

Orthex

Laaja raportti

22.04.2024 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvupanostukset kantavat vielä hedelmää

Toistamme Orthexin 7,0 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. Arkisia käyttötavaroita valmistavan Orthexin liikevaihto kääntyi Q4:llä takaisin selvään kasvuun, mikä luo hyvät edellytykset tuloskasvun jatkumiselle. Yhtiön tuotantolaitokset kykenevät käsityksemme mukaan kannattelemaan vielä selvästi nykyistä suurempaa liikevaihtokuormaa, minkä seurauksena liikevaihdon kasvulla on edellytykset nostattaa valmiiksi korkeita pääoman tuottoja. Osakkeen arvostuskuva vaikuttaa mielestämme maltilliselta, joskin viime aikainen öljyn hinnan nousu voi johtaa myös Orthexin raaka-aineiden hintojen nousuun, mikä nostattaa lyhyellä aikavälillä ennusteriskiä.

Johtava Pohjoismainen käyttötavarayhtiö

Orthex on johtava Pohjoismainen kodin- ja käyttötavarayhtiö. Sillä on kolme pääbrändiä (Orthex, SmartStore ja GastroMax) ja yksi sivubrändi (Kökskungen), joiden alla se tarjoaa tuotteita eri käyttötavarakategorioissa (mm. kodin säilytys, ruoan säilytys, keittiötarvike, kasvien hoito, koti ja piha). Tuotteista noin 90 % valmistetaan Pohjoismaissa Orthexin kolmessa pitkälle automatisoidussa tehtaassa. Lähes 80 % myynnistä tulee Pohjoismaista, mutta yhtiöllä on noin 800 asiakasta yli 40 maassa. Tuotteiden jakelukanavina toimivat pääosin suuret eurooppalaiset vähittäiskaupan ketjut. Orthexin ensisijainen kohdemarkkina on Euroopassa noin 4 miljardin euron kokoinen ja koostuu kodin-, ruoansäilytyksen ja keittiötarvikkeiden myynnistä. Orthex on Pohjoismaissa kodin- ja ruoansäilytyksen markkinajohtaja. Tuotteilla on matala yksikköhinta ja niitä ostetaan päivittäiseen tarpeeseen, mikä laskee kysynnän syklisyyttä ja hintaherkkyyttä.

Strategia vaikuttaa toimivalta, mutta kannattavuustavoitetta emme niele purematta

Orthexin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat mm.: yli 5 %:n orgaaninen liikevaihdon kasvu ja ajan myötä yli 18 %:n vertailukelpoinen EBITA-marginaali. Kasvua haetaan erityisesti Pohjoismaiden ulkopuolelta, jossa tavoitteena on kasvaa yli 10 % vuodessa nykyisten ja uusien avainasiakkaiden avulla. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa 2024-2026 keskimäärin 6 % vuodessa, mikä edellyttää markkinaosuuksien voittamista. Kulurakenteen skaalautumisvara mahdollistaa ennusteissamme paranevan suhteellisen kannattavuuden ja liiketulosmarginaalin nousu 15 %:iin ajaa kasvavan liikevaihdon kanssa tuntuvaa tuloskasvua lähivuosien ennusteissamme. Haluamme yhtiöltä näyttöjä kunnianhimoisen kannattavuustavoitteen saavutettavuudesta, mutta muuten yhtiön strategia ja taloudelliset tavoitteet vaikuttavat mielestämme oikein realistiselta ja toimivilta.

Laadukkaan kasvajan kyydissä on hyvä istua

Orthexin tulospohjainen arvostus (2024e: EV/EBIT 10x, P/E: 13x) on mielestämme suhteellisen neutraali ja ennusteidemme pohjalta haarukoitu lähivuosien noin 15 %:n tuotto-odotus puoltaa osakkeen kyydissä pysymistä. 2024-2025 liiketulosennusteillamme Orthexia hinnoitellaan noin 15-20 %:n alennuksella verrokkeihin nähden ja näemme tulospohjaisessa alennushinnoittelussa kapenemisen varaa. Näkemyksemme mukaan markkina saattaa edelleen mieltää Orthexin tuloksen todellisuutta syklisemmäksi, sillä 2022 poikkeuksellisen korkean kustannusinflaation armoille jäänyt tuloskunto on edelleen sijoittajien tuoreessa muistissa. Yhtiön rajalliset julkiset näytöt ja verrokkeja pienempi kokoluokka voi nähdäksemme osittain selittää verrokkeihin nähden varovaista hinnoittelua. Myös DCF-mallimme indikoi nykytasolta nousuvaraa ja 7,3 euron osakekohtaista arvoa.

Suositus

Lisää

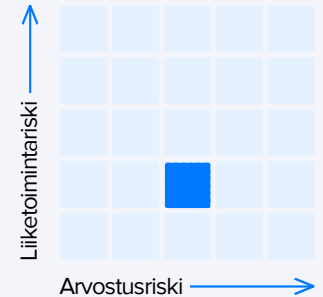
(aik. Lisää)

7,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

6,26



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	85,9	90,8	96,6	102,4
kasvu-%	2 %	6 %	6 %	6 %
EBIT oik.	10,0	12,3	13,5	15,0
EBIT-% oik.	11,7 %	13,6 %	14,0 %	14,6 %
Nettotulos	6,9	8,4	9,5	10,8
EPS (oik.)	0,35	0,47	0,53	0,61

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

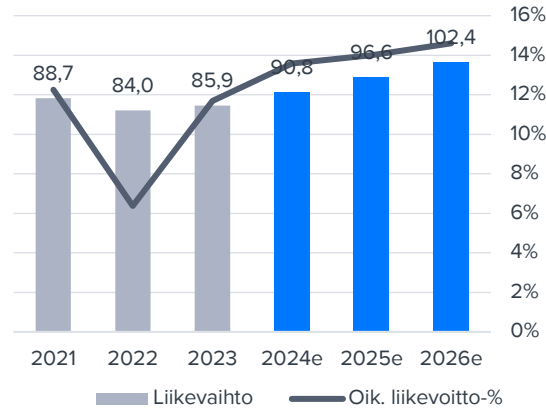
Orthexilla ei ole lyhyen aikavälin ohjeistusta. Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 5 %:n orgaanista kasvua ja yli 18 %:n oikaistua EBITA-marginaalia.

Osakekurssi



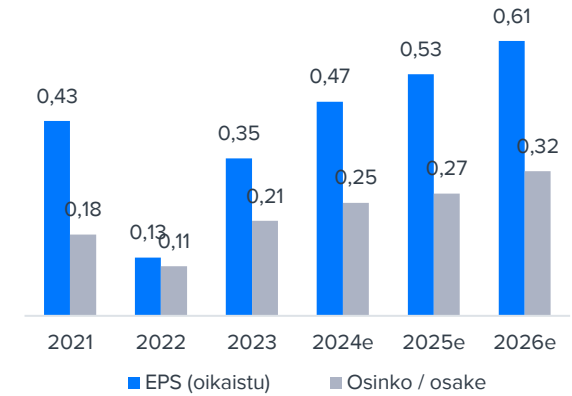
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Raaka-ainehintojen vaihtelut ja häiriöt saatavuudessa
- Riippuvuus omien tuotantolaitosten toimivuudesta
- Tuotantokapasiteetti asettaa rajoitteita kasvulle
- Vientimarkkinoilla onnistuminen
- Taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen liittyy riskejä
- Yrityssoriskit
- Muovilla on raaka-aineena huono maine

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,26	6,26	6,26
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	128	124	119
P/E (oik.)	13,2	11,7	10,3
P/E	13,2	11,7	10,3
P/B	2,8	2,5	2,2
P/S	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	7,8	6,9	6,1
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,2	7,9
Osinko/tulos (%)	52,8 %	50,6 %	52,7 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,3 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-16
Tuotekategoriat	17-19
Liiketoiminnan riskiprofiili	20
Toimiala ja markkinakatsaus	21-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	26-27
Sijoitusprofiili	28
Historiallinen ja taloudellinen kehitys	29-34
Ennusteet	35-39
Osakkeen arvostus	40-45
Yhteenveto	46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Orthex lyhyesti

Orthex on yksi Pohjoismaiden johtavia käyttötavaran valmistajia. Yhtiöllä on kattava tarjoama säilytysratkaisusta keittiövälineisiin ja puutarhanhoitoon. Orthexin jakelukanavina toimivat pääsääntöisesti eurooppalaiset vähittäiskaupan ketjut, joiden kautta tuotteet löytävät tiensä kuluttajille.

1956

Perustamisvuosi

20-25 %⁽¹⁾

Markkinaosuus kodinsäilytyskategorioissa Pohjoismaissa

~0,5 %⁽¹⁾

Markkinaosuus kodin- ja ruoansäilytyskategorioissa Länsi-Euroopassa⁽²⁾

85,9 MEUR (+2 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

10,8 MEUR (oik. EBIT: 12,6 %)

Oikaistu liikevoitto 2023

281

Henkilöstö 2023 lopussa (FTE)

3 omaa tehdasta

Ruotsi (2 kpl) Suomi (1 kpl)

1956-2011

Transformaatio yritysostojen myötä
Vahva markkina-asema Pohjoismaissa ja kasvava läsnäolo Euroopan muissa maissa

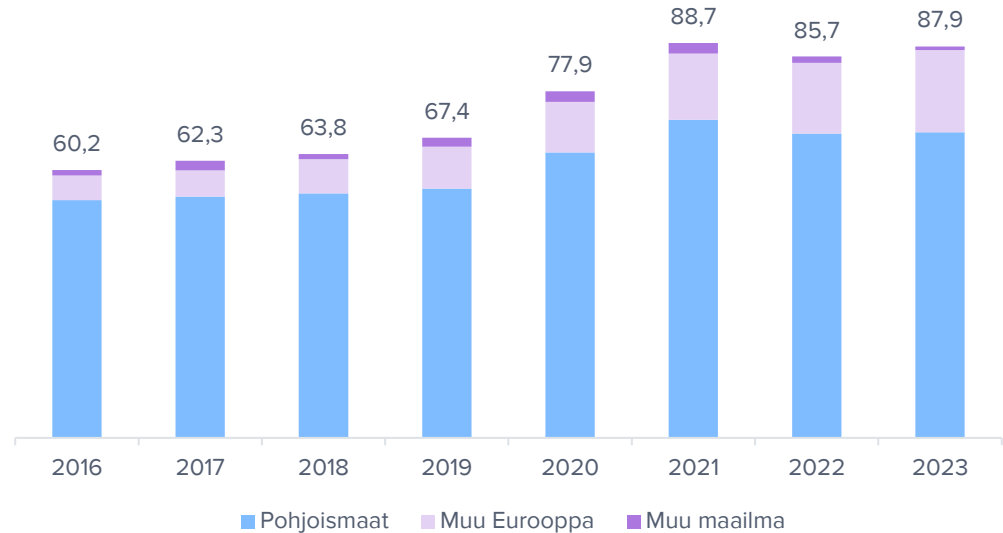
2011-2014

Ostokohteiden integraatio ja asiakaslähtöisyydessä kehittyminen
Brändiportfolion ja tuotetarjoaman terävöittäminen
Painopiste tuotannosta kysyntään

2014-

Laajentaminen Pohjoismaiden ulkopuolella
Myyntiorganisaation perustaminen Ranskaan, Saksaan, Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Benelux-alueelle
Ulkoistettu varasto Saksan ja Ranskan rajalle 2020
Useita uusia kestävän kehityksen hankkeita
Pörssilistautuminen 3/2021

Laskutetun myynnin kehitys (MEUR)



1) Vuonna 2019

2) Alankomaat, Belgia, Espanja, Itävalta, Ranska, Saksa, Sveitsi, Yhdistynyt kuningaskunta

3) 2016 ja 2017 liikevaihto konvertoitu laskutetuksi myynniksi olettaen prosentuaalisen erotuksen olleen sama kuin 2018-2022

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Korkealaatuisten kodin käyttötavaroiden valmistaja

Orthex on johtava Pohjoismainen kodin käyttötavaroiden valmistaja, joka pyrkii tarjoamaan toiminnallisia ja kestäviä tuotteita. Yhtiö keskittyy neljään eri tuotekategoriaan, joita ovat: Säilytys, Keittiö, Koti ja Piha sekä Kasvien hoito. Vastuullisuus on keskeinen osa yhtiön liiketoimintaa, eikä se valmista lainkaan kertakäyttötuotteita. Valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee Pohjoismaista, mutta yhtiön asiakaskunta on globaali ja yhtiö tavoittelee erityisen nopeaa kasvua muilta markkinoilta.

Brändiportfolio syntynyt yrityskauppojen kautta

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

Nykyinen tuote- ja brändiportfolio on syntynyt yrityskauppojen kautta. Vuonna 2010 yhtiö osti ruotsalaisen Sveico AB:n, joka lisäsi yhtiön osaamista korkealaatuisten keittiötuotteiden valmistuksessa. Yrityskaupan myötä yhtiö sai portfolioonsa GastroMax -keittiöbrändin ja käyttöönsä Gnosjön tehtaan.

Vuonna 2011 Orthex osti Hammarplast Consumer AB:n, mikä laajensi tuotevalikoimaa säilytys- ja puutarhatuotekategorioissa. Yritysosto toi mukanaan SmartStore-brändin ja Tingsrydin tehtaan käyttöoikeuden.

Orthexin myynnistä noin 90 % tulee omista brändituotteista, minkä lisäksi se valmistaa harkitusti jälleenmyyjille private label -tuotteita. Private label-tuotteita valmistetaan vain taktisessa mielessä (esim. saadakseen myös omia brändituotteitaan samaan jakelukanavaan myyntiin).

Myynti painottuu Pohjoismaihin

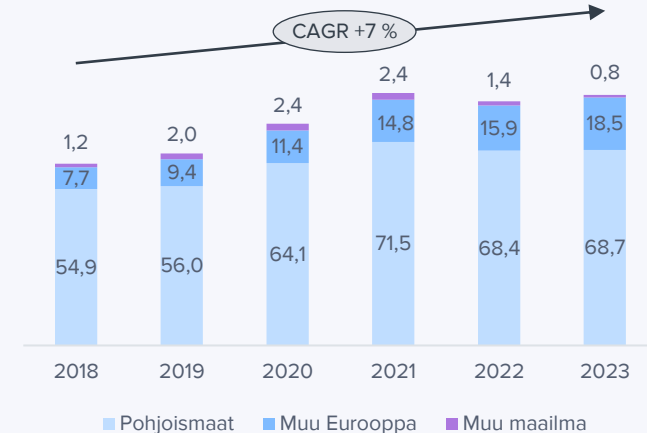
Lähes 80 % Orthexin myynnistä tulee Pohjoismaista, joissa suurimmat markkinat eli Suomi ja Ruotsi, kasvavat nopeimmin. Euroopan muissa maissa (2023: 21 % liikevaihdosta) kasvu on ollut erityisen nopeaa Saksassa ja Ranskassa uusien jälleenmyyjien ansiosta. Noin prosentti yhtiön myynnistä tulee Euroopan ulkopuolelta ja tämä myynti painottuu Yhdysvaltoihin ja yhteen suurempaan asiakkaaseen. Myynti Euroopan ulkopuolelle ei ole Orthexin strategian keskiössä emmekä odota siltä oleellista kasvua lähivuosina.

Laaja asiakaskunta

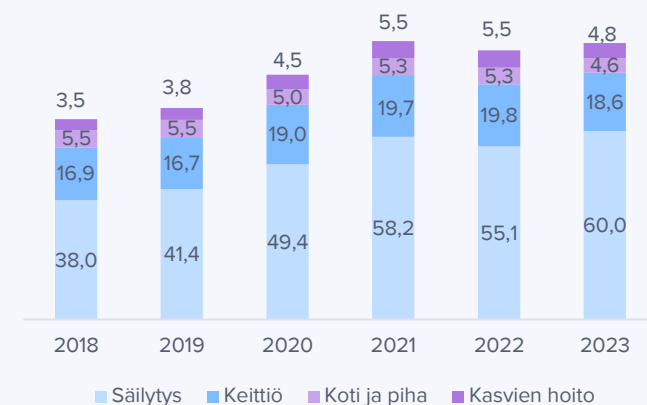
Orthexilla on laaja asiakaskunta, joka koostuu noin 800 asiakkaasta yli 40 eri maassa. Asiakkaisiin kuuluvat esimerkiksi tavaratalot, erikois-, halpa-, päivittäistavara- ja verkkokaupat. Referenssilista koostuu nimekkäistä jälleenmyyjistä Pohjoismaissa ja Länsi-Euroopassa.

Suurista avainasiakkaista huolimatta Orthex ei ole riippuvainen yhdestäkään yksittäisestä jälleenmyyjästä, mikä alentaa sen riskiprofiilia. Yhdenkään asiakkaan osuus Orthexin myynnistä ei ollut yli 10 % vuonna 2023.

Kohdemarkkinakohtainen myynti¹



Kategoriakohtainen myynti (MEUR)¹



1) Orthexin ilmoittamat myyntiluvut eroavat hieman raportoidusta liikevaihdosta, koska ne eivät huomioi asiakkaille annettuja jälkihivityksiä, asiakasbonuksia ja kassa-alennuksia.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Vähittäiskauppojen pitkäaikainen kumppani

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

Orthex sopii yhteistyössä avainasiakkaiden kanssa tuotteiden hinnastoja sisältäviä puitesopimuksia, jotka uusitaan tyypillisesti vuosittain. Yleensä vähittäiskaupoilla on vuodessa 2-3 hinnankorotusikkunaa, joiden aikana Orthex voi neuvotella hinnankorotuksista ja hinnankorotuksen toteuttaminen kestää tyypillisesti 4-9 kuukautta. Hinnankorotusprosesseihin ei voi tehdä muutosta sen alettua. Tämän seurauksena esimerkiksi korkean kustannusinflaation ympäristössä yhtiön on odotettava seuraavaa hinnoitteluikkunaa, ennen kuin se voi reagoida muuttuneeseen kustannustasoon hinnoittelullaan.

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

Laaja tuotevalikoima mahdollistaa keskitettynä tuotteiden tarjoajana ("one-stop-shop") toimimisen, mikä helpottaa jälleenmyyjän valikoiman hallintaa. Orthex tarjoaa lisäksi asiakkailleen sähköiset

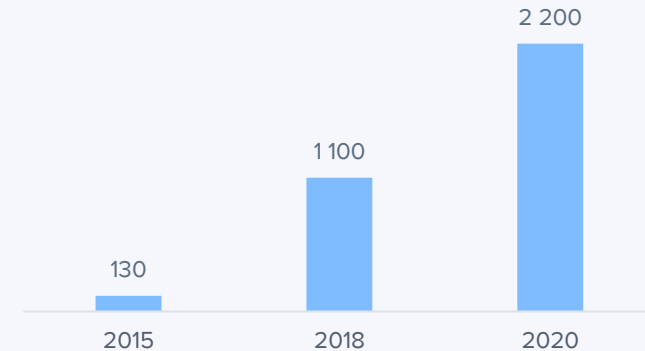
tiedonvaihtolinkit, joiden avulla uudet tilaukset voi automatisoida varaston mukaan. Asiakkaita tuetaan myös opastamalla heitä myymäläesillepanon kanssa ja tuotteista tehdään myös asiakkaiden verkkokaupoissa houkuttelevampia omia brändisivuja hyödyntäen. Kyseiset toimet eivät ole ainutlaatuisia kuluttajatuoteyhtiöiden parissa, mutta mielestämme Orthex loistaa edukseen tuotteiden esillepanossa sekä kivijalassa että verkkokanavissa.

Noin 4 % Orthexin laskutetusta myynnistä on yritysmyyntiä. Yritysmyynnin asiakkaat ovat mm. toimisto- ja pakkaustarvikkeiden toimittajat sekä ammatilliset laite- ja elintarviketoimittajat. Orthex ei tavoittele määrätietoisesti kasvua tässä asiakassegmentissä.

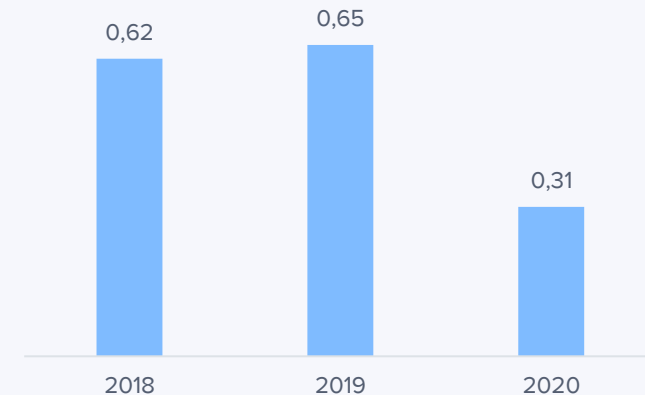
Oma myynti ei ole osa ydinliiketoimintaa

Orthexin tuotteita myydään vähittäiskauppojen lisäksi myös suoraan kuluttajille yhtiön outlet-myymälöissä Tingsrydissä ja Lohjalla. Lohjan tehtaan yhteydessä Orthexilla on myymälä ja Tingsrydissä tuotteita myymään kausiluonteisessa outlet-teltassa. Outlet myynti on ollut noin 1 % Orthexin liikevaihdosta, mutta se kärsi vuonna 2020, kun Tingsrydin outlet-myymälä oli suljettuna koko kesän koronasta johtuen. Orthex ei pyri määrätietoisesti kasvattamaan outlet-myyntiään, mutta siitä on strategista hyötyä, kun yhtiö saa outleteissaan suoraa palautetta kuluttajilta tuotteistaan ja konsepteistaan. Outlet-myynnin lisäksi Orthexilla oli pieni verkkokauppa Suomessa, mutta yhtiö sulki sen keskittyäkseen huomionsa B2B-myyntiin. Suhtaudumme myönteisesti yhtiön kurinalaisuuteen keskittyä vahvuuksiinsa.

Saavutettu myymälämäärä keskeisillä vientimarkkinoilla (kpl)



Outlet-myynti (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Tuotteita löytyy lähes jokaisesta kodista

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

Kestävä kehitys tuotekehityksen keskiössä

Orthexin tavoitteena on olla toimialan edelläkävijä vastuullisuudessa. Kaikki sen tuotteet ovat kierrätettäviä, eikä tuoteportfoliosta löydy lainkaan kertakäyttötuotteita. Tuotesuunnittelussa tavoitellaan tuoteratkaisuja, jotka ovat käytännöllisiä, noudattavat ajatonta designia ja tukevat minimalismia. Pohjoismainen laatu ja kasvava tarjonta innovatiivisia biopohjaisia tuotteita toimivat yhtiön myyntivaltteina kasvua haviteltaessa. Johto on todennut, ettei Pohjoismaiden ulkopuolelle kannata viedä tavallisia ämpäreitä, mutta vastuullisesti tuotetuille tuotteille, kuten vanhoista kalaverkoista valmistetuille ämpäreille löytyy kyllä kysyntää. Ranskalaiset kuluttajat ovat yhtiön mukaan valmiita maksamaan moninkertaisen hinnan kalaverkoista tuotetuista ämpäreistä Carrefourin myymälöissä tukeakseen kestävä kehitystä. Nähdäksemme yksi vahvuus Orthexin tuotekategorioissa on, ettei tuotteita tai mallistoja tarvitse juurikaan mukauttaa kohdemarkkinan mukaan.

Tuotetarjontaa päivitetään säännöllisesti

Ajankohtaisen ja innovatiivisen tuotetarjoaman varmistamiseksi sekä brändin kasvattamiseksi

Orthexin tavoitteena on, että 10 % myynnistä tulee uusista varastonimikkeistä. Tässä yhteydessä tuote luokitellaan uudeksi lanseerausvuonna ja kahtena seuraavana vuonna.

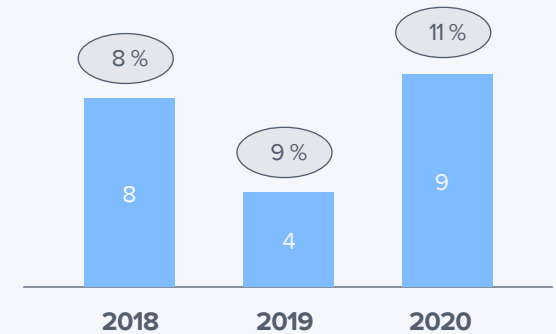
Vuosina 2018-2020 yhtiö lanseerasi yhteensä 21 uutta tuotetta ja uusien tuotteiden osuus myynnistä vaihteli 8 % ja 11 %:n välillä. Uudet tuotteet lanseerataan paremmilla ominaisuuksilla ja aiempia korkeammilla myyntikatemarginaaleilla. Tästä johtuen myynnin painottuminen uusiin tuotteisiin parantaa Orthexin kannattavuutta. Uusien tuotteiden osuus myynnistä on todella korkea, kun sen suhteuttaa varastonimikkeiden kokonaismäärään.

Rönsyt leikataan pois

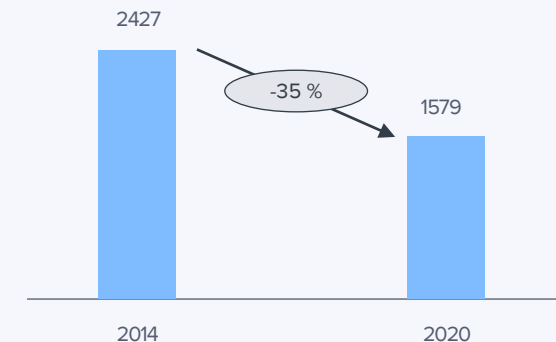
Säännöllisistä uusista tuotelanseerauksista huolimatta Orthex ei anna tuotetarjontansa paisua, vaan heikot tuotteet poistetaan tarjonnasta käyttöpääoman ja valikoiman tehostamiseksi. Liikevaihdon hyvästä kasvusta huolimatta Orthexin varastonimikkeiden määrä laski yhteensä 35 % vuosien 2014 ja 2020 välillä. Lapsille suunnatut sesonkiriippuvaiset tuotteet (mm. pulkat ja muut lumilelut) olivat aiemmin yksi Orthexin tuotekategorioista, mutta lumileluliiketoiminta [myytiin](#) vuonna 2021 kotimaiselle Wiitta Oy:lle tuotetarjoaman optimoimiseksi.

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

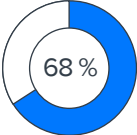
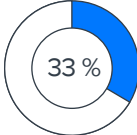


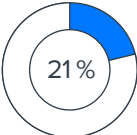
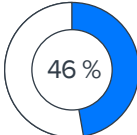

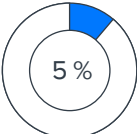
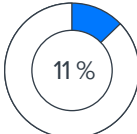

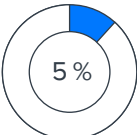




Uudet tuotelanseeraukset (KPL) ja uusien tuotteiden osuus myynnistä



Varastonimikkeiden määrä



Orthexin tuotteet

Tuotekategoria	Brändi	Osuus laskutetusta myynnistä ⁽¹⁾	Osuus varastonimikkeistä ⁽²⁾	Tuotekuvausesimerkkejä	
Säilytys	smart store™	 68 %	 33 %		<ul style="list-style-type: none"> • Säilytyslaatikot • Lajitteluratkaisut • Säilytyskorit
Keittiö	GastroMax™ by orthex™ smart store™ 	 21 %	 46 %		<ul style="list-style-type: none"> • Ruoansäilytys • Keittiövälineet • Leivonta • Kattaminen
Koti ja Piha	orthex™	 5 %	 11 %		<ul style="list-style-type: none"> • Pyykkikorit • Roska-astiat • Sangot ja vadit • Postilaatikot
Kasvien hoito	orthex™	 5 %	 10 %		<ul style="list-style-type: none"> • Kukkaruukut • Aluslautaset • Parvekelaatikot • Kastelukannut
		 86 MEUR	 1579 kpl		

1) 2023, 2) 2020, Ei sisällä Kökskungenia

Orthexin asiakkaat ja jakelukanavat

Jakelukanava	Pohjoismaisia jälleenmyyjiä	Jälleenmyyjiä Pohjoismaiden ulkopuolella
 Halpakaupat	    	 
 Päivittäistavara-kaupat	   	    
 Erikoiskaupat	   	          
 Verkkokaupat	  	   

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Toiminnan kausiluonteisuus on hyvin tasaista

Orthexin kysynnän kausivaihtelut ovat pieniä, eivätkä juurikaan aiheuta kvartaalien välistä heiluntaa liikevaihdossa. Tyypillisesti Q2 on myynnin kannalta hiljaisin johtuen Säilytys- ja Keittiö -tuoteryhmien alhaisemmista myyntimääristä vähittäiskauppojen tyhjentäessä varastojaan, tehdäkseen tilaa kesäkauden tuotteille. Q3 on puolestaan tyypillisesti vahvin jälleenmyyjien täydentäessä varastojaan samaisissa tuotekategorioissa ja kesälomakaudesta johtuvan kevyen kulurakenteen vuoksi. Myös Q4 on myynnillisesti vahva, vähittäiskauppojen valmistautuessa alkuvuoden kampanjamyyntheihin. Viime vuosina myynti ei ole noudattanut normaalia kausijakaumaa vähittäiskauppojen mukautuessa nopeasti muuttuvaan kuluttajakäyttöön ja Orthexin tasapainoteltua kampanjamyynnin ja kannattavuuden välillä.

Tuotanto sijaitsee Ruotsissa ja Suomessa

Orthexilla on kolme tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Ruotsissa (Gnosjö ja Tingsryd) ja Suomessa (Lohja). Yhtiön tehtaat ovat pitkälle automatisoituja ja kykenevät valmistamaan laajan kirjon tuotteita. Korkean automatisointiasteen ansiosta Orthexilla on lähes saman kokoisia kilpailijoitaan suhteellisesti alhaisempi henkilöstömäärä (2023: 281 FTE). Tuotannon tehokkuus ja kasvu Euroopan kasvumarkkinoilla heijastuu siinä, miten yhtiön liikevaihto on kasvanut työntekijämäärää nopeammin.

Suurin osa Orthexin tuotteista valmistetaan ruiskuvalukoneilla. Uusi ruiskuvalukone maksaa sen koosta riippuen noin 200-750 tuhatta euroa. Ruiskuvalukoneet ovat tuotannon näkökulmasta

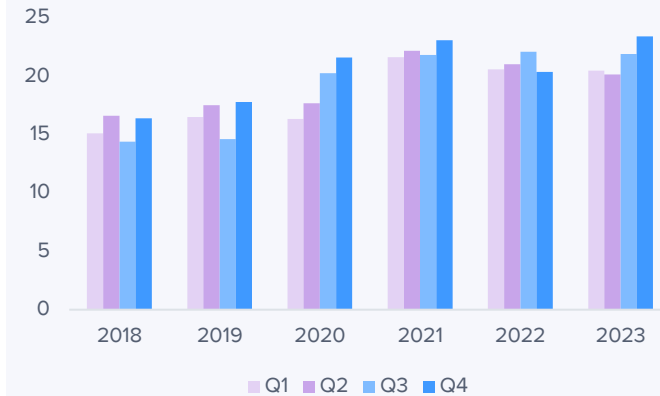
joustavia, sillä niillä voi valmistaa eri muotoisia tuotteita käytössä olevaa muotia vaihtamalla. Ketterä valmistus mahdollistaa tuotannon mukauttamisen kysynnän mukaan. Valmistettujen tuotteiden väri riippuu käytetystä materiaalista, joten samalla muotilla voi valmistaa kaiken värisiä tuotteita. Ruiskuvalukoneiden lisäksi Orthexilla on 14 metallikonetta, joita hyödynnetään keittiösegmentin tuotteiden valmistuksessa.

Tingsrydin tehdas on Orthexin sydän. Se on selvästi yhtiön kolmesta tehtaasta suurin ja se keskittyy Säilytys-kategorian tuotteiden valmistukseen. Tehdas tekee suuria tuotantosarjoja ja on erittäin tehokas korkean automaatioasteensa ansiosta. Lohjan tehdas on tuoteportfolioiltaan laajin ja se valmistaa tuotteita yhtiön jokaiseen tuotekategoriaan. Gnosjön tehdas on yhtiön selvästi pienin. Se on erikoistunut keittiösegmentin tuotteisiin ja ruiskuvalukoneiden lisäksi siellä on myös metallikoneita keittiökategorian poikkeavien valmistustarpeiden vuoksi. Arviomme mukaan Orthexin nykyiset tuotantolaitokset kykenisivät kannattelemaan noin 110-130 MEUR:n liikevaihtoa ilman suurempia rakennusinvestointeja.

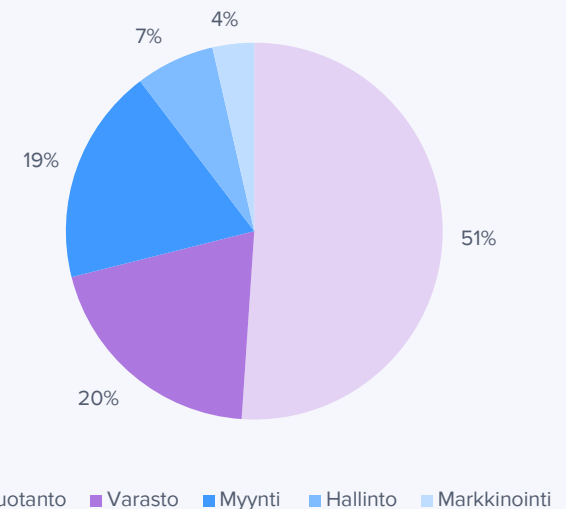
Investoinnit ovat maksaneet itsensä nopeasti takaisin

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

Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Henkilöstön jakauma työtehtävittäin¹



1) 2023

Orthexin tuotanto- ja toimipaikat



8 Paikallista myyntiorganisaatiota



3 Tuotantolaitosta

Tingsryd, Ruotsi

- Keskittyy Säilytys-kategoriaan
- Orthex toimii tehtaassa vuokralla

Gnosjö, Ruotsi

- Keskittyy Keittiö-kategoriaan
- Orthex toimii tehtaassa vuokralla

Lohja, Suomi

- Valmistaa tuotteita jokaiseen tuotekategoriaan
- Tehdas on Orthexin omistuksessa



4 Varastoa

Tingsryd & Lohja

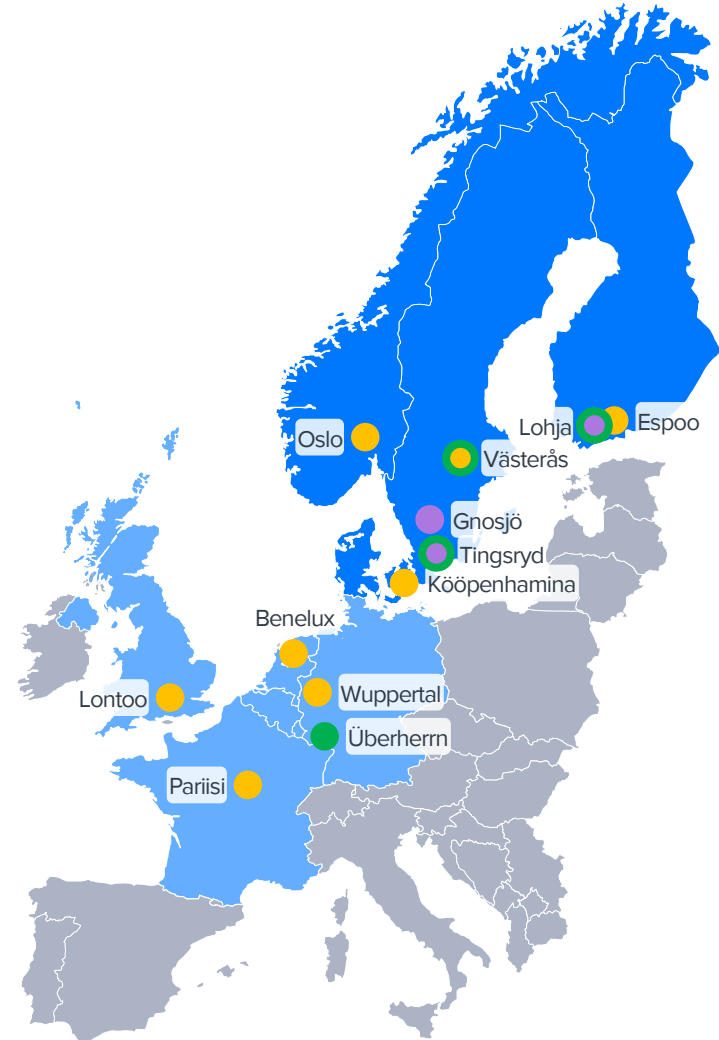
- Keskitetyt varastot tehtaiden yhteydessä

Västerås, Ruotsi

- Pieni varasto Kökskungenin tuotteita varten

Überherrn, Saksa

- Ulkoistettu varasto
- Lyhentää toimitusaikoja Länsi-Eurooppaan
- Tärkeä työkalu Eurooppalaisten asiakkaiden palvelemisessa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Valmistusmateriaaleissa pyritään pois neitsytmuovista

Orthex käyttää tuotannossaan monia eri raaka-aineita valmistettavan tuotteen käyttötarkoituksen ja toivottujen ominaisuuksien mukaan. Biopohjaisia ja kierrätettyjä raaka-aineita painotetaan tuotesuunnittelussa ja yhtiö on muutamassa vuodessa kasvattanut niiden osuutta tuotantomateriaaleista noin 16 %:iin.

Yhtiö suosii kierrätettyä muovia valmistuksessa, mutta neitsytmuovi sopii tiettyihin käyttötarkoituksiin yksinkertaisesti paremmin. Euroopan unionin alueella elintarvikkeiden kanssa kosketuksiin joutuvat muovit tulee olla valmistettu elintarvikekontaktiin, eikä kierrätysmuovi näin ollen sovi tähän käyttötarkoitukseen. Kierrätysmuovin heikkous on myös se, että se on neitsytmuovia heikompaa eikä siitä saa läpinäkyvää.

Orthex pyrkii saavuttamaan hiilineutraalin tuotannon vuoteen 2030 mennessä, mikä on kunnianhimoinen tavoite ja edellyttää biopohjaisten ja kierrätettyjen raaka-aineiden osuuden kasvattamista 80 %:iin käytetyistä materiaaleista. Viime vuosina valmistuksen volyymipainotetut hiilidioksidipäästöt ovat olleet laskutrendillä, mutta yhtiö ei kykene saavuttamaan tavoitetta yksin, vaan se vaatii myös kehitystä materiaaliteknologian saralla. Esim. muuttuva regulaatio mekaanisen kierrätyksen tai kemiallisen kierrätyksen yleistymisen voi tulevaisuudessa mahdollistaa kierrätetyn muovin nykyistä monipuolisemman hyödyntämisen Orthexin tuotteissa. Orthexin

paikallinen ja vähäpäästöinen valmistus toimii käsittääksemme joissakin asiakkuuksissa myyntivalttina, sillä painottamalla Orthexin tuotteita kauppa voi laskea scope 3 päästöjään.

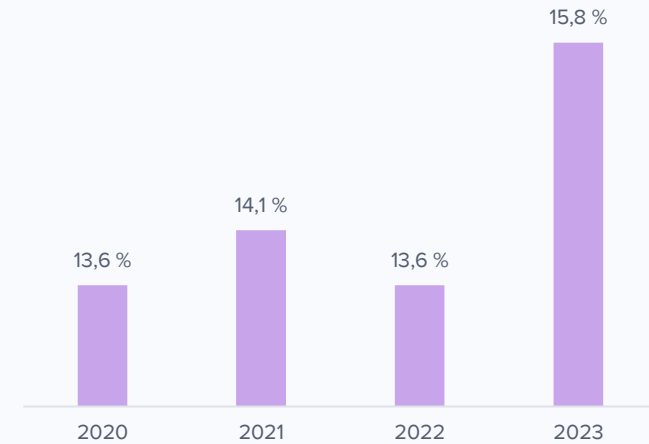
Uusia materiaaleja kehitetään yhteistyössä kumppaneiden kanssa

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

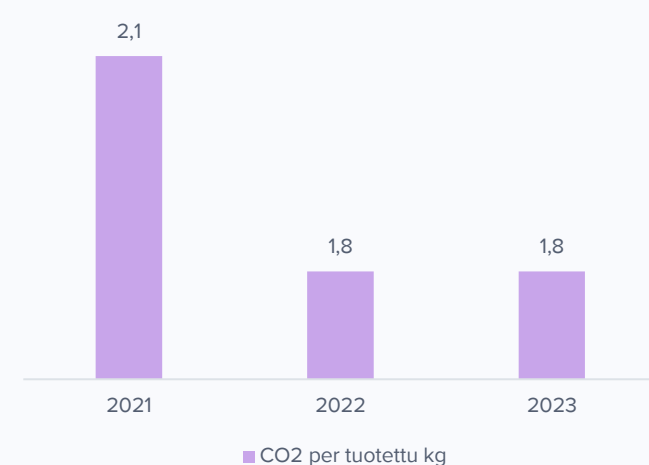
Muovin hinta vaikuttaa toistaiseksi vielä merkittävästi kannattavuuteen

Valmistuskustannukset muodostavat selvästi Orthexin suurimman kustannuserän (2023: 72 % liikevaihdosta). Suurin osa Orthexin käyttämistä raaka-aineista on muovipolymeerejä ja yhtiö käyttää tuotannossaan yli 30 eri tyyppistä polymeeriä. Orthex ostaa polymeerit suoraan tuottajilta, jotka muodostavat laajan toimittajakunnan pienistä suuriin raaka-ainevalmistajiin. Raaka-aineiden hinnoista ja valmistajan marginaaleista neuvotellaan tyyppillisesti vuosittain seuraavalle vuodelle arvioitujen määrien perusteella. Yhtiö on kohtuullisen kokoinen raaka-aineiden ostaja Pohjoismaissa, mikä antaa sille hieman ostovoimaa ja pieniä toimijoita paremmat ostoehdot.

Uusiutuvien ja kierrätysmateriaalien osuus valmistuksesta



CO2 per tuotettu kg (kg CO2 ekv./v)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Orthexilla on kaksi menetelmää raaka-aineiden hintaneuvotteluihin. Hinta voidaan sitoa muovipolymeerin senhetkiseen markkinahintaan (PPC-muovi), josta vähennetään alennus. Tyypillisesti 2/3 yhtiön ostoista noudattavat tätä. Vaihtoehtoisesti muovipolymeerin hinta sidotaan polymeerien valmistuksessa käytettävän propeenin (C3) hintaindeksiin, johon lisätään jalostajan marginaali. Noin 1/3 ostoista sovitaan tyypillisesti näin. Sitomalla ostohinnat eri pisteisiin muovipolymeerien arvoketjussa, yhtiö rajaa altistumistaan eri tuotantoketjun häiriöille. Raaka-aineita ei tyypillisesti osteta spottimarkkinalta eikä yhtiö ota näkemystä hintojen kehitykseen ajoittamalla markkinaa. Se ei myöskään suojaudu hintavaihteluilta johdannaisinstrumenteilla.

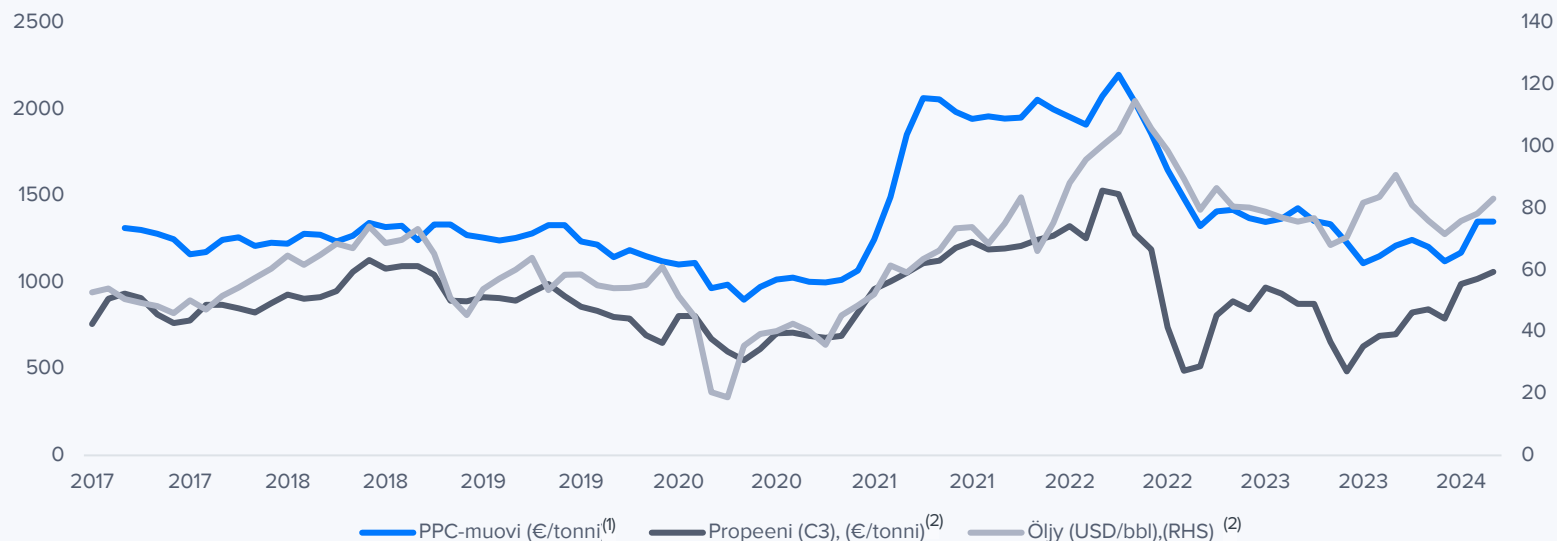
Sopivaa tuotetta Orthexin raaka-aineiden hinnan heilunnalta suojaamiselle ei käsityksemme mukaan ole, sillä öljyn ohella myös muut tekijät heiluttavat Orthexin raaka-aineiden hintoja. Emme näe oleellista tarvetta suojausinstrumenteille yhtiön selviytyttyä kuivin jaloin vuoden 2022 poikkeuksellisen vahvasta kustannusinflaatiosta, joskin tämä nostattaa tuloksen heiluntaa.

Orthex käyttää tuotannossaan enimmäkseen öljypohjaisia raaka-aineita, joten niiden hinta korreloi jossain määrin öljyn kanssa. Kierrätysmuovien ja biopohjaisten raaka-aineiden osuutta on tarkoitus kasvattaa vuoteen 2030 mennessä 80 %:iin. Biopohjaisten ja

kierrätysmateriaalien hinnat ovat historiallisesti kehittyneet Orthexin muita raaka-aineita vakaammin, joten niiden painoarvon kasvaessa kannattavuuden heilumisen voi olettaa vähenevän.

Muut materiaalit

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Entinen pääomistaja ei ole enää kuvioissa

Orthexilla on vain yksi osakesarja, joten äänioikeudet jakautuvat omistusosuuden mukaan. Ennen pörssilistausta maaliskuussa 2021 Orthex oli Sponsor Capitalin rahastojen omistuksessa. Sponsor myi viimeiset osakkeensa (11,6 % koko Orthexin osakannasta) marraskuussa 2021 10 euron osakekohtaiseen hintaan. Osakeomistus myytiin usealle eri taholle ja toimitusjohtaja Alexander Rosenlew osti tuolloin yhteensä 25 000 osaketta.

Omistusrakenne on melko keskittynyt

Orthexin omistus on melko keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa hieman yli puolet yhtiön osakkeista. Kaksi suurinta omistajaa ovat Maarit Toivasen ja hänen lastensa omistama Conficap Oy ja Orthexin toimitusjohtajana toimiva Alexander Rosenlew. Yhtiön pitkäjänteistä johtamista ajatellen suhtaudumme myönteisesti kahden kasvollisen ankkuriomistajan omistusrakenteeseen ja etenkin toimitusjohtajan merkittävä osakeomistus yhtenäistää silmissämme johdon ja muiden omistajien intressejä. Tuntuva kokoisten ankkuriomistajien vuoksi Orthex ei voi vihamielisen yritysosaston yhteydessä tulla lunastuksen kohteeksi, sillä kumpikin ankkuriomistaja voi halutessaan estää ostajaa saavuttamasta lunastuksen vaatimaa 90 %:n omistusta.

Sponsor Capitalin irtautumisen jälkeen Orthexin omistusrakenteessa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia ja nykyiset 10 suurinta omistajaa ovat olleet yhtiön kyydissä listautumisesta lähtien. Mielestämme osakkeista kiinni pitäminen haastavan 2022 vuoden yli indikoi pitkäjänteisyyttä ja luottamusta yhtiötä kohtaan.

Yhtiön suurimmat omistajat ovat kaikki Suomalaisia tahoja ja vahva kotimarkkinavetoisuus on selvä piirre yhtiön omistusrakenteessa. Yhteensä 12,3 % Orthexin osakkeista olivat maaliskuun lopussa ulkomaisten omistajien tai hallintarekisteröityjen hallussa, mikä on nähdäksemme maltillinen taso liiketoiminnan kansainvälinen luonne huomioiden. Näkemyksemme mukaan kasvava kiinnostus/tietoisuus ulkomaisten sijoittajien keskuudessa voi tulevaisuudessa tuoda ostopainetta osakkeelle.

Johtoryhmä on pitänyt omistuksistaan kiinni

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

Listautumisen jälkeen useampi johtoryhmän jäsen on kasvattanut omistustaan ostamalla osaketta pörssissä, mutta yksikään heistä tai hallituksen jäsenistä ei käsityksemme mukaan ole myynyt osakkeitaan. Tiettyä pitkäjänteisyyttä viestii lisäksi johdon vähäinen vaihtuvuus. Pörssitaipaleen aikana ainoastaan Gnosjön tehdaspäällikkönä toimiva Peter Ottossonin lähdistä on tiedotettu. Hän on jättämässä asemansa toukokuussa 2024. Käsityksemme mukaan tehtävä on tarkoitus paikata pienellä organisaatorakenteen muutoksella, joten se ei aiheuta tarpeita uusille rekrytoinneille. Orthexin historiallisesti vahva taloudellinen suorittaminen huomioiden suhtaudumme myönteisesti johdon vähäiseen vaihtuvuuteen.

Suurimmat osakkeenomistajat (3/2024)	Osakkeiden määrä	Osuus osakkeista
Conficap Oy	2 486 240	14,0 %
Rosenlew Alexander ¹	2 084 405	11,7 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1 061 000	6,0 %
Thominvest Oy	761 000	4,3 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	639 350	3,6 %
OP-Suomi Pienyhtiöt	589 341	3,3 %
Sr Aktia Capital	381 274	2,2 %
Oy Julius Tallberg Ab	352 571	2,0 %
Fondita Nordic Micro Cap	328 500	1,9 %
Ståhlberg Tom Christian	313 220	1,8 %
10 suurinta yhteensä	8 996 901	50,7 %

Johdon omistukset (3/2024)	Osakkeiden määrä	Osuus osakkeista
Rosenlew Alexander ¹	2 084 405	11,7 %
Ståhlberg Tom Christian	313 220	1,8 %
Mercier Michel Jean-Jacques	209 300	1,2 %
Kukkonen Hanna Maria Rarahu	200 800	1,1 %
Mäkelä Saara-Kaisa Maria	141 000	0,8 %
Hans Cronquist	100 000	0,6 %
Peter Ottosson	91 100	0,5 %
Alex Nielsen	1 000	0,0 %
Yhteensä	3 140 825	17,7 %
Osakkeiden lukumäärä yhteensä	17 758 854	100 %

1) Huomioi myös määräysvalta-yhtiön omistukset

Säilytys-kategoria

Orthexin suurin ja kannattavin kategoria

Säilytys on Orthexin suurin ja kannattavin tuotekategoria, mutta samalla se myös kasvaa nopeimmin. Orthexin laskutetusta myynnistä 68 % tulee säilytys-kategoriasta, vaikka ainoastaan noin kolmannes konsernin varastonimikkeistä kuuluu siihen. Kategorian tuotteita myydään SmartStore-brändin alla ja sen valikoimaan kuuluvat esim. säilytyslaatikot, järjestelylaatikot ja jätteidenlajitteluastiat. SmartStore pyrkii laaja-alaisesti palvelemaan kaikkia kuluttajien säilytystarpeita.

Vuosina 2014-2019 säilytystuotteiden kokonaismarkkina kasvoi 2 % vuodessa Orthexin päämarkkinoilla. Säilytystuotteiden myynti on vakaata ja suhdannekestävää, ja Orthex on kasvanut noin 14 % vuodessa kyseisessä kategoriassa vuodesta 1998 lähtien. 2018-2023 kasvu on aavistuksen verran hidastunut, noin 10 %:iin. Vuosi 2021 oli laaja-alaisesti kuluttajatuote-yhtiöille erittäin vahva vuosi suotuisan liiketoimintaympäristön vuoksi, mikä näkyi myös Orthexin luvuissa. Orthexin Säilytys-kategorian myynti on jo toipunut kyseisestä kulutuskrapulasta ja kategoria teki viime vuonna uuden myyntiennätyksen, mikä on liiketoimintaympäristön muutos huomioiden todella vakuuttava suoritus.

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

Tunnettu laadusta

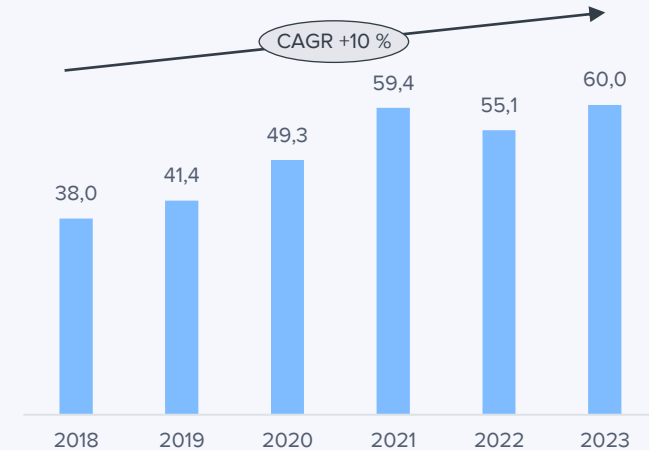
SmartStoren tuotteet ovat tunnettuja kestävydestään ja modulaarisuudestaan ja niissä painottuu Pohjoismainen design sekä kestävä kehitys. Yhtiö on todella itsevarma tuotteidensa laadusta ja tarjoaa sen vuoksi jopa kymmenen vuoden takuuta niihin. SmartStoren laatikot ovat tyypillisesti kierrätysmuovista ja niiden ominaisuudet mukautetaan vastaamaan niiden käyttötarkoitusta. Tuotteessa voidaan painottaa esimerkiksi ulkonäköä, kestävyyttä tai vaikka vesitiivistä suunnittelua. Orthexin laatikot kasaantuvat kätevästi sisäkkäin, mikä alentaa niiden kuljetuksista syntyviä kuluja ja säilytykseen vaadittavaa tilaa.

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

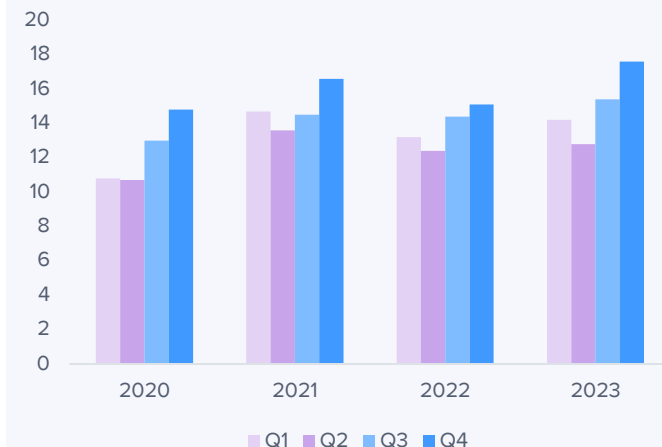
SmartStore avaimena uusia asiakkuuksia neuvotellessa

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

Säilytyskategorian myynti (MEUR)



Säilytyskategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Keittiö-kategoria

Toiseksi suurin tuotekategoria

Keittiö-kategoria on Orthexin toiseksi suurin ja se tuo noin neljänneksen laskutetusta myynnistä. Kategorian tuotteita myydään pääosin GastroMax-brändin alla. Keittiö on konsernin laajin tuotekategoria ja peräti 46 % varastonimikkeistä kuuluu siihen. Esimerkkejä myydyistä keittiötuotteista ovat leikkuulaadat, ruoansäilytysastiat ja keittiötarvikkeet.

Orthexin päämarkkinoilla Ruoan säilytys -kategoria kasvoi vuosina 2014-2019 3 % vuodessa kasvun jäädessä 1 %:iin keittiötarvikkeiden osalta. Orthex koki kasvupyrähdyksen keittiökategoriassa, kun koronan aiheuttama kotoilubuumi innosti kuluttajat kokkailemaan ja siivitti kategorian myynnin tasokorjaukseen vuonna 2020.

Laaja tuotevalikoima on jälleenmyyjien mieleen

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

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

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

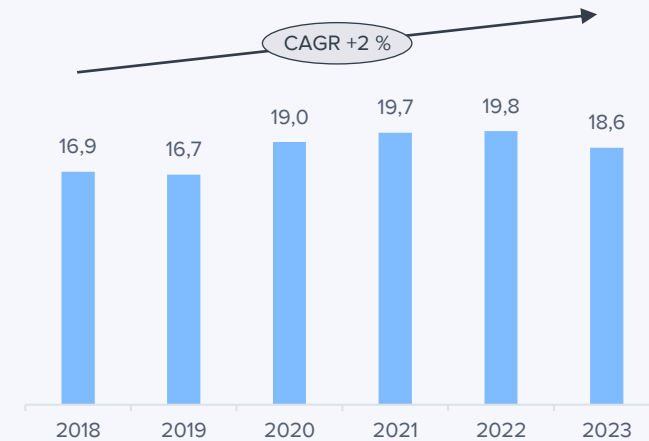
”Sivubrändi” Kökskungen

Keittiökategorian alla on GastroMaxin lisäksi myös toinen brändi: Kökskungen. Kökskungenin tuotteet ovat tyypillisesti GastroMaxia edullisempia, mikä tekee niistä sopivia jälleenmyyjille, joiden kohdalla GastroMaxin hintaluokka on turhan korkea.

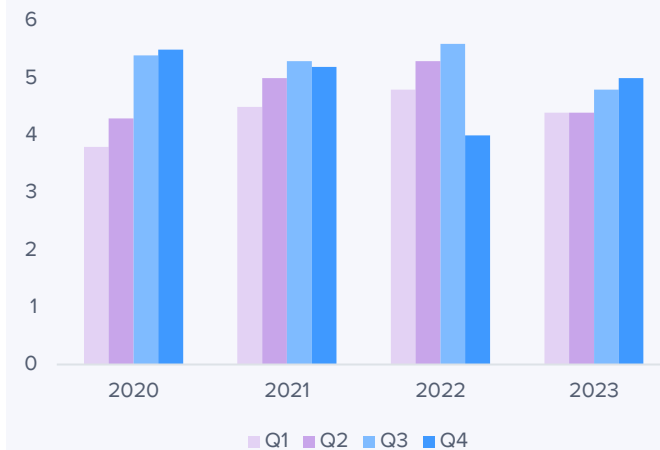
Kökskungen-brändi on osittain taktinen, sillä antaa Orthexille näkyvyyttä siihen, millaista kategorian edullisempien tuotteiden kysyntä on ja kuinka se kehittyy. Kökskungenia johdetaan Västeråsista käsin, jossa sillä on oma varasto. Brändi on melko selkeästi eriytetty muusta konsernista, jottei ulkopuolisten toimittajien valmistamia tuotteita sekoitettaisi Orthexin oman tuotannon brändiin, laatuun ja imagoon.

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

Keittiö-kategorian myynti (MEUR)



Keittiökategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Kasvien hoito -kategoria

Konsernin pieni kasvutähti

Kasvien hoito -kategoria on pieni, mutta se on viime vuosina ollut prosentuaalisesti Orthexin nopeimmin kasvava liiketoiminta-alue. Vuodesta 2018 lähtien kategoria on kasvanut keskimäärin 7 % vuodessa ja sen kysyntä on ajoittain jopa yllättänyt johdon odotukset. Yhtiö on omien sanojensa mukaan panostanut enemmän Säilytys- ja Keittiö-kategorioiden kehittämiseen, mutta hyvien tuotteiden ja suotuisan markkinakehityksen ansiosta kasvien hoito -kategoria on kehittynyt erinomaisesti.

Kasvien hoito -kategoria tuo ainoastaan 5 % konsernin laskutetusta myynnistä ja 10 % varastonimikkeistä, mikä tekee siitä konsernin pienimmän tuotekategorian. Historiallisesti kategorian myynti on painottunut Ruotsiin ja Suomeen.

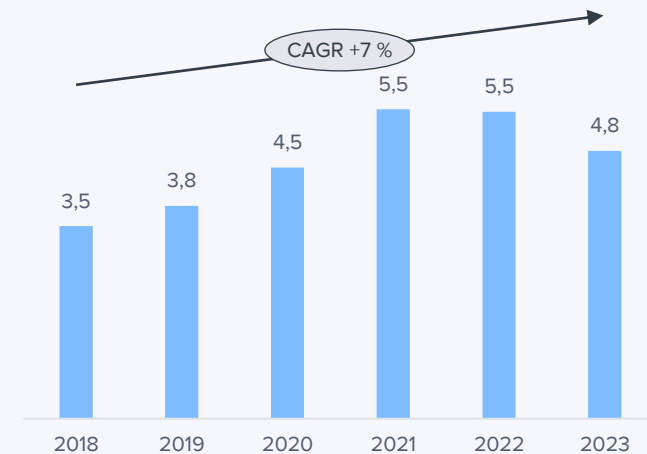
Kierrätysmateriaaleista valmistettu tuotevalikoima

Koska kasvien hoito -kategorian tuotteiden ei tarvitse olla läpinäkyviä, eivätkä ne tule kosketukseen elintarvikkeiden kanssa, on kategoria erityisen sopiva kierrätysmuovin käyttöön. Kaikki segmentin tuotteet valmistetaan kierrätysmuovista ja suurin osa siitä on alun perin kuluttajamuovia (mm. leikkelepaketit). Muovi on käytännöllinen raaka-aine kasvienhoitotuotteissa sen kestävyiden, keveyden ja vedenkestävyyden ansiosta.

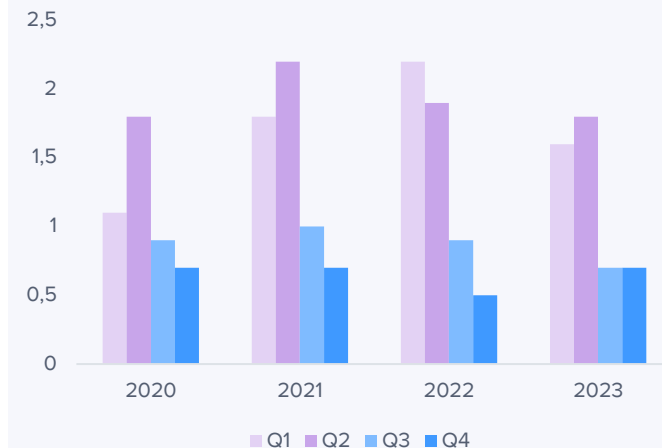
Piilevä mahdollisuus

Kasvien hoito -kategorian tarjontaan kuuluu kasviruukut, kastelukannut ja ruukkujen lautaset. Kategorian tuotteilla pyritään vastaamaan kaupunkipuutarhurin tarpeisiin. Kestokasteluruukut ovat esimerkki käytännöllisestä tuotteesta, jolla yhtiö pyrkii helpottamaan kohderyhmän arkea. Kasvien hoitoon on panostettu melko vähän resursseja tuotekehityksen ja markkinoinnin suhteen, mutta sen vahvan kehityksen vuoksi yhtiön johto on kuvaillut kategoriaa potentiaaliseksi ”piileväksi mahdollisuudeksi”.

Kasvien hoito -kategorian myynti (MEUR)



Kasvien hoito -kategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Koti ja piha -kategoria

Arkinen valikoima

Koti ja piha on Orthexin toinen pienistä kategorioidista. Vuonna 2023 kategoria toi noin 5% konsernin laskutetusta myynnistä ja sen osuus koko konsernin varastonimikkeistä oli vuonna 2020 11%. Kategorian tarjontaan kuuluvat tarvikkeet, jotka voi mieltää todella arkisiksi tuotteiksi kuten pyykkikorit, ämpärit, saavit, vesikauhat ja postilaatikot. Orthexilla on erityisen vahva markkina-asema tietyissä erikoistuotteissa, kuten saunavarusteissa. Koti ja piha -kategorian tuotteet voidaan valmistaa lähes täysin kierrätysmuovista, koska niiden ei tarvitse olla läpinäkyviä, eivätkä ne tule kosketukseen elintarvikkeiden kanssa.

Kategoria on karsittu lypsylehmäksi

Strategisesta näkökulmasta Koti ja piha -kategoria on tyypillinen lypsylehmä (ts. kategoria ei juurikaan kasva ja sen kannattavuus pyritään optimoimaan). Kategorian myynti on kannattavaa, mutta siihen investoidaan vain rajallisesti tuotekehityksen näkökulmasta. 2018-2023 sen laskutettu myynti on laskenut keskimäärin 3% vuodessa. Myynnin laskun taustalla on keskittyminen toimiviin konsepteihin ja heikomman kannattavuuden omaavien lasten- ja sesonkituotteiden alas ajaminen sekä lumiliiketoiminnan myynti. Käsityksemme mukaan Koti ja piha -kategoriassa on karsittu varastonimikkeiden määrää kaikista eniten konsernin tuotetarjontaa tehostaessa. Tuoteportfolion karsiminen voi lievästi laskea yhtiön liikevaihtoa, mutta näemme sen nettopositiivisena, koska se tukee yhtiön myyntikatemarginaalia ja tehostaa pääoman hallintaa (ts. kasvattaa pääoman tuottoa).

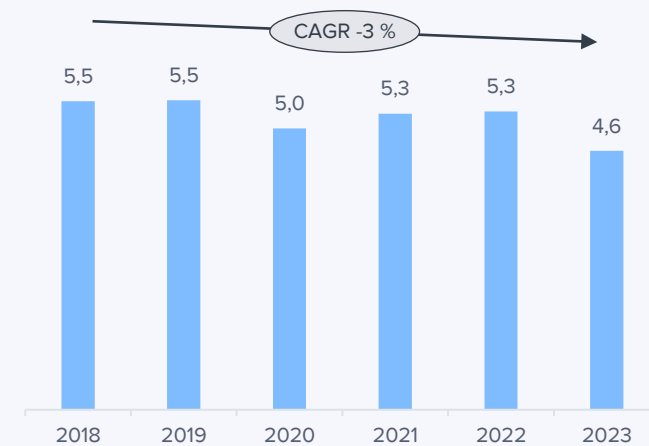
Maltilliset tavoitteet kasvun kannalta

Euroopan markkinoilla on tyypillisesti kotimainen valmistaja vahvalla markkina-asemalla, joka valmistaa Koti ja piha -kategorian tuotteita. Arviomme mukaan tämä johtuu tuotteiden yksinkertaisesta luonteesta, joka rajoittaa brändin tuomaa hinnoitteluvoimaa, ja tuotteiden korkeista kuljetuskustannuksista suhteessa niiden myyntihintaan. Toisaalta se suojaa alan yhtiötä ulkomaisilta kilpailijoilta kasvattaen paikallisten toimijoiden markkinaosuuksia. Kyseisen dynamiikan huomaa myös Orthexin myynnissä, joka painottuu selvästi muita kategorioita enemmän Suomeen. Orthex ei juurikaan panosta tässä tuoteryhmässä kansainväliseen kasvuun, vaan tavoitteena on optimoida markkinaosuus Pohjoismaissa.

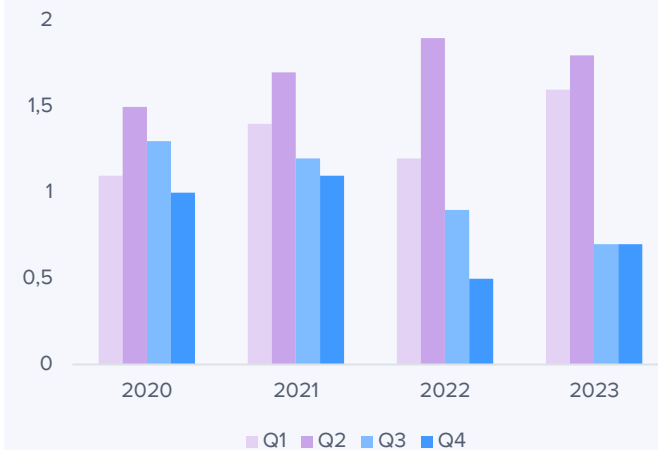
Vaisu kasvu- ja kannattavuusprofiili luo mahdollisuuksia M&A-rintamalla

Arviomme mukaan koti- ja piha -kategorian kasvumahdollisuudet ovat yleisesti rajalliset, ja vaikeus erottautua muista valmistajista rajoittaa hinnoitteluvoimaa. Tästä johtuen näemme koti- ja piha -kategoriaan keskittyvät yhtiöt hinnoittelun näkökulmasta erityisen houkuttelevina ostokohteina, jos Orthex tavoittelee ainoastaan tuotantokapasiteetin kasvattamista avainasiakkaiden lähelle (esim. uuden brändin tai tuoteryhmän sijaan). Ruiskuvalukoneiden joustavan tuotantomenetelmän vuoksi ostokohteen valmistuskapasiteetti olisi hyödynnettävissä muiden tuoteryhmien valmistuksessa ja vaatisi lähinnä omien muottien tuomista osaksi tuotantoa.

Koti ja piha -kategorian myynti (MEUR)



Koti ja piha -kategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Suhdannevakaa kysyntä

Orthexin tuotteet ovat edullisia ja arkisia. Näemme tuotteiden alhaisen yksikköhinnan rajoittavan niiden hintajoustoa ja kuluttajan tarvetta lykätä ostojaan heikomman taloussuhdanteen aikana. Nämä tekijät tekevät kysynnästä tasaista ja parantavat sen ennustettavuutta. Orthexin kohdemarkkina kasvoi kansainvälisen konsulttiyhtiön tekemän analyysin perusteella 1,8 % vuodessa (2014-2019).

4 miljardin euron kohdemarkkina

Säilytys, ruoansäilytys ja keittiövälineet muodostavat yhteensä noin 500 MEUR:n kohdemarkkinan Pohjoismaissa. Kun Orthexin suurimpiin vientimarkkinoihin lukeutuvat Ranska, Saksa ja Yhdistynyt kuningaskunta (yhteensä 3,5

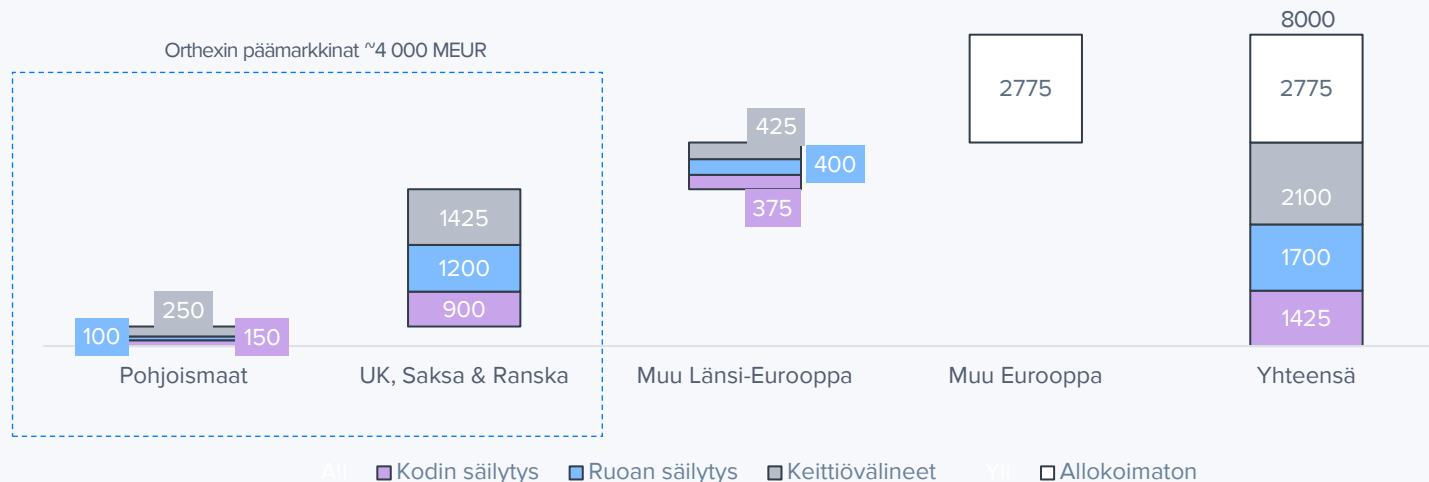
mrd. euroa) lasketaan mukaan, kasvaa kohdemarkkina noin 4 miljardiin euroon. Euroopan mittakaavassa markkina on yhteensä noin kahdeksan mrd. euroa, mutta se sisältää useita maita, missä Orthexilla ei ole liiketoimintaa. Suuret tehdasinvestoinnit, panostukset brändin rakentamiseen ja suhteiden luominen kauppoihin vaikeuttavat Orthexin kohdemarkkinalle pääsyä ja rajoittavat potentiaalista kilpailua.

Pirstaloitunut kilpailukenttä tarjoaa mahdollisuuden yritysjärjestelyille

Muovituotteiden markkina on todella pirstaloitunut eikä Euroopan maissa tyypillisesti ole selviä markkinajohtajia. Orthexin 20-25 %:n markkinaosuus Pohjoismaissa säilytyskategoriassa⁽²⁾ tekee siitä paikallisesti ison pelurin, mutta Länsi-Euroopassa sen

markkinaosuus on vain ~0,5 %. Alan toimijat ovat tyypillisesti pieniä, mikä tekee siitä otollisen yritysjärjestelyille. Tuotantokapasiteetin lisääminen, uusille markkina-alueille ja tuotesegmentteihin pääsy sekä uusien yhteistyökumppanien saaminen ovat motiiveja, joiden perusteella uskomme Orthexin kartoittavan potentiaalisia yritysostokohteita. Pörssilistautuminen antoi yhtiölle lisää liikkumavaraa yrityskauppojen toteuttamiseen, kun tase vahvistui, pääsy pääomamarkkinoille helpottui ja oman osakkeen hyödyntäminen maksuvälineenä helpottui. Orthex vaikuttaa mielestämme valikoivalta ostajalta, mikä rajaa silmissämme riskiä liian suuren kauppahinnan maksamisesta.

Säilytys- ja keittiötuoteryhmän kohdemarkkinan koko (MEUR)⁽¹⁾



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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

Markkina kaupungistumisen myötätulessa

Orthexin liiketoimintaa tukevat kaupungistumisen kaltaiset megatrendit ja yhteiskunnan pyrkimys kohti kestävästä kehitystä. Kaupungistuminen korostuu etenkin Orthexin ydinmarkkinoilla ja kaupunkialueilla asuvan väestön osuus lähestyi 90 %:a kaikissa Pohjoismaissa vuonna 2022.

Kaupungistuminen tukee säilytysratkaisujen kysyntää

Pohjoismaissa etenkin nuoret ovat jo pitkään muuttaneet pienemmillä paikkakunnilta suurkaupunkeihin opiskelun ja uramahdollisuuksien perässä. Kaupungistumisen myötä kuluttajat suosivat sijaintia ja muuttavat aikaisempaa pienempiin asuntoihin, mikä

vähentää käytettävissä olevan tilan määrää. Kehitystä tukee myös yksinasumisen yleistyminen. Vähentyneet neliömäärät luovat tarvetta tyylikkaille ratkaisulle kodin organisoimiselle.

Muutokset kulutustottumuksissa

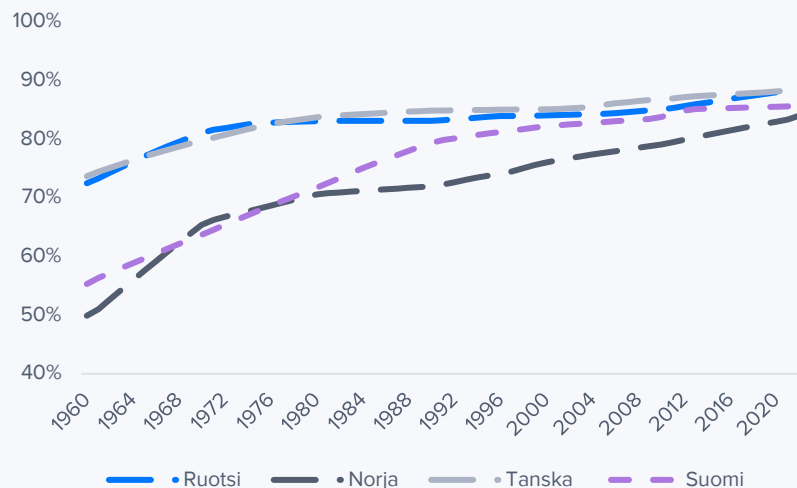
Säilytys-kategorian lisäksi Keittiö- ja Kasvien hoito -kategoriat hyötyvät ilmeisistä muutoksista kulutustottumuksissa. Kuluttajien kiinnostus ruoanlaittoa ja terveellisiä elämän tapoja kohtaan saa monet laajentamaan keittiötarvikevalikoimaansa, mikä luo kysyntää Keittiö-kategorian tuotteille. Vastakkaisena trendinä voi kuitenkin nostaa esille ravintoloissa syömisen yleistymisen. Myös huonekasvit yleistyvät etenkin kaupungeissa kotien

piristämiseksi ja sisäilman raikastamiseksi.

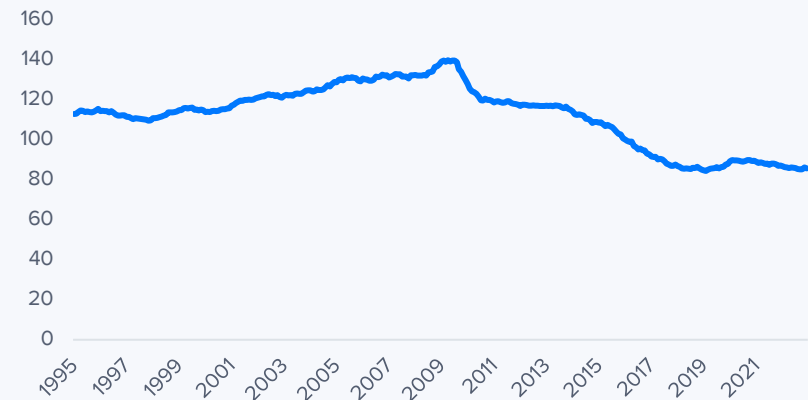
Kestävä kehitys korostuu vähittäiskaupan hyllyillä

Yhteiskunnan painottaessa enenevissä määrin kestävästä kehitystä, syntyy vähittäiskaupoille tarve ottaa valikoimiinsa trendin mukaisia tuotteita kysyntään vastatakseen, mutta myös ylläpitääkseen mielikuvaa omasta vastuullisuudestaan. Moni kuluttaja suosii ympäristöystävällisiä tuotteita ja on valmis maksamaan niistä enemmän, mikä luo niille kysyntää ja parantaa tuotteiden kannattavuutta. Orthex on tähän trendiin hyvin asemoitunut toimialan vastuullisuuden edelläkävijänä.

Kaupunkialueella asuvien ihmisten osuus



Suomessa valmistuneiden asuinrakennusten keskimääräinen pinta-ala (M²,liukuva 12kk)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

	Liikevaihto (MEUR)	Kodin säilytys	Ruoan säilytys	Keittiövälineet	Koti ja piha	Kasvien hoito	Kotimaa
Pohjoismaiset kilpailijat	orthex™	86 ⁽¹⁾	✓	✓	✓	✓	
	FISKARS™	1230 ⁽¹⁾		✓	✓	✓	
	PLASTI <small>HOUSEKEEPING MADE SIMPLE</small>	92 ⁽²⁾	✓	✓		✓	
	NHG® <small>ORGANIZED LIVING</small>	80 ⁽²⁾	✓	✓	✓	✓	
	np NORDISKA PLAST	19 ⁽²⁾	✓	✓		✓	
Kansainväliset kilpailijat	KIS <small>KETER CURVER</small>	1600 ⁽²⁾	✓	✓	✓	✓	  
	newell <small>BRANDS</small>	4050 ^{(1)*}	✓	✓			
	Helen of Troy	1850 ⁽¹⁾		✓	✓		
	Ill rotho	109 ⁽⁶⁾	✓	✓		✓	
	wham®	76 ⁽²⁾	✓	✓	✓	✓	
	keeper	80 ⁽²⁾	✓	✓		✓	
	Really Useful Box	58 ⁽²⁾	✓				
	Tontarelli <small>PIRELLA GÖTTSCHE LOWE</small>	47 ⁽²⁾	✓	✓		✓	
	sundis	50 ⁽⁴⁾	✓	✓		✓	

1) 2023, 2) 2022, 3) 2021, 4) 2020, 5) 2019, 6) 2018 7) 2018

Lähde: Orthexin näkemys, joka pohjautuu useisiin eri lähteisiin, kuten Orbis-tietokantaan ja kansainvälisen liikkeenjohdon konsulttiyrityksen tutkimukseen

*Newell brandsin Home & Commercial Solutions -segmentti

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Erittäin pirstaloitunut kohdemarkkina

Orthexin kohdemarkkinat ovat todella pirstaloituneet Euroopassa, mikä tarjoaa mahdollisuuden yritysjärjestelyille. Orthexin arvion mukaan yhtiöllä on yli 30 olennaista kilpailijaa, joista 15 on liikevaihdoltaan suunnilleen Orthexin kokoisia. Pelkästään Suomessa on Sponsor Capitalin mukaan kymmeniä yrityksiä, jotka hyödyntävät ruiskuvalua tuotannossaan. Käsityksemme mukaan suurin osa alan yhtiöistä on perustettu 1950-60 luvulla ja niissä on sukupolvenvaihdos edessä. Valmistajien lisäksi kaupan omat merkit ovat olennaisia kilpailijoita ja niillä on Euromonitorin arvion mukaan 12 %:n osuus keittiötarvikkeiden markkinalla ja 10 %:n osuus ruoansäilytyksestä Länsi-Euroopassa.

Orthexilla on edelleen hyvin varaa lisätä tuotantoaan ilman merkittäviä investointeja, mutta uskomme sen osallistuvan alan konsolidointiin sopivan kohteen löytyessä. Listautumisesitteessä ostokohteita Säilytys-kategoriassa kuvaillaan erityisen kiinnostavaksi. Uskomme etenkin uuden tehdaskapasiteetin houkuttelevan Länsi-Euroopassa, koska se mahdollistaisi sujuvampaa avainasiakkaiden palvelemisen ja nopeamman tavarantoimituksen. Uuden tuotantokapasiteetin ja tuoteryhmälaajennusten lisäksi voi tyypillisesti saavuttaa yritysostojen myötä synergioita myynnin, markkinoinnin, kustannusten ja vahvemman neuvotteluvoiman kautta.

Alkuinvestoinnit, asiakassuhteet ja brändi luovat alalietulokynnyksen

Muovialalla on tiettyjä alalietulokynnyksiä, jotka suojelevat Orthexia kilpailun kiristymiseltä. Tuotannon aloittamiseksi uuden tulokkaan on tehtävä suuria investointeja tuotantokapasiteettiin.

Kapasiteetin lisäksi suurten toimitusmäärien myynti vaatii pitkäaikaista asiakassuhteiden rakentamista. Asiakkaat suosivat usein suuria toimijoita laajan tuotevalikoiman, suuren tuotantomäärän ja alhaisemmaksi mielletyn riskiprofiilin ansiosta. Asiakasneuvottelujen lisäksi suuret toimijat hyötyvät myös mittakaavaeduista ja ovat etulyöntiasemassa raaka-ainetoimittajien kanssa. Tuottajat priorisoivat suuria asiakkuuksiaan, eivätkä pienet ostajat välttämättä saa raaka-ainehankintoja tehokkaasti toteutettua, jos alalla on pulaa kapasiteetista.

Orthex on operatiivisen tehokkuuden lisäksi onnistunut hyvin oman brändin rakentamisessa, mikä heijastuu korkeassa kannattavuudessa. Osa käyttötavaroiden valmistajista päätyy IKEA:n kaltaisen suuren yhtiön private label -valmistajaksi, mikä painaa marginaaleja ja hankaloittaa oman brändin rakentamista. Orthex ei ole riippuvainen kauppojen omien tuotemerkkien valmistamisesta, vaan se on yhtiölle pikemminkin työkalu asiakasneuvotteluissa. ~90 % Orthexin myynnistä on omien brändien myyntiä.

Hajanainen kilpailukenttä

Kodin säilytyksen-markkinoilla Orthexilla oli arvionsa mukaan vuonna 2019 noin 20-25 %:n osuus noin 140 MEUR:n Pohjoismaiden markkinasta. Laatu- ja premium-segmentti kattoi markkinasta noin 30-40 % ja Orthex oli arvionsa mukaan segmentin markkinajohtaja.

Plast1 A/S, NHG:n Plast Team A/S ja Nordiska Plast AB lukeutuvat Orthexin lähimpiin Pohjoismaalaisiin kilpailijoihin. Markkinalla Orthex on kilpailijoitaan suurempi, tarjoaa laajempaa tuotevalikoimaa ja on yksi harvoista Säilytys-kategorian yhtiöistä, joilla on merkittävää toimintaa Pohjoismaiden ulkopuolella.

Koon, valikoiman ja asemoinnin perusteella Orthexin lähimmät kilpailijat Euroopassa ovat Curver LTD ja Rotho Group. Myös Ikea tarjoaa ratkaisuja Kodin säilytykseen, mutta kuluttajat ostavat enimmäkseen heidän tuotteitaan suurempien kodinsisustusprojektien yhteydessä. Tämän lisäksi tuotteet ovat tyypillisesti Orthexin tuotteita hauraampia heikentäen kestävyyttä.

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

Kasvien hoito -kategoriassa Orthex kilpailee Elho B.V:n ja What More UK:n kaltaisten puutarhan- ja kasvienhoitoon keskittyvien yhtiöiden kanssa, mutta harvalla on Orthexin kaltainen laaja tuotevalikoima. Yhtiön tuotteet kilpailevat myös keraamisten ruukkujen kanssa, mutta muovi on kilpailukykyinen materiaali, koska se on kestävämpää, kevyempää ja sietää kylmää paremmin.

Koti ja piha -tuotekategoriassa kilpailu on hyvin paikallista ja yhtiöt tarjoavat hyvin samanlaisia tuotenimikkeitä. Koska Orthex on asemoitunut lähinnä Suomeen kyseisessä kategoriassa, ovat lähimmät kilpailijat Plast1 ja Nordiska Plast.

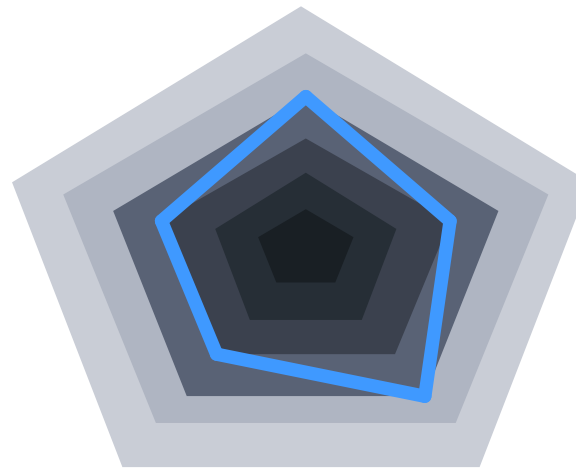
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

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



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

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

Uusien kilpailijoiden uhka (matala*)

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

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

*Inderesin näkemys toimialavoiman Orthexille aiheuttamasta uhasta asteikolla ei uhkaa, vähäinen, matala, kohtuullinen, merkittävä ja korkea.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Säilytys-kategoria on kasvustrategian keskiössä

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

Menestyksen jatkaminen Pohjoismaissa

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

Vientimarkkinoiden kasvun nopeuttaminen avainasiakkuuksien kautta

Vientimarkkinoiden osuus myynnistä on vielä maltillinen, mutta ne edustavat Orthexille suurta kasvumahdollisuutta ja maantieteelliseen laajentumiseen tähtäävä strategia toteutetaan avainasiakkuuksien kautta. Orthex perusti 2016-2017 aikana paikalliset myyntikonttorit Saksaan, Ranskaan ja Iso-Britanniaan ja vuonna 2022 paikallisen

Benelux-maita palvelevan myyntitoimiston. Kasvua haetaan pääasiassa näissä maissa pääkonttoriaan pitävien avainasiakkaiden kautta (mm. Bauhaus, Carrefour ja John Lewis) ja näiden kautta pyritään laajentamaan myös kyseisten ketjujen myymälöihin muissa maissa. Vientimaiden kasvun myötä näemme Orthexilla edellytykset parantaa myös normalisoitua kannattavuuttaan, kun niihin liittyvät kiinteät kulut skaalautuvat.

Kasvustrategiaa tukevat tekijät

Selkeä säilytysratkaisuihin keskittyvä strategia

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

Keittiö-tuoteryhmässä pyritään nopeuttamaan kasvua keskittymällä keittiötarvikkeisiin ja ruoansäilytystuotteisiin, jotka on osittain valmistettu vastuullisista raaka-aineista. Keittiö-tuoteryhmässä pyritään myös ristiinmyyntiin hyödyntämällä Orthexin olemassa olevia asiakas- ja toimittajaverkostoja.

Kasvien hoito -tuoteryhmässä yhtiö keskittyy hyvin muotoiltuihin ja vastuullisesti tuotettuihin ruukkuihin. Orthex uskoo, että muovi on kaikkein käytännöllisin raaka-aine kasvienhoitotuotteissa ja tuoteryhmällä nähdään olevan kasvupotentiaalia kodinsisustamis- ja yrttien kasvatus -trendien tukemana.

Koti- ja piha -tuoteryhmässä Orthex keskittyy olemassa oleviin tuotteisiin, joilla on tasainen kysyntä Pohjoismaissa. Yhtiö investoi tuoteryhmään rajallisesti ja sitä ajetaan vahvasti kassavirta edellä. Orthexilla on vahva asema tietyissä erikoistuotteissa (esim. saunavarusteet), joilla on suuri kysyntä erityisesti Suomessa.

Edelläkävijä vastuullisuudessa

Orthex pyrkii erottautumaan kilpailijoista vastuullisuudella, korkealla laadulla, pohjoismaisella ajattomalla muotoilulla. Yhtiö pyrkii jatkuvasti painottamaan tuotannossaan yhä enemmän biopohjaisia ja kierrätettyjä raaka-aineita, jonka se uskoo olevan kilpailuetua toimialalla.

Korkea innovaatioaste pyritään säilyttämään

Orthex erottautuu toimialalla innovatiivisilla tuotteilla ja myymäläesillepanovalmiuksilla. Korkean innovaatioasteen ja biopohjaisten/kierrätettyjen materiaalien kasvavan käyttöasteen avulla yhtiö pyrkii pysymään ajanmukaisena. Kyseiset tekijät ovat lisäksi historiallisesta mahdollistaneet uusien tuotteiden lanseeraamisen korkeammalla marginaalilla. Viimeisin esimerkki yhtiön tuotekehityksestä on nykyisin jo laaja valikoima jätteiden lajitteluastioita.

Ala on otollinen konsolidaatiolle

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Orthexin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Orthexin avainasiakkaat ovat kasvutavoitteen keskiössä. Tavoite kasvaa 5 % konsernitasolla solmimalla uusia asiakkuuksia ja kasvamalla nykyisissä on mielestämme uskottava. Orthex on 2019-2023 aikana kasvanut keskimäärin 7 % vuodessa ja näemme yhtiöllä edellytykset 5 %:n kasvutavoitteen saavuttamiseen jatkossakin. Yhtiön kohdemarkkina kasvaa kuitenkin maltillisesti ja kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii markkinaosuuksien voittamista. Orthexin korkea normalisoitu kannattavuus ja vapaa tuotantokapasiteetti huomioiden yhtiö voisi mielestämme jopa investoida nykyistä aggressiivisemmin kasvuun kannattavuuden kustannuksella arvonluonnin mekanismina.

Kestävä yli 18 %:n EBITA olisi korkea taso

Orthexin kannattavuustavoite edellyttää käsityksemme mukaan yli 18 %:n EBITA-marginaalin saavuttamista normalisoidusti, mikä on mielestämme todella korkea taso ja vaatisi suuremman kokoluokan tuomaa kulurakenteen skaalautumista. Öljypohjaisten raaka-aineiden vaihtelevat hinnat aiheuttavat vaihtelua Orthexin kannattavuuteen ja matalat valmistuskustannukset

siivittivät yhtiön 17 %:n EBITA-marginaaliin vuonna 2020, mutta muuten yhtiön suhteellinen kannattavuus on jäänyt vielä kauas pidemmän aikavälin tavoitteesta. Tavoiteltua heikommasta kannattavuudesta huolimatta yhtiön liiketoiminta on selvästi arvoa luovaa ja taseen tehokkaan kierron vuoksi yli 18 %:n EBITA-marginaali tarkoittaisi erittäin korkeaa noin 40-50 %:n sijoitetun pääoman tuottoa liikearvosta oikaistuna.

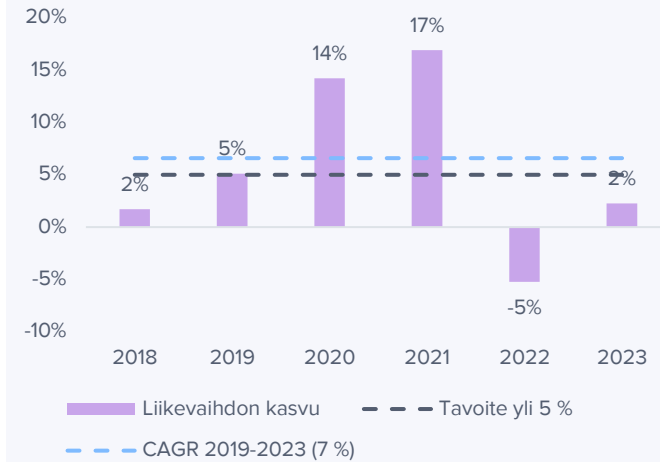
Velkaantumisaste normalisoitunut

Velkaantumisen osalta Orthex tavoittelee alle 2,5x nettovelkaa suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen, mutta suhdeluvulle annetaan varaa nousta väliaikaisesti esimerkiksi yritysostojen yhteydessä. Mielestämme taso on järkevä, joskin heiluvan kannattavuuden vuoksi siinä kannattaa mielestämme huomioida myös nettovelka suhteessa normalisoituu käyttökatteeseen. Tämä johtuu siitä, että kannattavuutta nakertanut korkea kustannusinflaatio on ajoittain ajanut yhtiön velkaantumisasteen tavoitetason yläpuolelle. 2023 lopulla yhtiö oli mukavasti tavoitteena alapuolella 1,5x tasolla.

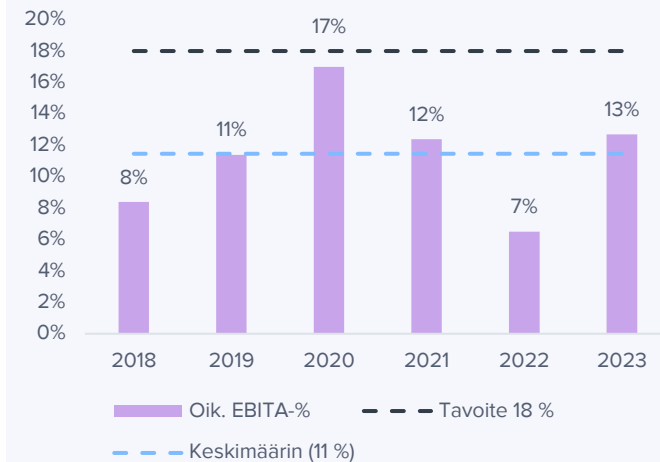
Osingolla edellytykset kasvu jatkossakin

Orthexin tavoitteena on jakaa ajan myötä kasvavaa osinkoa kahdesti vuodessa. Tilikauden tuloksesta yhtiön on tarkoitus jakaa vähintään puolet. Näemme yhtiöllä hyvät edellytykset tuloksensa kasvattamiseksi, mikä mahdollistaa myös nousevan osinkotrendin ja 2023 tuloksesta jaettava osinko ylitti 2022 ja 2021 tasot. Rajun kustannusinflaation vuoksi Orthex leikkasi väliaikaisesti 2022 osinkoaan, mutta sijoittajan on hyvä huomioida poikkeuksellisen vaikea liiketoimintaympäristö.

Toteutunut kasvu ja tavoitetaso



Toteutunut kannattavuus ja tavoitetaso



Sijoitusprofiili

1.

**Johtava Pohjoismainen kodin
käyttötavaroihin erikoistunut brändiyhtiö**

2.

**Laaja asiakaskunta, monipuolinen
tuoteportfolio ja hyvät suhteet
vähittäiskauppihin**

3.

**Automatisoitu tuotanto ja tunnetut brändit
nostavat kannattavuuden alan kärkeen**

4.

**Vakiintunut asema Pohjoismaissa ja hyvät
lähtökohdat Eurooppaan laajentumiselle
avainasiakkaiden kautta**

5.

**Defensiivinen ja pirstalainen markkina tuo
vakautta liiketoimintaan ja tarjoaa
mahdollisuuden toimialan konsolidaatioon**

Potentiaali



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

Riskit



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

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/4

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

Yrityskaupoilla uuteen kokoluokkaan

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

Koti ja piha -tuotekategorioiden keskittyvän Hammarplastin osto tuplasi jälleen konsernin liikevaihdon 56 MEUR:oon.

Muutama vuosi yritysostojen integrointiin

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

Sveico- ja Hammarplast-yrityskaupojen kautta

konserniin päätyneet HammarPlast-, Sveico-, Sarvis- ja HammarSarvis -brändit lakkautettiin ja Kökskungenista tuli vähemmän huomiota saava "sivubrändi".

Laajeneminen Pohjoismaiden ulkopuolelle

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

Epäorgaaninen kasvuloikka

Organisaation tehostaminen ja keskittyminen asiakaslähtöisyyteen

Kasvupanostukset Euroopan valloittamiseen



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/4

Koronasta seurannut kulutuskrapula selätettiin nopeasti

Orthexin liikevaihto on 2019-2023 aikana kasvanut noin 7 % vuodessa, mikä ylittää taloudellisten tavoitteiden edellyttämän 5 %:n alarajan. Kasvua on ajanut strategian mukainen kasvu avainasiakkaissa ja uusien asiakkuuksien solmiminen. Kasvu on ollut ripeintä Euroopan muilla markkinoilla, jossa liikevaihto on kasvanut keskimäärin 19 % vuodessa, mutta myös Pohjoismaat on saavuttanut vajaan 5 %:n vuosikasvun.

Arviomme mukaan viime vuosien hidastunut kasvu johtuu vähittäiskauppojen toimista varastotasojensa pienentämiseksi, kuluttajien heikentyneestä ostovoimasta ja osittain myös Orthexin omista toimista vähentää kampanjamyyntiä kustannusinflaation keskellä kannattavuuden puolustamiseksi. 2023 vuoden jälkipuoliskolla oli kuitenkin havaittavissa selviä viitteitä kysynnän elpymisestä Pohjoismaissa ja laskeneen raaka-ainehinnan mahdollistamasta viime vuosia aktiivisemmasta kampanjamyynnistä.

Euroopan ulkopuolella Orthexin myynti on kehittynyt vaisusti ja käsityksemme mukaan kehitys on pitkälti yhden yksittäisen asiakkaan varassa. Emme näe kyseistä markkina-alueita keskeisenä Orthexin kehitystä mitatessa.

Bruttokate on elpynyt

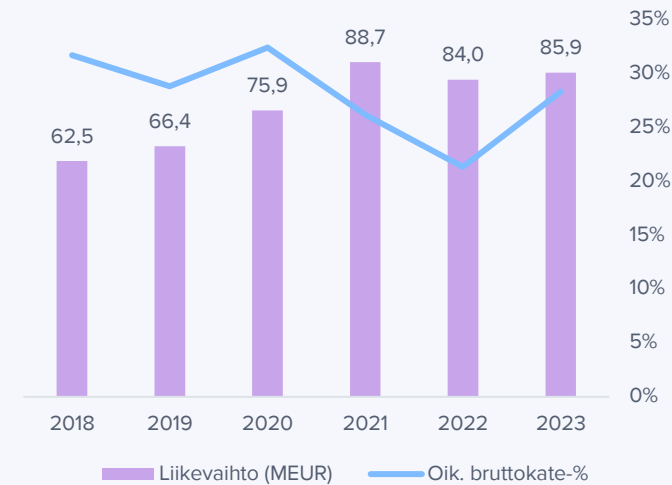
Orthexin oikaistu bruttokatemarginaali on viime vuosina kehittynyt ailahtelevasti muoviraaka-aineiden hintaheilunnan vuoksi. Historiallisesti keskimäärin noin 29 %:n tasolla ollut

bruttokatemarginaali laski vuonna 2022 21 %:iin laskevan liikevaihdon ja merkittävän kustannusinflaation ajamana. Poikkeuksellisen korkea kustannusinflaatio hellitti kutienkin melko nopeasti ja Orthexin bruttokatemarginaali elpyi viime vuonna terveelle 28 %:n tasolle laskeneiden valmistuskustannusten ja elpyneen liikevaihdon ajamana. Valmistuskustannuksista materiaalit ja palvelut on selvästi Orthexin suurin ja eniten heilunut kuluerä ja se on vuosina 2020-2023 ollut keskimäärin 55 % liikevaihdosta. Ylimmillään se kuluerä vastasi 63 % liikevaihdosta vuonna 2022, mutta vuonna 2020 se oli vain 45 %.

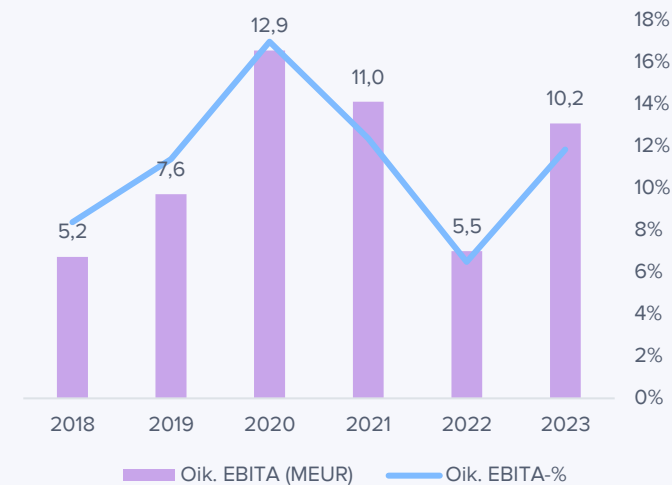
EBITA-marginaali vaihdellut hurjasti kustannusinflaation vuoksi

Orthex on ylläpitänyt tiukkaa kulukuria, mutta bruttokatteen heilunta on väjäämättä vaikuttanut myös yhtiön liikelokseen. Vertailukelpoinen EBITA-liikevoitto on vaihdellut viime vuosina rajusti ja ollut 7-17 % liikevaihdosta. Suurin marginaalia heiluttanut tekijä on ollut bruttokatemarginaali ja yhtiön kulurakenne on viime vuosina kasvanut vain maltillisesti kasvuhakuisesta strategiasta huolimatta. Hallinnon kulut ovat olleet noin 6 % Orthexin liikevaihdosta, kun taas myynti- ja markkinointikulut ovat vaihdelleet 9 ja 12 %:n välillä. Koronapandemian aiheuttamien rajoitusten vuoksi Orthexin kulurakenne laski väliaikaisesti jopa epänormaalin kevyeksi peruuntuneiden messujen ja digitaalisiin kanaviin siirtyneiden asiakastapaamisten seurauksena. Samalla kyseiset tekijät rajoittivat väliaikaisesti yhtiön edellytyksiä investoida Euroopan kasvuun.

Kasvu ja kannattavuus

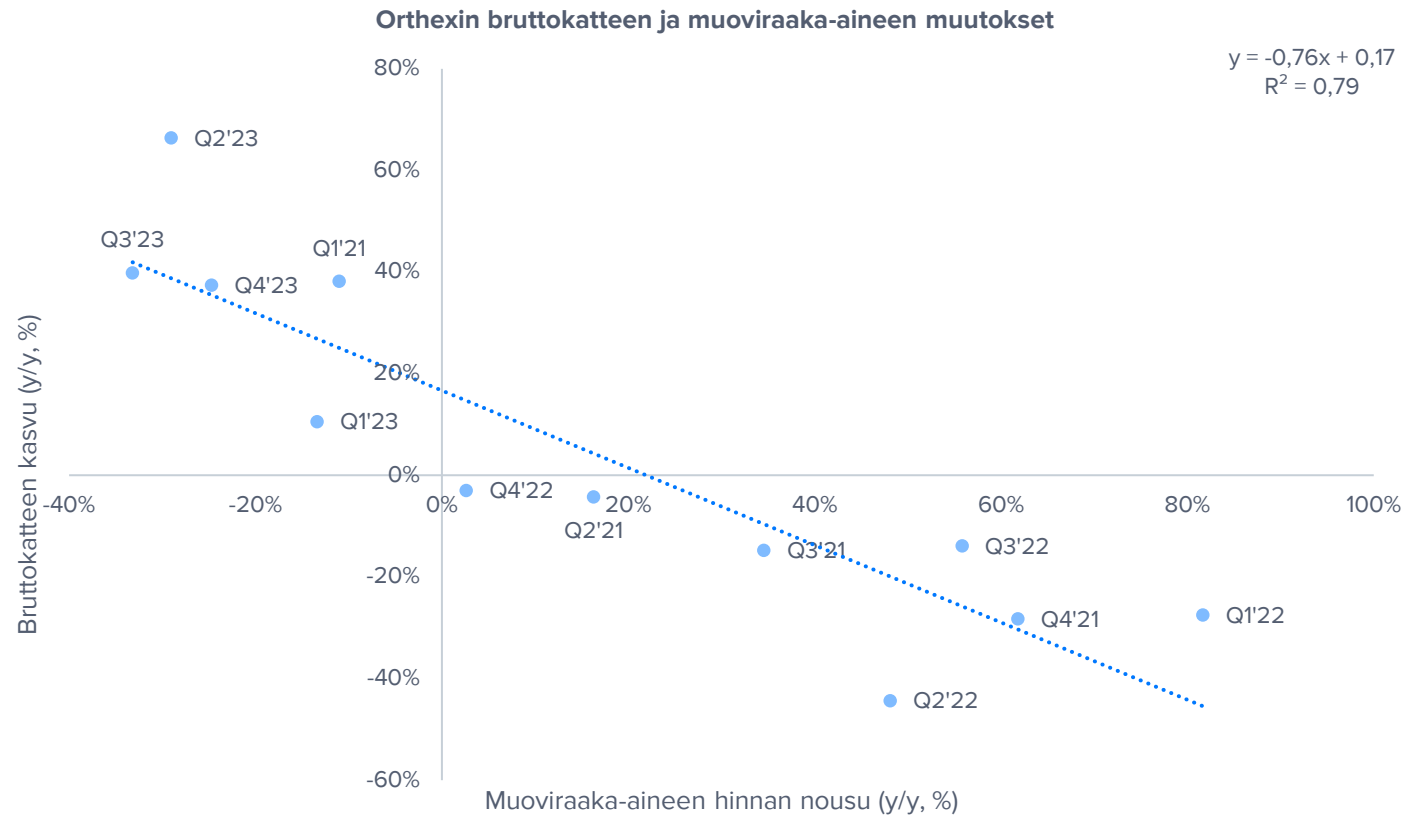


Vertailukelpoisen EBITA:n kehitys¹



¹Vuosi 2018 FAS-kirjanpito, 2023 oikaistu Ruotsin valtion antama 0,7 MEUR:n sähkötuki

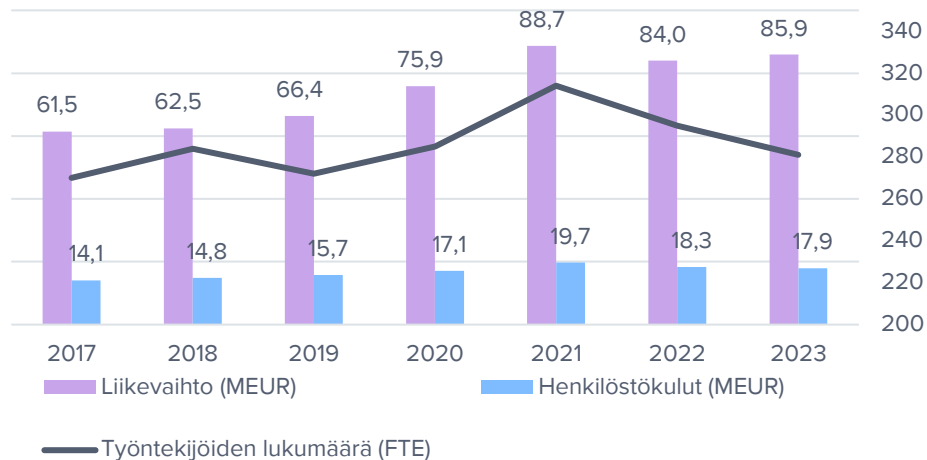
Orthexin bruttokatteen kehitys 2020-2023



Orthex hyödyntää pääosin muovipohjaista raaka-ainetta tuotannossaan, minkä seurauksena viime vuosien merkittävästi heiluneet raaka-aineiden hinnat ovat myös heiluttaneet yhtiön bruttokatetta. Regression perusteella muutokset muoviraaka-aineen hinnassa lyövät läpi Orthexin kannattavuuteen $-0,76x$ muutoksen verran. Yhtiön oman herkkyysanalyysin perusteella 10 %:n muutoksella neitseellisen muoviraaka-aineen hinnassa olisi viime vuonna ollut 2,2 MEUR:n vaikutus nettotulokseen. Orthexin kvartaaliraporteista koostuvan otoksen perusteella kehitys muoviraaka-aineen hintakehityksen ja bruttokatteen välillä vaikuttaa selvältä, mutta korrelaation voi odottaa heikenevän tuotannon siirtyessä enenevästi neitsytmuovista kierrätettyihin ja biopohjaisiin raaka-aineisiin. Rajusti yksinkertaistetun mallin perusteella Bruttokate on otoskauden aikana kasvanut keskimäärin 17 % vuodessa, kun kehityksestä oikaisee muoviraaka-aineen vaikutuksen bruttokatteeseen.

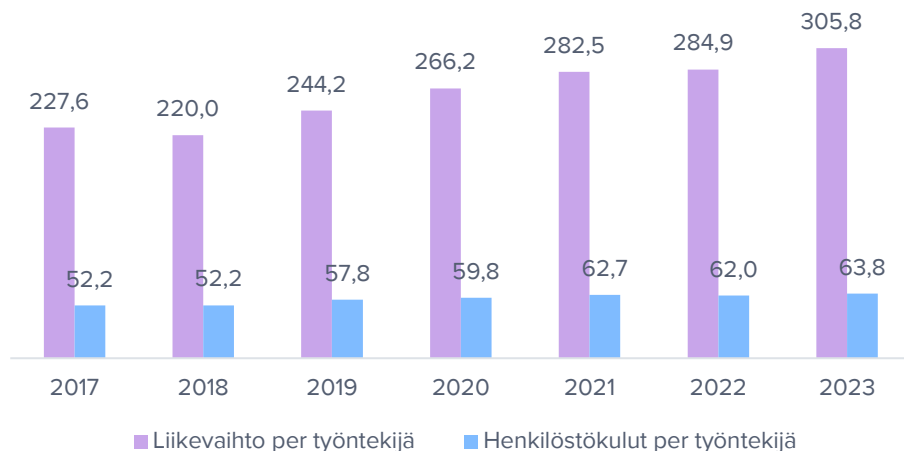
Organisaatio on ulosmitannut tehokkuushyötyjä

Liikevaihto ja henkilöstökulut ovat kasvaneet...



- Orthexin henkilöstömäärä ja -kulut olivat korkeimmillaan listautumisen yhteydessä vuonna 2021
- Työntekijöiden lukumäärä on listautumisen jälkeen laskenut 314:stä 281:een 2023 lopussa laskun kohdistuttua tuotannon ja varastoinnin työtehtäviin
- Työntekijöiden lukumäärän laskusta huolimatta nykyisen konsernin kannattelema liikevaihtopotentiaali ei ole laskenut vaan ennemminkin nousnut

...mutta työntekijäkohtainen tehokkuus on parantunut



- Orthexin työntekijäkohtainen liikevaihto on kasvanut henkilöstökuluja nopeammin, mikä tuo yhden vivun tuloksen skaalautumista varten. Saatua tehokkuushyötyä ei kuitenkaan valu täysmääräisesti tulokseen, sillä se vaatii investointeja automaatioon, joita poistetaan tuloslaskelmalla
- Käsityksemme mukaan Orthex voisi vielä ulosmitata lisää tehokkuushyötyjä automaatiosta, mutta automaatioinvestoinnit Pohjoismaissa eivät välttämättä ole optimaalisia, jos yhtiö laajentaa valmistustaan lähemmäs muun Euroopan avainasiakkaita
- Lyhyellä aikavälillä odotamme työntekijäkohtaisen tehokkuuden olevan paineessa uuden Benelux-alueen myyntikonttorin vuoksi

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/4

Investointitaso on maltillinen

Orthexin investoinnit ovat viimeisen parin vuoden aikana olleet noin 2,2-5,4 MEUR vuodessa, mikä on 3,0-5,4 % liikevaihdosta. Investoinneista noin 1/3 on yhtiön mukaan korvaus- tai ylläpitoinvestointeja (maintenance capex) ja noin 2/3 investoinneista kohdistuvat joko uutuustuotteisiin tai täysin uuteen kapasiteettiin liittyviä investointeja. Vuonna 2021 investointitaso kasvoi tuntuvasti, kun yhtiö teki 5 merkittävää koneinvestointia vastatakseen Säilytys-kategorian kysyntään.

Johdon kommenttien perusteella investointitason odotetaan pidemmällä aikavälillä olevan noin 4-5 % liikevaihdosta. Arviomme mukaan yhtiö kykenee tällä tavoin kasvattamaan nykyisissä tuotantolaitoksissaan kapasiteettia noin 110-130 MEUR:n liikevaihtotasolle asti, joten akuuttia tarvetta uudelle tuotantolaitokselle ei ole.

Nykyisen tuotantokapasiteetin ylärajan lähestyessä yhtiön on harkittava orgaanisten laajennusinvestointien ja uutta kapasiteettia mahdollistavien yritysostojen välillä. Uskomme, että yritysostokohteita kartoitetaan nopeasti kasvavien uusien avainasiakkuuksien (Saksa ja Ranska) lähistöltä.

Käyttöpääoma on vakaa ja valmistavalle kuluttajatuoteyhtiölle tyyppinen

Orthexin nettokäyttöpääoma 2023 lopussa oli 14,3 MEUR eli 16,6 % liikevaihdosta. Käyttöpääoman taso on pysynyt viime vuosina melko vakaana ja se

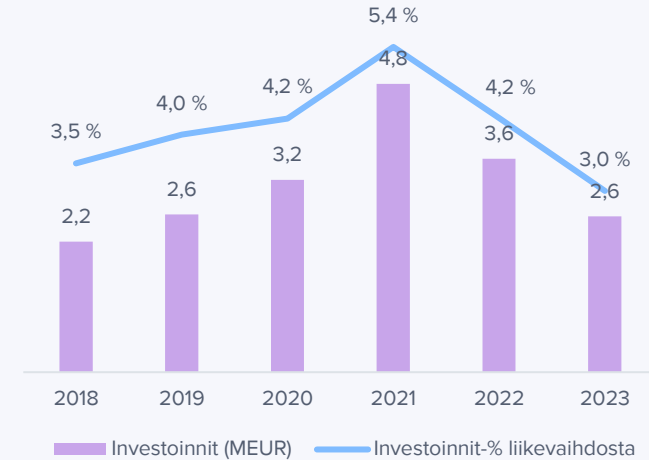
on tavanomaisella tasolla verrattuna mm. muihin Helsingin pörssin valmistavan teollisuuden kuluttajatuoteyhtiöihin (mm. Harvia ja Fiskars käyttöpääomat ~16-18 % liikevaihdosta). Orthexin liiketoiminta on kausiluonteisesti hyvin tasaista, joten käyttöpääoma ei vaihtele kovinkaan suuresti vuoden aikana.

Käyttöpääomaa sitoutuu mm. raaka-ainevarastoihin sekä valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastoihin. Orthexin vaihto-omaisuus on ollut viime vuosina noin 9-14 MEUR (13-17 % liikevaihdosta). Viime vuosien euromääräisesti korkeaa vaihto-omaisuus johtuu osittain kohonneista raaka-aineiden hinnoista, joskin niiden vaikutus on tässä vaiheessa normalisoitunut. Yhtiöllä on tuotantolaitokset lähellä pohjoismaisia asiakkaitaan ja Orthexin yhtenä kilpailuetuna on nopeat toimitukset asiakkaiden myymälöihin, jotta vähittäiskaupan varastot pysyvät pieninä.

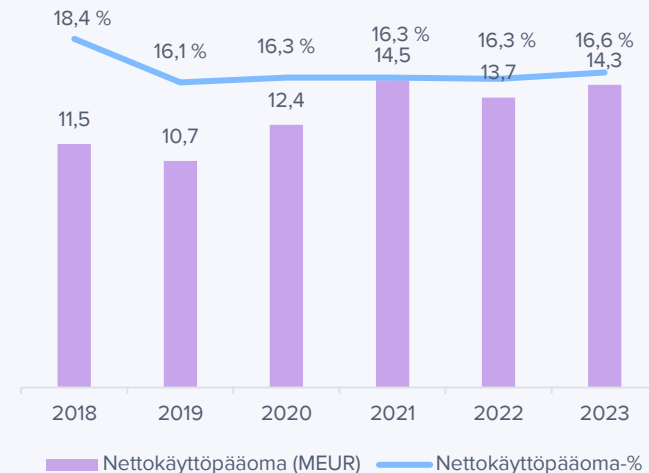
Käyttöpääomaa sitoutuu myös myyntisaamisiin ja muihin saamisiin, jotka ovat viime vuosina olleet noin 14-18 MEUR (16-21 % liikevaihdosta).

Mielestämme Orthex hallitsee hyvin sijoitettua pääomaansa, mikä heijastuu sijoitetun pääoman korkeassa kiertonopeudessa. Liikearvosta oikaistu sijoitettu pääoman kierto on viime vuosina ollut noin 2-3x. Sijoitetun pääoman korkean kiertonopeuden ansiosta Orthexin liiketoiminta olisi arvoa luovaa jopa 6 %:n liiketulosmarginaalilla.

Investointitaso on maltillinen



Nettokäyttöpääoma on tehostunut



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/4

Velkaantumisaste on maltillinen

Orthexilla oli 2023 lopussa taseessaan 22,3 MEUR nettovelkaa, mikä on yhteensä 1,5 kertaa rullaavan 12 kuukauden oikaistu käyttökate. Nettovelasta 7,9 MEUR oli IFRS 16 mukaista vuokrasopimusvelkaa.

Orthexin velkaantumisaste on maltillinen yhtiön pitkän aikavälin tavoitteeseen suhteutettuna, joka edellyttää luvun säilyttämisen alle 2,5x. Korollinen vieraspääoma on ollut laskutrendillä, mikä on lisännyt taseen tuomaa taloudellista liikkumavaraa. Velkaantumisasteen nostaminen kolmeen antaisi Orthexille yhteensä 22 MEUR:n edestä ruutia yritysjärjestelyjä varten, minkä lisäksi yhtiö voi myös hyödyntää omaa osakettaan.

Omaa pääomaa Orthexin taseessa oli 2023 lopussa 34,4 MEUR:n edestä ja yhtiön omavaraisuusaste oli terveellä 40 %:n tasolla. Arviomme mukaan Orthexin todellinen taloudellinen omavaraisuus on kirjanpitoarvoa korkeampi, sillä yhtiön omistuksessa ja 1950-luvulta lähtien taseella majailevan Lohjan tehtaan tasearvo on huomattavasti sen markkina-arvoa matalampi. Tämä osittain selittää myös yhtiön korkeaa sijoitetun pääoman kiertonopeutta.

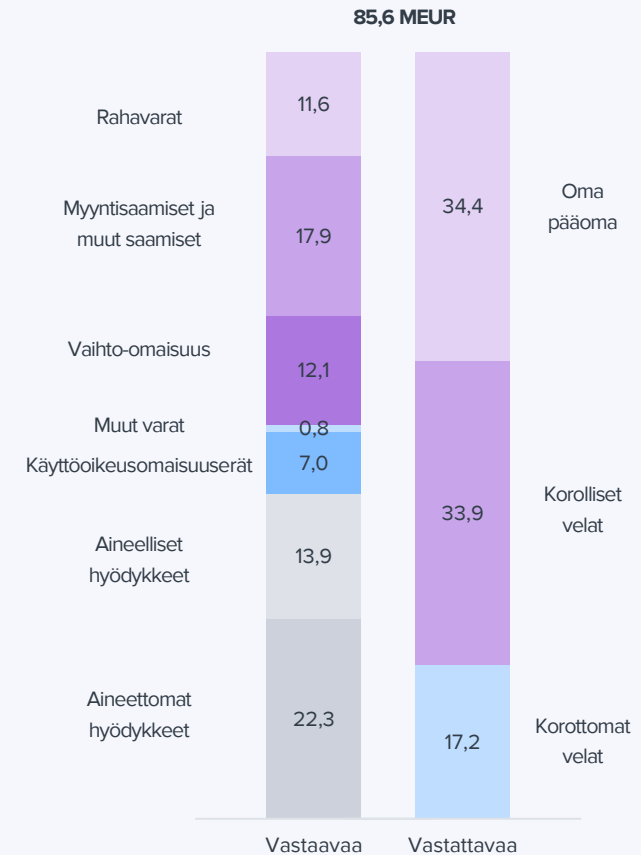
Aineettomat hyödykkeet pistävät taseessa silmään

Suurin erä Orthexin taseen vastaavaa puolella on aineettomat hyödykkeet, joka koostuu lähes täysin liikearvosta. Pääosa liikearvosta syntyi konsernin muodostamisen yhteydessä vuonna 2015 ja IFRS-kirjanpidossa sitä testataan arvonalentumiselta

vuosittain poistamisen sijaan. Orthexin vahvan tuloskunnan ja sittemmin tehtyjen kasvuinvestointein vuoksi emme näe liikearvossa oleellista alaskirjausriskiä.

Suurta aineetonta omaisuutta lukuun ottamatta Orthexin tase on melko perinteinen valmistavan teollisuuden yhtiölle. 2023 lopussa taseessa oli aineellisia hyödykkeitä 13,9 MEUR:n edestä, joka koostui pääosin koneista ja kalusteista sekä rakennuksista. Tämän lisäksi Orthexilla oli 7,0 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuseriä, josta suurin osa liittyi rakennusten vuokriin, mutta osa myös koneiden ja kalusteiden vuokraamiseen. Muita varoja Orthexilla on taseessaan 0,8 MEUR:n edestä, mikä koostui lähes kokonaan laskennallisista verosaamisista.

Orthexin taserakenne Q4'23 (MEUR)



Ennusteet 1/3

Odotamme tulospohjan olevan takanapäin

Orthex ei anna lyhyen aikavälin ohjeistusta, mikä osaltaan hankaloittaa lyhyen aikavälin ennustamista. Yhtiön tavoitteena on kuitenkin konsernitasolla yli 5 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu, joka on mielestämme normaaleissa olosuhteissa sangen realistinen taso. Kasvu painottuu yhtiön strategiassa Pohjoismaiden ulkopuolelle, jossa yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 10 %:n liikevaihdon kasvua.

Odotamme kysyntäsyklin pohjan olevan takana päin

Ennusteissamme Orthexin kuluvan vuoden liikevaihto kasvaa 6 %, mikä edellyttää selvää hidastumista Q4'23:n 15 %:n kasvuvauhdista. Q4:llä Orthexilla oli vastassa tavallista heikompi vertailukausi ja suurimmat kasvuprosentit kellotettiin epätavallisesti Pohjoismaissa. Mielestämme Q4-raportti kuitenkin vahvisti luottamustamme siitä, että jälleenmyyjien varastotasojen keventämishankkeen aiheuttaman kysyntäsyklin pohja on takana päin ja jatkossa yhtiöllä on taas edellytykset ylläpitää tervettä kasvua. Myös pohjoismaisten kuluttajien reaalisen ostovoiman kääntyminen kasvuun parantaa kuluvana vuonna Orthexin edellytyksiä kasville.

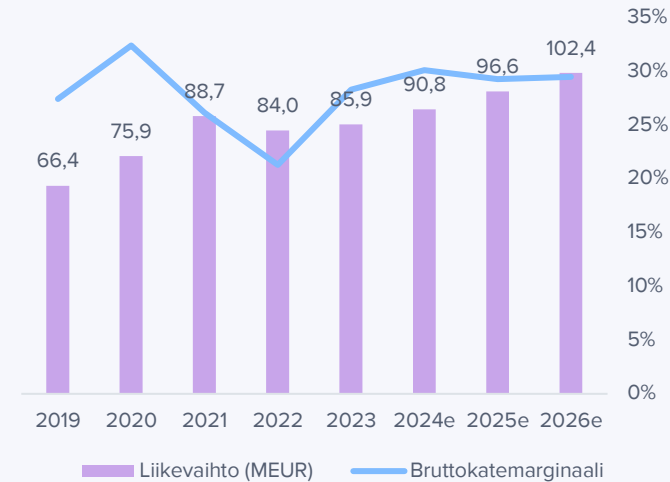
Raaka-aineiden nykyisillä hintatasoilla Orthex ei enää kuluvana vuonna saa edellisvuoden kaltaista merkittävää vetoapua raaka-aineiden hintojen laskusta, minkä seurauksena yhtiön tuloskasvu on jatkossa enenevästi liikevaihdon kasvun ja kiinteän kulurakenteen skaalautumisen varassa. Odotamme kuluvana vuonna pientä vahvistumista yhtiön bruttokatemarginaalissa, mikä alkuvuoden vertailukautta matalammista valmistuskustannuksista ja valmistuskustannusten

skaalautumisesta. Vertailukaudella Pohjoismaisten kruunujen heikentyminen painoi Orthexin kannattavuutta, mutta kuluvana vuonna emme odota vastaavaa vastatuulta. Orthex ei raportoi kampanjamyyntin määrää, minkä seurauksena ennusteista poikkeava myynnin rakenne voi johtaa odotuksistamme poikkeavaan liikevaihtoon ja bruttokatemarginaaliin. Toisistaan poikkeavat vaikutukset tasoittavat kuitenkin bruttokatteessa toisiaan. Ennusteissamme Orthexin 2024 oikaistu liiketulos nousee kuluvana vuonna 12,3 MEUR:oon (14 % liikevaihdosta) vertailukautta suuremman bruttokatteen ajamana. Operatiivisissa kuluissa näemme kuluvan vuonna lievää painetta vertailukautta suurempien kasvuinvestointien ajamana (ts. uusi myyntihenkilöstö).

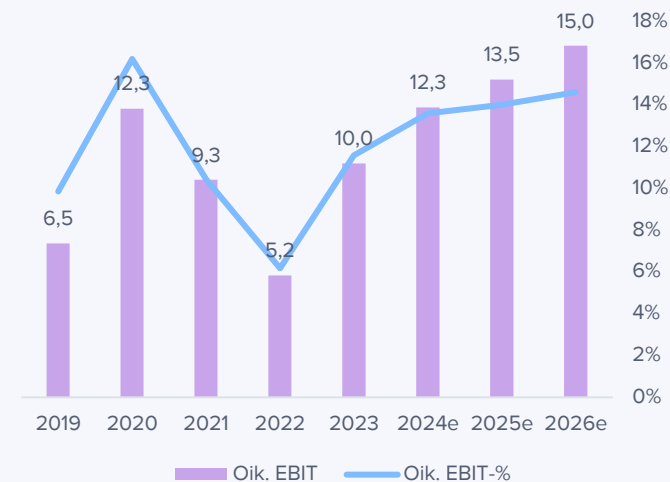
Odotamme parannusta 2025-26, mutta kannattavuustavoitteesta jäämistä

Ennusteissamme Orthexin liikevaihto kasvaa 2025-26 6 % lievän markkinakavun ja kasvavan markkinaosuuden myötä. Odotamme kasvun painottuvan Euroopan muille markkina-alueille, jossa yhtiöllä on pienen markkinaosuutensa ja kasvavan jakelunsa turvin edellytykset vielä tuntuvaan kasvuun. Lähivuosien liiketulosennusteemme asettuvat 13,5-15,0 MEUR:oon, mikä tarkoittaa 14-15 % liiketulosmarginaalia. Kannattavuusennusteissa odotamme yhtiön bruttokatemarginaalin säilyvän linjassa historiallisten keskiarvojen kanssa noin 29-30 %:ssa, eli emme ota vahvaa näkemystä raaka-ainehintojen tulevista heilahteluista. Myynti- ja markkinointipanostuksissa näemme kuitenkin skaalautumisvara, kun yhtiö saa Benelux-maiden uuden myyntikonttorin kunnolla sisään ajettua.

Liikevaihto ja bruttokate



Liiketulosennusteet



Ennusteet 2/3

Nähdäksemme yhtiön yli ajan tavoitteleva yli 18 %:n EBITA-marginaali vaatisi joko ennusteitamme suurempaa liikevaihtovolyymiä tai nykytasoa matalampia raaka-aineiden hintoja. Tässä vaiheessa Orthexin sijoitustarinaa näkyvyys yli syklin kestävään kehitykseen ei ole vielä hyvä ja se on mielestämme suurin kysymysmerkki normalisoitua pääoman tuottotasoa arvioidessa.

Pidemmälle katsoessa luvut normalisoituvat kohti toimialan norveja

Pidemmälle katsoessa odotamme Orthexin kasvavan aavistuksen verran yleistä markkinaa nopeammin Euroopan kasvustrategian ajamana, mutta liikevaihdon kasvun asettuvan maltilliselle 3-5 %:n tasolle. Pidemmällä aikavälillä yhtiön liiketulosmarginaali maltillistuu kohti 12 %:a.

2022 osinko oli papereissamme väliaikainen notkahdus

Ennusteissamme Orthex tekee kuluvana vuonna 0,47 euron osakekohtaisen tuloksen (2023: 0,35 euroa). Odotamme yhtiön jakavan ulos hieman yli puolet tuloksestaan osinkoina, mikä johtaa 0,25 euron osakekohtaiseen osinkoon kuluvan vuoden tuloksesta ja on linjassa yli 50 %:n osingonjakosuhdetta viitoittavan voitonjakopolitiikan kanssa. Papereissamme Orthexin heikko 2022 tulos ja matala osinko olivat merkittävästä kustannusinflaatiosta aiheutunut notkahdus ja näemme yhtiöllä lähivuosina hyvät edellytykset osakekohtaisen osingon kasvattamiseksi tuloskasvun myötä.

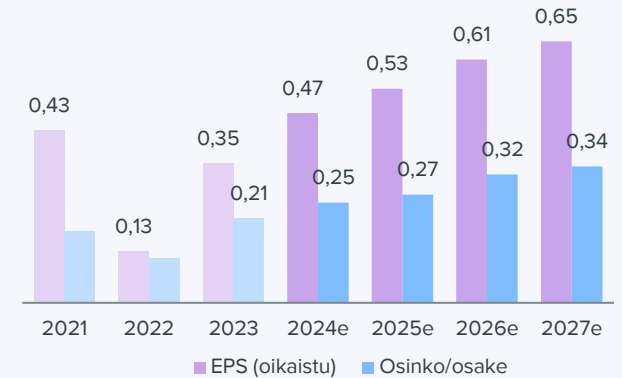
Kasvavaa osingonjakoa viitoittavasta

voitonjakopolitiikasta huolimatta näemme väliaikaiset osingon leikkaamiset jatkossakin mahdollisina (ja jopa järkevinä), mikäli yhtiö tunnistaisi suurempia investointimahdollisuuksia. Yhtiön pääoman tuotot ovat historiallisesti olleet korkealla tasolla ja suhtaudumme luottavaisesti yhtiön kykyyn allokoida pääomaa tehokkaasti. Tämän seurauksena pääoman allokointimahdollisuuksia tukeva ja joustava osingonjakopolitiikka olisi mielestämme omistaja-arvon kannalta optimaalinen.

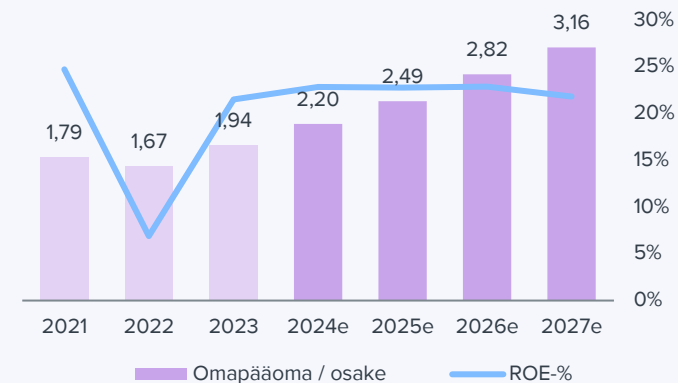
Oma pääoma ja ROE-ennusteet

Ennusteissamme Orthexin oman pääoman tuotto asettuu kuluvana vuonna 23 %:iin ja heiluu lähivuosina vastaavilla tasoilla. Ennusteidemme melko maltillisen keskipitkän aikavälin osingonjakosuhteen vuoksi ylimääräistä kassaa kumuloituu asteittain, jollei yhtiö toteuta yritysjärjestelyjä. Pidämme hyvin todennäköisenä, että Orthex tarkkailee tällä hetkellä yritysostokohteita, joilla yhtiö pystyisi laajentumaan kasvustrategian kannalta tärkeille vientimarkkinoille Eurooppaan. Tästä syystä taseen vahvistuminen on mielestämme todennäköistä, kunnes yhtiö päättää tehdä isompia investointeja kasvuloikkaan joko yritysoston kautta tai orgaanisesti rakentamalla lisää tuotantokapasiteettia. Akuuttia tarvetta tavallista suuremmalle investoinnille tuotantokapasiteetin kasvattamiseksi emme kuitenkaan näe, koska yhtiön nykyisten tehdasrakennusten liikevaihtopotentiaali on riittävä keskipitkän aikavälin liikevaihtoennusteidemme saavuttamiseksi.

EPS- ja osinkoennusteet



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Ennusteet 3/3

Ennustemuutokset

- Keskustelumme johdon kanssa vahvisti luottamustamme Orthexin lähivuosien kasvuun, minkä seurauksena nostimme aavistuksen verran liikevaihtoennusteitamme
- Käsitksemme mukaan uuden Benelux-maiden myyntikonttorin ohella Orthex on myös laajentanut myyntitiimiään muidenkin Euroopan avainmarkkinoiden osalta
- Pidämme yhtiön uusia tuotteita lajitteluastioissa erityisen kiinnostavina, sillä jo regulaatio aiheuttaa painetta kohti korkeampaa kierrätysastetta, mikä tukee koko markkinan kasvunäkymää kyseisessä tuoteryhmässä
- Nostimme aavistuksen verran alkuvuoden bruttokatemarginaalia ennusteissamme muoviraaka-aineen sinniteltäviä vertailukauteen nähden maltillisella tasolla

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	89,8	90,8	1 %	95,8	96,6	1 %	101	102	1 %
Käyttökate	15,9	16,4	3 %	17,9	18,0	0 %	19,4	19,4	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,8	12,3	5 %	13,3	13,5	1 %	14,5	15,0	3 %
Liikevoitto	11,8	12,3	5 %	13,3	13,5	1 %	14,5	15,0	3 %
Tulos ennen veroja	10,0	10,6	5 %	11,7	11,9	2 %	13,2	13,6	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,45	0,47	5 %	0,53	0,53	2 %	0,59	0,61	3 %
Osakekohtainen osinko	0,23	0,25	9 %	0,27	0,27	0 %	0,30	0,32	7 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	88,7	84,0	20,5	20,1	21,9	23,4	85,9	21,8	21,3	23,5	24,1	90,8	96,6	102	108
Pohjoismaat	72,9	68,4	16,2	16,3	17,8	18,4	68,7	17,1	17,3	18,7	18,2	71,2	73,7	76,3	78,6
Muu Eurooppa	15,1	15,9	4,9	3,9	4,2	5,5	18,5	5,2	4,3	4,9	6,3	20,7	24,0	27,3	30,6
Muu maailma	2,5	1,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,8	0,9	0,9
Alennukset ja hyvitykset	-1,8	-1,7	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-2,0	-0,7	-0,4	-0,3	-0,5	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2
Käyttökate	13,2	9,2	3,4	3,1	4,6	3,9	14,9	4,1	2,8	5,1	4,4	16,4	18,0	19,4	20,3
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-4,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,1	-4,5	-4,4	-4,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,9	5,4	2,4	1,3	3,5	2,9	10,0	3,0	1,8	4,1	3,4	12,3	13,5	15,0	15,9
Liikevoitto	9,3	5,2	2,3	2,1	3,5	2,9	10,8	3,0	1,8	4,1	3,4	12,3	13,5	15,0	15,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,6	-2,2	-0,6	-0,7	-0,3	-0,6	-2,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-1,8	-1,6	-1,4	-1,3
Tulos ennen veroja	7,7	3,0	1,7	1,3	3,2	2,3	8,5	2,5	1,4	3,7	3,0	10,6	11,9	13,6	14,6
Verot	-1,6	-0,9	-0,4	-0,3	-0,8	-0,2	-1,6	-0,5	-0,3	-0,7	-0,6	-2,2	-2,4	-2,8	-3,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,0	2,1	1,3	1,1	2,4	2,1	6,9	2,0	1,1	2,9	2,4	8,4	9,5	10,8	11,6
EPS (oikaistu)	0,43	0,13	0,08	0,02	0,13	0,12	0,35	0,11	0,06	0,16	0,13	0,47	0,53	0,61	0,65
EPS (raportoitu)	0,34	0,12	0,07	0,06	0,13	0,12	0,39	0,11	0,06	0,16	0,13	0,47	0,53	0,61	0,65
Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16,9 %	-5,2 %	-0,5 %	-4,1 %	-0,9 %	15,0 %	2,2 %	6,5 %	5,9 %	7,2 %	3,1 %	5,6 %	6,4 %	6,1 %	5,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-15,0 %	-50,7 %	33,1 %	-716,7 %	58,9 %	81,6 %	87,3 %	28,5 %	40,9 %	15,8 %	18,5 %	22,8 %	9,7 %	10,6 %	6,1 %
Käyttökate-%	14,9 %	11,0 %	16,4 %	15,1 %	20,8 %	16,7 %	17,3 %	18,6 %	13,3 %	21,6 %	18,4 %	18,1 %	18,6 %	18,9 %	18,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,3 %	6,4 %	11,6 %	6,4 %	16,0 %	12,3 %	11,7 %	14,0 %	8,5 %	17,3 %	14,1 %	13,6 %	14,0 %	14,6 %	14,7 %
Nettotulos-%	6,8 %	2,5 %	6,4 %	5,3 %	10,9 %	9,1 %	8,0 %	9,3 %	5,1 %	12,4 %	9,9 %	9,3 %	9,8 %	10,5 %	10,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	43,8	44,0	43,4	43,3	43,4
Liikearvo	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	20,6	20,9	20,8	20,7	20,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	38,0	41,5	39,0	42,5	44,5
Vaihto-omaisuus	14,3	12,1	12,7	14,0	14,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,4	17,9	15,4	16,9	17,9
Likvidit varat	10,3	11,6	10,9	11,6	12,3
Taseen loppusumma	81,8	85,6	82,4	85,8	88,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	29,7	34,4	39,1	44,2	50,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	22,3	26,9	31,6	36,7	42,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Muu oma pääoma	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	32,8	30,4	25,3	23,0	18,7
Laskennalliset verovelat	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	32,0	29,6	24,5	22,2	17,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	19,3	20,7	18,0	18,6	19,1
Korolliset velat	4,3	4,3	2,7	2,5	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,0	15,7	14,5	15,4	16,4
Muut lyhytaikaiset velat	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Taseen loppusumma	81,8	85,5	82,4	85,8	88,0

Osakkeen arvostus 1/3

Tuotto-odotus puoltaa lisäostoja

Toistamme 7,0 euron tavoitehintamme ja lisää suosituksemme. Nähdäksemme riskikorjattu tuotto-odotus on seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä hyvä, mikä kannustaa lisäostoihin. Arviomme osakkeen käyvästä arvosta on noin 6,5-8,0 euroa, mikä pohjautuu kassavirtamalliin ja sen herkkyyksianalyysiin, osakkeen absoluuttisiin arvostuskertoimiin sekä suhteelliseen arvostukseen. Keskeisenä lähivuosien ajurina pidämme liikevaihdon kasvua, sillä kasvu nykyisten tuotantolaitosten sallimissa puitteissa on erittäin kannattavaa maltillisen pääomatarpeen vuoksi. Pidemmälle katsoessa yhtiön kyky tehdä hyviä suurempia tehdasinvestointeja / yritysjärjestelyjä astuu sijoitustarinan kannalta keskeiseen rooliin, mutta nykyisillä näytöillä on hankala arvioida yhtiön kykyä allokoida suurempia määriä pääomia.

Tulos ja tase luovat sopivan kehikon hinnoittelulle

Orthexin arvostusta on mielestämme hyvä katsoa tulos- ja tasepohjaisesti sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkeihin, minkä lisäksi DCF-malli on soveltuva työkalu yhtiön arvonmääritykseen. Orthexin liikevaihto kääntyi Q4:llä takaisin merkittävään kasvuun ja odotamme kasvukuopan olevan nyt takana päin. Arvostusta tarkastellessa on erityisen kiinnostavaa nähdä mille tasolle liikevaihdon kasvu kiihtyy viime vuosien haastavan liiketoimintaympäristön normalisoituessa ja viime vuosina kylvettyjen kasvusiementen kukoistaessa.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

- Hyvät näytöt kasvusta ja tuotteiden vakaa kysyntä
- Korkea pääoman tuottopotentiaali
- Edellytykset luoda arvoa yritysjärjestelyillä

- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

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

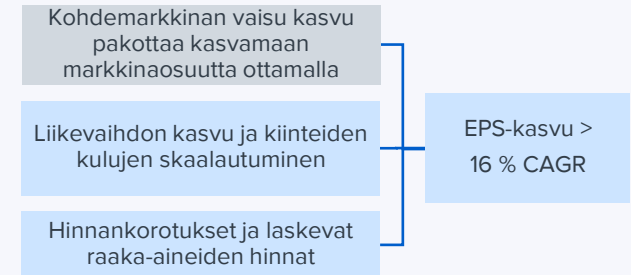
Kuluvan vuoden tulos pohjainen arvostus tuo osakkeelle tukea

Kuluvan vuoden ennusteillamme Orthexin tulos pohjainen arvostus (P/E: 13x, EV/EBIT: 10x) vaikuttaa mielestämme maltilliselta ja etenkin yritysarvopohjaisissa kertoimissa voi nähdä jopa lievää nousuvaraa. Tiettyä ennusteriskiä tuo kuitenkin viime aikoina geopolittisten huolien myötä noussut öljyn hinta, mikä jatkuessaan ja siirtyessään Orthexin raaka-aineiden hintoihin voi vesittää ennustamamme kuluvan vuoden tulosparannuksen. Pitkjänteisen omistajan tulisi nähdäksemme suhtautua raaka-ainehintojen aiheuttamiin heilahteluihin kannattavuudessa kohinana, sillä Orthexin vahvan kannattavuuden ja hyvän taseaseman vuoksi taseriskeistä ei tarvitse huolehtia. Lähivuosien ennusteilla tulos pohjainen arvostus kääntyykin houkuttelevan puolelle, mikä tasapainottaa nähdäksemme lyhyen aikavälin kannattavuuteen liittyvää ennusteriskiä.

Osaketuoton ajurit 2024-2026

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

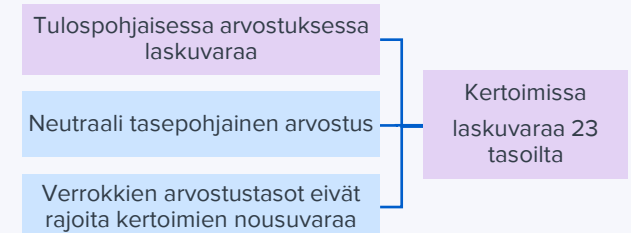
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen tuotto-odotus n. 15 % p.a.

Osakkeen arvostus 2/3

Tasepohjainen arvostus on perusteltavissa

Tasepohjaisesti Orthexia hinnoitellaan kuluvaan vuoden ennusteillamme P/B-kertoimella 2,8x. Taso on Helsingin pörssin mediaania korkeampi, mutta mielestämme perusteltavissa Orthexin korkea pääoman tuottopotentiaali huomioiden (ROE 2023-2025e: 22-23 %). P/B-tunnusluvun käyttökelpoisuutta heikentää taseen tuntuva määrä aineetonta omaisuutta, koska kirja-arvo heijastaa tyypillisesti aineettoman omaisuuden todellista arvoa heikosti. P/B-kertoimen soveltuvuutta heikentää myös Orthexin melko lyhyt pörssihistoria, jonka vuoksi luotettava pidemmän aikavälin track-recordia yhtiön oman pääoman tuotosta ei ole saatavilla.

Osinkopohjainen arvostus

Orthexilla on nähdäksemme edellytykset profiloitua vakaaksi osingonmaksajaksi vuoden 2022 osingon notkahduksesta huolimatta. Orthex toimii defensiivisillä markkinoilla ja pienen investointitarpeen vuoksi kassavirta on tyypillisesti vahvaa. Yhtiö pyrkii osinkopolitiikan mukaan jakamaan vakaata ja ajan myötä kasvavaa osinkoa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Ennusteissamme yhtiön osingonjakosuhte on lähivuosina 50-53 %, mikä nykyisellä kurssitasolla johtaa tulosenusteillamme 4-5 %:n osinkotuottoon. Orthexilla olisi arviomme mukaan edellytykset maksaa ennusteitamme suuremman osan tuloksestaan osinkoina, mutta toimialan paineessa olevien arvostuskertoimien ja sen myötä potentiaalisten houkuttelevien

yrittösostomahdollisuuksien vuoksi näemme taseen vahvistamisen parempana ratkaisuna arvonluonnin kannalta.

Kassavirtalaskelma indikoi nousuvaraa

DCF-laskelmassamme oletamme Orthexin kasvun hidastuvan asteittain kohti 2 %:n terminaalioletusta. Ennusteissamme yhtiön liikevoittomarginaali laskee kiristyvän kilpailun ajamana vuoden 2026 lähes 15 %:n tasolta kohti 11,5 %:n ikuisuusoletusta. Orthexin kannattavuus tulee varmasti heilumaan pidemmällä aikavälillä huomattavasti ennusteitamme enemmän, mutta pyrimme ennusteissamme kuvastamaan näkemystämme yhtiön pidemmän aikavälin yli syklin kestävästä kannattavuuspotentiaalista. Pidemmällä aikavälillä Orthexin sijoitetun pääoman tuotto on ennusteissamme noin 18-20 %, mikä on korkea taso, ja vaatii että yhtiö kykenee ylläpitämään kilpailuetujaan.

DCF-mallimme indikoi Orthexille 7,3 euron osakekohtaista arvoa, mikä osoittaa selvää nousuvaraa osakekurssin nykytasolta. DCF-mallin ennusteperiodin lopussa Orthexin liikevaihto saavuttaa 128 MEUR:n tason, mikä on nähdäksemme saavutettavissa yhtiön nykyisillä tehtailla pieni inflaatio huomioiden. Ennusteperiodin maltillisen investointitarpeen ja valmistuskustannusten skaalautumisvaran tukemana uudelleen sijoitetun pääoman tuotto nousee ennusteissamme todella korkealle tasolle.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,26	6,26	6,26
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	111	111	111
Yritysarvo (EV)	128	124	119
P/E (oik.)	13,2	11,7	10,3
P/E	13,2	11,7	10,3
P/B	2,8	2,5	2,2
P/S	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	7,8	6,9	6,1
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,2	7,9
Osinko/tulos (%)	52,8 %	50,6 %	52,7 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,3 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus 3/3

Verrokkiryhmän arvostus rajaa nousuvaraa

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

samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- tai kannattavuusprofiilista jne.

Verrokeihin nähden näemme arvostuksessa kirkkaimmaksi

Verrokkiryhmän mediaani EV/Sales -kertoimet ovat vuosille 2024 ja 2025 1,3x. Näihin verrattuna Orthex on liikevaihtopohjaisesti arvostettu linjassa verrokeihin.

Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat vuosille 2024 ja 2025 14x ja 11x, johon verrattuna Orthexia hinnoitellaan noin 20 %:n alennuksella,

kun taas P/E-luvulla alennus on noin 15 %. Mielestämme Orthexin tulospohjaisessa arvostuksessa on lievää varaa venyä kohti verrokeja yhtiön korkea kannattavuus ja suotuisa kasvunäkymä huomioiden.

Nähdäksemme Orthexin normalisoitu pääoman tuotto on verrokkiryhmän mediaania korkeampi, mikä puoltaa preemiota P/B-kertoimessa. Nykyiseltä tasolta on kuitenkin vaikea nähdä merkittävää nousuvaraa verrokeihin nähden sillä tasepohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan yli 100 %:n preemiolla verrokkiryhmän mediaaniin.

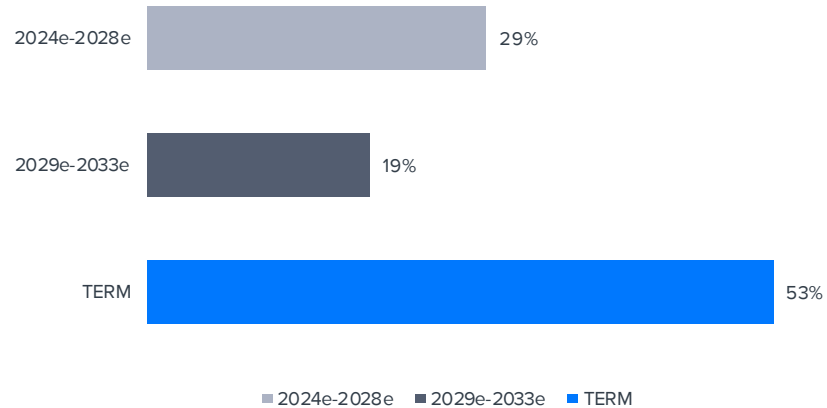
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Duni AB	436	526	8,0	7,1	5,9	5,4	0,8	0,7	10,6	9,3	4,7	5,0	1,3
Fiskars Oyj Abp	1398	1840	15,5	12,3	10,6	8,8	1,5	1,4	16,4	13,6	4,7	5,1	1,8
Harvia Oyj	752	791	20,5	18,6	17,6	15,9	4,7	4,3	27,6	24,5	1,9	2,1	6,2
Leifheit AG	156	116	5,8	4,7	4,2	3,5	0,4	0,4	10,2	8,2	4,9	7,9	1,3
Marimekko Oyj	489	484	14,2	12,9	11,1	10,2	2,7	2,5	18,5	16,7	3,5	4,2	6,4
Rapala VMC Corp	122	233	16,0	12,2	9,0	7,3	1,0	0,9	48,0	18,4	1,1	1,0	0,8
Thule Group AB	2734	2908	19,4	16,7	16,7	14,7	3,5	3,2	24,7	21,1	3,2	3,5	4,3
Nokian Tyres plc	1246	1464	16,1	11,1	6,5	5,3	1,1	1,0	23,9	15,2	5,3	5,8	0,9
Assa Abloy AB	29234	34585	16,7	15,6	13,8	13,0	2,7	2,6	21,8	19,5	1,9	2,1	3,4
Newell Brands Inc	2705	7003	12,5	11,0	8,5	8,0	1,0	1,0	12,2	9,1	4,0	4,0	0,9
DOMETIC Group	2315	3518	12,7	10,9	9,3	8,2	1,5	1,4	14,7	11,8	2,5	3,2	1,0
Raisio Oyj	306	249	10,7	9,3	7,3	6,6	1,1	1,1	14,7	13,4	7,2	7,4	1,2
Husqvarna AB	4076	5234	12,7	10,9	7,9	7,1	1,2	1,1	15,6	12,7	3,8	4,1	1,9
Helen of Troy Ltd	2147	2815	10,4	9,9	9,1	8,4	1,5	1,5	11,0	9,9			1,4
Orthex (Inderes)	111	128	10,3	9,2	7,8	6,9	1,4	1,3	13,2	11,7	4,0	4,3	2,8
Keskiarvo			13,7	11,7	9,8	8,7	1,8	1,6	19,3	14,5	3,7	4,3	2,3
Mediaani			13,5	11,1	9,0	8,1	1,3	1,3	16,0	13,5	3,8	4,1	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-23 %	-17 %	-14 %	-15 %	4 %	1 %	-18 %	-13 %	5 %	5 %	108 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	5,6 %	6,4 %	6,1 %	5,4 %	4,5 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	12,5 %	13,6 %	14,0 %	14,6 %	14,7 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
Liikevoitto	10,8	12,3	13,5	15,0	15,9	14,1	14,0	14,4	14,8	14,5	14,7	
+ Kokonaispoistot	4,1	4,1	4,5	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,2	
- Maksetut verot	-1,5	-1,5	-2,4	-2,8	-3,0	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-2,9	-3,0	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,8	0,7	-1,8	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	12,1	15,2	13,4	15,9	16,8	15,3	15,5	15,7	16,2	16,2	16,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,4	-4,1	-4,3	-4,6	-4,8	-5,1	-5,2	-5,4	-5,5	-5,6	-5,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,7	11,1	9,0	11,3	11,9	10,3	10,3	10,4	10,7	10,5	10,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	7,7	11,1	9,0	11,3	11,9	10,3	10,3	10,4	10,7	10,5	10,9	174
Diskontattu vapaa kassavirta		10,5	7,9	9,1	8,9	7,0	6,5	6,0	5,8	5,2	5,0	79,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		152	141	133	124	115	108	102	95,9	90,1	84,9	79,9
Velaton arvo DCF		152										
- Korolliset velat		-33,9										
+ Rahavarat		11,6										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		129										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,3										

Rahavirranjakauma jaksottain



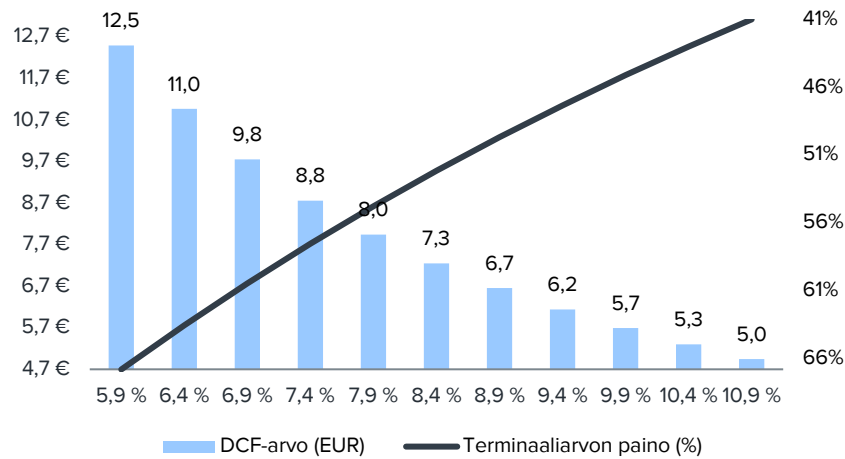
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

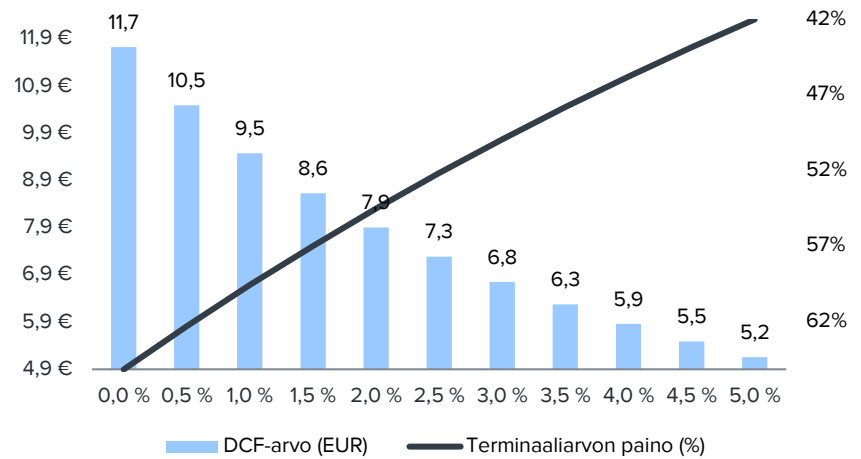
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

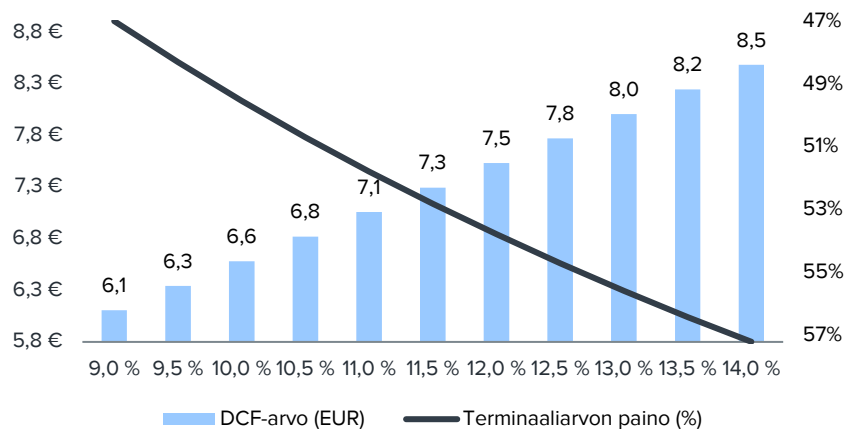
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



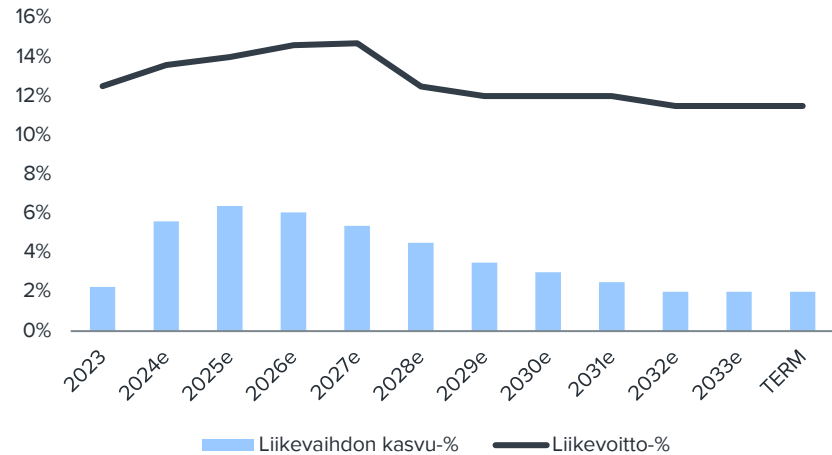
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset

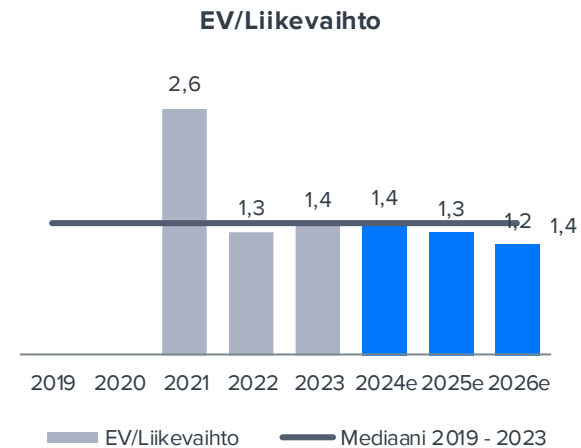
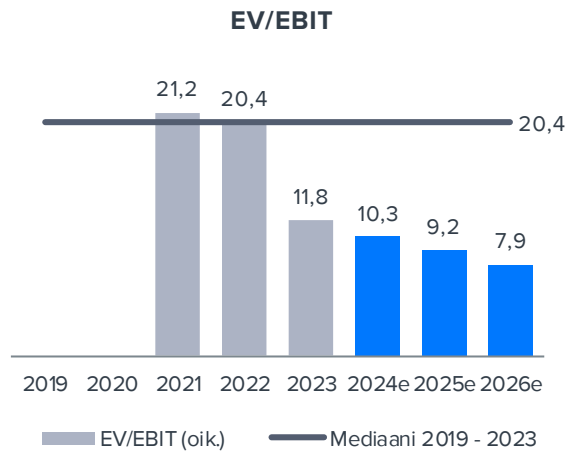
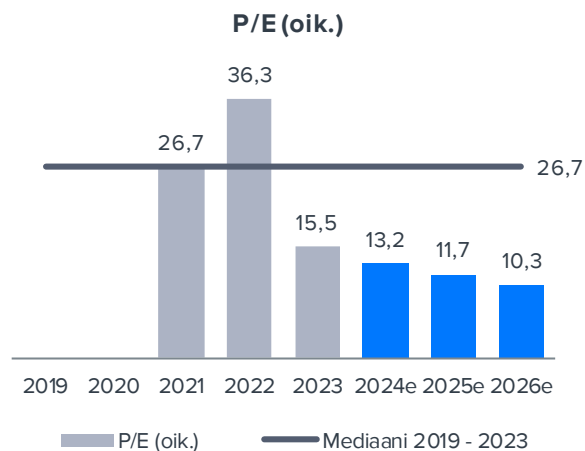


Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi			11,5	4,68	5,40	6,26	6,26	6,26	6,26
Osakemäärä, milj. kpl			17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo			204	83	96	111	111	111	111
Yritysarvo (EV)			230	109	118	128	124	119	114
P/E (oik.)			26,7	36,3	15,5	13,2	11,7	10,3	9,6
P/E			33,8	39,2	13,9	13,2	11,7	10,3	9,6
P/B			6,4	2,8	2,8	2,8	2,5	2,2	2,0
P/S			2,3	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/Liikevaihto			2,6	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)			17,4	11,8	7,9	7,8	6,9	6,1	5,6
EV/EBIT (oik.)			21,2	20,4	11,8	10,3	9,2	7,9	7,2
Osinko/tulos (%)			53,0 %	92,2 %	54,1 %	52,8 %	50,6 %	52,7 %	52,1 %
Osinkotuotto-%			1,6 %	2,4 %	3,9 %	4,0 %	4,3 %	5,1 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	88,7	84,0	85,9	90,8	96,6	EPS (raportoitu)	0,34	0,12	0,39	0,47	0,53
Käyttökate	13,2	9,2	14,9	16,4	18,0	EPS (oikaistu)	0,43	0,13	0,35	0,47	0,53
Liikevoitto	9,3	5,2	10,8	12,3	13,5	Operat. kassavirta / osake	0,55	0,42	0,68	0,86	0,75
Voitto ennen veroja	7,7	3,0	8,5	10,6	11,9	Vapaa kassavirta / osake	0,31	0,31	0,43	0,62	0,51
Nettovoitto	6,0	2,1	6,9	8,4	9,5	Omapääoma / osake	1,79	1,67	1,94	2,20	2,49
Kertaluontoiset erät	-1,6	-0,2	0,7	0,0	0,0	Osinko / osake	0,18	0,11	0,21	0,25	0,27
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	88,8	81,8	85,6	82,4	85,8	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	-5 %	2 %	6 %	6 %
Oma pääoma	31,8	29,7	34,4	39,1	44,2	Käyttökateen kasvu-%	-20 %	-30 %	61 %	10 %	10 %
Liikearvo	23,7	22,3	22,3	22,3	22,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-16 %	-51 %	87 %	23 %	10 %
Nettovelat	25,9	26,0	22,3	16,4	13,0	EPS oik. kasvu-%	-15 %	-70 %	170 %	36 %	13 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	14,9 %	11,0 %	17,3 %	18,1 %	18,6 %
Käyttökate	13,2	9,2	14,9	16,4	18,0	Oik. Liikevoitto-%	12,3 %	6,4 %	11,7 %	13,6 %	14,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,6	-0,6	-0,8	0,7	-1,8	Liikevoitto-%	10,4 %	6,2 %	12,5 %	13,6 %	14,0 %
Operatiivinen kassavirta	9,8	7,5	12,1	15,2	13,4	ROE-%	24,7 %	6,9 %	21,5 %	22,9 %	22,8 %
Investoinnit	-4,3	-1,9	-4,4	-4,1	-4,3	ROI-%	13,9 %	7,5 %	16,0 %	18,3 %	20,0 %
Vapaa kassavirta	5,5	5,6	7,7	11,1	9,0	Omavaraisuusaste	35,8 %	36,3 %	40,3 %	47,5 %	51,5 %
						Nettovelkaantumisaste	81,4 %	87,6 %	64,8 %	41,9 %	29,5 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,6	1,3	1,4	1,4	1,3						
EV/EBITDA (oik.)	17,4	11,8	7,9	7,8	6,9						
EV/EBIT (oik.)	21,2	20,4	11,8	10,3	9,2						
P/E (oik.)	26,7	36,3	15,5	13,2	11,7						
P/B	6,4	2,8	2,8	2,8	2,5						
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,4 %	3,9 %	4,0 %	4,3 %						

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 (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26/03/2021	Lisää	8,50 €	7,42 €
12/05/2021	Lisää	11,00 €	10,15 €
26/08/2021	Lisää	13,00 €	11,48 €
20/09/2021	Osta	13,00 €	10,50 €
11/11/2021	Lisää	12,50 €	11,63 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
13/01/2022	Lisää	11,50 €	10,44 €
10/03/2022	Lisää	8,00 €	7,14 €
11/05/2022	Vähennä	7,00 €	6,68 €
26/08/2022	Vähennä	5,00 €	5,42 €
11/10/2022	Lisää	4,40 €	3,93 €
14/11/2022	Lisää	5,80 €	5,27 €
09/03/2023	Lisää	5,60 €	5,05 €
18/05/2023	Lisää	5,60 €	4,99 €
25/08/2023	Lisää	5,40 €	4,64 €
08/11/2023	Osta	6,00 €	4,95 €
06/03/2024	Lisää	7,00 €	6,39 €
22/43/2024	Lisää	7,00 €	6,26 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, 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.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**