

FISKARS

20.03.2025 08.04 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Itsenäisemmillä segmenteillä kasvun luontiin

Fiskarsin kysyntä on pysynyt koronan tuoman nosteen jälkeen vaisuna ja kannattavuutta on puolustettu tehostamistoimilla. Uskomme kysynnän kääntyvän asteittain nousuun lähivuosina, joka tukee myös marginaalin parantumista. Tämä on kuitenkin mielestämme pitkälti hinnoiteltu jo osakkeeseen. Toistamme vähennä-suosituksen ja 15 euron tavoitehinnan.

Laaja brändivalikoima ja maantieteellinen peitto

Fiskars on laajan ja arvostetun brändisalkun omaava kuluttajatuoteyhtiö, jonka tuotteet keskittyvät mm. erilaisiin kodintuotteisiin, puutarhaan ja ulkoiluun. Nykymuotoinen Fiskars-konserni on muodostunut sen historiallisen pääbrändin, Fiskarsin, lisäksi usean yrityskaupan myötä, jotka ovat vieneet yhtiön uusille maantieteellisille alueille ja tuotekategorioihin. Konsernin brändiportfolioon kuuluvia brändejä ovat mm. Fiskars, Iittala, Royal Copenhagen, Gerber, Wedgwood ja Waterford sekä Georg Jensen. Yhtiö on nykyisin jakautunut Fiskars- ja Vita-segmentteihin. Fiskars-konserni on globaali toimija, joskin pääpaino liikevaihdosta (~80 %) tulee USA:sta ja Euroopasta. Fiskars-konsernin tuotteita on saatavilla yli 100 maassa ja sillä on toimintoja noin 30 maassa.

Yhtiö koostuu jatkossa kahdesta itsenäisestä segmentistä

Fiskars teki 2005-2020 pitkän muutosmatkan jokseenkin sekavasta holdingyhtiöstä selkeäksi kuluttajatuotekokonaisuudeksi. Viime vuonna yhtiö kuitenkin kertoi tekevänsä Vita- ja Fiskars-segmenteistä itsenäiset yhtiöt, mikä mahdollistaa myös yhtiön jakautumisen tulevaisuudessa. Nykyisen johdon kaudella eli viimeisen neljän vuoden aikana yhtiö on pyrkinyt aiempaa selkeämmin kasvuun ja parantamaan kannattavuutta. Heikentyneen kysynnän vuoksi kasvua ei kuitenkaan ole saatu ja oik. liikevoittomarginaalin taso on jäänyt viime vuosina 10 %:n tuntumaan. Näemme yhtiön tavoitteleman noin 15 %:n oik. liikevoittomarginaalin erittäin haastavana tavoitteena, emmekä usko yhtiön yltävän edes lähelle sitä. Näemme nykyisen johdon toimet ja strategian sinällään

pääasiassa hyvinä, mutta yhtiön tavoittelema tulostaso kaipaavasti lisää volyymiä johon vaaditaan markkinan toipumista. Uskomme yhtiön siirtyvän tänä vuonna päättyvän strategiakauden jälkeen segmenttikohtaisiin strategioihin ja tavoitteisiin.

Tulevien vuosien parannus pääosin Vitan varassa

Fiskars ohjeistaa tälle vuodelle parantuvaa oik. liikevoittoa (2024: 111,4 MEUR). Odotamme tänä vuonna oik. liikevoiton olevan 122 MEUR, jota tukee pieni liikevaihdon kasvu sekä bruttokatemarginaalin nousu. Odotamme marginaalin paranevan 2026-28 aikana noin 12 %:n tasolle kysynnän piristyessä. Tulos- ja etenkin marginaaliparannus on pitkälti Vita-segmentin varassa. Fiskars-segmentin kannattavuus on jo varsin hyvällä tasolla (2024: 14 %) ja sen kasvupotentiaali on mielestämme rajallinen markkinoiden kypsän luonteen ja Fiskarsin hyvien markkinaosuuksien takia. Näin ollen Fiskars-konsernin lähivuosien tuloskasvupotentiaali kärjistyy mielestämme Vitan volyymien kasvattamiseen, sillä pelkällä tehostamisella tulosta ei saada merkittävään/kestävään kasvuun. Yhtiö onkin tänä vuonna panostamassa kysynnän luomiseen. Lisäsimme tässä raportissa tämän vuoden ennusteisiin Fiskarsin hiljattain ilmoittaman alaskirjauksen, mutta operatiivisesti ennusteemme ovat käytännössä ennallaan.

Osake on melko oikein hinnoiteltu

Fiskarsin 2025 arvostuskertoimet (esim. P/E 16x) on yli hyväksyttävien kertoimiemme ja vasta vuoden 2026 ennusteilla niiden sisällä. Myös yli 1,5x P/B –luku on korkea nykyiseen oman pääoman tuottoon nähden, mutta neutraalihko 2026 alkaen ennustamamme 12-13 %:n oman pääoman tuoton. Näin ollen näemme osakkeen tuotto-odotuksen muodostuvan lähinnä osinkotuotosta ja olevan vaisu lähivuosien tuloskasvuodotuksista huolimatta. DCF-mallimme arvo on tavoitehinnan mukainen.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

15,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

15,72

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1157	1177	1230	1280
kasvu-%	2 %	2 %	5 %	4 %
EBIT oik.	111,5	122,5	142,8	152,7
EBIT-% oik.	9,6 %	10,4 %	11,6 %	11,9 %
Nettotulos	27,1	53,5	95,8	105,0
EPS (oik.)	1,07	0,98	1,19	1,30

P/E (oik.)	14,0	16,1	13,3	12,1
P/B	1,5	1,6	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %
EV/EBIT (oik.)	15,3	13,7	11,5	10,7
EV/EBITDA	14,2	9,8	7,9	7,4
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,3	1,3

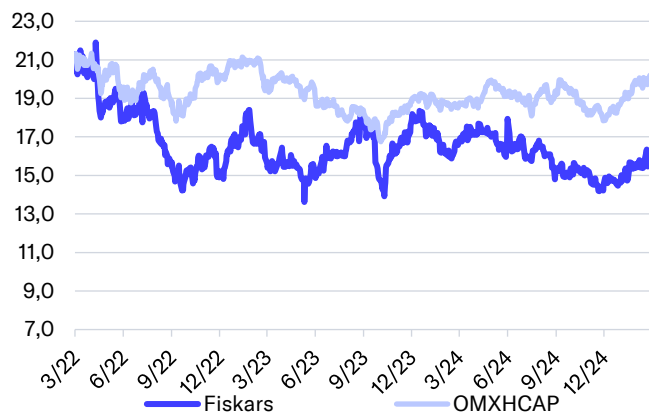
Lähde: Inderes

Ohjeistus

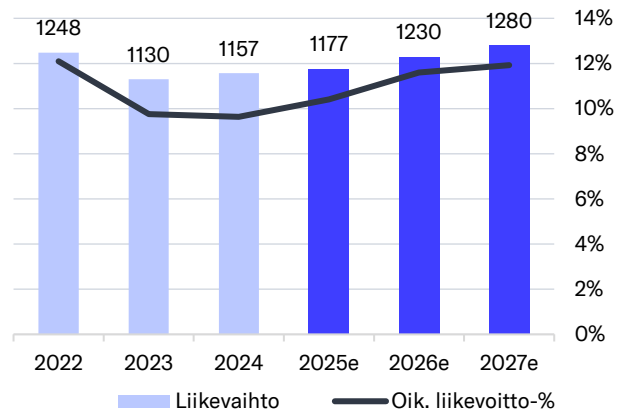
(Ennallaan)

Fiskars odottaa vertailukelpoisen EBITin parantuvan vuoden 2024 tasosta (2024: 111,4 MEUR).

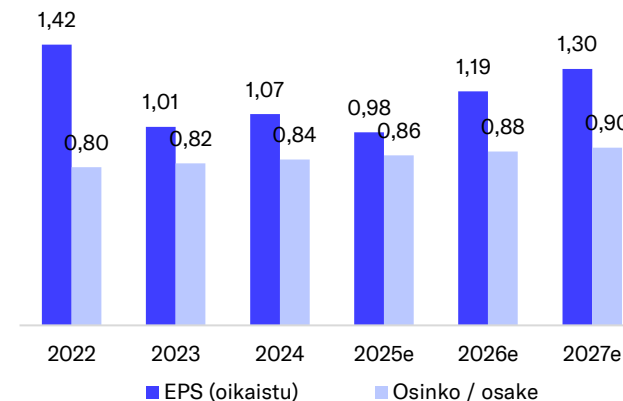
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Portfolion keskittyminen isoihin ja parhaiten kannattaviin brändeihin
- Orgaaninen kasvu uusista markkina-alueista ja/tai tuotekategorioista
- Kannattavuusparannus myynti- ja kanavamixin sekä kasvun ja skaalan kautta

Riskitekijät

- Kuluttajaluottamuksen /-kysynnän pysyminen vaisuna
- Kaupan alan nopea siirtyminen digitaalisiin kanaviin ja kasvava hintakilpailu
- Brändiportfolion monimutkaisuus
- Aktivoituminen yrityskaupoissa lisää riskiä esim. niiden arvostuksen ja integroinnin suhteen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	80,9	80,9	80,9
Markkina-arvo	1271	1271	1271
Yritysarvo (EV)	1678	1646	1628
P/E (oik.)	16,1	13,3	12,1
P/E	23,7	13,3	12,1
P/B	1,6	1,6	1,5
P/S	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	9,8	7,9	7,4
EV/EBIT (oik.)	13,7	11,5	10,7
Osinko/tulos (%)	130 %	74 %	69 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-16
Sijoitus- ja riskiprofiili	17-19
Toimiala ja kilpailijat	20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	21-24
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	25-28
Ennusteet	29-32
Arvonmäärittäminen	33-35
Taulukot ja vastuuvapauslauseke	36-43

Fiskars-konserni lyhyesti

Fiskars-konserni on suomalainen bränditalo ja kuluttajatuoteyhtiö. Yhtiön päätuoteryhmät liittyvät kotiin, askarteluun, puutarhanhoitoon, ulkoiluun, ruoanlaittoon ja sisustamiseen. Fiskars-konserni myy tuotteita yli 100 maassa brändiportfolioilla, johon kuuluu kansainvälisesti tunnettuja brändejä kuten Fiskars, Georg Jensen, Gerber, Iittala, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood.

1649

Perustamisvuosi

1915

Listautuminen

1 157 MEUR

Liikevaihto 2024

111 MEUR (9,6 % liikevaihdosta)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2024

51 %

Euroopan osuus liikevaihdosta

6 446

Henkilöstö keskimäärin 2024 (FTE)

2016-2019

2016 tehtyä WWRD-yritysosasto sulateltiin pitkään mm. lukuisilla tehostamisohjelmilla. Tämä johti liikevaihdon laskuun ja 2019 myös heikkoon kannattavuuteen

2020-22

Koronan tuoma kotoilutrendi tuki kysyntää 2020-21

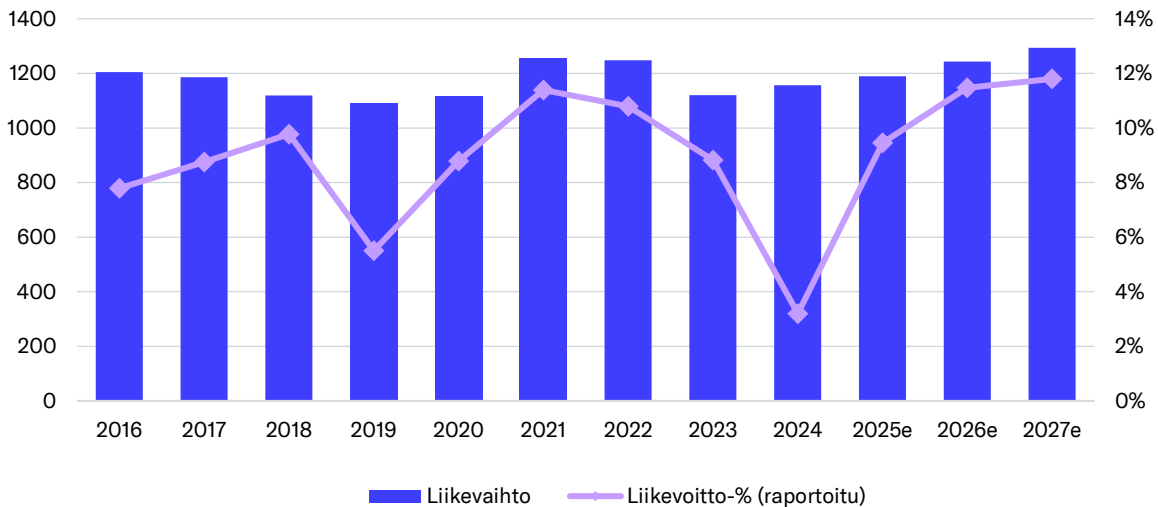
Samalla kannattavuus parani mielestämme myös rakenteellisesti

2023-24

Korona-ajan päättymisen ja heikentynyt kuluttajien ostovoima painoi kysyntää

Georg Jensen – yritysosto lokakuussa 2023 tuki kasvua

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Lähde: Fiskars, Inderesin ennusteet

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/11

Fiskars-konserni lyhyesti

Fiskars on Suomen vanhin yritys ja se on perustettu vuonna 1649. Yhtiö palvelee ihmisiä ympäri maailmaa brändiportfolioillaan, johon kuuluu tunnettuja brändejä, kuten Fiskars, Gerber, Iittala, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood sekä tuoreimpana vuoden 2023 lopussa hankittu Georg Jensen. Fiskars-konsernin tarkoitus on: Edistysellistä muotoilua, joka tekee arjesta ainutkertaista.

Fiskars-konsernilla on toimintaa noin 30 eri maassa, ja sen tuotteita on saatavilla yli 100 maassa. Yhtiön suurimmat markkina-alueet ovat Eurooppa (51 % liikevaihdosta) ja Pohjois-Amerikka (29 % liikevaihdosta). Vuoden 2024 lopussa Fiskars-konsernilla oli noin 500 omaa myymälää, joista suurin osa sijaitsee Aasian ja Tyynenmeren alueella.

Yhtiö on jakaantunut kahteen itsenäiseen yhtiöön

Fiskars-konserni muutti organisaatorakennettaan vuoden 2023 lopulla ja koostuu nykyisin kahdesta segmentistä: Fiskars ja Vita. Vuoden 2025 alusta segmenttien itsenäisyyttä lisättiin eriyttämällä ne toiminnallisesti itsenäisiksi yhtiöiksi. Juridisen rakenteen osalta muutoksen odotetaan olevan valmis Q1'26 loppuun mennessä. Yhtiöiden sisällä vastuuta on jaettu vahvasti yksittäisille brändeille.

Vita-segmentti muodostuu yhtiöön viimeisen 20 vuoden aikana ostetuista liiketoiminnoista, kun taas Fiskars-segmentti sisältää nimensä mukaisesti pääasiassa perinteisen Fiskars-brändin tuotteita, jotka aiemmin kuuluivat Terra- ja Crea-segmentteihin. Fiskars-konserni raportoi myös Muut-segmentin. Konsernihallinnon tehtävänä on nykyisin brändiportfolion hallinta operatiivisen

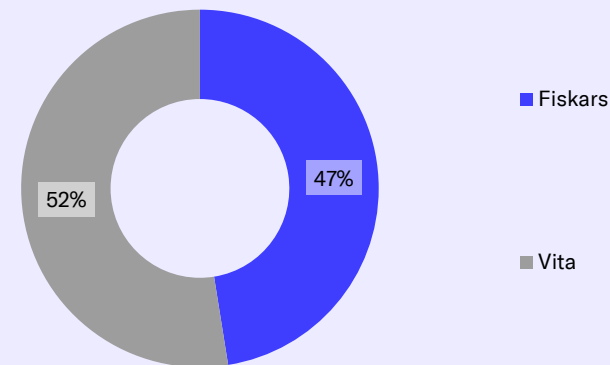
toiminnan sijaan. Jakautuminen kahteen segmenttiin on mielestämme looginen, huomioiden mm. niiden erilainen jakelukanavalogiikka ja Fiskars-brändin iso rooli aiemmissa Terra- ja Crea-segmenteissä. Uusi rakenne mahdollistaa myös rakennejärjestelyjä, joista Vita-segmentin erillinen listautuminen tai myynti on mielestämme todennäköisin vaihtoehto.

Fiskars-segmentti (47 % liikevaihdosta) tarjoaa välineitä ja työkaluja puutarhaan, ruuanlaittoon, askarteluun (etenkin sakset) ja ulkoiluun. Segmentin selkeästi suurin brändi on Fiskars, jonka lisäksi siihen sisältyy veitsi/ulkoilubrändi Gerber. Fiskars-segmentin myynti painottuu kausiluonteisesti vuoden ensimmäiselle puoliskolle. Segmentin tuotteita myydään lähes yksinomaan kolmansien osapuolten myymälöissä.

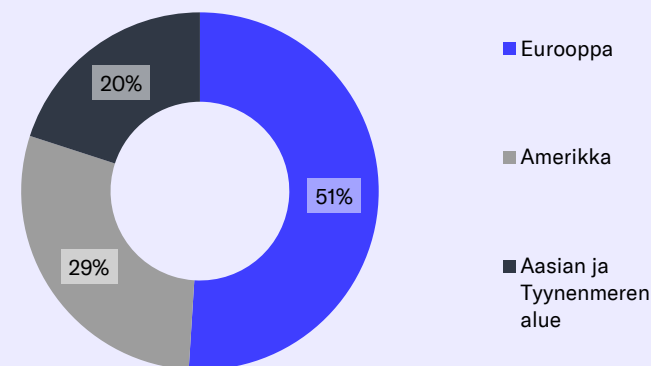
Vita-segmentti (52 % liikevaihdosta) koostuu konsernin kattaus-, lasi-, sisustus- ja korukategorioista. Vita on hinnaltaan usein premium-/luksustasoa. Iittala, Georg Jensen, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood -brändit ovat suurimmat brändit. Segmentin tuotteille loppuvuoden juhlaesonki on erittäin tärkeä, minkä vuoksi sen liikevaihto ja -voitto painottuvat vuoden viimeiselle neljännekselle.

Muut-segmentti sisältää konsernin sijoitukset, kiinteistöyksikön, konsernitoiminnot ja yhteiset palvelut. Sen liikevaihto on konsernin tasolla marginaalinen ja tulos negatiivinen, koska kaikkia konsernihallinnon kuluja ei jaeta yksiköille ja siten ne jäävät muut-segmenttiin.

Segmenttikohtainen liikevaihto

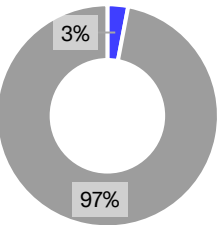
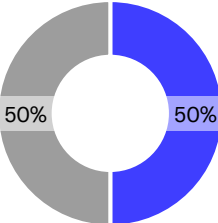


Maantieteellinen liikevaihto



Lähde: Fiskars

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/11 – segmenttien yleiskuvaus

Liiketoiminta-alue (osuus 2024 liikevaihdosta)	Tärkeimmät tuotekategoriat ja brändit		Päämarkkinat	Jakelukanavat
Fiskars (47 %)		- Puutarhanhoitotuotteet (Fiskars) 54 % - Ulkoilu (Gerber) 16 % - Sakset (Fiskars) 13 % - Ruuanlaitto (Fiskars) 10 %	- USA (~50 %) - Pohjois- ja Keski-Eurooppa (~45 %)	 - Suora kuluttajamyynä - Epäsuora/Tukku myynä
Vita (52 %)		- Kattaus ~70 % - Sisustus ~20 % - Korut ~10 %	- Eurooppa (55 %), etenkin Pohjois-Eurooppa ja Iso-Britannia - Amerikat (10 %), etenkin USA - Aasia ja Tyynimeri 35 % (etenkin Kiina, Japani ja Australia)	 - Suora kuluttajamyynä - Epäsuora/Tukku myynä
Muut (>1 %)		- Konsernihallinto - Fiskarsin ruukki, kiinteistöt sekä maa- ja metsäomaisuus		

Lähde: Fiskars, Inderesin arviot. Kaikki luvut 2024 liikevaihdosta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/11 – pääbrändit*

Brändi	% liikevaihdosta	Kuvaus	Perustettu	Osaksi Fiskarsia	Segmentti
 FISKARS	38 % ² (~450 MEUR)	Tuotteet puutarhanhoitoon, ruoanlaittoon ja askarteluun	1649	1649	Fiskars
 GEORG JENSEN ESTABLISHED 1904	12 % ¹ (~140 MEUR)	Tanskalainen luksusbrändi koruissa ja kodintuotteissa	1904	2023	Vita
 ROYAL COPENHAGEN BY APPOINTMENT TO THE ROYAL DANISH COURT	10 % ¹ (~110 MEUR)	Luksustason tanskalaisia posliinituotteita: sisustus ja kattaminen	1775	2013	Vita
 WEDGWOOD MADE IN ENGLAND JW 1759	8 % ¹ (~90 MEUR)	Luksustason posliinisia ruoka- ja teeastioita sekä koriste-esineitä	1759	2015	Vita
 GERBER	8 % ¹ (~90 MEUR)	Veitset, monitoimityökalut ja ongelmanratkaisutuotteet	1939	1986	Fiskars
 IITITALA 1881	8 % ¹ (~80 MEUR)	Pohjoismaista muotoilua: sisustus, kattaminen, lahjatavarat	1881	2007	Vita
 WATERFORD	6 % ¹ (~55 MEUR)	Irlantilaista kristallia: sisustus, kattaminen, lahjat	1783	2015	Vita
 MOOMIN ARABIA FINLAND	4 % ¹ (~45 MEUR)	Strateginen yhteistyö Rights & Brandsin kanssa (Muumi-brändin haltija), astioita ja myös tekstiilejä	2016	2016	Vita
 ROYAL DOULTON LONDON 1815	< 2 % ²	Englantilainen kattamis- ja sisustusbrändi	1815	2015	Vita
 Rörstrand	< 2 % ²	Ruotsalainen astiasarjabrändi, Euroopan 2. vanhin posliinituotemerkki	1726	2007	Vita
 ARABIA 1873	< 2 % ²	Suomalainen astiasarjabrändi	1873	2007	Vita
 HACKMAN®	< 2 % ²	Ruokailuvälineet (keitto- ja paistinastiat siirretty aiemmin Fiskars-brändin alle)	1789	2007	Fiskars
 ROYAL ALBERT ENGLAND 1904	< 1 % ²	Englantilainen lahjatavarabrändi: kukkaiset teeastiat	1896	2015	Vita

*Lista ei sisällä kaikkia Fiskarsin omistamia brändejä Lähde: 1) Raportoituja lukuja vuodelta 2024 2) Inderesin arvio liikevaihdon kokoluokasta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/11 – Vita-segmentti

Premium- ja luksustuotteita kattamiseen, lahjatavaroihin ja sisustamiseen

Vita-segmentti tarjoaa premium- ja luksustuotteita kattamiseen, lahjatavaroihin ja sisustamiseen. Vuonna 2024 segmentin liikevaihto oli 605 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 48 MEUR (7,9 %:n marginaali). Selkeä enemmistö Fiskars-konsernin henkilöstöstä työskentelee tässä segmentissä. Korkea henkilöstömäärä johtuu yhtiön lukuisista käsityövaltaisista omista tehtaista (esimerkiksi lasinpuhallus ja posliininmaalaukset) sekä useista omien brändien myymälöistä.

Vita on koottu yrityskaupoilla

Segmentti on muodostunut pääosin neljästä yritysostosta: littala Groupista vuonna 2007, Royal Copenhagenista vuonna 2013, WWRD:stä vuonna 2015 ja Georg Jensenistä vuonna 2023. Seuraavalla sivulla kuvataan yritysostokohteita kaupantekohetkellä ja niiden brändejä. Arviomme mukaan näistä Royal Copenhagen on ollut selvästi onnistunein osto, ja brändi on kasvanut Fiskarsin omistuksessa hyvin. littalan kehitys on ollut keskinkertaista (tai viime vuoden lukujen valossa heikkoa), ja WWRD oli mielestämme selkeä epäonnistuminen. Tämä johtui siitä, että WWRD:n liikevaihto Fiskarsin ostaessa sen painottui laskeviin myyntikanaviin, kuten taantuviin tavarataloihin, sekä alennusmyynteihin. Tämän seurauksena Fiskars joutui karsimaan voimakkaasti WWRD:n brändien myyntiä ja tekemään kululeikkauksia ennen kannattavuuden elpymistä.

Nykyisin entisten WWRD-brändien tulos on arviomme mukaan vaihteleva. Wedgwood on kehittynyt hyvin, mutta Waterfordia ovat vaivanneet pitkäaikaiset

kannattavuushaasteet. Muut brändit (Royal Doulton, Royal Albert ja Rogaska) ovat pieniä, ja uskomme niiden kannattavuuden olevan segmentin keskitason alapuolella. Näitä ja muita ns. taktisia brändejä käytetään täydentämään tiettyjen jakelukanavien valikoimaa, joihin ei haluta sijoittaa yhtiön luksus- tai premiumbrändejä. WWRD-brändien myynti oli arviomme mukaan vuonna 2024 alle 200 MEUR, kun se Fiskarsin ostaessa yhtiön vuonna 2015 oli 400 MEUR. Nykyiseen tulostasoon nähden Fiskarsin maksama 400 MEUR oli mielestämme selvästi liikaa. Kaupan teki kuitenkin edellinen johto, ja brändit ja nykyiset tuotteet ovat käsityksemme mukaan kelvollisessa kunnossa. Georg Jensen -oston onnistumista voidaan arvioida vasta 1–2 vuoden kuluttua, mutta alku on ollut erittäin lupaava tuloksen parannuttua selvästi vuonna 2024.

Brändeillä entistä vahvempi rooli

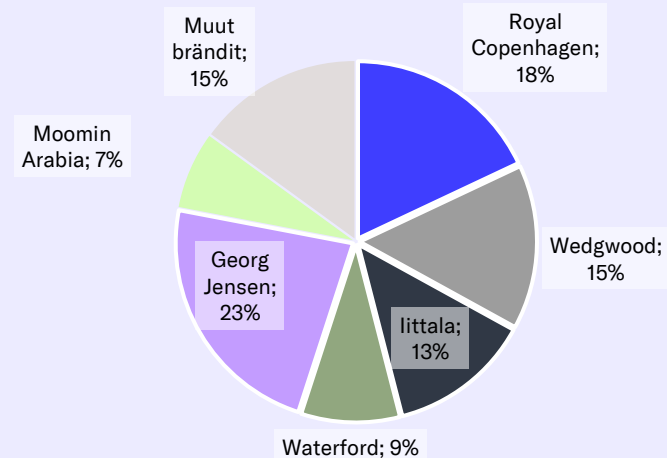
Fiskarsin 2023 tekemän organisaatiouudistuksen myötä brändiorganisaatioiden roolia vahvistettiin, ja nykyisin brändit ovat itsenäisiä, tulosvastuullisia yksiköitä. Vita-segmentissä hyödynnetään yhtiön skaalaetuja esimerkiksi vuokratilojen, IT-kehityksen, alihankinnan, logistiikan ja tukkuasiakkaiden osalta.

Tällainen organisoituminen helpottaa uusien brändien liittämistä Fiskars-konserniin, koska on selvää, mitkä toiminnot integroidaan. Yhtiö onkin avoin uusille yritysostoille, joiden liikevaihto olisi oletettavasti yli 100 MEUR, jotta brändi on riittävän merkittävä Fiskarsin kokonaisuudessa. Velkarahalla tämä ei ole kuitenkaan mielestämme ainakaan tänä vuonna mahdollista. Näkisimme myös hyvänä keskittyä Vitan kannattavuuden parantamiseen ennen uusia ostoja.

Vita-segmentin kehitys



Vitan liikevaihto brändeittäin



Lähde: Fiskars

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/11 - Vita-segmentti on muodostunut yrityskaupoista

	2007 Iittala Group	2013 Royal Copenhagen	2015 WWRD	2023 Georg Jensen
Liikevaihto	190 MEUR	66 MEUR	402 MEUR	158 MEUR
Kannattavuus	Liikevoitto 17 MEUR	Liikevoitto 5 MEUR	Liikevoitto 31 MEUR	Liikevoitto 15 MEUR
Kauppahinta	230 MEUR (EV/S 1,2x; EV/EBIT 14x)	66 MEUR (EV/S 1,0x; EV/EBIT 13x)	406 MEUR (EV/S 1,0x; EV/EBIT 13x)	155 MEUR (EV/S 1,0x; EV/EBIT 10x)
Omia kauppvoja	Noin 30 kpl, lisäksi yli 50 shop-in-shoppiä Euroopassa ja Japanissa	12 kpl Tanskassa, Koreassa ja Japanissa	76 kpl omia, noin 150 kpl shop-in-shoppeja	~100 kpl
Henkilöstömäärä	1350	650	~3800	~1200
Myyjä	ABN Amro Capital	Axcel	KPS Capital Partners	Investcorp
Päätuotemerkit	Iittala, Arabia, Hackman	Royal Copenhagen	Waterford, Wedgwood, Royal Doulton, Royal Albert ja Rogaska	Georg Jensen
Tuotetarjooma	Ruokailuastia, lasit, sisustustavarat	Luksustason kattaus- ja sisustusastiat	Laaja brändiportfolio ruokailu- lasi- ja sisustustavaroita. Hintataso premium/luksus	Luksustason korut ja kodintuotteet

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/11 – Vita-segmentti

Tuotekategoriat

Vita-segmentin suurin tuotekategoria on ruokailuastiat, joiden arvioimme tuovan noin puolet segmentin liikevaihdosta vuonna 2024. Lähes kaikilla segmentin brändeillä on ruokailuastiavalikoima. Muita merkittäviä kategorioita ovat sisustus ja juoma-astiat sekä Georg Jensen -oston myötä uutena kategoriana tulleet korut. Tuoteportfolio kattaa laajan hintahaitarin arkisista edullisista tuotteista luksustuotteisiin, kuten Georg Jensen, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood.

Yhtiö pyrkii laajentamaan Vita-brändien valikoimaa kattamaan laajemmin kodin ja sisustamisen kategorioita, kuten pyyhkeitä, lakanoita ja peittoja, eikä ainoastaan nykyistä vahvaa astiapainotteisuutta. Laajentumisesta on vasta vähän näyttöjä, mutta uskomme, että osa pääbrändeistä voi ajan myötä onnistua tässä.

Puolet myynnistä omilla kanavissa

Vita-segmentin liikevaihto jakautuu tasan tukku- ja omien kanavien kesken. Tukkumyynnin kautta tuotteet päätyvät mm. Macy'siin, Bloomingdale'siin, Stockmannille ja Harrodsiin. Tasokkaat myyntikanavat sopivat segmentin premium- ja luksusluokan tuotteille.

Omiin kanaviin lukeutuvat myymälät, shop-in-shopit, outletit ja verkkokauppa. Viidellä pääbrändillä on selvästi muita brändejä enemmän omia myymälöitä. Omat kanavat ovat tärkeitä brändin rakentamiselle, asiantuntevalle palvelulle sekä konsernin muiden brändien esittelylle. Ne luovat myös kasvumahdollisuuksia. Myymälät parantavat bruttokatetta, mutta kasvattavat myös myynti- ja markkinointikuluja, mikä on näkynyt konsernin kulurakenteessa Vita-segmentin yrityskauppojen jälkeen. Myymälöiden myynnin kasvu ei siis

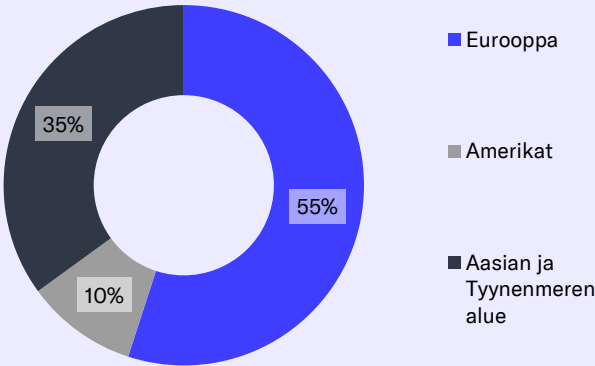
välttämättä paranna liikevoittomarginaalia, toisin kuin oman verkkokaupan kasvu, joka on lähtökohtaisesti hyväkatteista. Omat myymälät kiinteine kuluineen on tukkukauppaa riskisempää.

Vuoden 2024 lopussa omia myymälöitä oli noin 500, joista kolmannes yhtiön operoimia ja loput shop-in-shoppeja. Puolet myymälöistä sijaitsee Aasiassa, missä markkinat ovat brändivetoisia ja Fiskars-konsernilla ei ole yhtä vahvaa tukkumyynnin historiaa kuin länsimaissa. Aasiassa myymälöitä on mm. Iittalan, Georg Jensenin, Royal Copenhagenin ja Wedgwoodin brändeillä. Georg Jensen -kaupan myötä Australiassa on lähes sata omaa myymälää. Loput myymälät sijaitsevat Euroopassa, pääosin Iittalan, Georg Jensenin ja Royal Copenhagenin brändeillä. Amerikassa ei ole omia myymälöitä, sillä aiemmat WWRD:n brändien (esim. Waterford ja Wedgwood) myymälät on pääosin suljettu.

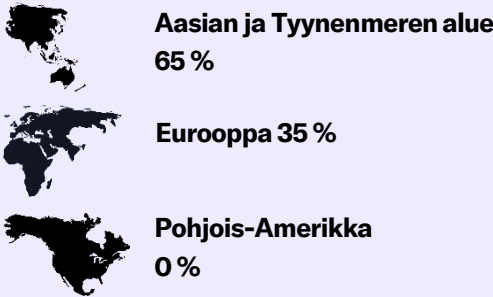
Suoran kuluttajamyynnin kasvattaminen on yksi Fiskarsin strategisista tavoitteista ja se tapahtuu jatkossakin lähinnä Vita-segmentissä. Suora kuluttajamyyni ei viime vuonna kasvanut, mutta liikevaihdon laskiessa orgaanisesti ja Georg Jensenin tullessa yhtiön lukuihin (jossa oli paljon omia myymälöitä), sen osuus kasvoi. Yhtiö lisäsi kuitenkin omien myymälöidensä määrää viime vuonna, joten vertailukelpoisesti myynti omilla kanavissa laski.

Vita-segmentin liikevaihto ja tulos painottuvat vuoden jälkimmäiselle puoliskolle ja etenkin Q4:lle. Viime vuosina noin 35 % segmentin liikevaihdosta ja 70 % liikevoitosta syntyivät Q4:llä, H1:n jäädessä nollatasoon. Loppuvuoden juhlaesonki on segmentille erittäin tärkeä, sillä näitä tuotteita ostetaan usein lahjaksi.

Vita-segmentin liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2024



Myymälöiden maantieteellinen jakauma



Lähde: Fiskars

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/11 – Fiskars-segmentti

Fiskars-segmentti muodostettiin 2023 lopulla yhdistämällä aiemmat Terra- ja Crea-segmentit. Sen pääbrändi on Fiskars (noin 80 % segmentin liikevaihdosta) ja toinen, selvästi pienempi brändi, Gerber (16 % liikevaihdosta). Vuonna 2024 segmentin liikevaihto oli 550 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 77 MEUR (marginaali 14,1 %).

Fiskars-segmentin suurin tuotekategoria on Puutarhanhoito (54 % liikevaihdosta vuonna 2022), johon kuuluvat esimerkiksi Fiskars-brändin haravat ja kirveet. Ulkoilu-kategoria (16 %) koostuu Gerberin tuotteista, kuten erikoisveitsistä ja monitoimityökaluista. Muita merkittäviä tuoteryhmiä ovat Sakset (13 %), Ruuanlaitto (10 %) ja Askartelu (5 %).

Fiskars ja Gerber ovat segmentin kärkibrändit

Fiskars-brändin tuotteita löytyy lähes kaikista segmentin tuotekategorioista. Tunnettuja Fiskars-brändin puutarhatuotteita ovat kirveet, haravat, lapiot, pensasleikkurit ja sahat. Aiemman Crea-segmentin tuotteisiin Fiskars-brändillä kuuluvat klassiset oranssikävyttävät sakset, paperileikkurit, keittiövälineet, keitto- ja paistoastiat sekä veitset. Fiskars-brändin tuotteita myydään useimmissa konsernin toimintamaissa, ja brändi on Yhdysvalloissa suurin puutarhanhoitoon keskittyvä brändi sekä suurin saksibrändi.

Gerber on yhdysvaltalainen ulkoilubrändi, joka tunnetaan monitoimityökaluista ja veitsistä, joita käytetään esimerkiksi retkeilyssä, vaeltamisessa, metsästyksessä ja kalastuksessa. Gerberin valikoimaan kuuluu myös retkikirveitä, kenttälapioita ja muita tuotteita, joita esimerkiksi Yhdysvaltain armeija käyttää. Gerber on vahva

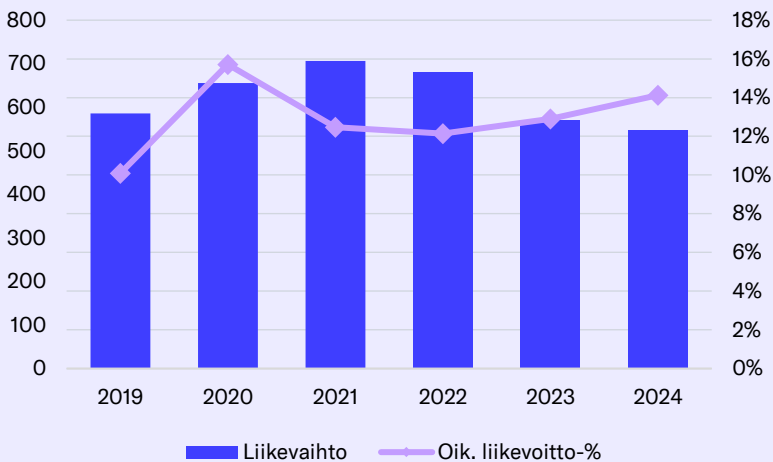
Pohjois-Amerikassa, mutta muualla maailmassa sen markkinaosuus on pieni. Viime vuosina Gerber on pyrkinyt laajentamaan tuotevalikoimaansa uusiin kategorioihin ja profiloitumaan enemmän vapaa-ajan ja ulkoilun brändiksi kuin pelkästään veitsi- ja armeijabrändiksi. Maantieteellinen laajentuminen, josta erityisesti Euroopan osalta on keskusteltu, ei ole mielestämme todennäköistä lähitulevaisuudessa.

Segmenttiin kuuluu myös lukuisia yritystojen kautta tulleita pieniä paikallisia brändejä, joiden yhteenlaskettu liikevaihto on konsernille kuitenkin vähäinen. Koska kansainvälisillä pääbrändeillä on havaittu olevan paremmat kasvunäkymät ja kannattavuus, Fiskars on panostanut vähemmän pienempien brändien myyntiin, markkinointiin ja tuotekehitykseen. Joitakin pienempiä brändejä, kuten Hackmanin keitto- ja paistoastiat, on myös sulautettu Fiskars-brändiin. Pieniä brändejä käytetään ns. taktisesti täydentämään tiettyjen jakelukanavien valikoimaa.

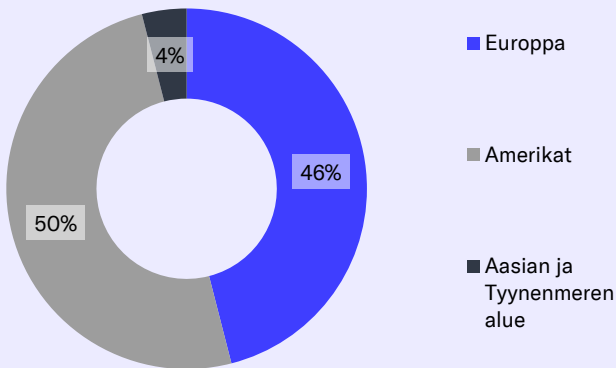
Jakelu käytännössä täysin kolmansien osapuolien tekemää

Fiskars-segmentin puutarhatuotteita myydään rautakaupoissa, rakennustarvikeliikkeissä ja puutarhamyymälöissä. Pohjois-Amerikassa suuret vähittäiskauppaketjut, kuten Home Depot ja Walmart, myyvät tuotteita sekä kivijalkamyymälöissään että verkkokaupoissaan. Muiden tuoteryhmien jakelukanavat vaihtelevat suurista marketeista pieniin erikoisliikkeisiin. Laajan jälleenmyyjäverkoston ansiosta vain 3 % segmentin myynnistä on suoraa kuluttajamyyntiä.

Fiskars-segmentin kehitys



Fiskars-segmentin liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2024



Lähde: Fiskars, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/11 – Fiskars-segmentti

Fiskars-segmentillä ei ole omia myymälöitä, mutta joitakin segmentin tuotteita myydään Vita-segmentin myymälöissä, kuten littala-myymlöissä Suomessa. Segmentin tuotteita myydään myös yritysasiakkaille.

Fiskars-segmentin tuotteilla on potentiaalia sekä Fiskars-konsernin omissa myymälöissä että verkkokaupassa. Esimerkiksi puutarha-alan kilpailijalla Gardenalla verkkokauppa kattoi jo vuonna 2021 noin 25 % myynnistä. Fiskars-konserni kuitenkin näyttää panostavan tässä segmentissä enemmän jälleenmyyjäverkostoon eikä pyri merkittävästi kasvattamaan omaa vähittäiskauppaansa. Kypsät markkinat, Fiskars-segmentin kohtuullisen hyvät markkina-asemat ja valittu strategia viittaavat siihen, että segmentin taloudellinen kehitys on melko tasaista.

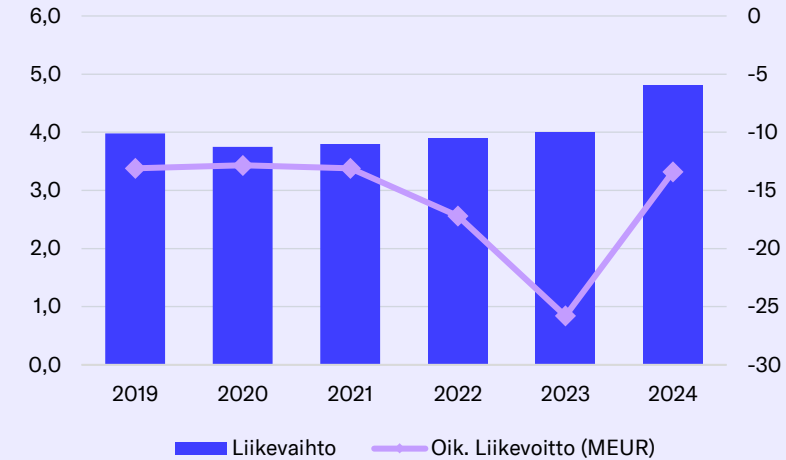
Kausiluonteisesti vahva paino H1:llä

Segmentin tulos painottuu puutarhatuotteiden takia vuoden ensimmäiselle puoliskolle eli kevät- ja kesäsesonkiin. Entisten Crea-tuotteiden kausiluonteisuus on vähäisempää, joskin koulujen alku on tärkeä sesonki etenkin Yhdysvalloissa. Tämä tukee toisen ja kolmannen vuosineljänneksen lukuja. Viime vuosina yli 70 prosenttia vertailukelpoisesta liikevoitosta on tehty vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Koska sesongin kysyntä on jossain määrin sääriippuvaista, sääolosuhteilla on selvä vaikutus Fiskars-segmentin tuotteiden myyntiin.

Muut-segmentti

Muut-segmentti sisältää yhtiön maa- ja kiinteistöomaisuutta. Se luo marginaalisesti liikevaihtoa (noin 5 MEUR vuodessa), mutta sisältää myös konsernin yhteiset kulut, jonka vuoksi segmentin tulos on selvästi negatiivinen (oik. liikevoitto -13 MEUR vuonna 2024).

Muut-segmentin kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/11 – Raaka-aineet ja tuotanto

Raaka-aineiden hankinta

Fiskars-konsernin laaja tuotevalikoima edellyttää monien eri raaka-aineiden käyttöä. Vita-segmentin premium-luokan lasi- ja posliinituotteiden valmistuksessa käytetään muun muassa hiekkaa, savea ja luuta. Lasin käsittely on ammattitaitoista käsityötä, mutta myös energiantensiivistä. Rogaskan lasitehdas käyttää merkittävästi maakaasua, litalan tehtaalla se on korvattu sähköllä. Lasitehtaiden jatkuvan prosessin vuoksi tuotanto on jäykkää eikä reagoi nopeasti kysynnän muutoksiin. Tämä on heikentänyt yhtiön lasibrändien (littala, Waterford) tulosta volyyymien laskiessa.

Fiskars-segmentin tuotteissa, kuten saksissa, paistinpannuissa ja kirveissä, käytetään pääasiassa metalleja ja muoveja. Yksittäisten raaka-aineiden osuus loppuhinnoista on melko pieni, ja merkittävä osa kustannusrakenteesta muodostuu työstä. Premium-luokan design-tuotteissa suunnitteluun, myyntiin ja markkinointiin panostetaan paljon, mikä nostaa tuotteen hintaa. Tuotantokustannukset ovat siis suhteellisen pienet myyntihintaan verrattuna, eli bruttokate on korkea (konsernitasolla ~49 % ja Vitassa selvästi korkeampi, lähempänä 60 %:a). Raaka-aineiden hankinta ja tuotanto tapahtuvat useissa eri maissa ja valuutoissa, mikä hajauttaa raaka-aineiden ja valuuttakurssien vaihteluiden riskiä.

Oma tuotanto on vähän yli puolet kokonaisuudesta

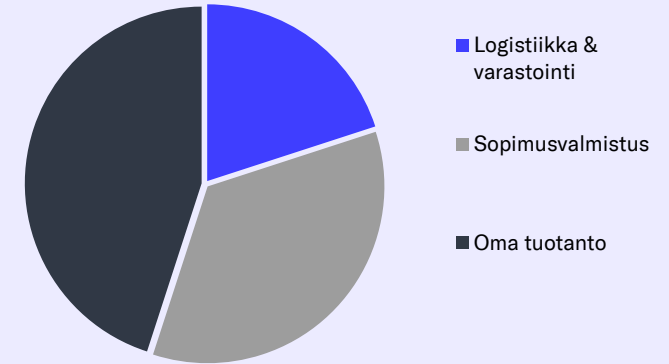
Muutama vuosi sitten yli puolet Fiskars-konsernin tuotteista valmistettiin alihankintana. Volyymien laskiessa yhtiö on vähentänyt alihankintaa enemmän kuin omaa tuotantoaan,

joten konsernin kulujen osalta oma tuotanto on nyt suurempaa kuin alihankinta.

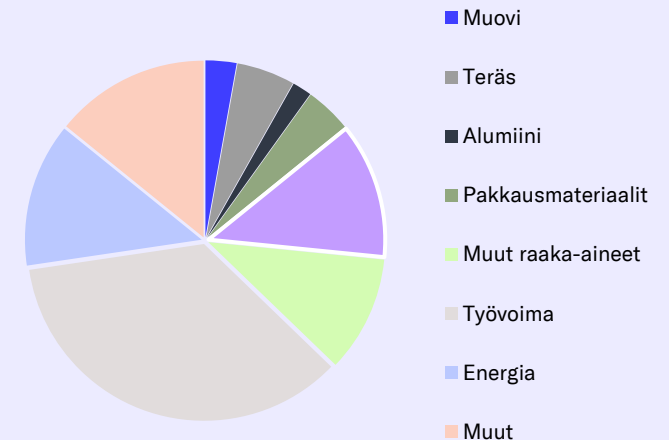
Fiskars-konsernilla on noin 170 valmiiden tuotteiden toimittajaa sekä laaja raaka-aineiden, komponenttien ja palvelujen toimittajaverkosto. Jotkut alihankkijoista ovat Fiskarsin pitkäaikaisia kumppaneita. Esimerkiksi yksityiskohtaisten muottien vuoksi valmistajia ei voida helposti kilpailuttaa, mikä syventää kumppanuussuhdetta. Lisäksi Fiskarsin korkeat laatuvaatimukset ovat merkittävä tekijä kumppanuuksia solmittaessa. Konsernin suurimmat alihankintavolyymit tulevat Kiinasta, Thaimaasta ja Vietnamista. Kiinan osuus on aiemmin ollut noin puolet alihankinnasta, mutta se on laskenut noin 15 %:iin. USA:n nousevien tullien takia Fiskars on pyrkinyt monipuolistamaan tuotantojälkeään ja vähentämään Kiinan osuutta etenkin USA:han menevien tuotteiden tuotannossa.

Alihankinnan ostot hinnoitellaan tyypillisesti Yhdysvaltain dollareissa, mikä altistaa yhtiön valuuttakurssien vaihteluille. Yhtiö suojaaa kuitenkin valuuttapositionaan noin vuoden eteenpäin, jolloin sillä on aikaa varautua valuuttakurssimuutoksiin esimerkiksi hinnankorotuksilla.

Myytyjen tavaroiden hankintamenojakauma (COGS)



Oman tuotannon kustannusrakenne



Lähde: Fiskars, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 10/11 – Fiskarsin tuotantopisteet

Sijainti	Brändi	Segmentti	Tuotekategoriat
Isommat tehtaot			
Indonesia, Banten	Wedgwood, Royal Albert, Royal Doulton	Vita	Keraamisia astiota ja sisustustuotteita
Slovenia, Rogaska	Rogaska, Waterford	Vita	Kristallisia lasi- ja lahjatavaratuotteita
Thaimaa, Saraburi	Royal Copenhagen	Vita	Keraamisia astiota
Puola, Slupsk	Fiskars	Fiskars	Leikkuutyökaluja ja lapiota
Suomi, Iittala	Iittala	Vita	Juomalaseja, lautasia, kulhoja, maljakoita, taide-esineitä
Suomi, Billnäs	Fiskars	Fiskars	Kirveitä, saksia, lumityökaluja
USA, Portland	Gerber	Fiskars	Veitsiä ja monitoimityökaluja
Thaimaa, Chiang Mai	Georg Jensen	Vita	Korut
Pienemmät tehtaot			
Irlanti, Waterford	Waterford	Vita	Kristallilasi tuotteita
Suomi, Sorsakoski	Fiskars	Fiskars	Kattiloita ja pannuja
Englanti, Barlaston	Wedgwood	Vita	Keraamisia astioita ja lahjatavaroita
Tanska, Kööpenhamina	Royal Copenhagen	Vita	Kustomoituja tilaustuotteita posliinista
Tanska, Kööpenhamina	Georg Jensen	Vita	Hopeatuotteet, tarjoiluastiat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 11/11

Omistusrakenne on keskittynyt

Fiskars-konsernin omistus on vahvasti keskittynyt Ehrnroothien suvulle, jonka jäsenten sijoitusyhtiöt pitävät hallussaan omistajalistan kolmea kärkipaikkaa. Yhteensä suvun omistusosuus yhtiöstä on yli 40 %. Myös Ehrnroothien/Fromondien ja Hartwallien suvuista löytyy useita merkittäviä henkilöomistajia. Instituutiosijoittajista Fiskarsia omistavat pääasiassa kolme suurinta kotimaista eläkeyhtiötä (Varma, Ilmarinen ja Elo). Sijoitusrahastojen omistusosuus on vähäinen. Ulkomaalaisten omistajien osuus on huomattavan pieni, vain vajaat neljä prosenttia. Keskittyneen omistuksen vuoksi 20 suurinta omistajaa hallitsee kahta kolmasosaa yhtiöstä.

Pääomistajilla on kolme paikkaa hallituksessa, jonka puheenjohtajana toimii Paul Ehrnrooth. Yhtiössä on siis selkeä pääomistaja, mikä on lähtökohtaisesti positiivista. Hallituksen muista jäsenistä vain yhdellä neljästä on pieni omistus yhtiössä.

Johdolla hyvä omistus yhtiössä

Nykyinen toimitusjohtaja Nathalie Ahlström aloitti Fiskarsissa 2020. Hänellä on aiempaa taustaa brändien parista Fazerilla ja sitä ennen pakkausteollisuudesta (Amcor ja Huhtamäki), jolloin hän työskenteli myös vuosia Aasiassa. Näemme tämän taustan hyvänä Fiskarsin johtoon.

CFO:na on 2021 alkaen toiminut Jussi Siitonen, joka tuli osakemarkkinoillekin tutuksi Amer Sportsin CFO:na vuosina 2010-21. Amer teki Jussin CFO-kaudella merkittävän käänteen heikosti suoriutuvasta holding-yhtiöstä integroidummaksi ja kasvavaksi

kuluttajatuotekokonaisuudeksi. Fiskars-konsernin strategia on sisältänyt ja sisältää hyvin paljon samoja elementtejä kuin Amer Sportsin 2010 lanseeraama strategia ja näemmekin Jussin taustansa puolesta hyvänä henkilönä Fiskarsiin toteuttamaan strategiaa.

Ahlströmillä on noin 137 000 Fiskarsin osaketta ja Siitosella noin 84 000, joten molemmilla on merkittävät omistukset yhtiössä, joita he ovat asteittain lisänneet. Pidämme tätä erittäin hyvänä merkinä johdon sitoutumisesta ja uskosta yhtiöön.

Fiskars-konsernin johtoryhmässä on tänä vuonna tapahtuneen organisaatiomuutoksen jälkeen enää CEO Ahlström (joka hoitaa tilapäisesti myös Vita-segmentin johtajan paikka), CFO Siitonen, Fiskars-segmentin johtaja Steffen Hahn sekä ”operations ja sustainability” johtaja Aamir Shaukat. Johtoryhmässä on Ahlströmin kaudella ollut lukuisia muutoksia. Hahn ja Shaukat ovat aloittaneet yhtiössä 2024 ja 2023.

Fiskarsilla on osakepohjainen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä. Sen piirissä on 45 henkilöä ja niissä on mittarina yhtiön osakkeen kokonaistuotto ja kumulatiivinen vertailukelpoinen EBIT sekä kiertotalouden mukaisten tuotteiden ja palveluiden edistäminen. Vahvemmin operatiiviseen suoritukseen ja esim. pääoman tuottoon tai sen komponentteihin perustuva järjestelmä olisi mielestämme parempi, mutta tietämättä eri mittarien painoa, tämäkin on mielestämme ihan hyvä. Palkitsemiseen liittyy myös vähimmäisvaatimuksia omistumäärille eli osakepalkkioita saavien työntekijöiden tulee omistaa tietty määrä osakkeita.

Suurimmat omistajat 28.2.2025	%-osuus
Viral Oy	15,8 %
Turret Oy	14,1 %
Holdix Oy	12,6 %
Sophie Von Julins Stiftelse	3,2 %
Julius Tallberg Oy	3,2 %
Gerda Gripenberg db	2,5 %
Varma	2,1 %
Ilmarinen	2,0 %
Greta Von Julin kuolinpesä	1,9 %
Elo	1,5 %
Lähde: Inderes	

Sijoitusprofiili 1/2

1 Laaja ja tunnettu brändiportfolio

2 Lupaava kasvustrategia jäänyt heikentyneen kysynnän jalkoihin

3 Vakaa osinkoyhtiö

4 Hyvin hajautettu liiketoiminta

5 Vaisu historiallinen kasvu painaa hyväksyttyä arvostusta

Potentiaali

- Maantieteellinen laajentuminen
- Uusiin tuotekategorioihin laajentuminen
- Kasvu suorassa kuluttajamyynnissä
- Kasvun ja marginaaliparannuksen tuoma pääoman tuoton parantuminen

Riskit

- Kaupan alan digitalisoituminen ja kuluttajien kasvavat vaatimukset
- Kulutuskysynnän heikentyminen ja/tai hidas toipuminen
- Brändiportfolion paisuminen liian isoksi ja monimutkaiseksi
- Uudelleenjärjestely- ja tehostamisohjelmien jatkuminen kertakuluineen

Sijoitusprofiili 1/2

Laaja ja tunnettu brändiportfolio hajauttaa riskiä

Fiskars-konserni on vahvojen, osin ikonisten lifestyle-brändien perhe. Laaja kansainvälinen brändiportfolio hajauttaa liiketoiminnan riskiä usean brändin varaan. Tämä pienentää konsernin kokonaisriskiä, jos yksittäinen brändi menettää kilpailukykyään. Liiketoiminnan hajautus useisiin tuotekategorioihin, yli sataan maahan ja eri jakelukanaviin vakauttaa tulosta ja madaltaa osakkeen riskiprofiilia. Fiskars-brändillä ja USA:n markkinoilla on kuitenkin suuri merkitys yhtiölle.

Vakaa osingonmaksaja

Velalla tehdystä Georg Jensen yrityskaupasta huolimatta Fiskars-konsernilla on suhteellisen vahva tase sekä vakaa tulokunto ja kassavirta. Liiketoiminta on ollut tasaisen kannattavaa, joskin vuoteen 2019 asti melko vaatimattomalla tasolla. Sen jälkeen kannattavuus on vaihdellut kysynnän mukaan. Uskomme yhtiön jatkavan vakaana osingonmaksajana.

Vähäinen historiallinen kasvu ja uudelleenjärjestelyt heikkoutena

Fiskarsin liikevaihto on pysynyt pitkälti samalla tasolla tai jopa laskenut vuodesta 2016, joka oli ensimmäinen vuosi karkeasti nykyisellä brändiportfolioilla (WWRD-oston jälkeen), verrattuna tämän vuoden ennusteeseen. Yhtiö on sittemmin myynyt kasteluliiketoimintansa ja ostanut Georg Jensenin, jonka liikevaihto oli suurempi kuin kasteluliiketoiminnan. Kasvu on ollut yhtiölle pitkään haaste, ja tuloskasvua on tullut pääasiassa tehostamistoimien kautta. Vähäinen kasvu ja toistuvat uudelleenjärjestelyohjelmat kertakuluineen ovat leimanneet

yhtiön sijoitusprofiilia viime vuosikymmenellä ja viime vuonna.

Positiiviset ajurit / potentiaali

Maantieteellinen laajentuminen

Fiskars-konsernilla on laadukkaita brändejä, jotka ovat aliedustettuina tai kokonaan puuttuvat tietyiltä maantieteellisiltä alueilta. Yhtiön strategiassa pyritään hyödyntämään brändien laajentumista uusille markkinoille. Esimerkkeinä viime vuosilta ovat Wedgwoodin ja Royal Copenhagenin laajentuminen Kiinan markkinoille. Kasvuun panostetaan kuitenkin vain kannattavilla brändeillä ja riittävän merkittävillä markkinoilla, ja strategia on osin siirtynyt kasvumaista tärkeisiin kaupunkeihin.

Laajentuminen uusiin tuotekategorioihin

Fiskars voi laajentaa brändejään uusiin tuotekategorioihin. Monilla tunnetuilla brändeillä on potentiaalia tuotekategorioissa, joissa niillä ei vielä ole tuotteita. Yhtiö pyrkii hyödyntämään tätä, mutta uusien tuotteiden kasvaminen merkittävään kokoon vie aikaa.

Negatiiviset ajurit / riskit

Kaupan alan digitalisoituminen ja kuluttajien kasvavat vaatimukset

Monet kaupan alan toimijat ovat viime vuosina kohdanneet haasteita toimialan nopean murroksen ja vaihtelevan kysynnän vuoksi. Kuluttajien suosiessa digitaalisia kanavia on syntynyt painetta varastokapasiteetille, toimitusketjun hallinnalle, verkkokauppojen kehittämiselle ja myymälöiden kannattavuudelle. Samaan aikaan kilpailu on kiristynyt ja

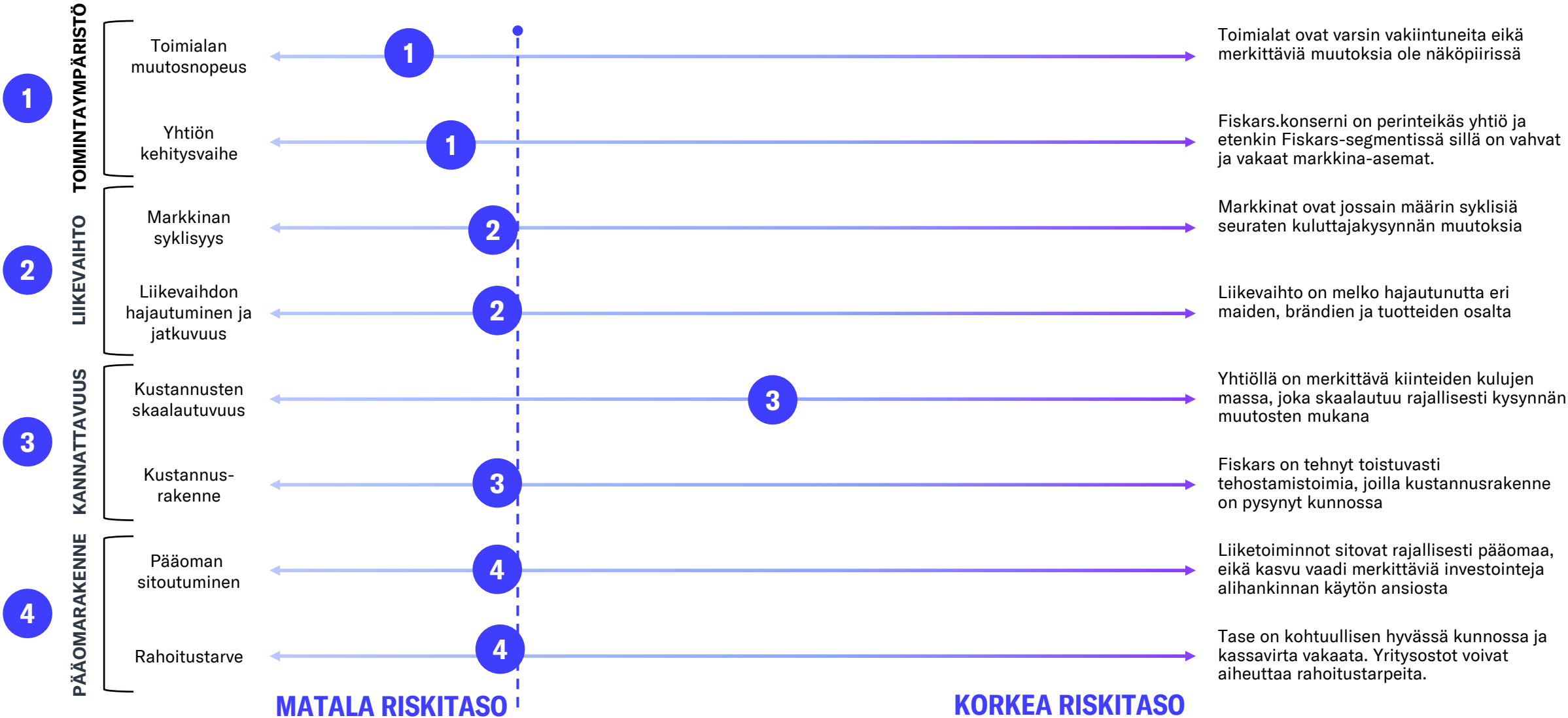
kuluttajien valinnanvaraa on kasvanut paikallisesta globaaliksi. Fiskars-konserni pyrkii hyödyntämään tätä trendiä omassa kuluttajamyynnissään, joten se avaa myös mahdollisuuksia.

Monimutkaisen salkun hallinnan haasteet

Fiskars-konsernilla on vuosien varrella tehtyjen yrityskauppojen myötä kymmeniä brändejä. Vaikka isot brändit tuovat suurimman osan liikevaihdosta, pienemmät paikalliset brändit lisäävät monimutkaisuutta tuotantoon, markkinointiin, varastointiin ja hallintoon. Yhtiö panostaa isompiin brändeihin niiden kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin vuoksi, mutta pienemmillä brändeillä on ajoittain vahva alueellinen asema. Yhtiö etsii myös uusia brändejä yritysostoin, mikä tuo riskejä esimerkiksi hinnan ja brändin kehityksen suhteen.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Fiskars-konsernin
liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Toimiala ja kilpailijakenttä

Kilpailijakenttä on hajanainen

Fiskars-konsernin laajan brändiportfolion ja maantieteellisen läsnäolon vuoksi sen kilpailijakenttä on varsin hajanainen, eikä kaikilla liiketoiminnoilla ole selkeää vahvaa kilpailijaa.

Husqvarnan Gardena Fiskars-segmentin selkein kilpailija

Puutarhatuotteiden (Fiskars-brändi) ja myös koko Fiskars-segmentin selkein kilpailija on mielestämme Husqvarnan omistama Gardena-brändi. Husqvarna on pörssilistattu Ruotsissa, joten Gardenan osalta saadaan myös ajantasaisia numeroita. Gardenan liikevaihto vuonna 2024 oli noin 1,1 mrd. euroa ja sen vertailukelpoinen liikevoittomarginaali oli 6,7 %. Liikevoitto heikkeni selvästi 2022-23 tasosta, joka sekin oli jo historiaan nähden keuhko taso. Yhtiö on siis selvästi Fiskarsin puutarhaliiketoimintaa suurempi, mutta sen kannattavuus on painunut viime vuosina Fiskars-segmenttiä heikommaksi. Gardenan tuotevalikoima on tosin painottunut moottorikäyttöisiin isompiin laitteisiin ja kastelutuotteisiin, kun Fiskarsilla pääroolissa ovat käsikäyttöiset pienet työkalut. Gardena onkin arviomme mukaan kärsinyt enemmän kulutuskysynnän heikentymisestä. Puutarhatuotteiden ollessa nykyään osa Fiskars-segmenttiä (aiemmin Terra), vertailulukuja Fiskarsin puutarhapuolen osalta ei enää saada.

USA:ssa ei käsityksemme mukaan ole merkittäviä valtakunnallisia kilpailijoita puutarhatuotteissa, vaan Fiskars-brändin kilpailijat ovat lähinnä paikallisia brändejä sekä isojen kauppaketjujen omia merkkejä. Saksissa ja askartelussa ei nähdäksemme ole selkeitä suurempia kilpailijoita, eikä ylipäänsä tunnettuja brändejä Fiskarsia lukuun ottamatta.

Fiskars-segmentin toisen pääbrändin Gerberin osalta

liiketoiminta keskittyy USA:han, jossa on lukuisia listaamattomia kilpailijoita. Näistä tunnetuin lienee Leatherman, ja muita on esim. Buck Knives, Kershaw ja Spyderco.

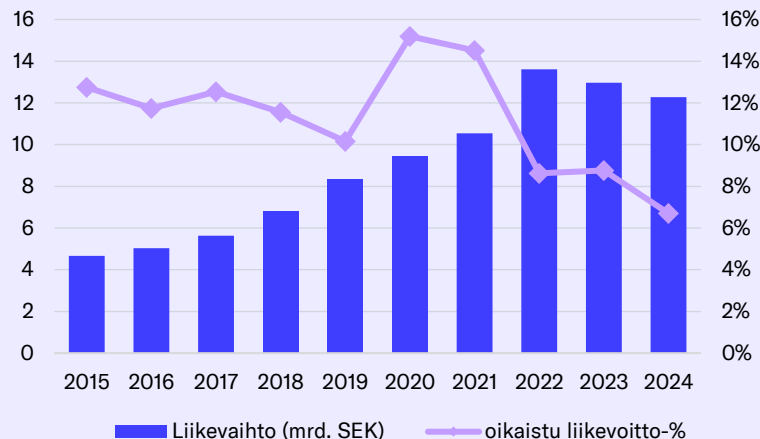
Vita-segmentin kilpailukenttä on fragmentoitunut

Vita-segmentissä Georg Jensen, Royal Copenhagen, Wedgwood ja Waterford brändit kuuluvat luksus-kategoriaan. Täälläkin kilpailu on suhteellisen hajanaista ja esim. Royal Copenhagenilla ei yhtiön näkemyksen mukaan ole selkeää globaalia kilpailijaa, eikä myöskään Kiina-vetoisella Wedgwoodilla. Waterfordin osalta kilpailijoina voidaan mainita esim. Baccarat ja Riedel. Litalan yhtiö pyrkii näkemään enemmän koti-kategorian brändinä kuin pelkkänä astiasto-brändinä. Riedel voidaan nähdä myös litalan kilpailijana ja kotimaisista yhtiöistä Marimekon kodintuotteet kilpailevat litalan kanssa. Marimekon kodintuotteiden kannattavuus on käsityksemme mukaan 15-20 % liikevoittomarginaali. Tämä on merkittävästi litalaa parempi, jonka kannattavuus on ollut viime vuosina Vita-segmentin brändeistä heikoimpia. Tämä johtuu osittain lasituotannon heikosta joustavuudesta.

Ostovoima ja kuluttajaluottamus pääajureita

Kuten kaikilla kuluttajayhtiöillä, näemme kuluttajan ostovoiman ja jossain määrin kuluttajaluottamuksen ajavan yhtiön tuotteiden markkinakysyntää. Fiskars-konsernin osalta on kuitenkin syytä huomioida laaja maantieteellinen peitto sekä merkittävä osuus kalliimman hintakategorian tuotteita, joissa yleisen ostovoiman tai kuluttajaluottamuksen heilahtelut eivät suoraan korreloi. On kuitenkin selvää, että esim. pääbrändiin Fiskarsiin ja siten yhtiön kysyntään vaikuttavat muutokset ostovoimassa ja yleisessä kuluttajakysynnässä, jotka ovat tällä hetkellä heikkoja, vaikka ostovoima onkin paranemassa.

Gardenan kehitys



Lähde: Gardena, Inderes

Historiallinen kehitys 1/3 – ensin yhteen, nyt erilleen

Takana pitkä matka globaaliksi kuluttajatuoteyhtiöksi

Fiskars-konserni on 2000-luvulla keskittynyt kuluttajatuotteisiin ja muuntautui lukuisten yritysostojen ja –myyntien kautta sekavasta holdingyhtiöstä integroiduksi kuluttajabrändien kokonaisuudeksi. Mielenkiintoisesti yhtiö on viime vuosina kulkenut osin eri suuntaan ja konserni on muuttunut takaisin holdingyhtiömäiseksi, operatiivisen toiminnan ollessa segmenttien ja/tai brändien vastuulla. Se on silti selkeä kuluttajatuoteyhtiö, toisin kuin historiassa. Alla keskeisiä muutoksia 2000-luvulta.

Yritysostot, erityisesti Vita-segmentin rakentaminen:

Iittala Groupin osto vuonna 2007 vahvisti Fiskarsin asemaa keittiötuotteissa. Tästä lähtien Fiskars-konserni eteni määrätietoisesti kohti globaalia kuluttajatuoteyhtiötä. Royal Copenhagenin osto vuonna 2013 täydensi Fiskars-konsernin tuotevalikoimaa käsinmaalatulla posliinilla ja vahvisti yhtiön läsnäoloa Pohjoismaiden lisäksi Aasiassa. Vuonna 2015 Fiskars-konserni osti WWRD-yhtiöt ja niiden

luksusbrändien portfolion koti- ja lifestyle-tuotteissa. Georg Jensenin osto vuonna 2023 vahvisti luksustuotteiden valikoimaa entisestään.

Yritysmyynnit

Muutosprosessissaan Fiskars on luopunut brändeistä, joissa se ei ole nähnyt riittävästi potentiaalia tai joille konserni ei ole pystynyt tarjoamaan synergioita esimerkiksi valmistuksen tai myyntikanavien kautta. Joitakin brändejä on myös yhdistetty. Viimeisen 15–20 vuoden aikana Fiskars-konserni on ostanut ja myynyt useita brändejä ja liiketoimintoja, kuten USA:n kasteluliiketoiminnan sekä Leborgnen, Silvan ja Bruntonin brändit. Kaikki yritysostot eivät siis ole sopineet yhtiöön.

Sijoittajan kannalta merkittävänä muutoksena Fiskars-konserni myi asteittain historiallisesti merkittävän Wärtsilä-omistuksensa ja jakoi loput Wärtsilä-osakkeet omistajilleen vuonna 2019. Tämän jälkeen yhtiön osakkeisiin sijoittanut on omistanut puhtaasti kuluttajaliiketoimintaa, mikä on

selkeyttänyt tilannetta.

Muutosohjelmat

Lukuisten yritysjärjestelyjen jälkeen Fiskars-konsernilla on ollut tarve integroida uudet yhtiöt osaksi konsernia ja WWRD:n osalta parantaa heikkoa tuloskehitystä. Tämä on vaatinut paljon työtä, ja käytännössä koko 2010-luvun ajan yhtiöllä oli käynnissä jokin rakenneuudistus- tai tuottavuusohjelma. Näissä ohjelmissa on yhdistelty toiminnanohjausjärjestelmiä, tuotanto- ja toimitusketjuja sekä myyntiyhtiöitä ja tehostettu tai uudelleenjärjestelty toimintaa. Nämä isommat ohjelmat saatiin päätökseen vuonna 2021 ja ne tukivat osaltaan kannattavuuden paranemista ennätystasolle (koronan aiheuttama kysynnän nousu auttoi myös).

Kysynnän laskun myötä yhtiö on joutunut vuosina 2023-24 jatkamaan isoja kustannussäästöohjelmia. Ne ovat kuitenkin mielestämme luonteeltaan enemmän tehostamista, kuin rakenteiden muuttamista.

Merkittävät rakennemuutokset

2006
–
2015

- Iittalan osto, 2007
- Wärtsilä osakkeiden myyntejä 2011, 2012 ja 2014 yhteensä ~875 MEUR:lla
- Nelson ja Gilmour –kastelubrändien osto, 2014
- WWRD-yhtiöiden osto, 2015
- Buster-liiketoiminnan myynti, 2015

2016
–
2024

- Loppujen Wärtsilä osakkeiden jako osinkona, 2019
- Nelson ja Gilmour –brändien myynti, 2022
- Georg Jensenin osto, 2023

2025-

- Fiskars ja Vita-segmenttien eriyttäminen toiminnallisesti itsenäisiksi yhtiöiksi

Historiallinen kehitys 2/3 - tehostamisohjelmat

<u>Ohjelman nimi</u>	<u>Aloitusvuosi</u>	<u>Päätösvuosi</u>	<u>Kokonaiskustannukset</u>	<u>Vuotuiset säästöt</u>
Organisaatiomuutos ja yksinkertaistamistoimet	2024	2025	8 MEUR	12 MEUR
Fiskars- Vita-segmenttien jakautuminen omiksi yhtiöiksi ja sen yhteydessä tehtävät tehostamistoimet molemmissa segmenteissä.				
Organisaatiomuutos ja hankintaketjun tehostaminen	2023	2024	6 MEUR	25 MEUR
Terran ja Crean yhdistäminen Fiskars-liiketoiminta-alueeksi. Hankintaketjuorganisaation tehostaminen. Ohjelman johti noin 400 työtehtävän vähennyksiin.				
Organisaatiomuutoksia	2023	2024	5 MEUR	30 MEUR
Muutokset tukevat kasvustrategian toteuttamista. Liiketoimintayksiköiden suunnittelemaat muutokset yksinkertaistaisivat niiden toimintamallia vahvistamalla entisestään liiketoimintayksiköiden kokonaisvastuuta, ja edistäisivät niiden painotusta brändeihin ja kuluttajiin. Ohjelma johti noin 100 hengen vähennyksiin.				
Organisaatorakenteen uudelleenjärjestelyohjelma	2018	2021	Alemman kanssa yhteensä 45 MEUR	20 MEUR
Organisaatorakenteen uudelleenjärjestelyohjelmalla Fiskars pyrki vähentämään kuluja. Ohjelma etsi synergiahyötyjä ja tehokkuutta johdossa ja hallinnossa ja tavoitteli säästöjä mm. päällekkäisyyksiä poistamalla, prosesseja ja työtapoja yksinkertaistamalla sekä henkilöstövähennyksillä.				
Living-segmentin uudelleenjärjestelyohjelma	2018	2021	Ylemmän kanssa yhteensä 45 MEUR	17 MEUR
Living-segmentin uudelleenjärjestelyohjelman tavoitteena oli lisätä toiminnan tehokkuutta, yksinkertaistaa liiketoiminnan rakennetta sekä vauhdittaa pitkän aikavälin strategista kehitystä. Muutoksiin lukeutuu globaalin vähittäiskauppa- ja jakeluverkoston sekä toimitusketjun ja organisaatorakenteen optimointi. Ohjelma keskittyi lähinnä English & Crystal Living -liiketoimintaan sen kannattavuuden parantamiseen.				
Alignment-ohjelma	2016	2017	15 MEUR	14 MEUR
Alignment-ohjelma keskittyi rakennemuutoksiin organisaatiossa, esitettiin henkilöstövähennyksiin ja vuonna 2015 hankitun English & Crystal Living -liiketoiminnan täysimittaiseen integrointiin.				
Supply Chain 2017 -ohjelma	2015	2017	11,2 MEUR	8 MEUR
Rakennemuutosohjelman tarkoitus oli optimoida globaalia toimitusketjuverkostoa Euroopassa ja Aasiassa. Ohjelma tähtäsi Fiskarsin valmistustoiminnan ja jakeluverkoston kilpailukyyn parantamiseen. Osana ohjelmaa Fiskars mm. siirsi Helsingin keramiikkatehtaan kumppaniverkostolle ja keskitti leikkaavien työkalujen valmistuksen Billnäsin tehtaalta Puolaan.				
EMEA 2015 -rakennemuutosohjelma	2013	2015	21,3 MEUR	13 MEUR
Fiskarsin EMEA 2015 -rakennemuutosohjelma ohjelma tähtäsi kokonaistoimitusketjun kilpailukyyn ja kustannusrakenteiden parantamiseen sekä yhtiön uuden liiketoimintamallin toteuttamiseen myyntiyhtiöissä.				
Investointiohjelma Euroopassa	2010	2016	65 MEUR	
Euroopan investointiohjelman tavoite oli luoda Euroopan alueelle kilpailukykyiset rakenteet, prosessit ja järjestelmät, mukaan lukien uusi yhteinen toiminnanohjausjärjestelmä. Vuonna 2013 ohjelmaa päivitettiin kattamaan myös juuri ostettu Royal Copenhagen. Tällä hetkellä koko ohjelman kohteena ollut liiketoiminta käyttää yhteisiä järjestelmiä ja prosesseja.				

Historiallinen kehitys 3/3

Liikevaihdon kasvu on ollut tahmeaa

Fiskars-konserni on toiminut karkeasti nykyisellä rakenteella vuodesta 2016, jolloin WWRD-kauppa alkoi näkyä kokonaan luvuissa. Siksi historiallisten lukujen vertailu vuodesta 2016 eteenpäin on mielestämme tarkoituksenmukaisinta, vaikka pidempääkin historiaa on hyvä tarkastella. Fiskarsin liikevaihto laski yhtäjaksoisesti vuosina 2016–2019, mutta kasvoi vuosina 2020–2021 ainakin osittain koronapandemian aiheuttaman kysynnän tukemana. Liikevaihto laski vertailukelpoisesti selvästi vuosina 2023 (-10 %) ja 2024 (-5 %), mutta Georg Jensenin osto tuki raportoituja lukuja. Fiskars-konsernin 2024 liikevaihto oli kuitenkin alle 2016 tason.

Koronaa edeltävien vuosien vaisu kasvu selittyy pitkälti sillä, että yhtiön fokus on ollut prosessien tehostamisessa ja kannattavuuden parantamisessa. Tämä on vaatinut muutoksia organisaatorakenteeseen ja oman omistussalkun terävöittämistä. Erityisesti vuonna 2015 toteutetun WWRD-yrityskaupan myötä konsernin osaksi tulleet toiminnot vaativat liiketoiminnan tervehdyttämiseksi liikevaihdon selvää karsimista. Mielestämme tämä kauppa ei ollut onnistunut, ja sen integrointiin ja korjaamiseen kului vuosia. WWRD:n brändit, ainakin Waterford, painavat osittain edelleen yhtiön kannattavuutta. Tämä näkyi myös yhtiön vaisuna tuloskehityksenä vuosina 2016–2019.

Bruttokate on kasvanut liikevaihtoa nopeammin

Tarkastelujaksolla Fiskarsin bruttomarginaali on noussut selvästi vuoden 2016 tasosta (41,7 %) lähes 49 prosenttiin vuonna 2024, minkä seurauksena bruttokatteen kasvu on ollut liikevaihtoa rivakampaa. Merkittävä osa bruttomarginaalin parantumisesta johtuu vuoden 2022 alussa myydystä kasteluliiketoiminnasta sekä 2023 syksyllä

ostetusta Georg Jensenistä. Marginaali on kuitenkin parantunut myös orgaanisesti, jota on tukenut esimerkiksi Vita-segmentin tuotteiden vetäminen pois alennusvetoisista myyntikanavista (etenkin entisten WWRD-brändien osalta), myynnin aiempaa vahvempi painottuminen omiin kanaviin sekä tehokkuusparannukset hankinta- ja valmistustoiminnassa.

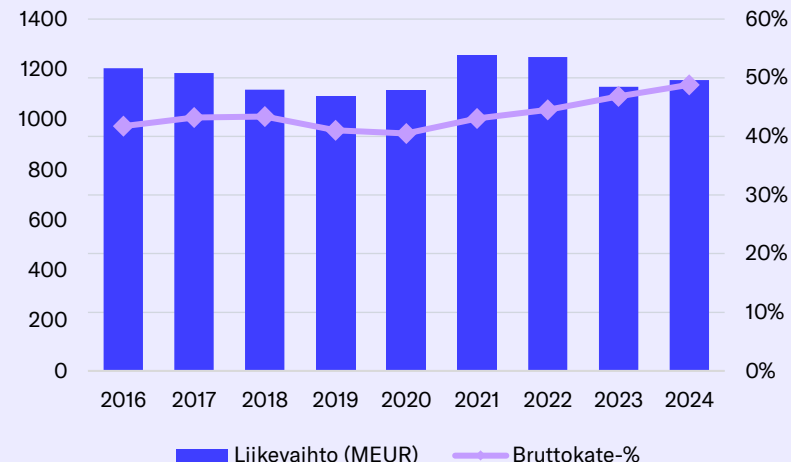
Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat nousseet

Volyymien laskiessa vuosina 2022–2024 kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta on kasvanut, koska kuluja ei ole pystytty laskemaan samaa vauhtia. Toisaalta Georg Jensen kauppa muutti yhtiön kulurakennetta, sillä sen mukana tuli suhteellisesti enemmän kiinteitä kuluja mm. oman jakelun myötä. Kertaluonteisista eristä puhdistettuna kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon oli laskujemme mukaan reilut 39 % vuonna 2024, kun 2020-21 ne olivat alle 31 %. Rakennemuutosten myötä luvut eivät kuitenkaan ole täysin vertailukelpoiset, mutta kertovat mielestämme silti suhteessa olevan parantamisen varaa. Tämä tapahtuisi kuitenkin pääasiassa liikevaihdon kasvun kautta, eikä kuluja leikkaamalla.

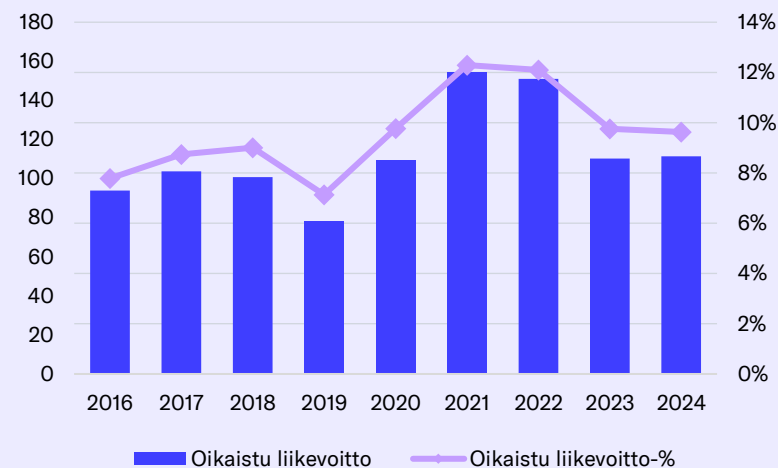
Liikevoittoprosentti jäänyt 10 %:n pintaan

Parantuneen bruttomarginaalin ja nousseiden kiinteiden kulujen summana Fiskars-konsernin vertailukelpoinen liikevoittomarginaali on parantunut vuoden 2016 alle kahdeksasta prosentista vuosien 2023-24 vajaaseen kymmeneen prosenttiin. Absoluuttisesti oik. liikevoittoa on tehty kahtena viime vuonna noin 110 MEUR, joka on karkeasti samaa tasoa vuosien 2017-18 kanssa. Raportoituja lukuja ovat painaneet etenkin edellä mainitut tehostamisohjelmat.

Liikevaihto ja bruttokatemarginaali



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Fiskars

Taloudellinen tilanne

Tase kohtuullisen hyvässä kunnossa

Fiskars-konsernilla on historiallisesti ollut erittäin vahva tase. Vuoden 2022 aikana markkinatilanteen äkillinen muuttuminen saatavuushaasteista kysyntäongelmaksi kuitenkin johti käyttöpääoman selvään kasvuun ja siten velan nousuun. Tämä ongelma helpottui selvästi vuoden 2023 aikana, mutta vuoden lopulla tehty 150 MEUR:n arvoinen Georg Jensen –yrityskauppa nosti velkaantuneisuuden aivan Fiskarsin tavoitteen ylärajalle eli nettovelka/oik. käyttökate oli 2,5x, jossa se oli myös 2024 lopussa. Vuoden 2024 lopussa Fiskarsilla oli vajaat 500 MEUR nettovelkaa. Omavaraisuusaste oli vajaat 50 % eli hyvällä tasolla ja nettovelkaantumisaste reilut 60 % eli kohtuullisella tasolla.

Fiskarsin pitäisi pystyä edelleen vapauttamaan käyttöpääomaa ja tietysti luomaan myös liiketoiminnallaan rahavirtaa. Tämä mahdollistaa sekä korkeahkon osingonmaksun että mahdolliset yritysostot. Fiskarsin nykyinen liikevaihdon kasvutavoite ei sisällä epäorgaanista kasvua, mutta yhtiö on kertonut olevansa valmis yritysostoihin, mikäli sopiva ostokohde löytyy.

Tasapainoinen taserakenne

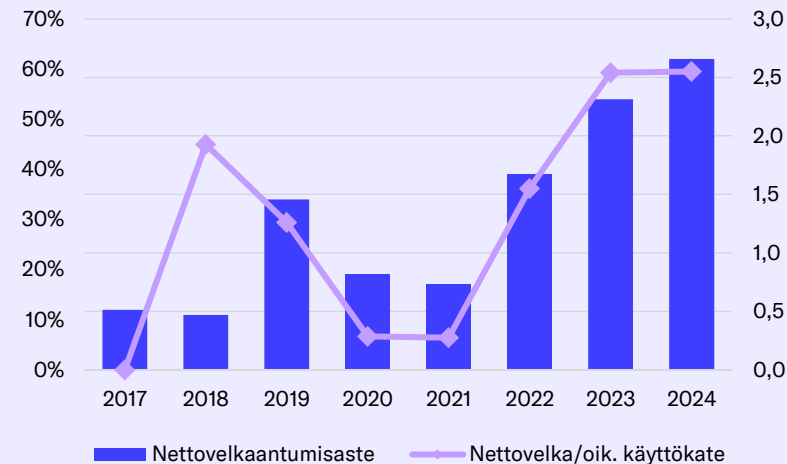
Fiskarsin taseen varat-puoli on suhteellisen tasapainoisesti jakautunut. Yritysostojen seurauksena sillä on liikearvoa noin 225 MEUR eli noin 13 %:a taseesta (Georg Jensen kaupasta ei kirjautunut liikearvoa) ja muita aineettomia eriä 22 %, josta valtaosa (285 MEUR) on tavaramerkkejä. Kuten aiemmin on käynyt ilmi, yritysostot kohdistuvat käytännössä Vita-segmenttiin. Liikearvoa tarkastellaan Vita-segmentin tasolla eli yhden brändin heikentynyt tulostasoa ei aiheuta alaskirjaustarvetta, jos koko segmentin tulos/arvioidut

rahavirrat ovat riittävät. Tämän vuoksi liikearvon suhteen emme näe merkittävää alaskirjausriskiä. Tavaramerkkien suhteen Fiskars-konserni sen sijaan mainitsee litalan ja Waterfordin tavaramerkkiarvojen olevan jossain määrin riskisiä, mikäli ennusteparametrit heikentyvät. Vaikka yhteenlaskettu tavaramerkkien tasearvo on liikearvoa suurempi (16 % taseesta), yksittäisen tavaramerkin kirjaaminen kokonaankin alas ei aiheuttaisi arviomme mukaan mainittavaa ongelmaa Fiskarsille tämän omavaraisuusasteen ollessa vahva.

Merkittävän osan taseen varoista vie käyttöpääoma eli varastot (20 %) ja saatavat (14 %). Vaikka Fiskarsilla on omia tehtaita, sen aineelliset varat (käyttöoikeuserät pois lukien) oli alle 10 %.

Taseen toisella puolella näkyy sen vahvuus, osakepääoman ollessa lähes puolet taseesta. Ostovelat on noin 17 %, joka tarkoittaa että Fiskarsin nettokäyttöpääoma on vajaat 20 % eli merkittävän suuruinen. Korolliset velat vastasivat 2024 lopussa noin 33 %:a taseen loppusummasta. Velan määrä nousi Georg Jensen oston myötä, mutta on taserakenteen kannalta vielä maltillisella tasolla.

Taserakenne



Lähde: Fiskars, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

2021 julkistettua strategiaa tarkennettiin 2023 lopulla

Fiskars-konserni julkisti marraskuussa 2021 pääomamarkkinapäivänsä yhteydessä uuden kasvuhakuisen strategian ja kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet vuosille 2022–2025. Yhtiö tarkensi strategiaansa marraskuussa 2023 järjestetyssä pääomamarkkinapäivässä. Alun perin Fiskars painotti voittavia brändejä ja maita, mutta vuoden 2023 pääomamarkkinapäivässä ajattelua oli tarkennettu ja eri brändeille oli annettu erilaisia rooleja. Lisäksi voittavien maiden sijaan puhuttiin nyt myös tärkeistä kaupungeista. Strategia on siis tarkentunut, mikä on positiivista, mutta samalla kasvupotentiaali näyttää osin rajallisemmalta kuin vuonna 2021 arvioimme.

Luksusbrändit ovat nyt kasvustrategian kärjessä

Strategian ytimenä on edelleen isojen brändien kasvattaminen. Fiskars-konsernin tarkennetussa luokittelussa kasvustrategian kärjessä ovat luksusbrändit Royal Copenhagen, Georg Jensen ja Wedgwood, jotka kuuluvat ”accelerate”-luokkaan. Tämä tarkoittaa kasvun kiihdyttämistä panostamalla brändien kasvuun konsernin keskiarvoa enemmän ja erityisesti oman vähittäiskaupan kasvattamiseen. Tämä voi tarkoittaa myös kasvun priorisointia osittain kannattavuuden kustannuksella. Näissä brändeissä pitäisi olla mahdollisuuksia myös uusiin tuotekategorioihin. ”Accelerate”-brändien osuus liikevaihdosta on noin 30 %.

Fiskars-brändi on omassa ”anchor”-luokassaan, jossa tavoitteena on edelleen kasvu. Emme kuitenkaan näe siinä samanlaista kasvupotentiaalia kuin luksusbrändeillä, ja jakelumalli on jatkossakin tukkukauppapohjainen. Siten emme usko, että Fiskars-brändin kasvuun panostetaan

rahallisesti merkittävästi brändin suureen kokoon nähden. Kaikki ”accelerate”- ja ”anchor”-luokkien brändit olivat aiemmin ”voittavia” brändejä, eikä niiden asema ole mielestämme merkittävästi muuttunut strategiakauden aikana.

Gerber jatkaa USA-keskeisenä, litalan on suoritustaso heikentynyt

Nykyisessä luokittelussa Moomin Arabia -tuotteet ja Gerber ovat ”maximise potential” -luokassa. Näitä pidetään vahvoina kasvavina brändeinä, mutta niiden kasvun tavoitellaan tapahtuvan nykyisellä kannattavuustasolla. Tämä eroaa aiemmasta ”voittavan” brändin luokituksesta ja ”accelerate”-luokasta siten, että niillä ei nähdä tällä hetkellä niin merkittävää kansainvälistä laajentumispotentiaalia, että siihen kannattaisi panostaa merkittävästi. Tämä tarkoittaa mielestämme erityisesti sitä, että vuosia puhuttu Gerberin Euroopan laajentuminen ei toteudu merkittävässä mittakaavassa lähivuosina. Tämä ei ole odotuksiimme nähden suuri muutos, mutta kertoo brändien potentiaalin rajallisuudesta ja yhtiön järkevästä priorisoinnista brändien välillä.

Heikommin menestyviä brändejä kutsutaan termillä ”optimise”, johon kuuluu edelleen Waterford, ja vuonna 2023 tähän luokkaan putosi myös litala. Niitä yhdistävät lasituotteet ja lasituotanto, jota on vaikea sopeuttaa matalampiin volyymeihin ja jonka kannattavuus on kärsinyt viime vuonna (tosin Waterfordin kannattavuus oli heikko jo aiemmin). Tämän kategorian rooli on sama kuin aiempien ”turnaround”-brändien: kannattavuus on saatava kuntoon ennen kuin niille voidaan allokoida merkittävämpiä kasvupanostuksia. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö

näissäkin brändeissä haettaisi kasvua. Esimerkiksi litala on lanseerannut uusia tekstiilituotteita laajentaakseen brändiä uuteen kategoriaan. litalan ja Waterfordiin osuus vuoden 2024 liikevaihdosta oli yhteensä vajaat 15 %.

Edellä mainittujen lisäksi yhtiöllä on lukuisia pienempiä, paikallisia brändejä, joita käytetään taktisesti esimerkiksi matalammissa hintapisteissä. Aiemmin ”turnaround”-kategoriaan kuuluneet, WWRD-kaupassa tulleet pienemmät brändit Royal Albert ja Royal Doultton sisältyvät nykyisin tähän taktisten brändien kategoriaan, eikä yhtiö tuo niitä enää merkittävästi esille strategiassaan.

Strategia ja tavoitteet vaihtuneet segmentikohtaisiksi

Fiskars-konsernin jakaantuessa selvästi kahteen erilliseen yhtiöön (Vita ja Fiskars -segmentit), uskomme, että myös strategia ja taloudelliset tavoitteet ovat jatkossa segmentikohtaisia. Fiskars-konsernin nykyinen strategiakausi päättyy tänä vuonna, joten strategiaa ja tavoitteita päivitetään todennäköisesti vuoden 2025 lopussa tai vuoden 2026 alussa. Jakautumisen arvioidaan olevan juridisesti valmis vuoden 2026 ensimmäisellä neljänneksellä, joten uskomme, että uusi strategia ja tavoitteet ovat selvillä siihen mennessä. Näin yhtiö olisi valmis jakautumaan halutessaan esimerkiksi kahteen erilliseen listayhtiöön vuoden 2026 keväällä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/4)

Fiskars-konsernin strategia on keskittyä voittaviin brändeihin, kanaviin ja maihin seuraavien kasvutekijöiden avulla:



Kaupallinen erinomaisuus

- Kaupallinen erinomaisuus on hyvin laaja käsite ja kattaa mm. hinnoittelun, tuoteportfolion, jakeluverkon sekä oikeisiin eli kasvaviin jakelukanaviin keskittymisen, yhteistyön vähittäiskaupan kanssa ja tuotteiden näytteillepanon.



Suora kuluttajamyynä

- Brändikokemusten luominen omissa jakelukanavissa, jotka sisältävät sekä fyysiset myymälät että verkkokaupat
- Myynnin lisääminen omien kauppojen kautta



USA

- USA on Fiskars-konsernin selkeästi suurin toimintamaa (~30 % liikevaihdosta) ja yhtiö näkee siellä edelleen runsaasti potentiaalia kasvaa mm. hyödyntämällä koko tuoteportfoliotansa



Kiina

- Kiinan liikevaihto oli noin 4 % Fiskars-konsernista 2024 (~50 MEUR)
- Suora kuluttajamyynä tärkeää
- Wedgwood kärki-brändi

Inderesin kommentit Fiskarsin kasvutekijöistä

- Kaupallinen erinomaisuus on käytännössä normaali osa minkä tahansa yhtiön liiketoimintaa
- Fiskarsin nykystrategiassa siinä on kuitenkin tavoitteena tehdä selkeä parannus aiempaan, kun yhtiö siirtyy vanhasta tukku- ja kysyntävetoisesta mallista enemmän arvopohjaiseen ja jakelijoiden kanssa yhteistyötä korostavaan toimintamalliin
- Uskomme Fiskarsilla olevan hyvät mahdollisuudet tukea sekä myynnin että marginaalin kehitystä lähivuosina. Ajan myötä parannukset tällä alueella käyvät luontaisesti vaikeammiksi

- Verkkokaupan tehdessä kaikista kilpailusta globaalia, yhtiöiden pitää pystyä erottautumaan brändeillään
- Suora kuluttajamyynä on kasvava trendi ja näemme yhtiön valinnan keskittyä siihen hyvänä. Vita-segmentissä osuus on jo lähes 50 % ja osuuden merkittävä kasvu voi olla vaikeaa, kun Fiskars-segmentille suora kanava tuskin muodostuu merkittäväksi
- Omien brändimyymlöiden perustaminen tyypillisesti tukee myös jakelijoiden myyntiä
- Kuluttajamyynnin lisääminen vaatii investointeja etenkin digitaalisuuteen ja muuttaa myös sen ansaintarakennetta

- Yhtiön suurimpana maana, USA:han keskittyminen on Fiskarsille ilmeinen valinta
- Yhtiö näkee maassa vahvan markkinan brändituotteille, josta olemme samaa mieltä, joskin lähiaikoina kulutuskysyntä on paineessa
- Yhtiö näkee potentiaalia mm. Gerber-brändillä sekä Vita-segmentin osalta. Kilpailu markkinalla on toisaalta erittäin kovaa, eikä Fiskars uskoaksemme saa helpolla markkinaosuuksia muilta. USA:ssa kasvu vaatii siis onnistuneita tuotteita ja valintoja esim. brändien ja jakelukanavien suhteen

- Yhtiön liikevaihto Kiinassa oli vielä 2017-18 lähes olematonta (~5 MEUR), mutta on kasvanut vauhdilla ja oli #7 maa vuonna 2024. Viime vuonna kasvu kuitenkin pysähtyi
- Wedgwood on toiminut kärki-brändinä, mutta Fiskarsin laajasta brändivalikoimasta (lähinnä Vita-segmentistä) pitäisi mielestämme löytyä myös muita relevantteja brändejä Kiinan markkinalle, jotka tukevat kasvua.
- Kiinassa kasvu tapahtuu paljon oman verkkokaupan ja osin myös omien myymälöiden kautta, josta yhtiö saa oppia myös muita markkinoita ajatellen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/4)

Taloudelliset tavoitteet 2022-25 (julkaistu marraskuussa 2021, toistettu marraskuussa 2023)

Liikevaihto vuosittainen orgaaninen kasvu: noin 5 %

- Fiskars-konsernin kasvu on historiallisesti ollut vaatimatonta, orgaanisesti kasvua ei käytännössä ole ollut nykymuotoisella kuluttajatuotteisiin keskittyvällä Fiskarsilla
- Yhtiö tavoittelee kasvua etenkin luksusbrändeillä ja oman kuluttajamyynnin avulla
- Vuodet 2022-24 ovat olleet heikkoja, emmekä usko kasvun yltävän tavoitteeseen myöskään 2025
- Siten strategiakauden kasvu jää selvästi tavoitteista, osittain koronan tukeman vahvan vertailuvuoden 2021 takia
- Vuosina 2026-27 odotamme kasvun piristyvän 4-5 %:iin

Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali: noin 15 % 2025 loppuun mennessä

- Fiskarsin marginaali on historiallisesti ollut alle 10 %, johon se laski myös 2023 ja pysyi 2024 (9,6 %). 2021 koronakysynnän tukemana marginaali oli yli 12 %
- Tavoiteltu parannus pohjautuu sekä bruttomarginaalin parannukseen, jossa yhtiö on viime vuosina onnistunut, että kiinteiden kulujen laskuun suhteessa liikevaihtoon mm. tehostamisohjelmien ja liikevaihdon kasvun ajamana
- Marginaalitavoite on nojannut mielestämme pitkälti kasvutavoitteen onnistumiseen ja liikevaihtotason jäädessä selvästi tavoitellusta, jää myös marginaali selvästi tavoitetta heikommaksi
- Odotamme marginaalin paranevan tänä vuonna hieman 10,3 %:iin

Kassakonversio (vapaa kassavirta / tilikauden tulos): vähintään 80 %

- Kassakonversio on riippuvainen lähinnä käyttöpääoman muutoksista ja investointien määrästä
- Investointeja tullaan tekemään noin 4-5 % myynnistä, etenkin digitaalisuuteen liittyen, joka painaa kassakonversiota
- Käyttöpääoman muutokset painoivat kassakonversion negatiiviseksi 2022 ja yli 200 %:n 2023. Viime vuonna se oli reilut 100 % eli tavoitteen mukainen.
- Uskomme kassakonversion pysyvän käyttöpääoman vapautumisen myötä korkealla vielä 2025 ja tasoittuvan sen jälkeen lähemmäs 80 %:n tavoitetasoa

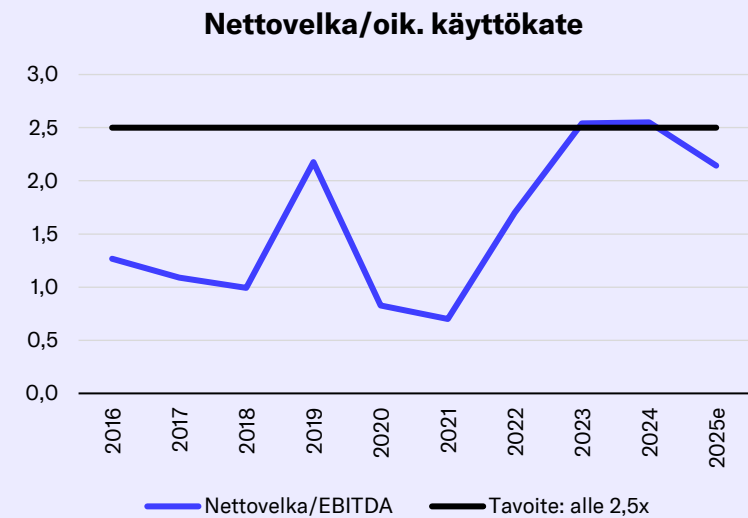
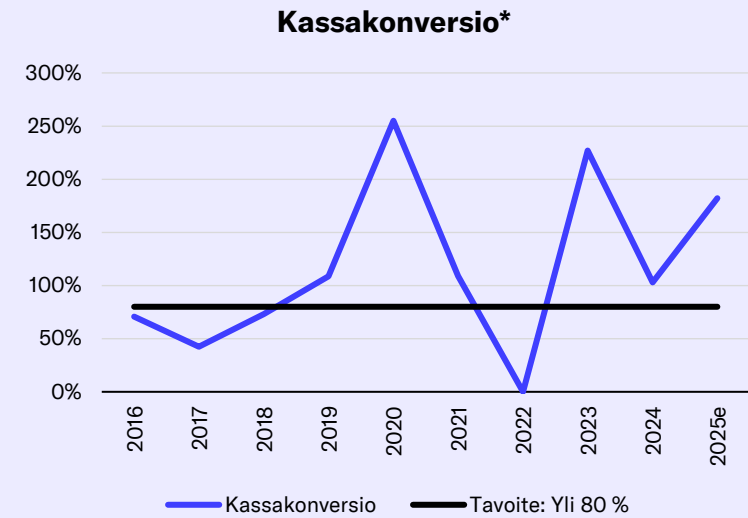
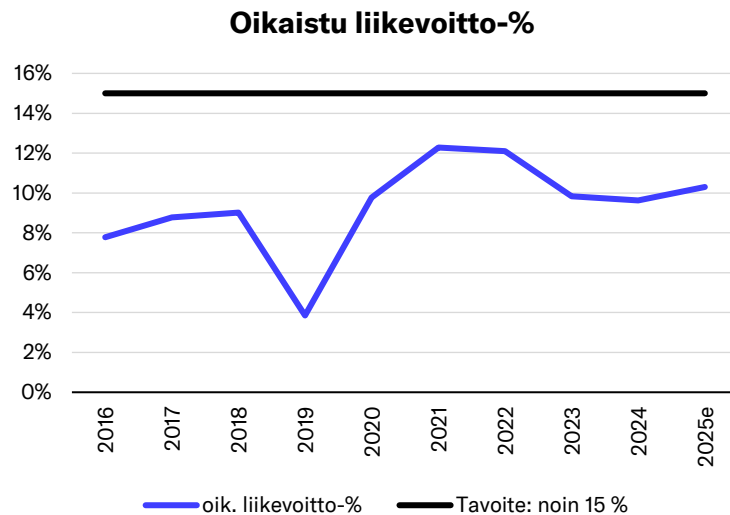
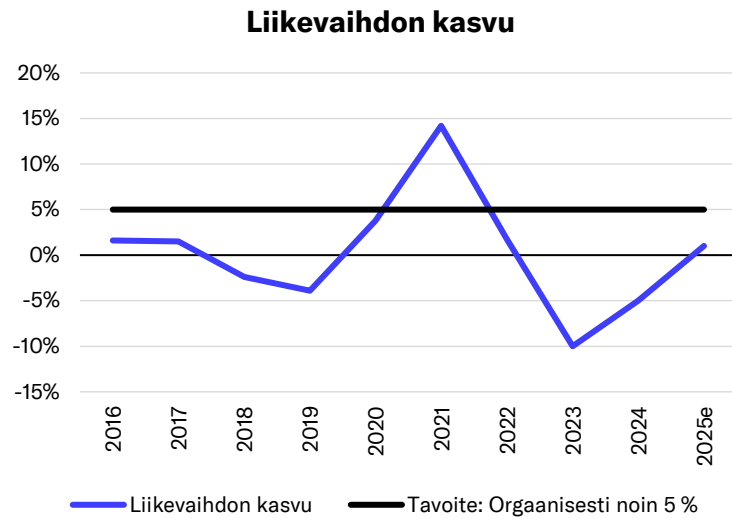
Nettovelka / käyttökate: 2,5x tai alle

- Fiskarsilla on historiallisesti ollut suhteellisen vahva tase, jota se on käyttänyt yritysostoihin
- Georg Jensen –yrityskauppa vuoden 2023 lopulla nosti velkaisuuden tavoitteen ylärajalle, jossa se oli myös 2024 lopussa
- Uskomme Fiskarsin allokoivan vapaata kassavirtaansa lähinnä osinkoihin ja velan lyhentämiseen tänä vuonna, mutta se voi harkita myös uusia yritysostoja
- Ilman yritysostoja velkaisuus laskee asteittain vapaan kassavirran ja tuloksen parantumisen tukemana

Osinko: Tavoitteena on jakaa vakaata, ajan myötä kasvavaa osinkoa, joka maksetaan kaksi kertaa vuodessa

- Fiskars on perinteisesti maksanut suhteellisen suurta osinkoa. Uskomme yhtiön maksavan jatkossakin politiikan mukaisesti nousevaa osinkoa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4)



Ennusteet (1/4)

Ennusteet lähtevät segmenteistä

Mallinamme Fiskars-konsernia sen kahden segmentin kautta. Ennustamme orgaanista kasvua ja sitä kautta liikevaihdon kasvua sekä oikaistua liike tulosta. Huomioimme luonnollisesti myös kertaerät, jos ne ovat etukäteen tiedossa. Konsernitasolla mallinamme lisäksi bruttomarginaalia ja kiinteiden kulujen kehitystä erikseen.

Yhtiö ohjeistaa paranevaa tulosta 2025

Fiskarsin ohjeistus vuodelle 2025 on, että vertailukelpoinen liikevoitto paranee vuodesta 2024 (111 MEUR). Yhtiö ei ohjeista liikevaihtoa.

Ennustamme pientä liikevaihdon kasvua ja marginaaliparannusta tänä vuonna

Ennustamme kahden selvästi negatiivisen vuoden jälkeen orgaanisen kasvun kääntyvän tänä vuonna juuri ja juuri plussalle (1 %). Tätä tukee heikolle tasolle painuneet vertailuluvut sekä odottamamme kulutuskysynnän toipuminen. Ennustamme pientä orgaanista kasvua molemmissa segmenteissä tänä vuonna. Uskomme yhtiön markkinaosuuksien pysyvän melko samoina eli kehityksen olevan suunnilleen markkinan mukaista. Georg Jensenin oltua jo yli vuoden osa Fiskarsia, yrityskaupoilla ei tänä vuonna ole vaikutusta lukuihin. Valuuttakurssien osalta odotamme vahvistuneen USD:n tukevan raportoituja lukuja.

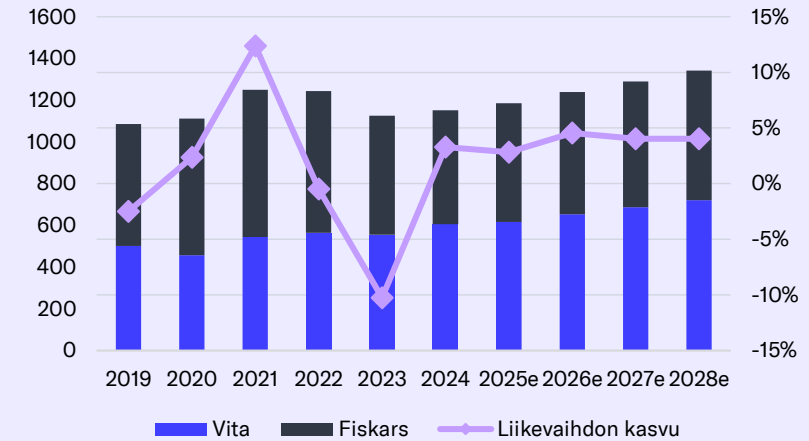
Vertailukelpoisen liikevoiton odotamme nousevan 122 MEUR:oon, joka tarkoittaa marginaalin parantumista 10,4 %:iin 9,6 %:sta. Odotamme parannuksen tulevan pitkälti bruttomarginaalin noususta, jonka ennustamme nousevan yhtiön tavoitteen mukaisesti yli 49 %:iin (vertailukelpoisesti oli 48,8 % vuonna 2024). Bruttomarginaalikehitystä tukevat

mm. strategiset toimet kuten oman vähittäiskaupan lisääminen, säästöohjelmien vaikutus ja jatkuva työ tuoteportfolion ja hinnoittelun kanssa. Ilmeisen riskin bruttomarginaalikehitykselle asettaa mahdolliset uudet tullit USA:ssa. USA on Fiskars-konsernin selkeästi suurin markkina ja siellä myytävät tuotteet tuotetaan pitkälti USA:n ulkopuolelta. Tähän mennessä tänä vuonna ilmoitetut tullit yhtiö pystyy käsityksemme mukaan hallitsemaan hinnankorotuksin ja joiltain osin tuotannon siirrolla.

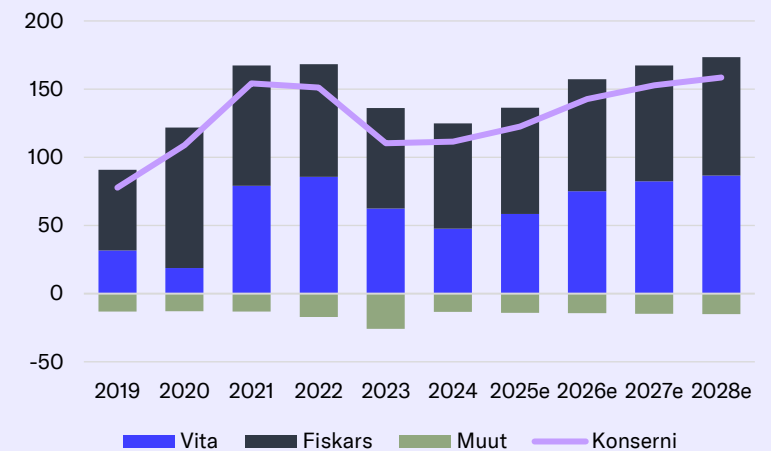
Kiinteiden kulujen suhteen liikevaihtoon uskomme pysyvän suhteellisen ennallaan noin 39 %:ssa. Kulujen kehitystä hidastaa mm. viime vuonna kerrotut 12 MEUR:n säästöt, mutta normaali kuluinflaatio on edelleen nopeampaa kuin ennustamamme liikevaihdon kasvu. Näin ollen säästöt lähinnä kompensoi arviomme mukaan inflaation vaikutusta. Fiskars-konserni on myös erikseen ilmoittanut panostavansa selvästi aiempaa enemmän markkinointiin ja kysynnän luomiseen. Esim. Vita-segmentissä se kertoi vuoden alussa 10 MEUR:n lisäsäästöistä, mutta toisaalta 12 MEUR:n panostuksesta markkinointiin ja kysynnän luomiseen. Näiden panostusten pitäisi tuki toimissaan näkyä myynnin kasvuna. Georg Jensen –yrityskaupan synergioista pääosa saavutettiin jo 2024 ja loput säästöt tulevat käsityksemme mukaan vasta 2025 jälkeen.

Segmenttikohtaisesti uskomme tulosparannuksen syntyvän lähes yksinomaan Vitasta, jossa viime vuoden oik. liikevoittomarginaalitaso oli mielestämme heikohko liiketoiminnan potentiaaliin nähden (7,9 %). Marginaalia tukee mm. lasitehtaiden tehostamistoimet. Fiskars-segmentin marginaalin odotamme pysyvän hyvällä tasolla (14 %).

Liikevaihto (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Lähde: Fiskars, Inderes

Ennusteet (2/4)

Osakekohtainen tulos ja osinko 2025

Vuonna 2024 Fiskars-konsernin tulokseen vaikuttivat monenlaiset kertaerät, joiden myötä yhtiön verorasitus oli normaalia matalampi. Tästä johtuen ennustamme oik. osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,98 euroon (2024: 1,07e), vaikka ennustamme oik. liikevoiton kasvavan. Uskomme kuitenkin yhtiön pitäytyvän nousevan osingon politiikassaan ja jakavan 0,86 euron osingon vuodelta 2025 (2024: 0,84e).

Liikevaihdon kasvuennusteet 2026-28

Fiskarsin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu liikevaihdon pitkän aikavälin keskimääräinen valuuttaneutraali noin 5 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu. Uskomme liikevaihdon kääntyvän selvään kasvuun 2026 sekä markkinan parantumisen että yhtiön omien toimien tukemana. Segmenteistä odotamme Vitan kasvun olevan 6 % vuonna 2026, kun isoimmat brändit kasvavat hieman markkinoita nopeammin. Fiskars-segmentin osalta odotamme vain 3 % kasvua, joka vastaisi odotuksissamme suunnilleen markkinakasvua. Tämä tarkoittaa konsernitasolla 5 %:n kasvua eli kasvutavoitteen mukaista vauhtia. Tämän jälkeen arvioimme kasvun tasoittuvan ja vuosille 2027-28 ennustamme konsernin kasvavan 4 % vuodessa, Vitan ollessa edelleen kasvuvauhdin kärjessä (5 %) ja hieman markkinoita nopeampaa. Kuten aiemminkin totesimme, uskomme Vitan omaavan eniten potentiaalia ja Fiskars-konsernin strategisten kasvualueiden (oma vähittäiskauppa, USA, Kiina) tukevan etenkin Vitan kasvua.

Fiskarsin todennäköisesti antaessa segmenttikohtaisia tavoitteita vuodesta 2026 eteenpäin, Vitalle sopisi mielestämme tavoitteeksi yli 5 %:n orgaaninen kasvu, kun

taas Fiskars-segmentin osalta tavoitetaso tulee luultavasti olemaan alle 5 %, esim. 3-5 % tai ”markkinan mukainen”.

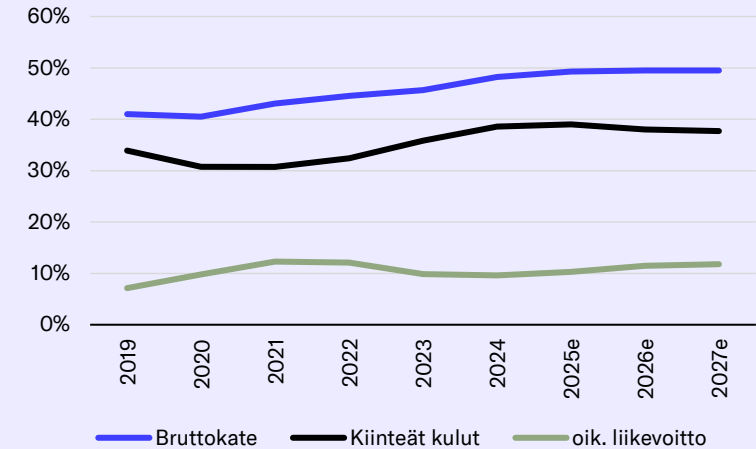
Kannattavuus jää ennusteissamme selvästi alle tavoitteen

Fiskars-konserni tavoittelee noin 15 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuoden 2025 loppuun mennessä. Näemme tavoitetason hyvin kunnianhimoisena, koska yhtiö ei ole koskaan saavuttanut lähellekään niin hyvää kannattavuustasoa (paras taso on 2021-22 saavutettu reilu 12 %). On selvää, että yhtiö jää tänä vuonna kauas tavoitteesta ja tuleville vuosillekin ennustamme parhaimmillaankin noin 12 %:n marginaalitasoa.

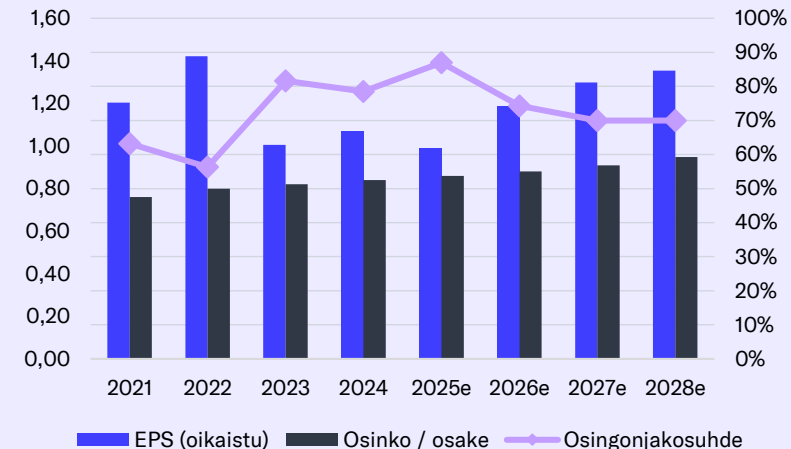
Segmenteittäin katsottuna, uskomme Vitan marginaalin paranevan selvästi myös 2026 kasvun tukemana ja asettuvan 2027 12 %:n tasoon. Fiskars-segmentin osalta odotamme nykyisen tasoista, noin 14 %, oik. liikevoittomarginaalia. Segmenttikohtaisesti pidämme 15 %:a järkevänä, joskin haastavana, tavoitetasona keskipitkälle aikavälille. Konsernitasolla muut-segmentti heikentää kuitenkin marginaalia yli 1 %-yksikön.

Konsernin marginaalirakenteen kannalta odotamme bruttomarginaalin asettuvan noin 49,5 %:iin 2026-28 ja kannattavuuden parantumisen syntyvän kyseisinä vuosina pääasiassa kiinteiden kulujen suhteen liikevaihtoon laskiessa, kun liikevaihto kasvaa.

Marginaalikehitys



EPS- ja osinkoennusteet



Lähde: Fiskars, Inderes

Ennusteet (3/4)

Osakekohtainen tulos ja osinko 2026-28

Ennustamme liikevaihdon selvemmän kasvun ajaman tulosparannuksen nostavan oik. osakekohtaista tulosta noin 20 % vuonna 2026 1,19 euroon. Tämän jälkeen tuloskasvu hidastuu selvästi. Uskomme Fiskarsin jatkavan osingon asteittaista nostoa vuosittain ja osingonjakosuhteen asettuvan noin 70 %:iin vuodesta 2026 alkaen.

Rahavirta ja investoinnit

Fiskars kerrytti merkittävästi käyttöpääomaa vuonna 2023 ja vaikka se vähensi sitä jo viime vuonna, uskomme yhtiön pystyvän selvään käyttöpääoman vapauttamiseen myös tänä vuonna. Näemme kestävän liiketoiminnan kassavirran (vuokrakulut huomioiden) tason olevan noin 150 MEUR. Fiskars-konsernin tavoite on investoida noin 4-5 % liikevaihdosta vuosittain, joka nykyisellä liikevaihtotasolla tarkoittaa noin 55 MEUR. Ennustemme ovat tällä tasolla, jonka lisäksi investointiennusteissamme näkyy noin 40 MEUR:n vuokrakomponentti. Vapaaksi kassavirraksi tulee näin ennusteissamme noin 90 MEUR, josta pääosa (noin 70 MEUR) menee osinkoihin.

Tase vahvistuu ennusteissamme asteittain

Hyvä kassavirran tukemana yhtiön velkaisuus laskee asteittain ja on 2026 lopussa nettovelka/käyttökate suhteeltaan 1,7x. Mielestämme tämä tarkoittaa ettei tase lyhyellä aikavälillä mahdollista merkittäviä yritysostoja velkarahalla. Yhtiö on tehnyt myös viime vuosina omien osakkeiden ostoja, joka on mielestämme hyvä lisäkeino voitonjakoon, etenkin mikäli kurssi on houkuttelevalla tasolla. Osingonjako on kuitenkin tulokseen ja kassavirtaan nähden korkea ja rajoittaa taseen vahvistumista.

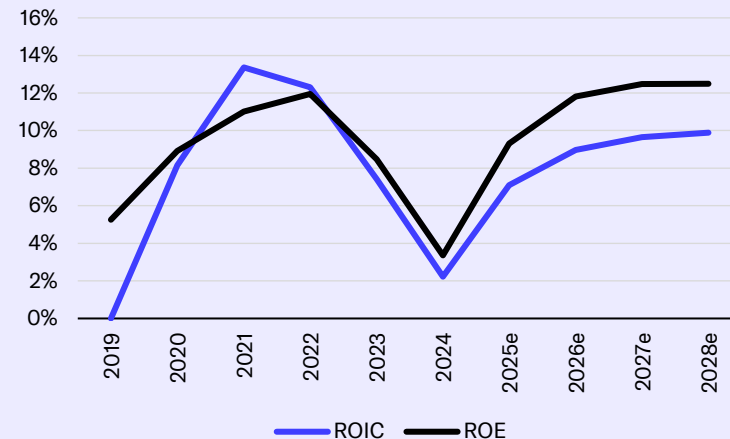
Pääoman tuotto kohtuullista

Fiskarsin sijoitetun pääoman tuotto pyörii ennusteillamme tänä vuonna noin 7 % tasossa ja oman pääoman tuotto 9 %:ssa. Pääoman tuottoa painaa yritysostoilla luotu Vita-segmentti, kun taas Fiskars-segmentti tekee jo nyt yhtiön mukaan yli 20 %:n pääoman tuottoa. Valitettavasti kasvunäkymä Fiskars-segmentissä on maltillinen eli lisäpääomia on vaikea allokoida samanlaisella tuotolla. Ennustamme sijoitetun pääoman tuoton nousevan lähivuosina noin 10 %:n tasoon ja oman pääoman tuoton 12-13 %:iin, joka tarkoittaisi liiketoiminnan olevan arvoa luovaa, jota se ei vielä tämän vuoden ennusteilla ole.

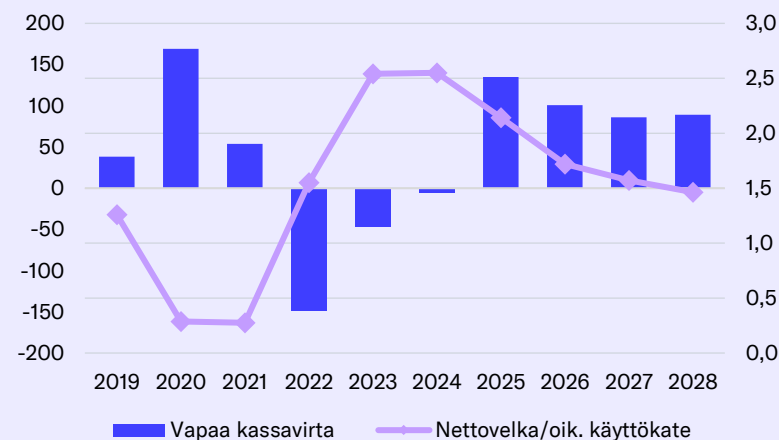
Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2029 eteenpäin ennustamme Fiskars-konsernin liikevaihdon kasvun jäävän maltilliselle 2 %:n tasolle. Vaikka näemme kasvustrategian saavan aikaan parannusta 2026-28, emme näe tavoiteltua noin 5 %:n kasvutavoitetta kestävänä kasvuvauhtina. Tämä johtuu varsin hitaasti kasvavista markkinoista ja siitä, ettemme usko Fiskarsin pystyvän jatkuvaan markkinaosuuksien nostoon. Hiipuva kasvuvauhti ja luonnollinen kilpailu markkinoilla johtaa ennusteissamme myös kannattavuuden hiipumiseen keskipitkän aikavälin 12 %-tasosta 11,5 %:n terminaalioletukseen. Vapaa kassavirta on näillä ennusteilla 2029-2033 hieman yli 100 MEUR.

Pääoman tuotot



Kassavirta ja velkaisuus



Lähde: Fiskars, Inderes

Ennusteet (4/4) - ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Lisäsimme Fiskarsin viime viikolla ilmoittaman 27 MEUR:n alaskirjauksen Q1-tulokseen. Erä käsitellään kertaluonteisena eli sillä ei ole vaikutusta oik. liikevoittoon, jota Fiskars ohjeistaa
- Alaskirjaus liittyy muutokseen, jossa Fiskars siirtyy suoran kuluttajakaupan ohjelmistojen osalta osalta SaaS-palveluiden käyttöön omian ohjelmistojen sijaan ja kirjaa jatkossa siihen liittyvät menot kuluina, kun aiemmin yhtiön tekemät ja ylläpitämät ohjelmistot on näkynyt investointeina ja poistoina
- Operatiiviseen tulokseen muutoksella ei pitäisi olla vaikutusta, eikä alaskirjaus vaikuta oleellisesti Fiskarsin taseasemaan, joka on vahva. Sen oma pääoma oli vuoden lopussa noin 800 MEUR.
- Laskimme myös liikevaihtoennusteita hieman USD:n heikentymisen myötä
- Muilta osin ennusteamme ovat ennallaan

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1190	1177	-1 %	1244	1230	-1 %	1294	1280	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	122	122	0 %	143	143	0 %	153	153	0 %
Liikevoitto	114	88	-23 %	143	143	0 %	153	153	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,99	0,98	-1 %	1,19	1,19	0 %	1,30	1,30	0 %
Osakekohtainen osinko	0,86	0,86	0 %	0,88	0,88	0 %	0,90	0,90	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus (1/3) – Nykyarvostus korkeahko

Osake oikeilla tasoilla

Osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme hieman alle tuotto-odotuksemme. Sitä tukee ennusteissamme kasvuun kääntyvä tulos sekä noin 6 %:n osinkotuotto. Vastaavasti näemme arvostuksessa pientä laskuvaraa. Näemme lähiaikojen vaisuna pysyvän näkymän nostavan riskiprofiilia hieman. Tämän takia näemme tässä vaiheessa varovaisen näkemyksen perusteltuna, vaikka uskomme edelleen positiiviseen kehitykseen tulevina vuosina. Kerroinanalyysiin ja DCF-malliin perustuva käyvän arvon haarukka Fiskarsin osakkeelle on arviomme mukaan 14-17 euroa.

Perinteiset arvostusmetodit toimivat hyvin

Fiskarsin arvostusta on hyvä katsoa tulos- ja tasepohjaisesti, minkä lisäksi DCF-malli soveltuu arvon haarukointiin yhtiön kasvuprofiilin ollessa melko maltillinen. Tulospohjaista arvonmäärittystä hankaloittaa hieman se, että tulosta ovat jo vuosikymmenen nakertaneet erilaiset kertaluonteisiksi luokitellut kulut liittyen uudelleenjärjestelyohjelmiin, joiden tilapäistä luonnetta on ainakin historiallisia lukuja katsoessa hyvä haastaa. Uudempien tehostamisohjelmien kulut ovat kuitenkin olleet selvästi historiaa pienemmät, emmekä siten odota kertaeristä merkittävää hidastetta tulokselle jatkossa.

Tulospohjainen arvostus vielä korkeahko

Ennen koronapandemiaa Fiskarsin kasvu- ja kannattavuusprofiili oli vaatimaton. Yhtiö alisuoriutui potentiaaliinsa nähden, mutta koronan herättämä kotoilutrendi tuki selvästi Fiskarsia. Samaan aikaan yhtiö paransi suoritustaan sekä kasvuajureiden että

kannattavuuden osalta. Tämä näkyi etenkin Vita-segmentin merkittävänä tuloskasvuna vuosina 2020-22, joka kuitenkin hiljentyneen kysynnän myötä heikentyi merkittävästi vuosien 2023-24 aikana. Mielestämme yhtiöstä löytyy potentiaalia vakaaseen, joskin melko pieneen kasvuun ja historiallista tasoa (oik. EBIT 5-10 %) parempaan suhteelliseen kannattavuuteen. Toisaalta historiallisesti yhtiö ei ole pystynyt juurikaan saavuttamaan kasvua ja sen markkinat ovat varsin kypsiä (ja siten hitaasti kasvavia), joten merkittävän kasvun hinnoittelu osakkeeseen olisi mielestämme turhan optimistista. Nykyarvostus ei tunnu odottavan tällaista kasvua.

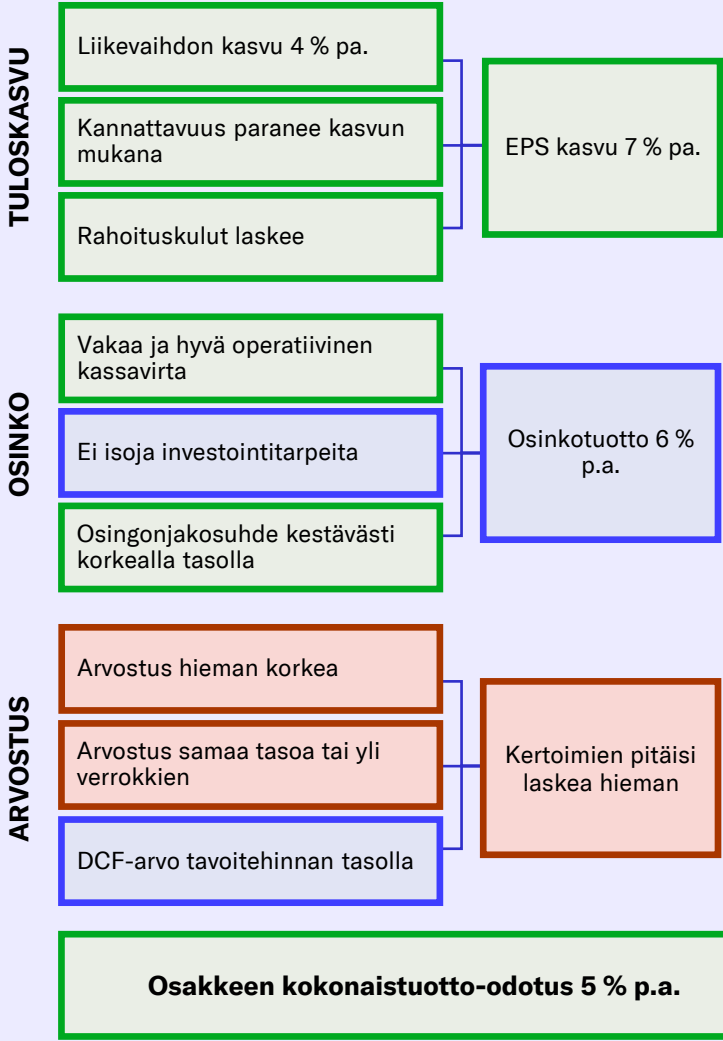
Fiskarsin osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/E:llä mitattuna 12-14x ja EV/EBIT-kertoimella 10-12x. 2024-25 kertoimet ovat hyväksyttävien kertoimien yläpuolella ja vasta 2026 niiden mukaisia. Siten tämän vuoden tuloskasvu menee mielestämme pääosin kertoimien sulatteluun. Fiskarsilla ei ole mielestämme selvää verrokkiryhmää, mutta myös valitsemiimme verrokkeihin nähden yhtiö on tällä hetkellä preemioarvostuksella. Mielestämme tälle ei ole perusteita yhtiön kasvuprofiilin ja pääomien tuottojen ollessa keskinkertaisia.

DCF-malli näyttää osakkeen olevan oikein hinnoiteltu

DCF-mallin keskipitkän aikavälin odotukset on avattu aiemmin ennusteet –osiossa. Tuottovaatimuksemme (WACC) Fiskarsille on 8 % ja oman pääoman kustannus 8,5 %. Taso on matalahko, mutta mielestämme ansaittu ottaen huomioon Fiskars-konsernin vahvat brändit, hajautunut tuoteportfolio ja suhteellisen alhainen riskiprofiili.

Osaketuoton ajurit 2024-2027e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/3)

DCF-mallimme indikoi Fiskarsin velattoman arvon olevan noin 1,75 mrd. euroa ja osakekannan arvon noin 1,2 mrd. euroa eli noin 15 euroa osakkeelta. DCF nojaa marginaalin parantumiseen tulevina vuosina. Terminaalijakson painoarvo on mallissamme noin 50 %.

Tasepohjainen arvostus korkeahko

Fiskarsin P/B-luku on lähivuosille noin 1,5x. 2025 oman pääoman tuotto jää noin tuottovaatimuksemme tasoon, johon nähden arvostus on korkea. 2026 alkaen odotamme 12-13 % oman pääoman tuottoa, johon nähden arvostus on lähellä hyväksyttävää tasoa. Tässäkin näkyy tarve tulostasulle, jotta kertoimet neutralisoituisivat.

Arvostus verrokkiryhmän yläpuolella

Olemme käyttäneet verrokkiryhmässä listattuja kansainvälisiä kuluttajatuotesektorin yhtiöitä, jotka muistuttavat kukin omien piirteidensä puolesta Fiskarsia, vaikka suoraan Fiskarsin verrannollinen ei niistä ole mielestämme mikään. Yhteisiä piirteitä voivat olla mm. sama maantieteellinen toiminta-alue, tuotekategoriat, sama kasvu- ja kannattavuusprofiili tai samalainen tuotanto- tai jakelustrategia. Suomalaisiksi verrokeiksi valitsimme Marimekon, Orthexin, Rapalan, Nokian Renkaat ja Harvian. Ulkomaisiksi verrokeiksi valitsimme ruotsalaisen metsä- ja puutarhakoneita sekä kastelutuotteita valmistavan Husqvarnan, yhdysvaltalaisen työkaluvalmistaja Stanley Black & Deckerin, saksalaisen keramiikkatuotteita valmistavan Villeroy & Bochin, saksalaisen keittiötuotevalmistaja Leifheitin ja ruotsalaisen kattaustuotteista tunnetun Dunin.

Verrokkiryhmän 2025 ja 2026 EV/EBIT-kertoimien mediaanit ovat 12x ja 10x. Meidän ennusteillamme Fiskarsin vastaavat

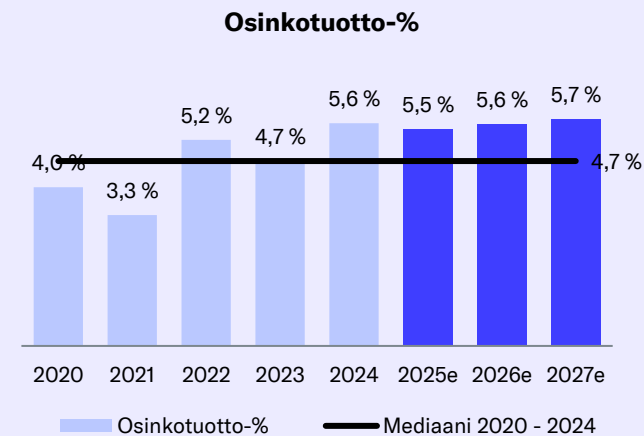
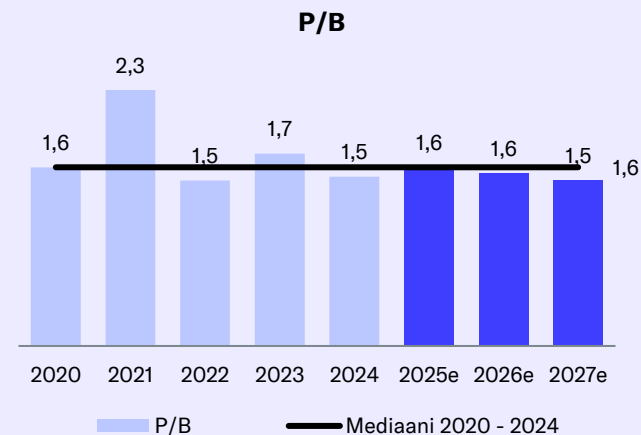
kertoimet ovat 13,5x ja 11,5x, mitkä ovat noin 20 % verrokkiryhmän yläpuolella. Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2025 ja 2026 ovat 16x ja 13x, jotka ovat suunnilleen Fiskarsin kertoimien tasolla.

Näemme Fiskarsille oikean suhteellisen arvostuksen olevan verrokkien tasoa tai hieman niiden alle. Tämä johtuu verrokkien paremmasta kasvupotentiaalista ja pääomien tuottotasosta. Verrokkien epäyhtenäisyys ja suoran vertailukohdan puute huomioiden, emme vedä verrokkien arvostuksesta vahvoja johtopäätöksiä Fiskarsin kertoimiin, mutta arvostuksen oleminen pikemminkin preemiolla verrokkeihin nähden tukee näkemystämme Fiskarsin korkeahkosta arvostuksesta lähivuosien tulostasoon nähden.

Osinkotuotto säilynee hyvänä

Fiskarsin tase on loppuvuonna 2023 tehdystä Georg Jensen – kaupasta huolimatta kohtuullisen hyvässä kunnossa ja yhtiön tavoitteiden puitteissa. Yhtiö on perinteisesti jakanut merkittävän osan tuloksestaan osinkona ja se tavoittelee absoluuttisen osingon kasvattamista vuosittain. Tässä tavoitteessa pysyttiin myös 2023 ja 2024 osingonjaon suhteen, vaikka velkaisuus nousi yrityskaupan myötä. Tämä kertoo osingon olevan tärkeä prioriteetti yhtiölle.

Odotamme yhtiön jakavan lähivuosina osinkoa noin 65-85 % kertaluonteisista eristä oikaistusta tuloksesta. Tämä tarkoittaa noin 5 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Fiskarsin aktivoituminen yrityskaupoissa ja korkea osingonjakosuhde tarkoittaa mielestämme sitä, että lisäosinkoihin yhtiöllä ei tule olemaan kykyä tai halua lähivuosina.



Arvostus (3/3)

Tavoitetaso ei näytä relevantilta tällä hetkellä

Yhtiöllä on kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet, joiden tähtäin on jo tässä vuodessa. Kuten aiemmin totesimme, tavoitteista tullaan tänä vuonna jäämään selvästi ja yhtiö siirtynee jatkossa segmenttikohtaisiin tavoitteisiin. Emme siis näe yhtiön tavoittelevaan 15 %:n liikevoittomarginaaliatasoa relevanttina arvostusta ajatellessa. Jos kuitenkin oletamme, että Fiskars-konserni pystyisi nostamaan EBIT-marginaalinsa tavoitteiden mukaiselle 15 %:n tasolle, tarkoittaisi se 2025 liikevaihtoennusteellamme noin 180 MEUR:n liikevoittoa ja 1,55 euron osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin hyväksyttävien kertoimiemme keskikohdassa olevalla 13x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi noin 20 euroa. Käytännössä tavoitemarginaalin ylttäminen vaatisi kuitenkin selvää liikevaihdon kasvua, jolloin absoluuttinen tuloskin olisi korkeampi.

Segmenteillä eri piirteitä arvostukseen liittyen

Fiskars-konsernin jakautuessa yhä selkeämiin kahteen itsenäiseen segmenttiin, arvostusta voisi katsoa myös osien summana. Fiskars-segmentti on mielestämme kasvupotentiaaliltaan vaatimaton ja jo hyvää kannattavuutta tekevä liiketoiminta. Toisaalta se on mielestämme myös varsin vakaa. Vita-segmentissä taas on mielestämme potentiaali hieman nopeampaan kasvuun ja kannattavuustason parantumiseen. Historiallisesti tosin Vitin kannattavuus on ollut keskimäärin suhteellisen vaatimaton ja ailahteleva.

Fiskars-segmentin osalta paras verrokki on Husqvarna, jonka EV/EBIT 2025 on noin 11x. Tätä kerrointa

sovellettaessa Fiskars-segmentin arvoksi tulisi noin 850 MEUR. Vitalle hyväksyttävä kerroin tämän hetkiselä matalahkolla marginaalitasolla on mielestämme korkeampi. Mikäli käyttäisimme esim. EV/EBIT -kerrointa 13x Vitin tämän vuoden tulokselle, pääsisimme noin 750 MEUR:n arvoon. Uskommekin segmenttien arvojen olevan suhteellisen lähellä toisiaan, vaikka Fiskars-segmentin tulostasoa on tällä hetkellä selvästi korkeampi. Emme kuitenkaan tällä hetkellä käytä osien summaa pääasiallisena arvostusmenetelmänä. Yllä olevat arvot johtavat yhtiön nykyistä arvostusta matalampaan lopputulokseen, joskin käytetyt kertoimet ovat vain karkeita esimerkkejä segmenttien mahdollisista arvostustasoista.

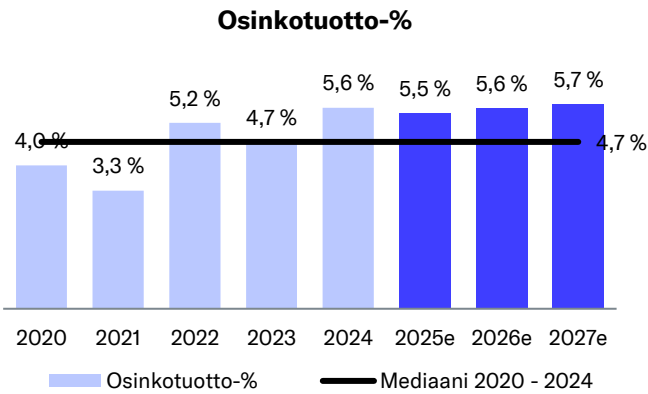
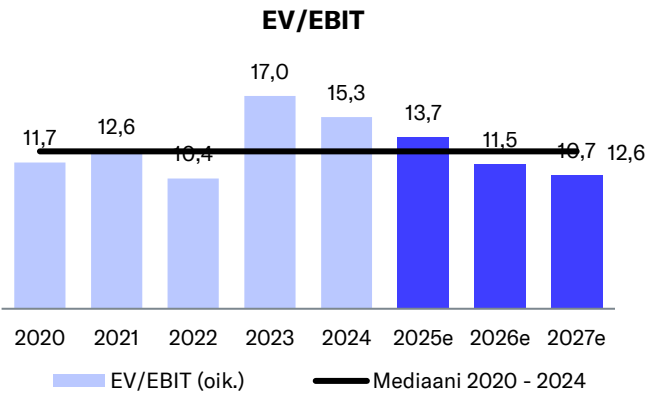
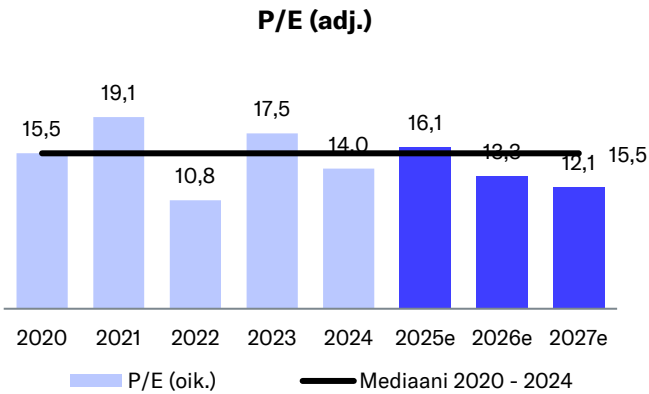
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	80,9	80,9	80,9
Markkina-arvo	1271	1271	1271
Yritysarvo (EV)	1678	1646	1628
P/E (oik.)	16,1	13,3	12,1
P/E	23,7	13,3	12,1
P/B	1,6	1,6	1,5
P/S	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	9,8	7,9	7,4
EV/EBIT (oik.)	13,7	11,5	10,7
Osinko/tulos (%)	130 %	74 %	69 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	15,0	23,0	15,4	17,6	14,9	15,7	15,7	15,7	15,7
Osakemäärä, milj. kpl	81,5	81,5	80,6	80,8	80,9	80,9	80,9	80,9	80,9
Markkina-arvo	1220	1874	1239	1420	1208	1271	1271	1271	1271
Yritysarvo (EV)	1276	1938	1570	1872	1707	1678	1646	1628	1609
P/E (oik.)	15,5	19,1	10,8	17,5	14,0	16,1	13,3	12,1	11,6
P/E	18,0	21,7	12,6	20,3	44,6	23,7	13,3	12,1	11,6
P/B	1,6	2,3	1,5	1,7	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5
P/S	1,1	1,5	1,0	1,3	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	1,5	1,3	1,7	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,4	9,5	8,1	11,4	14,2	9,8	7,9	7,4	7,1
EV/EBIT (oik.)	11,7	12,6	10,4	17,0	15,3	13,7	11,5	10,7	10,2
Osinko/tulos (%)	72,2 %	71,6 %	65,6 %	94,8 %	250,9 %	129,9 %	74,2 %	69,3 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,3 %	5,2 %	4,7 %	5,6 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Duni AB	433	565	8,1	8,2	6,0	6,0	0,7	0,7	9,0	9,9	5,4	5,9	1,3
Harvia Oyj	854	895	20,2	16,8	17,4	14,6	4,4	3,9	27,1	22,3	1,9	2,2	5,3
Leifheit AG	171	129	8,9	7,7	5,5	4,9	0,5	0,5	17,2	14,7	6,0	6,3	1,7
Marimekko Oyj	537	528	15,6	13,3	12,2	10,7	2,8	2,5	20,5	17,8	3,4	5,7	6,2
Nokian Tyres plc	919	1556	16,7	11,9	7,3	5,5	1,1	1,0	20,1	12,0	4,5	5,3	0,7
Orthex Oyj	92	109	10,6	8,9	7,4	6,4	1,2	1,1	13,5	11,0	4,8	5,4	2,2
Rapala VMC Oyj	63	189	20,9	12,7	9,1	7,2	0,8	0,7	172,8	43,8		1,2	0,5
Stanley Black & Decker Inc	11673	17015	11,8	10,2	10,4	9,2	1,2	1,2	15,8	12,8	4,0	4,1	1,4
Villeroy & Boch AG	503	939	12,3	9,3	6,5	5,6	0,6	0,6	9,1	9,4	5,3	6,0	1,3
Husqvarna	2827	3931	10,7	9,2	6,1	5,5	0,9	0,8	12,5	10,1	4,2	5,2	1,2
Fiskars (Inderes)	1271	1678	13,7	11,5	9,8	7,9	1,4	1,3	16,1	13,3	5,5	5,6	1,6
Keskiarvo			13,6	10,8	8,8	7,6	1,4	1,3	31,7	16,4	4,4	4,7	2,2
Mediaani			12,0	9,8	7,3	6,2	1,0	0,9	16,5	12,4	4,5	5,3	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			14 %	18 %	33 %	27 %	46 %	50 %	-2 %	7 %	22 %	5 %	24 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1130	283	281	256	337	1157	287	284	260	345	1176,7	1230	1280	1332
Vita	555	126	130	139	210	605	127	131	142	216	617	654	686	721
Fiskars	571	156	150	115	126	547	159	152	117	128	555	572	589	607
Muut	4,0	1,0	1,0	1,5	1,3	4,8	1,0	1,0	1,5	1,3	4,8	4,8	4,8	4,8
Käyttökate	165	26,5	22,4	20,0	51,6	121	19,5	35,8	47,8	68,2	171,3	208	221	226
Poistot ja arvonalennukset	-66,0	-20,1	-22,1	-20,5	-20,7	-83,4	-20,7	-20,7	-20,7	-20,7	-82,8	-65,4	-68,1	-67,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	110	25,1	19,2	24,3	42,9	112	28,8	19,1	27,1	47,5	122	143	153	158
Liikevoitto	98,9	6,4	0,3	-0,5	30,9	37,1	-1,2	15,1	27,1	47,5	88	143	153	158
Vita	62,3	-0,1	1,7	12,7	33,3	47,6	1,3	2,6	15,6	39,0	58,5	75,2	82,4	86,5
Fiskars	73,8	29,5	22,2	13,7	11,9	77,3	31,0	20,0	15,0	12,0	78,0	82,0	85,0	87,0
Muut	-25,8	-4,3	-4,8	-2,0	-2,3	-13,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-14,0	-14,4	-14,7	-15,0
Nettorahoituskulut	-24,0	-3,8	-9,0	-5,6	-6,8	-25,2	-6,0	-6,0	-5,0	-5,0	-22,0	-17,0	-15,0	-15,0
Tulos ennen veroja	79,7	3,6	-7,7	-4,2	26,8	18,5	-7,2	9,1	22,1	42,5	66,5	126	138	143
Verot	-9,7	-1,2	1,8	-1,6	9,9	8,9	1,8	-1,8	-4,4	-8,5	-12,9	-28,9	-31,7	-33,0
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0
Nettotulos	69,9	2,4	-6,3	-5,8	36,7	27,1	-5,4	7,3	17,7	34,0	53,5	95,8	105	109
EPS (oikaistu)	1,01	0,21	0,11	0,19	0,57	1,07	0,21	0,13	0,22	0,42	0,98	1,19	1,30	1,35
EPS (raportoitu)	0,87	0,03	-0,08	-0,07	0,45	0,33	-0,07	0,09	0,22	0,42	0,66	1,19	1,30	1,35

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,5 %	2,9 %	5,0 %	6,1 %	-2,5 %	2,4 %	1,5 %	1,0 %	1,7 %	2,4 %	1,7 %	4,6 %	4,1 %	4,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-27,0 %	-19,3 %	-19,0 %	37,3 %	13,8 %	1,2 %	14,6 %	-0,4 %	11,6 %	10,6 %	9,8 %	16,6 %	6,9 %	3,8 %
Käyttökate-%	14,6 %	9,4 %	8,0 %	7,8 %	15,3 %	10,4 %	6,8 %	12,6 %	18,4 %	19,7 %	14,6 %	16,9 %	17,2 %	16,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,8 %	8,9 %	6,8 %	9,5 %	12,7 %	9,6 %	10,0 %	6,7 %	10,4 %	13,7 %	10,4 %	11,6 %	11,9 %	11,9 %
Nettotulos-%	6,2 %	0,8 %	-2,2 %	-2,3 %	10,9 %	2,3 %	-1,9 %	2,6 %	6,8 %	9,8 %	4,5 %	7,8 %	8,2 %	8,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	1029	1070	1039	1048	1057
Liikearvo	220	226	226	226	226
Aineettomat hyödykkeet	372	378	335	330	325
Käyttöomaisuus	307	306	318	332	346
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	91,0	97,4	97,4	97,4	97,4
Muut pitkäaikaiset varat	11,0	13,9	13,9	13,9	13,9
Laskennalliset verosaamiset	28,4	48,8	48,8	48,8	48,8
Vaihtuvat vastaavat	726	641	596	598	622
Vaihto-omaisuus	364	331	282	283	294
Muut lyhytaikaiset varat	5,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Myyntisaamiset	229	242	235	234	243
Likvidit varat	127	60,8	70,6	73,8	76,8
Taseen loppusumma	1755	1711	1635	1646	1679

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	824	797	782	808	842
Osakepääoma	77,5	77,5	77,5	77,5	77,5
Kertyneet voittovarot	742	715	700	727	760
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	3,8	4,3	4,3	4,3	4,3
Pitkäaikaiset velat	506	502	425	412	401
Laskennalliset verovelat	38,8	36,9	36,9	36,9	36,9
Varaukset	15,4	15,8	15,8	15,8	15,8
Korolliset velat	448	445	368	355	344
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,1	4,4	4,4	4,4	4,4
Lyhytaikaiset velat	425	413	428	426	436
Korolliset velat	126	110	104	87,9	85,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	287	285	306	320	333
Muut lyhytaikaiset velat	12,5	17,9	17,9	17,9	17,9
Taseen loppusumma	1755	1711	1635	1646	1679

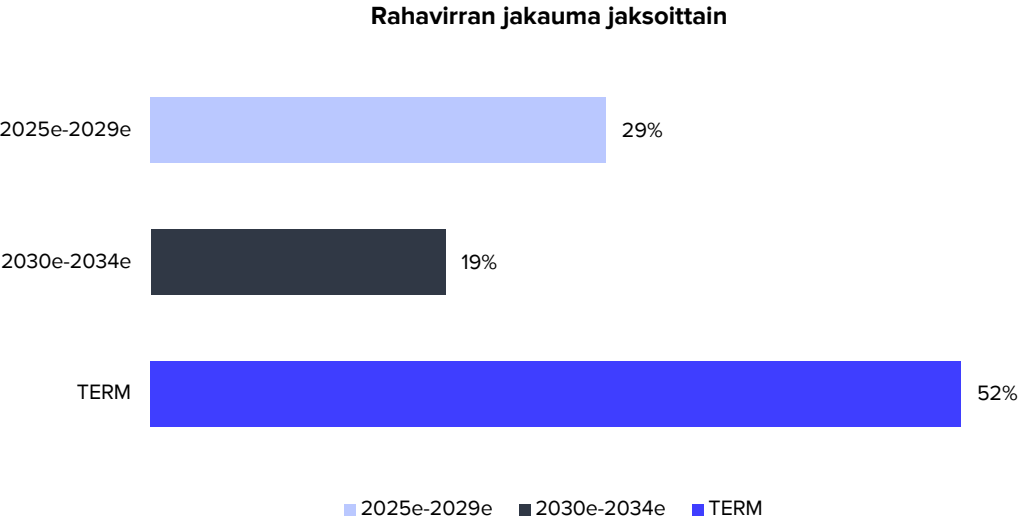
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,4 %	1,7 %	4,6 %	4,1 %	4,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,2 %	7,5 %	11,6 %	11,9 %	11,9 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
Liikevoitto	37,1	88,5	143	153	158	163	166	170	173	169	173	
+ Kokonaispoistot	83	83	65	68	67	70	71	72	73	73	75	
- Maksetut verot	-13	-13	-29	-32	-33	-34	-35	-36	-36	-35	-36	
- verot rahoituskuluista	-6,0	-4,3	-3,9	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	22	76,2	14,9	-8,0	-8,3	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	
Operatiivinen kassavirta	123	230	190	178	181	191	194	198	202	199	203	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-104	-52	-75	-77	-76	-72	-73	-79	-81	-75	-89	
Vapaa operatiivinen kassavirta	20	179	115	101	105	119	121	119	121	123	114	
+/- Muut	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	20	179	115	101	105	119	121	119	121	123	114	1934
Diskontattu vapaa kassavirta		168	101	81,6	78	82	78	70	66	63	54	909
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1751	1583	1482	1401	1322	1240	1162	1092	1026	963	909
Velaton arvo DCF		1751										
- Korolliset velat		-555										
+ Rahavarat		60,8										
-Vähemmistöosuus		-7										
-Osinko/pääomapalautus		-34										
Oman pääoman arvo DCF		1216										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,0										

Pääoman kustannus (WACC)

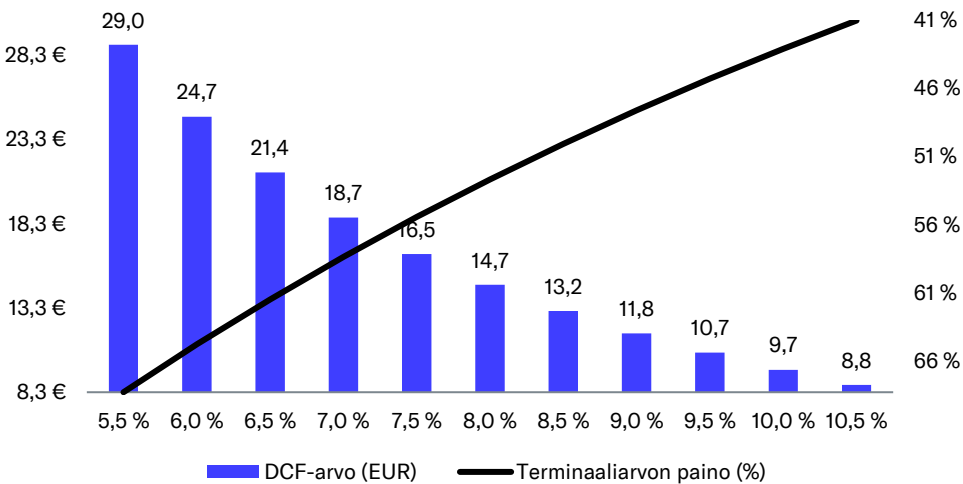
Vero-% (WACC)	24,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %

Lähde: Inderes

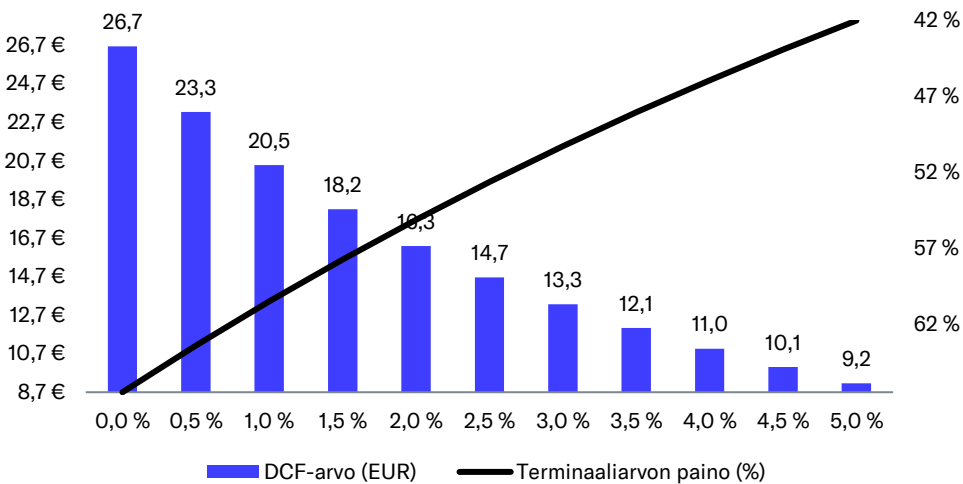


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

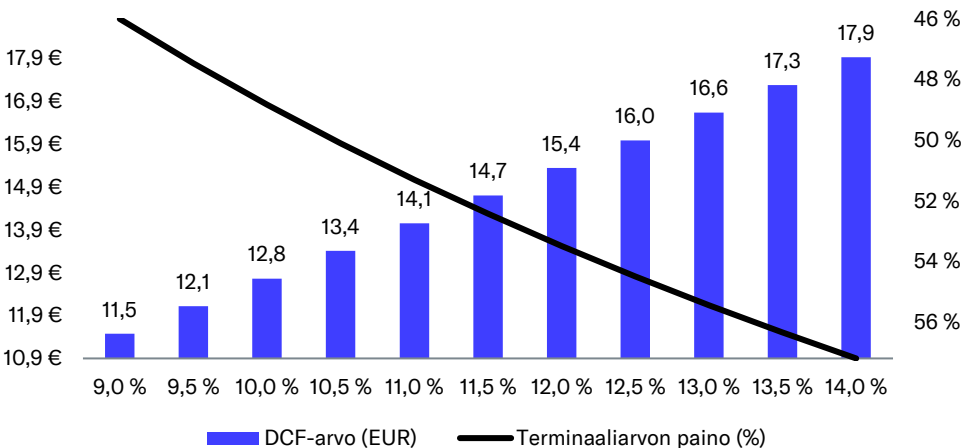
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



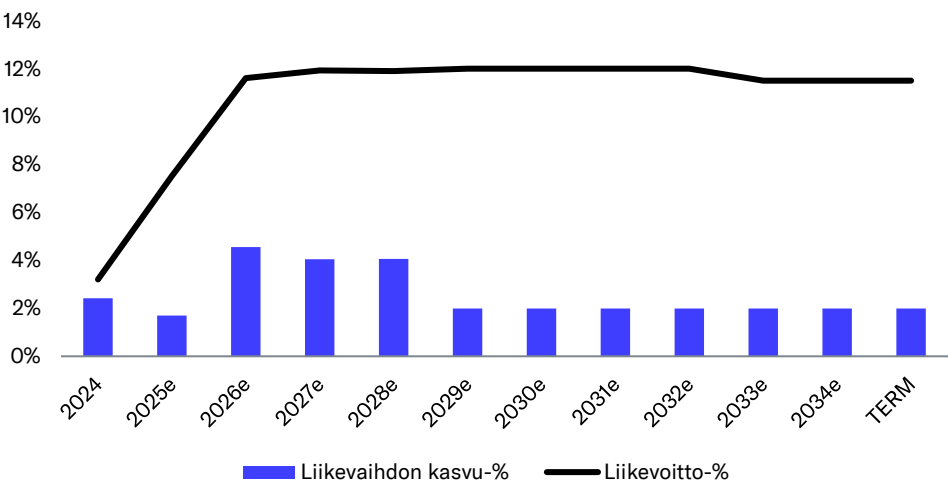
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1248,4	1129,8	1157,1	1176,7	1230,4	EPS (raportoitu)	1,22	0,87	0,33	0,66	1,19
Käyttökate	193,5	164,9	120,5	171,3	208,2	EPS (oikaistu)	1,42	1,01	1,07	0,98	1,19
Liikevoitto	134,7	98,9	37,1	88,5	142,8	Operat. kassavirta / osake	-0,64	2,39	1,52	2,85	2,35
Voitto ennen veroja	124,1	79,7	18,5	66,5	125,8	Vapaa kassavirta / osake	-1,71	-0,28	0,24	2,21	1,43
Nettovoitto	98,2	69,9	27,1	53,5	95,8	Omapääoma / osake	10,32	10,15	9,80	9,62	9,94
Kertaluontoiset erät	-16,3	-11,3	-74,4	-34,0	0,0	Osinko / osake	0,80	0,82	0,84	0,86	0,88
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	1585,6	1754,9	1711,2	1634,7	1646,4	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-10 %	2 %	2 %	5 %
Oma pääoma	835,7	823,7	796,5	782,1	808,4	Käyttökateen kasvu-%	-5 %	-15 %	-27 %	42 %	22 %
Liikearvo	221,2	220,1	225,9	225,9	225,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	-2 %	-27 %	1 %	10 %	17 %
Nettovelat	325,2	446,6	493,8	401,0	369,2	EPS oik. kasvu-%	18 %	-29 %	6 %	-9 %	21 %
						Käyttökate-%	15,5 %	14,6 %	10,4 %	14,6 %	16,9 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	12,1 %	9,8 %	9,6 %	10,4 %	11,6 %
Käyttökate	193,5	164,9	120,5	171,3	208,2	Liikevoitto-%	10,8 %	8,8 %	3,2 %	7,5 %	11,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-218,7	36,2	22,0	76,2	14,9	ROE-%	11,9 %	8,5 %	3,4 %	6,8 %	12,1 %
Operatiivinen kassavirta	-51,7	193,3	123,1	230,2	190,3	ROI-%	12,5 %	7,8 %	3,2 %	6,8 %	11,4 %
Investoinnit	-35,8	-218,5	-104,1	-51,6	-74,9	Omavaraisuusaste	52,7 %	46,9 %	46,5 %	47,8 %	49,1 %
Vapaa kassavirta	-137,4	-22,9	19,7	178,6	115,4	Nettovelkaantumisaste	38,9 %	54,2 %	62,0 %	51,3 %	45,7 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,3	1,7	1,5	1,4	1,3						
EV/EBITDA	8,1	11,4	14,2	9,8	7,9						
EV/EBIT (oik.)	10,4	17,0	15,3	13,7	11,5						
P/E (oik.)	10,8	17,5	14,0	16,1	13,3						
P/B	1,5	1,7	1,5	1,6	1,6						
Osinkotuotto-%	5,2 %	4,7 %	5,6 %	5,5 %	5,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
07/01/2021	Lisää	16,00 €	15,26 €
08/02/2021	Vähennä	15,00 €	15,60 €
20/04/2021	Lisää	18,00 €	16,80 €
29/04/2021	Lisää	19,00 €	17,58 €
29/07/2021	Lisää	22,00 €	20,20 €
01/11/2021	Lisää	23,00 €	21,25 €
10/11/2021	Lisää	24,00 €	21,10 €
28/12/2021	Lisää	24,00 €	22,75 €
Analyttikko vaihtuu			
05/02/2022	Lisää	24,00 €	22,05 €
02/05/2022	Lisää	24,00 €	21,90 €
19/07/2022	Lisää	20,00 €	18,40 €
Analyttikko vaihtuu			
29/07/2022	Lisää	20,00 €	18,60 €
26/09/2022	Lisää	18,00 €	15,20 €
31/10/2022	Lisää	18,00 €	15,22 €
23/12/2022	Lisää	17,00 €	15,22 €
16/01/2023	Lisää	17,50 €	16,80 €
08/02/2023	Lisää	18,00 €	17,10 €
15/03/2023	Lisää	18,00 €	16,62 €
28/04/2023	Lisää	17,50 €	15,70 €
18/07/2023	Lisää	17,50 €	15,90 €
21/07/2023	Lisää	17,50 €	15,88 €
09/10/2023	Vähennä	17,50 €	17,56 €
13/10/2023	Vähennä	16,00 €	16,20 €
27/10/2023	Vähennä	15,00 €	14,28 €
17/01/2024	Myy	15,00 €	17,58 €
09/02/2024	Myy	15,00 €	17,20 €
20/03/2024	Myy	15,00 €	16,78 €
26/04/2024	Myy	15,00 €	17,20 €
19/07/2024	Myy	15,00 €	16,60 €
04/09/2024	Myy	15,00 €	16,00 €
25/10/2024	Vähennä	15,00 €	15,64 €
07/02/2025	Vähennä	15,00 €	15,18 €
20/03/2025	Vähennä	15,00 €	15,72 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**