

ANORA

09.04.2026 7.30 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tehostaminen paikkaa kasvun puutetta

Laskimme hieman ennusteitamme inflaation todennäköisen kiihtymisen vuoksi, mutta uskomme edelleen yhtiön parantavan asteittain tulostaan 2026-28. Toistamme vähennä-suosituksen ja 4,0 euron tavoitehinnan, sillä osakkeen arvostus on mielestämme neutraali (esim. 2026 P/E 11x) ja kasvupotentiaali on vähäinen.

Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien tuottaja ja jakelija

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

Tavoitteet realistisella tasolla

Alkoholijuomien markkina Pohjoismaissa on historiallisesti ollut varsin tasainen. Anoran tavoite on kasvaa markkinaa nopeammin. Nykyiset markkinaennusteet odottavat karkeasti nollakasvua Pohjoismaissa, ja yhtiön omat oletukset ennakoivat markkinan kutistumista lähivuosina. Koska Anoran markkina-asema on jo vahva, merkittävien markkinaosuuksien voittaminen monopolimarkkinoilla on vaikeaa, eikä kansainvälisen kasvun kiihtymisestä ole selkeitä merkkejä. Näin ollen orgaanisen kasvun näkymä yhtiölle on mielestämme vaatimaton. Liikevaihdon osalta ennustammekin hyvin tasaista kehitystä. Tuloksen suhteen Anora tavoittelee 6-7 %:n vuosittaista oik. käyttökateen kasvua. Absoluuttisena tuloksena tämä tarkoittaa 85-90 MEUR:n tavoitetta vuonna 2028. Arvioimme, että tähän päästään pääosin tehostamistoimilla, sillä kasvunäkymät ovat rajalliset. Ennustamme nousevaa tulostrendiä, mutta tuloskasvu ja -taso jäävät silti tavoitteista. Vuoden 2028 oikaistu käyttökate on ennusteessamme 79

MEUR.

Inflaatiopaineet laskivat tämän vuoden ennustetta

Anora ohjeistaa vuoden 2026 oik. käyttökateen olevan 74-79 MEUR. Tämä on linjassa taloudellisten tavoitteiden kanssa. Laskimme tässä raportissa kuluvan vuoden tulosenustettamme 1,5 MEUR:lla Iranin sodan aiheuttamien inflaatiopaineiden vuoksi. Anoran osalta tämä näkyy etenkin logistiikka- ja pakkauskuluissa (pullot). Jäykän hinnoittelun takia uskomme Anoran kannattavuuden kärsivän inflaation kiihtyessä. Oik. käyttökate-ennusteemme on nyt ohjeistuksen alarajalla (74 MEUR).

Arvonluonti näyttää edelleen vaikealta

Vaikka uskomme Anoran pystyvän parantamaan kannattavuuttaan, yhtiön pääoman tuotto jää ennusteissamme suunnilleen tuottovaatimuksemme tasolle. Arvioimme yhtiön investointitarpeet pieniksi, ja se pyrkii edelleen vapauttamaan käyttöpääomaa, mikä toteutuu ennusteissamme rajallisesti. Kasvunäkymät myös pidemmälle tulevaisuuteen ovat vaisut, sillä alkoholimarkkinoiden kasvua ei mielestämme ole näköpiirissä. Tasaisten tai laskevien volyymien ympäristössä yhtiö joutuu jatkuvasti tehostamaan toimintaansa vain kompensoidakseen normaalia kustannusinflaatiota. Tämän takia lähivuosien tulosparannuksen jälkeen ennustamme tuloksen ja kassavirran jäävän samoille tasoille vuosina 2028-2034.

Arvostus on neutraalilla tasolla

Anoran vuoden 2026 P/E 11x on hyväksyttävien kertoimien tasolla (10-12x). Anoran tuotto-odotus on hieman alle tuottovaatimuksemme tason osingon roolin ollessa merkittävä. Koska kestävä tuloskasvu mielestämme puuttuu, osinkotuotto ei yksinään riitä kattamaan tuottovaatimustamme. Myös vaatimaton pääoman tuotto heikentää mielestämme tuotto-riskisuhdetta. DCF-mallimme arvo on 4,1 euroa osakkeelta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

4,00 EUR

(aik. 4,00 EUR)

Osakekurssi:

4,10 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	657,9	656,0	653,9	651,8
kasvu-%	-5 %	0 %	0 %	0 %
EBITDA (oik.)	71,0	73,6	77,0	79,0
EBITDA-% (oik.)	10,8 %	11,2 %	11,8 %	12,1 %
Nettotulos	5,5	22,6	28,3	30,5
EPS (oik.)	0,33	0,38	0,42	0,45
P/E (oik.)	11,8	10,8	9,8	9,1
P/B	0,7	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,3 %	6,8 %	7,8 %
EV/EBIT (oik.)	8,3	7,9	7,1	6,6
EV/EBITDA	7,1	5,2	4,7	4,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5

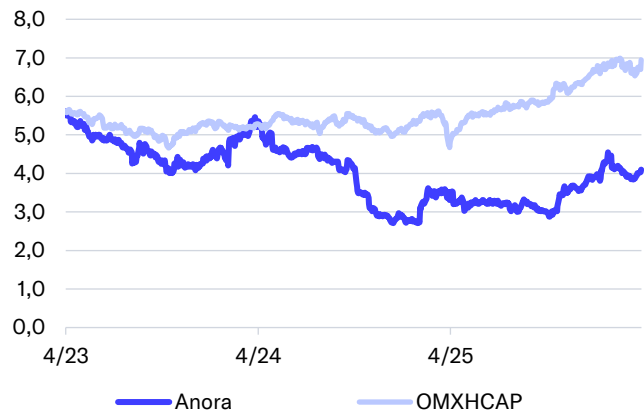
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

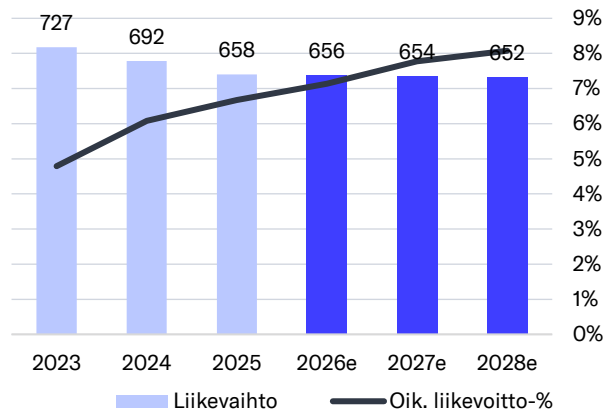
Vuonna 2026 Anoran vertailukelpoisen käyttökateen odotetaan olevan 74-79 MEUR (2025: 71 MEUR).

Osakekurssi



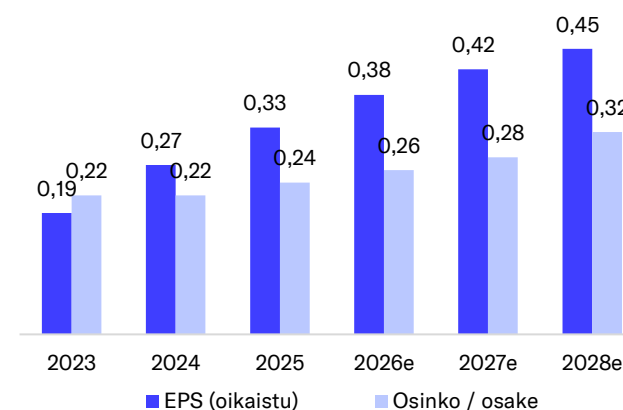
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	277	277	277
Yritysarvo (EV)	368	361	349
P/E (oik.)	10,8	9,8	9,1
P/E	12,3	9,8	9,1
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	5,2	4,7	4,4
EV/EBIT (oik.)	7,9	7,1	6,6
Osinko/tulos (%)	78 %	67 %	71 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,8 %	7,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Sijoitus- ja riskiprofiili	14-16
Toimiala ja kilpailijat	17-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	20-22
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	23-24
Ennusteet	25-28
Arvonmäärittäminen	29-31
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	32-39

Anora lyhyesti

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

1888 / 1922

Anoran edeltäjien perustamisvuodet Suomessa / Norjassa

9/2021

Altia ja Arcus yhdistyivät Anoraksi

658 MEUR

Liikevaihto 2025

71 MEUR (10,8 %)

Vertailukelpoinen käyttökate 2025

Viinit #2, Väkevät #1

Markkina-asema Pohjoismaiden markkinalla

1190

Henkilöstö 2025 lopussa

1888 - 1990-luku

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

90-luvun loppu - 2016

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

Norjassa vastaavasti Arcus perustettiin 1996 ja vähittäiskauppaa jatkoi Vinmonopolet

Sekä Arcus että Altia laajentuivat kansainvälisesti

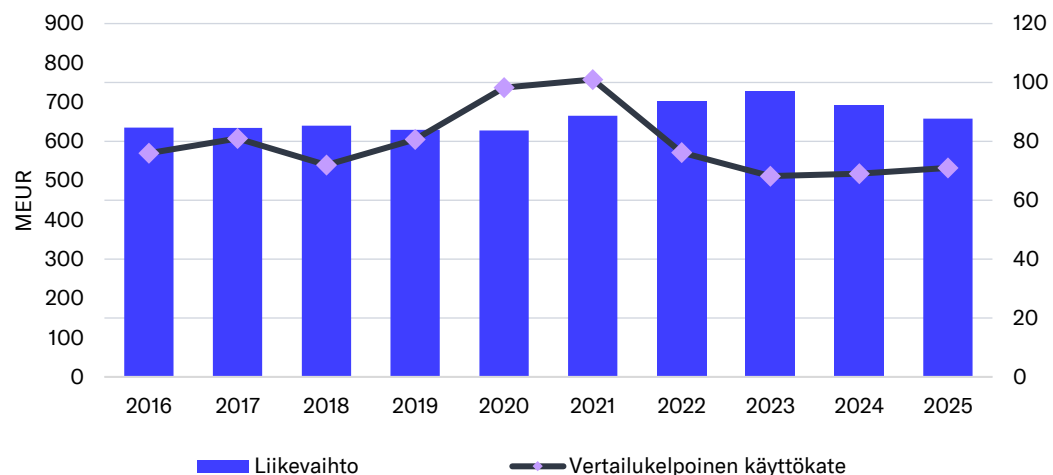
2016 -

Arcus listattiin pörssiin 2016 lopussa ja Altia 2018

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

Anora osti kesäkuussa 2022 tanskalaisen Globus Wine -yhtiön

Anora liikevaihto ja kannattavuus (MEUR)



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien juomien tuottaja ja jakelija

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

Anoran markkina-asema Pohjoismaissa on vahva väkevissä juomissa, ja markkinaosuus vaihtelee tuoteryhmästä riippuen 15 %:sta jopa yli 50 %:iin. Viinimarkkina on hajanaisempi, ja Anoran markkinaosuus on yhtiön mukaan 16 %. Kokonaisuudessaan Anoralla on yhtiön mukaan noin 25 %:n osuus Pohjoismaiden alkoholimarkkinasta.

Maantieteellisesti Anora on markkinajohtaja sekä viineissä että väkevissä Suomessa ja Norjassa. Ruotsissa yhtiö on myös väkevissä ykkönen, mutta viineissä toisella sijalla. Tanskassa yhtiö on toisella sijalla väkevissä ja ensimmäisellä viineissä. Näiden markkinoiden lisäksi Anoralla on vientiä yli 30 maahan, mutta kokonaismarkkinaosuudet niissä ovat pieniä.

Vuodesta 2022 alkaen Anora on organisoitunut kolmeen

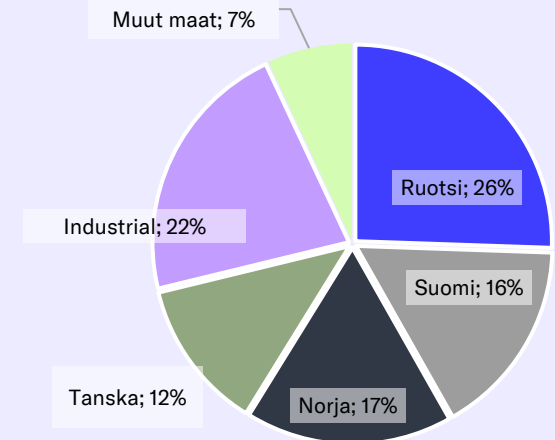
segmenttiin: Wine, Spirits ja Industrial. Käymme myöhemmin tarkemmin läpi nämä segmentit.

Jakelu pääosin monopoliketjujen kautta

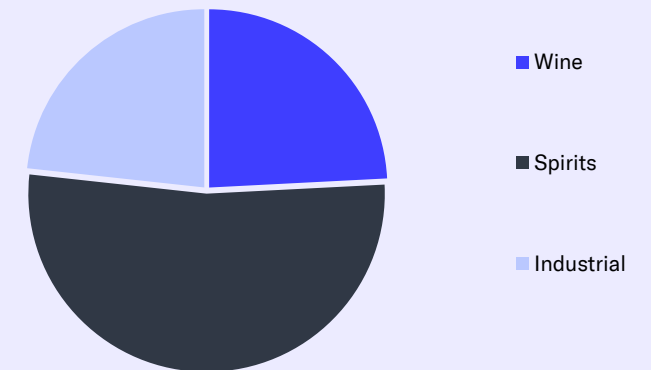
Anoran pääasiallinen myyntikanava ovat valtion omistamat alkoholin monopolikaupat, jotka vastasivat vuonna 2025 47 % myynnistä. Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa lainsäädäntö rajoittaa viinien ja väkevien juomien myynnin pääasiassa monopoliketjuille, joita ovat Suomen Alko, Ruotsin Systembolaget ja Norjan Vinmonopolet. Näiden osuus oli noin 60 % juomien liikevaihdosta (ilman Industrial-segmenttiä) vuonna 2025. Tanskassa ei ole monopoliketjua, joten myynti suuntautuu pääasiassa vähittäiskauppaan, minkä lisäksi myyntiä on myös ravintoloille, matkustajamyyntiin ja vientiin. Anoran markkinaosuus on monopolikanavissa muita kanavia suurempi, mikä tuki Anoran myyntiä ja kannattavuutta vuosina 2020–2021, jolloin monopoliketjujen myynti kasvoi koronapandemian vuoksi.

Hinnankorotukset monopoliketjuissa ovat mahdollisia tyypillisesti kaksi kertaa vuodessa, Norjassa kolme. Tämä hinnoittelun jäykkyys altistaa yhtiön marginaalin heikentymiselle kulujen noustessa. Tämä näkyi selvästi esim. vuoden 2022 lopulta vuoden 2023 loppuun, kun kustannusinflaatio sekä Ruotsin ja Norjan kruunun heikentyminen nostivat kuluja. Nykyisin yhtiö suojaa valuutariskiään enemmän, minkä pitäisi siltä osin tasoittaa bruttomarginaalikehitystä. Matkustajamyynnissä hinnat päivitetään tyypillisesti vain kerran vuodessa. Industrial-toimintojen hinnoitteluväli vaihtelee.

Myynti alueittain 2025















Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin 2025



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8 – tuoteryhmät

Tuoteryhmä	Kuvaus	Esimerkkejä omista brändeistä	Esimerkkejä päämiesbrändeistä	Osuus liikevaihdosta 2025
Viinit	<ul style="list-style-type: none"> Päämiesten ja omien viinibrändien kehitys, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa Useita kymmeniä päämiesbrändejä Laaja valikoima puna-, valko- ja kuohuviinejä sekä esim. glögejä 	   	 	46 %*
Väkevät	<ul style="list-style-type: none"> Päämiesten ja omien väkevien juomien brändien kehitys, tuotanto, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa Laaja valikoima eri väkevien kategorioissa Sisältää myös RTD-juomat eli etanolipohjaiset miedot juomat 	<p>KOSKENKORVA</p> 	  	33 %*
Teolliset tuotteet ja sopimusvalmistus	<ul style="list-style-type: none"> Teolliset tuotteet kuten viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine Sopimusvalmistus, etenkin Finlandia vodkan valmistus 			17 %
Logistiikka	<ul style="list-style-type: none"> Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa, jonka kautta kulkee myös muita kuin Anoran tuotteita asiakkaille 			4 %
Muut juomat	<ul style="list-style-type: none"> Muun muassa alkoholittomat tuotteet 	<p>BLOSSA GLÖGG</p>	 	< 2 %*

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Ohra on tärkein raaka-aine

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

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

Tuotantoa viidessä omassa tehtaassa

Anoralla on yhteensä viisi omaa tehdasta, jotka sijaitsevat Suomessa, Norjassa, Tanskassa ja Virossa. Tärkeimmät näistä ovat kaksi Suomen tehdasta, Norjan Gjelleråsen sekä viineihin keskittynyt Tanskan Køge. Näiden tehokkuus on

keskeistä yhtiölle, ja mahdolliset ongelmat näillä tehtailla voisivat heijastua selvästi myös yhtiön tuloksentekoon. Varsinkin paikallisia väkevien brändien juomia tuottavien Norjan ja Suomen laitosten tuotantoa on vaikea siirtää muualle, koska niiden tulee olla valmistettu paikallisista raaka-aineista kyseisissä maissa. Tuotantolaitokset on eritelty seuraavalla sivulla.

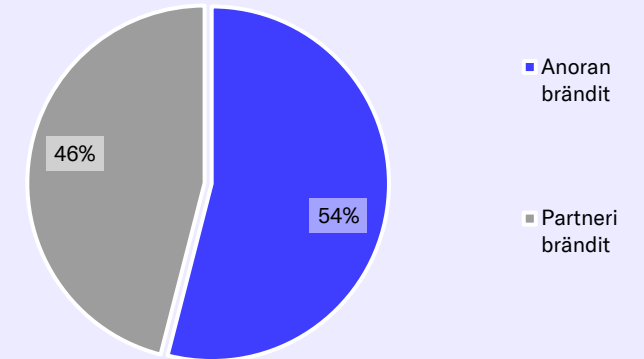
Investointitarpeet ovat pienet

Anoran investointitarpeet ovat rajalliset, koska Anoran kasvu on hidasta tai olematonta, noin puolet sen juomien liikevaihdosta tulee päämiesbrändeistä ja omissa viinibrändeissä tuotanto rajoittuu pulloitukseen. Tehtaat kuitenkin vaativat tietyn määrän ylläpito- ja korvausinvestointeja, joiden arvioimme olevan noin 10 MEUR vuodessa. Anora investoi tällä hetkellä Koskenkorvan tehtaalla biomassakattilaan, joka mahdollistaa tehtaan hiilineutraaliuden vuoden 2026 aikana. Lisäksi yhtiö harkitsee uusiivansa toiminnanohjausjärjestelmäänsä. Näiden investointien vuoksi yhtiö arvioi vuosien 2026-28 investointitason olevan noin 15 MEUR vuodessa.

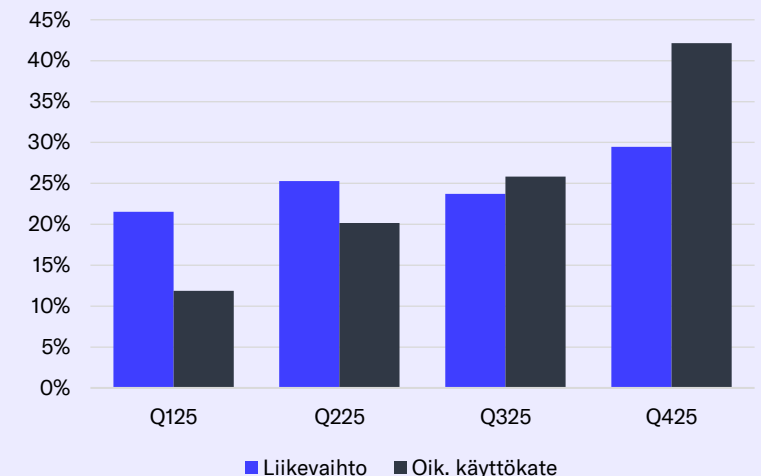
Tuloksenteko painottuu loppuvuoteen

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

Juomien liikevaihdon jakauma brändikategorioittain, 2025



Kausivaihtelu keskimäärin 2023-25



Lähde: Anora, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8 – Anoran tuotantopisteet

Koskenkorva, Suomi

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

Rajamäki, Suomi

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

Tabasalu, Viro

- Pieni pullotustehdas, joka palvelee Baltian markkinoita ja sopimusvalmistusasiakkaita

Sundsvall, Ruotsi

- Pieni akvaviittitiskaamo / sopimusvalmistaja

Gjelleråsen, Norja

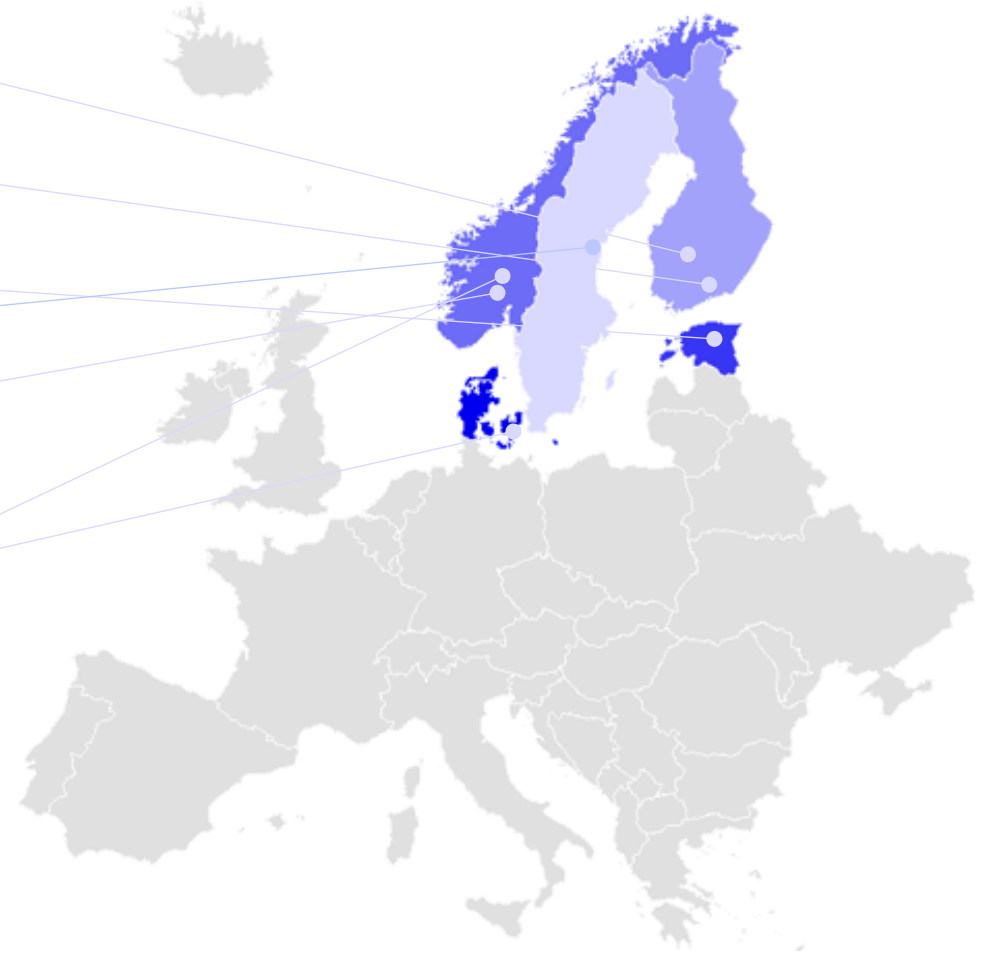
- Entisen Arcusin tuotanto- ja logistiikkalaitos
- Viinien ja väkevien pullotus/pakkaaminen
- Keskittyy etenkin akvaviitteihin ja katkeroihin
- Logistiikkatoiminnot (Vectura)

Koge, Tanska

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

Atlungstad, Norja

- Pieni akvaviittitiskaamo / sopimusvalmistaja



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8 – Spirits-segmentti

Spirits-segmentti

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

Pohjoismaiden markkinajohtaja

Anoralla on laaja portfolio väkeviä alkoholijuomia, minkä ansiosta se on läsnä kaikissa kategorioissa ja hintaluokissa. Sen suurin brändi Koskenkorva vastaa vajaasta 20 %:sta liikevaihtoa. Anoran markkina-asema väkevässä juomissa on vahva: se on markkinajohtaja Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä toiseksi suurin Tanskassa. Näin ollen yhtiö on myös Pohjoismaiden suurin toimija. Lisäksi se on markkinajohtaja Saksan akvaviitti-segmentissä, joka on kategoriana pieni. Suomi on segmentin tärkein markkina, sillä se vastasi noin 40 % segmentin käyttökatteesta 2024. Väkevien alkoholijuomien markkina on melko keskittynyt. Anoran markkinaosuudet monopolimyyntissä vaihtelevat tuoteryhmästä riippuen noin 15 %:sta yli 50 %:iin, ja

keskimäärin osuus oli yhtiön mukaan vuonna 2025 noin 35 %. Suomessa markkinaosuus on reilut 50 %.

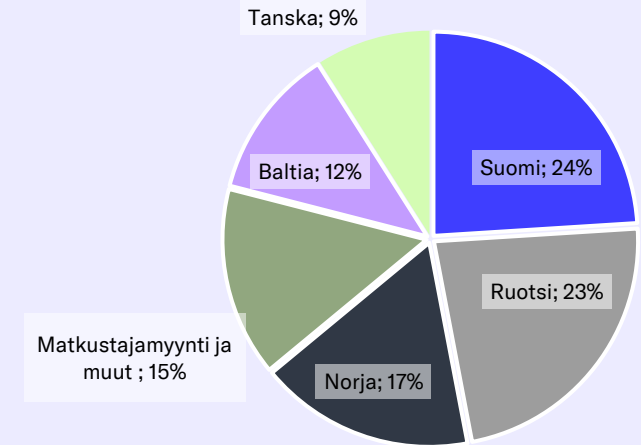
Anoralla on oma tislaamo Suomen Koskenkorvalla sekä sopimusvalmistajina pienempiä akvaviittitiskaamoja Ruotsissa ja Norjassa. Pullotus ja pakkaus tehdään yhtiön suurissa laitoksissa Gjelleråsenissa ja Rajamäellä.

Marginaaliprofiililtaan Anoran paras segmentti

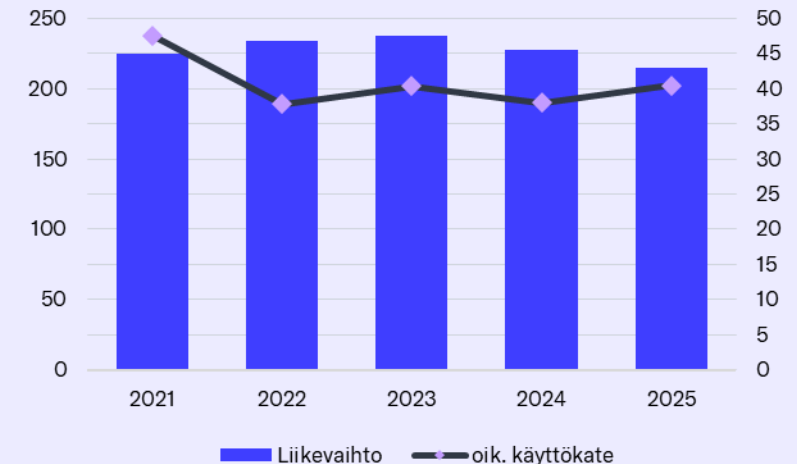
Spirits-segmentin liikevaihdosta noin 2/3 on omia brändejä, jotka pitkälti myös valmistetaan itse. Runsaan oman tuotannon ansiosta Spirits-segmentin kateprofiili on erilainen ja korkeampi kuin viineissä. Bruttokate on tyypillisesti 40–50 % ja oikaistu käyttökatemarginaali 15–20 %. Päämiesbrändien myynti on tässäkin segmentissä merkittävä osa, mikä painaa marginaalia alemmas. Mahdolliset partnerisopimusten muutokset voivat vaikuttaa segmentin tulokseen.

Spirits-segmentti pyrkii laajan portfolionsa avulla hyötymään vahvemmassa (verrattuna Arcusiin ja Altiaan erikseen) tuotetarjonnasta ristiinmyymällä sitä Pohjoismaiden markkinoilla. Myös vientimarkkinoilla haetaan kasvua vahvojen avainbrändien (etenkin Koskenkorva) avulla. Kansainvälinen kasvu ei ole viime vuosina edennyt aiempien suunnitelmien mukaan, mitä on vaikeuttanut heikon taloudellisen tilanteen aiheuttamat rajoitteet kasvupanostuksiin. Anora on edennyt pienessä määrin esimerkiksi Saksan markkinalla ja avannut Liettuaan oman myyntiyhtiön. Kilpailu kansainvälisillä markkinoilla on kuitenkin kovaa, eikä Anoralla Koskenkorvaa lukuun ottamatta juuri ole kansainvälisesti vahvoja brändejä. Tämä rajaa mielestämme kasvumahdollisuuksia selvästi.

Spirits-segmentin liikevaihdon jakauma



Spirits-segmentin kehitys (MEUR)



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8 – Wine-segmentti

Wine-segmentti

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

Anoralla on viineissä päämiehiä laajasti eri viinialueilta ja -lajikkeista sekä eri hintaluokista. Näin yhtiö varmistaa laajan tuoteportfolion. Anora on Pohjoismaiden johtava viinien myyjä: se on markkinajohtaja Norjassa ja Tanskassa sekä toiseksi suurin Suomessa ja Ruotsissa, jossa pitkä markkinaosuuden lasku kääntyi viime vuonna ja yhtiö nousi kolmossijalta takaisin toiseksi. Pohjoismaissa kokonaisuutena sen markkinaosuus on 16 %, jonka yhtiön tavoite on nostaa 20 %:iin vuoden 2028 loppuun mennessä. Liikevaihdollisesti Ruotsi on kuitenkin suurin, 36 % segmentistä, Tanska on 24 %, Norja 23 % ja Suomi 17 % vuoden 2025 liikevaihdosta.

Liiketoimintamalli perustuu useisiin pienempiin maahantuojiin

Viiniliiketoiminnan toimintamalli on hieman poikkeava ja perustuu useiden pienten maahantuontiyhtiöiden käyttöön. Anoralla on kaikilla markkinoilla useita maahantuojia, joista osassa työntekijät ovat myös omistajina, mikä tukee yrittäjämäistä toimintatapaa. Vaikka yhden maahantuojan tärkeimmät brändit voivat tuoda merkittävän osan sen tulovirrasta, Anoran laaja yhteistyö ja brändisalkku tasaavat

riskiä. Maahantuojien avulla viinintuottajat pääsevät markkinoille ilman omaa myyntiorganisaatiota ja siihen liittyviä kuluja. Usean pienen maahantuojan etuna on henkilökohtaisempi suhde viinintuottajiin ja itsenäisempi toiminta. Toisaalta usean itsenäisen yhtiön kautta Anora saa monopoliketjujen kilpailutuksiin useamman ehdokkaan kuin se saisi yksinään. Yrittäjien kannalta Anora taas tarjoaa yhteiset tukitoiminnot tehokkaasti, mikä hyödyttää myös maahantuojien tuloksenteekokykyä.

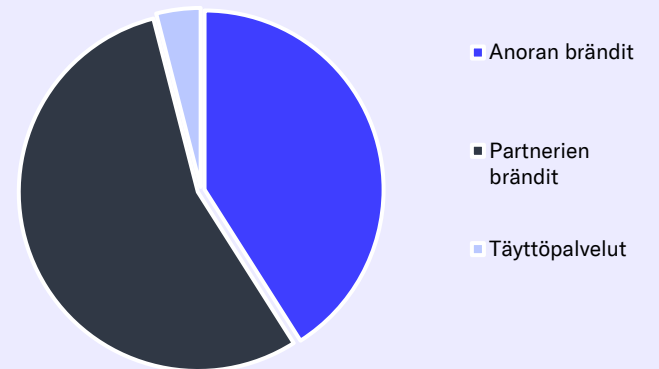
Pieni lisäarvo näkyy matalana katteena

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

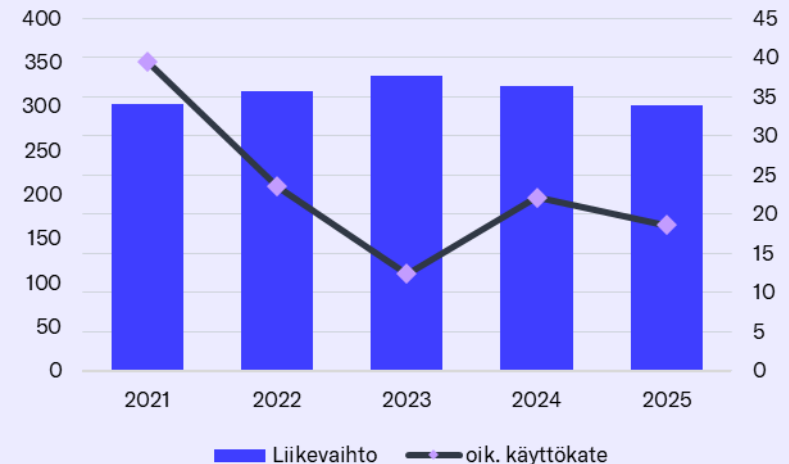
Anoran viiniliiketoiminnan katteet ovat matalia, mikä johtuu osaltaan matalakatteisen jakelun merkittävästä osuudesta. Omien brändien kannattavuus on parempi, joskin niidenkin osalta huomioimme, että Anora ostaa viiniä isoissa erissä ja sen lisäarvo on lähinnä brändäys ja oikeiden tuotteiden valinta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

Wine-segmentin käyttökate-% oli 2025 7 %, joka on matala taso, mutta yhtiön viime vuosille tyypillinen. Kannattavuutta painaa arviomme mukaan mm. Tanskan toimintojen (Globus Wine) heikko kannattavuus sekä liikevaihdon lasku.

Liikevaihdon jakauma, Wine-segmentti 2025



Wine-segmentin kehitys (MEUR)



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8 – Industrial-segmentti

Industrial-segmentti

Industrial-segmenttiin kuuluu Anoran toimitusketjutoiminnot ja sopimusvalmistus sekä teollisten tuotteiden liiketoiminta Suomessa ja logistiikkayhtiö Vectura Norjassa.

Teollista liiketoimintaa ja sopimusvalmistusta Suomessa

Teolliseen liiketoimintaan sisältyvät Koskenkorvan tislauksen toiminnot, mukaan lukien teolliset tuotteet (viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine) sekä sopimusvalmistus pullotustehtailla. Pääraaka-aine teollisissa tuotteissa on ohra. Reilut 35 % Industrialin liikevaihdosta on sisäistä myyntiä (väkevien alkoholijuomien valmistukseen Spirits-segmentille sekä viini- ja glögivalmistusta Wine-segmentille), mutta segmentillä on myös merkittävää ulkoista myyntiä. Toiminnan logiikkana on hyödyntää kaikki prosessin sivuvirrat myytäviksi tuotteiksi, missä Anora onnistuu mielestämme hyvin.

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

Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa

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

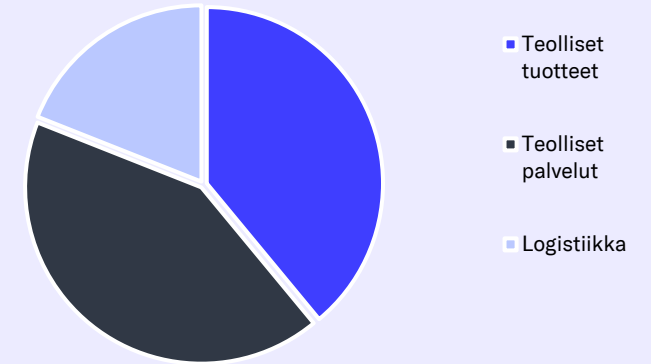
Toiminnan luonne pitää marginaalin matalana

Altia Industrialin vertailukelpoinen käyttökatemarginaali oli noin 8 % vuosina 2017–2019, kun taas Arcusin logistiikkatoimintojen käyttökate taso oli historiallisesti niukkaa, parhaimmillaankin vain 4–5 % vuosina 2017–2019. Yhdistettynä Anoran Industrial-segmentti on saavuttanut 6–8 %:n käyttökatemarginaalin vuosina 2021–2025.

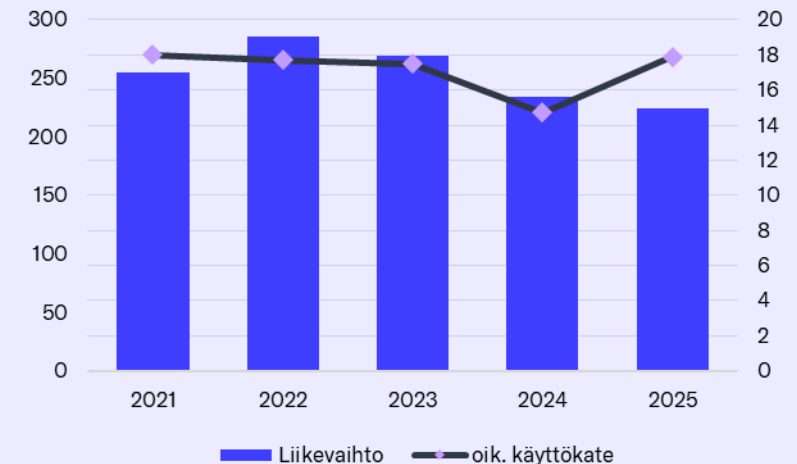
Absoluuttisena oik. käyttökateena yhtiö on pystynyt viime vuosina tyypillisesti 18 MEUR:n tasoon. Liikevaihto on laskenut pääasiassa raaka-ainehintojen (etenkin ohra) laskun myötä. Uskomme tämän olevan kestävä ja normaali tulostaso myös jatkossa. Tällä tuloksella segmentti tuottaa yhtiölle edelleen selvästi positiivista liikevoittoa. Kuten aiemmin mainittu, merkittävä osa segmentin myynnistä on sivuvirtojen hyödyntämistä, josta positiivinen tulos suorien kulujen jälkeen tukee osaltaan Anoran ydintoimintaa eli väkevien alkoholijuomien valmistusta.

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

Liikevaihdon jakauma, Industrial-segmentti 2025



Industrial-segmentin kehitys (MEUR)



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Kaksi pääomistajaa

Anoralla on kaksi suurta omistajaa, jotka olivat entisten Altian ja Arcuksen pääomistajia: Suomen valtion sijoitusyhtiö Solidium (19 %) ja norjalainen sijoitusyhtiö Canica (22 %). Vaikka molemmat ovat pitkäaikaisia omistajia, pidämme mahdollisena, että kumpi tahansa olisi valmis vähentämään omistustaan ainakin 10 %:iin, eikä omistuksesta kokonaan luopuminenkaan ole poissuljettua. Näiden lisäksi norjalainen varustamomoguli John Fredriksen omistaa vajaat 5 % Anorasta.

Sekä toimitusjohtaja että hallituksen puheenjohtaja vaihtuivat vuonna 2025

Anoran toimitusjohtaja on Kirsi Puntila, joka on aiemmin johtanut Spirits-segmenttiä ja ollut yhtiössä vuodesta 2014 alkaen. Hän aloitti tehtävässä vuoden 2025 maaliskuussa, kun yhtiötä vain puolitoista vuotta johtanut Jacek Pastuszka siirtyi sivuun aiemman ilmoituksensa mukaisesti. Puntila on varsin odotetusti käynnistänyt yhtiössä varsin suoraviivaisia tehostamis- ja parannustoimia, mikä on mielestämme oikea tapa pyrkiä kääntämään yhtiön viime vuosien vaisua kehitystä.

Toimitusjohtajalla on omistuksessa reilut 6 600 osaketta. Yhtiöllä on suositus, jonka mukaan toimitusjohtajan tulisi omistaa vähintään vuoden bruttopalkkansa verran yhtiön osakkeita, josta ollaan siten vielä kaukana. Johtoryhmän jäsenten odotetaan pitävän ainakin puolet saamistaan osakepalkkioista, kunnes tavoite on saavutettu. Pakotetta tai kannustinta hankkia osakkeita muutoin ei siis käsityksemme mukaan ole.

Konsernin talousjohtaja on norjalainen Stein Eriksen, joka aloitti yhtiössä kesällä 2024. Hänellä on 10 000 osakkeen omistus yhtiössä. Konsernin johtoryhmään kuuluu Puntilan ja Eriksenin lisäksi tällä hetkellä viisi henkilöä, joiden osakeomistukset ovat suhteellisen pieniä (tarkemmin taulukossa).

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

Anoran hallituksen puheenjohtaja vaihtui vuoden 2025 lopulla poikkeuksellisella tavalla, kun pian yhtiön strategiapäivityksen julkistamisen jälkeen se järjesti ylimääräisen yhtiökokouksen, jossa puheenjohtaja vaihtui. Hallitusta aiemmin vuosia johtanut (ja sitä ennen Arcuksen hallitusta) Michael Holm Johansen jäi pois hallituksesta, ja hänet korvasi Atle Nagel Johansen. Johansen on tehnyt pitkän uran norjalaisessa kuluttajatuote-yhtiö Orklassa ja toiminut sen johtoryhmässä lähes 15 vuotta. Canica on myös Orklan pääomistaja. Johansenilla ei ole käsityksemme mukaan kokemusta juomaliiketoiminnoista. Johansen on parissa kuukaudessa hankkinut jo 24 000 Anoran osaketta, jota pidämme positiivisena merkinä. Muilla hallituksen jäsenillä on pienempiä omistuksia.

Suurimmat omistajat 31.3.2026

	Osuus
Canica	22,4 %
Solidium	19,4 %
John Fredriksen	4,6 %
Hoff SA	2,3 %
Varma	2,2 %
Ilmarinen	1,9 %
WestStar	1,7 %
Elo	1,6 %
Fidelity International	0,8 %
Veritas	0,7 %
OP-Henkivakuutus	0,5 %

Lähde: Anora

Johdon omistukset

	Osakkeita
Kirsi Puntila	6666
Stein Eriksen	10000
Imre Avalo	1000
Johanna Sunden	3000
Hannu Vähämurto	200
Thomas Heinonen	4375
Mikkel Pilemand	16000

Lähde: Anora

Sijoitusprofiili 1/2

- 1 Vahva markkina-asema ja laaja brändiportfolio Pohjoismaissa
- 2 Historiallisesti varsin vakaa markkina, trendi on kääntynyt laskevaksi
- 3 Pääoman tuotot eivät arviomme mukaan ylitä niiden kustannusta
- 4 Isoilla tehostamistoimilla potentiaalia parantaa tulostasoa lähivuosina
- 5 Historiallisesti hyvä osingonmaksaja

Potentiaali

- **Synergiat ja tehostaminen:** Anora on tekemässä lisää merkittäviä tehostamistoimia – osin myös vanhojen fuusioiden hyötyjä realisoimatta edelleen
- **Maantieteellinen laajentuminen:** Vientimarkkinoilla on paljon potentiaalia, mutta myös runsaasti kilpailua
- **Täydentävät yritysostot:** Yhtiö on kiinnostunut edelleen kasvamaan yritysostoin, jossa seuraava looginen isompi askel olisi nähdäksemme Keski-Eurooppa. Uskomme tosin yhtiön keskittyvän lähivuodet tehokkuuden parantamiseen, eikä tasekaan salli merkittäviä yritysostoja tällä hetkellä

Riskit

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

Sijoitusprofiili 2/2

Kilpailuedut rajallisia

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

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

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

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

Muita vahvuuksia ja mahdollisuuksia

Anoran vahva asema Pohjoismaissa ja sen laaja brändiportfolio antavat sille pohjaa hakea kasvua vientimarkkinoilta ja viedä pohjoismaisia tuotteita Eurooppaan esimerkiksi mahdollisen yritysoston kautta. Brändien rajallinen kansainvälinen tunnettuus ja siten kasvun vaatimat muun muassa markkinointipanostukset rajaavat kuitenkin mielestämme kasvupotentiaalia. Vientimarkkinoiden rooli Anorassa on kuitenkin kokonaisuutena rajallinen.

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

Heikkoudet ja riskit

Anoran selvänä heikkoutena näemme ainakin volyyمیمielessä laskutrendillä olevan kohdemarkkinan, joka on osaltaan painanut yhtiötä viime vuodet. Anora muutti markkinaodotuksiaan selvästi aiempaa negatiivisemmaksi vuoden 2025 lopulla pidetyssä pääomamarkkinapäivässä ja olettaa nyt markkinoiden laskevan myös lähivuodet. Tutkimusyhtiö Euromonitor ennustaa viineissä marginaalista

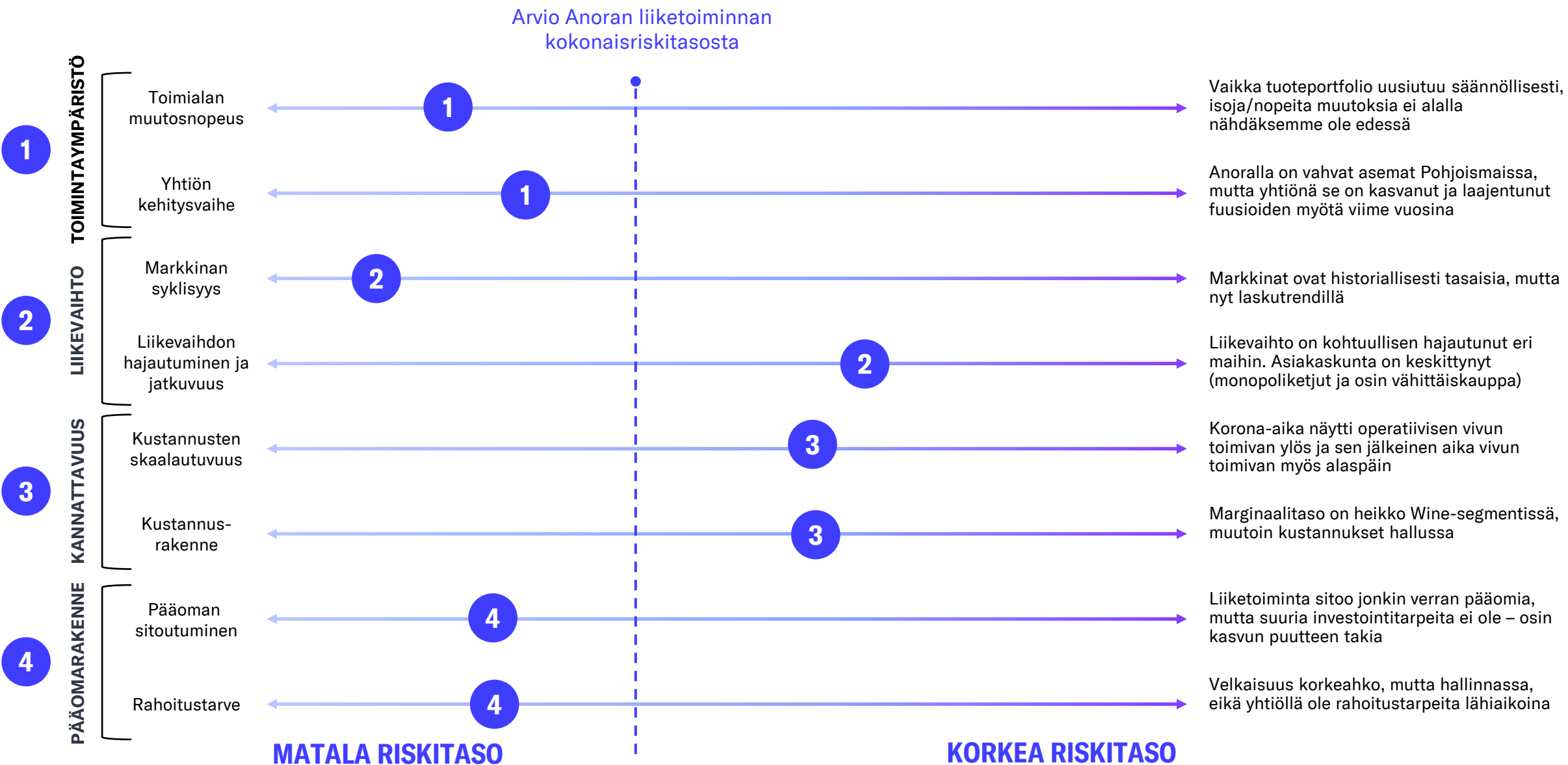
kasvua ja väkevässä hienoista laskua 2025-29. Anoralla on pieni valikoima alkoholittomia tuotteita, ja se teki 2023 sijoituksen tanskalaiseen ISH -yhtiöön, joka myy alkoholittomia juomia. Tämän toiminnan mittakaava on kuitenkin toistaiseksi niin pieni, ettei se nähdäksemme pysty kompensoimaan alkoholin kulutuksen laskua.

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

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

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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja markkinat 1/3

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

Anora ennustaa markkinalaskua lähivuosille

Anora muutti näkemystään alkoholimarkkinoiden tulevasta kehityksestä pääomamarkkinapäivässään vuoden 2025 lopussa. Aiemmin yhtiö odotti volyymien pysyvän ennallaan, ja vielä vuonna 2022 se odotti kasvua tuleville vuosille, vaikka kantaluvut olivat korona-ajan jälkeen selvästi isompia. Markkinat ovat kuitenkin laskeneet vuodesta 2022 alkaen Suomessa ja Norjassa. Ruotsissa kehitys on viime vuosilta tasaisempaa, mutta sielläkään markkina ei kasva. Ennusteet markkinan koosta lähivuosina ovat siis laskeneet merkittävästi viime vuosien aikana.

Vuosille 2025-28 Anora odottaa nyt Pohjoismaiden viinimarkkinan laskevan yli 2 % vuodessa ja väkevien markkinan yli 3 % vuodessa. Kumulatiivisesti tämä tarkoittaa oleellista markkinalaskua lähivuosina. Myös Anoran kilpailija Viva Wine vahvisti, että pieni lasku vuodelle 2026 on yleinen näkemys alalla, joskaan yhtiö ei suoraan anna omaa markkina-arviota. Tutkimusyhtiö Euromonitor ennustaa viineissä marginaalista kasvua (0,5 % vuodessa) ja väkevissä hienoista laskua (-0,7 % vuodessa) vuosille 2025-29.

Alkoholijuomien markkina on defensiivinen ja tasainen, eli siinä ei ole tyypillisesti merkittäviä vuosittaisia vaihteluja esim. taloussyökin mukana. Koronavuodet 2020–2021 olivat tosin poikkeus, etenkin jos tarkastellaan Anoralle tärkeää monopoliketjujen myyntiä. Korona-aikana kulutus

siirtyi ravintoloista ja matkustajamyynnistä monopoliketjuihin. Samoin koronasta palautuminen painoi markkinoita etenkin vuosina 2022-2023.

Ruotsi on suurin markkina

Maakohtaisista markkinoista löytyy tietoa monopoliketjujen kautta Suomesta, Ruotsista ja Norjasta. Luvuissa ei ole mukana ravintolakulutusta, joka on kuitenkin suhteellisen pieni osuus kokonaiskulutuksesta. Maita vertaillen Ruotsi erottuu erittäin suurena viinimarkkinana. Vuonna 2025 viinien myyntivolyyymi Ruotsissa oli noin 200 miljoonaa litraa vuodessa. Norjassa myynti on vajaat 70 miljoonaa litraa ja Suomessa noin 45 miljoonaa litraa, kun huomioidaan sekä Alkon myynti että ruokakauppojen alle 8-% viinit. Tanskan markkinan koosta ei ole tarkkaa julkista tietoa, ja arviot eroavat muista, sillä Tanskassa ei ole alkoholin myyntimonopolia. Suuruusluokkana arvioimme Tanskan viinimarkkinan olevan noin 100 miljoonaa litraa. Ruotsissa Viva Wine Group on selvä markkinajohtaja. Anoran markkinaosuus on Ruotsissa suhteellisesti heikompi kuin muissa maissa, joskin se sai pitkän laskutrendin jälkeen käännettyä osuuden kasvuun vuonna 2025 ja nostettua itsensä takaisin markkinakakkoseksi.

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

verotus on selvästi suurinta ja Tanskankin verotus sijoittuu keskiarvon yläpuolelle.

Suomessa mahdollisuus lainsäädännön muutoksille

Suomessa enintään 8 % alkoholituotteiden myynti sallittiin vähittäiskaupoissa kesäkuusta 2024 alkaen. Tämän myötä viinien myyntiä siirtyi monopoliketju Alkosta vähittäiskauppoihin. Alkon myyntivolyyymi laski muutoksen myötä noin 10 %, kun koko markkinan myynti laski vain 3 %. Samalla Alkon vähentyneet kävijämäärät ovat laskeneet myös väkevien kulutusta. Alkoholiostosten painopiste siirtyi siis enemmän vähittäiskauppojen suuntaan.

Volyymimielessä tämä voi tukea isompia toimijoita, kuten Anoraa, sillä kauppa ei halua isoa määrää toimittajia, ja viinit ovat käsittääksemme ottaneet markkinaosuutta muilta kauppojen alkoholituotteilta. Näemme kokonaisuutena nyt toteutetun viinien myynnin vapauttamisen Anoralla hieman negatiivisena lähinnä väkevien myynnin vähenemisen myötä.

Suomessa on myös harkinnassa viinien myynnin vapauttaminen kokonaan. Tällä olisi todennäköisesti merkittävämpiä vaikutuksia markkinaan, sillä uskoisimme esim. kaupan avaavan omia suoria hankintakanavia ja/tai tuovan omia merkkejä viineihin, jos kategoria kasvaisi. Lisäksi Alkon asema olisi uhattuna ja väkevien myynti laskisi todennäköisesti entisestään matalampien asiakasmäärien myötä. Tämä kaikki olisi mielestämme Anoran kannalta negatiivista luoden Suomen viiniliiketoimintaan sekä volyyymi- että marginaalipainetta ja vähentäen väkevien myyntiä (olettaen että niiden monopoli säilyisi).

Toimiala ja markkinat 2/3

Kilpailijakenttä on suhteellisen laaja

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

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

Alkoholin myyntiä ja mainontaa rajoitetaan

Alkoholijuomien myyntiä rajataan kaikilla Anoran markkinoilla ikärajoituksin. Ikärajat vaihtelevat juomien vahvuuden ja myyntikanavan mukaan. Vähittäiskaupassa rajat vaihtelevat 16 ja 20 vuoden välillä, kun taas ravintoloissa saa tyypillisesti ostaa kaikkia alkoholijuomia 18 vuotta täyttäneenä. Monopolimarkkinoilla myös alkoholin mainontaa on rajattu eri tavoin:

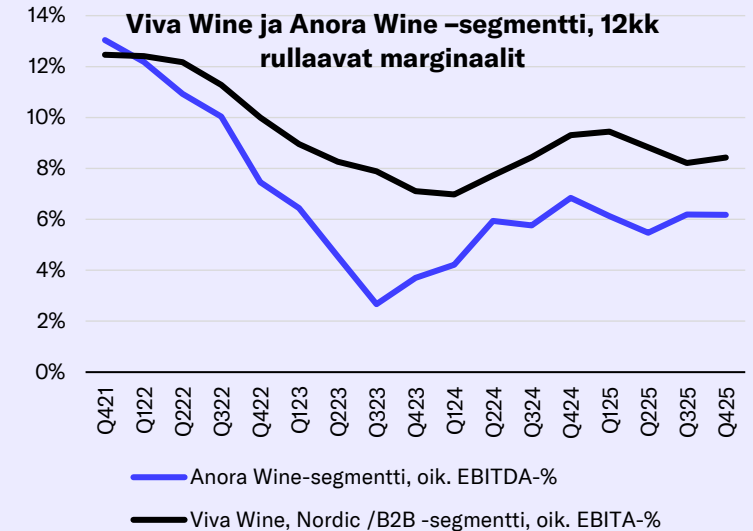
Suomessa laki kieltää kaiken vahvojen alkoholijuomien mainostamisen (yli 22 tilavuusprosenttia). Tätä miedomprien alkoholijuomien mainostaminen on pääosin sallittua. Myöskään nuorille ei saa suunnata alkoholimainontaa.

Ruotsissa yli 15 tilavuusprosenttia sisältävien juomien mainostaminen on täysin kielletty, samoin mainosten suuntaaminen alle 25-vuotiaille.

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

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

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



Lähde: Viva Wine, Anora

Monopoliketju

Alko (Suomi)

Systembolaget (Ruotsi)

Vinmonopolet (Norja)

Lähde: Inderes

Monopolioikeudet

Kaikki yli 8 til-% juomat

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

Kaikki yli 4,75 til-% juomat

Toimiala ja markkinat 3/3

Jakelu tapahtuu pääosin monopoliketjujen kautta

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

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

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

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

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

Industrial-segmentin markkinat

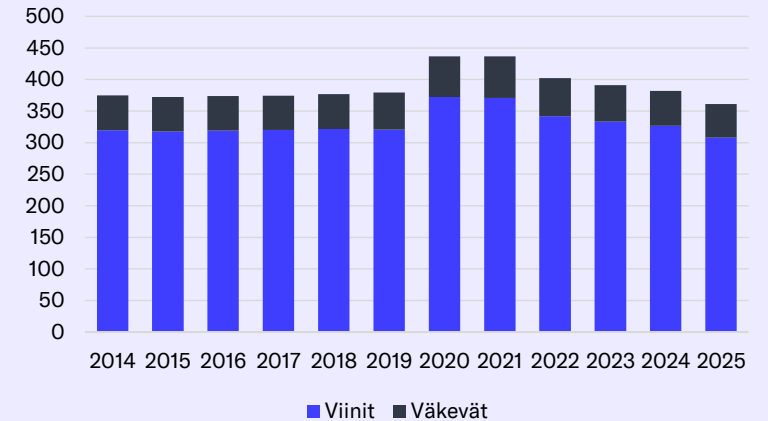
Industrial-segmentin markkinat ovat varsin erilaiset. Kuten aiemmin todettu, Industrialin tehtävä on lähinnä hyödyntää tuotannon sivuvirrat. Anora on näissä tuotteissa pitkälti hinnanottaja markkinalla, vaikka sen asema joissain tuotteissa on vahva.

Teknisiä etanoleja käytetään teollisuuden erilaisiin tarpeisiin maalämpönesteissä ja, esim. lääketieteeseen, terveydenhuoltoalalle ja teknokemian alalle. Anora on markkinajohtaja maalämpönesteiden markkinoilla Suomessa omalla Naturet-brändillään. Pääkilpailijat teknisen etanolin markkinalla ovat Aspon omistama Telko sekä kansainväliset kemianjätit Ineos ja Cargill.

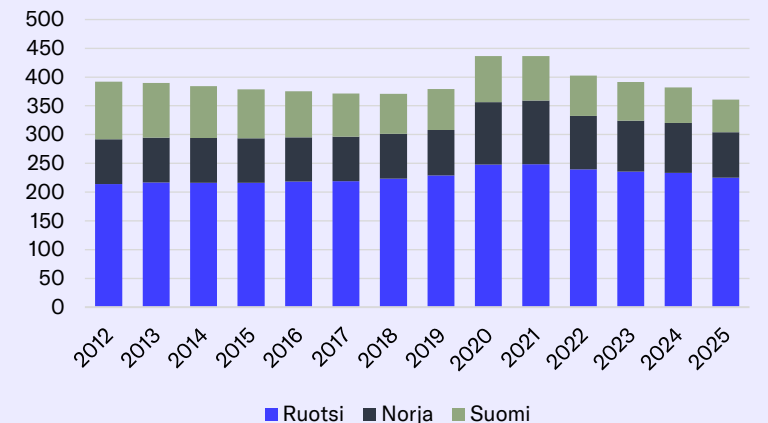
Tärkkelyksen osalta Anora tekee tiivistä yhteistyötä suomalaisen Chemigaten kanssa, jonka pääasiakkaita ovat paperi- ja kartonkiteollisuus. Anora myy lisäksi tuotteita suoraan panimo- ja ruokateollisuudelle. Yhtiö on vuonna 2018 arvioinut, että sillä on noin 25 prosentin markkinaosuus Suomen tärkkelysmarkkinoista.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

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

Suomen, Ruotsin ja Norjan alkoholin monopolimyynti (M litraa)



Viinien ja väkevien monopolimyynti (M litraa)



Lähde: Alko, Systembolaget, Vinmonopolet

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Aiempi kasvustrategia jäi heikon markkinan ja tuloskehityksen varjoon

Anora julkisti Arcusin ja Altian fuusion (ja Globus Winen oston) jälkeen marraskuussa 2022 peräti vuoteen 2030 ulottuneen strategian, jossa oli erilaisia kasvusuunnitelmia sekä Pohjoismaiden markkinoille että kansainvälisille markkinoille.

Tavoitteiden laatimisen jälkeen markkinakehitys on ollut johdonmukaisesti negatiivista vastoin yhtiön silloisia odotuksia. Strategian julkistusta seuranneen vuoden aikana (heti Q4'22 alkaen) yhtiön kannattavuus laski odotuksia voimakkaammin etenkin Tanskan toimintojen (Globus Wine) heikkouden, kustannusinflaation ja valuuttavaikutusten myötä. Näin ollen yhtiö on joutunut viime vuodet keskittymään enemmän kannattavuuden, taseen ja lyhyen aikavälin ongelmien korjaamiseen kuin pystynyt panostamaan pidemmän aikavälin kasvuun. Aiemmat strategiset ja taloudelliset tavoitteet jäivät siten saavuttamatta.

Strategia on suoraviivainen ja uskottava lähivuosien toimenpideohjelma

Yhtiö julkisti marraskuussa 2025 uuden strategian, joka on selvästi aiempaa suoraviivaisempi ja lyhytkestoisempi, ulottuen vuoden 2028 loppuun. Strategia on mielestämme pikemminkin vaiheistettu lähivuosien toimenpide- ja tulosparannusohjelma, mikä vuosien vaisun suorittamisen jälkeen on nähdäksemme järkevää. Yhtiö kutsuu strategiaa nimellä Fit, Fix, Focus, joka jakaa strategian teemat seuraavasti:

- Fit (2025-26): Välittömät tehokkuustoimet, kuten henkilöstösäästöt ja hankintojen optimointi. Tavoitteena

20 MEUR bruttosäästöt.

- Fix (2025-27): Rakenteelliset toimet kannattavuuden ja kilpailukyvyyn parantamiseksi, mm. toimitusketjun ja tuoteportfolion optimointi.
- Focus (2026 eteenpäin): Kasvutoimenpiteet, tavoitteena 10 MEUR bruttovaikutus käyttökatteeseen.

Kuten jo edellä kerroimme, strategia ja taloudelliset tavoitteet (joista lisää seuraavalla sivulla) perustuvat oletukseen markkinoiden negatiivisesta kehityksestä lähivuosina. Osan (yhtiön mukaan ¼ eli noin 10 MEUR) säästöistä Anora allokoiki kasvun tukemiseen. Siten yhteensä 50 MEUR:n tavoitelluilla bruttosäästöillä yhtiö tavoittelee vain noin 15 MEUR:n käyttökateparannusta. Pidämme tätä realistisena ja järkevänä tavoitteena lähivuosille.

Yhtiössä on nähdäksemme vielä yllättävän paljon ns. normaalia tehostamispotentiaalia takavuosien fuusioiden jäljiltä esim. tietojärjestelmissä, hankinnoissa ja tuotannossa, minkä avulla 2025-27 vuosien 40 MEUR:n bruttosäästötavoite on niin ikään mielestämme realistisen suuruinen. Yhtiö leikkasi jo vuoden 2025 lopussa henkilöstökulujaan noin 7 MEUR vuositasolla, mikä on merkittävä osa ensimmäisen vaiheen 20 MEUR:n säästötavoitteesta. Kasvuvaiheen 10 MEUR:n tulosvaikutukseen suhtaudumme varauksella kasvun ollessa mielestämme vaikeaa laskevilla markkinoilla.

Strategiaan sisältyy myös kasvutavoitteita tietyissä tuoteryhmissä, mutta yllä olevatkin luvut osoittavat painon olevan pitkälti toiminnan tehostamisessa lähivuosina. Kasvun painopiste on yhtiön ydinmarkkinoilla eli Pohjoismaissa ja Baltiassa. Yhtiö on luvannut kertoa pidemmän aikavälin tavoitteista strategiakauden aikana.

Anoran vastuullisuustavoitteet

SBTi:n hyväksymät tieteeseen perustuvat tavoitteet:

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

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

Yhtiön omat tavoitteet:

Koskenkorvan tislaamo hiilineutraali vuoteen 2026 loppuun mennessä ja koko tuotanto vuoteen 2030 mennessä ilman hiilikompensatioita

Uudistavasti viljellystä viljasta valmistettujen omien viljaviinatuotteiden osuuden nostaminen 30 prosenttiin

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2028 (julkaistu marraskuussa 2025)

Orgaaninen kasvu > markkinakasvu

- Anora odottaa Pohjoismaiden markkinavolyymien laskevan lähivuosina 2-3 % vuodessa. Liikevaihdon osalta kehitys on todennäköisesti hieman positiivisempi eli lähellä nollaa, mutta pikemminkin negatiivinen. Tämä riippuu osin tulevasta kulukehityksestä. Siten tavoite voi toteutua myös pienellä negatiivisella liikevaihdon kehityksellä, joskin yhtiö oletettavasti pyrkii toki kasvamaan
- Anoran liikevaihto laski 2024-25 noin 5 % vuodessa
- Ennustamme Anoran liikevaihdon pysyvän suunnilleen vuoden 2025 tasolla lähivuosina, mikä tarkoittaa suunnilleen markkinan mukaista tai hieman parempaa kehitystä
- Tavoite on selvästi aiempaa kasvutavoitetta alempi, mikä on loogista ja järkevää markkinakasvuennusteen ollessa negatiivinen

Vuotuinen oik. käyttökatekasvu 6-7 %

- Anora on muotoillut tavoitteen tarkoittavan absoluuttisina euroina 85-90 MEUR vuonna 2028.
- Tavoite muodostuu pitkälti edellisen sivun strategiaan sisältyvien bruttosäästöjen, negatiivisen markkinakehityksen ja kasvuun allokoitujen kulujen yhtälöstä
- Pidämme tavoitetta hyvänä ja realistisena. Ennusteissamme tuloskasvu on vuonna 2026 6 %, 2027 4 % ja 2028 1 %, oik. käyttökateen päätyessä 79 MEUR:oon vuonna 2028. Ennusteemme on siten jonkin verran tavoitetta alempana, mikä johtuu pääasiassa varovaisemmasta arviostamme kasvupanostuksilla aikaansaataavasta kasvusta
- Yhtiön aiempi tavoite oik. käyttökateprosentille oli peräti 16 %, joka näytti selvästi liian korkealta alusta alkaen. Nykyisellä liikevaihtotasolla nykyinen tavoite tarkoittaa noin 13-14 %:n käyttökatemarginaalia

Nettovelka/oik. käyttökate alle 2,5x

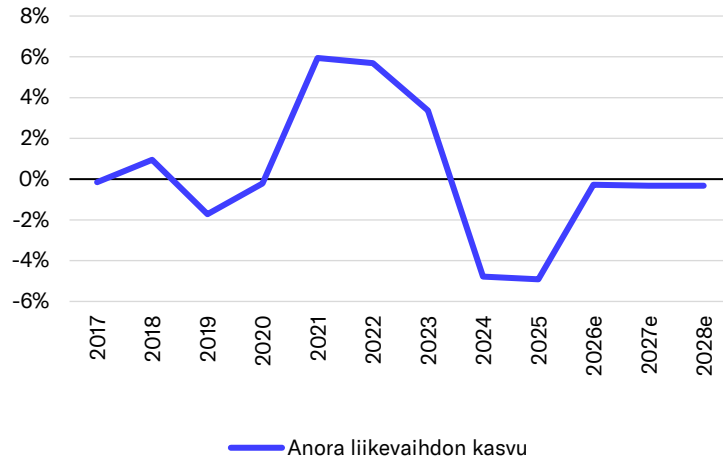
- Tämä tavoite pysyi ennallaan aiempaan nähden
- Anora osti kesällä 2022 Globus Winen velalla, joka yhdessä sen jälkeen heikentyneen tulostason kanssa nosti sen velkaisuutta
- Yhtiön tasetilanne on vuoden lopussa aina kausiluonteisesti selvästi vahvimmillaan ja 2025 lopussa nettovelka/oik. käyttökate olikin 1,4x. Q3'25 lopussa tunnusluku oli kuitenkin 3,0x, joka mielestämme kertoo taseen vielä kaipaavan vahvistamista
- Yhtiöllä on kuitenkin lähtökohtaisesti hyvä kassavirta, ja uskomme paranevan tuloksen tukemana taseaseman vahvistuvan jatkossa
- Tase ei kuitenkaan mielestämme mahdollista esim. isompia velkavetoisia yritysostoja lähivuosina

Osinko: Tavoitteena jakaa 50-70 % tuloksesta osinkona

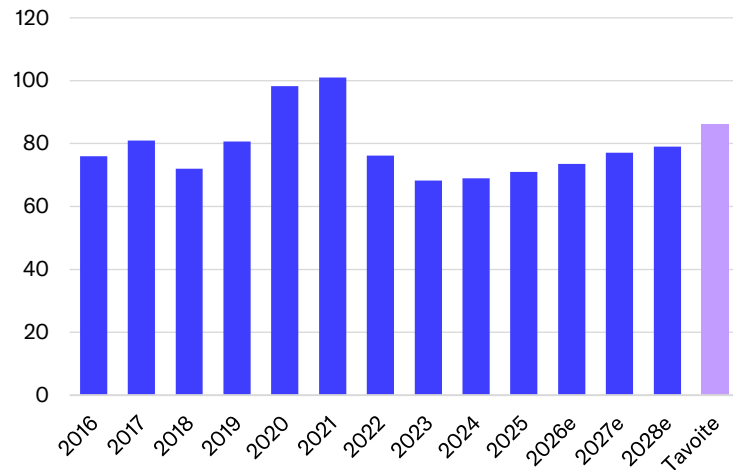
- Tämäkin tavoite säilyi ennallaan vuoden 2025 päivityksessä.
- Anora on jakanut heikon tuloksen myötä viime vuosina politiikkaa suurempaa osinkoa. Uskomme tulevina vuosina osingonjakosuhteen asettuvan tavoitteen yläpään, 65-75 %:iin. Pidemmällä tähtäimellä yhtiöllä on mielestämme mahdollisuus jakaa jopa suurempi osuus tuloksesta osinkona, mikäli yritysostoja ei tehdä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

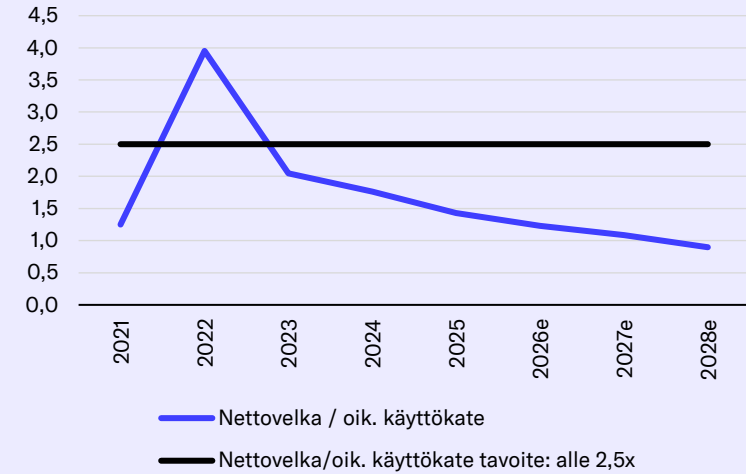
Liikevaihdon kasvu



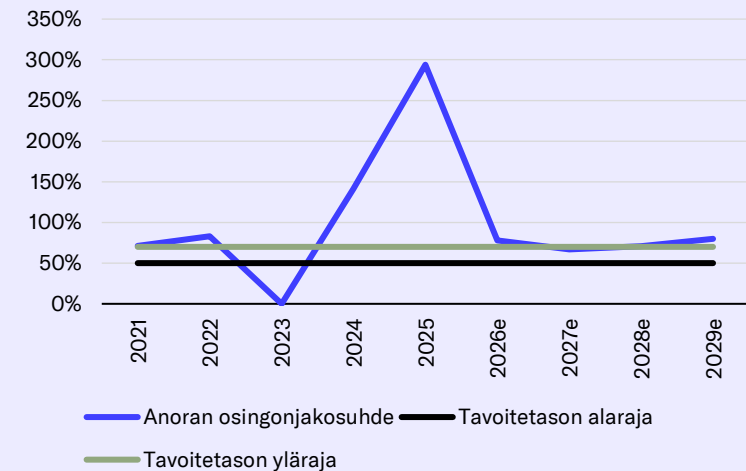
Anora oik. käyttökate vs. tavoite



Nettovelka/oik. käyttökate vs. tavoite



Osingonjakosuhte vs. tavoitetaso



Historiallinen kehitys

Altia ja Arcus ovat kasvaneet yritysostoilla

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

Vuodesta 2019 asti Anora on julkistanut myös pro forma -lukuja uudelle yhtiölle. Tässä ei kuitenkaan ole mukana Globus Winea. Vuonna 2019 Altian ja Arcusin yhdistetty pro forma -liikevaihto oli noin 630 MEUR, ja se pysyi 2020 lähes samalla tasolla. Mikäli lisäämme tähän Globus Winen vuoden 2020 myynnin (noin 70 MEUR), nykyisen rakenteen myynti oli siten noin 700 MEUR ennen korona-aikaa, joka tuki tilapäisesti kysyntää. Tähän verrattuna orgaaninen kehitys on ollut 2023-25 selvästi negatiivista, liikevaihdon laskettua 660 MEUR:oon vuonna 2025.

Kannattavuus heikentyi selvästi 2022-23 ja on jäänyt vaisulle tasolle 2024-25

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

Entinen Altia pystyi kuitenkin nostamaan kannattavuuttaan vuoden 2015 10 %:n oikaistusta käyttökatemarginaalista 12,7 %:iin vuonna 2019. Koronan vauhdittamana marginaali

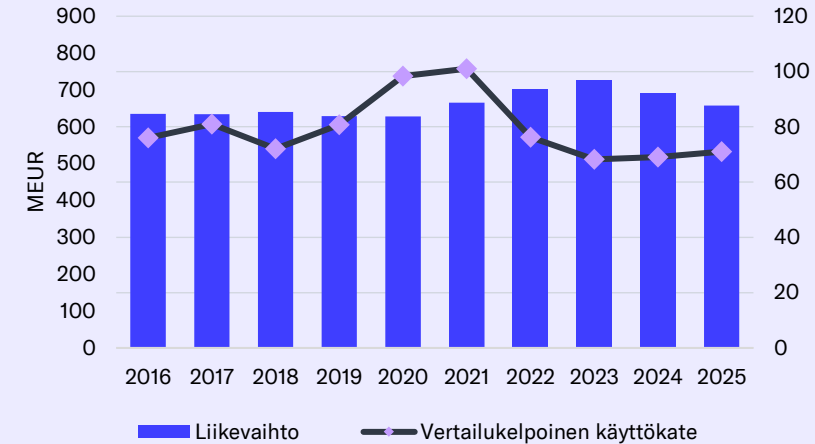
nousi yli 15 %:n 2021, jota emme kuitenkaan pidä kestäväenä tasona. Entisellä Arcusilla marginaali vaihteli 11-14 %:n välillä ennen koronaa ja nousi 17 %:iin vuosina 2020-21. Yhdistetty käyttökatemarginaali oli 12,8 % vuonna 2019, jonka arvioimme olevan relevantti vertailukohta. Yhtiön tavoitteet viittaavatkin tämän tason saavuttamiseen tai ylittämiseen vuonna 2028.

Vuosien 2020-21 korona-ajan kysyntäpiikin tukemana pro forma -käyttökatemarginaali oli 15-16 %, kun taas volyymin laskun, kustannusinflaation, valuuttojen negatiivisen vaikutuksen sekä Globuksen heikkouden myötä marginaali painui alle 11 % vuonna 2022. Vuonna 2023 marginaali heikkeni edelleen alle 10 %:iin ja toipui vain hieman vuonna 2024. Absoluuttisesti oik. käyttökate oli vajaat 70 MEUR, josta se toipui hieman vuonna 2025 71 MEUR:oon. Globus Winen marginaali osoittautui yrityskaupan toteutumisen jälkeen luultua selvästi heikommaksi, mikä on painanut koko konsernin kannattavuutta. Yhtiö hakee asiassa yrityskauppaan liittyvää vakuutuskorvausta. Lisäksi heikentynyt volyymitaso ja kyvyttömyys leikata kiinteitä kuluja ovat iskeneet kannattavuuteen.

Tasainen rahavirta mahdollistaa velkavivun käytön ja osinkovirran

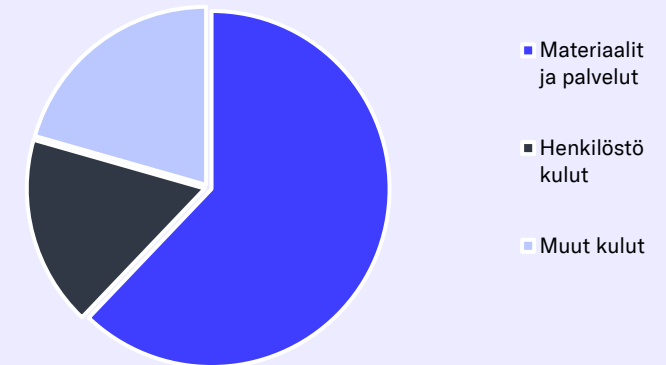
Liiketoiminnan tasaisen luonteen vuoksi myös kassavirran luontekyky on varsin tasaista. Käyttöpääoman muutokset voivat tosin heiluttaa vuosittaisia kassavirtoja. Koska kasvu on hyvin maltillista, kasvuinvestointeja ei käytännössä tarvita, vaan investoinnit ovat korvaus- ja parannusinvestointeja. Viime vuonna yhtiö loi noin 25 MEUR vapaata kassavirtaa, jota tuki pieni käyttöpääoman vapautuminen.

Anora liikevaihto ja kannattavuus (MEUR)



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

Kulurakenne 2025



Lähde: Anora

Taloudellinen tilanne

Yritysosot ovat kasvattaneet aineetonta omaisuutta

Yhtiön taseessa on huomattava määrä aineetonta omaisuutta pääosin yritysostojen seurauksena. Liikearvoa ja muuta aineetonta omaisuutta on yhteensä noin 480 MEUR eli reilut 45 % taseesta. Tällä hetkellä heikosti kannattavaan Wine-segmenttiin kohdistuu noin 100 MEUR liikearvo, jossa näemme riskin alaskirjauksesta, mikäli kannattavuustaso jäisi pysyvämmiin alhaiseksi. Anora on olettanut Wine-segmentin käyttökateprosentin olevan lähivuosina 8-10 %, kun ennusteemme jäävät tämän haarukan alalaitaan. Anoran oletuksilla Wine-segmentin arvo on selvästi sen tasearvon yläpuolella. Jos Wine-segmentin liikearvo alaskirjattaisiin kokonaisuudessaan, se olisi noin 25 % omasta pääomasta ja omavaraisuusaste olisi edelleen noin 30 %. Siten emme näe isonkaan alaskirjauksen aiheuttavan merkittäviä ongelmia taseen suhteen. Brändiyhtiölle aineeton omaisuus on mielestämme perusteltua brändien pitkäkestoisen arvon takia.

Aineellista omaisuutta on taseessa suhteessa verrattain vähän, reilut 10 %. Tästäkin vajaa puolet on käyttöoikeusomaisuutta eli taseeseen kirjattuja vuokrasopimuksia, ja varsinaiset aineelliset hyödykkeet ovat vain 65 MEUR. Kuten olemme tuoneet ilmi, yhtiön vaatimaton orgaaninen kasvuprofiili huomioiden, sillä ei ole huomattavia investointitarpeita, joten emme odota aineellisen omaisuuden kasvavan merkittävästi.

Myyntiin verrattuna varastot ovat noin 17 % ja saatavat noin 19 % tasoa vuoden 2025 lopussa. Taseen loppusummasta nämä yhteensä ovat alle 25 %. Saatavien määrää laskee merkittävästi Anoran käyttämä myyntisaamisten myyntiohjelma, jota se laajensi 2023 taseen parantamiseksi. Velkapuolella ostovelat ovat suuremmat kuin myyntisaamiset ja varastot (yli 30 % taseen

loppusummasta ja lähes 50 % liikevaihdosta). Tämä johtuu pitkälti alkoholin valmisteveron maksuajasta, varsinaisten ostovelkojen ollessa myyntisaatavia pienemmät. Vaikka myydyt saamiset lisäisi taseen myyntisaataviin, yhtiön käyttöpääoma olisi negatiivinen.

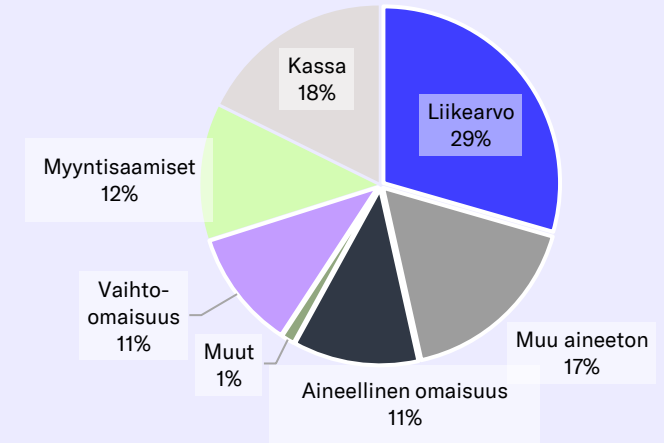
Ostovelat haukkaavat siis ison osan Anoran taseen vastattavaa puolta (30 %). Oma pääoma kattaa lähes 40 %, joka on siis myös yhtiön omavaraisuusaste, kun korollista velkaa on koko taseeseen nähden maltilliset vajaat 20 %. Velkaisuus onkin korkeahko lähinnä suhteessa vaatimattomaan tulostasoon, kuten edellä on tullut ilmi. Tase on mielestämme kokonaisuutena varsin tasapainoinen, ja kuten sanottu, suuret ostovelat tukevat Anoran tasetilannetta.

Taseen tehostaminen näyttää vaikealta

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

Huomioiden, että taseessa on iso määrä aineetonta omaisuutta ja aineellista omaisuutta, joka tuskin oleellisesti muuttuu, ainoaksi tehostamiskohteeksi jää käyttöpääoma. Varastotasojen laskeminen onkin ollut yhtiön tavoitteena jo vuosia, ja siinä on osin onnistuttu. Siltä osin on mielestämme vielä parantamisen varaa, mutta rajallisesti koko taseen kokoon nähden. Ostovelat huomioiden nettokäyttöpääoma on jo hyvällä tasolla. Kaiken kaikkiaan näemme siis taseen tehostamisen ja sitä kautta pääoman kierron parantamisen mahdollisuudet rajallisina.

Taseen varat, 2025 (MEUR)



Taseen velat, 2025 (MEUR)



Lähde: Anora

Ennusteet (1/4)

Ennusteet lähtevät segmenteistä

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

Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, Anoran liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista, eivätkä talouden suhdannevaihtelut merkittävästi heiluta sen kehitystä. Selvästi tärkein tekijä lähivuosien tuloskehitykselle on yhtiön omien tehostamistoimien onnistuminen. Markkinakehityksen poikkeaminen yhtiön odotuksista on mielestämme riski sekä alas- että ylöspäin.

Yhtiö ohjeistaa lievästi paranevaa tulosta 2026

Tälle vuodelle Anora ohjeistaa 74–79 MEUR:n oik. käyttökateen, kun se 2025 oli 71 MEUR. Ohjeistus on linjassa yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa, jotka olettavat noin 5 MEUR:n vuosittaista tulosparannusta vuosina 2026-2028. Odotamme tämän vuoden oik. käyttökateeksi 74 MEUR (aik. 75 MEUR). Pieni tulosennusteen lasku johtuu inflaationpaineiden noususta, jota yhtiö ei jäykän hinnoittelun takia pysty heti siirtämään myyntihintoihinsa. Anoralla öljyn ja kaasun korkeampi hinta näkyy ensimmäisenä logistiikkakuluissa ja pakkauksissa (pullot).

Ennustamme tasaista liikevaihtoa tänä vuonna

Anora ei ohjeista liikevaihtoa, mutta kertoo alkoholijuomien kulutuksen pysyvän vuonna 2026 ”rakenteellisesti haastavana” ja volyympipaineen jatkuvan vuonna 2026 ja sen jälkeen. Pääomamarkkinapäivällä kerrottujen

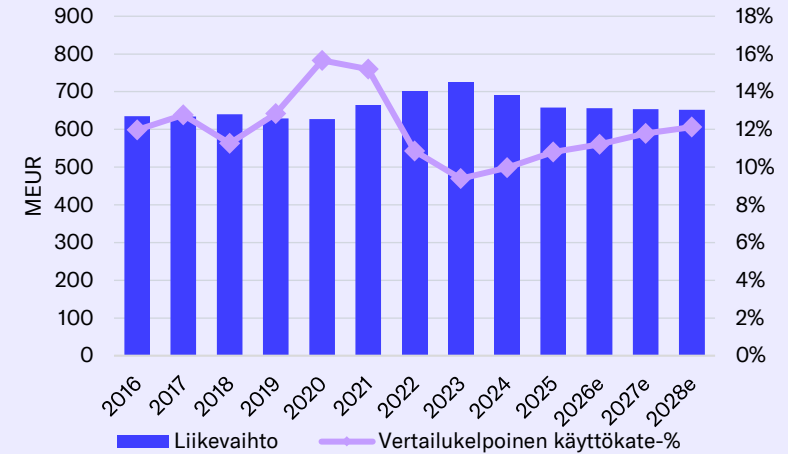
lähivuosien markkinaoletusten pohjalta tiedämme tämän tarkoittavan volyymien laskua lähivuosina.

Oletus on mielestämme realistinen ja siinä mielessä parempi kuin aiempien vuosien liian optimistiseksi osoittautuneet markkina-arviot. Ennustamme Anoran liikevaihdon pysyvän vuonna 2026 vertailukauden tasolla, mikä mielestämme vaatii hieman markkinoita parempaa kehitystä.

Segmenttitasolla uskomme Wine- ja Spirits-segmenttien pystyvän parantamaan hieman tulostaan, kun taas Industrial-segmentissä uskomme tuloksen laskevan hienoisesti, mutta pysyvän viime vuosille tyypillisellä tasolla. Odotamme juomasegmenttien tulosparannusta tukevan lähinnä yhtiön tekemät tehostamistoimet. Näistä yksi merkittävä oli jo vuoden 2025 lopussa toteutetut 7 MEUR:n henkilöstösäästöt. Iranin sodan myötä nousseet energianhinnat tuovat mielestämme negatiivista riskiä Anoran tulosennusteisiin.

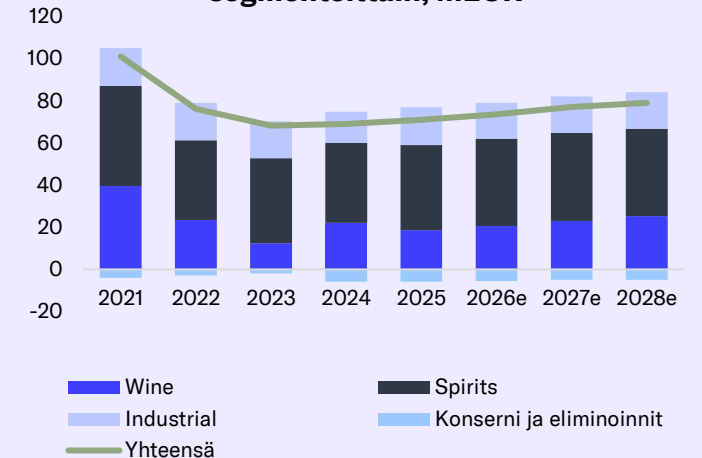
Tuloslaskelmassa alempana ennustamme rahoituskulujen pysyvän suunnilleen ennallaan ja oik. osakekohtaisen tuloksen paranevan 0,33 eurosta 0,38 euroon. Uskomme osingon nousevan tuloksen mukana 0,26 euroon viime vuoden 0,24 eurosta. Tämä olisi tosin yli yhtiön tavoitteleman 50-70 %:n osingonjakosuhteen, mutta jos näkymä on positiivinen myös vuodelle 2027, uskomme yhtiön voivan jakaa myös osinkopolitiikkaa suuremman osingon.

Anora liikevaihto ja kannattavuus*



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

Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin, MEUR



Lähde: Anora, Inderes

Ennusteet (2/4)

Tasaista pientä tulosparannusta 2027-28

Uskomme markkinan säilyvän vaikeana Anoran oletusten mukaisesti, eikä markkina siten ainakaan tue kasvua myöskään vuosina 2027-28. Ennustamme Anoran liikevaihdon pysyvän käytännössä ennallaan myös näinä vuosina. Mikäli markkina laskee lievästi Anoran ennusteiden mukaisesti, tämä tarkoittaa lievää markkinaosuuden voittamista ja/tai kasvua muissa segmenteissä kuten vientimarkkinoilla. Anoralla on vielä myös Pohjoismaisissa monopoliketjuissa tiettyjä aukkoja tuotevalikoimassaan, joihin keskittymällä markkinaosuutta voidaan tukea. Merkittäviin markkinaosuusmuutoksiin lähivuosina emme kuitenkaan usko.

Ennustamme oik. käyttökateen paranevan lievästi myös vuosina 2027-28 Anoran toteuttaessa strategiassa määritellyjä tehostamistoimia. Vuodelle 2028 oik. käyttökate-ennustemme on 79 MEUR eli jonkin verran Anoran tavoittelemaa 85-90 MEUR:a matalampi. Uskomme olevamme yhtiön tavoitteita varovaisempia etenkin yhtiön kyvyssä luoda liikevaihdon kasvun kautta lisää tulosta lähivuosina. Ennustamme tulosparannusta lähinnä Wine-segmentissä, joka on mielestämme suhteessa potentiaaliinsa tällä hetkellä heikoiten kannattava. Toisaalta Spirits-segmentin tuloskehitystä painaa sille tärkeän Suomen markkinan todennäköisesti laskevana jatkuva kehitys. Nouseva tuloskehitys tasaisella liikevaihdolla tarkoittaa oik. käyttökatemarginaalin nousua, joka ennustaisamme yltää vuonna 2028 jo reiluun 12 %:iin. Tämä on karkeasti korona-aikaa edeltänyt taso, mikäli entiset Altian ja Arcusin toiminnot lasketaan yhteen, joten historiaan nähden sitä voidaan pitää mielestämme jossain määrin normaalina.

Rahoituskulujen ja veroasteen ollessa ennusteissamme suhteellisen tasaisia, pieni parannus käyttökateetasolla valuu

myös alemmille riveille. Ennusteissamme oik. osakekohtainen tulos kasvaa vuonna 2027 0,42 euroon ja vuonna 2028 0,45 euroon. Uskomme tämän mahdollistavan myös osingon nostamisen edelleen 0,32 euroon vuonna 2028, joka tarkoittaisi 70 %:n osingonjakosuhdetta, Anoran osinkopolitiikan mukaisesti.

Suhteellisen tasainen rahavirta menee lähinnä osinkoihin

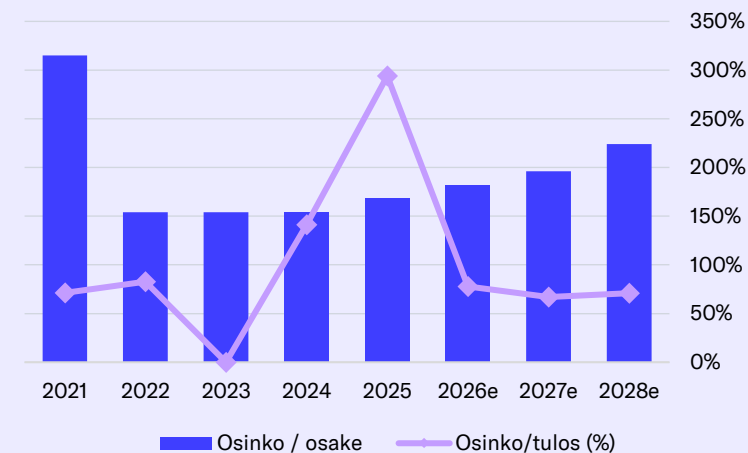
Anora vapautti vuoden 2023 aikana myyntisaamisten myymisellä merkittävästi rahaa käyttöpääomasta. Se pyrkii edelleen vähentämään varastotasojaan, mikä voi tukea kassavirtaa. Pidemmällä aikavälillä liikevaihdon muutosten ollessa pieniä uskomme Anoran käyttöpääoman pysyvän suhteellisen vakaana.

Näemme operatiivisen kassavirran olevan vuodesta 2027 eteenpäin tyypillisesti noin 50 MEUR:n luokkaa, josta Anora käyttää noin 25 MEUR korvausinvestointeihin ja vuokratvelkojen lyhennyksiin (jakautuen noin 50/50 näiden välille). Vapaaksi kassavirraksi jää näin noin 25 MEUR. Tämä tarkoittaa nykykurssiin nähden noin 10 % kassavirtatuottoa. Tästä ennustamaamme osingonmaksuun lähivuosina menee 16-22 MEUR, joten rahaa jää hieman vielä velkojen lyhentämiseen tai mahdollisiin kasvuinvestointeihin keskipitkällä aikavälillä.

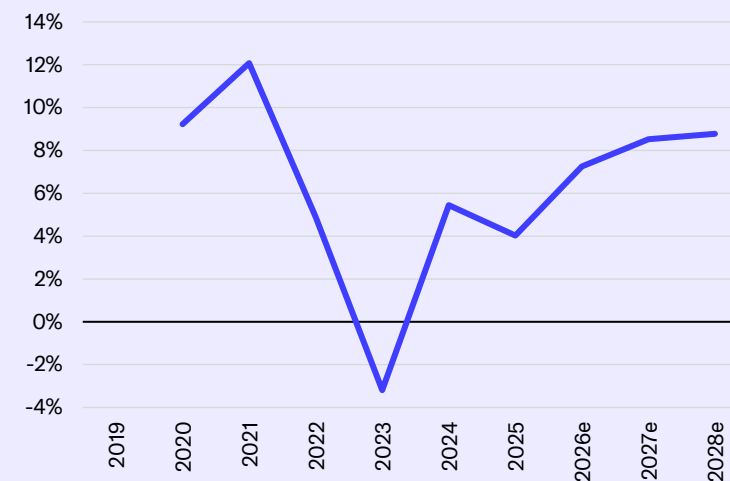
Pääoman tuotto on lähellä tuottovaatimusta

Anoran ja sen edeltäjien Altian ja Arcusin pääoman tuotto prosentit ovat tyypillisesti liikkuneet maltillisella 5-10 %:n tasolla. Näemme pääoman tuoton Anoralla olevan lähivuosina 7-9 %:n tasolla. Tämä vastaa suunnilleen yhtiön tuottovaatimuksen tasoa eli yhtiö ei luo arviomme mukaan oleellisesti taloudellista lisäarvoa. Tämä vaikuttaa myös pidemmän aikavälin tuotto-odotukseen, jota käsittelemme arvonmääritysosiossa. Oman pääoman tuotto jää kuitenkin lähivuosina hieman heikommaksi liikkuen 6-8 %:n välillä.

Osinko taas nousutrendillä



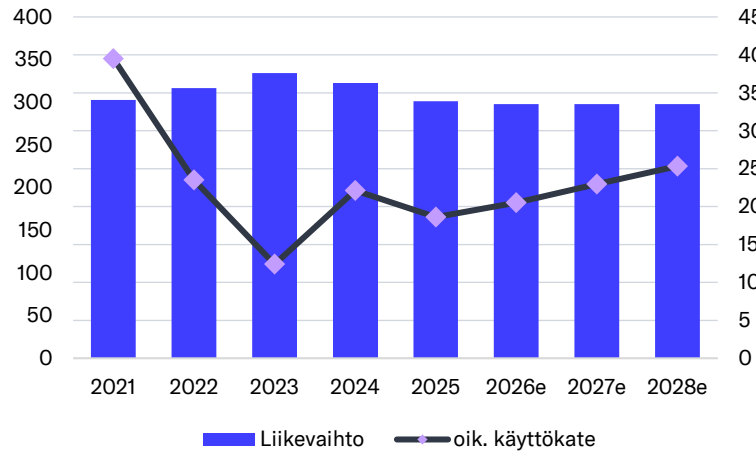
ROI-%



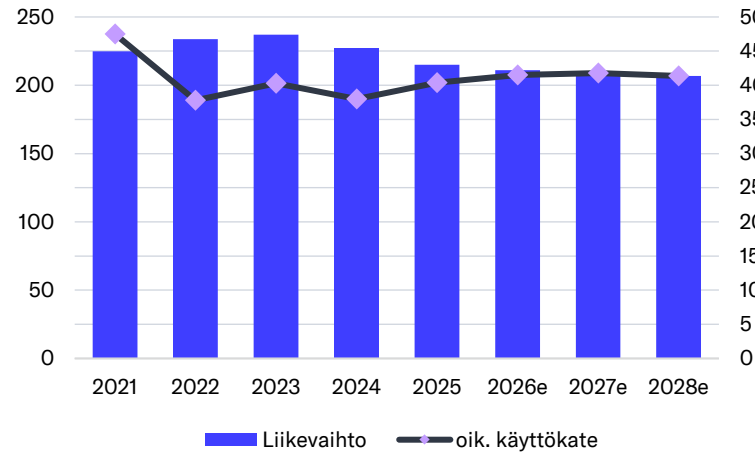
Lähde: Inderes

Ennusteet (3/4) - divisioonaennusteet

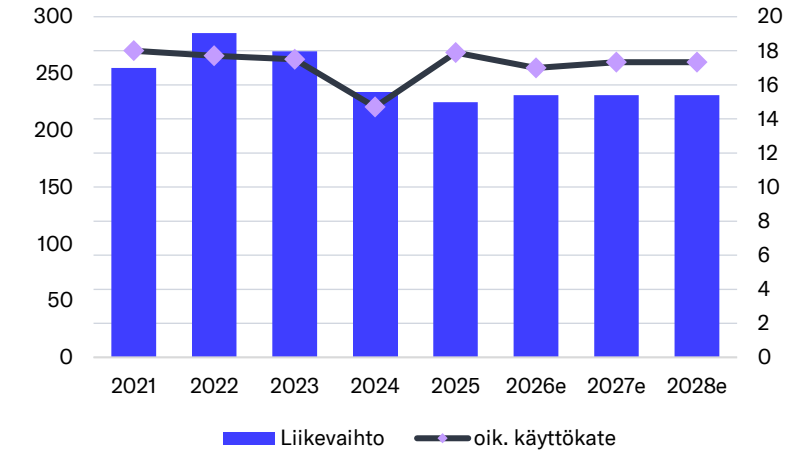
Wine-segmentin kehitys (MEUR)



Spirits-segmentin kehitys (MEUR)



Industrial-segmentin kehitys (MEUR)



Lähde: Anora, Inderesin ennusteet

Ennusteet (4/4) - Ennusteita alemmas inflaatiopaineiden vuoksi

Ennustemuutokset

- Laskimme tämän vuoden osalta tulosennusteita noin 1,5 MEUR tai 2-5 % tulosrivistä riippuen. Vuodelle 2027 laskimme ennusteita 1-2 %.
- Lasku johtuu Iranin sodan tuomista inflaatiopaineista, jotka vaikuttavat Anoraan arviomme mukaan tänä vuonna lähinnä öljyn ja kaasun hinnan nousun tuoman logistiikka- ja pakkauskustannusten (pullot) nousun kautta
- Nousupainetta on arviomme mukaan myös mm. lannoitekuluissa, joka voi nostaa ohran hintaa. Tämä heijastuisi arviomme mukaan todennäköisemmin vasta vuoden lopussa tai vuoden 2027 puolella
- Koska etenkin monopoliketjujen suuntaan Anoran hinnoittelujaksot ovat pitkät, uskomme kustannusinflaation kiihtymisen näkyvän aluksi kannattavuuden laskuna. Hinnankorotukset kuitenkin kompensoivat todennäköisesti pääosan nousseista kustannuksista noin tulevan 12 kuukauden aikana

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	656	656	0 %	654	654	0 %	652	652	0 %
Käyttökate (oik.)	75,0	73,6	-2 %	77,9	77,0	-1 %	79,0	79,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	48,2	46,8	-3 %	51,8	50,9	-2 %	52,6	52,6	0 %
Liikevoitto	45,2	43,8	-3 %	51,8	50,9	-2 %	52,6	52,6	0 %
Tulos ennen veroja	30,4	29,0	-5 %	36,8	35,9	-2 %	38,6	38,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,40	0,38	-4 %	0,43	0,42	-2 %	0,45	0,45	0 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,26	0 %	0,28	0,28	0 %	0,32	0,32	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus (1/3)

Suhteellisen tasainen tulos- ja kassavirta helpottaa arvonmäärittystä

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

Arvostuksen yhteenveto

Anoran lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä osinkotuotosta että tuloskasvusta, kun marginaalitaso asteittain paranee heikohkolta lähtötasolta. Osakkeen arvostustaso vuodelle 2025 ei ole tuloskerroimilla vielä houkutteleva ottaen huomioon vaatimaton orgaaninen kasvupotentiaali. Katsomalla muita arvostustapoja sekä lähivuosien tuloskerroimia arvostuskuva näyttää kuitenkin kokonaisuudessaan neutraalilta.

Näemme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen koostuvan osinkotuotosta, kannattavuuden parantumisen ajamasta tuloskasvusta, jota kompensoi kertoimien odotettu lasku. Käyvän arvon haarukka Anoralle on eri arvostustapojen pohjalta mielestämme 3,3-4,5 euroa.

DCF-mallin arvo nykykurssin tuntumassa

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Anoralle relevantti arvonmäärittäminen. DCF-mallimme antaa Anoran velattomaksi arvoksi noin 520 MEUR, joka tarkoittaa noin 280 MEUR:n osakepääoman arvoa eli noin 4,1 euroa osakkeelta. Huomioimme tässä

myydyt saamiset (~140 MEUR) velkana. DCF-malli kuitenkin olettaa pidemmällä aikavälillä nykyistä parempaa kannattavuutta, jonka toteutuminen luonnollisesti sisältää epävarmuutta.

Tarkempien ennustevuosiemme, jotka on käyty läpi aiemmin, jälkeen ennustamme yhtiölle 2029 eteenpäin liikevaihdon pysyvän samalla tasolla. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan vajaan 8 %:n tasolla. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 50-55 MEUR 2027-34. Investoinnit pysyvät lähellä poistojen tasoa. Terminaalijakson kannattavuudeksi oletamme niin ikään 8,0 %.

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

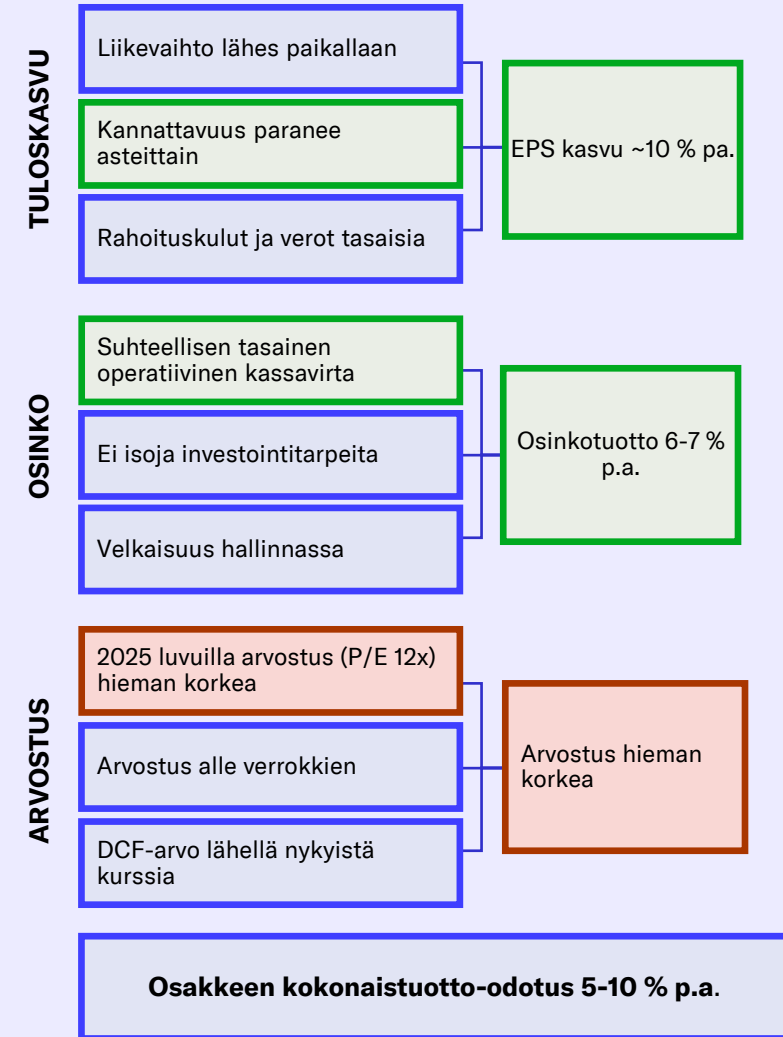
Tulospohjainen arvostus lähellä neutraalia

Anoralla on nykymuodossaan vielä lyhyt historia, mutta näemme Altian historialliset arvostustasot relevantteina myös Anoralle, sillä pääoman tuotto ja kasvuprofiili ovat hyvin samanlaisia. Entisen Arcusin historialliset kertoimet ovat tosin olleet jonkin verran korkeammat. Anoran P/E -luku vuodelle 2026 on 11x ja historiallinen keskiarvo on 12x. EV/EBIT-arvostus on vuoden 2026 tuloksella noin 8x.

EV-pohjaisen arvostuksen osalta huomioimme, että Anoralla on taseen ulkopuolella noin 140 MEUR myytyjä saamisia, jota voi pitää velankaltaisena eränä. Yhtiön vaatimaton kasvuprofiili ja pääoman tuotto huomioiden, arvostuskertoimet ovat mielestämme lähellä neutraalia. Hyväksyttävänä arvostuskertoimena Anoralle pidämme P/E:n osalta 10-12x.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Tasepohjainen arvostus näyttää edulliselta, osin syystä

Ennusteillamme Anoran koko pääoman tuotto asettuu vuosina 2025-26 noin 7-8 %:n tasolle, kun taas oman pääoman tuotto jää 6-7 % tasoon. Tuottotaso on siten samaa tasoa tai alle tuottovaatimuksemme (8,4 % omalle pääomalle, 8,0 % koko pääomalle). Näin ollen osakkeen tasepohjaisen arvostuksen eli P/B luvun tulisi olla alle 1,0x. Sama pätee myös EV/IC (eli yritysarvo/sijoitettu pääoma) lukuun. Nykykurssilla sekä P/B että EV/IC luvut ovat 2026 0,7x tasolla. Taso on tämän hetkiselällä tulostasolla perusteltu, mutta uskomme keskipitkän aikavälin pääoman tuottotasojen perustelevan lähempänä 1x olevia lukuja. Osakekohtainen kirja-arvo on vajaat 6 euroa.

Potentiaalia suhteellisen vahvaan kassavirtaan ja osinkoon – jos marginaaliparannus toteutuu

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

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

Vaikka pääoman tuotto yltää parhaimmillaankin ennusteissamme tuottovaatimuksen tasolle myös pidemmälle tulevaisuuteen katsoessa, Anoran tuotto-odotus on nykyarvostuksella kohtuullisen hyvä myös pidemmällä aikavälillä. Jos Anora jakaisi koko vapaan kassavirtansa osinkoina (vuodesta 2028 eteenpäin noin 25-30 MEUR), osinkotuotto olisi noin 10 %. Näemme tämän kuvaavan Anoran pitkän aikavälin vuosittaista tuottopotentiaalia, mikäli kannattavuus paranee lähivuosina odotuksiemme mukaisesti. Tuotto ylittää lievästi noin 8 %:n tuottovaatimuksemme. Näemme kuitenkin riskinä, että kannattavuus jää ennusteitamme heikommalle tasolle myös jatkossa, joka luonnollisesti painaisi tuotto-odotusta alemmas. Tuloksen potentiaalisesti jäädessä odotuksiamme matalammaksi myös velkainen tase toisi lisäriskiä osakkeenomistajan kannalta. Lähivuosina kassavirtaa ohjautuu hieman enemmän investointeihin ja toisaalta tulostasoa on vielä keskipitkän aikavälin ennusteitamme matalampi.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	277	277	277
Yritysarvo (EV)	368	361	349
P/E (oik.)	10,8	9,8	9,1
P/E	12,3	9,8	9,1
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	5,2	4,7	4,4
EV/EBIT (oik.)	7,9	7,1	6,6
Osinko/tulos (%)	78 %	67 %	71 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,8 %	7,8 %

Lähde: Inderes

Arvostus (3/3)

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

Verrokkiryhmästä Viva Wine Group on sen sijaan Anoran pääkilpailija viineissä, joskin yhtiöiden maantieteellinen jakauma eroaa jossain määrin. Vivan nykyinen EV/EBITDA-kerroin on noin 7,5x, joka on selvästi Anoraa korkeampi. Viva on kuitenkin säännöllisesti voittanut markkinaosuuksia Pohjoismaissa, minkä lisäksi sillä on toimintaa Keski-Euroopassa. Emme siten käyttäisi Anoran Wine-segmentille suoraan Vivan kertoimia, mutta se antaa mielenkiintoisen vertailukohdan. Toisaalta Anoran väkevien toiminnot (Spirits-segmentti) vertautuvat paremmin (joskaan ei suoraan) kansainvälisiin alkoholituottajiin. Anoran kertoimet ovat sekä tulos- että tasekertoimilla selvästi verrokkiryhmän keskiarvojen/mediaanien alapuolella, kuten kuuluukin. Tämä johtuu Anoran heikommasta kannattavuudesta, pääoman tuotosta ja kasvusta. Kaiken kaikkiaan verrokkiryhmävertailu ei siis tarjoa mielestämme oleellista apua Anoran arvostukseen.

Yritystostojen potentiaali

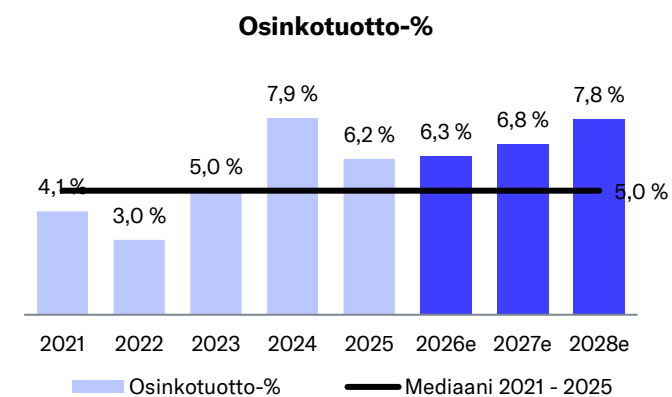
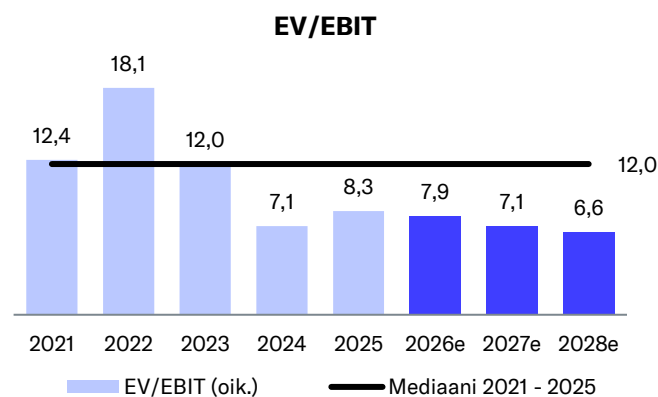
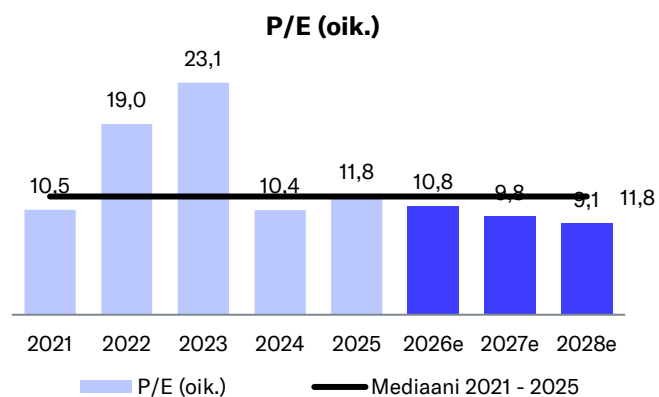
Kuten aiemmin mainittu, Anoran strategiaan kuuluu yritysostot ja sen edeltäjät Arcus ja Altia ovat laajentuneet Pohjoismaissa pääasiassa yritysostoin. Emme kuitenkaan usko merkittäviin arvonluontimahdollisuuksiin yritysostoilla, sillä seuraava luonnollinen askel olisi Keski-Euroopan markkinoilla, jolloin kustannussynergiat Anoran kanssa jäisivät todennäköisesti pieniksi. Kesällä 2022 ostetun

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	10,9	7,36	4,44	2,80	3,86	4,10	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	46,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	736	498	300	189	261	277	277	277	277
Yritysarvo (EV)	864	778	419	298	364	368	361	349	338
P/E (oik.)	10,5	19,0	23,1	10,4	11,8	10,8	9,8	9,1	8,7
P/E	11,9	27,7	neg.	18,0	47,3	12,3	9,8	9,1	8,7
P/B	1,5	1,0	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	1,1	0,7	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	9,1	11,5	6,2	4,9	7,1	5,2	4,7	4,4	4,2
EV/EBIT (oik.)	12,4	18,1	12,0	7,1	8,3	7,9	7,1	6,6	6,3
Osinko/tulos (%)	71,2 %	82,9 %	neg.	141,2 %	293,9 %	77,7 %	66,8 %	70,9 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	3,0 %	5,0 %	7,9 %	6,2 %	6,3 %	6,8 %	7,8 %	9,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Brown-Forman	10542	12567	13,0	13,4	12,2	12,4	3,7	3,7	15,3	15,6	3,5	3,6	3,0
Davide Campari Milano	7673	9517	15,2	14,0	12,4	11,5	3,1	3,0	20,0	17,8	1,7	1,9	1,4
Diageo	35430	55470	11,0	11,0	9,9	9,9	3,2	3,2	11,5	11,4	3,5	3,8	3,2
Pernod-Ricard	15883	28087	11,7	11,1	9,7	9,6	2,9	2,9	10,8	10,6	6,9	6,6	1,0
Remy-Cointreau	1965	2629	16,0	15,0	12,4	11,8	2,8	2,7	22,6	20,7	3,1	3,3	1,0
Constellation Brands	23047	32130	12,7	12,0	11,1	10,5	4,1	4,1	13,2	12,4	2,7	2,8	3,5
Olvi	684	672	7,5	7,0	5,7	5,4	0,9	0,9	9,9	9,3	4,3	4,6	1,7
Royal Unibrew	3651	4418	13,8	12,8	10,5	10,0	2,1	2,0	15,9	14,3	3,2	3,5	3,8
Viva Wine Group	259	385	10,3	9,4	7,5	7,0	0,7	0,6	10,8	9,5	5,4	6,3	1,6
Anora (Inderes)	277	368	7,9	7,1	5,2	4,7	0,6	0,6	10,8	9,8	6,3	6,8	0,7
Keskiarvo			12,3	11,8	10,1	9,8	2,6	2,6	14,4	13,5	3,8	4,0	2,3
Mediaani			12,7	12,0	10,5	10,0	2,9	2,9	13,2	12,4	3,5	3,6	1,7
Erutus-% vrt. mediaani			-38 %	-41 %	-50 %	-53 %	-81 %	-81 %	-18 %	-21 %	83 %	89 %	-59 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	692	141	165	157	194	658	143	163	158	192	656	654	652	650
Wine	323	65	75	70	91	301	65	73	70	90	298	298	298	298
Spirits	227	45	54	51	66	215	44	52	50	65	211	209	207	205
Industrial	234	51	58	60	57	225	55	59	59	58	231	231	231	231
Konserni ja eliminoinnit	-92,0	-19	-21	-24	-19	-83,2	-21	-21	-21	-21	-84	-84	-84	-84
Käyttökate	61,3	8,9	13,5	18,0	10,6	51,0	9,4	14,0	17,0	30,2	70,6	77,0	79,0	79,6
Poistot ja arvonalennukset	-26,8	-6,8	-6,8	-6,6	-7,0	-27,2	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-26,8	-26,2	-26,4	-26,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	42,1	1,2	7,3	11,3	24,1	43,9	4,7	8,3	10,3	23,5	46,8	50,9	52,6	53,5
Liikevoitto	34,5	2,1	6,7	11,4	3,6	23,8	2,7	7,3	10,3	23,5	43,8	50,9	52,6	53,5
Wine (EBITDA)	22,1	0,2	2,0	3,4	13,0	18,6	1,5	2,5	3,0	13,5	20,5	22,9	25,3	25,3
Spirits (EBITDA)	38,0	7,2	8,6	9,3	15,3	40,4	7,4	9,0	10,5	14,7	41,6	41,8	41,4	40,9
Industrial (EBITDA)	14,7	3,1	3,9	5,9	5,1	18,0	4,0	4,5	4,5	4,0	17,0	17,3	17,3	17,3
Konserni ja eliminoinnit	-5,9	-2,5	-0,5	-0,6	-2,3	-5,9	-1,5	-1,0	-1,0	-2,0	-5,5	-5,0	-5,0	-4,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-20,0	-4,3	-3,4	-3,5	-3,5	-14,8	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-14,4	-15,0	-14,0	-13,0
Tulos ennen veroja	14,7	-2,4	3,0	7,7	-0,3	8,0	-1,0	3,6	6,6	19,8	29,0	35,9	38,6	40,5
Verot	-3,7	0,1	-0,8	-1,5	-0,1	-2,4	0,2	-0,8	-1,5	-4,4	-6,4	-7,5	-8,1	-8,5
Vähemmistöosuudet	-0,5	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	10,5	-2,3	2,2	6,0	-0,4	5,5	-0,8	2,8	5,1	15,4	22,6	28,3	30,5	32,0
EPS (oikaistu)	0,27	-0,04	0,04	0,09	0,25	0,33	0,02	0,06	0,08	0,23	0,38	0,42	0,45	0,47
EPS (raportoitu)	0,16	-0,03	0,03	0,09	-0,01	0,08	-0,01	0,04	0,08	0,23	0,33	0,42	0,45	0,47

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,7 %	-3,7 %	-6,6 %	-3,6 %	-5,4 %	-4,9 %	1,1 %	-1,5 %	0,8 %	-1,2 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	21,0 %	-36,8 %	-16,2 %	22,9 %	8,1 %	4,3 %	291,7 %	13,9 %	-8,9 %	-2,5 %	6,6 %	8,7 %	3,5 %	1,7 %
Käyttökate-%	8,9 %	6,3 %	8,2 %	11,5 %	5,5 %	7,8 %	6,6 %	8,6 %	10,8 %	15,7 %	10,8 %	11,8 %	12,1 %	12,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,1 %	0,8 %	4,4 %	7,2 %	12,4 %	6,7 %	3,3 %	5,1 %	6,5 %	12,2 %	7,1 %	7,8 %	8,1 %	8,2 %
Nettotulos-%	1,5 %	-1,6 %	1,4 %	3,8 %	-0,2 %	0,8 %	-0,5 %	1,7 %	3,3 %	8,0 %	3,4 %	4,3 %	4,7 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	628	611	613	617	616
Liikearvo	299	304	304	304	304
Aineettomat hyödykkeet	194	176	176	176	176
Käyttöomaisuus	122	119	122	126	124
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	11,6	10,5	10,5	10,5	10,5
Muut sijoitukset	0,7	2,2	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	442	421	387	386	385
Vaihto-omaisuus	139	113	118	118	117
Muut lyhytaikaiset varat	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	114	126	105	105	104
Likvidit varat	182	183	164	163	163
Taseen loppusumma	1070	1032	1000	1003	1000

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	399	393	399	410	422
Osakepääoma	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5
Kertyneet voittovarot	50,1	41,0	47,4	58,2	69,7
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	286	290	290	290	290
Vähemmistöosuus	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Pitkäaikaiset velat	306	292	266	260	248
Laskennalliset verovelat	35,4	32,7	32,7	32,7	32,7
Varaukset	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Korolliset velat	268	257	231	224	212
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	364	347	335	333	331
Korolliset velat	34,9	27,4	23,4	22,7	21,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	324	320	312	311	310
Muut lyhytaikaiset velat	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	1070	1032	1000	1003	1000

DCF-laskelma

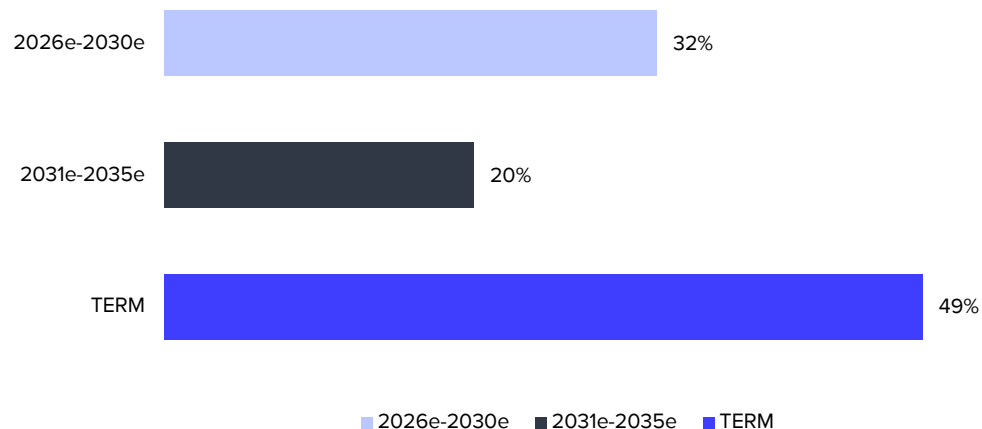
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-4,9 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,5 %
Liikevoitto-%	3,6 %	6,7 %	7,8 %	8,1 %	8,2 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	23,8	43,8	50,9	52,6	53,5	52,0	52,0	52,0	52,0	52,0	52,2	
+ Kokonaispoistot	27,2	26,8	26,2	26,4	26,1	25,9	25,8	25,8	25,9	25,9	25,9	
- Maksetut verot	-5,1	-6,4	-7,5	-8,1	-8,5	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-8,2	-7,3	
- verot rahoituskuluista	-5,2	-4,2	-4,2	-4,0	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,7	
+ verot rahoitustuotoista	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	12,4	7,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	
Operatiivinen kassavirta	54,5	68,1	66,1	67,7	68,1	67,0	66,9	66,9	66,9	67,0	67,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-11,8	-28,8	-30,0	-25,0	-25,2	-25,5	-41,1	-26,0	-26,2	-25,9	-27,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	42,6	39,3	36,1	42,7	42,8	41,5	25,8	40,9	40,7	41,1	40,1	
+/- 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	42,6	39,3	36,1	42,7	42,8	41,5	25,8	40,9	40,7	41,1	40,1	536
Diskontattu vapaa kassavirta		37,1	31,6	34,6	32,1	28,8	16,6	24,3	22,4	20,9	18,9	253
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		520	483	451	417	385	356	339	315	293	272	253
Velaton arvo DCF		520										
- Korolliset velat		-425										
+ Rahavarat		183										
+ Osakkuusyhtiöt		-0,4										
-Vähemmistöosuus		-0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		277										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,1										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,03
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	726,5	692,0	657,9	656,0	653,9
Käyttökate	67,5	61,3	51,0	70,6	77,0
Liikevoitto	-31,3	34,5	23,8	43,8	50,9
Voitto ennen veroja	-53,8	14,7	8,0	29,0	35,9
Nettovoitto	-39,9	10,5	5,5	22,6	28,3
Kertaluontoiset erät	-66,1	-7,6	-20,1	-3,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	1135,7	1069,6	1032,3	1000,4	1003,0
Oma pääoma	408,7	398,9	393,0	399,4	410,2
Liikearvo	304,3	299,1	303,8	303,8	303,8
Nettovelat	138,2	121,6	101,5	90,1	83,5

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	67,5	61,3	51,0	70,6	77,0
Nettokäyttöpääoman muutos	138,9	1,2	12,4	7,0	-0,3
Operatiivinen kassavirta	194,5	52,3	54,5	68,1	66,1
Investoinnit	10,1	-1,2	-11,8	-28,8	-30,0
Vapaa kassavirta	203,8	51,3	42,6	39,3	36,1

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,2	4,9	7,1	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)	12,0	7,1	8,3	7,9	7,1
P/E (oik.)	23,1	10,4	11,8	10,8	9,8
P/B	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	5,0 %	7,9 %	6,2 %	6,3 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,59	0,16	0,08	0,33	0,42
EPS (oikaistu)	0,19	0,27	0,33	0,38	0,42
Operat. Kassavirta / osake	2,88	0,77	0,81	1,01	0,98
Operat. Vapaa kassavirta / osake	3,02	0,76	0,63	0,58	0,53
Omapääoma / osake	6,04	5,89	5,81	5,90	6,06
Osinko / osake	0,22	0,22	0,24	0,26	0,28

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	3 %	-5 %	-5 %	0 %	0 %
Käyttökatteen kasvu-%	-1 %	-9 %	-17 %	38 %	9 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-19 %	21 %	4 %	7 %	9 %
EPS oik. kasvu-%	-50 %	40 %	22 %	16 %	11 %
Käyttökate-%	9,3 %	8,9 %	7,8 %	10,8 %	11,8 %
Oik. Liikevoitto-%	4,8 %	6,1 %	6,7 %	7,1 %	7,8 %
Liikevoitto-%	-4,3 %	5,0 %	3,6 %	6,7 %	7,8 %
ROE-%	-9,0 %	2,6 %	1,4 %	5,7 %	7,0 %
ROI-%	-3,2 %	5,4 %	4,0 %	7,3 %	8,5 %
Omavaraisuusaste	36,0 %	37,3 %	38,1 %	39,9 %	40,9 %
Nettovelkaantumisaste	33,8 %	30,5 %	25,8 %	22,6 %	20,4 %
Nettovelka/käyttökate	2,0	2,0	2,0	1,3	1,1
EBITDA/nettorahoituskulut	3,0	3,1	3,5	4,9	5,1

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkkimista 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/09/2022	Vähennä	7,50 €	7,05 €
24/11/2022	Vähennä	7,50 €	7,40 €
01/03/2023	Vähennä	6,80 €	6,45 €
29/03/2023	Lisää	6,20 €	5,19 €
12/05/2023	Lisää	6,20 €	5,26 €
26/07/2023	Lisää	5,50 €	4,80 €
16/08/2023	Lisää	4,70 €	4,30 €
28/08/2023	Lisää	5,00 €	4,46 €
07/09/2023	Osta	5,50 €	4,74 €
10/11/2023	Osta	5,50 €	4,44 €
12/01/2024	Osta	5,50 €	4,44 €
15/02/2024	Osta	5,50 €	4,42 €
08/04/2024	Lisää	5,50 €	5,39 €
08/05/2024	Lisää	5,30 €	4,72 €
14/08/2024	Lisää	5,00 €	4,43 €
21/08/2024	Lisää	5,00 €	4,32 €
15/10/2024	Vähennä	3,80 €	3,77 €
08/11/2024	Vähennä	3,40 €	3,22 €
15/01/2025	Vähennä	3,00 €	2,80 €
13/02/2025	Lisää	3,30 €	3,11 €
10/04/2025	Lisää	3,50 €	3,32 €
05/05/2025	Lisää	3,50 €	3,38 €
08/05/2025	Lisää	3,50 €	3,03 €
18/08/2025	Lisää	3,30 €	3,01 €
03/11/2025	Lisää	3,30 €	3,15 €
06/11/2025	Lisää	3,50 €	3,42 €
21/01/2025	Vähennä	3,80 €	3,81 €
12/02/2026	Vähennä	4,00 €	4,15 €
09/04/2026	Vähennä	4,00 €	4,10 €



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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**