinakasvua myös tulevina vuosina, mutta alkoholin kulutustrendi on etenkin Suomessa kääntynyt alaspäin, joka voi jatkuessaan näkyä markkinan pienentymisenä. Anoralla on myös pieni valikoima alkoholittomia tuotteita ja se teki sijoituksen tanskalaiseen ISH – yhtiöön tänä vuonna, joka myy alkoholittomia juomia. Tämän toiminnan mittakaava on kuitenkin toistaiseksi niin pieni, ettei se nähdäksemme pysty kompensoimaan mahdollista alkoholin kulutuksen laskua.

Ennusteidemme mukaan Anoran pääoman tuotto jää suunnilleen sen tuottovaatimuksen tasolle, joka on Anoralle sijoituskohteena heikkous, sillä se rajoittaa pidemmän aikavälin tuotto-odotusta merkittävästi. Tämän nostaminen vaatisi selvää kannattavuuden parantumista tai pääoman kierron paranemista. Käsittelemme näitä myöhemmin.

Riskinä näemme päämiessopimusten vähentymisen, joka mielestämme voisi lähinnä aiheuttaa kansainvälisten alkoholituottajien konsolidoinnin jatkumisesta. Tämä voisi lisätä itse Pohjoismaisen jakelun hoitavien yritysten määrää.

# Toimiala- ja markkinakatsaus 1/4

Anoralle relevantit markkinat ovat lähinnä Pohjoismaiden viinien ja väkevien alkoholijuomien markkina. Lisäksi Industrial segmentin teollisilla tuotteilla on omat, erilliset, markkinansa.

## Markkina on hyvin tasainen

Viimeisimmät Anoran kertomat markkinaluvut ovat vuodelta 2020. Markkina on kuitenkin kehitykseltään tasainen, joten tämä antaa nykyisestäkin suurusluokasta nähdäksemme hyvän kuvan. Anora arvioi koko Pohjoismaiden viini- ja väkevien alkoholijuomien markkinoiden arvoksi noin 12 mrd EUR. Tästä noin 2/3 eli 8 mrd EUR on viinejä ja 1/3 eli 4 mrd EUR väkeviä alkoholijuomia. Nämä summat ovat kuitenkin vähittäismyyntihinnoin eli niitä ei voi suoraan verrata Anoran lukuihin esim. markkinaosuuksia laskiessa. Volyyymielessä markkinan koko on noin 640 M litraa, josta 87 % on viinejä ja 13 % väkeviä alkoholijuomia. Väkevien litrahinta on siis tuntuvasti viinejä korkeampi. Väkevien kokonaismarkkinaksi saadaan siis noin 83 M litraa, kun taas Anoran volyymi pelkästään monopolikanavissa on noin 24 M litraa. Tämä kuvaa Anoran vahvaa asemaa markkinalla.

Anora arvioi viinimarkkinan volyymikehityksen olleen lievästi nouseva, 1,7 % pa. vuosina 2015-20 ja se odottaa samanlaista keskimääräistä kasvua vuosille 2021-25. Väkevien osalta historiallinen kasvu on 1,2 % pa. ja ennuste 1,6 %.

Markkinakasvussa puhutaan siis hyvin pienistä luvuista, mutta kuitenkin positiivisen puolella. Alkoholijuomien markkina on myös hyvin defensiivinen ja tasainen eli siinä ei ole merkittäviä vuosittaisia vaihteluja. Koronavuodet 2020-21 tekevät tosin tähän poikkeuksen, etenkin jos katsotaan Anoralle tärkeää monopoliketjujen myyntiä. Korona-aikana kulutusta siirtyi ravintoloista ja matkustajamyynnistä monopoliketjuihin.

## Ruotsi suurin viinimarkkina, väkevissä Suomi lähellä

Maakohtaisista markkinoista löytyy tietoa monopoliketjujen kautta Suomesta, Ruotsista ja Norjasta. Näitä maita vertaillen Ruotsi erottuu erittäin suurena viinimarkkinana, volyymin ollessa noin 200 M litraa vuodessa, kun Suomi ja Norja jäävät noin 50 ja 65 M litraa tasoille. Tanska jää näiden väliin reilun 100 M litraa suuruisena. Olemme käyttäneet vuoden 2019 lukuja, sillä uskomme sen

antavan paremman kuvan kuin koronavuosien korkeampi myyntitaso. Ruotsissa Viva Wine Group on selvä markkinajohtaja. Anoran markkinaosuus on Ruotsissa suhteellisesti heikompi ja se on markkinakakkonen.

Tanskan viinimarkkina on henkeä kohden suhteutettuna runsaasti muita Pohjoismaita suurempi (yli 4 l / capita 100 % alkoholiksi muutettuna vs. muissa noin 3 l / capita). Tämä johtunee vapaammasta alkoholilainsäädännöstä, joka sallii alkoholin myynnin tavallisessa vähittäiskaupassa. Anoran ostama Globus on viineissä Tanskan markkinan ykkönen.

Väkevissä juomissa Ruotsi ja Suomi ovat saman kokoisia markkinoita, Norjan jäädessä pienemmäksi. Markkinoiden eroja voi osaltaan selittää erilaiset veropolitiikat. Suomessa ja Norjassa väkevien ja viinien verotus on suhteellisen lähellä toisiaan, kun taas Ruotsissa väkeviä verotetaan suhteessa selvästi viinejä rankemmin. Muihin Euroopan maihin monopolimarkkinoiden verotus on selvästi suurinta ja Tanskankin verotus sijoittuu keskiarvon yläpuolelle.

Yhtiötyyppiä Pohjoismaiden markkinalla	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Yhtiöitä mm.	Kuvaus
<b>Globaalit jätit</b>	<b>2 kpl</b>	<b>Yli 10 mrd EUR</b>	<b>Diageo, Pernod Ricard</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Kansainvälisiä jättejä, joilla on yli 200 brändin oma portfolio</li><li>Oma jakelu Pohjoismaissa, vahvempia väkevissä, mutta myös viinejä</li></ul>
<b>Alueelliset yhtiöt</b>	<b>~5 kpl</b>	<b>100-1000 MEUR</b>	<b>Anora, Viva Wine Group, Royal Unibrew, Hans Just</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Alueellisia toimijoita Pohjoismaissa</li><li>Muut lähinnä jakelua, Anoralla ja Vivalla myös omaa tuotantoa</li></ul>
<b>Paikalliset yhtiöt</b>	<b>Iso joukko</b>	<b>Alle 100 MEUR</b>		<ul style="list-style-type: none"><li>Paikallisia jakelijoita, enemmän viinimarkkinoilla kuin väkevissä</li></ul>

# Toimiala- ja markkinakatsaus 2/4

## Kilpailijakenttä on laaja

Olemme edellisen sivun taulukossa hahmottaneet Anoran kilpailijakenttää Pohjoismaissa. Se koostuu 1) globaaleista alkoholituottajista, jotka hoitavat itse tuotteidensa jakelun Pohjoismaista, 2) alueellisista yhtiöstä kuten Viva Wine group tai panimokonsernina paremmin tunnettu Royal Unibrew, ja 3) pienistä paikallisista jakelijoista. Väkevässä juomissa markkina on keskittyneempi, kun taas viineissä on laaja joukko kilpailijoita. Myös viineissä markkina on kuitenkin konsolidoitumassa ja jo nyt viisi suurinta toimijaa vastaa noin puolesta viinivolyymeista (Suomi, Ruotsi & Norja). Lista ei ole täydellinen ja pyrkii kuvaamaan vain Pohjoismaiden markkinoiden päätoimijoita.

Anoran markkina-aseman suhteen näemme riskinä, että kansainvälisen alkoholituottajien markkina konsolidoituu entisestään, jolloin isompi osa volyymeistä voisi tulla suoraan tuottajilta vähittäismyyntiin.

Marginaalien suhteen kilpailijoihin vertaaminen on jossain määrin hyödytöntä, sillä Anoran kaltaista sekä väkevässä että viineissä ja toisaalta sekä tuottajana että jakelijana toimivaa yhtiötä ei löydy. Isojen tuottajien marginaalit ovat Anoraan nähden moninkertaiset (liikevoittotasolla) kun taas puhtaat jakelijat jäävät hyvin pieniin marginaalitasoihin.

## Alkoholin myyntiä rajoitetaan ikärajoin

Alkoholien myyntiä rajataan kaikilla Anoran markkinoilla ikärajoin. Ikäraajat vaihtelevat juomien vahvuudesta ja myyntikanavasta riippuen. Vähittäiskaupassa rajat vaihtelevat 16-20 vuoden välillä (ks. taulukko oikealla), kun taas ravintoloissa saa tyypillisesti ostaa kaikkia alkoholijuomia 18 vuotiaana.

## Monopolimarkkinat rajoittavat mainontaa

Monopolimarkkinoilla myös alkoholin mainontaa on rajattu eri tavoin.

**Suomessa** laki kieltää kaiken vahvojen alkoholijuomien mainostamisen (yli 22 tilavuus-%). Tätä miedomprien alkoholijuomien mainostaminen on pääosin sallittu, joskin siihen liittyy rajoituksia esim. julkisten tilojen suhteen. Myöskään nuoriin ei saa suunnata alkoholimainontaa.

**Ruotsissa** alkoholimainostaminen kiellettiin kokonaan vuonna 2003, mutta sitä on sittemmin vapautettu. Yli 15 til-% juomien mainostaminen on edelleen täysin kielletty, samoin mainosten suuntaaminen alle 25 vuotiaille. Mainosten tyyliä ja esitystapaa on myös säännelty.

**Norjassa** kaikki yli 2,5 til-% alkoholijuomien mainostaminen on yksiselitteisesti kielletty.

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

Anoran tuotteiden kannalta mainostaminen on siis Tanskassa mahdollista kaikille tuotteille, Suomessa ja Ruotsissa viineille ja Norjassa vain marginaaliselle alkoholittomien tuotteiden osalle. Mainosten läsnäolo tai puute vaikuttaa luonnollisesti yhtiön ja sen kilpailijoiden mahdollisuuksien tukea tuotteiden myyntiä. Niitä osin, kun mainostaminen ei ole mahdollista, tuotteiden pääsyllä (monopoli)kauppojen hyllyyn on jo sinällään ratkaiseva merkitys. Tämä korostaa monopoliketjujen asemaa myös markkinaosuuksien jakautumisessa.

## Alkoholin oston ikäraajat vähittäiskaupassa Miedot\* Väkevät

<b>Suomi</b>	18	20
<b>Ruotsi</b>	20	20
<b>Norja</b>	18	20
<b>Tanska</b>	16	18
Lähde: Inderes		

\*miedot juomat tarkoittavat tyypillisesti noin 1-20 til-%, hieman vaihdellen markkinaohtaisesti. Ruotsissa enintään 3,5 % oluelle ikäraja on 18

## Monopoliketju

### Alko (Suomi)

## Monopolioikeudet

Kaikki yli 5,5 til-% juomat

### Systembolaget (Ruotsi)

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

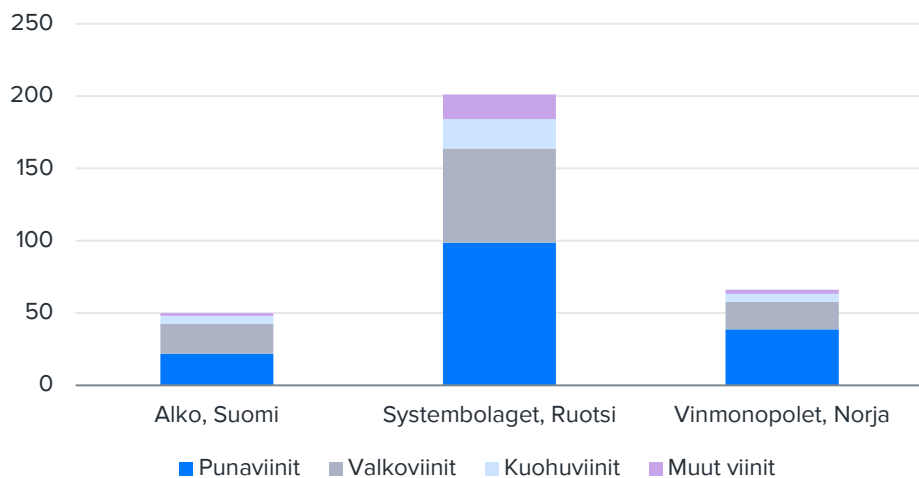
### Vinmonopolet (Norja)

Kaikki yli 4,75 til-% juomat

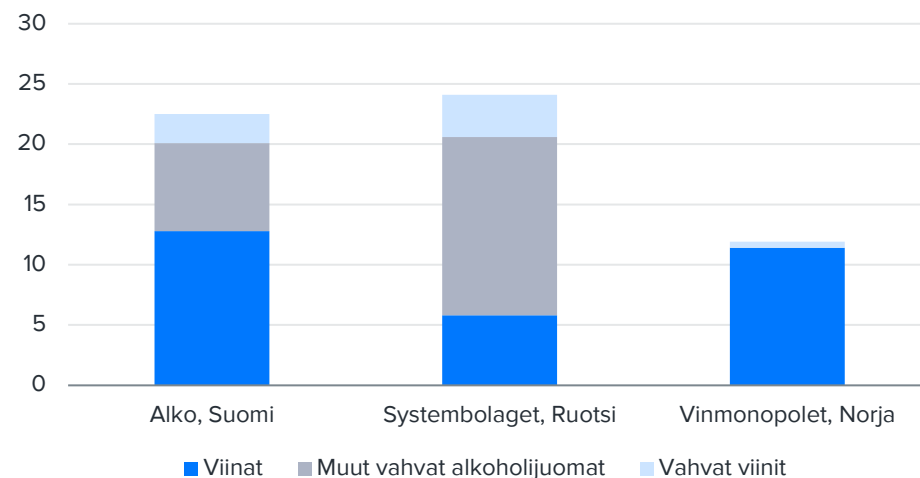
Lähde: Inderes

# Toimiala- ja markkinakatsaus 3/4

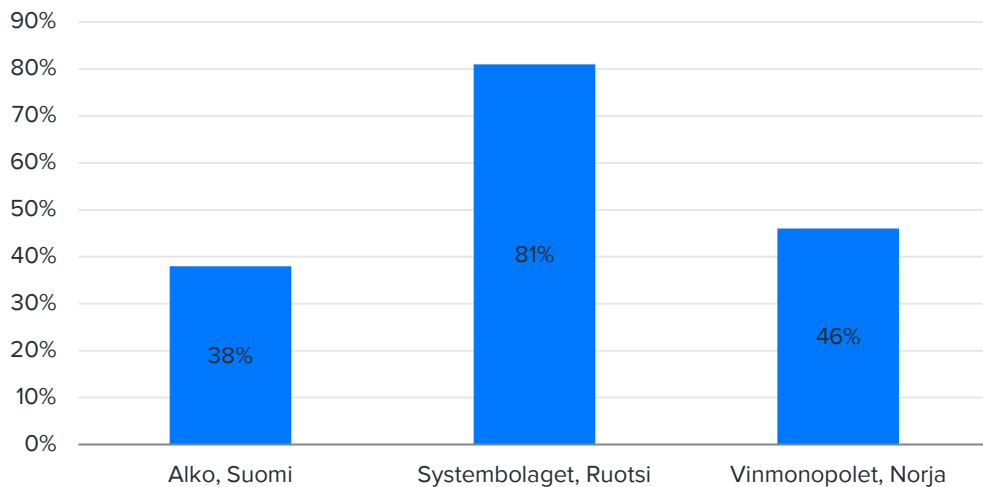
## Viinimyynti 2019, M litraa



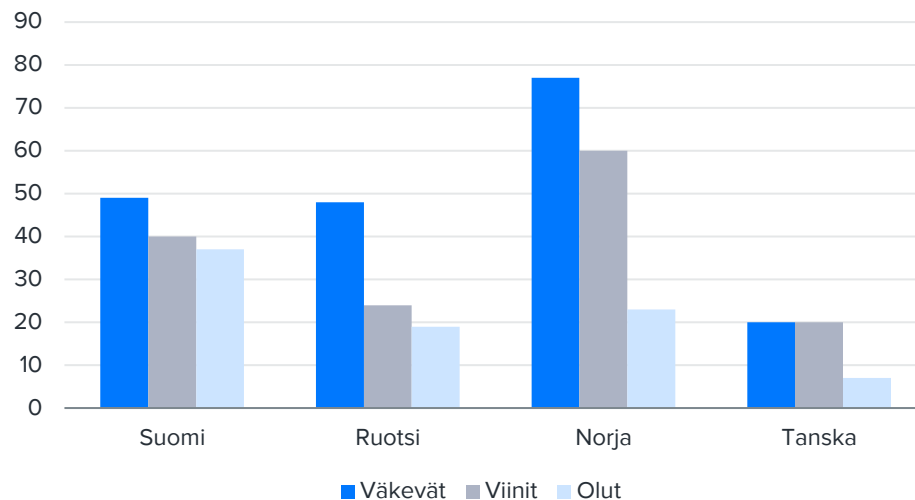
## Väkevien myynti 2019, M litraa



## Monopoliketjujen osuus alkoholinkulutuksesta



## Verotus, euroa per litra 100 % alkoholia



# Toimiala- ja markkinakatsaus 4/4

## Jakelu tapahtui lähinnä monopoliketjujen kautta

Kuten aiemmin mainittu, Anoran pääasialliset myyntikanavat ovat alkoholin monopoliketjut Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Nämä monopolit ovat mainituissa maissa ainoa vähittäismyyntikanava viineillä ja väkeville juomille. Tanska on markkinana erilainen, sillä siellä alkoholin myynti on vapaata.

Kaikilla monopoliketjuilla on saman tyyppinen prosessi, kun ne valitsevat mitä juomia he ottavat myyntiin. Näissä prosesseissa monopoliketjut tyypillisesti julkaisevat kuvauksen siitä, minkälaisen tuotteen (kategoria, ikä, maa, maku ja hinta) he haluavat. Tämän jälkeen tuottajat/maahantuojat kuten Anora toimittavat ehdotuksensa monopoliketjulle. Valintaprosessi on eri maissa hieman erilainen, perustuen joko vain viinin makuun tai se voi myös huomioida esim. pakkauksen/ulkoasun. Kaikki tuotenäytteet käy myös tarkan laaduntarkastuksen läpi.

Monopoliketjujen valikoimat jakautuvat tyypillisesti pestyihin tuotteisiin, kausi/tilapäisiin tuotteisiin ja tilausvalikoimaan. Tilausvalikoiman kautta voi päästä myös pysyvään valikoimaan, jos tuote saavuttaa tietyn myyntitason. Tällä tavalla tuotteita voi saada valikoimiin myös ilman monopoliketjusta lähtevää prosessia. Tilausvalikoiman kautta eteneminen onkin Anoran viineille tyypillisempi tapa päästä pysyvään valikoimaan kuin valintaprosessin kautta.

Nähdäksemme monopoliketjujen vaatimuksista lähtevä valikoiman valintatapa kuitenkin jossain määrin rajaa Anoran mahdollisuuksia itse etsiä ja tuoda markkinoille kuluttajia kiinnostavia tuotteita

(verrattuna täysin vapaaseen markkinaan). Toisaalta, kun tuote on päässyt valikoimiin, se säilyy siellä, mikäli tietyt myyntivolyymirajat ylittyy.

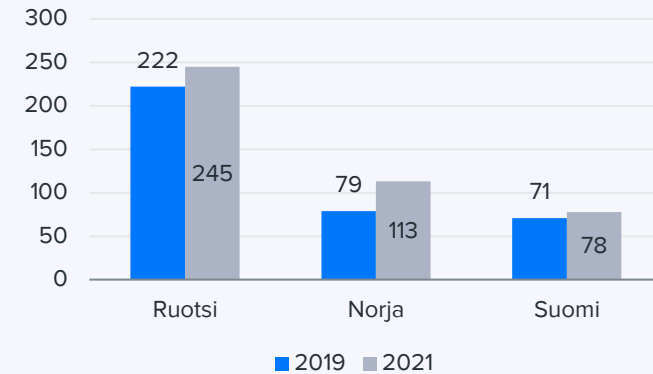
## Industrialin markkinat

Industrial segmentin osalta markkinat ovat varsin erilaiset. Teknisen etanolin tärkeimmät loppukäyttökohteet ovat teknokemikaalit, maalämpöpumppujen nesteet sekä lääke- ja pakkausteollisuus. Maalämpöpumppujen kasvava kysyntä tukee teknisen etanolin markkinaa. Anora on markkinajohtaja maalämpöpumppuneisteiden markkinassa Suomessa omalla Naturet-brändillään. Pääkilpailijat tässä markkinassa ovat Aspon omistama Telko sekä kansainväliset kemianjätit Ineos ja Cargill.

Tärkkelyksen osalta Anora tekee läheistä yhteistyötä suomalaisen Chemigaten kanssa ja myy myös suoraan panimo- ja ruokateollisuudelle. Yhtiö on vuonna 2018 arvioinut, että sillä on noin 25 % markkinaosuus Suomen tärkkelysmarkkinasta. Tärkkelyksen hinta määräytyy kuitenkin maailmanmarkkinoiden mukaan. Pääkilpailijoita on kansainväliset Cargill ja Roquette.

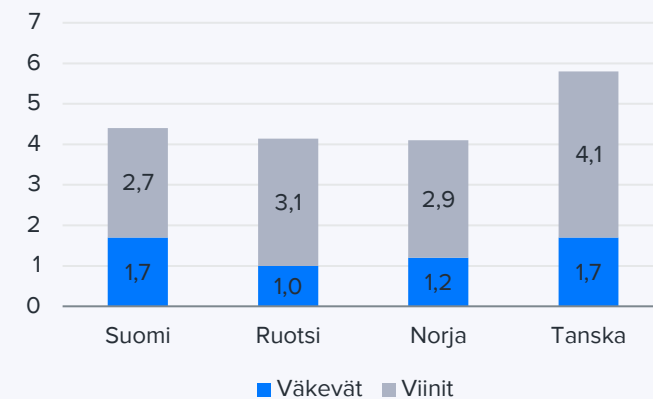
Rehuraaka-aineen osalta Anoralla on yhteistyösopimus Atrian omistaman A-Rehun kanssa, joka ostaa kaiken Anoralta syntyvänä rehuraaka-aineen.

## Korona kiihdytti monopoliketjujen myyntiä (m litraa)



Lähde: Anora

## Alkoholin kulutus vuodessa (litraa / henki, muutettuna 100 % alkoholiksi)



Lähde: Nordic Alcohol market raportti 2020 & 2021 / monopoliketjut, Inderes

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Anoran strategia ja taloudelliset tavoitteet vielä julkistamatta

Anoran synnyttyä syyskuussa 2021, se aloitti uuden strategian ja taloudellisten tavoitteiden suunnittelun. Käsittääksemme tämä työ on pitkälti valmis ja tarkoitus julkistaa loppuvuonna 2022 pidettävän pääomamarkkinapäivän yhteydessä. Tällä hetkellä Anoralla ei siis ole vielä selkeää julkistettua strategiaa, eikä taloudellisia tavoitteita yhdistyneelle yhtiöllä. Tarkastelemme kuitenkin Anoran julkistamia painopisteitä ja Arcuksen ja Altian aiempia taloudellisia tavoitteita ja pohdimme niiden pohjalta Anoran mahdollisia tulevia taloudellisia tavoitteita.

## Anoralla on viisi fokus-aluetta

Anoran fokusalueet ovat luonteeltaan varsin yleisellä tasolla olevia tavoitteita, eivätkä sisällä numeerisia tavoitteita tai selkeitä toimenpiteitä tavoitteiden saavuttamiseksi. Lisäksi fokus-alueet sisältävät käytännössä kaikkien Anoran eri osa-alueiden kasvattamisen/parantamisen, joten senkään puolesta ne eivät kerro meille kovinkaan paljon Anoran painopisteistä. Mielestämme kannattavuuden ja siten pääoman tuoton kannalta oleellimmat toimet olisivat omien brändien osuuden kasvattaminen, tehokkuuden parantuminen ja orgaaninen kasvu.

Näiden lisäksi Anoralla on kolme yhtiötä kuvaavaa ”teesiä”, jotka ovat: markkinajohtaja, kasvuhaluukkuus ja edelläkävijä vastuullisuudessa.

Anora järjestää pääomamarkkinapäivän 29.11. jonka yhteydessä (tai hieman ennen) odotamme yhtiön julkaisevan uuden strategian, vastuullisuustavoitteet ja taloudelliset tavoitteet

1

- Tehokkuuden parantaminen
- Prosessien digitalisointi

2

- Parantaa omaa portfolioa rakentamalla kuluttajalle relevantteja brändejä

3

- Partneriliiketoiminnan kasvattaminen

4

- Arvon vapauttaminen Industrial ja logistiikkatoiminnoista

5

- Selkeä kasvu kansainvälisessä liiketoiminnassa sekä M&A:n että omien brändien avulla

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Taloudelliset tavoitteet

Altian ja Arcusin aiempien taloudellisten tavoitteiden pohjalta (jotka näkyvät oikealla) arvioimme, että Anoran taloudelliset tavoitteet voisivat olla esim. seuraavat:

**2-3 %:n liikevaihdon kasvu**, joka tarkoittaisi hieman markkinoita nopeampaa kasvua jonka yhtiö voisi luoda esim. markkinaosuuksia voittamalla ja kansainvälisellä kasvulla

**Vertailukelpoinen EBITDA marginaali: 15 %**. Anora pääsi tähän tasoon vuosina 2020-21 poikkeuksellisen hyvän kysynnän tukemana. Tänä vuonna marginaali tulee olemaan matalampi ja näemme 15 % hyvänä tavoitetasona.

Uskomme, että Anora tulee käyttämään velkavipua jatkossakin. Tämä on järkevää ottaen huomioon liiketoiminnan tasaisuus ja mahdolliset yritysostot jatkossa. Tasetavoitteena voisi olla esimerkiksi Altian aiempi **nettovelka / EBITDA alle 2,5x**, joskin se voisi olla myös esim. alle 3x tai 1-3x. Pääoman tuoton ollessa matala, jonkinlainen velkavipu on myös järkevää oman pääoman tuoton parantamiseksi.

Arvioimme Anoran pyrkivän myös jatkamaan hyvänä osingonmaksajana ja tavoittelemaan **vähintään 50 % osingonjakosuhdetta**.

## Arcus ja Altia fuusion synergiat

Anora kertoi fuusion yhteydessä tavoittelevansa 8-10 MEUR:n synergioita, joista 80 % pitäisi realisoitua 2 vuoden sisään. Q222 loppuun mennessä, eli ensimmäisen 9 kuukauden jälkeen, synergioista oli realisoitunut 3 MEUR.

Anoran antama listaus kulusynergioiden osaluokista on varsin yleisluontoinen, eikä yhtiö ole

tarkentanut miltä alueelta mahdollisesti suurimmat säästöt tulevat tai miten ne segmentteittäin jakautuu.

Lisäksi yhtiö odottaa liikevaihtosynergioita sekä Pohjoismaiden markkinoilla laajentumisessa, että sen ulkopuolisilla uusilla ja vanhoilla markkinoilla. Tämäkin kuvaus kattaa käytännössä koko Anoran toiminnan, eikä siten kerro missä synergioita tarkemmin tulee. Oletamme kuitenkin, että liikevaihtosynergiat ovat pääosin siinä 20 %:ssa, jotka realisoituvat yli 2 vuoden päästä ja kulusynergiat pitäisi pääasiassa saada toteutettua kahdessa vuodessa.

## Globus Winen osto kesäkuussa 2022

Kesäkuussa 2022 Anora kertoi merkittävästä laajentumisesta Tanskan markkinoilla, kun se osti maan suurimman viiniyhtiön Globus Winen. Kauppahinta oli noin 600 MDKK, kun Globus Winen oikaistu käyttökate vuonna 2021 oli 66 MDKK. Näin ollen EV/EBITDA kerroin oli noin 9x. Koronapandemia on arvioimme mukaan tukenut jonkin verran Globuksen kysyntää, ei kuitenkaan läheskään samoissa määrin kuin Anoran muiden toimintojen. 2020 käyttökate oli 52 DKK, joten näiden keskiarvolla EV/EBITDA kerroin asettuisi noin 10x tasolle. Tämä on jonkin verran Anoran omaa arvostusta korkeampi, mutta mielestämme vielä kohtuullisella tasolla.

Anora ei ole kertonut mahdollisten synergioiden suuruutta, mutta oletamme joitain synergioita olevan. Tanskan markkina on kuitenkin Anoralle viineissä uusi aluevaltaus, joten suorat kustannussynergiat ovat luultavasti rajalliset. Kokonaisuutenakin synergiat tuskin ovat paria miljoonaa euroa enempää.

## Entiset Arcusin taloudelliset tavoitteet:

- Liikevaihto: 3-5 % vuosittainen kasvu, sisältäen pienet yritysostot
- EBITDA: 6-9 % vuosittainen kasvu seuraavan 3-5 vuoden aikana
- Osinkopolitiikka: 50-70 % nettotuloksesta

## Entiset Altian taloudelliset tavoitteet:

- Liikevaihto: 2 % keskimääräinen kasvu
- Vertailukelpoinen EBITDA: 15 % marginaali pitkällä aikavälillä
- Nettovelka / vertailukelpoinen EBITDA: alle 2.5x
- Osinkopolitiikka: 60 % tai yli nettotuloksesta

## Kulusynergioiden lähteet Anoran mukaan:

- Ostotoiminta ja valmistus
- Logistiikka ja varastointi
- Hallinto- ja yleiskulut
- Muut toiminnan kulut

# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

## Altia ja Arcus kasvaneet yritysostoilla

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

Vuodesta 2019 asti Anora on julkistanut myös pro forma lukuja uudelle yhtiölle. Tässä ei kuitenkaan ole mukana Globus Winea. Vuonna 2019 Altian ja Arcusin yhdistetty pro forma liikevaihto oli noin 630 MEUR ja se pysyi 2020 lähes samalla tasolla. Mikäli lisäämme tähän Globus Winen 2020 myynnin (noin 70 MEUR), nykyisen rakenteen myynti oli noin 700 MEUR. 2021 korona-aikana noussut kysyntä kasvatti myyntiä 665 MEUR:n tasolle tai Globus huomioiden pro forma liikevaihto oli 740 MEUR.

## Kannattavuutta painavat matalakatteiset toiminnot

Anoran kannattavuus sen omassa väkevien tuotannossa on käsityksemme mukaan varsin hyvä (joskaan tätä ei julkaista erikseen), mutta marginaalia painaa matalakatteisemmat partneribrändien jakelu sekä teollisuus- ja logistiikkatoiminnot, jotka yhteensä ovat pääosa yhtiön liikevaihdosta.

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

tasona. Entisellä Arcusilla marginaali vaihteli 11-14 %:n välillä ennen koronaa ja nousi 17 %:iin vuonna 2020-21. Yhdistettynä käyttökatemarginaali oli 12,8 % vuonna 2019, jonka arvioimme olevan oikea lähtökohta tulevien vuosien ennustamiseen. 2020-21 korona-ajan kysyntäpiikin tukemana pro forma käyttökatemarginaali oli 15-16 %. Globus Wine puolestaan teki vuonna 2020 10 % ja 2021 12 % käyttökatemarginaalia eli karkeasti Anoran viiniliiketoiminnan tasoa, mutta kuitenkin konsernin marginaalia matalampi.

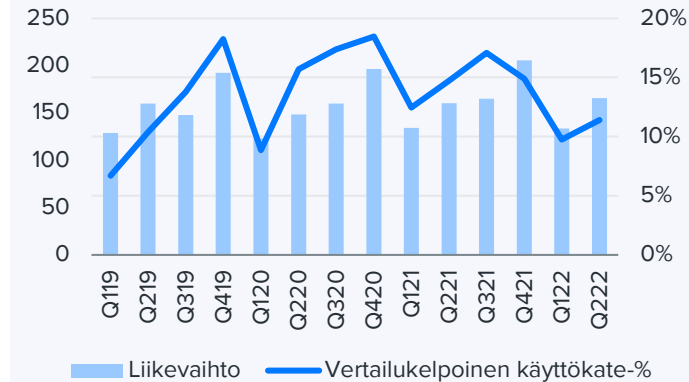
## Tasainen rahavirta mahdollistaa velkavivun

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

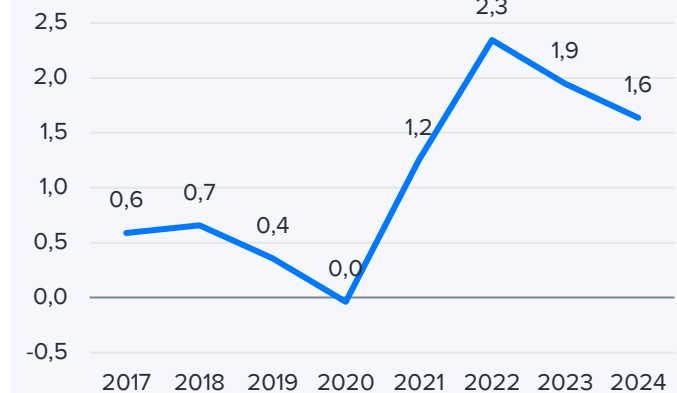
Taseen osalta Anoran nettovelka / vertailukelpoinen pro forma käyttökatte (eli huomioiden Arcusin ja Altian yhdistyminen koko viimeisen 12 kk ajalta) oli Q222 lopussa 2,2x. Globus Winen osto nostaa sen arvioimme mukaan noin 2,8x tasolle pro forma mielessä.

Arvioimme hyvän kassavirran kuitenkin laskevan velkaisuutta kohtuullisen nopeasti. Näin ollen Anoralla on mahdollisuus jatkaa pieniä tai keskisuuria yritysostoja esim. ensi vuonna. Ennusteissamme vuoden 2023 nettovelka suhteessa käyttökatteeseen on noin 2x, joten Anora voisi allokoida noin 100 MEUR yritysostoihin ja pysyä silti alle 3x.

## Anora pro forma liikevaihto ja kannattavuus (MEUR)



## Nettovelka / vertailukelpoinen käyttökatte





# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

## Yritysosot ovat kasvattaneet aineetonta omaisuutta

Koska yhtiön on kasvanut merkittävästi yritysostoilla, sen taseessa on huomattava määrä aineetonta omaisuutta. Liikearvoa ja muuta aineetonta omaisuutta on yhteensä yli 500 MEUR eli lähes 45 % taseesta. Käytämme tässä arvioitamme vuoden 2022 lopun taseesta, johon sisältyy myös Globusin osto. Globusin tase-erien tarkempaa jakoa ei ole kuitenkaan vielä julkaistu. Liiketoimintojen tasaisen tuloksetekokyvyn ansiosta emme näe kuitenkaan merkittävää liikearvon alaskirjausriskiä.

Aineellista omaisuutta on taseessa suhteessa verrattain vähän, noin 15 %. Tästäkin pääosa on käyttöoikeusomaisuutta eli taseeseen kirjattuja vuokrasopimuksia ja varsinaiset aineelliset hyödykkeet on vain 70 MEUR. Kuten olemme tuoneet ilmi, yhtiön vaatimaton orgaaninen kasvuprofiili huomioiden, sillä ei ole investointitarpeita, joten emme odota aineellisen omaisuuden kasvavan.

Loppuosa varoista on käyttöpääomaa ja käteistä. Käyttöpääoma on suhteellisen korkea, kun myyntiin verrattuna varastot ovat yli 20 % ja saatavat noin 30 % tasoa. Saatavien määrään laskee Anoran käyttämä myyntisaamisten myyntiohjelma. Velkapuolella ostovelat ovat kuitenkin samaa tasoa kuin nämä kaksi yhteensä, joten nettokäyttöpääoman suhteen Anoran tilanne on lähellä nollaa ja siten hyvä. Tämän perusteella näyttää siis siltä, että Anoran päämiehet/raaka-ainetoimittajat rahoittavat toimitusketjua.

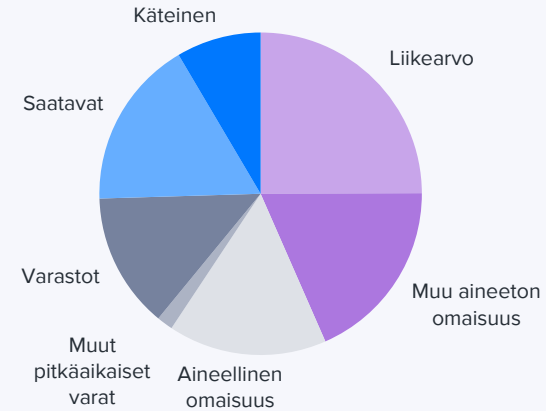
Edellä mainitut ostovelat haukkaavat ison osan Anoran taseen vastattavaa puolesta, yli 30 %. Osakepääoma kattaa noin 40 %, joka on siis myös yhtiön omavaraisuusaste ja velat loput 30 %. Tämän osalta tase on mielestämme varsin hyvin tasapainoinen ja kuten sanottu, suuret ostovelat tukevat Anoran tasetilannetta.

## Taseen tehostaminen näyttää vaikealta

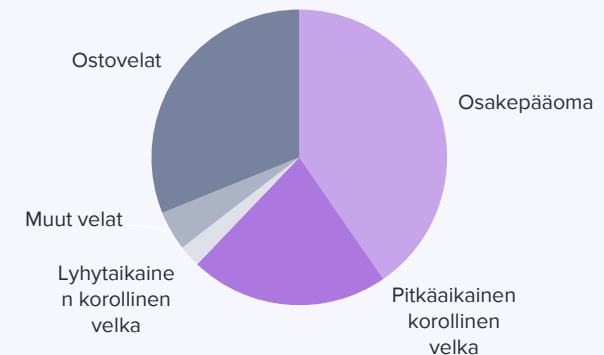
Pääoman tuoton parantamiseksi Anoran tulisi parantaa kannattavuutta ja/tai pääoman kiertoa. Pääoman kierto taas vaatii isompaa liikevaihtoa samalla taseella tai taseen pienentämistä. Olemme aiemmin kuvanneet Anoran kasvupotentiaalin olevan vaatimaton, joten sitä kautta pääoman kierron merkittävä parantuminen tuskin toteutuu.

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

## Taseen varat



## Taseen velat ja oma pääoma



# Ennusteet 1/4

## Ennustamme segmenttien käyttökateen kautta konsernin tulosta

Mallinamme Anoraa sen kolmen segmentin liikevaihdon ja käyttökateen kehityksen kautta. Anora ei raportoi segmenttejä liikevoittotasolla, joten sen johdamme vähentämällä segmenttien käyttökatteesta konsernin poistot. Sisällytämme ennusteisiin jo ilmoitetut yritysostot, mutta emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja. Globus Winen osto 1.7.2022 kuitenkin tukee ennusteita tulevan 12 kuukauden aikana.

Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, Anoran liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista eivätkä talouden suhdannevaihtelut merkittävästi heiluta sen kehitystä. Tärkeimmät tekijät lähivuosien tuloskehitystä ajatellen ovat mielestämme synergiahyoityjen toteutuminen sekä raaka-aineiden, etenkin ohran, hinnan kehitys.

## Yksinkertaistettu tulossennuste Anoralle

Hyvin tasaisen liiketoiminnan ja historiallisen tuloskehityksen (ennen koronaa) takia, Anoran tuloksen voi mielestämme halutessaan mallintaa hyvin yksinkertaisesti näin:

Vuosien 2016-19 pro forma EBITDA keskimäärin 77 MEUR

+ Globus Winen EBITDA noin 8 MEUR

+ Integraatiosynergioista saatava tulosyöty (oletamme 5 MEUR yhteensä 8-10 MEUR:n synergioista)

+ mahdollinen orgaaninen kasvu 0-5 MEUR

= 90-95 MEUR.

Laskelmaa voi soveltaa vuosille 2024-25, kun fuusiosyngiat ovat pääosin näkyvissä.

Käymme seuraavaksi läpi tarkempia ennusteita.

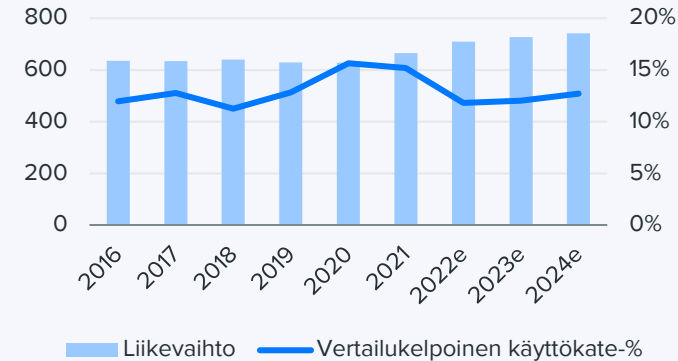
## Tulos palautumassa koronaa edeltävälle tasolle 2022

Anoralla ei ole liikevaihto-ohjeistusta tälle vuodelle. Sen H122 liikevaihto nousi 2% verrattuna H121 pro forma liikevaihtoon. Liikevaihtoon vaikutti negatiivisesti kysynnän normalisoituminen (monopolimyyntiin lasku, mutta toisaalta matkustajakaupan nousu) koronan jälkeen, partnerin menetys Wine-segmentissä sekä Koskenkorvan tehtaän pienempi tuotanto. Liikevaihtoa taas tukivat hinnankorotukset etenkin ohran korkean hinnan takia Industrial ja Spirits segmenteissä.

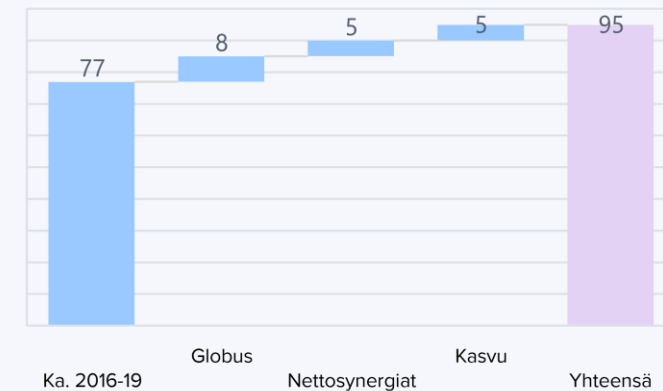
Anora ohjeisti jo vuoden alussa, että se odottaa vuoden 2022 vertailukelpoisen käyttökateen olevan 75-85 MEUR. Tämä on selvästi vuosien 2020-21 noin 100 MEUR:n pro forma –tasoa alempi, mutta samoilla tasoilla koronaa edeltävien vuosien kanssa. Kuten mainittu, korona tuki monopoliketjujen ja siten myös Anoran kysyntää 2020-21, joka on normalisoitumassa tänä vuonna.

H1 vertailukelpoinen käyttökate oli 32 MEUR eli 8 MEUR matalampi kuin 2021. H2 on kausiluonteisesti vahvempi ja ohjeistus viittaa H2 tuloksen laskevan suunnilleen yhtä paljon viime vuoteen verrattuna kuin H1.

## Anora pro forma liikevaihto ja kannattavuus



## Tuloskomponentit 2019 – 2025 (vertailukelpoinen EBITDA)



## Ennusteet 2/4

Segmenttitasolla tuloksen pudotus syntyy suurelta osin Wine-segmentistä jossa pienemmän myynnin ja korkeampi kulujen yhdistelmä pyyhkäisi puolet H1-tuloksesta edellisvuoteen verrattuna. Hinnankorotuksilla pitäisi asteittain pystyä kompensoimaan korkeampia kuluja, mutta hinnannostomahdollisuuksia on vain pari vuodessa, joka tuo aikaviivettä niihin. Spirits ja Industrial segmenteissä tulos on laskenut vain hieman viime vuodesta, jota pidämme hyvänä suorituksena, ottaen huomioon ohran hinnan valtavan nousun negatiivisen vaikutuksen kyseisiin segmentteihin.

Uskomme loppuvuoden kehityksen olevan paljolti alkuvuoden kaltainen. Globus Winen oston toteutuminen tukee toki osaltaan H222 lukuja. Ennustamme koko vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan 7 % tai orgaanisesti 1%:n ja vertailukelpoisen käyttökateen olevan 84 MEUR eli ennustehaarukan ylälaidassa. Raportoitua tulosta painaa etenkin fuusioon liittyvät kertakulut ja raportoiduksi käyttökateeksi ennustamme 76 MEUR tänä vuonna. Tuleville vuosille emme ennusta kertaeriä.

### **Odotamme osingon säilyvän ennallaan 2022 vaikka osakekohtainen tulos puolittuu**

Heikentyvä tulos iskee reippaasti vertailukelpoiseen osakekohtaiseen tulokseen, jonka ennustamme painuvan alle puoleen eli noin 0,50 euron tasolle. Anora jakoi viime vuodelta 0,45 euron osakekohtaisen osingon ja ennustamme yhtiön säilyttävän tämän tason

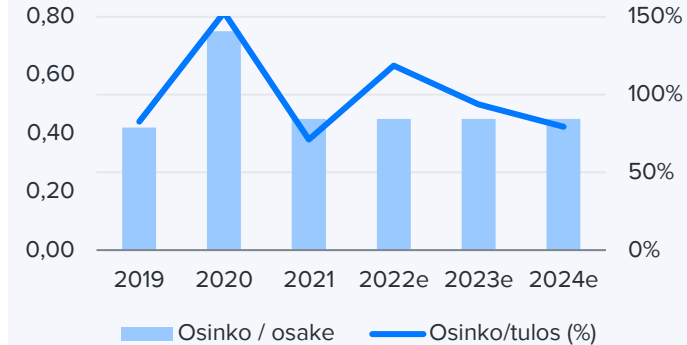
tuloksen selvästä laskusta huolimatta. Edellytyksiä osingonmaksuun tukee se, että yhtiön kassavirta on kirjanpidollista tulosta korkeampi, koska poistot ovat investointeja suuremmat. Riippuen Anoran uusista taloudellisista tavoitteista kasvun (etenkin yritysostojen), velkaantuneisuuteen ja osingonjakoon liittyen, näemmä kuitenkin selvän riskin siitä, että osinkoa voidaan myös leikata.

### **Tulos lähes ennallaan vuonna 2023**

Vuonna 2023 ennustamme liikevaihdon kasvavan vain 2 % ja laskevan orgaanisesti 3 %, kun laskeva ohran hinta tuo alas myyntihintoja etenkin Industrial –segmentissä. Toisaalta uskomme kustannuspaineen tasaantumisen ja hinnankorotusten vaikutuksen nostavan hieman bruttomarginaalia Wine ja Spirits –segmenteissä. Matkustajamyynnin käynnistyminen ja kasvupanostukset vaativat kuitenkin jonkin verran kiinteiden kulujen lisäystä Spirits –segmentissä ja toisaalta Wine –segmentissä yhtiö on puhunut käänteestä, joka vaatii myös jonkinlaisia kulupanostuksia. Tämän takia uskomme tuloksen paranevan vain hieman 2023, lähinnä Wine-segmentin ansiosta.

Globus Winen oston ja koronnousun aiheuttamien korkeampien rahoituskulujen myötä näemme vuoden 2023 osakekohtaisen tuloksen jäävän vuoden 2022 tasoon. Odotamme silti samaa 0,45 euron osinkoa vuodelta 2023, joka tarkoittaa lähes 100 % osingonjakosuhdetta. Vapaasta kassavirrasta tämä on kuitenkin jonkin verran alle 100 %.

### **Osinkosuhte nousee korkeaksi**



# Ennusteet 3/4

## Vuonna 2024 pitäisi lunastaa potentiaali

Anora on sanonut, että 80 % sen fuusiosynergioista pitäisi saavuttaa kahdessa vuodessa eli syksyyn 2023 mennessä. Oletamme, että tämän vuoden ohran hintapiikin vaikutukset ovat tasaantuneet viimeistään ensi vuoden loppupuolella ja myös Globus Winen ostosta syntyvät kustannussynergiat näkyvät ainakin jossain pääosin vuonna 2024. Siten vuoden 2024 pitäisi olla vuosi, jolloin Anoran nykyisen rakenteen tulospotentiaali pääsee esiin. Ennustamme vuodelle 2024 pientä 2 % liikevaihdon kasvua ja tuloksen parantumista sekä Wine että Spirits-segmenteissä. Ennustamme vuoden 2024 vertailukelpoiseksi käyttökatteeksi 93 MEUR, joka on linjassa edellisen sivun yksinkertaistetun tulosmallin kanssa.

## Tasainen rahavirta käytetään lähinnä osinkoihin

Liikevaihdon muutosten ollessa pieniä, uskomme Anoran käyttöpääoman pysyvän pidemmällä aikavälillä suhteellisen samalla tasolla. Ensi vuonna odotamme käyttöpääomasta vapautuvan rahaa, kun ohran hinta laskee ja toimitusketjuvaikeudet helpottavat, vapauttaen varastoihin sitoutunutta rahaa.

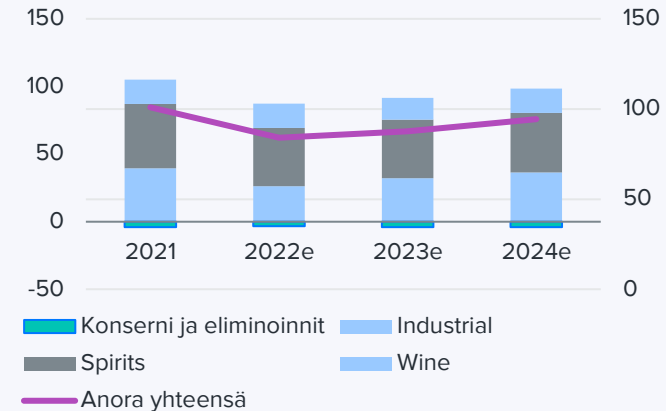
Näemmä operatiivisen kassavirran olevan tyypillisesti 65-70 MEUR välillä, josta Anora käyttää noin 25-30 MEUR korvausinvestointeihin (vuokravelkojen lyhennykset mukaan lukien). Vapaaksi kassavirraksi jää näin 35-45 MEUR. Tästä ennustamaamme tasaiseen

osingonmaksuun menee noin 30 MEUR, joten rahaa jää vielä hieman velkojen lyhentämiseen. Lievästi laskeva velka yhdessä kasvavan tuloksen kanssa painaa nettovelka / käyttökate suhteen maltilliselle 1,5x tasolle 2024 lopussa. Vaihtoehtoisesti Anora voisi jakaa koko vapaan kassavirtansa osinkona, jolloin osinkotuotto olisi noin 8 %.

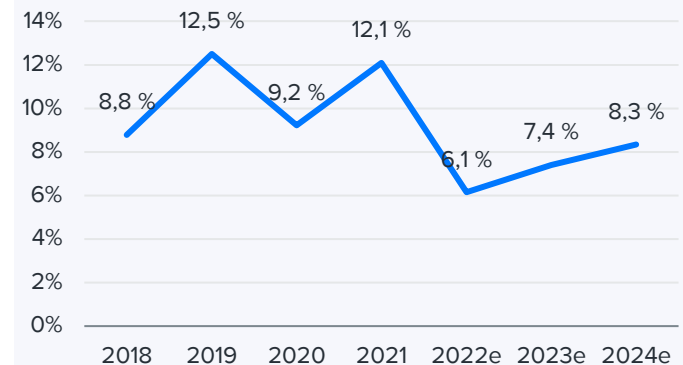
## Pääoman tuotto on lähellä tuottovaatimusta

Anoran ja sen edeltäjien Altian ja Arcusin pääoman tuotto prosentit ovat tyypillisesti liikkuneet maltillisella 5-10 %:n tasolla. Näemme pääoman tuoton nousevan Anoralla 7-8 %:n tasolle vuodesta 2024 eteenpäin. Tämä vastaa koko lailla yhtiön tuottovaatimuksen tasoa eli yhtiö ei luo arviomme mukaan oleellisesti taloudellista lisäarvoa. Tämä vaikuttaa myös pidemmän aikavälin tuotto-odotukseen, jota käsittelemme arvonmääritysosiossa.

## Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin

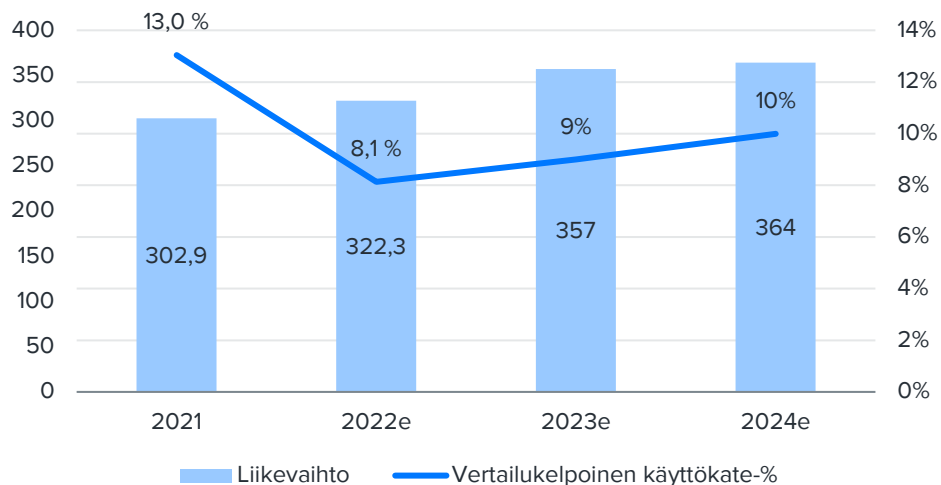


## ROI-%

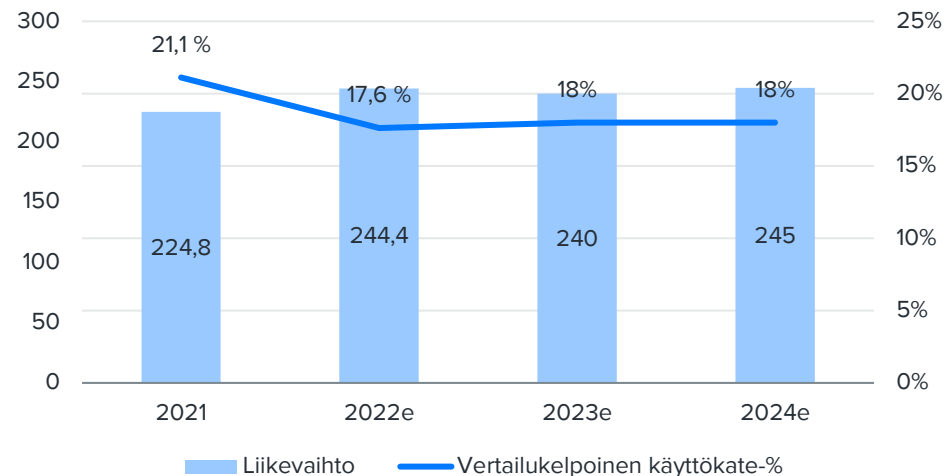


# Ennusteet 4/4 - divisioonaennusteet

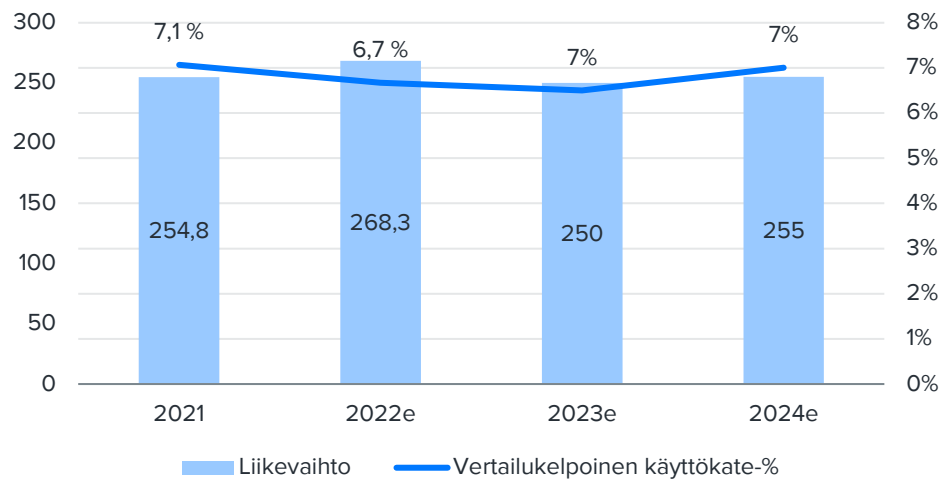
## Wine



## Spirits



## Industrial



# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Tasainen tulos- ja kassavirta helpottaa arvonmääritystä

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

## Arvostuksen yhteenveto – Vähennä, tavoitehintaa 7,5 euroa

Anoran lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä tasaisesta osinkotuotosta että maltillisesta tuloskasvusta, kun fuusiosynergiat toteutuu ja nykyinen vastatuuli raaka-ainehinnoista helpottaa. Osakkeen arvostustaso tälle vuodelle on mielestämme pikemminkin hieman kallis ottaen huomioon vaatimaton orgaaninen kasvupotentiaali.

Näemme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen jäävän pääosin osinkotuoton varaan ja siten alle 10 %:n tasolle. Tämän vuoksi annamme osakkeelle vähennä suosituksen ja asetamme tavoitehinnaksi 7,5 euroa.

## DCF-mallin arvo jonkin verran yli nykykurssin

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Anoralle relevantti arvonmääritysmenetelmä.

Tarkeimpien ennustevuosiemme (2022-24, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle 2025 eteenpäin vain 1 %:n liikevaihdon

kasvua. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan 7,5-8 %:n tasolla. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 60 MEUR molemmin puolin 2025-30. Investoinnit pysyvät vuoteen 2030 asti alle poistotason.

Koska yhtiön kysyntä on tasaista ja defensiivistä ja kannattavuus vakaata, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 7,5 %:n tasoa. Vaikka rahavirta on tasaista, noin 55 % rahavirroista syntyy vasta vuoden 2031 jälkeen eli terminaalijaksolla.

DCF-mallimme antaa Anoran velattomaksi arvoksi noin 710 MEUR, joka tarkoittaa noin 570 MEUR:n osakepääoman arvoa eli 8,5 euroa osakkeelta.

## Tulospohjainen arvostus hieman kallis

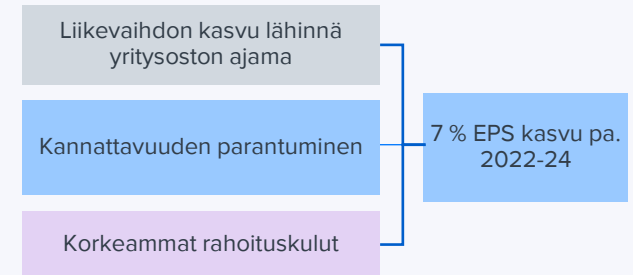
Anoran EV/EBIT-arvostus on 2022 tuloksella noin 13x. Anoralla on vasta vuosi historiaa, mutta näemme Altian historialliset arvostustasot relevantteina myös Anoralle, sillä pääoman tuotto ja kasvuprofiili ovat hyvin samanlaisia. Näin katsottuna Altian/Anoran historiallinen EV/EBIT keskiarvo on noin 11,5x. Vastaavasti P/E luku on vuodelle 2022 14x ja historiallinen keskiarvo 12x. Entisen Arcusin historialliset kertoimet ovat tosin olleet jonkun verran korkeammat, P/E 14-18x ja EV/EBIT 12-18x. Tämän vuoden tulokset ovat vaatimaton pääoman tuotto ja kasvunäkymä huomioiden mielestämme korkeahkoja.

EV-pohjaisen arvostuksen osalta huomioimme, että Anoralla on arvoonsa nähden varsin suuri vuokrasopimusvelka, yli 100 MEUR, taseessa, joka ei ole varsinaista rahoitusvelkaa. Toisaalta sillä on taseen ulkopuolella noin 50 MEUR myytyjä saamia, jota voi pitää velankaltaisena eränä.

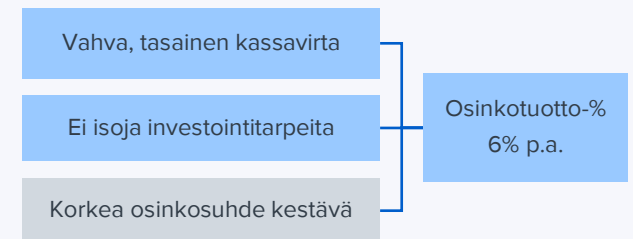
## Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

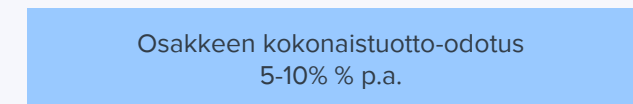
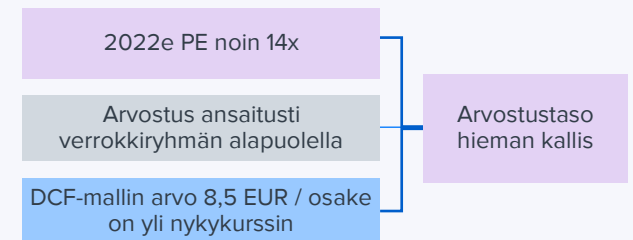
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvonmääritys 2/2

Emme ole oikaisseet näitä suuntaan tai toiseen, mutta emme tästä syystä näe EV-pohjaisia tunnuslukuja parhaimpina Anoralle.

Anora tarjoaa nykykurssilla ja ennusteillamme tasaisesta osingosta lähes 6 %:n osinkotuoton. Kuten aiemmin toimme ilmi, tämä tarkoittaa lähivuosina noin 100 %:n osingonjakosuhdetta, joten osinko voi jäädä pienemmäksi. Tämä riippuu myös Anoran yritysostohalukkuudesta ja –aktiviteetista.

## Tasepohjainen arvostus kohdallaan

Ennusteillamme Anoran pääoman tuotto (sekä oman pääoman että koko sijoitetun pääoman) asettuu vuosina 2024-25 7-8 % tasolle. Katsomme kyseisiä vuosia siksi, että silloin fuusiosynergiat pitäisi olla pääosin näkyvissä ja tulostason vastata yhtiön potentiaalia. Tuo tuottotaso on käytännössä samaa taso tuottovaatimuksemme kanssa (8,0 % omalle pääomalle, 7,5 % koko pääomalle). Näin ollen osakkeen tasepohjaisen arvostuksen eli P/B luvun tulisi olla noin 1,0x. Sama pätee myös EV/IC (eli yritysarvo/sijoitettu pääoma) lukuun. Nykykurssilla sekä P/B että EV/IC luvut ovat 2022-25 0,9-1,0x tasolla. Tämä viittaisi arvostustason olevan nykyisellään melko kohdallaan.

## Tuotto-odotus jää alle 10 %:n myös pidemmällä aikavälillä

Pääoman tuoton jäädessä alle 10 %:n ja tuottovaatimuksen tasolle myös pidemmälle

tulevaisuuteen katsoessa, emme näe Anoran pidemmän aikavälinkään tuotto-odotusta houkuttelevana. Jos Anora jakaisi koko vapaan kassavirtansa osinkoina, osinkotuotto olisi noin 8 %. Näemme tämän kuvaavan hyvin Anoran pitkän aikavälin vuosittaista tuottopotentiaalia.

## Arvostus verrokkiryhmään nähden

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

Olemme lisäksi ottaneet vertailuryhmään Pohjoismaiset Olvin ja Royal Unibrewn, jotka ovat pääasiassa panimoita. Näidenkään

liiketoiminta ei siis ole suoraan verrattavissa Anoraan.

Anoran kertoimet ovat sekä tulos- että tasekertoimilla selvästi verrokkiryhmän keskiarvojen/mediaanien alapuolella, kuten kuuluukin. Tämä johtuu Anoran heikommasta kannattavuudesta, pääoman tuotosta ja kasvusta. Osinkotuoton osalta Anora on selvästi verrokkien keskimääristä noin 2 %:n tasoa korkeammalla. Tämä kuvaa sitä, että Anora jakaa ison osan tuloksestaan osinkona kasvumahdollisuuksien puuttuessa. Verrokkiryhmävertailu ei siis tarjoa mielestämme oleellista apua Anoran arvostukseen.

## Yritysostojen potentiaali

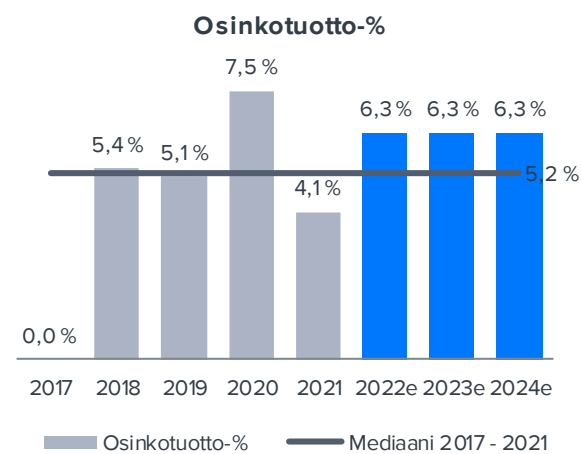
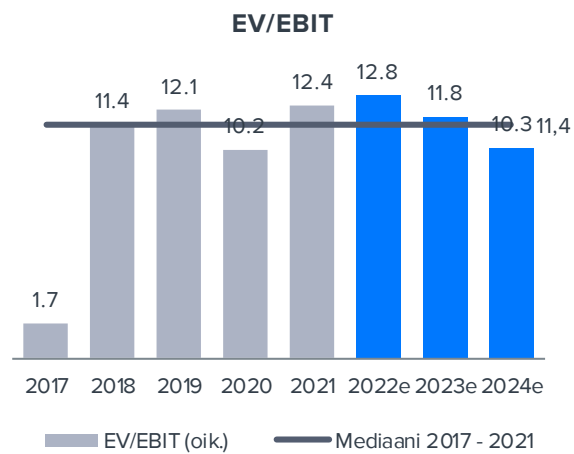
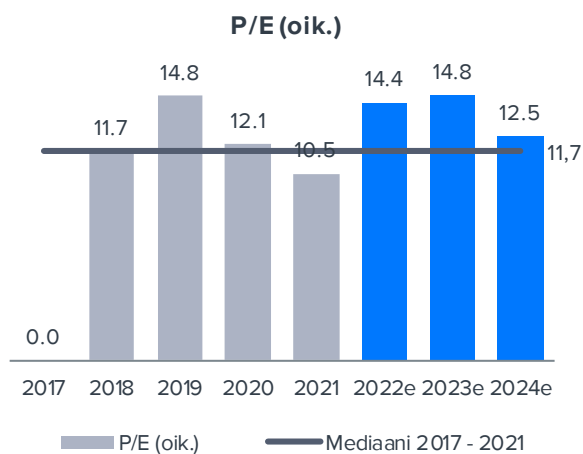
Kuten aiemmin mainittu, Anoran strategiaan kuuluu yritysostot ja sen edeltäjät Arcus ja Altia ovat laajentuneet Pohjoismaissa pääasiassa yritysostoin. Näin ollen yritysostot ovat todennäköisiä myös jatkossa.

Seuraava askel yritysostoissa olisi todennäköisesti laajentuminen Keski-Euroopan. Uskoaksemme tämä voisi synnyttää ristiinmyyntisynergioita, mutta kustannussynergiat olisivat rajallisia. Globus Wine –kaupan arvostusta katsomalla (EV/EBITDA 9-10x), ei näytä, että Anora pystyisi hankkimaan ainakaan Globusin kaltaisia vahvoja toimijoita kovinkaan edullisesti. Emme siis lähtökohtaisesti näe, että yritysostoilla Anora pystyisi merkittävään arvonluontiin.

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi		7,10	8,20	9,98	10,9	7,10	7,10	7,10	7,10
Osakemäärä, milj. kpl	36,0	36,1	36,1	36,1	46,6	67,6	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo		257	296	361	736	480	480	480	480
Yritysarvo (EV)	48	304	325	357	864	659	634	616	597
P/E (oik.)	0,0	11,7	14,8	12,1	10,5	14,4	14,8	12,5	11,6
P/E	0,0	17,0	16,1	20,3	11,9	18,7	14,8	12,5	11,6
P/Kassavirta	0,0	73,7	8,2	7,0	neg.	neg.	7,3	8,5	8,3
P/B	0,0	1,7	2,0	2,3	1,5	1,0	1,0	0,9	0,9
P/S	0,0	0,7	0,8	1,1	1,1	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,1	0,9	0,9	1,0	1,3	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA (oik.)	1,2	8,9	7,6	8,9	9,1	8,6	7,2	6,5	6,2
EV/EBIT (oik.)	1,7	11,4	12,1	10,2	12,4	12,8	11,8	10,3	9,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	91,3 %	82,6 %	152,7 %	71,1 %	118,5 %	93,6 %	79,4 %	73,8 %
Osinkotuotto-%		5,4 %	5,1 %	7,5 %	4,1 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Brown-Forman	33977	35366	30,2	26,5	28,2	24,8	9,1	8,5	40,3	34,8	2,0	1,1	12,9
Davide Campari Milano	10331	11246	21,4	19,3	18,3	16,5	4,4	4,1	27,5	24,6	0,8	0,8	3,9
Diageo	96495	114169	22,2	18,6	20,0	17,0	6,9	5,9	26,6	21,8	2,0	2,2	12,5
Remy-Cointreau	8686	9026	28,3	20,9	25,0	18,7	7,0	5,7	38,9	29,3	1,2	1,3	5,3
Constellation Brands	45683	57169	19,1	18,3	17,0	16,0	6,4	5,9	23,2	21,0	1,3	1,3	3,5
Olvi	662	631	24,6	12,2	8,8	8,1	1,4	1,4	28,6	16,0	3,8	4,1	2,0
Royal Unibrew	3404	3999	17,1	15,3	13,4	12,0	2,6	2,4	16,8	16,4	3,2	3,2	6,2
<b>Anora (Inderes)</b>	<b>480</b>	<b>659</b>	<b>12,8</b>	<b>11,8</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>23,2</b>	<b>18,7</b>	<b>18,7</b>	<b>16,1</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>28,8</b>	<b>23,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>6,6</b>
<b>Mediaani</b>			<b>22,2</b>	<b>18,6</b>	<b>18,3</b>	<b>16,5</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>27,5</b>	<b>21,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>5,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-42 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-53 %</b>	<b>-56 %</b>	<b>-85 %</b>	<b>-85 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>215 %</b>	<b>377 %</b>	<b>-82 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>342</b>	<b>134</b>	<b>160</b>	<b>165</b>	<b>206</b>	<b>665</b>	<b>133</b>	<b>166</b>	<b>183</b>	<b>228</b>	<b>710</b>	<b>727</b>	<b>742</b>	<b>757</b>
Wine	0,0	62,2	75,0	72,6	93,1	303	53,2	70,4	86,9	112	322	357	364	372
Spirits	0,0	41,9	51,7	57,2	74,0	225	44,9	59,5	60,0	80,0	244	240	245	250
Industrial	0,0	54,1	64,4	68,8	67,5	255	60,8	67,5	70,0	70,0	268	250	255	260
Konserni ja eliminoinnit	0,0	-24,1	-31,0	-33,4	-29,0	-117,5	-25,5	-31,6	-34,0	-34,0	-125,1	-120,0	-122,4	-124,8
<b>Käyttökate</b>	<b>40,3</b>	<b>13,2</b>	<b>21,5</b>	<b>28,2</b>	<b>32,3</b>	<b>95,2</b>	<b>11,9</b>	<b>15,3</b>	<b>22,0</b>	<b>27,0</b>	<b>76,3</b>	<b>87,6</b>	<b>94,3</b>	<b>96,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-17,4	-7,8	-7,9	-7,7	-7,8	-31,2	-7,8	-7,8	-8,5	-8,5	-32,6	-34,0	-34,3	-34,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>35,0</b>	<b>8,8</b>	<b>15,8</b>	<b>22,3</b>	<b>22,9</b>	<b>69,8</b>	<b>5,2</b>	<b>11,1</b>	<b>15,0</b>	<b>20,0</b>	<b>51,4</b>	<b>53,6</b>	<b>60,0</b>	<b>61,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>22,9</b>	<b>5,4</b>	<b>13,6</b>	<b>20,5</b>	<b>24,5</b>	<b>64,0</b>	<b>4,1</b>	<b>7,5</b>	<b>13,5</b>	<b>18,5</b>	<b>43,7</b>	<b>53,6</b>	<b>60,0</b>	<b>61,7</b>
Wine (EBITDA)	0,0	6,8	8,6	10,0	13,2	38,6	3,0	4,6	7,0	11,5	26,1	32,2	36,4	37,2
Spirits (EBITDA)	0,0	7,4	10,6	11,9	18,2	48,1	8,0	9,4	11,0	15,0	43,4	43,2	44,1	44,9
Industrial (EBITDA)	0,0	3,3	4,6	7,0	2,8	17,7	3,6	4,2	6,5	4,0	18,4	16,3	17,9	18,2
Konserni ja eliminoinnit	0,0	-4,3	-2,2	-0,7	-1,9	-9,1	-2,7	-2,9	-2,5	-3,5	-11,7	-4,0	-4,1	-4,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	1,2	1,0	-0,1	0,3	0,4	1,6	0,9	0,0	0,3	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Nettorahoituskulut	-2,9	-2,6	-3,1	-2,6	-2,8	-11,1	-2,4	-2,2	-3,5	-3,5	-11,6	-14,0	-13,0	-11,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>21,3</b>	<b>3,8</b>	<b>10,4</b>	<b>18,2</b>	<b>22,1</b>	<b>54,5</b>	<b>2,6</b>	<b>5,3</b>	<b>10,3</b>	<b>15,3</b>	<b>33,6</b>	<b>41,1</b>	<b>48,5</b>	<b>52,2</b>
Verot	-3,5	-1,0	-2,6	-3,9	-3,9	-11,4	-0,6	-1,0	-2,5	-3,5	-7,6	-8,3	-9,9	-10,6
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Nettotulos</b>	<b>17,8</b>	<b>2,7</b>	<b>7,7</b>	<b>14,2</b>	<b>18,1</b>	<b>42,7</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>7,7</b>	<b>11,7</b>	<b>25,6</b>	<b>32,5</b>	<b>38,3</b>	<b>41,2</b>
<b>Nettotulos</b>	<b>17,8</b>	<b>2,7</b>	<b>7,7</b>	<b>14,2</b>	<b>18,1</b>	<b>42,7</b>	<b>1,9</b>	<b>4,3</b>	<b>7,7</b>	<b>11,7</b>	<b>25,6</b>	<b>32,5</b>	<b>38,3</b>	<b>41,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,83</b>	<b>0,13</b>	<b>0,21</b>	<b>0,34</b>	<b>0,35</b>	<b>1,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,19</b>	<b>0,49</b>	<b>0,48</b>	<b>0,57</b>	<b>0,61</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,49</b>	<b>0,06</b>	<b>0,17</b>	<b>0,30</b>	<b>0,39</b>	<b>0,92</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,17</b>	<b>0,38</b>	<b>0,48</b>	<b>0,57</b>	<b>0,61</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-4,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-40,0 %	94,2 %	-0,5 %	3,5 %	10,7 %	10,8 %	6,7 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	30,6 %				-34,6 %	99,5 %	-40,7 %	-29,7 %	-32,7 %	-12,7 %	-26,5 %	4,4 %	11,9 %	2,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	11,8 %	9,8 %	13,4 %	17,1 %	15,7 %	14,3 %	8,9 %	9,3 %	12,0 %	11,9 %	10,7 %	12,0 %	12,7 %	12,7 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	10,2 %	6,6 %	9,9 %	13,5 %	11,1 %	10,5 %	3,9 %	6,7 %	8,2 %	8,8 %	7,2 %	7,4 %	8,1 %	8,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	5,2 %	2,0 %	4,8 %	8,6 %	8,8 %	6,4 %	1,4 %	2,6 %	4,2 %	5,1 %	3,6 %	4,5 %	5,2 %	5,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>186</b>	<b>692</b>	<b>764</b>	<b>755</b>	<b>746</b>
Liikearvo	81,4	278	313	313	313
Aineettomat hyödykkeet	20,7	197	232	232	232
Käyttöomaisuus	69,1	197	199	190	182
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	9,1	16,3	16,3	16,3	16,3
Muut sijoitukset	1,4	0,7	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,8	3,1	3,0	3,0	3,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>270</b>	<b>542</b>	<b>490</b>	<b>487</b>	<b>497</b>
Vaihto-omaisuus	92,3	140	170	160	163
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	46,8	233	213	218	223
Likvidit varat	131	169	106	109	111
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>456</b>	<b>1233</b>	<b>1254</b>	<b>1243</b>	<b>1244</b>

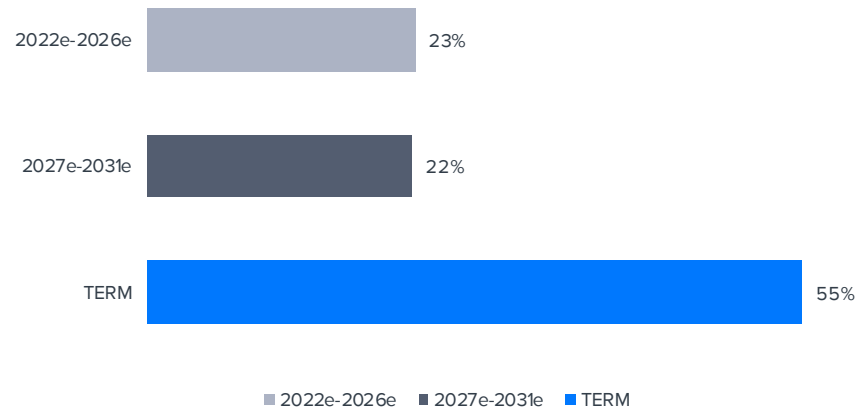
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>156</b>	<b>508</b>	<b>503</b>	<b>506</b>	<b>514</b>
Osakepääoma	60,5	61,5	61,5	61,5	61,5
Kertyneet voittovarot	115	122	117	119	127
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-19,5	324	324	324	324
Vähemmistöosuus	0,0	0,9	1,2	1,5	1,8
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>94,6</b>	<b>310</b>	<b>327</b>	<b>306</b>	<b>292</b>
Laskennalliset verovelat	16,8	48,4	48,4	48,4	48,4
Varaukset	1,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Lainat rahoituslaitoksilta	76,7	257	275	254	241
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>205</b>	<b>415</b>	<b>424</b>	<b>431</b>	<b>438</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	50,2	38,1	30,6	28,3	26,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	153	374	390	400	408
Muut lyhytaikaiset velat	2,0	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>456</b>	<b>1233</b>	<b>1254</b>	<b>1243</b>	<b>1244</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	94,2 %	6,7 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	9,6 %	6,1 %	7,4 %	8,1 %	8,1 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>64,0</b>	<b>43,7</b>	<b>53,6</b>	<b>60,0</b>	<b>61,7</b>	<b>57,3</b>	<b>57,9</b>	<b>58,5</b>	<b>59,1</b>	<b>63,6</b>	<b>64,3</b>	
+ Kokonaispoistot	31,2	32,6	34,0	34,3	34,5	37,1	36,1	35,3	34,7	29,1	28,6	
- Maksetut verot	20,9	-7,5	-8,3	-9,9	-10,6	-10,4	-10,7	-11,0	-11,3	-12,5	-11,9	
- verot rahoituskuluista	-2,4	-3,8	-3,8	-3,6	-3,2	-2,5	-2,3	-2,1	-1,9	-1,7	-1,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-10,8	5,2	14,7	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>103</b>	<b>71,2</b>	<b>91,1</b>	<b>82,1</b>	<b>83,7</b>	<b>82,6</b>	<b>82,0</b>	<b>81,7</b>	<b>81,6</b>	<b>79,6</b>	<b>79,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-530,9	-105,2	-25,0	-25,5	-26,0	-26,5	-27,1	-27,6	-28,2	-26,3	-30,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-424,4</b>	<b>-35,7</b>	<b>66,1</b>	<b>56,6</b>	<b>57,6</b>	<b>56,0</b>	<b>55,0</b>	<b>54,1</b>	<b>53,5</b>	<b>53,3</b>	<b>49,3</b>	
+/- 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	-424,4	-35,7	66,1	56,6	57,6	56,0	55,0	54,1	53,5	53,3	49,3	765
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-35,0</b>	<b>60,3</b>	<b>48,1</b>	<b>45,5</b>	<b>41,2</b>	<b>37,6</b>	<b>34,4</b>	<b>31,6</b>	<b>29,3</b>	<b>25,2</b>	<b>392</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		710	745	685	636	591	550	512	478	446	417	392
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>710</b>										
- Korolliset velat		-295,0										
+ Rahavarat		169										
-Vähemmistöosuus		-1,1										
-Osinko/pääomapalautus		-30,4										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>573</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,0 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,5 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	359,6	342,4	665,0	<b>709,8</b>	<b>727,3</b>	EPS (raportoitu)	0,51	0,49	0,92	<b>0,38</b>	<b>0,48</b>
Käyttökate	43,0	40,3	95,2	<b>76,3</b>	<b>87,6</b>	EPS (oikaistu)	0,56	0,83	1,04	<b>0,49</b>	<b>0,48</b>
Liikevoitto	25,1	22,9	64,0	<b>43,7</b>	<b>53,6</b>	Operat. kassavirta / osake	1,56	1,77	2,21	<b>1,05</b>	<b>1,35</b>
Voitto ennen veroja	24,6	21,3	54,5	<b>33,5</b>	<b>41,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	1,00	1,43	-9,11	<b>-0,53</b>	<b>0,98</b>
Nettovoitto	18,4	17,8	42,7	<b>25,7</b>	<b>32,5</b>	Omapääoma / osake	4,18	4,32	10,88	<b>7,43</b>	<b>7,46</b>
Kertaluontoiset erät	-1,7	-12,1	-5,8	<b>-7,7</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,42	0,75	0,45	<b>0,45</b>	<b>0,45</b>
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	400,1	455,5	1233,3	<b>1254,2</b>	<b>1242,7</b>	Liikevaihdon kasvu-%	1 %	-5 %	94 %	<b>7 %</b>	<b>2 %</b>
Oma pääoma	151,2	156,3	507,9	<b>503,5</b>	<b>505,8</b>	Käyttökateen kasvu-%	26 %	-6 %	136 %	<b>-20 %</b>	<b>15 %</b>
Liikearvo	80,1	81,4	277,8	<b>312,8</b>	<b>312,8</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	1 %	31 %	100 %	<b>-26 %</b>	<b>4 %</b>
Nettovelat	28,8	-3,8	126,1	<b>199,6</b>	<b>173,5</b>	EPS oik. kasvu-%	-9 %	49 %	26 %	<b>-53 %</b>	<b>-3 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	12,0 %	11,8 %	14,3 %	<b>10,7 %</b>	<b>12,0 %</b>
Käyttökate	43,0	40,3	95,2	<b>76,3</b>	<b>87,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	7,5 %	10,2 %	10,5 %	<b>7,2 %</b>	<b>7,4 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	19,4	24,2	-10,8	<b>5,2</b>	<b>14,7</b>	Liikevoitto-%	7,0 %	6,7 %	9,6 %	<b>6,1 %</b>	<b>7,4 %</b>
Operatiivinen kassavirta	56,3	64,0	102,9	<b>71,2</b>	<b>91,1</b>	ROE-%	12,2 %	11,5 %	12,9 %	<b>5,1 %</b>	<b>6,5 %</b>
Investoinnit	-19,6	-12,0	-530,9	<b>-105,2</b>	<b>-25,0</b>	ROI-%	12,5 %	9,2 %	12,1 %	<b>6,1 %</b>	<b>7,4 %</b>
Vapaa kassavirta	36,3	51,7	-424,4	<b>-35,7</b>	<b>66,1</b>	Omavaraisuusaste	37,8 %	34,3 %	41,2 %	<b>40,1 %</b>	<b>40,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	19,0 %	-2,4 %	24,8 %	<b>39,7 %</b>	<b>34,3 %</b>
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,3	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>						
EV/EBITDA (oik.)	7,6	8,9	9,1	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>						
EV/EBIT (oik.)	12,1	10,2	12,4	<b>12,8</b>	<b>11,8</b>						
P/E (oik.)	14,8	12,1	10,5	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>						
P/B	2,0	2,3	1,5	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>						
Osinkotuotto-%	5,1 %	7,5 %	4,1 %	<b>6,3 %</b>	<b>6,3 %</b>						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 sijoitussuosituksia 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.9.2022	Vähennä	7,50 €	7,10 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**