

NOKIAN PANIMO

09.09.2026 8.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Investoinnit vaativat vielä kypsymistä

Ennustamme Nokian Panimon jatkavan hyvällä kasvu-uralla lähivuodet ja pidämme sen tavoitteita realistisina. Lähivuosien isot investoinnit rasittavat kuitenkin kassavirtaa ja pääoman tuottoja. Tähän nähden yhtiön arvostus (esim. 2026 EV/EBIT 16x) on mielestämme liian korkea. Aloitamme yhtiön seurannan vähennä-suosituksella ja 2,4 euron tavoitehinnalla.

Suomen toiseksi suurin pienpanimo

Nykymuotoisen Nokian Panimon historia alkaa vuodesta 2008, jolloin se omistajavaihdoksen myötä aloitti edelleen jatkuvan kasvutrendinsä. Nokian Panimo valmistaa juomia yhdellä tehtaalla Nokialla ja valmistaa vain omia brändejään. Sen ydinbrändi Keisari kattaa oluet ja long drinkit, ja valikoimaan kuuluvat myös virvoitusjuomat, siiderit ja mocktailit. Yhtiön volyymistä olutta oli 68 % vuonna 2025, loput muita juomia. Yhtiö asemoituu pienten pienpanimoiden ja suurten teollisten panimoiden (Hartwall, Sinebrychoff, Olvi) välimaastoon. Kilpailukykyä tukevat pitkä historia, moderni tuotanto ja pienpanimostatuksen valmisteveroalennus, joka toi arviomme mukaan 2,3 MEUR:n hyödyn 2025 eli karkeasti käyttökatteen verran. Pienpanimoalennusta ei saa lisää alkoholillisen oluen tuotannon ylittäessä 10 miljoonaa litraa, ja sen menettä kokonaan tuotannon ylittäessä 15 miljoonaa litraa. Yhtiön oluen tuotanto tänä vuonna on arviomme mukaan noin 7 miljoonaa litraa, joten yläraja ei ole ongelma vielä lähivuosina. Koko olutmarkkinasta yhtiön osuus on pieni, noin 2 %, mutta kasvanut tasaisesti markkinan ollessa laskutrendillä.

Listautumisannissa kerätyt rahat käytetään investointeihin

Nokian Panimo listautui pörssiin huhtikuussa 2025 ja keräsi annissa noin 10 MEUR. Rahat ovat toistaiseksi pääasiassa yhtiön kassassa. Yhtiö ilmoitti kesäkuussa 2026 osana listautumisen yhteydessä kerrottua noin 10 MEUR:n investointiohjelmää 7 MEUR:n investoinnista tuotannon laajentamiseen ja tehostamiseen, sekä alkoholittoman oluen tuotantolaitteistoon.

Emme usko näiden investointien yltävän lähivuosina tuottovaatimuksemme mukaiseen tuottoon, eli investoinnit eivät mielestämme ainakaan alkuvaiheessa ole arvoa luovia. Niillä tosin mahdollistetaan kasvu myös pidemmälle tulevaisuuteen, joten tuotto paranee ajan myötä, mikäli yhtiön kasvu jatkuu. 10 MEUR:n kasvuinvestoinnit vaatisivat karkeasti 1 MEUR:n tulosparrannuksen saavuttaakseen riittävän pääoman tuoton. Verrattuna yhtiön nykyiseen noin 1,5 MEUR:n liikevoittotasoon vaadittava parannus on merkittävä.

Tavoitteet ovat mielestämme uskottavia

Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat yli 20 MEUR:n liikevaihto vuoteen 2029 mennessä ja yli 18 %:n käyttökate vuosittain. Pidämme tavoitteita realistisina. Niiden saavuttaminen vaatii selvästi markkinoita nopeampaa kasvua, johon yhtiö on pystynyt lähes 20 vuotta. Ennustamme liikevaihdon yltävän vuonna 2029 19,5 MEUR:oon. Yhtiön käyttökate-% oli viime vuonna 17 % ja ennustamme sen jäävän tänä vuonna suunnilleen samaan tasoon eli ohjeistushaarukan alalaitaan. Odotamme yhtiön pystyvän vuodesta 2028 alkaen tavoitteen mukaiseen yli 18 %:n käyttökatemarginaaliin kasvun tuodessa operatiivista vipua. On tosin syytä huomioida, että pienpanimoalennuksen rakenne painaa marginaalia yhtiön kasvaessa, ja investointien myötä nousevat poistot rasittavat liikevoittomarginaalia.

Korkea arvostus jättää tuotto-odotuksen heikoksi

Nokian Panimolla on mielestämme edessä hyvä tuloskasvunäkymä, joka tukee tuotto-odotusta. Osakkeen arvostus on kuitenkin mielestämme kallis sekä tulospohjaisesti (esim. 2026 EV/EBIT 16x) että tasepohjaisesti. Lisäksi lähivuosina yhtiö sitoo merkittävän määrän pääomia investoimalla, minkä myötä odotamme positiivista vapaata kassavirtaa vasta vuonna 2029. DCF-mallimme arvo on hieman nykykurssia alempi. Kokonaisuutena näemme osakkeen tuotto-odotuksen jäävän heikoksi.

Suositus
Vähennä

Liiketoimintariski



Tavoitehinta:
2,40 EUR

Arvostusriski



Osakekurssi:
2,66 EUR

	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	13,0	14,4	15,8	17,9
kasvu-%	9 %	11 %	10 %	13 %
EBIT oik.	1,5	1,6	1,7	1,8
EBIT-% oik.	11,2 %	11,2 %	10,4 %	10,2 %
Nettotulos	-0,1	1,2	1,2	1,3
EPS (oik.)	0,10	0,11	0,12	0,13
P/E (oik.)	24,8	23,1	22,5	20,2
P/B	1,5	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %
EV/EBIT (oik.)	13,9	16,2	17,7	16,3
EV/EBITDA	9,1	10,6	10,3	8,7
EV/Liikevaihto	1,6	1,8	1,9	1,7

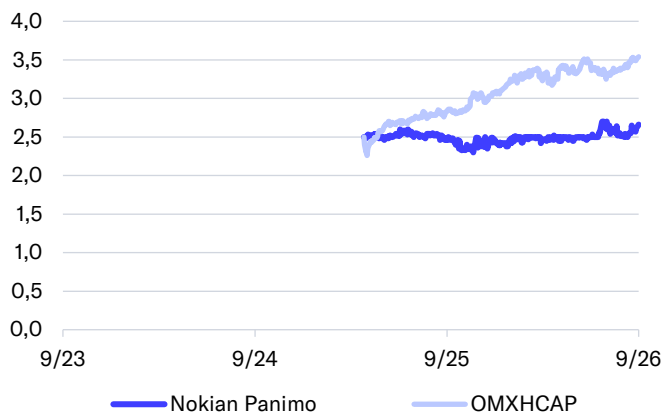
Lähde: Inderes

Ohjeistus

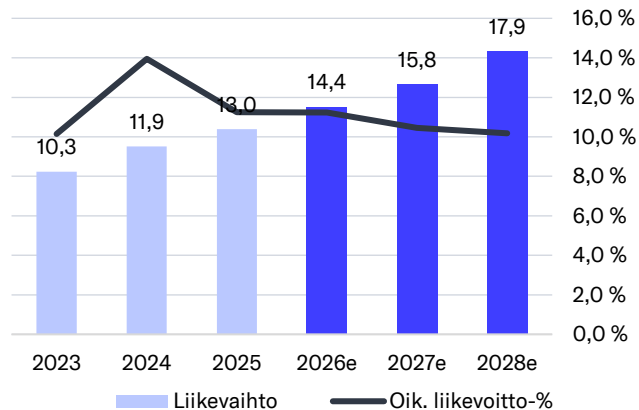
(Ennallaan)

Nokian Panimo odottaa tilikauden 2026 liikevaihdon kasvavan edellisestä vuodesta (2025: 12,98 MEUR) ja käyttökatemarginaalin olevan 17–20 % (2025: 17 %).

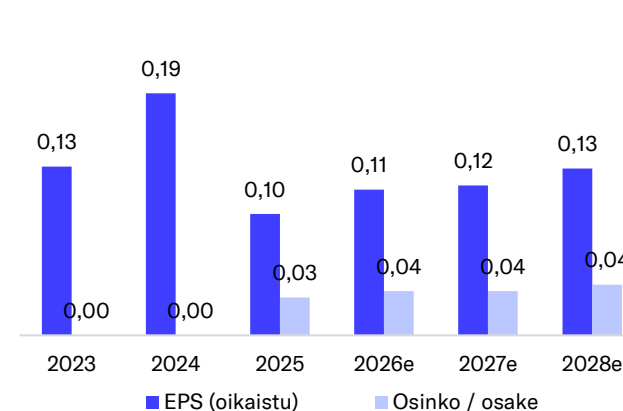
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Markkinaosuuksien voittaminen ja kasvun jatkuminen
- Laajentuminen uusiin tuotteisiin
- Pienpanimoalennus tukee kannattavuutta

Riskitekijät

- Alkoholin ja yhtiön suurimman kategorian oluen kulutus on laskussa
- Pienpanimoalennuksen pienentyminen tai poistuminen
- Yksi tuotantolaitos tuo operatiivista riskiä
- Ison asiakkaan menettäminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	2,66	2,66	2,66
Osakemäärä, milj. kpl	10,1	10,1	10,1
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	26	29	30
P/E (oik.)	23,1	22,5	20,2
P/E	23,1	22,5	20,2
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,8	1,9	1,7
EV/EBITDA	10,6	10,3	8,7
EV/EBIT (oik.)	16,2	17,7	16,3
Osinko/tulos (%)	30,4 %	29,6 %	30,4 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,3 %	1,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitus- ja riskiprofiili	14-16
Toimiala ja kilpailijat	17-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	22-24
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-30
Arvonmäärittäminen	31-33
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	34-40

Nokian Panimo lyhyesti

Nokian Panimo on Suomen toiseksi suurin pienpanimo ja viidenneksi suurin panimo. Yhtiö myy oluita ja muita alkoholillisia ja alkoholittomia juomia.

1991

Yhtiö perustetiin nimellä Pirkanmaan Uusi Panimo

2025

Listautuminen pörssiin

13 MEUR

Liikevaihto 2025

2,2 MEUR (17,2 %)

Käyttökate 2025

#5

Markkina-asema Suomen olutmarkkinalla

45

Henkilöstö keskimäärin 2025

1991-2010

Liikevaihto alle 2 MEUR, tulos tappiollinen

Nimi vaihtui Nokian Panimoksi ja Keisari-brändi lanseerattiin 2004

2007-08 Nokian vesikriisi ajaa yhtiön ongelmiin, Scripo Oy ostaa enemmistön yhtiöstä ja tukee sen käännettä

2010-2023

Liikevaihto kasvaa 1 MEUR:sta 10 MEUR:oon

2012 ensimmäinen voitollinen tilikausi

2016-19 alkoholittomien juomien valikoima kasvaa merkittävästi

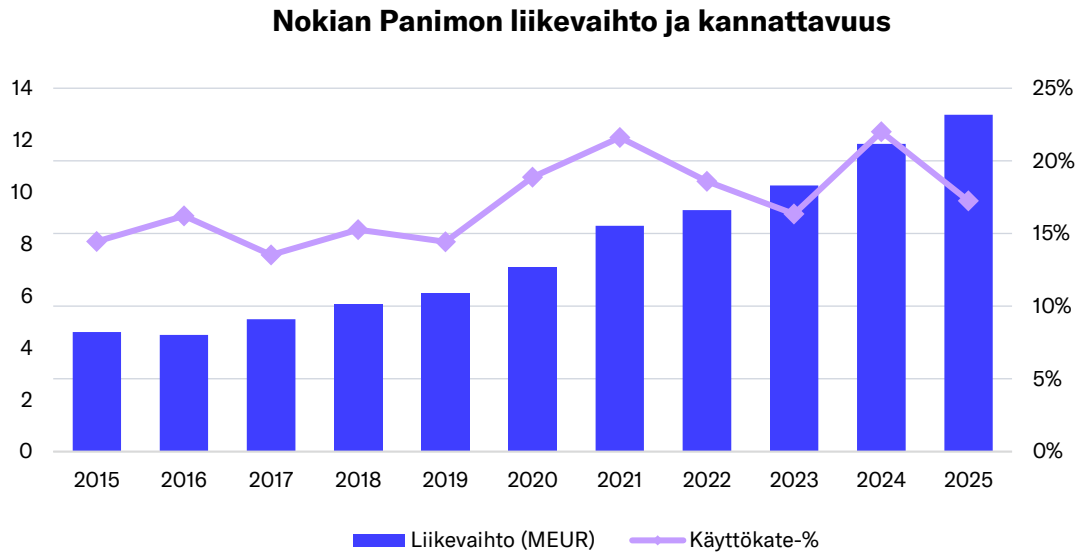
Janne Paavola toimitusjohtajaksi 2021

2024-

Uusi logistiikkakeskus valmistuu 2025

Yhtiö listautuu pörssiin 2025

2026 julkistettiin merkittävä investointi alkoholittoman oluen tuotantoon ja kapasiteetin kasvuun



Lähde: Nokian Panimo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Suomen toiseksi suurin pienpanimo ja viidenneksi suurin panimo

Nokian Panimo on perustettu vuonna 1991 nimellä Pirkanmaan Uusi Panimo. Yhtiön nimi muutettiin Nokian Panimoksi vuonna 2004. Nykyinen pääomistaja Scripo pelasti taloudellisissa ongelmissa olleen yhtiön merkittävällä sijoituksella vuonna 2008, mikä oli käännekohta yhtiön historiassa.

Yhtiöllä on yksi tuotantolaitos Nokialla, ja sen brändisalkku koostuu omista tuotemerkeistä: Keisari on ydinbrändi (perinteiset ja erikoisolut), ja lisäksi valikoimaan kuuluvat niin ikään Keisari-brändillä myytävät long drink-juomat, virvoitusjuomabrändit Sun'n ja Hometown Lemonades sekä siiderit, ja mocktailit. Nokian Panimon kilpailukyky perustuu pitkään toimintahistoriaan, moderniin tuotantolaitteistoon ja asemaan pienten paikallisten pienpanimoiden ja suurten teollisten panimoiden (Hartwall, Sinebrychoff, Olvi) välissä, sekä pienpanimostatuksen tuomaan valmisteveron alennukseen, joka toi yhtiölle arviomme mukaan noin 2,3 MEUR:n hyödyn vuonna 2025, vastaten karkeasti sen käyttökatetta.

Nokian Panimon markkina-asema Suomessa on vahva pienpanimosektorilla, mutta kokonaismarkkinasta yhtiön osuus on pieni: Keisari-brändin (ja siten koko yhtiön) markkinaosuus koko Suomen olutmarkkinasta on noin 2 %, ja pienpanimot yhteensä ovat Lupa- ja Valvontaviraston mukaan noin 8 % Suomen olutmarkkinasta. Liikevaihdolla mitattuna Nokian Panimo on Suomen toiseksi suurin pienpanimo ja viidenneksi suurin panimo. Yhtiön volyymistä oluen osuus oli noin 68 % vuonna 2025, ja loppu 32 % koostui virvoitusjuomista, siidereistä, lonkeroista ja muista sekoitusjuomista.

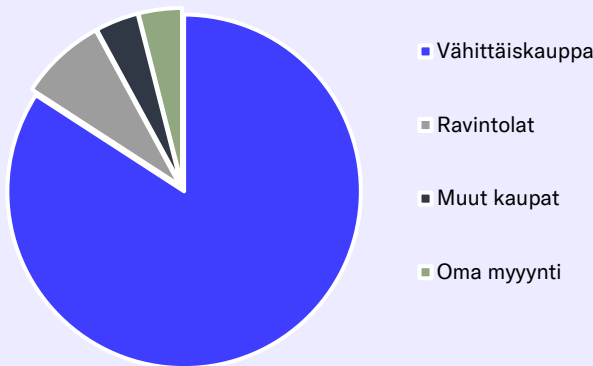
Maantieteellisesti Nokian Panimon liiketoiminta on kokonaan Suomessa. Nokian Panimo raportoi toimintansa yhtenä kokonaisuutena, eikä sillä siis ole erillisiä segmenttejä. Myyntivolyymit se raportoi kuitenkin erikseen oluen ja muiden juomien osalta.

Jakelu pääosin kotimaisten päivittäistavarakauppojen kautta

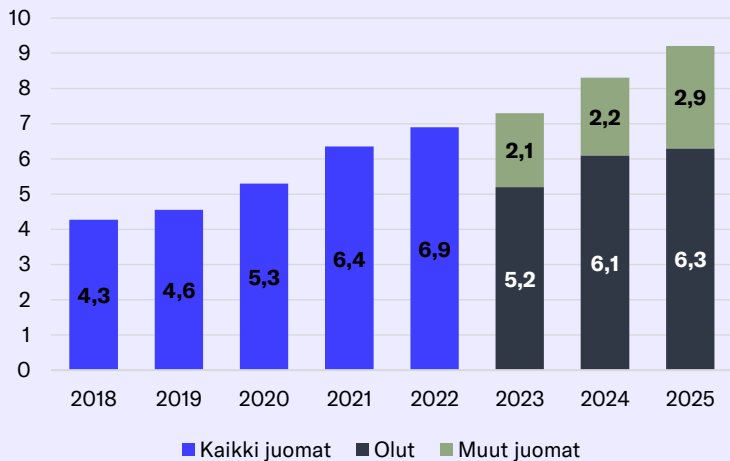
Nokian Panimon pääasiallinen myyntikanava on suomalainen päivittäistavarakauppa. Suomen alkoholilainsäädäntö sallii enintään 8 tilavuusprosenttia alkoholia sisältävien juomien myynnin vähittäiskaupassa, minkä ansiosta Nokian Panimon tuotteet ovat laajasti saatavilla päivittäistavarakaupoissa ympäri Suomen. Käytännössä myynti keskittyy kolmeen suureen vähittäiskauppaketjuun: S-ryhmään, K-ryhmään ja Lidliin, jotka yhdessä muodostivat 84 % liikevaihdosta vuonna 2024 (vuoden 2025 lukuja ei ole julkaistu, mutta suuruusluokka on arviomme mukaan sama). Loput myynnistä jakautui vuonna 2024 ravintoloille (noin 8 %), pienemmille päivittäistavarakaupoille ja erikoismyymälöille (noin 4 %) sekä yhtiön omaan suoramyyntiin Nokialla sijaitsevan myyntipisteen (kauppa, taproom ja kesäterassi) ja verkkokaupan kautta (noin 4 %).

Yhtiö on tänä vuonna päässyt laajemmin myös Alkon jakeluun, mikä on arviomme mukaan kasvattanut hieman erikoismyymälät-ryhmän osuutta. Alkoholin kotiinkuljetuksen vapautuminen ensi vuoden alussa voi arviomme mukaan tukea Nokian Panimon omaa myyntiä. Emme kuitenkaan odota tästä merkittävää kasvuajuria, vaan odotamme isojen päivittäistavarakauppojen pysyvän selvästi tärkeimpänä myynnin kanavana.

Myyntikanavajakauma 2024



Nokian Panimon volyymikehitys



Lähde: Nokian Panimo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Keskittynyt asiakaskunta tekee yhtiön riippuvaiseksi muutamasta suuresta kauppaketjusta, ja yksittäisen avainasiakkaan (lähinnä ketjutasolla päätökset tekevät S-ketju tai Lidl) menettäminen olisi Nokian Panimolle olennainen riski. Näemme tämän kuitenkin hyvin epätodennäköisenä, ja mielestämme kyse on enemmän siitä, missä määrin Nokian Panimo saa tuotteitaan ketjujen kauppoihin. Isoilla asiakkailla on myös iso neuvotteluvoima suhteessa Nokian Panimoon, mikä voi näkyä esim. hintapaineena.

Vähittäiskauppaketjujen kanssa käydään hinta- ja valikoimaneuvotteluja vain kerran tai kaksi vuodessa, mikä altistaa yhtiön marginaalin heikentymiselle kustannusten noustessa neuvottelukierrosten välissä. Tämä näkyi selvästi vuosina 2022–2023, kun raaka-aineiden ja pakkausmateriaalien hintainflaatio nosti kustannuksia ja liikevoittomarginaali laski 17 %:sta (2021) 10 %:iin (2023), ennen kuin kannattavuus palautui vuonna 2024 hinnankorotusten ja tehokkuustoimien myötä. Toisaalta

myös yhtiön raaka-ainesopimukset ovat käsityksemme mukaan noin vuoden pituisia.

Tuotanto tehdään täysin omissa tiloissa Nokialla

Nokian Panimon koko tuotanto tapahtuu yhtiön omalla tuotantolaitoksella Nokialla. Yhtiö on investoinut merkittävästi tuotantokapasiteettiin viime vuosina, ja sen tuotantolaitteisto sekä varasto ovat käsityksemme mukaan moderneja ja hyvässä kunnossa.

Oluen valmistus etenee keittämössä tapahtuvasta mäsäyksestä ja keitosta käymis- ja kypsytysvaiheeseen, jotka kestävät tyypillisesti useita viikkoja. Lopuksi prosessi etenee separointiin ja pakkaamiseen. Yhtiön keittämökapasiteetti on 15 miljoonaa litraa vuodessa, mutta todellista tuotantomäärää rajoittaa käymis- ja kypsytystankkien kapasiteetti, joka on prosessin pullonkaula noin 8 miljoonaa litraa vuodessa. Huoltotauot ja kausiluonteisuus huomioiden yhtiö ei kuitenkaan käytännössä pysty tuottamaan kapasiteetin mukaista

maksimimäärää, vaan nimellisen kapasiteetin pitää aina olla jonkin verran todellista tuotantomäärää suurempi. Yhtiön myyntiä kesäsesongilla on käsityksemme mukaan aiempina vuosina rajannut jossain määrin kapasiteetin rajallisuus, joten sen lisäämiselle on selvästi tarvetta kasvun jatkuessa. Tänä vuonna arviomme mukaan myytävä noin 7 miljoonan litran olutmäärä tarkoittaa siten kapasiteetin olevan käytännössä täyskäytössä. Yhtiö on osana kesäkuussa ilmoitettua ja ensi vuonna valmistuvaa investointia kasvattamassa käymiskapasiteettinsa 13 miljoonaan litraan, mikä mahdollistaa kasvun vuosiksi eteenpäin.

Valmis olut pakataan tölkkeihin tai ravintolamyynissä osittain tynnyreihin (kegi). Yhtiöllä on vain yksi tölkityslinja, joten ongelmat sen toiminnassa voisivat pysäyttää koko tuotannon. Tuotanto toimii tällä hetkellä arkipäivisin kolmessa vuorossa, mutta pakkauslinja vain kahdessa. Siten pakkaamisen suhteen tuotantoa on käsityksemme mukaan helppo kasvattaa työvuoroja lisäämällä.

Nokian Panimon oluen tuotantoprosessi



15 milj. litraa/v

Keittämökapasiteetti

n. 8 milj. litraa/v, kasvaa 13 miljoonaan 2027

Käymis- ja kypsytystankkien kapasiteetti — prosessin pullonkaula

5 000 litraa/h

Tölkityskapasiteetti

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Muiden juomien, kuten virvoitusjuomien ja lonkeroiden, valmistus ei vaadi vastaavaa pitkäkestoista käymis- ja kypsytysvaihetta, vaan perustuu pääosin raaka-aineiden sekoittamiseen ja hiilihapotukseen, minkä ansiosta tuotantocykli on huomattavasti oluen valmistusta nopeampi. Käytännössä aika on vain päivä tai päiviä, kun oluessa se on 4-6 viikkoa. Myös valmistukseen tarvittava laitteisto on huomattavasti pienempi. Tämän vuoksi muiden juomien kuin oluen myynti on pystynyt kasvamaan oluttuotantoa nopeammin ilman, että se aiheuttaa kapasiteettiin pullonkaulaa. Muiden juomien tuotanto on siten myös olutta selvästi pääomakevyempää, ja arviomme mukaan pääoman tuotoltaan houkuttelevampaa. Niiden kasvu ei myöskään vaikuta yhtiön saamaan pienpanimoalennukseen.

Tuotevalikoima laajenee asteittain

Nokian Panimon tuotevalikoimaan kuuluu noin 50 tuotetta, joista suurin määrä eli yli 15 nimikettä on erilaisia oluita. Yhtiö tuottaa vain omia brändejään eli se ei tee esim. kauppojen omia merkkejä. Yhtiö ei ole myöskään mukana monipakkauksissa, vaan sen tuotteet myydään yksittäispakattuina. Nämä tekijät tukevat arviomme mukaan keskihintaa ja kannattavuutta. Toisaalta monipakkauksissa liikkuva merkittävä volyymi ei ole toistaiseksi yhtiön saavutettavissa. Yhtiön ydinbrändi on Keisari, jonka alla se valmistaa laajan kirjon perinteisiä ja erikoisoluita. Olut on myös volyymimielessä edelleen hallitseva ja vastasi noin 70 %:sta yhtiön volyymista vuonna 2025 eli 6,3 miljoonaa litraa. Arvioimme selkeästi suurimman yksittäisen tuotteen olevan Keisari Lager.

Oluen ohella valikoimaan kuuluu merkittävä määrä muita juomia, joita myytiin yhteensä 2,9 miljoonaa litraa vuonna 2025. Näitä ovat virvoitusjuomabrändit Sun'n ja Hometown Lemonades, Big Apple-siiderit, useita lonkerotyyppisiä

alkoholijuomasekoituksia (Keisari-brändi) sekä mikserijuomat ja mocktailit. Yhtiö uudistaa ja laajentaa tuotevalikoimaansa aktiivisesti. Yhtiöllä on ollut tapana laajentua jollekin uudelle alueelle joka vuosi. Tänä vuonna se oli kivennäisvedet Minea-brändillä, ja ensi vuonna alkoholittomat oluet Keisari-brändillä. Nykyisessä mittakaavassa yhtiö lanseeraa tyypillisesti noin 10 uutta tuotetta vuosittain, ja vuonna 2026 julkaistiin peräti 17 uutuustuotetta, mikä on yhtiön historian suurin määrä.

Ottaen huomioon yhtiön pienen koon, sillä on varsin monta brändiä, eikä sen arviomme mukaan ole järkevää tehdä brändimarkkinointia pääbrändi Keisaria lukuun ottamatta. Tämä huomioiden, pidämme järkevänä, että Keisari-brändiä on hyödynnetty long drink-juomissa. Näkisimme hyvänä mahdollisuuksien mukaan käyttää myös muissa tuotteissa tuoteryhmät ylittäviä brändejä.

Yhtiö ei ole kommentoinut selkeästi tuoteryhmien välisiä kannattavuuseroja tai on maininnut, ettei selkeitä tuoteryhmäeroja ole. Se on kuitenkin viitannut alkoholiverolla olevan välillinen vaikutus kannattavuuteen, minkä vuoksi korkeampaa veroa kantavat long drink-juomat ovat arviomme mukaan yhtiölle keskimäärin heikommin kannattavia ja toisaalta vähäalkoholiset juomat keskimäärin paremmin kannattavia. Arvioimme kivennäisvesien olevan suhteellisen hyvin kannattava tuotekategoria, joskin se on vielä aivan uusi kategoria yhtiölle (lanseerattu keväällä 2026) ja siten todennäköisesti varsin pieni. Royal Unibrew:n vuonna 2024 esittämän arvion mukaan (joka koskee laajempaa markkina-aluetta kuin Suomi) siiderit ja ns. ready-to-drink-juomat eli valmiscocktailit sekä energiajuomat ovat selvästi olutta, virvoitusjuomia ja vettä kannattavampia kategorioita. Tämä tukee arviotamme siitä, että yhtiön olisi loogista pyrkiä pääsemään takaisin hyvin kannattavalle energiajuomamarkkinalle.

Nokian Panimon brändi- ja tuotekategoriahistoria

● 2016–2019

Sun'n & Mocktails

Uudet virvoitusjuomasarjat, sis. alkoholiittomat mocktailit

● 2022

Keisari Mosaic IPA

IPA-uudistus

● 2023

Keisari Birra Chiara

Kevyt lager-tyyppinen olut

● 2024

Hometown Lemonades

Uusi virvoitusjuomabrändi

● 2025

Keisari Long Drink

Siirtyminen lonkerokategoriaan: Grapefruit, Mango, Pineapple

● 2026

Keisari Hinode & Biere Blanc

Kevään menestyslanseerukset; vetivät oluen volyymikasvua H1'26:lla, Biere Blanc voitti Suomen parhaan vehnäoluen tittelin

● 2026

Minea

Kivennäisvedet uutena kategoriana

◎ 2027E

Alkoholittomat oluet

Uusi kategoria Keisari-brändillä; investointi ilmoitettu 6/2026

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

Uutuudet onnistuneet historiallisesti hyvin, Hard Selzer - kategoriassa tietoinen aukko

Nokian Panimon tuotekehitys etenee strukturoidusti mutta joustavasti: ideointi pohjautuu juomatrendien ja asiakaspalautteen seurantaan. Konsepti testataan ensin pienin erin laboratorioissa ja mikropanimossa, ja palautetta kerätään mm. omista kanavista, kuten yhtiön omasta Keisari Kauppa & Taproomista. Onnistuneet konseptit etenevät kaupalliseen testausvaiheeseen suuremmilla erillä yhtiön omissa tapahtumissa, ja yksityiskohdat viimeistellään noin puoli vuotta ennen lanseerausta. Yhtiön mukaan epäonnistuvat konseptit voidaan keskeyttää ilman merkittäviä uponneita kustannuksia. Lanseerauksen jälkeen kaupallinen menestys luonnollisesti määrittää, jääkö tuote valikoimiin pidemmäksi ajaksi.

Tuotekehitys on painottunut viime vuosina erityisesti kasvavien kategorioiden, alkoholijuomasekoitusten sekä vähäalkoholisten ja alkoholittomien juomien, vahvistamiseen, mikä heijastaa kuluttajakysynnän siirtymää perinteisestä oluesta monipuolisempiin juomavaihtoehtoihin. Yhtiön tuotteet ovat onnistuneet historiallisesti erittäin hyvin, sillä valtaosa niistä on jäänyt myyntiin, kun käsityksemme mukaan keskimäärin alalla vain pieni osa uusista tuotteista jää pysyvästi myyntiin. Tähän vaikuttaa mielestämme osaltaan se, että monissa kategorioissa Nokian Panimo ei ole ollut aiemmin läsnä, mikä tekee uutuusien tulosta markkinalle hieman helpompaa kuin tuoda uutuuksia, jotka kilpailevat osin omien vanhojen tuotteiden kanssa.

Yksi kategoria, joka yhtiöltä mielestämme selvästi vielä puuttuu, on Hard Selzerit. Se on muuten taantuvalla alkoholimarkkinalla ollut viime vuosina kasvava kategoria.

Yhtiö kuitenkin kommentoi H1'26 -tulospöytäkirjassaan, että hintakilpailu kategoriassa on niin voimakasta, että yhtiö näkee vaikeaksi tehdä siinä tällä hetkellä kannattavaa liiketoimintaa. Arvioimme Nokian Panimon olevan kuitenkin sinällään valmis suhteellisen nopeastikin tulemaan tähän kategoriaan, mikäli markkinahinnoittelu paranisi. Alkoholittomien juomien puolella oletamme yhtiön tutkivan mm. energijuomien ja erilaisten urheilu- ja vitamiinijuomien markkinoita. Energijuomissa se on tosin ollut läsnä jo aiemmin 2020-luvun alussa, mutta joutunut vetäytymään käsityksemme mukaan liian pienen kysynnän takia.

Tuotteita eri hintapisteisiin

Nokian Panimon hinnoittelustrategia jakaa oluen osalta tuotevalikoiman kolmeen kategoriaan, joiden hintapiste ja tarkoitus poikkeavat toisistaan. Volyymituotteet ovat valikoiman edullisimpia ja suurivolyymisimpia tuotteita, joilla hyödynnetään tuotantokapasiteettia maksimaalisesti ja houkutellaan uusia kuluttajia brändin pariin. Näitä pidetään myös keskeisten vähittäiskauppa-asiakkaiden kannalta kiinnostavimpana kategoriana. Tästä esimerkki on yhtiön myydyin tuote Keisari Lager. Kaupalliset tuotteet sijoittuvat keskitasolle ja ovat houkuttelevia sekä kannattavuuden että volyymin näkökulmasta (esim. Keisari Biere Blanc tai Birra Chiara), kun taas viestinnälliset keihäänkärkituotteet ovat valikoiman korkeimman hintapisteen ja pienimmän volyymin tuotteita (esim. Keisari Strong NEIPA). Kalliimpien tuotteiden raaka-aine- ja valmistuskustannukset ovat tyypillisesti korkeammat, mutta ne vahvistavat laatumielikuvaa ja brändiä sekä houkuttelevat laatutietoisia kuluttajia. Kokonaisuutena yhtiön tuotteiden hintapisteitä voidaan kuitenkin mielestämme pitää suhteellisen edullisina.

Hinnoittelustrategia



Viestinnälliset keihäänkärkituotteet

Korkein hinta, pienin volyymi, esim. Keisari Strong NEIPA



Kaupalliset tuotteet

Keskitason hinta ja volyymi, esim. Keisari Birra Chiara



Volyymituotteet

Matalin hinta, suurin volyymi, esim. Keisari Lager

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Muissa tuotteissa kunkin tuoteryhmän sisällä tuotteet on tyypillisesti hinnoiteltu samalle tasolle, eikä oluen tyyppistä kategorisointia ole. Myös näissä tuotteissa yhtiö pyrkii olemaan hinnoillaan kilpailukykyinen eli pikemminkin markkinoiden hintahaarukan alapäässä.

Kulurakenne

Vuonna 2025 Nokian Panimon kuluista noin puolet tai liikevaihtoon suhteutettuna 45 % syntyi materiaaleista ja tarvikkeista. Tämä muodostuu oluen tuotantoon tarvittavista raaka-aineista sekä pakkausmateriaaleista. Nokian Panimon tärkein raaka-aine on ohramallas, jota yhtiö hankkii lähes kokonaan kotimaasta, ja ylipäättään yli 80 % yhtiön euromääräisistä raaka-ainehankinnoista on kotimaisia. Ohramallasta yhtiö käytti vuonna 2024 noin miljoona kiloa. Muita keskeisiä tuotantopanoksia ovat puhdas vesi, humala sekä pakkausmateriaalit, erityisesti alumiinitölkit. Kulumielessä pakkausmateriaalit on arvioimme mukaan suurin kuluerä. Myös humala ja hiiva sekä muiden juomien kuin oluen tuotannossa käytetyt makuaineet ovat keskeisiä raaka-aineita. Raaka-aine- ja pakkausmateriaalihankinnoissa hintojen vaihtelu voi nostaa kustannuksia nopeasti, kuten kävi esimerkiksi 2022–2023 inflaatiopiikin aikana. Käsityksemme mukaan yhtiö kuitenkin ostaa raaka-aineita pääosin vuosisopimuksilla, mikä suojaa äkillisiltä hinnanmuutoksilta.

Luvuissa on hyvä huomioida, että Nokian Panimon käyttämä myyntikate ei sisällä esim. tuotannon henkilöstökuluja. Tuotantoon liittyviä suoria kuluja on siten myös myyntikatteen alapuolella tuloslaskelmassa tulevissa henkilöstökuluissa ja muissa kuluissa. Viime vuosina 54-58 %:n tasolla olleen myyntikatteen alapuolella yhtiön kustannukset jakautuvat suunnilleen yhtä suuriin

henkilöstökuluihin ja muihin kuluihin. Molemmat olivat vuonna 2025 noin 20 % liikevaihdosta. Muissa kuluissa suurimpia eriä ovat tuotantoon liittyvät toimitila- ja konekulut sekä myynti- ja markkinointikulut. Käyttökatemarginaali on näin lähellä yhtiön tavoittelemaa 18 %:n tasoa. Poistot vastasivat 6 % liikevaihdosta, jolloin liikevoittoprosentiksi vuonna 2025 jäi 11 %.

Yhtiön tulosta tukee alkoholin valmisteveron pienpanimoalennus, jonka arvioimme vuonna 2025 olleen 2,3 MEUR. Siten se vastaa karkeasti yhtiön käyttökattetta ja on suurempi kuin sen liikevoitto. Käsitlemme pienpanimoalennusta tarkemmin alla ja seuraavalla sivulla.

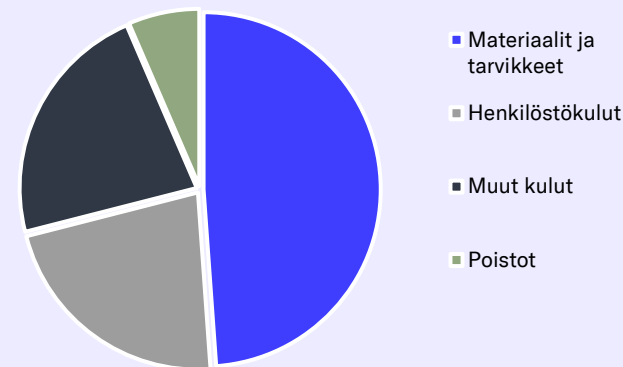
Pienpanimostatus tuo veroalennusta

Nokian Panimo määrittellään pienpanimoksi, joka on oikeutettu alkoholin valmisteveron alennuksiin. Pienpanimoksi määrittellään panimo, joka:

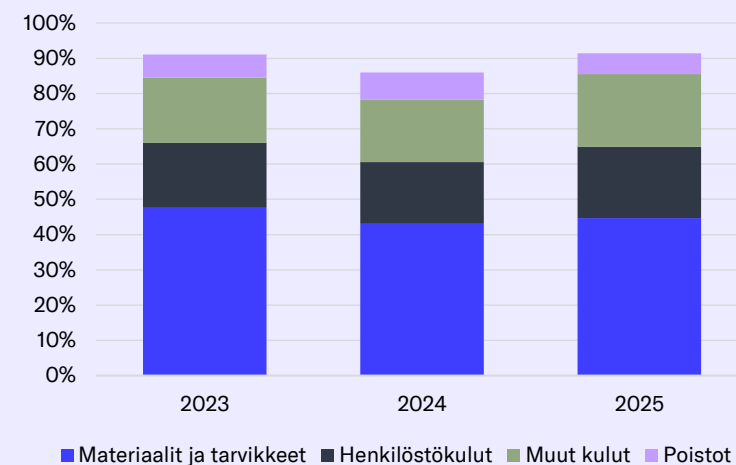
- On oikeudellisesti ja taloudellisesti riippumaton muista panimoista
- Toimii muista panimoista fyysisesti erillisissä tiloissa
- Ei harjoita lisenssivalmistusta
- Tuottaa vuosittain enintään 15 miljoonaa litraa alkoholipitoista olutta

Nokian Panimo täyttää pienpanimon vaatimukset ja sen aikomuksena on pysyä pienpanimona jatkossakin. Tuotantorajoituksen suhteen on hyvä huomata, että se koskee vain alkoholipitoista olutta. Nokian Panimo tuottaa arvioimme mukaan tänä vuonna noin 7 miljoonaa litraa olutta, joten alkoholipitoisen oluenkin suhteen sillä on varaa noin kaksinkertaistaa tuotanto ennen kuin pienpanimolle säädetty raja alkaa tulla vastaan.

Kulurakenne 2025



Kulurakenne, % liikevaihdosta



Lähde: Nokian Panimo, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Veroalennus laskee asteittain

Pienpanimoille annettava veroalennus on korkeampi pienillä tuotantomäärillä ja laskee asteittain 10 miljoonan litran tuotantoon asti. Tämän jälkeen pienpanimo ei saa enää lisäalennusta, mutta alennukset saa pitää, jos tuotanto on alle 15 miljoonaa litraa. Pienpanimoalennuksen veroportaatt ovat seuraavat:

- 50 % siltä osin kuin panimon kalenterivuoden aikana tuottaman oluen määrä on enintään 500 000 litraa;
- 30 % siltä osin kuin panimon kalenterivuoden aikana tuottaman oluen määrä on yli 500 000 mutta enintään 3 miljoonaa litraa;
- 20 % siltä osin kuin panimon kalenterivuoden aikana tuottaman oluen määrä on yli 3 miljoonaa mutta enintään 5,5 miljoonaa litraa;
- 10 % siltä osin kuin panimon kalenterivuoden aikana tuottaman oluen määrä on yli 5,5 mutta enintään 10 miljoonaa litraa.

Olemme oikealla olevissa kuvaajassa ja taulukossa havainnollistaneet, miten pienpanimoalennus muuttuu eri tuotantomäärillä.

Alennuksen absoluuttinen määrä riippuu alkoholiveron tasosta ja osittain myös tuotejakaumasta, sillä veroa maksetaan alkoholin tilavuusprosentin mukaan. Nokian Panimo on julkaissut alennuksen suuruuden olleen 2,2 MEUR sekä 2023 että 2024. Tästä voi laskea yhtiön tuotannon keskimääräisen alkoholivilavuus-%:n olleen noin

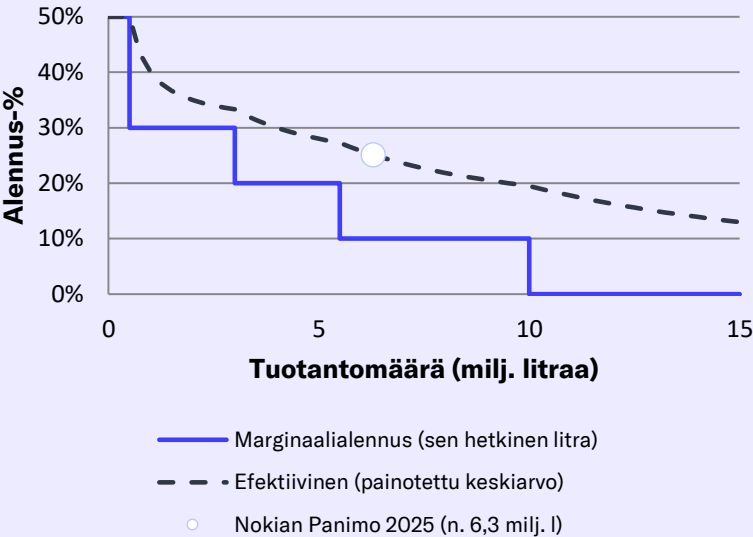
4 % noina vuosina. Vuodelta 2025 pienpanimoalennuksen määrää ei ole julkaistu, mutta tuotannon kasvun myötä arvioimme sen olevan hieman suurempi eli 2,3 MEUR. Huomionarvoista on, että alennus on suuruusluokaltaan karkeasti yhtiön käyttökateen suuruinen. Siten pienpanimoalennuksen mahdollinen menettäminen olisi yhtiölle taloudellisesti erittäin merkittävä isku. Emme kuitenkaan näe tätä todennäköisenä. Nykyisellä myyntijakaumalla ja alkoholiveron suuruudella arvioimme maksimialennuksen Nokian Panimon osalta olevan 2,9 MEUR. Tämä alennus siis saadaan jo 10 miljoonan litran tuotannolla ja se säilyy 15 miljoonaan litraan asti.

Nokian Panimo on jo matalimman veroalennuksen luokassa, eli sen kasvattaessa oluen tuotantoa alennus on uusista myyntilitroista enää 10 % (10 miljoonaan litraan asti). Keskimäärin yhtiön alennus-% on tällä hetkellä arvioimme mukaan noin 24 %. Euromääräisesti 10 %:n alennus tarkoittaa 4 %:n vahvuudessa 15 senttiä /litra. Tämä on edelleen merkittävä kustannusetu, kun huomioidaan, että Nokian Panimon keskimääräinen myyntihinta on noin 1,4 euroa / litra (huomioiden kaikki juomat). Toisin sanoen tälläkin hetkellä lisämyyntilitrasta yhtiö saa karkeasti sen liikevoittomarginaalia vastaavan alennuksen. Yhtiön mahdollisesti kasvaessa alkoholillisen oluen tuotannossa yli 10 miljoonan litran rajan yli, se voi joutua hinnoittelun ja tehokkuuden kasvun kautta kompensoimaan veroalennuksen loppumisen. Pienpanimoalennuksen rakenne aiheuttaa siten poikkeuksellisesti kasvun myötä marginaalipainetta.

Tuotanto	Pienpanimoalennus-%	Alennus yhteensä MEUR*
0,5m	50 %	0,4
3,0m	33 %	1,5
5,5m	27 %	2,2
10m	20 %	2,9
15m	13 %	2,9

Lähde: Inderes* Laskettu keskimäärin 4 %:n vahvuudessa oluella

Pienpanimoalennus tuotantovolyymin funktiona



Lähde: Vero.fi, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Merkittäviä investointeja kasvuun

Nokian Panimon liiketoiminta on ollut kasvu-uralla jo pian 20 vuotta. Kasvu on luonnollisesti vaatinut myös säännöllisiä investointeja tuotannon kasvattamiseksi. Investoinnit ovatkin olleet suhteessa yhtiön liikevaihtoon merkittäviä monena vuonna. Yhtiön kokoluokan kasvaessa investointien suuruuskin on kasvanut. Yhtiö keräsi rahaa listautumisannissa kasvuinvestointien jatkamiseen. Listautumisen jälkeen yhtiö sai vuonna 2025 valmiiksi noin 4,5 MEUR maksaneen logistiikkainvestoinnin, joka oli siihen asti yhtiön historian suurin. Kesäkuussa 2026 se ilmoitti 7 MEUR:n investoinnista alkoholittomiin oluisiin, oluen käymiskapasiteetin laajentamiseen ja muihin tuotannon tehostamista ja laajentamista tukeviin alueisiin. Investointi valmistuu vuonna 2027.

Listautumisen yhteydessä yhtiö viittasi noin 10 MEUR:n investointisuunnitelmiin lähivuosina (logistiikkakeskuksen jälkeen). Kesäkuussa ilmoitettu investointi haukkaa tästä leijonanosan. Tämän jälkeen yhtiön olutkapasiteetti onkin tuotannon vaiheesta riippuen jo 13-15 miljoonaa litraa vuodessa, kun oluen myyntivolyymi tänä vuonna on arviomme mukaan noin 7 miljoonaa litraa. Kapasiteetin puitteissa on siis varaa merkittävään kasvuun lähelle pienpanimoalennuksen sallimaa ylärajaa. Muissa juomissa kuin oluissa lyhyen valmistusajan myötä kapasiteetti ei ole yhtä merkittävä rajoite, ja sen kasvattaminen on suhteellisen edullista. Arviomme mukaan loput 3 MEUR:n laajennusinvestoinnit tullaan todennäköisesti tekemään vuosina 2027-28, sillä yhtiön kasvutavoitteen saavuttaminen (20 MEUR vuonna 2029, tästä lisää

myöhemmin) vaatii myös niiden tekemistä tänä vuonna ilmoitetun 7 MEUR:n investoinnin lisäksi. 7-10 MEUR:n investoinnit ovat Nokian Panimon mittakaavassa merkittävät, emmekä usko, että yhtiö tulee ainakaan lähivuosina saamaan investoinnille tuottovaatimustamme vastaavaa pääoman tuottoa. Investointi kuitenkin mahdollistaa tuotannon kasvun ja alkoholittoman oluen tuottamisen pitkälle tulevaisuuteen.

Pakkausmateriaalien osalta EU:n uusi pakkaus- ja pakkausjäteasetus voi tulevaisuudessa (vuodesta 2030 alkaen) asettaa lisävaatimuksia pakkausratkaisuille. Käytännössä tämä tarkoittaisi käsityksemme mukaan sitä, että Nokian Panimo joutuisi käyttämään myös lasipulloja pakkausmateriaalina (nykyisten tölkkien ohella) ja sen vuoksi investoimaan uuteen pullotuslinjaan. Asetuksen voimaantulo ja sen tarkat vaatimukset ovat kuitenkin edelleen auki, joten seuraamme tätä asiaa jatkossa.

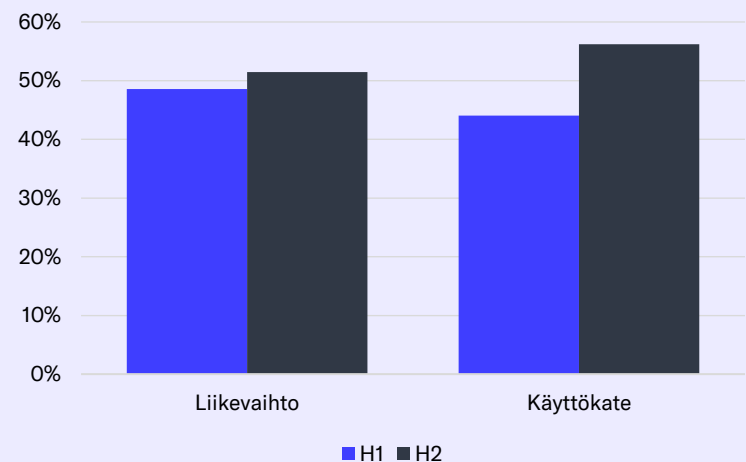
Kesäsesonki on tärkeä, mutta tulosta tehdään melko tasaisesti sekä H1:llä että H2:lla

Juomamyynnille kesä on tärkeä sesonki. Nokian Panimon puolivuotisraportoinnissa kesäkausi jakaantuu kuitenkin molemmille jaksoille, minkä myötä vuosipuoliskojen välinen ero ei ole niin iso. Kvartaaliraportoinnissa ero näkyisi selvemmin, sillä Q1 ja Q4 olisivat selvästi heikompia kuin Q2 ja Q3. Nokian Panimo aloitti tänä vuonna raportoimaan volyymikehitystä kvartaaleittain, mutta siitä ei ole vielä julkaistu riittävästi lukuja kausiluonteisuuden kuvaamiseksi. Käsityksemme mukaan erityisesti kesäsesongin alku eli touko-kesäkuu on riippuvainen säistä.

Nokian Panimo on investoinut kasvuun



Kausiluonteisuus keskimäärin 2023-26



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Vahva pääomistaja

Nokian Panimon ylivoimaisesti suurin omistaja on sijoitusyhtiö Oy Scripo Ab, jolla on 39 % yhtiöstä ja äänivallasta. Scripon omistaa Henrik Andersin, joka tunnetaan pankkiiriliike Evlin perustajana ja suurimpana osakkeenomistajana. Scripo pelasti Nokian Panimon konkurssilta merkittävällä pääomasijoituksella vuonna 2008 ja on ollut suurin omistaja siitä lähtien. Yhtiön listautumisannissa sen osuus laski 64 %:sta 39 %:iin. Scripo osti kuitenkin hieman lisää osakkeita H1’26-raportin julkaisun jälkeen. Seuraavaksi suurimmat omistajat ovat kotimaiset työeläkeyhtiöt 6-7,5 %:n omistuksilla. Yhtiön omistus on siten varsin keskittynyt, sillä 10 suurimmalla omistajalla on 74 % osakkeista. Ulkomailla omistusta on vain marginaalisesti.

Yhtiön yhtiöjärjestykseen sisältyy määräys, joka rajoittaa panimojen tai niiden omistajien äänimäärän 5 %:iin. Tällä Nokian Panimo pyrkii suojaamaan pienpanimostatuksensa säilymistä. Tällä hetkellä sillä ei tällaisia omistajia kuitenkaan käsityksemme mukaan ole.

Toimitusjohtajalla merkittävä omistus yhtiössä

Nokian Panimon toimitusjohtaja on vuodesta 2021 alkaen ollut Janne Paavola. Paavola tuli yhtiöön ensimmäisen kerran jo vuonna 2013 ja on ollut johtoryhmän jäsen vuodesta 2016 alkaen. Paavola on yhtiössä merkittävä osakkeenomistaja reilun 140 tuhannen osakkeen omistuksella. Yhtiön talouspäällikkö on Henri Annila, joka aloitti yhtiössä 2023. Hänellä on 15 000 osakkeen omistus yhtiössä.

Johtoryhmään kuuluu Paavolan ja Annilan lisäksi kymmenen henkilöä. Johtoryhmä on siten varsin laaja huomioiden yhtiön koko henkilöstömäärän olevan noin 50

henkeä. Toisaalta tämä kertoo matalasta organisaatiosta ja laajasta henkilöstön osallistamisesta päätöksiin. Käsityksemme mukaan koko johtoryhmä myös kokoontuu suhteellisen harvoin. Muista jäsenistä kahdella on yli 50 tuhatta osaketta, neljällä 5 000-15 000 osaketta ja neljän omistus on alle 5 000 osaketta (ei tarkkaa tietoa saatavilla). Omistukset ovat siten pääosin rahallisesti suhteellisen pieniä, joskin on syytä huomioida myös yhtiön pieni koko ja johtoryhmän laajuus.

Yhtiö kertoi listautumisesitteessään, että johtoryhmällä on käytössä suoraan tulokseen sidottu kannustinjärjestelmä. Myös muulla henkilöstöllä on kannustimia esim. myynnin, laadun ja toimitusvarmuuden mittareilla. Yhtiöllä ei tällä hetkellä ole osakepohjaisia kannustimia, mutta käsityksemme mukaan yhtiöllä on harkinnassa pitkän aikavälin osakekannustinjärjestelmä. Näkisimme hyvänä, että yhtiöllä olisi vuosittaiseen tulokseen/operatiivisiin mittareihin perustuvan bonusjärjestelmän lisäksi pitkäjänteisempi palkkiomalli. Myös pääoman tuoton tuominen mukaan palkkioiden perusteisiin olisi mielestämme toivottavaa.

Yhtiön hallitukseen kuuluu kuusi jäsentä. Sen puheenjohtaja on ollut vuodesta 2021 alkaen Jarmo Puputti. Puputti on työurallaan toiminut mm. Nokian Renkaiden ja Raision johdossa. Kuudesta jäsenestä kaksi kuuluu pääomistaja Scripo Oy:n lähipiiriin. Huomioimme, että hallituksen jäsenistä yhdelläkään ei ole kokemusta juomateollisuudesta. Hallituksen puheenjohtajalla Puputilla on (osin yhtiönsä kautta) yli 100 000 osaketta, kolmella muulla hallituksen jäsenellä noin 10 000 osaketta ja kahdella tätä pienemmät omistukset. Hallituksen jäsenten omistukset ovat siten Puputtia lukuun ottamatta varsin pieniä. Oscar Andersin on tosin pääomistaja Scripo Oy:n toimitusjohtaja.

Omistajat 31.8.2026	%-osuus
Oy Scripo Ab	39,4 %
Varma	7,6 %
Ilmarinen	7,5 %
Elo	5,9 %
Oy Prandium Ab	5,3 %
Aktia Finnish Micro Cap	2,0 %
Proprius Partner Micro Finland	2,0 %
Mikko Laakkonen	1,7 %
Ingman Finance	1,5 %
Janne Paavola	1,4 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

- 1 Vahvat näytöt markkinaosuuden voittamisesta ja kannattavasta kasvusta
- 2 Viimeaikaisten ja lähiaikoina toteutuvien investointien jälkeen potentiaalia kasvulle
- 3 Kannattavuus on hyvä, mutta ainakin toistaiseksi pitkälti pienpanimoalennuksen varassa
- 4 Vahva tase mahdollistaa tulevat kasvuinvestoinnit
- 5 Alkoholijuomien markkinoiden laskutrendi tuo rakenteellista painetta kysyntään

Potentiaali

- **Uudet tuotekategoriat:** Nokian Panimo on laajentunut menestyksekkäästi uusiin kategorioihin ja tätä on potentiaalia jatkaa myös tulevana vuosina
- **Jatkuvat tuoteinnovaatiot:** Yhtiön uutuustuotteet ovat pärjänneet historiassa erittäin hyvin markkinoilla – tällä on mahdollista jatkaa kasvua
- **Kassavirran parantuminen:** Vahvan investointivaiheen jälkeen näemme potentiaalia vapaan kassavirran selvään vahvistumiseen 2030-luvulla

Riskit

- **Alkoholikulutuksen lasku:** Kulutus on laskutrendillä ja Nokian Panimon pääkategorian eli oluen kulutus laskee todennäköisesti lähivuosinakin
- **Altistuminen raaka-aineiden hintojen vaihtelulle**
- **Tuotannon riskit:** Tuotanto tapahtuu yhdellä tehtaalla ja käyttää vain yhtä pakkauslinjaa. Siten häiriöt tehtaalla toiminnassa voisivat vaikuttaa merkittävästi yhtiön toimituskykyyn ja tulokseen
- **Pienpanimoalennuksen poistuminen tai muuttuminen:** Pienpanimoihin liittyvän lainsäädännön tai Nokian Panimon pienpanimostatuksen muuttuminen voisi vaikuttaa merkittävästi sen tulokseen

Sijoitusprofiili 2/2

Nokian Panimo on selkeä kasvuyhtiö, mutta emme näe sillä pysyvää kilpailuetua

Nokian Panimon sijoitusprofiili kiteytyy kannattavaksi kasvuyhtiöksi. Sillä on kasvusta jo hyvät näytöt ja ennustamme kasvun jatkuvan myös tulevana vuosina. Siten liikevaihdon kasvun kautta tuleva tuloskasvu on mielestämme tärkein tekijä yhtiön sijoitusprofiilissa lähivuosina.

Nokian Panimon historiallisesti hyvät pääoman tuotot ja jatkuva markkinaosuuksien voittaminen viittaavat yhtiön omaavan jonkinlaista kilpailuetua. Pienpanimoalennus selittää kuitenkin tämän ainakin taloudellisten lukujen valossa, eikä yhtiön markkinaehtoista kilpailukykyä pysty täysin arvioimaan. Yhtiö on kokoluokaltaan mielestämme erinomainen, sillä se on useimpia pienpanimoita selvästi isompi ja pystyy kannattavaan liiketoimintaan. Hyvän tuloksen ja vahvan pääomistajan tuella se on myös pystynyt investoimaan uuteen ja moderniin kapasiteettiin, mikä osaltaan tukee kasvua ja tehokkuutta. Samalla se on kuitenkin niin pieni, että pienpanimoalennuksen ylärajaan on vielä runsaasti kasvuvaraa.

Huomioimme, että yhtiö on pystynyt tuomaan markkinoille hyviä tuotteita, jotka ovat vakiinnuttaneet ja kasvattaneet asemiaan markkinoilla. Tämän ja laajemman jakelun avulla yhtiö on voittanut markkinaosuuksia. Näemme yhtiön tuotekehityksen tarjonneen historiallisesti jonkinlaista etua. Odotamme tämän auttavan yhtiön kehitystä myös jatkossa.

Näemme runsaasti kasvumahdollisuuksia

Näemme yhtiöllä runsaasti mahdollisuuksia jatkaa orgaanista kasvuaan useammalla suunnalla. Vaikka yhtiöllä on jo asiakkaina kolme suurinta vähittäiskaupan ketjua,

jakelupeiton laajentaminen kaikkiin näiden ketjujen kauppoihin ja/tai valikoiman lisääminen näissä kaupoissa tarjoaa edelleen yhtiölle merkittävää kasvupotentiaalia. Nykyisen tuotevalikoiman lisäksi yhtiö pyrkii vauhdittamaan tätä uutuustuotteilla, kuten tänä vuonna laajentumisella makuvesiin ja ensi vuonna alkoholittomiin oluisiin. Tämän jälkeen on selkeitä tuoteryhmiä, joissa yhtiö ei ole läsnä, kuten energiajuomat, urheilu- ja vitamiinijuomat tai Hard Selzerit. Lisäksi yhtiö jatkaa nykyisten tuoteryhmien sisällä innovointia, mikä tosin on alalle normaalia toimintaa.

Odotamme yhtiön pyrkivän laajentamaan myös monipakkausjuomiin lähivuosina, mikä tarjoaa merkittävän kasvumahdollisuuden. Tämä voisi tarjota mahdollisuuden myös laivakauppaan laajentumiseen. Monipakkauksissa keskihinta jäisi arviomme mukaan nykyistä alemmaksi, mutta toisaalta volyymi voisi olla merkittävä.

Yhtiön lähivuosien isojen investointien jälkeen odotamme investointitarpeen vähenevän selvästi, kun tuotantokapasiteetti mahdollistaa merkittävän kasvun. Tämä parantaa arviomme mukaan vapaata rahavirtaa selvästi 2030-luvulla.

Heikkoudet ja riskit

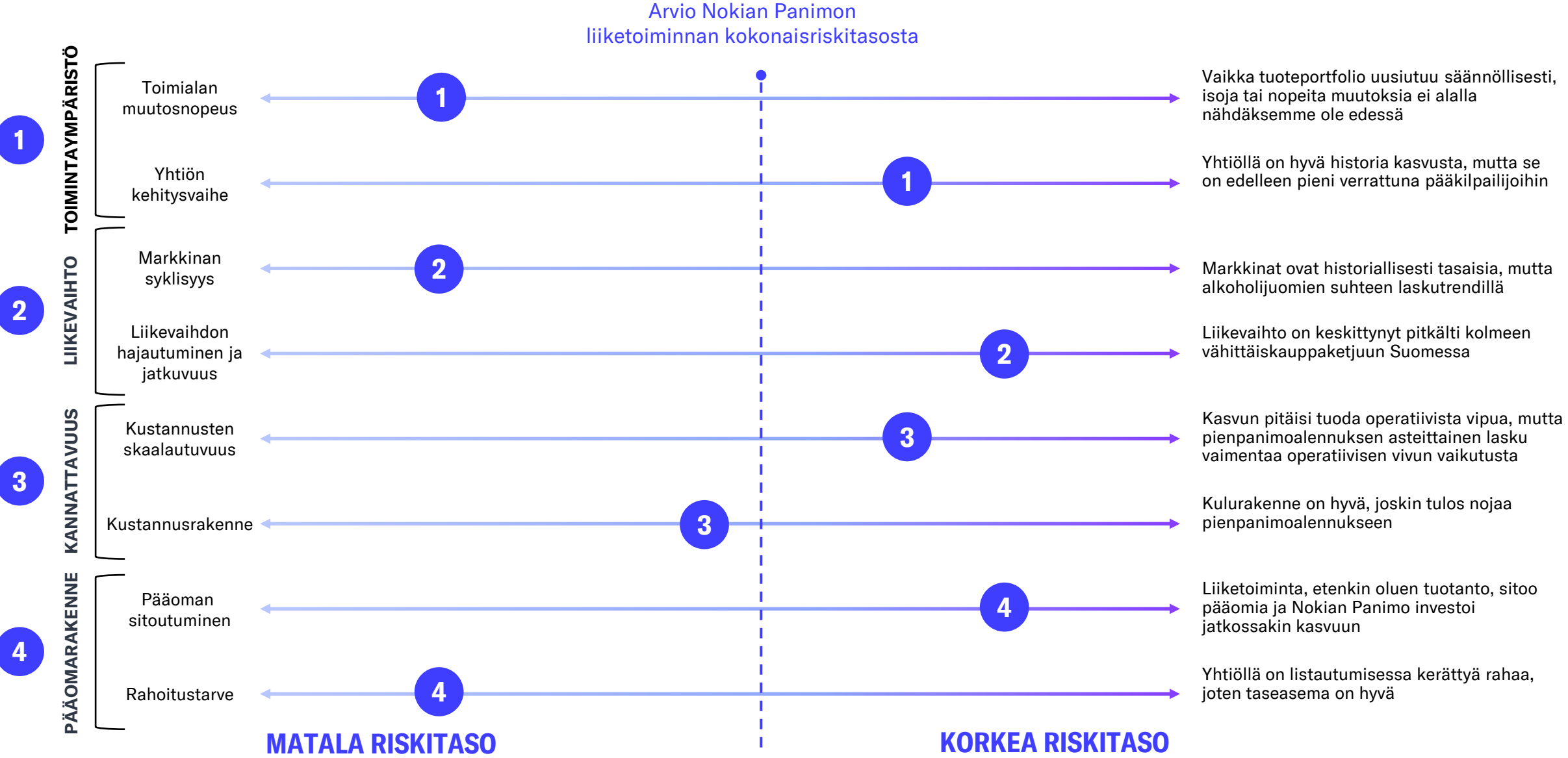
Nokian Panimolla on selkeitä riskejä. Merkittävä yksittäinen riski on pienpanimoalennuksen mahdollinen pienentyminen tai menetys. Tämä heijastuisi lyhyellä aikavälillä suoraan yhtiön kannattavuuteen, ja pidemmällä aikavälillä vaatisi todennäköisesti hintojen nostamista, millä olisi puolestaan todennäköisesti volyymia laskeva vaikutus. Tuen täydellinen menettäminen voisi käytännössä tapahtua äkisti lähinnä omistusmuutoksen kautta, jossa toinen panimo tai toisen panimon omistaja hankkisi Nokian Panimosta riittävän

suuren osuuden. Yhtiö on tätä varten lisännyt yhtiöjärjestykseen äänileikkurin näille omistajille, mikä ei kuitenkaan välttämättä takaa pienpanimostatuksen säilymistä omistusmuutostilanteessa. Lainsäädännön muutoksen kautta emme näe tuen täydellistä menettämistä todennäköisenä, eikä käsityksemme mukaan tukeen ole suunniteltu tai ehdotettu muitakaan muutoksia. Sen ehtojen tiukentaminen on kuitenkin pidemmällä aikavälillä selkeä riski yhtiön kannattavuudelle.

Toinen riski on yhtiön toiminnan ja tuotannon keskittyminen sen ainoalle tehtaalte Nokialla. Erityisesti yhden pakkauslinjan varassa toimiva tuotanto on siltä osin altis häiriöille. Muutenkin yhden tehtaan toiminta on kriittistä yhtiölle. Tämä riski materialisoitui vuonna 2007, kun Nokian vesijohtovesi saastui ja yhtiö joutui keskeyttämään tuotannon ja vetämään takaisin tuotteitaan.

Kolmantena riskinä/heikkoutena näemme ainakin volyymimielessä laskutrendillä olevan kohdemarkkinan alkoholijuomien osalta. Tätä kompensoi jossain määrin alkoholittomien juomien kasvu, mutta pääosa yhtiön myynnistä on edelleen alkoholijuomia. Alkoholiverotuksen mahdollinen tiukentuminen voi osaltaan vauhdittaa alkoholin kulutuksen laskua.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja markkinat 1/5

Päämarkkina eli oluen myynti on tasaisessa laskussa

Nokian Panimo toimii vain Suomessa, ja sen suurin tuotealue on olut. Tämän osalta markkina on ollut laskevalla trendillä jo 15 vuotta, ja oluen myynti on huipputasoilta laskenut noin 25 %. Viimeisen 10 vuoden aikana oluen myynti on laskenut keskimäärin noin 2 % vuodessa. Nokian Panimo on kuitenkin onnistunut kasvattamaan oluen myyntiään jo 20 vuotta eli se on mennyt markkinaa vastaan ja kasvattanut markkinaosuuttaan joka vuosi. Tämä on mielestämme erittäin hyvä merkki tuotteiden kiinnostavuudesta ja yhtiön kilpailukyvystä, vaikka markkinaosuus kokonaisuutena on edelleen vaatimattomalla 2 %:n tasolla.

Oluen kulutusta ovat painaneet alemmas mm. yleinen alkoholin kulutuksen vähentyminen esim. terveys- ja elämäntapapainotusten myötä, valmisteverojen korotukset, ravintolamyynnin väheneminen sekä jossain määrin kulutuksen siirtyminen muihin kategorioihin. Kokonaiskategorian laskun sisällä ainakin viime vuosina premium-oluet ja alkoholittomat oluet ovat olleet kasvussa, eli lasku on painottunut ns. bulkkioiluisiin. Tämä selittää osin myös Nokian Panimon menestystä, sillä se ei ole ollut mukana esim. isoissa monituotepakkauksissa ja kampanjoissa, joissa iso osa markkinavolyymistä liikkuu. Kasvusta huolimatta alkoholittomien oluiden volyyymi on vielä marginaalinen koko olutkategoriaan nähden. Panimoliiton mukaan alkoholittomia oluita myytiin reilut 9 miljoonaa litraa vuonna 2025, koko olut kategorian ollessa 313 miljoonaa litraa. Panimoliiton tilastoon eivät kuulu kaikki toimijat. Lupa- ja Valvontaviraston mukaan Suomen myynti oli 2025 343 litraa. Käytämme Panimoliiton lukuja, sillä he julkaisevat myös alkoholittomien juomien tilastoja.

Olut on kuitenkin miedoista alkoholijuomista ylivoimaisesti

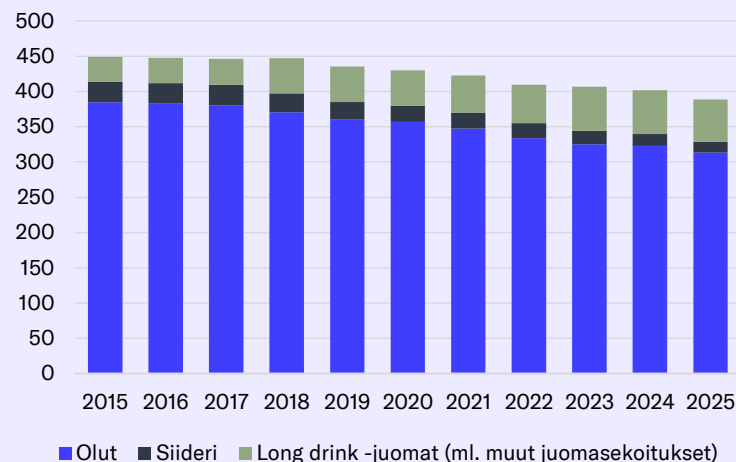
suurin kategoria, sillä se kattaa volyymimielessä noin 80 % myynnistä, long drink-juomien ja muiden juomasekoitusten jäädessä 15 %:iin ja siiderin alle viiteen prosenttiin.

Siiderikategoria on ollut jyrkässä laskussa, sillä sen myynti on lähes puolittunut vuodesta 2017 vuoteen 2025. Arvioimme tämän johtuvan yleisen alkoholikulutuksen laskutrendin lisäksi markkinoille tulleista uusista tuotteista kuten Hard Seltzer-juomista ja muista juomasekoituksista. Näiden myötä Long drink ja muut juomasekoitukset-kategoria on kasvanut selvästi viime vuodet, joskin vuosina 2024-25 myynti on taittunut pieneen laskuun. Loogisesti yhtiöltä voisi odottaa lanseerausta myös Hard Seltzer-tuotteisiin lähivuosina, jossa se ei ole vielä lainkaan läsnä. Nokian Panimo ei raportoi erikseen siiderien ja long drinkien volyymejä, joten niitä emme pysty vertaamaan markkinalukuihin.

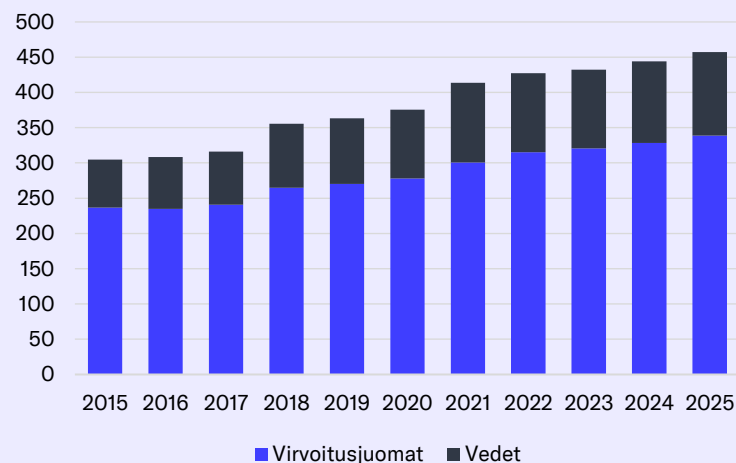
Virvoitusjuomien ja vesien myynti kasvaa tasaisesti

Alkoholittomien juomien markkinoilla on sen sijaan nähty tasaisen hyvää kasvua viimeiset 10 vuotta. Virvoitusjuomien volyyymi on noussut keskimäärin vajaat 4 % vuodessa ja vesien vajaat 6 %. Markkinakehitysten kulkiessa eri suuntiin, virvoitusjuomien myynti ohitti oluen vuonna 2024, ja alkoholittomien kategoria yhteensä ohitti alkoholijuomat vuonna 2022. Nokian Panimo on ollut läsnä virvoitusjuomissa noin 10 vuotta, mutta sen markkinaosuus isosta virvoitusjuoman kokonaismarkkinasta on marginaalinen, alle 1 %. Vesikategoriaan yhtiö on lähtenyt vasta tänä vuonna, ja siten niiden merkitys on vielä hyvin pieni. Kategorioiden kasvu lupaa kuitenkin mielestämme hyvää näiden tuotealueiden kehitykselle. Alkoholittomien juomien kasvun myötä koko juomakategoria on viimeiset 10 vuotta kasvanut keskimäärin 1 % vuodessa.

Suomen myyntivolyymit (M litraa)



Suomen myyntivolyymit (M litraa)



Toimiala ja markkinat 2/5

Kilpailukenttä on varsin selkeä

Nokian Panimon markkinat ja siten kilpailijakenttä ovat varsin selvästi rajattu mietoihin alkoholijuomiin ja virvoitusjuomiin Suomessa. Markkina on toki silti Nokian Panimon kannalta merkittävän kokoinen ja kilpailijoitakin on runsaasti.

Nokia asemoituu kokoluokaltaan suurten teollisten panimoiden ja lukuisten pienten paikallispanimoiden väliin. Markkinaa hallitsevat kolme suurta toimijaa: tanskalaisen Royal Unibrewn omistama Hartwall, niin ikään tanskalaisen Carlsbergin omistama Sinebrychoff sekä Olvi. Näiden liikevaihto ja tuotantomittakaava ovat monikymmenkertaiset Nokian Panimoon nähden pelkästään Suomen markkinan osalta, ja edelleen huomattavasti suuremmat konsernin mittakaavaa ajatellen. Siten ne hyötyvät merkittävästä hankinta- tuotanto- ja jakelumittakaavaedusta. Nokian Panimon saama pienpanimoalennus kuitenkin kompensoi yhtiön pienempää kokoa. Kaikki kolme isompaa kilpailijaa ovat pörssiyrityksiä, joten niiltä saa jonkinlaisia tietoja ja kommentteja julkisestikin. Olvi on kuitenkin ainoa, jonka raportoiduista luvuista näkee suoraan Suomen liiketoiminnan kehityksen. Kaikki kolme ovat merkittäviä toimijoita kaikissa kategorioissa, joissa Nokian Panimokin on läsnä, ja ne ovat myös kilpailijoiden päätuotealueita.

Lähin kokoluokaltaan vertailukelpoinen kilpailija on pienpanimoksi luokiteltava Laitilan Wirvoitusjuomatehdas, jonka liikevaihto (25 MEUR vuonna 2025) on lähes kaksinkertainen Nokian Panimoon verrattuna. Kaiken kaikkiaan Suomessa toimii yli 100 pienpanimoa, jotka ovat ainakin teoriassa Nokian Panimon kilpailijoita. Olennaiset kilpailijat ovat toki lähinnä ne panimot, joiden tuotteet ovat jo päivittäistavarakauppojen jakelussa tai voisivat sinne

realistisesti päästä. Näitä on arviomme mukaan noin 25-30 yhtiötä, jotka ovat siis pääosin Nokian Panimoa selvästi pienempiä. Siten niiden suhteen Nokian Panimolla pitäisi olla mittakaavaetuja. Pienpanimoalennuksen rakenne tasoittaa mittakaavaedun vaikutuksia Nokian Panimon kannalta myös suhteessa pienempiin kilpailijoihin. Nokian Panimon jälkeen merkittävän kokoisia pienpanimoita ovat mm. MBH Breweries (mm. Saimaa ja Malmgård-brändit), Brukett (Fiskarsin ja Suomenlinnan Panimo-brändit) Fat Lizard Brewing Company ja Stallhagen.

Suoraan muiden yhtiöiden brändejä vastaan tapahtuvan kilpailun lisäksi yhtiön asemaan vaikuttavat vähittäiskauppaketjujen omat merkit (private label), jotka kilpailevat erityisesti hintaherkkemmissä volyymituotteissa, sekä matkustajatuonti ja ulkomainen verkkokauppa.

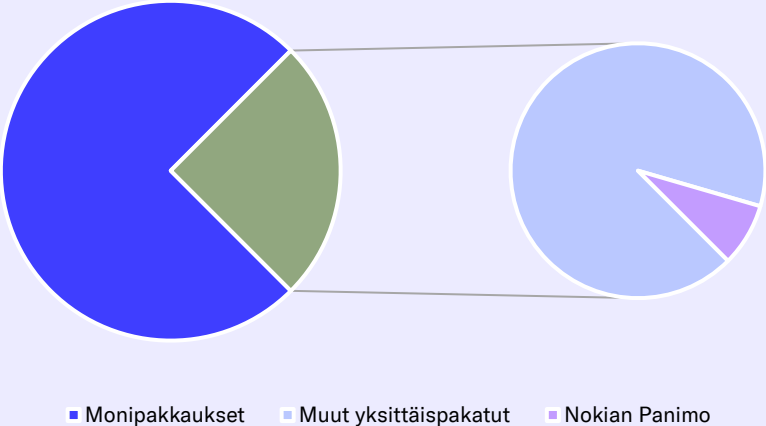
Kolme suurta jakaa pääosan markkinasta

Eri juomakategorioiden markkinaosuuksia ei ole suoraan julkisesti saatavilla. Kuten aiemmin olemme kertoneet, Nokian Panimon markkinaosuudet ovat pieniä, eikä markkinaosuus sinällään mielestämme rajoita sen kasvumahdollisuuksia. Oluen osalta on kuitenkin hyvä huomata, että vaikka Nokian Panimon kokonaismarkkinaosuus on noin 2 %, pääosa olutvolyyymistä syntyy monipakkausmyynnistä, jossa yhtiö ei tällä hetkellä ole mukana. Jos arvioisimme esimerkin vuoksi monipakkauksien vastaavan 75 % koko olutmarkkinasta, se tarkoittaisi, että Nokian Panimon osuus yksittäistölkkien markkinasta olisi 8 %. Tämäkään ei ole vielä korkea, mutta kuitenkin selvästi eri suuruusluokkaa kuin markkinaosuus koko markkinasta. Arvioimme, että Nokian Panimo tulee lähivuosina myös monipakkausmarkkinaan mukaan, koska se tarjoaa merkittävän uuden kasvualueen.

Suomen olutmarkkinan kolme tasoa



Havainnollistava arvio Suomen olutmarkkinan volyymijakaumasta



Lähde: Inderesin arviot

Toimiala ja markkinat 3/5

Oluen osalta Olvi kertoo olevansa selkeä markkinajohtaja Suomessa yli 50 %:n markkinaosuudella, mikä sisältää käsityksemme mukaan Olvin tuottamat kauppohenkilöiden omat brändit. Olvin markkinaosuus on vahvistunut 2000-luvulla merkittävästi, sillä vuosituhaten vaihteessa se oli selvästi pääkilpailijoitaan Hartwallia ja Sinebrychoffia pienempi. Nämä kansainvälisten yhtiöiden omistuksessa olevat panimot ovat kuitenkin trendinomaisesti menettäneet markkinaosuuksia, kun taas kotimainen Olvi sekä Nokian Panimo ja pienpanimot kokonaisuutena ovat voittaneet sitä viimeisen 20 vuoden aikana. Käsityksemme mukaan Sinebrychoff on nykyisin Hartwallia isompi eli Sinebrychoffin osuus voisi arviomme mukaan olla reilut 20 % ja Hartwallin noin 15 %. Pienpanimot kokonaisuutena jäävät noin 8 %:n osuuteen. Kuten edellä totesimme, on kuitenkin hyvä huomata että pienpanimot toimivat pitkälti yksittäispakattujen oluiden markkinassa, jossa niiden markkinaosuus on merkittävästi suurempi.

Arvioimme kolmen ison panimon hallitsevan valtaosaa myös muista juomakategorioista. Olvi on joulukuussa 2023 kertonut sen markkinaosuuden siidereissä ja long drinkeissä olevan reilut 30 % ja alkoholittomissa juomissa noin 10 %. Virvoitusjuomissa Hartwall ja Sinebrychoff toimivat kansainvälisten jättien eli Pepsin ja Coca-Colan lisenssivalmistajina, minkä myötä heillä on hallitseva markkinaosuus niissä kategorioissa. Suuremmat pienpanimot kuten Laitila ja MBH ovat läsnä myös muissa juomakategorioissa, kun taas pienemmät pienpanimot keskittyvät käsityksemme mukaan pääasiassa oluisiin. Siten oluessa on lukumäärällisesti enemmän kilpailijoita kuin muissa tuoteryhmissä. Ottaen huomioon, että oluen tuotanto on muihin juomiin verrattuna huomattavasti pääomaintensiivisempää, tämä on mielestämme

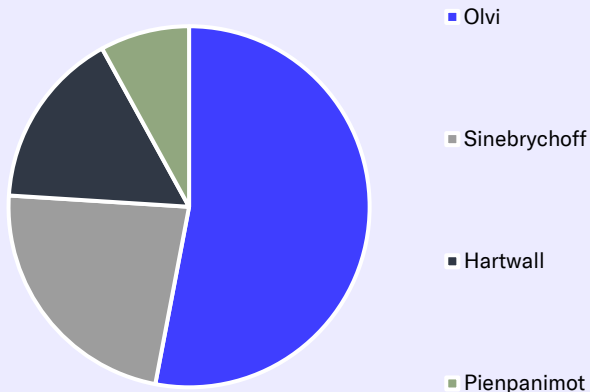
huomionarvoista. Virvoitusjuomien osalta tämä kertoo mielestämme kansainvälisten brändien hallinnasta, jota voi olla vaikea haastaa. Sen sijaan muissa alkoholijuomissa rajallisempi kilpailu yhdessä hyvän tuottopotentialin kanssa voi luoda mielenkiintoisia mahdollisuuksia. Toki sielläkin on lukuisia toimijoita, ja kilpailu on ajoittain kovaakin, kuten Hard Selzer -kategoriassa tällä hetkellä Nokian Panimon mielestä.

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys

Taloudellisten lukujen osalta näemme Nokian Panimon parhaaksi vertailukohtaksi Suomen suurimman pienpanimon Laitilan Virvoitusjuomatehtaan sekä kolmanneksi suurimman pienpanimon MBH Breweriesin. Nämä kolme ovat selvästi pienpanimoina saavuttaneet riittävän suurusluokan kannattavaan toimintaan, kun taas muut pienpanimot ovat kokoluokaltaan pienempiä ja usein heikosti kannattavia. Pienpanimoalennuksen rakenne ei mielestämme kannusta pienpanimoiden keskinäiseen konsolidaatioon, mikä voi osaltaan rajoittaa heikosti kannattavan kapasiteetin poistumista alalta.

Isoihin panimoihin kannattavuuden vertaamista hämärtää pienpanimoalennus. Suurista panimoista Olvi raportoi erikseen Suomen lukuja, jotka näemme Nokian Panimon kannalta kiinnostavina, vaikka suora vertailu ei kokoluokasta ja pienpanimoalennuksesta johtuen ole täysin toimiva. Kansainväliset panimot raportoivat Suomen osana laajempia segmenttejä, joista voi lähinnä seurata Suomen markkinaan liittyviä kommentteja ja saada viitteitä alan yleisestä kehityksestä ja kannattavuustasosta. Toisaalta näiden yhtiöiden Suomen maayhtiöiden luvuista voi saada viitteitä Suomen toiminnan luvuista.

Karkea arvio Suomen olutmarkkinasta



Lähde: Inderesin arvio

Toimiala ja markkinat 4/5

Laitilan volyymikehitys on ollut tasaista, kannattavuus ailahtelevaa

Laitilan Wirvoitusjuomatehdas on tuotantovolyymien suhteen kehittynyt varsin tasaisesti viimeiset 10 vuotta. Se tuotti vuonna 2025 vajaat 22 miljoonaa litraa. Yhtiö ei kerro, kuinka suuri osa tästä oli olutta, mutta se on oletettavasti oluessa jo yli 10 miljoonaa litraa eli se ei enää uusilta litroilta saa pienpanimoalennusta, mutta se on vielä jonkin verran alle pienpanimostatuksen ylärajan (15 miljoonaa litraa). Laitilan liikevaihto on kuitenkin ollut nousutrendillä keskihinnan nousun myötä. Vuonna 2025 sen keskihinta/litra oli 1,17 euroa eli jonkin verran Nokian Panimon (1,4 euroa) keskihintaa alempi. Arvioimme tämän johtuvan lähinnä tuotejakautuman eroista. Kannattavuuden suhteen Laitilan kehitys on ollut ailahtelevaa. Liiketulospäämäärä oli koronavuonna 2021 erittäin vahva 17 %, mutta tippui kustannusinflaation takia seuraavana vuonna 3 %:iin. Tämän jälkeen kannattavuus on parantunut ja oli 14 % vuonna 2025. Keskimäärin vuosina 2015-25 se on ollut vajaat 10 %. On hyvä huomata, että luvut voivat sisältää myös joitain kertaluonteisia eriä.

Nokian Panimon kannattavuus on ollut Laitilaa tasaisempaa ja keskimäärin parempaa. Vuonna 2025 Laitilan kannattavuus oli kuitenkin korkeampi. Nokian Panimon 18 % käyttökate-% tavoite tarkoittaa arviomme mukaan lähivuosina 10-11 %:n liikevoittomarginaalia, mikä Laitilan lukujen valossa näyttää mielestämme realistiselta tavoitteelta. Nokian Panimon luvuissa on hyvä huomioida yhtiön jatkuva kasvutrendi, joka vaatii etupainotteisia kuluja. Laitilan tasaisempi kehitys on todennäköisesti mahdollistanut paremmin kulurakenteen optimoinnin.

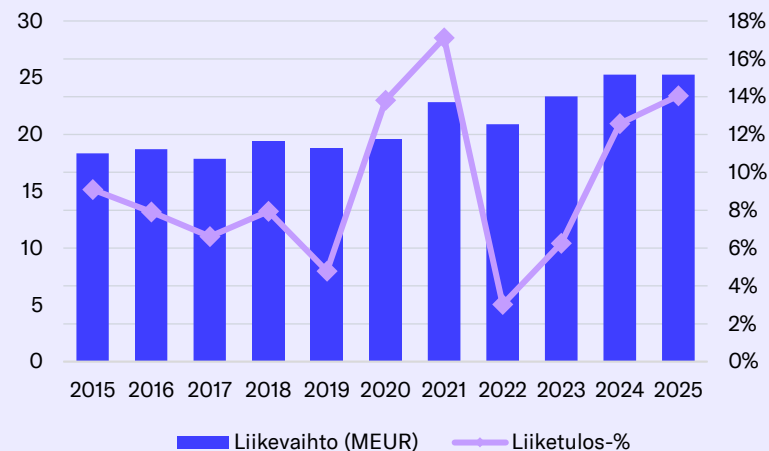
MBH Breweries noussut kannattavaan kokoluokkaan, muilla pienpanimoilla vaikeampaa

Vuonna 2017 kahden panimon yhdistymisestä syntynyt MBH teki vuosina 2018-2023 noin 4 MEUR:n liikevaihtoa ja tappiollista liiketulosta. Vuosina 2023-25 yhtiö oli selvällä kasvutrendillä, ja liikevaihto oli vuonna 2025 vajaat 7 MEUR. Yhtiö kääntyi vuonna 2024 liikevoittotasolle plussalle ja teki vuonna 2025 jo lähes miljoonan euron liikevoiton eli noin 14 %:n liiketulosmarginaalin. Tämä oli siis samaa tasoa Laitilan kanssa ja Nokian Panimoa parempi.

Seuraavaksi suurimpien pienpanimoiden kokojärjestyksestä ei ole tarkkaa tietoa, mutta käsittelemme tässä muutamia keskiuuria pienpanimoyhtiöitä. Näistä liikevaihdoltaan suurin on Brukett Oy, joka kasvoi vajaaseen 9 MEUR:oon vuonna 2025. Liikevaihto sisältää kuitenkin muutakin kuin panimotoimintaa. Brukett on tehnyt merkittäviä tappioita jo useamman vuoden, ja 2025 liiketappio oli yli 3 MEUR. Myös Stallhagenin kehitys on ollut heikkoa, sillä liikevaihto on laskenut viime vuodet ja oli vain 2 MEUR vuonna 2025. Liiketulos on ollut tappiollinen ja se oli viime vuonna -0,3 MEUR. Samoin Fat Lizard Brewing Companyn liikevaihto on laskenut viime vuodet ja oli 3,2 MEUR vuonna 2025. Tulos on liikevaihdon laskun myötä ollut hienoisesti tappiolla vuosina 2023-25. Teerenpeli Panimo & Tislaamo on tehnyt vuosina 2021-25 2,5-3 MEUR:n liikevaihtoa, ja liiketulos on ollut nollan ympärillä tai tappiolla. RPS Brewingin liikevaihto on ollut tilikautena 2024-26 reilut 2 MEUR ja tulos nollassa tai tappiolla.

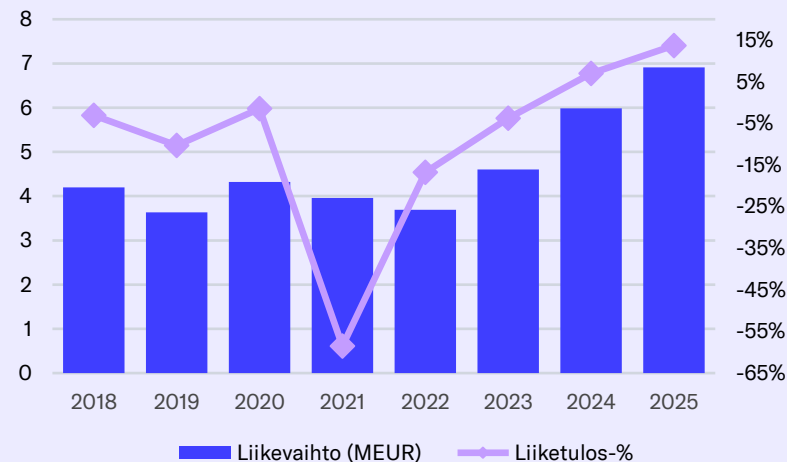
Historiassa myös Nokian Panimo kääntyi ensi kertaa kannattavaksi, kun sen liikevaihto oli noin 2,5 MEUR (2012). Pienpanimoiden kannattavuuksien perusteella voisi päätellä, että pienemmillä liikevaihtotasolla (alle 5 MEUR) ja etenkin liikevaihdon laskiessa, on vaikea tehdä kannattavaa panimotoimintaa.

Laitilan liikevaihto ja tuloskehitys



Lähde: Laitilan Wirvoitusjuomatehdas, Inderes

MBH Breweriesin liikevaihto ja tuloskehitys



Lähde: MBH Breweries, Inderes *vuoden 2021 tulosta rasitti kuluksi kirjatut aiempien vuosien valmisteverot

Toimiala ja markkinat 5/5

MBH Breweries näyttääkin irtautuneen selkeästi kolmanneksi kannattavasti kasvavaksi pienpanimoyhtiöksi Laitilan ja Nokian Panimon ohella.

Olvi kasvutrendillä, kansainväliset jätit tekevät hyvää ja tasaista kannattavuutta

Olvin Suomen liiketoiminnan kehitys on ollut sekä pitkällä aikavälillä että etenkin vuodesta 2015 alkaen selvällä kasvutrendillä. Vuonna 2025 sen myyntivolyymi oli yli 260 miljoonaa litraa ja liikevaihto yli 240 MEUR eli suuruusluokaltaan noin 20x Nokian Panimon kokoinen. Keskihinta per litra on Olvillä selvästi Nokian Panimoa alempi (0,93 vs. 1,41 euroa / litra), sillä arviomme mukaan merkittävä osa Olvin volyymistä tulee edullisemmista monipakkausoluista, joissa Nokian Panimo ei ole mukana.

Olvin kannattavuus on kehittynyt trendinomaisesti positiivisesti kasvun mukana, joskin kustannusinflaatio painoi sitä selvästi vuonna 2023. Vuosien 2015 jälkeen liikeulosmarginaalin keskiarvo on noin 10 % ja viime vuonna Olvi ylsi hieman yli 12 %:iin. Kannattavuustaso on siten samaa luokkaa kuin Nokian Panimolla, mutta Olvi ei saa pienpanimotukea, vaan sen kannattavuutta parantaa merkittävästi isompi mittakaava.

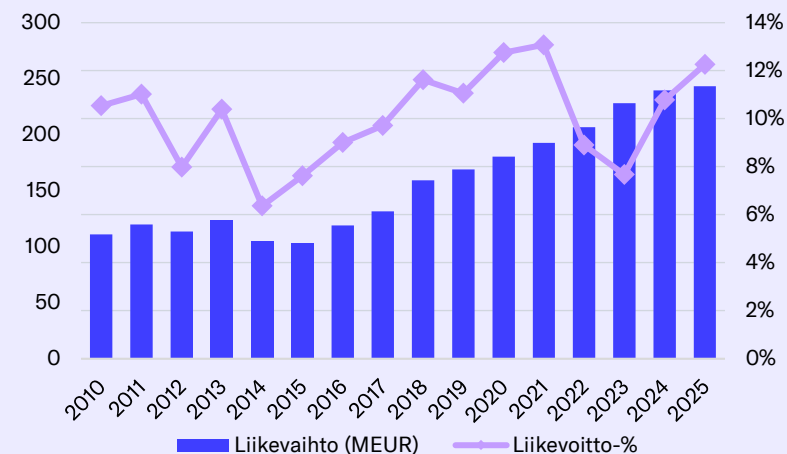
Royal Unibrew osti Hartwallin vuonna 2013, ja se on kuulunut ensin yhtiön Baltic Sea-segmenttiin (Suomi ja Baltian maat) ja vuodesta 2022 laajempaan Northern Europe-segmenttiin (edellisten lisäksi Ruotsi, Norja ja Tanska). Tämän mittakaava on liikevaihdoltaan jo yli miljardin euron. Yhtiö tekee hyvää kannattavuutta, sillä näiden segmenttien keskimääräinen liikeulosmarginaali on ollut vuosina 2015-25 15-16 %, ja Northern Europe-segmentin vuonna 2025 14,5 %. Carlsbergin Suomen

toiminnot kuuluvat Western Europe-segmenttiin, joka historiallisesti on ollut noin 5 mrd. euron liikevaihtoluokassa ja kasvoi viime vuonna merkittävästi yritysoston myötä. Segmentin kannattavuus on ollut varsin tasaista noin 14 %:n liikeulosmarginaalitasolla, jolla se oli myös vuonna 2025.

Kansainvälisten panimoiden omistamien Suomen yhtiöiden osalta Hartwallin kannattavuus on erittäin korkea, viime vuosina 20-25 % liikeutulostasolla. Vaikka tähän voivat vaikuttaa osin Royal Unibrewn konsernin sisäiset järjestelyt, se antaa viitteitä siitä, millainen marginaalitaso on saavutettavissa isolla mittakaavalla. On hyvä huomata, että Royal Unibrewn aiemmin raportoima Baltic Sea-segmentti teki kokonaisuutenakin noin 20 %:n marginaalia vuosina 2019-21. Sinebrychoffin marginaali on selvästi alempi, viime vuosina 9-10 % liikevoittotasolla. Tähän näyttävät vaikuttavan kuitenkin tilinpäätöksen tietojen pohjalta konsernin sisäiset järjestelyt, joten se ei ole täysin vertailukelpoinen muiden tässä osiossa mainittujen kannattavuustasojen kanssa.

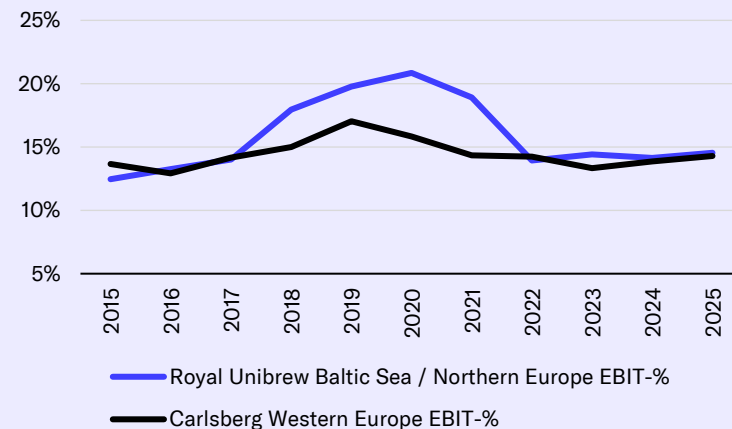
Liikevoittomarginaalitasot ovat siis Suomen suurimmilla pienpanimoilla, Olvin Suomen toiminnoilla ja toisaalta kansainvälisten jättien Euroopan segmenteillä yllättävän samantyyppisiä huolimatta merkittävistä mittakaava- ja veroeroista. Koska arviomme mukaan orgaanisesti kasvaneilla panimoilla pääoman kiertonopeus on karkeasti yhden luokkaa, 10-15 % marginaalitaso tarjoaa jo kohtuullisen hyvän pääoman tuoton. Kansainvälisesti panimoala on vuosien saatossa konsolidoitunut vahvasti myös yritysostoilla. Näissä kaupoissa maksetut kauppahinnat ovat kasvattaneet yhtiöiden taseita ja niiden tekeminen tuottaviksi (pääoman kustannuksen ylittäviksi) hankinnoiksi voi vaatia nykyisen kaltaisia marginaalitasoja.

Olvin liikevaihto ja tuloskehitys



Lähde: Olvi

Royal Unibrewn ja Carlsbergin kannattavuus on hyvä



Lähde: Royal Unibrew, Carlsberg

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia rakentuu neljälle tukijalalle, tavoitteena pysyä itsenäisenä ja kasvavana pienpanimona

Nokian Panimon strategia nojaa neljään itse nimettyyn kulmakiveen:

- Kuluttajatytytyvyyteen
- Asiakastytytyvyyteen
- Henkilöstötytytyvyyteen
- Kustannustehokkuuteen

Yhtiö ei kuitenkaan julkista mitään numeerista mittaria näistä tavoitteista, ja tavoitteiden taustalla on useampia yhtiön sisällä seurattavia mittareita.

Kuluttajatytytyvyydessä painopiste on tuotelaadussa (maku, tuoreus, tasalaatuisuus, turvallisuus) ja kuluttajaymmärryksessä, jota yhtiö pitää brändinsä rakentamisen kulmakivenä. Tavoitteena on pysyä kilpailussa kuluttajien makutottumusten tasalla jatkuvalla tuotekehityksellä.

Asiakastytytyvyys tarkoittaa käytännössä vähittäiskauppaa ja pienemmissä määrin ravintoloita. Yhtiö korostaa vahvoja, pitkäjänteisiä suhteita päivittäistavarakauppaketjuihin, toimitusvarmuuden takaamista ja asiakkaiden suositusten kuuntelemista tuotekehityksessä ja pyrkii viemään mahdolliset hinnankorotukset läpi maltillisesti ja pienissä erissä, jotta myynti ei kärsi.

Henkilöstötytytyvyyttä seurataan systemaattisesti eNPS-mittarilla. Listautumisen yhteydessä julkistettiin myös tämän tulos toukokuussa 2024, joka oli 59, luokitusasteikolla "erinomainen". Sen taustalla on ajatus siitä, että hyvinvoiva

henkilöstö palvelee asiakkaita paremmin, mikä puolestaan motivoi henkilöstöä edelleen.

Kustannustehokkuudessa keskiössä ovat käyttöpääoman tehokas hallinta (maksuaikaneuvottelut, myyntisaamisten seuranta, myynnin ennustamisen kehittäminen), automaatioinvestoinnit sekä raaka-aine- ja pakkausmateriaalihankintojen optimointi ja suojautuminen niiden hintavaihteluilta. Kassavirtaa, liike tulosta ja hävikkiä seurataan tässä keskeisinä mittareina.

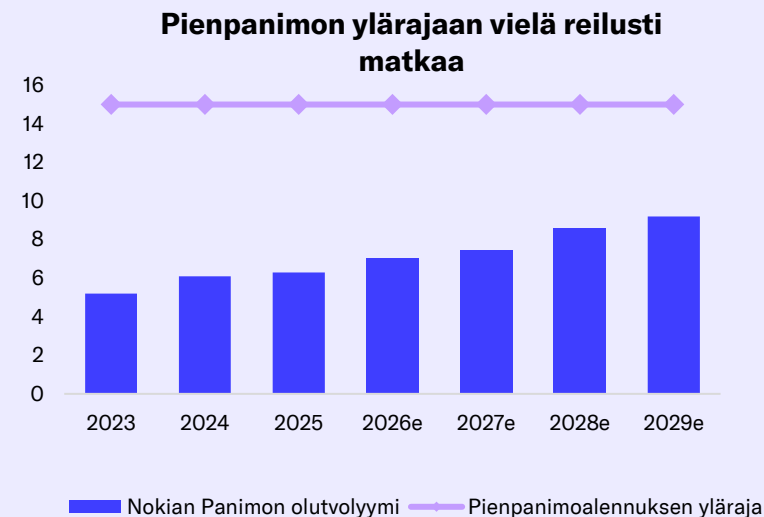
Strategian tavoitteet ovat varsin yleisiä ja mielestämme lähes ilmiselviä yhtiölle kuin yhtiölle. Siten tavoitteet sinällään eivät ratkaise, vaan niiden toteuttaminen. Huomioimme, että yhtiö ei julkistetussa strategiassa ota kantaa esim. tuleviin tuotevalikoiman laajennuksiin tai vastaaviin kaupallisiin tavoitteisiin. Yhtiöllä varmasti on myös tällaisia pidemmän aikavälin suunnitelmia, mutta kilpailusysteistä voi olla perusteltua pitää ne yhtiön omana tietona. Odotamme kuitenkin yhtiön jatkavan laajentumista uusiin kategorioihin, pakkaustapoihin, tuotteisiin ja mahdollisesti myös jakelukanaviin tulevina vuosina.

Selkeä tavoite pysyä pienpanimona

Strategian taustalla on selkeä valinta pysyä itsenäisenä pienpanimona sen sijaan, että yhtiö pyrkisi kasvamaan suureksi teolliseksi panimoksi. Nokian Panimolla on kuitenkin edelleen runsaasti varaa kasvattaa myös oluen tuotantoa, jota pienpanimoraja koskee. Muiden juomien osalta se voi kasvaa vapaasti. Vaikka Nokian Panimo keskittyy tällä hetkellä orgaaniseen kasvuun, se voisi mielestämme jossain vaiheessa harkita yritysostoja. Oluen tuotantoa/myyntiä se ei kuitenkaan tule uskoaksemme hankkimaan, sillä pienpanimoalennuksen ja rajan takia orgaaninen kasvu sillä puolella on riittävää.

Nokian Panimon visio on olla Suomen paras pienpanimo kaikilla mittareilla. Keskeisiä mittareita ovat:

- Kuluttajatytytyvyys
- Asiakastytytyvyys
- Henkilöstötytytyvyys
- sekä kustannustehokkuus



Lähde: Nokian Panimo, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet (julkaistu maaliskuussa 2025)

Yli 20 MEUR:n liikevaihto 2029 mennessä

- Koska tämä tavoite on asetettu alkuvuodesta 2025, voi sen lähtökohtana pitää vuoden 2024 liikevaihtoa, joka oli 11,9 MEUR. 20 MEUR:n saavuttaminen vuonna 2029 vaatisi tähän nähden 11 %:n vuosittaista kasvua. Luku on tosin sama, vaikka kantelukuna käytettäisiin vuoden 2025 liikevaihtoa. Tämä vastaa viimeisen 10 vuoden keskimääräistä kasvua. Vuonna 2025 yhtiö kasvoi 9 % eli hieman keskimääräistä tavoitekasvua hitaammin. Yhtiö viittaa usein siihen, että tavoitteesta voi päätellä myös vaadittavan vuosittaisen kasvuvauhdin, vaikka kasvu luonnollisesti vaihtelee
- Kasvutavoite tarkoittaa merkittävästi markkinoita nopeampaa kasvua, mitä Nokian Panimo on pystynyt tekemään jo 20 vuoden ajan. Siten pidämme tätä realistisena yhtiön laajentuessa edelleen uusiin tuotekategorioihin, pakkausratkaisuihin ja tuotteisiin. On toki huomioitava, että absoluuttisen kasvuvauhdin on kiihdyttävä koko ajan kantelukujen kasvaessa, mikä tekee tavoitteesta haastavamman historialliseen kasvuun verrattuna.
- Ennustamme kasvun olevan lähellä tavoitteita ja vuoden 2029 liikevaihdon yltävän 19,5 MEUR:oon, ja 20 MEUR:n rajan ylittävän 2030

Yli 18 %:n käyttökate vuosittain

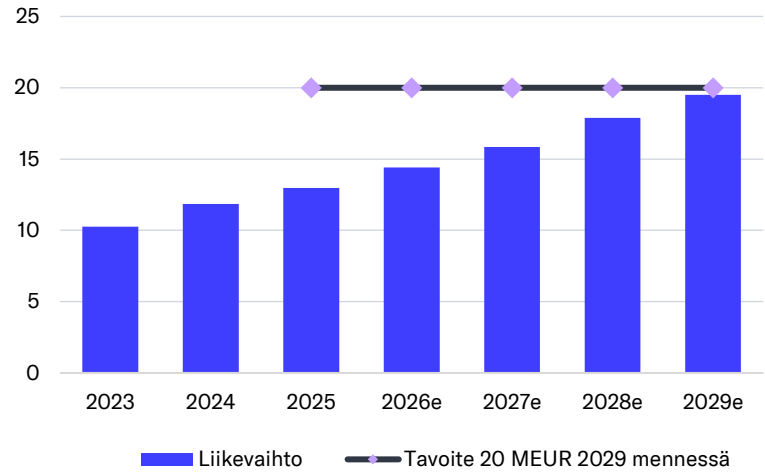
- Käyttökatemarginaalitavoite vaikuttaa hyvin realistiselta, sillä yhtiö on jo ollut tavoitteen yläpuolella vuosina 2020-22 ja 2024, yltäen parhaimmillaan jopa 22 %:iin. Myös kilpailijoihin verrattuna taso näyttää realistiselta.
- On hyvä huomioida, että tämä tavoite on vuosittainen, eikä tähtäin ole tavoitekauden lopussa, vaan voimassa joka vuodelle
- Pienpanimoalennuksen asteittainen pieneneminen, kasvupanostukset ja tulevana vuosina todennäköisesti valikoimaan tulevat monipakkaukset painavat arviomme mukaan marginaalitasoa alaspäin. Toisaalta kasvun pitäisi tuoda operatiivista vipua, kun kiinteät kulut kasvavat liikevaihtoa hitaammin.
- Vuonna 2025 marginaali jäi hieman tavoitteesta ja oli 17 %. Ennustamme käyttökatemarginaalin olevan vuodesta 2027 eteenpäin tavoitetasolla eli 18-19 %. Odotamme yhtiön priorisoivan mieluummin kasvua kuin kannattavuuden optimointia nykyistä tavoitetasoa korkeammalle, mikä on mielestämme järkevää.
- Huomioimme, että lähivuosien isot investoinnit nostavat arviomme mukaan yhtiön poistoja suhteessa liikevaihtoon, mikä laskee liiketulos-%-tasoa, vaikka käyttökate-% pysyisi ennallaan

Osingonjakosuhte 30 %

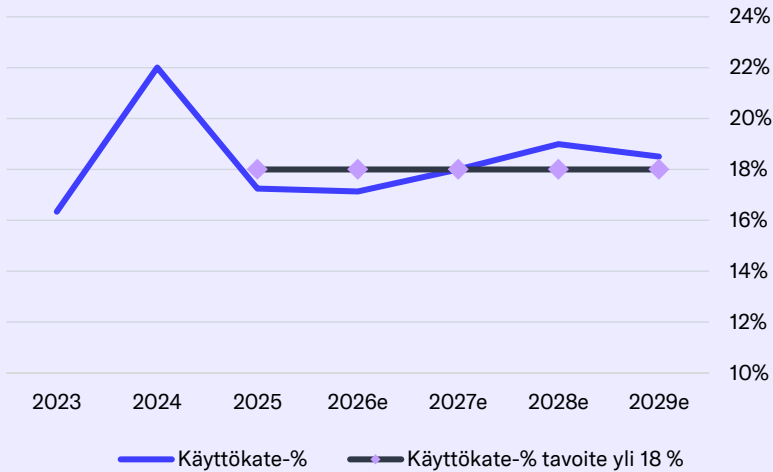
- Vahvasta investointivaiheesta huolimatta Nokian Panimo tavoittelee 30 %:n osingonjakosuhdetta. Yhtiö toki mainitsee, että osingonmaksussa otetaan huomioon rahoitusasema, strategia, investoinnit ja kertaluonteiset erät.
- Yhtiöllä on tällä hetkellä erittäin vahva ja itse asiassa ylikapitalisoitu tase listautumisannin jälkeen. Osakeannissa kerättyjen rahojen jakaminen takaisin osinkoina ei mielestämme ole täysin loogista, kun huomioidaan yhtiön merkittävät investointisuunnitelmat. Ymmärrämme kuitenkin yhtiön ja omistajien halun jonkinlaisen osingon maksuun.
- Pidemmällä aikavälillä näemme yhtiöllä olevan varaa kasvattaa osingonmaksua, kun isompi investointivaihe on takana. Pienpanimostatus rajoittaa investointimahdollisuuksia pääomaraskaaseen oluentuotantoon, ja siten 2030-luvulle mentäessä odotamme investointitahdin laskevan selvästi. Tämän pitäisi kasvattaa kassavirtaa ja tarjota mahdollisuus korkeampaan osingonjakosuhteeseen. Siten tämä tavoite voi mielestämme nousta seuraavalle strategiakaudelle, joka alkaa 2030. Lähivuodet odotamme yhtiön toteuttavan 30 %:n osingonjakosuhdetta.
- Yhtiöllä ei ole tasetavoitetta, joka vaikeuttaa hieman pääoman allokoinnin arviointia. Historian pohjalta arviomme yhtiön kuitenkin olevan valmis 1-2x nettovelka/käyttökate-tasoon.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

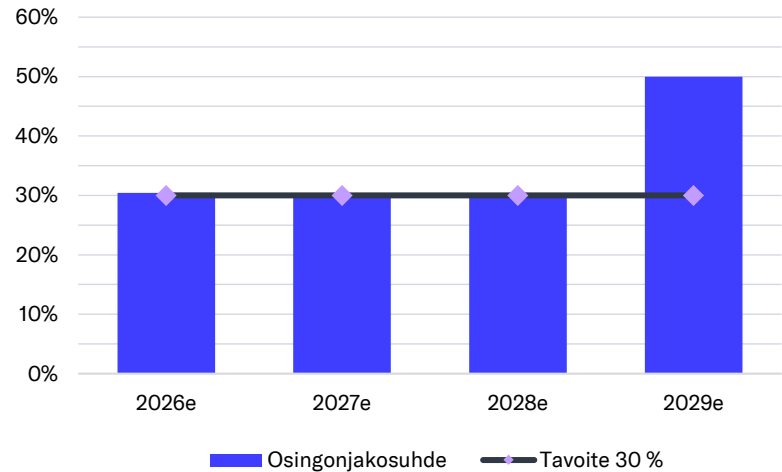
Nokian Panimon liikevaihto vs. tavoite



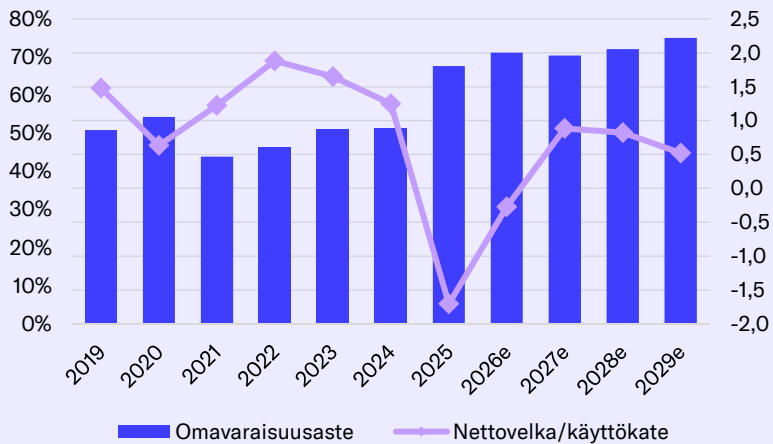
Nokian Panimon kannattavuus vs. tavoite



Nokian Panimon osingonjakosuhte vs. tavoite



Tase on vahva



Historiallinen kehitys

Nokian Panimo on kasvanut orgaanisesti jo lähes 20 vuotta

Kuten jo aiemmin olemme kertoneet, nykymuotoisen Nokian Panimon kehitys alkoi vuosien 2007-08 kriisin ja omistajavaihdoksen myötä. Liikevaihto oli vuonna 2007 vain 0,7 MEUR. Scripon tulo omistajaksi ja sitä seurannut uudistus käänsivät kehityksen, ja vuoteen 2012 mennessä yhtiö oli käännetty voitolliseksi ja kasvavaksi. Liikevaihto oli tuolloin vielä vaatimattomat 2,5 MEUR. Tästä lähtien kasvu on ollut poikkeuksellisen tasaista: liikevaihto on kasvanut vuosina 2012–2025 keskimäärin yli 13 % vuodessa 2,5 MEUR:sta 13,0 MEUR:oon. Ainoa poikkeus kasvutrendiin oli vuosi 2016, jolloin liikevaihto jäi käytännössä edellisvuoden tasolle. Tämä johtui kuitenkin yhtiön mukaan kirjauskäytäntöjen muutoksesta, ja vertailukelpoisesti yhtiö kasvoi myös vuonna 2016.

Alkuvaiheessa eli vuosina 2008-15 yhtiö myi lähes pelkästään olutta, ja sen kasvua tuki markkinoiden laajempi kiinnostuminen pienpanimo- ja käsityöläisoluista. Tämä auttoi yhtiön kääntämisessä kannattavaksi. Vahvan pääomistajan ansiosta Nokian Panimolla oli kykyä vastata tähän kysyntään investoimalla laitteistonsa laajentamiseen ja uusimiseen, mikä puolestaan tuki kasvua jatkossakin.

Olut on jatkanut kasvuaan läpi vuosien, ja liikevaihtoa on tukenut lisäksi tuotevalikoiman laajentaminen uusiin kategorioihin, mm. virvoitusjuomat, jotka lanseerattiin 2016–2019 ja ovat sittemmin olleet merkittävä kasvun lähde. Yhtiö kasvoi erityisen vahvasti koronavuosina 2020–21, kun alkoholin kulutus ohjautui ravintolamyynnistä koteihin. Nokian Panimo pystyi kuitenkin jatkamaan kasvuaan tämän markkinailmiön poistuttua, mikä on mielestämme erinomainen osoitus sen kyvystä kasvaa ja

ottaa markkinaosuuksia.

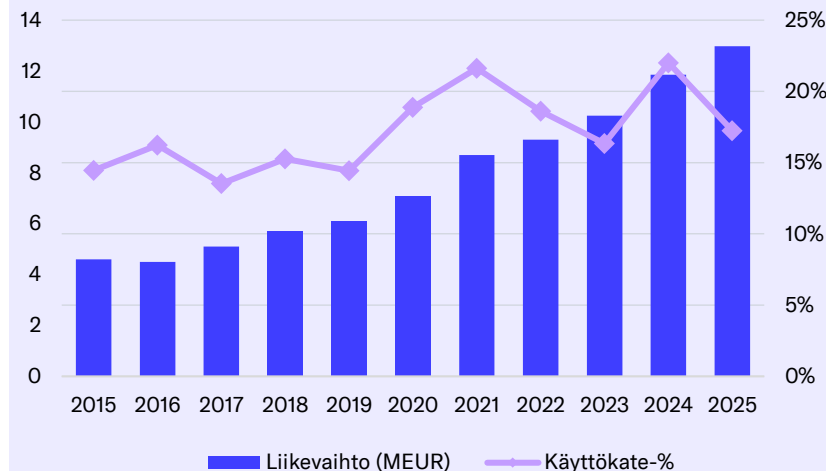
Kannattavuus on ollut 2020-luvulla hyvää, joskin pienpanimoalennuksen varassa

Nokian Panimon kannattavuus nousi 2010-luvun ensimmäisen puoliskon aikana ja oli sen loppupuolella käyttökatetasolla suhteellisen tasaisesti noin 15 %. Vahvojen koronavuosien ja kasvun jatkumisen ansiosta käyttökatemarginaali on ollut 2020-luvulla useana vuonna yli 18 %:n tavoitetason. Parhaimmillaan marginaali on ollut noin 22 % vuosina 2021 ja 2024. Vuosina 2023 ja 2025 marginaali jäi hieman nykyistä tavoitetasoa heikommaksi ollen 17 %. Vuonna 2023 tämä johtui kustannusinflaation negatiivisesta vaikutuksesta ja vuonna 2025 mm. listautumisesta johtuneesta organisaation vahvistamisesta, ulkopuolisen varaston käytöstä ja vaisusta alkukesän myynnistä. Pienpanimoalennuksella on tuloksessa merkittävä rooli, sillä sen euromääräinen hyöty oli esimerkiksi vuonna 2025 suuruusluokaltaan yhtiön käyttökatteen verran.

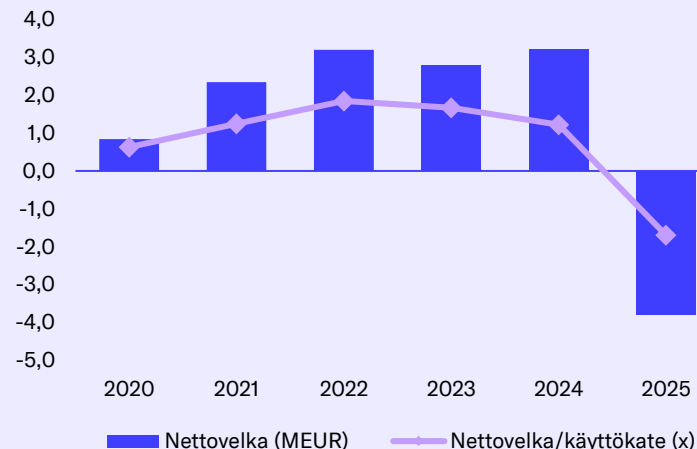
Yhtiön oma tavoite yli 18 %:n käyttökatemarginaalista strategiakaudella 2025–2029 vastaa siten pitkälti jo aiemmin saavutettua tasoa. Mielestämme haasteena on lähinnä sen ylläpitäminen kasvuinvestointien ja pienpanimoalennuksen asteittaisen pienenemisen keskellä.

Yhtiön vahva kasvuvaihe on vaatinut runsaasti investointeja sekä käyttöpääoman kasvua. Tämän vuoksi historiallinen vapaan kassavirran luonti on ollut vaisua, mikä on kuitenkin mielestämme luonnollista ja perusteltua. Arvioimme yhtiön operatiivisen kassavirran luontikyvyn sinällään olevan hyvä ja vapaan kassavirran nousevan aikanaan investointien laskiessa.

Nokian Panimon liikevaihto ja kannattavuus



Tase nettokassalla



Lähde: Nokian Panimo

Taloudellinen tilanne

Taseessa on likviditeettiä tuleville investoinneille

Nokian Panimon tase on suhteellisen selkeä ja suoraviivainen. Taseen kokonaissummaa paisuttavat tällä hetkellä (H1'26) listautumisannissa 2025 kerätyt varat, jotka ovat edelleen pääosin rahavaraina yhtiön taseessa ja toisaalta tukevat omaa pääomaa.

Taseen pitkäaikaiset varat koostuvat täysin aineellisista varoista, jotka ovat hieman yli puolet koko taseesta. Tanne sisältyy käytännössä yhtiön Nokian tuotantolaitos. Aineettomia varoja ei ole, joten tasearvot ovat tukevalla pohjalla. Reilun 8 MEUR:n rahavarat haukkaavat tällä hetkellä taseesta noin kolmanneksen. Yhtiö tulee kuitenkin investoimaan nämä rahat lähivuosina, pääosin jo tulevan 12 kuukauden aikana, joten niiden pitäminen tässä vaiheessa käteisenä on perusteltua. Investointien jälkeen pääosa taseesta on sitoutunut tuotantolaitokseen.

Käyttöpääoma haukkaa reilut 15 % taseesta vaihto-omaisuuden ja myyntisaamisten muodossa. Liikevaihtoon suhteutettuna vaihto-omaisuutta on noin 11 % ja myyntisaamisia 18 %. Toisella puolella tasetta ostovelat ovat noin 13 % liikevaihdosta, joten nettokäyttöpääoma on reilut 15 % liikevaihdosta. Jälkikäteen maksettava alkoholin valmistevero sisältyy muihin velkoihin, eli ei yllä mainittuihin eriin. Se kuitenkin liikkuu käyttöpääoman tapaan liikevaihdon mukana. Sen tarkkaa määrää ei kuitenkaan ole julkaistu.

Taseen vastattavaa-puolella oma pääoma dominoi yli 60 %:n osuudella, mikä siten kuvastaa myös yhtiön omavaraisuusastetta. Yhtiöllä on myös korollista velkaa, jota on otettu pääasiassa logistiikkakeskusinvestointia varten. Velan ja käteisen pitäminen taseessa ei ole optimaalista, mutta huomioiden, että rahat tullaan käyttämään kohtuullisen pian, se on mielestämme hyväksyttävää.

Korollinen velka vastaa vajaata 15 % taseesta, 7 % ostovelkoja ja noin 15 % muita velkoja.

Tase on siis erittäin vahva ja arvot mielestämme hyvin kurantteja omaisuuden luonteen vuoksi. Merkittävien kassavarojen ansiosta nettovelka on selvästi negatiivinen, eikä velkaisuuslukujen laskeminen siten ole mielestämme mielekästä.

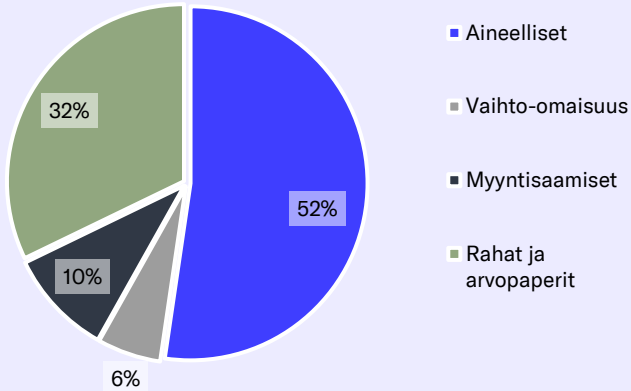
Mielestämme yhtiö voisi käyttää maltillista velkavipua

Ennen listautumisantia yhtiön nettovelka/käyttökate-luku on vaihdellut 0,5-2x välillä. Pidämme tätä hyvänä viitteenä yhtiön velkaantumistasolle sen jälkeen, kun taseessa olevat rahavarat on käytetty. Nokian Panimon liiketoiminnan defensiivinen ja toisaalta jonkin verran pääomaa vaativa luonne tekevät mielestämme maltillisen velkavivun käytön järkeväksi. Yhtiö voisikin mielestämme hyvin jossain vaiheessa tuoda taloudellisiin tavoitteisiin myös tasetavoitteen, esim. nettovelka/käyttökate alle 2x tai alle 2,5x, jotka ovat pörssiyhtiöille varsin tyypillisiä tavoitetasoja.

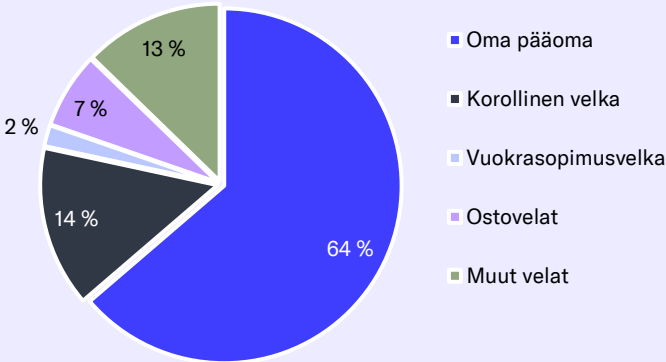
Isot investoinnit painavat pääoman tuottoja

Arvioimme Nokian Panimon pääoman tuottojen olleen ennen listautumista hyviä ja selvästi yli tuottovaatimuksemme. Merkittävät investoinnit ensin 2024-25 logistiikkakeskukseen ja sen jälkeen 2026-27 kapasiteetin kasvuun ja alkoholittoman oluen tuotantoon ovat kuitenkin kasvattaneet ja tulevat kasvattamaan tasetta merkittävästi. Nämä investoinnit tarjoavat kasvupotentiaalia pidemmälle tulevaisuuteen, mutta ne painavat pääoman tuotot lähivuosina hieman alle tuottovaatimuksemme tason eli alle 9 %:iin. Koska pääosa taseesta on aineellista omaisuutta, taseen merkittävä tehostaminen ei mielestämme ole mahdollista. Siten pääoman tuotot nousevat mielestämme lähinnä kasvun kautta.

Taseen varat H1'26



Taseen velat ja oma pääoma H1'26



Lähde: Nokian Panimo

Ennusteet (1/4)

Ennusteet rakentuvat melko yksinkertaisesti

Nokian Panimo raportoi liiketoimintansa lukuja lähinnä konsernitasolla, minkä vuoksi ennustaminen tapahtuu niin ikään konsernina. Ennustamme volyymikehitystä oluelle ja muille juomille erikseen yhtiön raportoinnin mukaisesti. Tuloslaskelman osalta ennustamme liikevaihtoa, myyntikatetta, kiinteiden kulujen erää (henkilöstö- ja muut kulut) sekä poistoja, ja luonnollisesti rahoituskuluja ja veroja.

Nokian Panimon liiketoiminta on historiallisesti ollut suhteellisen tasaisesti kasvavaa. Kannattavuudessa on ollut jonkin verran vaihtelua, mutta näemme yhtiön liiketoiminnan kuitenkin suhteellisen hyvin ennustettavana. Oman haasteensa ennustettavuuteen tuo, että alkoholijuomissa kasvu vaatii markkinaosuuksien jatkuvaa voittamista, kun markkina on laskutrendillä.

Ohjeistus odottaa tälle vuodelle kasvua ja vähintään vertailukauden tasoista kannattavuutta

Nokian Panimo on ohjeistanut tälle vuodelle liikevaihdon kasvua ja 17-20 %:n käyttökatemarginaalia (2025: 17,2 %). Kasvun suhteen yhtiö saavuttaa mielestämme ohjeistuksen helposti, sillä H1:n kasvu oli 15 %. Ennustamme kasvuvauhdin kuitenkin hidastuvan H2:lla 7 %:iin ja päätyvän koko vuoden osalta 11 %:iin, mikä on suunnilleen yhtiön taloudellisen tavoitteen (20 MEUR vuonna 2029) vaatima vuositahti. Liikevaihdon kasvu hidastuu H2:lle arviomme mukaan vahvan vertailukauden (2025 kesäsesonki oli hyvä heinä-elokuussa, tänä vuonna taas touko-kesäkuu suhteessa parempi), vähempien kampanjoiden H1:een nähden sekä virvoitusjuomaveron noston takia. Vahvojen vertailulukujen myötä etenkin Q3:n volyymikasvuluvut tulevat arviomme mukaan olemaan

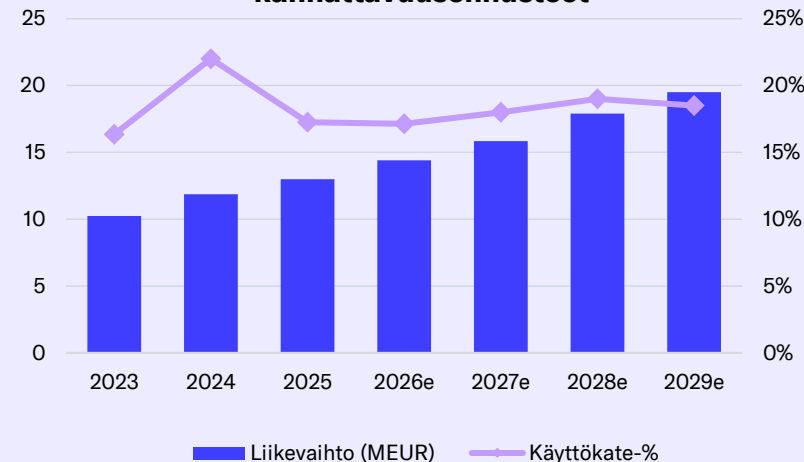
vaisut.

H1:n käyttökatemarginaali oli 15,4 %, eli ohjeistus olettaa H2:n marginaalin olevan parempi, mikä onkin tyypillisen kausiluonteisuuden mukaista. Marginaalin nousua H1:een nähden tukevat etenkin pienemmät markkinointipanostukset sekä tyypillisesti H2:lla hieman pienemmät henkilöstökulut. Ennustamme H2:n käyttökatemarginaalin olevan vajaat 19 % ja heikkenevän hieman vertailukaudesta. Koko vuoden 2026 osalta ennustamme marginaalin päätyvän ohjeistushaarukan alalaitaan ja suunnilleen vertailukauden tasolle 17 %:iin. Absoluuttisena tuloksena tämä tarkoittaa vuodelta 2026 2,47 MEUR:n käyttökate- ja vuodelta 2025 2,24 MEUR:oon verrattuna.

Käyttökate kasvu ajaa myös osakekohtaista tulosta ja osinkoa

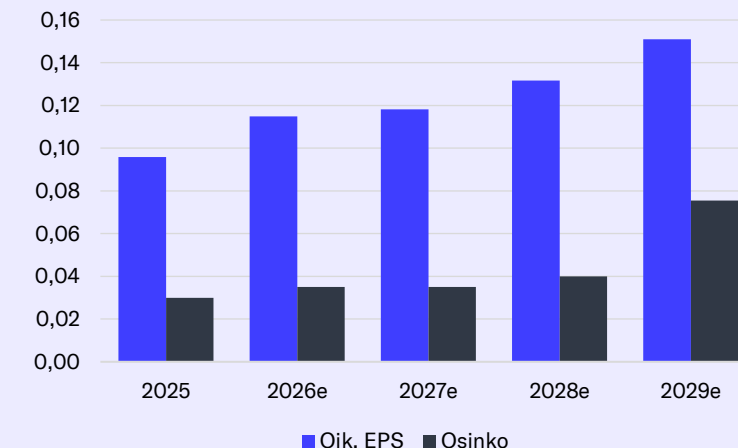
Ennustamme poistotason nousevan hieman tänä vuonna. Rahoituskulujen ennustamme olevan 0,2 MEUR eli vertailukelpoisesti samaa tasoa kuin vertailukaudella, kun poistetaan 1,3 MEUR:n listautumiskulujen vaikutus. Viime vuonna yhtiön raportoitu tulos jäi nolnaan, minkä vuoksi se ei maksanut veroja. Tänä vuonna ennustamme yhtiön maksavan Suomen normaalin yhteisöverokannan mukaisesti 20 %:n verot eli 0,3 MEUR. Oikaistu osakekohtainen tulos nousee vuoden 2025 0,10 eurosta ennusteemme mukaan vuonna 2026 0,11 euroon. Yhtiö maksoi viime vuonna osinkopolitiikkansa mukaisesti 30 % oikaistusta tuloksesta eli 0,03 euroa. Ennustamme yhtiön noudattavan osinkopolitiikkaansa myös vuonna 2026 ja jakavan 0,035 euron osingon.

Nokian Panimon liikevaihto- ja kannattavuusennusteet



Lähde: Nokian Panimo, Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko, EUR



Lähde: Inderes

Ennusteet (2/4)

Ennustamme vapaan kassavirran olevan merkittävien investointien myötä selvästi negatiivinen ja pienentävän yhtiön listautumisannissa keräämää kassaa. Odotamme yhtiön pysyvän kuitenkin nettokassan puolella vuoden 2026 lopussa.

Merkittäviä investointeja lähivuosina, joiden riittävä tuotto vaatii mielestämme kasvun jatkumista 2030-luvulla

Kuten olemme aiemminkin raportissa kertoneet, yhtiö on ilmoittanut 7 MEUR:n investoinnista kapasiteetin kasvuun ja alkoholittoman oluen tuotantoon vuosina 2026-27. Listautumisen yhteydessä yhtiö puhui yhteensä noin 10 MEUR:n kasvuinvestoinneista, joiden arvioimme ajoittuvan vuosille 2026-28. Lisäksi arvioimme normaalien ylläpitoinvestointien tason olevan noin 1 MEUR/vuosi. Kokonaisuutena ennustamme siten noin 13 MEUR:n investointeja vuosille 2026-28, jotka tapahtuvat etupainotteisesti. Tämä on suuruudeltaan hieman suurempi määrä, kuin yhtiön aineellinen omaisuus 2025-lopussa (12 MEUR), ja noin puolet yhtiön markkina-arvosta. Yhtiö tulee siis sitomaan merkittävästi lisää pääomaa tuotantolaitokseensa lähivuosina.

Emme usko näiden investointien tuottavan lähivuosina tuottovaatimuksemme mukaista tuottoa, eli investoinnit eivät mielestämme ainakaan alkuvaiheessa ole arvoa luovia. Niillä tosin mahdollistetaan kasvu myös pidemmälle tulevaisuuteen, joten tuotto paranee ajan myötä, mikäli yhtiön kasvu jatkuu. 10 MEUR:n kasvuinvestoinnit vaatisivat karkeasti 1 MEUR:n tulosparannuksen saavuttaakseen riittävän pääoman tuoton. Verrattuna yhtiön nykyiseen noin 1,5 MEUR:n liikevoittotasoon vaadittava parannus on merkittävä.

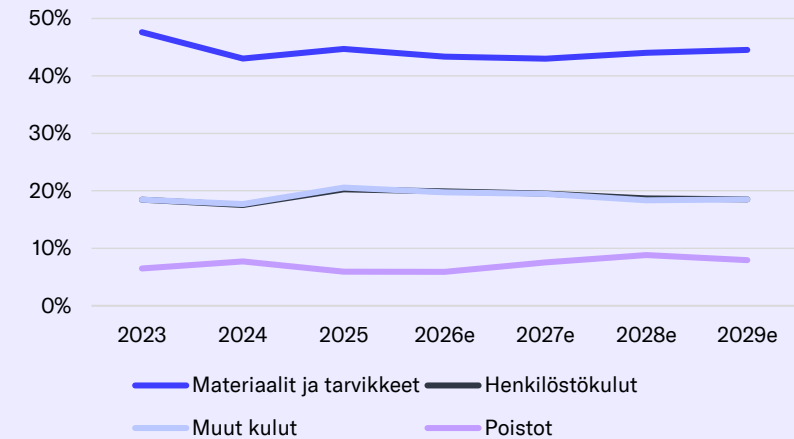
Marginaaleissa ajureita molempiin suuntiin

Odotamme Nokian Panimon pystyvän jatkamaan hyvää kasvutrendiään ja valtaamaan markkinaosuuksia tuomalla uusia tuotteita, tuotekategorioita ja pakkausmuotoja sekä laajentamalla jakelupeittoaan. Ennustamme liikevaihdon kasvun olevan vuosina 2027 10 % ja 2028 13 %, mitä ajaa pitkälti volyymikasvu.

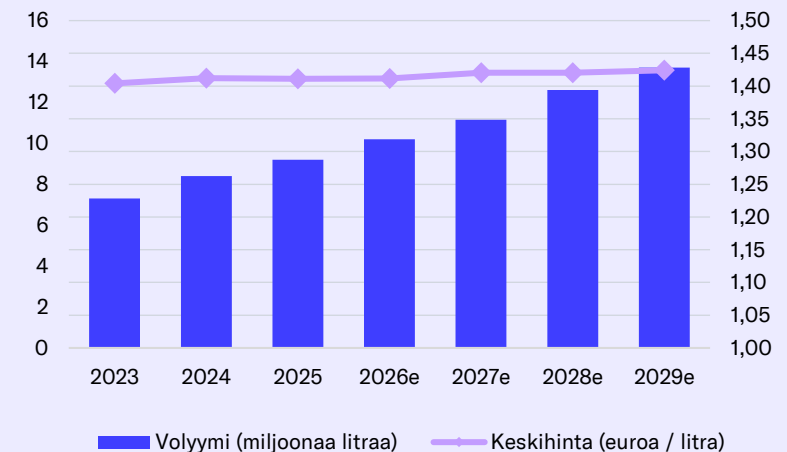
Ennustamme yhtiön myyntikateprosentin laskevan lievästi tulevina vuosina. Tähän vaikuttavat mm. kustannusinflaatio vuonna 2027 (energia, tölkit) sekä odottamamme laajentuminen monituotepakkauksiin lähivuosina, joissa arvioimme katteen jäävän hieman pienemmäksi matalampien hintojen takia. Myös asteittain pienenevä pienpanimoalennus tuo tasaista vastatuulta marginaaleille. Esimerkiksi 0,5 miljoonan litran kasvu alkoholipitoisen oluen tuotannossa (joka vastaa 8 %:n kasvua 2025 tuotettuun määrään), tuo laskennallisesti yhtiölle 0,5-1 %:n negatiivisen käyttökatemarginaalivaikutuksen. Toisaalta H1'26 myyntikattea painoi voimakas kampanjointi. Yhtiön historiassa myyntikate-% on vaihdellut pääasiassa kulujen kehityksen mukaan, kun taas yhtiön tuotteiden keskihinta on ollut varsin vakaa. Ennustamme myyntikate-%:n olevan 57 % vuonna 2027, 56 % vuonna 2028 ja 55,5 % vuonna 2029.

Odotamme kiinteiden kulujen kasvavan hieman liikevaihdon kasvua hitaammin. Tuotannon henkilökulut kasvavat kuitenkin jossain määrin tuotannon mukana, samoin ennustamme yhtiön kasvattavan asteittain panostuksia myyntiin ja markkinointiin. Tämä operatiivinen vipu kompensoi ennustamamme myyntikatteen heikentymisen. Odotamme käyttökatemarginaalin olevan vuosina 2027-28 18-19 % eli yhtiön tavoitteen (yli 18 %) mukainen, ja hieman vuosia 2025-26 parempi.

Kulurakenne, % liikevaihdosta



Volymin ja keskihinnan kehitys



Lähde: Inderes

Ennusteet (3/4)

Merkittävät investoinnit tulevat kuitenkin kasvattamaan yhtiön poistoja selvästi liikevaihtoa nopeammin lähivuosina, mikä tarkoittaa, että liiketulos-% laskee ennusteissamme sekä 2027 että 2028, vaikka absoluuttinen tulos kasvaa. Liikevoitto-% painuukin vuonna 2028 noin 10 %:iin, kun se 2025-26 oli reilut 11 %.

Rahoituskulujen odotamme pysyvän pieninä, mutta tasaisina. Yhtiön kassan huvetessa investointeihin, arvioimme sen pitävän velkaa taseessa jatkossakin. Yhtiön veroprosentin odotamme olevan vuodesta 2027 alkaen Suomen uuden yhtiöveroprosentin mukainen eli 18 %.

Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan 0,12 euroa vuonna 2027 ja 0,13 euroa vuonna 2028. Odotamme yhtiön pitäytyvän näiden merkittävien investointivuosien ajan nykyisessä 30 %:n osingonjakosuhteessa. Vuoden 2028 osingosta päätettäessä keväällä 2029 voisi yhtiön tilanteesta riippuen olla mielestämme mahdollista maksaa hieman korkeampi osinko. Ennusteemme olettavat kuitenkin 30 %:n osingonjakosuhteen ja siten osingon olevan 0,035 euroa vuonna 2027 ja 0,04 euroa vuonna 2028.

Investoinnit nielevät rahavirran ja kassan 2026-28

Nokian Panimo tekee operatiivisesti kohtuullista rahavirtaa. Yhtiön kasvaessa käyttöpääoman sitoutuminen syö hieman liike toiminnan rahavirtaa, joka ennusteissamme on 2-3 MEUR:n haarukassa. Lähivuosien merkittävät investoinnit pitävät kuitenkin vapaan rahavirran ennusteissamme selvästi negatiivisena vuosina 2026-27 ja noin nollassa vuonna 2028. Vuodesta 2029 alkaen odotamme investointitason tippuvan noin poistojen tasolle eli 1,5 MEUR:oon, jolloin vapaata kassavirtaa jää vuosina 2029-2030 niin ikään noin 1,5 MEUR. Nykyiseen markkina-arvoon nähden tämä tarjoaa noin 6 %:n kassavirtatuoton, mutta on hyvä huomioida tämän olevan vielä

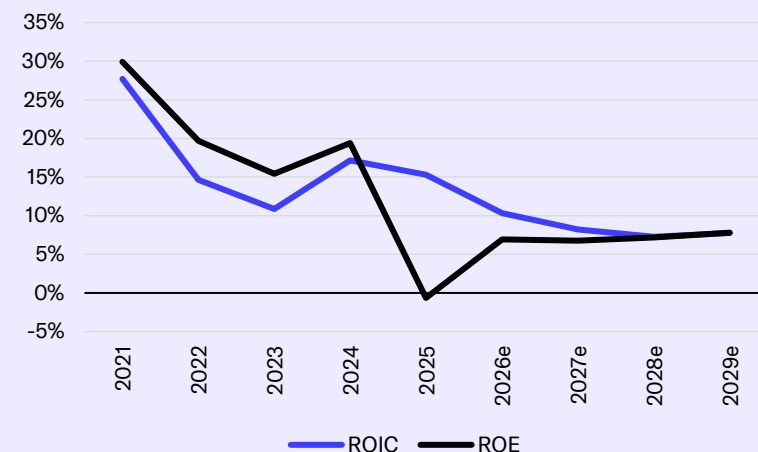
useamman vuoden päässä ja oletettavan tulospäässä lähivuosille.

Yhtiön tase on tällä hetkellä ylikapitalisoitu ja sillä on merkittävä kassa. Ennusteissamme kassa käytetään parissa vuodessa, ja vuosina 2027-28 yhtiöllä on reilut 2 MEUR nettovelkaa. Tämä on maltillinen taso noin 3 MEUR:n käyttökate-ennusteeseemme nähden, ja yhtiö voisi mielestämme velkaantua enemmänkin. Toisaalta maltillinen taso voisi mahdollistaa vuodesta 2029 alkaen lähes koko tuloksen maksamisen osinkoina, jos merkittävät investointikohteita ei enää ole näköpiirissä. Omavaraisuusasteella mitattuna yhtiön tase pysyy lähivuosina erittäin vahvana, noin 70 %:n tasolla.

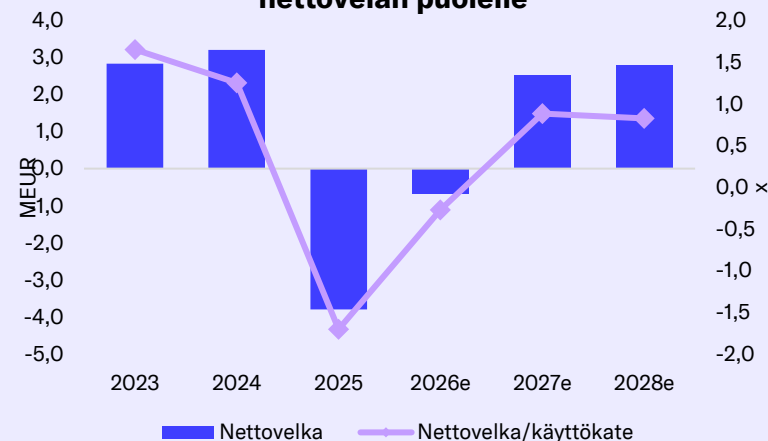
Pääoman tuotto jää lähivuosina alle 10 %:n, mutta potentiaalia on mielestämme parempaan

Nokian Panimon viime vuosien pääoman tuotto prosentit ovat olleet kohtuullisen hyviä (10-20 % vuosina 2022-24), ja yhtiö on selvästi luonut arvoa. Merkittävät investoinnit lähivuosina muuttavat kuitenkin arviomme mukaan pääoman tuottoja merkittävästi ja lähivuosina ne jäävät ennusteissamme noin tuottovaatimustemme tasolle tai hieman alle. Ennustamme yhtiön kasvun jatkuvan myös 2030-luvulla, jolloin tulospäässä parantaa pääoman tuottoja asteittain, kun emme odota yhtiön tarvitsevan enää merkittäviä investointeja. Ajan myötä yhtiön pääoman tuotot nousevat ennusteissamme tuottovaatimuksen yläpuolelle 10-15 %:n välille. Arvioimme yhtiöllä olevan mahdollisuus myös pitkällä aikavälillä pääomankustannusta korkeampaan tuottoon. Tämä johtuu siitä, että tulosta ja pääomantuottoja tukee lainsäädännön pohjalta saatava pienpanimoalennus, eivätkä yhtiön tuotot siten ole täysin markkinapohjaisia, jolloin ne olisivat alttiimpia kilpailulle.

Pääoman tuotot laskussa



Investoinnit kääntävät taseen takaisin nettovelan puolelle



Lähde: Inderes

Ennusteet (4/4)

	H1'24	H2'24	H1'25	H2'25	H1'26	H2'26e		2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	5,9	6,0	6,2	6,8	7,1	7,3		10,25	11,86	13,0	14,4	15,8	17,9	19,5
Kasvu-%	17 %	13 %	5 %	13 %	15 %	7 %		10 %	16 %	9 %	11 %	10 %	13 %	9 %
Materiaalit ja tarvikkeet	-2,5	-2,6	-2,5	-3,0	-3,1	-3,1		-4,9	-5,1	-5,8	-6,2	-6,8	-7,9	-8,7
Myyntikate	3,4	3,4	3,7	3,8	4,0	4,1		5,5	6,8	7,5	8,2	9,0	10,0	10,8
Myyntikate-%	58,2 %	56,3 %	60,6 %	55,6 %	56,2 %	57,0 %		53,3 %	57,3 %	57,8 %	56,7 %	57,0 %	56,0 %	55,5 %
Henkilöstökulut	-1,1	-1,0	-1,4	-1,2	-1,5	-1,4		-1,9	-2,1	-2,6	-2,9	-3,1	-3,3	-3,6
Muut kulut	-1,0	-1,1	-1,4	-1,3	-1,5	-1,4		-1,9	-2,1	-2,7	-2,8	-3,1	-3,3	-3,6
Käyttökate	1,3	1,3	0,9	1,3	1,1	1,4		1,7	2,6	2,2	2,5	2,9	3,4	3,6
Käyttökate-%	21,9 %	21,7 %	14,7 %	19,6 %	15,4 %	18,8 %		16,3 %	22,0 %	17,2 %	17,1 %	18,0 %	19,0 %	18,5 %
Poistot	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5		-0,7	-0,9	-0,8	-0,9	-1,2	-1,6	-1,6
Liikevoitto	0,9	0,9	0,5	0,9	0,7	0,9		1,0	1,7	1,5	1,6	1,7	1,8	2,1
Liikevoitto-%	16,1 %	15,0 %	8,8 %	13,7 %	9,8 %	12,6 %		9,9 %	14,3 %	11,3 %	11,2 %	10,4 %	10,2 %	10,6 %
Rahoituskulut	-0,6	0,3	-1,4	-0,1	-0,1	-0,1		-0,13	-0,3	-1,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,4	1,2	-0,9	0,8	0,6	0,8		0,9	1,4	-0,1	1,4	1,5	1,6	1,9
Verot	-0,2	0,0	0,0	0	-0,1	-0,2		-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Vero-%	-62 %	0 %	0 %	0 %	-20 %	-20 %		-17 %	-17 %	-6 %	-20 %	-18 %	-18 %	-18 %
Nettotulos	0,7	0,5	-0,9	0,8	0,5	0,7		0,7	1,2	-0,1	1,1	1,2	1,3	1,5

Arvostus (1/3)

Perinteiset metodit toimivat arvostuksessa

Nokian Panimon liiketoiminnan rakenne ja terve tulostaso tekevät useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tulokasvua, osinkotasoa sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Arvostuksen yhteenveto

Nokian Panimolla on mielestämme edessä hyvä tulokasvunäkymä, joka tukee tuotto-odotusta. Osakkeen arvostus on kuitenkin mielestämme kallis sekä tulospohjaisesti että tasepohjaisesti. Lisäksi lähivuosina yhtiö sitoo merkittävän määrän pääomia investoimalla, minkä myötä odotamme positiivista vapaata kassavirtaa vasta 2029. DCF-mallin arvo on hieman nykykurssia alempi. Kokonaisuutena näemme osakkeen tuotto-odotuksen jäävän heikoksi. Käyvän arvon haarukka Nokian Panimolle on eri arvostustapojen pohjalta mielestämme 2,1-2,7 euroa. Nousuvara nykykurssiin nähden vaatisi mielestämme odotuksiamme parempaa tuloskehitystä.

Tulospohjainen arvostus on korkea

Nokian Panimon pörssihistoria on vielä lyhyt, eikä sen historiallisia kertoimia voi siten mielestämme käyttää suuntaviivana normaalista arvostuksesta. Hyväksyttävien arvostuskertoimien määrittäminen ei ole aivan suoraviivaista, sillä siinä pitää huomioida toisaalta Nokian Panimon vahva kasvu, joka arviomme mukaan jatkuu vielä 2030-luvun puolelle, ja toisaalta lähivuosien isot investoinnit, jotka painavat tulosrivejä liiketuloksesta alaspäin sekä pääoman tuottoja.

Hyväksyttävän kertoimen määrittäminen riippuu siten mielestämme huomattavasti siitä, minkälaista kasvua ja kuinka pitkään yhtiölle odotetaan. Toisin sanoen lähivuosille voidaan hyväksyä korkeampi kerroin hyvän kasvunäkymän takia, mutta tulokasvu menee osittain kertoimien sulatteluun, kun kasvunäkymä ajan myötä mielestämme väijäämättä maltillistuu. Hyväksyttävät kertoimet lähivuosille ovat mielestämme EV/EBIT-tasolla 13-15x ja P/E-tasolla 17-20x. Yhtiön vuosien 2026-27 P/E-kertoimet ovat yli 20x ja 2026-28 EV/EBIT 15x tai yli. Kertoimet ovat siten yli hyväksymiemme tasojen. Vuoden 2026 P/E-kerrointa katsoessa tulee huomioida yhtiöllä vielä siinä vaiheessa oleva nettokassa, mutta se ei muuta kokonaiskuvaa.

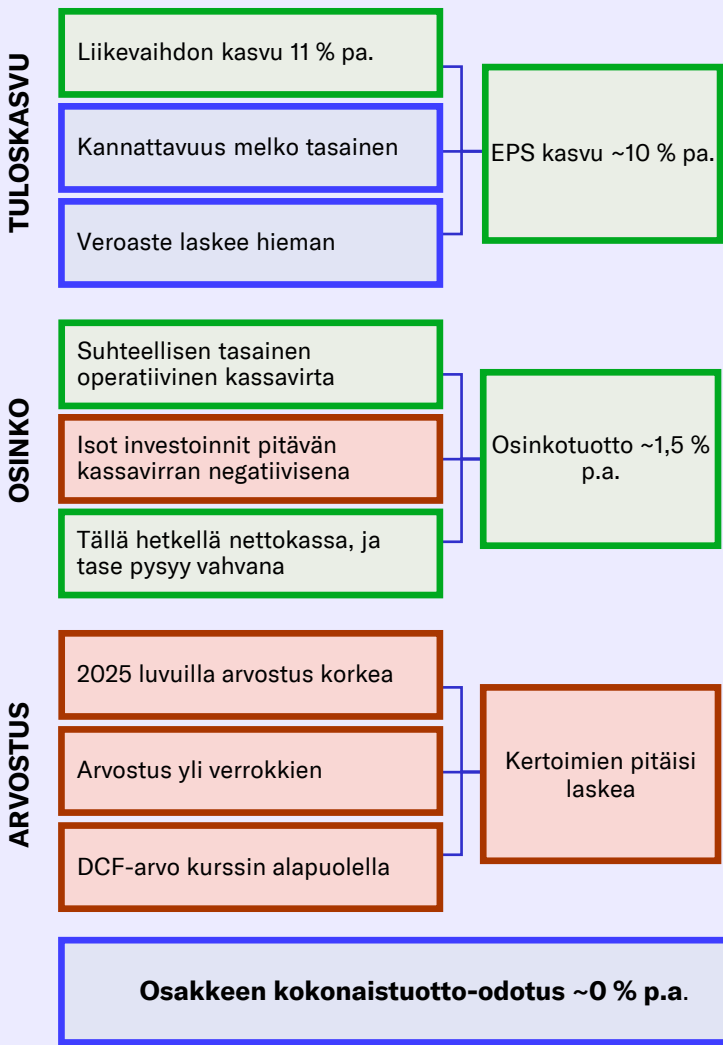
Arvostus verrokkiryhmään nähden

Nokian Panimon lisäksi muita suomalaisia pienpanimoita ei ole listattu pörssissä, vaan pörssilistatut panimot ovat kooltaan moninsata-, tai tuhatkertaisia ja toimivat maantieteellisesti laajoilla alueilla. Toisaalta isojen panimoiden kasvuprofiili on tyypillisesti selvästi Nokian Panimoa heikompi. Olemme valinneet vertailuryhmään vain eurooppalaisia panimoita, joiden päämarkkina-alue on myös Eurooppa.

Näistä liiketoiminnallisesti lähin verrokki on mielestämme Olvi, jonka tuloksesta merkittävä osa tulee Suomesta. Olvin osalta arvostuskertoimia kuitenkin sekoittaa sen iso Valko-Venäjän liiketoiminta, joka arvostetaan markkinoilla arviomme mukaan hyvin alhaisilla kertoimilla. Siten Olvin kertoimia ei pysty vertaamaan sellaisenaan muihin yhtiöihin. Seuraavaksi lähin verrokki on mielestämme tanskalainen Royal Unibrew, jonka liiketoiminta keskittyy Pohjois-Eurooppaan, ja joka omistaa Suomesta Hartwallin.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Sinebrychoffin omistaja Carlsberg sekä Heineken ovat kokoluokaltaan merkittävästi kahta edellistä suurempia ja liiketoiminta on globaalia, joten ne käyvät lähinnä suuntaa antavana arvostustasona isolle globaalille toimijalle. Ainakin tällä hetkellä niiden kertoimet ovatkin hyvin samantasoisia. Carlsbergin liikevaihdosta noin 2/3 tulee Euroopasta, kun Heinekenilla se on alle puolet.

Muitakin listattuja panimoita ja alkoholijuomayhtiöitä löytyy, mutta jätimme ne pois, jotta verokkiryhmä olisi keskittynyt mahdollisimman relevantteihin yhtiöihin. Tanskalainen Harboes olisi pienehkönä pohjoismaisena panimona hyvä vertailukohta, mutta sille ei ole ainakaan tällä hetkellä saatavissa ennusteita eikä siten tulevaisuuteen katsovia arvostuskertoimia.

Parhaaksi verrokiksi toteamamme Royal Unibrew on tällä hetkellä hinnoiteltu noin 11,5x EV/EBIT vuodelle 2026 ja P/E-luvulla noin 12x. Isommat panimot Carlsberg ja Heineken ovat hieman korkeammalle arvostettuja eli vuodelle 2026 13-14x sekä P/E:n että EV/EBIT:n osalta. Nokian Panimon lähivuosien tulosta painavat kasvavat poistot, samalla kun investointien hyötyä ei saada vielä täysimääräisesti käyttöön. Tämä ja verrokkeja selvästi nopeampi kasvuvauhti voisivat perustella verrokkeja korkeampaa arvostusta. Toisaalta merkittävästi pienempi koko (sekä operatiivisesti että osakkeen likviditeettimielessä) ja pienpanimostatuksen tuoma kasvurajoite puoltavat verrokkeja matalampaa arvostusta. Ennusteillamme Nokian Panimo on selvästi kaikkia verrokkeja korkeammalle arvostettu, mikä näyttää mielestämme perusteettomalta. Sen EV/EBIT on 15x, ja nettovelan kasvun myötä EV/EBIT on korkeampi vuonna 2027, vaikka tulos hieman kasvaa. P/E-luku on yli 20x vuosille 2026-27.

Yksi tapa arvostuksen katsomiseen voisi olla ns. kestävä tulostason arvioiminen Nokian Panimolle eli arvioida, minkälaiseen tulostasoon se ajan myötä pääsee lähivuosien

investointien jälkeen. Jos ajatellaan, että tämän tason saavuttamisen jälkeen yhtiön kasvu olisi lähempänä verrokkeja, myös kertoimien vertaaminen olisi helpompaa. Ennusteissamme tätä tilannetta pitää odottaa vuoteen 2033 asti, minkä jälkeen kasvu hiipuu 2 %:iin. Tässä tasaisemmassa vaiheessa yhtiön tulostulokertoimen pitäisi mielestämme olla isoja kv. panimoita pienempi ja samaa tasoa tai hiukan alle Royal Unibrew'n. Siten voisimme nykykertoimien pohjalta arvioida tasaisen vaiheen hyväksyttävän kertoimen olevan esim. EV/EBIT-mittarille noin 11x. Mikäli määritämme tämän hyväksyttäväksi kertoimeksi vuodelle 2033 ja diskonttaamme arvon ensi vuoteen (heijastaen tavoitehinnan 12 kk horisonttia), pääsemme osingot huomioiden 2,65 euron osakekohtaiseen arvoon eli suunnilleen nykyiseen kurssitasoon.

Keskipitkällä aikavälillä potentiaalia hyvään kassavirtaan ja osinkoon

Ennusteemme odottavat investointien laskevan selvästi vuosikymmenen lopulla ja siten vapaan kassavirran kääntyvän selvästi positiiviseksi. Koska yhtiö on tuolloin ennusteillamme vain maltillisesti velkaantunut, ennustamme sen nostavan selvästi osingonjakosuhdettaan 2030-luvun taitteessa. Mikäli yhtiö ei löydä uusia isompia investointikohteita (joita ei ennusteissamme ole), se voisi tuottaa vahvaa vapaata kassavirtaa ja jakaa valtaosan tuloksestaan osinkoina 2030-luvulla. Kassavirtatuotoksi ennustamme vuoden 2030 vapaalla kassavirralla 6 %, ja vapaan kassavirran kasvavan 2030-luvun alussa 10-15 % vuodessa. Tämä taso vaatii luonnollisesti ennustetun kasvun toteutumista ja on vielä muutaman vuoden päässä, mutta yhtiössä on mielestämme potentiaalia hyväksi kassavirran luojaksi. On myös hyvä huomata, että kassavirran kasvu hidastuu merkittävästi 2033 jälkeen, jolloin odotamme yhtiön liikevaihdon kasvun hidastuvan merkittävästi.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	2,65	2,65	2,65
Osakemäärä, milj. kpl	10,1	10,1	10,1
Markkina-arvo	27	27	27
Yritysarvo (EV)	26	29	30
P/E (oik.)	22,9	22,4	20,1
P/E	22,9	22,4	20,1
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	1,9	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	1,7
EV/EBITDA	10,6	10,3	8,7
EV/EBIT (oik.)	16,1	17,7	16,2
Osinko/tulos (%)	30,3 %	30,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,3 %	1,5 %

Lähde: Inderes

Arvostus (3/3)

DCF-mallin arvo hieman alle nykykurssin

Vakaan toimialan historian ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Nokian Panimolle relevantti arvonnäytelmä. DCF-mallimme antaa yhtiön velattomaksi arvoksi noin 20 MEUR, joka nettokassan myötä tarkoittaa noin 24 MEUR:n osakepääoman arvoa eli noin 2,4 euroa osakkeelta.

Tarkempien ennustevuosiemme, jotka on käyty läpi aiemmin, jälkeen ennustamme yhtiölle vuosille 2029-33 noin 10 %:n vuosittaisen liikevaihdon kasvuvauhdin jatkuvan. Liikevoittomarginaalin oletamme nousevan asteittain 12 %:iin, mitä tukee kasvun myötä saavutettava operatiivinen vipu, sillä lähivuosien investoinneissa tuleva kapasiteetti riittää pitkälti ennustamaamme kasvuun vuoteen 2033 asti. Tämä tarkoittaa yhtiön liikevaihdon olevan vuonna 2035 noin 30 MEUR ja liikevoiton noin 3,5 MEUR. Investoinnit pysyvät vuoteen 2034 lähellä poistojen tasoa. Terminaalijakson kasvuksi oletamme 2 %, sillä laskeva alkoholijuomien markkina ja pienpanimostatuksen rajoitukset rajaavat mielestämme yhtiön kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä. 2 %:n kasvuoletus pohjautuu pääasiassa inflaatiovaikutukseen ja vain lievään volyymikasvuun, joka tulisi pääasiassa muista tuotteista kuin alkoholillisesta oluesta. Tällöin yhtiö ei mallinnuksessamme törmää pienpanimolainsäädännön 15 miljoonan litran tuotantorajaan.

Käytämme tuottovaatimuksena (WACC) noin 9 % tasoa sekä koko pääomalle että osakepääomalle. Yhtiöllä on hyvä historia kasvusta ja tuloksen tekemisestä, mutta pieni koko nostaa hieman tuottovaatimustamme. Lähivuosien isojen investointien ja negatiivisen rahavirran takia rahavirtajakauma on painottunut raskaasti

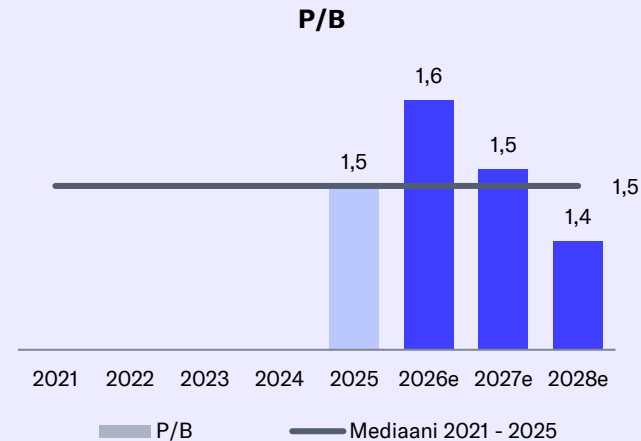
terminaalijaksoon, jonka paino on yli 80 %.

Tasepohjainen arvostus näyttää kalliilta

Ennusteillamme Nokian Panimon sijoitetun pääoman tuotto asettuu vuosina 2027-29 noin 7-8 %:n tasolle, ja oman pääoman tuotto suunnilleen samaan haarukkaan. Tuottotaso on siten samaa tasoa hieman alle tuottovaatimuksemme (~9 %). Näin ollen osakkeen tasepohjaisen arvostuksen eli P/B luvun tulisi olla hieman alle 1,0x. Sama pätee myös EV/IC (eli yritysarvo/sijoitettu pääoma) lukuun. Nykykurssilla sekä P/B että EV/IC luvut ovat vuosina 2027-29 1,3-1,5x tasolla. Taso on siten lähivuosien pääoman tuottotasoihin nähden korkea. Pidemmällä aikavälillä tulostason nousu ilman merkittävää pääoman lisäystä parantaa arviomme mukaan pääomantuotot tasolle, jossa noin 1,3x-kerroin olisi mielestämme perusteltu.

Yritysostot eivät ole mielestämme ajankohtaisia

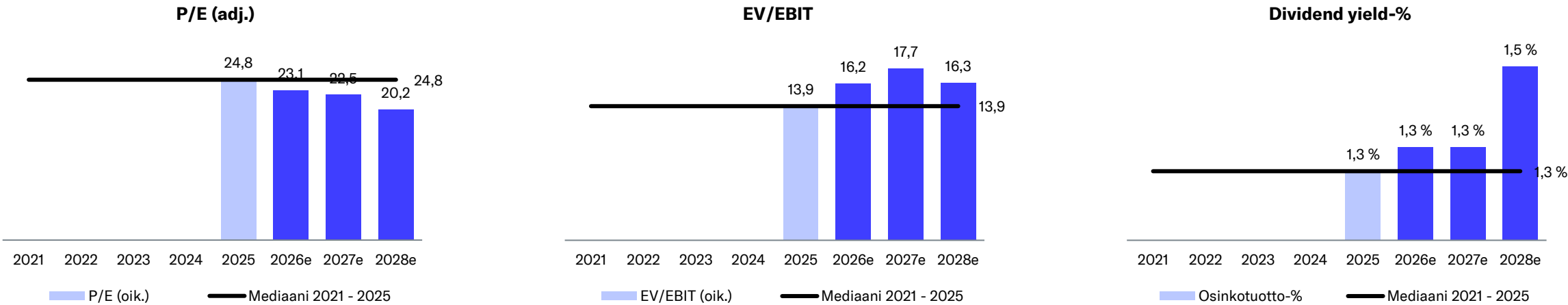
Pienpanimostatuksen ja -tuen takia Nokian Panimon ei ole mielestämme järkevää ostaa muita panimoita. Muiden juomien valmistajia yhtiö voisi periaatteessa hankkia, mutta arvioimme yhtiöllä olevan edelleen potentiaalia kasvaa orgaanisesti silläkin puolella. Emme siten odota yhtiöltä yritysostoaktiiviteettia lähivuosina. Nokian Panimo ei myöskään ole mielestämme realistinen ostokohde isommille kilpailijoille, sillä sen kapasiteetti on vain murto-osa isommista eikä siten oleellinen, ja toisaalta yhtiö menettäisi välittömästi pienpanimotuen, joka tuo valtaosan tuloksesta. Mielestämme loogisin motivaatio yhtiön ostoon olisi käytännössä ostaa Nokian Panimon tuotteet ja brändit sekä siirtää tuotanto isommille tehtaille. Historiassa Suomessa on nähty joitakin pienpanimojen yrityskauppoja, joskin ostetut yhtiöt ovat olleet Nokian Panimoa pienempiä.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					2,38	2,66	2,66	2,66	2,66
Osakemäärä, milj. kpl					10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Markkina-arvo					24	27	27	27	27
Yritysarvo (EV)					20	26	29	30	29
P/E (oik.)					24,8	23,1	22,5	20,2	17,6
P/E					neg.	23,1	22,5	20,2	17,6
P/B					1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S					1,9	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto					1,6	1,8	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA					9,1	10,6	10,3	8,7	8,0
EV/EBIT (oik.)					13,9	16,2	17,7	16,3	14,0
Osinko/tulos (%)					neg.	30,4 %	29,6 %	30,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%					1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,5 %	2,8 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Olvi	670	735	8,4	7,6	6,1	5,7	1,0	0,9	10,3	9,1	4,3	4,5	1,7
Royal Unibrew	2732	3616	11,4	10,7	8,7	8,2	1,7	1,6	12,1	11,0	4,2	4,5	3,0
Carlsberg	16288	25223	13,5	12,7	9,6	9,1	2,0	2,0	13,5	12,5	3,6	3,9	3,1
Heineken	40858	61307	13,3	12,5	8,8	8,4	2,0	1,9	13,9	12,8	2,8	3,0	2,1
Nokian Panimo (Inderes)	27	26	16,2	17,7	10,6	10,3	1,8	1,9	23,1	22,5	1,3	1,3	1,6
Keskiarvo			11,6	10,9	8,3	7,8	1,7	1,6	12,4	11,4	3,7	4,0	2,5
Mediaani			12,4	11,6	8,8	8,3	1,8	1,8	12,8	11,8	3,9	4,2	2,6
Erotus-% vrt. mediaani			31 %	53 %	21 %	24 %	-1 %	4 %	81 %	92 %	-66 %	-69 %	-39 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	10,3	5,9	6,0	11,9	6,2	6,8	13,0	7,1	7,3	14,4	15,8	17,9	19,5
Käyttökate	1,7	1,2	1,3	2,6	0,9	1,3	2,2	1,1	1,4	2,5	2,9	3,4	3,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,3	-0,6	-0,9	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,5	-0,9	-1,2	-1,6	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	0,9	0,7	1,7	0,5	0,9	1,5	0,7	0,9	1,6	1,7	1,8	2,1
Liikevoitto	1,0	0,9	0,7	1,7	0,5	0,9	1,5	0,7	0,9	1,6	1,7	1,8	2,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-1,4	-0,1	-1,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,9	0,9	0,5	1,3	-0,9	0,8	-0,1	0,6	0,8	1,4	1,5	1,6	1,9
Verot	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,8	0,7	0,5	1,1	-0,9	0,8	-0,1	0,5	0,7	1,1	1,2	1,3	1,5
EPS (oikaistu)	0,13	0,11	0,08	0,19	0,02	0,08	0,10	0,05	0,06	0,112	0,12	0,13	0,15
EPS (raportoitu)	0,13	0,11	0,08	0,19	-0,08	0,08	-0,01	0,05	0,06	0,11	0,12	0,13	0,15

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	10,8 %			15,5 %	5,1 %	13,0 %	9,1 %	14,9 %	7,3 %	10,9 %	10,0 %	13,0 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%				58,9 %	-41,8 %	26,8 %	-12,0 %	28,0 %	0,5 %	10,8 %	2,3 %	10,0 %	13,1 %
Käyttökate-%	16,7 %	21,0 %	22,0 %	21,5 %	14,7 %	19,5 %	17,2 %	15,4 %	18,8 %	17,1 %	18,0 %	19,0 %	18,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,1 %	15,9 %	12,0 %	13,9 %	8,8 %	13,5 %	11,2 %	9,8 %	12,6 %	11,2 %	10,4 %	10,2 %	10,6 %
Nettotulos-%	7,7 %	11,6 %	7,6 %	9,6 %	-13,8 %	11,5 %	-0,6 %	6,7 %	9,0 %	7,9 %	7,5 %	7,4 %	7,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	9,3	11,8	16,0	19,8	20,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	9,3	11,8	16,0	19,8	20,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	3,1	12,3	8,2	5,8	5,6
Vaihto-omaisuus	1,0	1,4	1,4	1,6	1,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	1,8	2,2	2,3	2,5	2,9
Likvidit varat	0,1	8,6	4,3	1,6	0,9
Taseen loppusumma	12,4	24,1	24,1	25,6	26,3

Lähde: Inderes

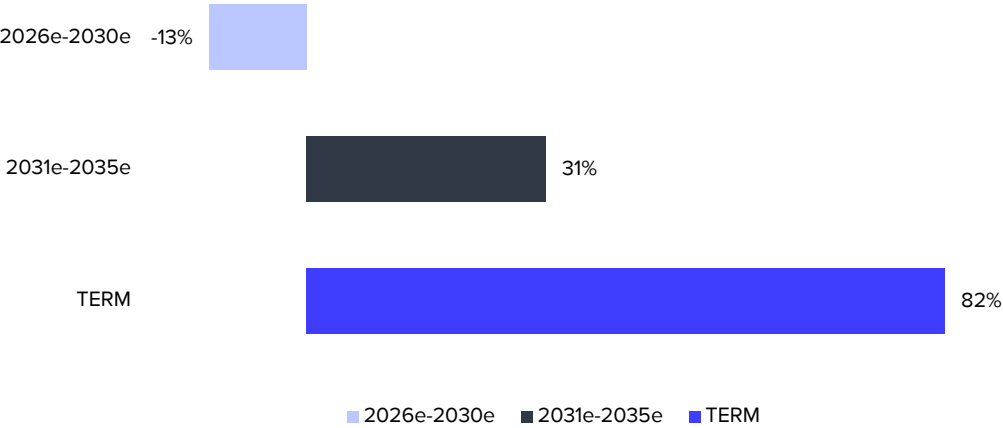
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	6,4	16,3	17,2	18,0	19,0
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	4,6	4,6	5,4	6,2	7,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,1	11,1	11,1	11,1	11,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,5	3,8	3,1	3,3	2,9
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	2,5	3,8	3,1	3,3	2,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,6	4,0	3,8	4,2	4,5
Korolliset velat	0,8	1,0	0,5	0,8	0,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,0	0,7	1,0	1,1	1,3
Muut lyhytaikaiset velat	1,8	2,3	2,3	2,4	2,4
Taseen loppusumma	12,4	24,1	24,1	25,6	26,3

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,1 %	10,9 %	10,0 %	13,0 %	9,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	11,2 %	11,2 %	10,4 %	10,2 %	10,6 %	11,0 %	11,3 %	11,6 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Liikevoitto	1,5	1,6	1,7	1,8	2,1	2,4	2,7	3,0	3,4	3,5	3,6	
+ Kokonaispoistot	0,8	0,9	1,2	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,8	2,3	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3	4,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,3	-5,0	-5,0	-2,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,5	-2,7	-2,7	0,2	1,5	1,7	1,9	2,1	2,4	2,8	2,5	
+/- 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	-1,5	-2,7	-2,7	0,2	1,5	1,7	1,9	2,1	2,4	2,8	2,5	36,7
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,6	-2,4	0,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,1	16,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		20,3	22,9	25,3	25,1	24,0	22,9	21,7	20,4	19,1	17,7	16,6
Velaton arvo DCF		20,3										
- Korolliset velat		-4,8										
+ Rahavarat		8,6										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,3										
Oman pääoman arvo DCF		23,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,4										

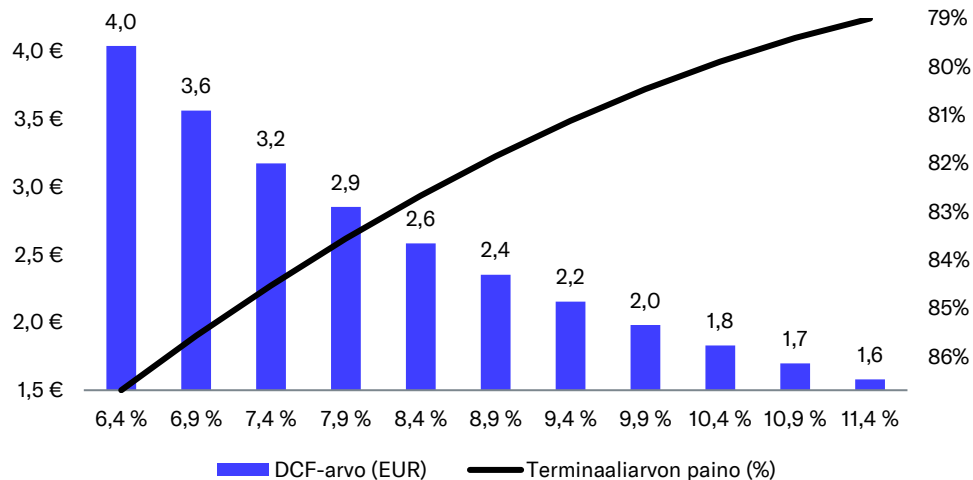
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,50 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,8 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Rahavirran jakauma jaksoittain

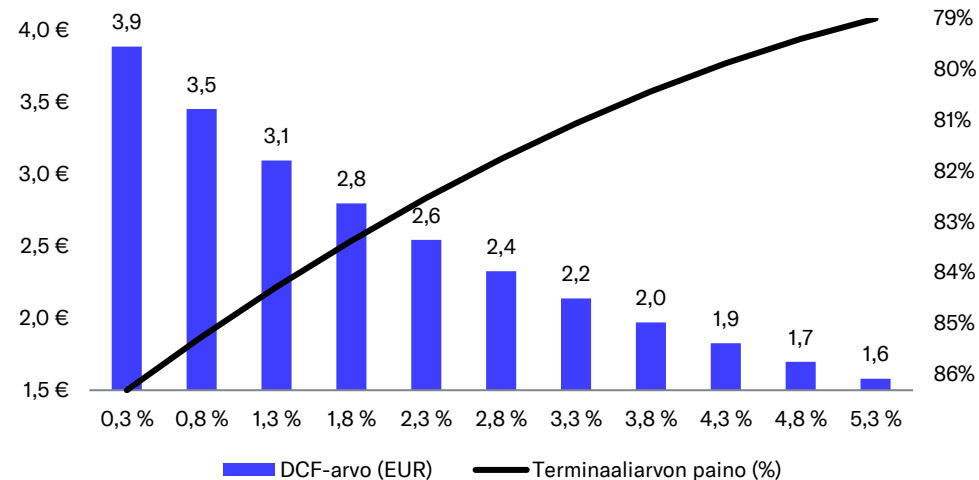


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

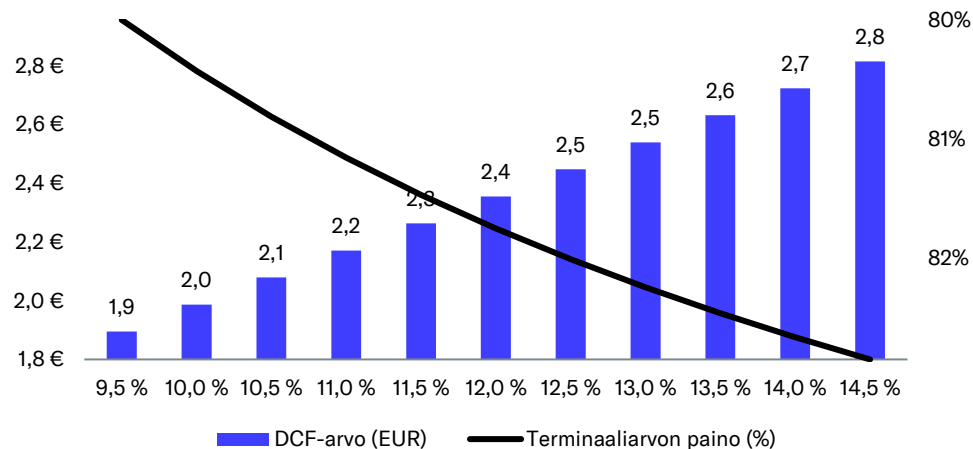
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



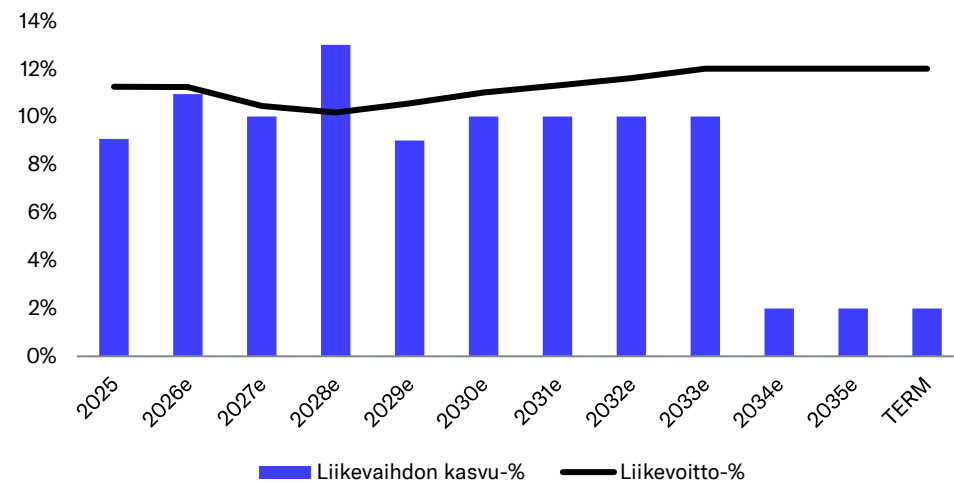
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	10,3	11,9	13,0	14,4	15,8
Käyttökate	1,7	2,6	2,2	2,5	2,9
Liikevoitto	1,0	1,7	1,5	1,6	1,7
Voitto ennen veroja	0,9	1,3	-0,1	1,5	1,5
Nettovoitto	0,8	1,1	-0,1	1,2	1,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	10,6	12,4	24,1	24,1	25,6
Oma pääoma	5,4	6,4	16,3	17,2	18,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	2,8	3,2	-3,8	-0,7	2,5

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

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	1,6	1,8	1,9
EV/EBITDA	1,7	1,3	9,1	10,6	10,3
EV/EBIT (oik.)	2,7	1,9	13,9	16,2	17,7
P/E (oik.)	0,0	0,0	24,8	23,1	22,5
P/B	0,0	0,0	1,5	1,6	1,5
Osinkotuotto-%			1,3 %	1,3 %	1,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,13	0,19	-0,01	0,11	0,12
EPS (oikaistu)	0,13	0,19	0,10	0,11	0,12
Operat. Kassavirta / osake	0,21	0,39	0,18	0,23	0,23
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,11	0,01	-0,15	-0,27	-0,26
Omapääoma / osake	0,90	1,06	1,61	1,70	1,78
Osinko / osake	0,00	0,00	0,03	0,04	0,04

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	11 %	16 %	9 %	11 %	10 %
Käyttökateen kasvu-%	1 %	49 %	-13 %	11 %	16 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-13 %	59 %	-12 %	11 %	2 %
EPS oik. kasvu-%		43 %	-50 %	20 %	3 %
Käyttökate-%	16,7 %	21,5 %	17,2 %	17,1 %	18,0 %
Oik. Liikevoitto-%	10,1 %	13,9 %	11,2 %	11,2 %	10,4 %
Liikevoitto-%	10,1 %	13,9 %	11,2 %	11,2 %	10,4 %
ROE-%	15,4 %	19,4 %	-0,6 %	6,9 %	6,8 %
ROI-%	12,7 %	18,5 %	9,5 %	7,7 %	7,7 %
Omavaraisuusaste	51,1 %	51,1 %	67,6 %	71,2 %	70,4 %
Nettovelkaantumisaste	52,4 %	50,4 %	-23,3 %	-3,9 %	14,0 %
Nettovelka/käyttökate	1,7	1,3	-1,7	-0,3	0,9
EBITDA/nettorahoituskulut	17,2	8,0	1,5	14,8	14,3

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/09/2026	Vähennä	2,40 €	2,66 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**