

Fiskars

Laaja raportti

14.3.2023 18:30



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tulos rakenteellisella kasvutrendillä

Fiskars on mielestämme saanut valmiiksi pitkän muutoksensa puhtaaksi kuluttajatuote-yhtiöksi ja sen kannattavuus on jo nyt rakenteellisesti historiallisia tasoja parempi. Uskomme nykyisen strategian tukevan kasvua ja kannattavuuden parantumista 2024-25, mutta tämä vuosi jää ohjeistuksen mukaisesti viime vuotta heikommaksi. Näemme tuotto-odotuksen kohtuullisen hyvänä ja toistamme lisää-suosituksen sekä 18,0 euron tavoitehinnan.

Fiskarsilla on laaja brändivalikoima kuluttajatuotteita ja lähes globaali maantieteellinen peitto

Fiskars on laajan ja arvostetun brändisalkun omaava kuluttajatuote-yhtiö, jonka tuotteet keskittyvät kotiin, puutarhaan ja ulkoiluun. Nykymuotoinen Fiskars on muodostunut sen historiallisen pääbrändin, Fiskarsin, lisäksi usean yrityskaupan myötä, jotka ovat vieneet yhtiön uusille maantieteellisille alueille ja tuotekategorioidiin. Konsernin brändiportfolioon kuuluvia brändejä ovat mm. Fiskars, Iittala, Royal Copenhagen, Gerber, Wedgwood ja Waterford. Fiskars on globaali toimija, joskin pääpaino liikevaihdosta (~85 %) tulee USA:sta ja Euroopasta. Fiskarsin tuotteita on saatavilla yli 100 maassa ja sillä on toimintoja yli 30 maassa.

Yhtiön tulostaso on mielestämme parantunut rakenteellisesti viime vuosina ja potentiaalia parempaan on yhä

Fiskars on viimeisen 15 vuoden aikana tehnyt muutoksen jokseenkin sekavasta holdingyhtiöstä selkeäksi kuluttajatuotekokonaisuudeksi. Uskomme, että yhtiö on jo tällä hetkellä rakenteellisesti paremmassa tulokunnossa kuin ennen koronapandemiaa. Tätä kuvaa esim. tälle vuodelle varsin vaikeassa markkinatilanteessa ennustamamme 135 MEUR:n oikaistu liikevoitto, kun ennen korona-aikaa taso oli keskimäärin vajaat 100 MEUR. Yhtiö on myös nykyisen johdon kaudella eli viimeisen kahden vuoden aikana suuntautunut selvästi selkeämmin kasvuun, mutta pyrkii samaan aikaan parantamaan kannattavuutta edelleen. Näemmekin nykyisen johdon toimet ja strategian hyvinä, joiden avulla uskomme Fiskarsin pystyvän parantamaan tulostaan tulevina vuosina ja tekemään jo 2024 uuden ennätystuloksen. Emme kuitenkaan usko yhtiön saavuttavan tavoittelemansa 15 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuonna 2025.

Fiskars ohjeistaa vertailukelpoisen liikevoiton laskevan hieman viime vuodesta

Fiskars ohjeistaa tämän vuoden vertailukelpoisen liikevoiton olevan hieman alle vuoden 2022 tason (151 MEUR). Jos tämän oletetaan tarkoittavan esim. 0-10 %:n laskua, edellyttäisi se noin 135-150 MEUR:n tulosta (Inderes: 135 MEUR). Fiskars ei ohjeista liikevaihtoa, mutta kertoi oletavansa sen laskevan tänä vuonna, kun asiakkaat jatkavat varastojen purkua, kuluttajakysyntä on heikompaa ja myös heikentynyt USD iskee raportoituihin lukuihin. Osittain jo viime vuoden ja myös tämän vuoden lukuja vielä alkuvuoden osalta painaa korona-ajan vahvasta kysynnästä palautuminen, joka näkyy etenkin Terra-segmentissä. Teimme tässä raportissa vain kosmeettisia ennustemuutoksia, jotka nostivat osakekohtaisia tulosennusteita 1-2 %.

Näemme edelleen positiivisen muutostarinan Fiskarsissa, joka tarjoaa kohtuullisen tuotto-odotuksen

Uskomme, että yhtiön nykyjohdon vuonna 2021 käynnistämä strategia tulee 2024-25 tukemaan liikevaihdon kasvua ja kannattavuuden parantumista ennätystasolle. Tulospohjainen arvostus (EV/EBIT: 11x ja oikaistu P/E: 14x) vuodelle 2023 on hyväksyttävien kertoimien yläpäässä, mutta tuloskasvu 2024 alkaen ja noin 5 % osinkotuotto nostaa mielestämme osakkeen tuotto-odotuksen riittävälle tasolle.

Suositus

Lisää

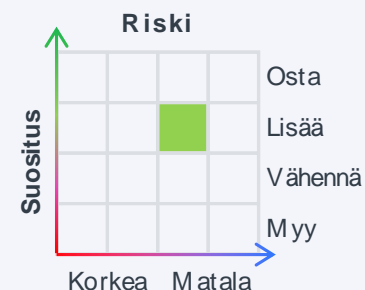
(aik. Lisää)

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

16,62



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1248	1187	1260	1300
kasvu-%	0 %	-5 %	6 %	3 %
EBIT oik.	151,0	135,4	157,3	169,5
EBIT-% oik.	12,1 %	11,4 %	12,5 %	13,0 %
Nettotulos	98,2	91,8	115,5	123,6
EPS (oik.)	1,42	1,20	1,43	1,53
P/E (oik.)	10,8	13,9	11,6	10,9
P/B	1,5	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	5,2 %	4,8 %	4,9 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	10,4	11,4	9,5	8,4
EV/EBITDA	8,1	8,1	6,8	6,1
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,2	1,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

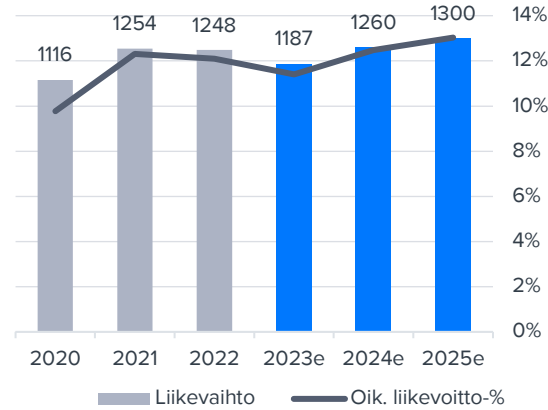
Fiskars odottaa vertailukelpoisen EBITin olevan hieman alle vuoden 2022 tason (2022: 151 MEUR).

Osakekurssi



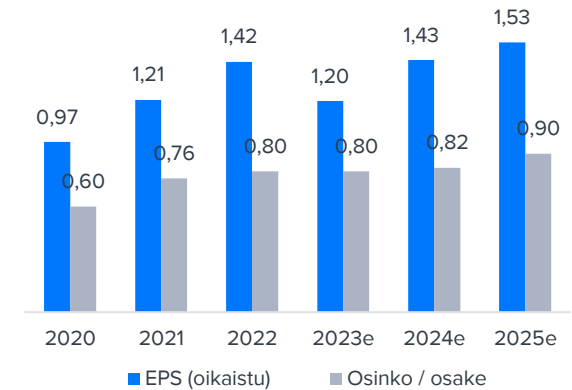
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Maailmantalouden ja kuluttajaluottamuksen heikkeneminen
- Kaupan alan nopea siirtyminen digitaalisiin kanaviin ja kasvava hintakilpailu
- Brändiportfolion monimutkaisuus

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	16,6	16,6	16,6
Osakemäärä, milj. kpl	80,7	80,7	80,7
Markkina-arvo	1341	1341	1341
Yritysarvo (EV)	1546	1489	1430
P/E (oik.)	13,9	11,6	10,9
P/E	14,6	11,6	10,9
P/Kassavirta	6,6	10,3	10,0
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,1	6,8	6,1
EV/EBIT (oik.)	11,4	9,5	8,4
Osinko/tulos (%)	70,4 %	57,3 %	58,8 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-17
Sijoitus- ja riskiprofiili	18-19
Toimiala ja kilpailijat	20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	21-25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	26-29
Ennusteet	30-33
Arvonmääritys	34-36
Taulukot	37-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Fiskars lyhyesti

Fiskars on suomalainen kuluttajatuoteyhtiö, jonka visio on vaikuttaa positiivisella ja kestäväällä tavalla ihmisten elämään. Yhtiön päätuoteryhmät liittyvät kotiin, askarteluun, puutarhanhoitoon, ulkoiluun, ruoanlaittoon, sisustamiseen ja kattamiseen ja tuotteita myydään yli 100 maassa. Fiskars palvelee ihmisiä ympäri maailmaa brändiportfolioilla, johon kuuluu kansainvälisesti tunnettuja brändejä kuten Fiskars, Gerber, Iittala, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood.

1649

Perustamisvuosi

1915

Listautuminen

1248 MEUR (+2 % vertailukelpoisesti vs. 2021)

Liikevaihto 2022

151 MEUR (marginaali 12,1%)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2022

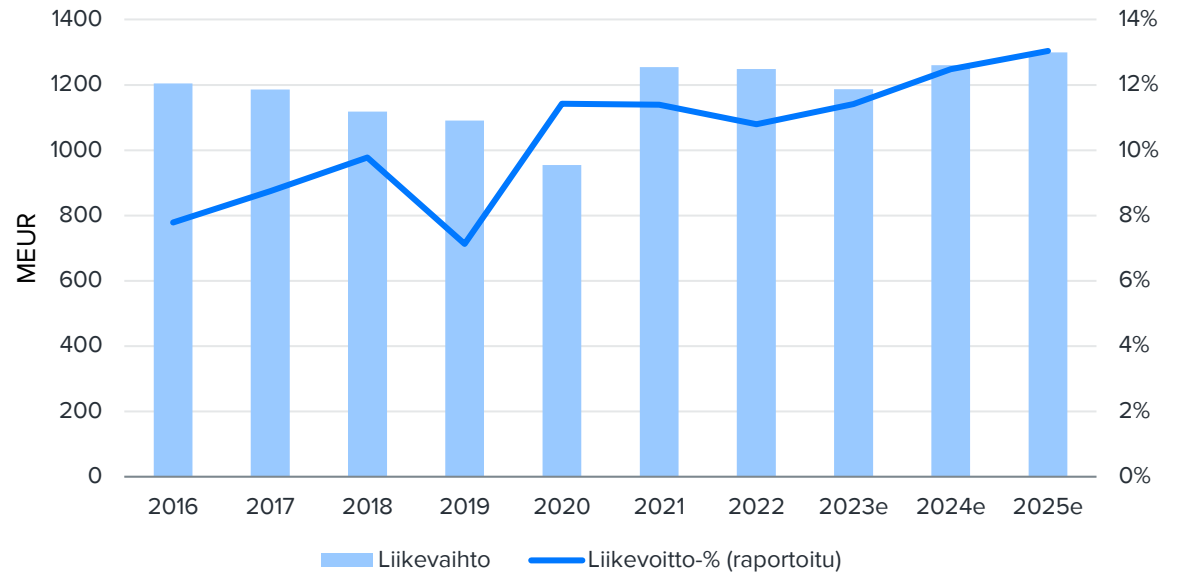
17 %

Liikevaihdon osuus Eurooppaan ja Amerikan ulkopuolella

6273

Henkilöstö (FTE) keskimäärin 2022

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/12

Fiskars lyhyesti

Fiskars on Suomen vanhin yritys ja se on perustettu vuonna 1649. Yhtiö palvelee ihmisiä ympäri maailmaa brändiportfoliolla, johon kuuluu tunnettuja brändejä kuten Fiskars, Gerber, Iittala, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood. Yhtiö rakentaa ikonista lifestyle-brändien perhettä ja Fiskarsin visio on vaikuttaa positiivisella ja kestäväällä tavalla ihmisten elämään.

Fiskarsilla on toimintoja noin 30 eri maassa ja sen tuotteita on saatavilla yli 100 maassa. Yhtiön suurimmat markkina-alueet ovat Eurooppa (48 % liikevaihdosta) ja Pohjois-Amerikka (35 % liikevaihdosta). Fiskarsilla oli 2022 lopussa noin 350 omaa myymälää, joista suurin osa sijaitsee Aasian ja Tyynenmeren alueella. Suurin osa myymälöistä (68 %) on partnerien pyörittämiä shop-in-shopeja ja loput ovat outlet-myymlöitä (19 %) tai tavallisia liikkeitä (12 %).

Kolme liiketoimintayksikköä

Yhtiö on vuoden 2020 alusta lähtien koostunut kolmesta liiketoimintayksiköstä, Terra, Vita ja Crea, joilla on yhteinen toimitusketju ja tukitoiminnot. Konsernin Muut-liiketoiminta sisältää konsernin sijoitukset, kiinteistöyksikön ja konsernitoiminnot.

Terra (41 % liikevaihdosta) tarjoaa välineitä ja työkaluja puutarhaan ja ulkoiluun. Segmentin keihäänkärki-brändit ovat Fiskars ja Gerber. Terran myynti painottuu kausiluonteisesti vuoden ensimmäiselle puoliskolle. Segmentin tuotteita myydään lähes yksinomaan kolmansien

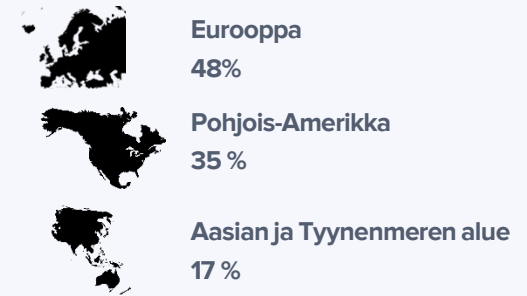
osapuolten myymälöissä.

Vita (45 % liikevaihdosta) koostuu konsernin premium- kattaus-, lasi-, ja sisustuskategorioista. Iittala, Royal Copenhagen, Waterford, Wedgwood - brändit toimivat segmentin keihäänkärkenä. Segmentin tuotteille joulusesonki on erittäin tärkeä, minkä vuoksi sen liikevaihto ja -voitto painottuvat vuoden viimeiselle neljännekselle.

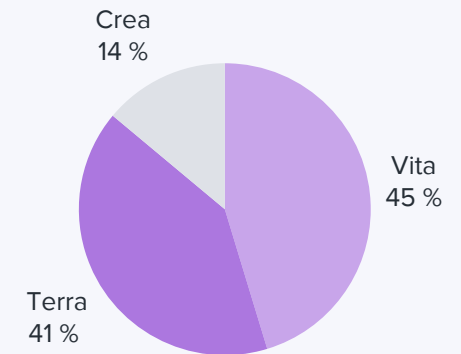
Creaan (14 % liikevaihdosta) kuuluvat Fiskarsin ruuanlaitto-, askartelu- ja saksikategoriat. Segmentin pääbrändi on Fiskars. Crea on konsernin pienin segmentti liikevaihdolla mitattuna, mutta kannattavin ja vastasikin 23 %:sta vuoden 2022 oikaistusta liikevoitosta.

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

Liikevaihdon jakauma 2022



Fiskarsin liikevaihto segmenteittäin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/12

Perinteinen tukkumalli edelleen pääjakelukanava

Fiskars on historiallisesti ollut perinteinen tukkutoimittaja eli se on myynyt tuotteitaan vähittäiskauppoihin, jotka ovat hoitaneet tuotteiden myynnin kuluttajille. Tämä on edelleen noin 80 %:a Fiskarsin liikevaihdosta. Siitä kuitenkin vajaa 10 %-yksikköä menee ulkopuolisille verkkokaupoille ja koko verkkokaupan osuus on noin 15 % liikevaihdosta. Tukkumyyntiä kutsutaan myös termillä epäsuora myynti.

Yrityskauppojen mukana yhtiöön on tullut myös suoraa kuluttajamyyniä (alun perin omia myymälöitä, nykyisin myös verkkokauppa) lähinnä Vita-segmentin isoilla brändeillä. Terra- ja Crea-segmenteissä tukkumyynti tuo yli 90 % liikevaihdosta, kun taas Vitan suora kuluttajamyyni oli jo yli 40 % liikevaihdosta vuonna 2022. Konsernitason omat kaupat tuovat 14 % liikevaihdosta ja oma verkkokauppa 6 %, joten suora kuluttajamyyni tuo yhteensä yli 20 %.

Yhtiön strategisena tavoitteena on lisätä suoraa kuluttajamyyniä, mutta myös tehdä aktiivisempaa yhteistyötä asiakkaiden kanssa tukkumyynnissä (kaupallinen erinomaisuus). Näistä lisää strategiaosuudessa.

Omat myymälät painottuvat Aasiaan

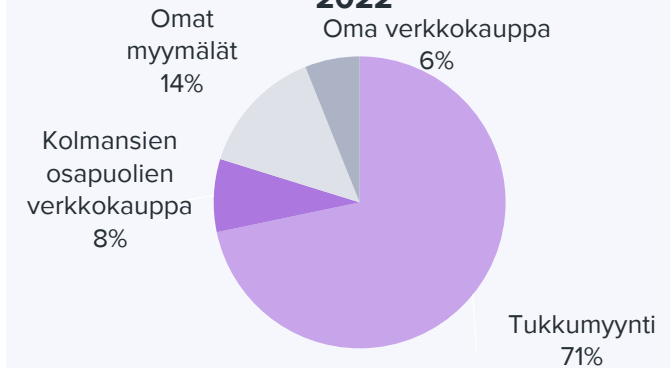
Fiskarsilla oli vuoden 2022 lopussa noin 350 myymälää tai shop-in-shopia. Valtaosa näistä oli pienempiä shop-in-shopeja, joita pyörittävät Fiskarsin kumppanit. Loput ovat outlet-myymälöitä ja ”tavallisia” myymälöitä (ks. jakauma oikealla),

jotka ovat Fiskarsin omaa liiketoimintaa.

Maantieteellisesti myymälät painottuvat Aasiaan, jossa on noin 2/3 myymälöistä. Aasian markkinat ovat brändivetoisia ja toisaalta siellä Fiskarsilla ei ole samanlaista historiaa tukkumyyninä kuin Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa, joten tämä on mielestämme luonnollista. Fiskarsilla on Aasiassa myymälöitä mm. Iitala, Royal Copenhagen ja Wedgwood -brändien alla. Fiskarsin muut myymälät sijaitsevat pääosin Euroopassa, jossa sillä on lähinnä Iitalan ja Royal Copenhagenin myymälöitä. Amerikassa on vain yksi myymälä tällä hetkellä ja siellä myymälät ovat olleet lähinnä entisiä WWRD:n brändejä eli esim. Waterford ja Wedgwood, joita yhtiö on vähentänyt.

Vaikka suoran kuluttajamyynnin ja omien myymälöiden myynnin kasvattaminen on Fiskarsin tavoitteena, on konsernin omien myymälöiden määrä laskenut viime vuosina. Tämä johtuu heikompien kauppojen ja/tai kauppakonseptien sulkemisista. Luonnollisesti myös koronapandemia toi omat haasteensa viime vuosina kivijalkakaupoille. Myymälämäärän pienentymisestä huolimatta kokonaisynti omissa kaupoissa on ollut nousevalla trendillä, jonka perusteella niiden tehokkuus on kasvanut selvästi. Pidemmän päälle kasvava suora kuluttajamyyni vaatii mielestämme myös myymäläverkoston kasvattamista. Verkkokaupan kasvulla voidaan myös kasvattaa yhtiön omaa kuluttajamyyniä.

Liikevaihto myyntikanavan mukaan, 2022



Myymälät tyypeittäin (~350 kpl 2022 lopussa)



Omat myymälät 12 %



Outlet-myymälät 19 %



Kumppanien kaupat (shop-in-shop) 68 %

Myymälöiden maantieteellinen jakauma



Aasian ja Tyynenmeren alue
68 %



Eurooppa, Lähi-Itä ja Afrikka
32 %



Pohjois-Amerikka
< 1 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/12 – segmenttien yleiskuvaus

Liiketoiminta-alue (osuus
2022 liikevaihdosta)

Tärkeimmät tuotekategoriat ja brändit

Päämarkkinat

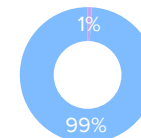
Jakelukanavat

Terra (41 %)



- Puutarhanhoitotuotteet (Fiskars) 75 %
- Ulkoilu (Gerber) 21 %
- Kastelu 4 % (tästä arviomme mukaan noin puolet on divestoituja Nelson ja Gilmour-brändejä*, loput Fiskarsia)

- USA (~50 %)
- Pohjois- ja Keski-Eurooppa (44 %)



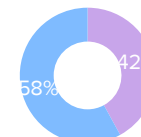
■ Suora kuluttajamyynä ■ Epäsuora

Vita (45 %)



- Kattaus 64 %
- Lasiset astiat 18 %
- Sisustus 18 %

- Eurooppa (51 %), etenkin Pohjois-Eurooppa ja Iso-Britannia
- Amerikat (16 %), etenkin USA
- Aasia-Tyynimeri 34 % (etenkin Kiina ja Japani)



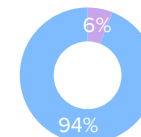
■ Suora kuluttajamyynä ■ Epäsuora

Crea (14 %)



- Sakset 47 %
- Ruoanlaitto 35 %
- Askartelu 17 %

- USA (~50 %)
- Pohjois- ja Keski-Eurooppa (50 %)



■ Suora kuluttajamyynä ■ Epäsuora

Muut (>1 %)



- Konsernihallinto
- Fiskarsin ruukki, kiinteistöt sekä maa- ja metsäomaisuus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/12 - Fiskarsin pääbrändit*

Brändi	% liikevaihdosta	Kuvaus	Perustettu	Osaksi Fiskarsia	Segmentti
FISKARS	43 % ¹ (~540 MEUR)	Tuotteet puutarhanhoitoon, ruoanlaittoon ja askarteluun	1649	1649	Crea & Terra
 ROYAL COPENHAGEN <small>ESTABLISHED IN 1775</small>	10 % ¹ (~120 MEUR)	Korkealaatuisia tanskalaisia posliinituotteita: sisustus ja kattaminen	1775	2013	Vita
 WEDGWOOD <small>ENGLAND 1759</small>	8 % ¹ (~110 MEUR)	Posliinisia ruoka- ja teeastioita sekä koriste-esineitä	1759	2015	Vita
 GERBER	8 % ¹ (~110 MEUR)	Veitset, monitoimityökalut ja ongelmanratkaisutuotteet	1939	1986	Terra
 Iittala	8 % ¹ (~100 MEUR)	Pohjoismaista muotoilua: sisustus, kattaminen, lahjatavarat	1881	2007	Vita
WATERFORD	6 % ¹ (~80 MEUR)	Irlantilaista kristallia: sisustus, kattaminen, lahjat	1783	2015	Vita
 MOOMIN <small>ARABIA</small>	3 % ¹ (~40 MEUR)	Strateginen yhteistyö Rights & Brandsin kanssa (Muumi-brändin haltija)	2016	2016	Vita
ROYAL DOULTON <small>LONDON 1815</small>	~ 2 % ²	Englantilainen kattamis- ja sisustusbrändi	1815	2015	Vita
 Rörstrand	< 2 % ²	Ruotsalainen astiasarjabrändi, Euroopan 2. vanhin posliinituotemerkki	1726	2007	Vita
ARABIA 1873	< 2 % ²	Suomalainen astiasarjabrändi	1873	2007	Vita
ROYAL ALBERT <small>ENGLAND 1904</small>	< 2 % ²	Englantilainen lahjatavarabrändi: kukikkaiset teeastiat	1896	2015	Vita
 ROGASKA	< 2 % ²	Korkealaatuista slovenialaista kristallia, lahjatavarat, sisustaminen, juomalasit	1665	2015	Vita
HACKMAN [®]	< 2 % ²	Ruokailuvälineet (keitto- ja paistiasiastiat siirretty Fiskars-brändin alle)	1789	2007	Crea

*Lista ei sisällä kaikkia Fiskarsin omistamia brändejä Lähde: 1) Raportoituja lukuja vuodelta 2022 2) Inderesin arvio liikevaihdon kokoluokasta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/12 - Terra-segmentti

Välineitä ja työkaluja kotiin, puutarhaan ja ulkoiluun

Terra-segmentti tarjoaa työkaluja kotiin ja puutarhaan sekä ulkoiluun. Segmentin pääbrändejä ovat Fiskars ja Gerber. Liikevaihto vuodelta 2022 oli 507 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 48 MEUR (marginaali 9,5 %).

Terra-segmentin tuotekategoriosta suurin on Puutarhanhoito (75 % liikevaihdosta 2022). Siihen kuuluvat mm. Fiskars-brändin haravat, kirveet tms. Ulkoilu-kategoria (21 % liikevaihdosta 2022) koostuu Gerberin tuotteista, kuten erikoisveitsistä ja monitoimityökaluista. Kastelu-kategoria (4 % liikevaihdosta 2022) sisältää Fiskars-brändin vesiletkuja ja sumuttimia. Kategoria pienei huomattavasti, kun yhtiö myi Nelson- ja Gilmour-brändien liiketoiminnan vuoden 2022 alussa (joka oli pääosin Pohjois-Amerikassa). Nämä brändit toivat vielä 2022 alussa hieman liikevaihtoa, arviomme mukaan noin puolet kastelukategorian 2022 liikevaihdosta, joka ei enää 2023 jatku.

Fiskars ja Gerber ovat segmentin keihäänkärjet

Fiskars on Terra-segmentin (ja koko konsernin) suurin brändi. Fiskars-brändin tuotteita löytyy lähes kaikista Terra-segmentin tuotekategoriosta. Fiskarsin tunnettuja puutarhatuotteita ovat mm. kirveet, haravat, lapiot, pensasleikkurit ja sahat. Fiskarsin tuotteita on myös myynnissä useimmissa konsernin toimintamaissa ja brändi on Yhdysvalloissa suurin puutarhanhoitoon keskittyvä brändi.

Gerber on yhdysvaltalainen ulkoilubrändi, joka on tunnettu monitoimityökaluista ja veitsistä, joita käytetään esim. retkeilyssä, vaeltamisessa,

metsästyksessä ja kalastuksessa. Gerberillä on valikoimissa myös erilaisia retkikirveitä, kenttälapioita ja muita tuotteita, joita esim. Yhdysvaltain armeija käyttää. Gerber on vahva Pohjois-Amerikassa, mutta muualla maailmassa se ei ole kovinkaan iso. Gerber on viime vuosina alkanut tavoitella tuoteportfolion laajentamista uusiin kategorioihin ja olemaan enemmän outdoor-brändi kuin pelkkä veitsi/armeijajhenkinen brändi.

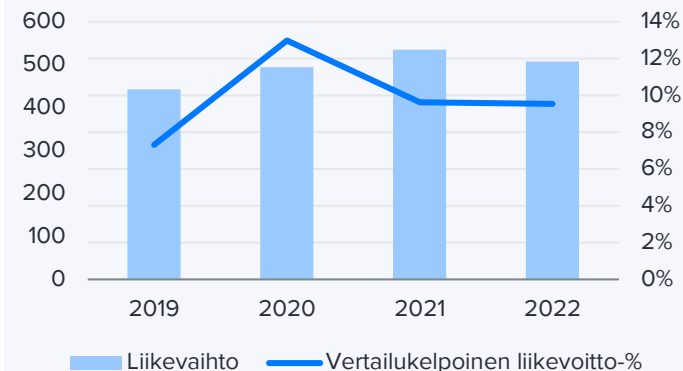
Jakelu käytännössä täysin kolmansilla osapuolilla

Terran tuotteita myydään mm. rautakaupoissa, rakentamiseen erikoistuneissa kaupoissa tai puutarhakaupoissa. Pohjois-Amerikassa suuret vähittäiskaupan toimijat mm. Home Depot ja Walmart myyvät tuotteita omissa myymälöissään ja verkkokaupoissa. Jakelukanavat ovat pääosin tee se itse -myymälöitä ja erilaisia puutarhakeskuksia. Laajan kolmansien osapuolten jakeluverkoston takia ainoastaan 1 % segmentin myynnistä on suoraa kuluttajamyyntiä. Uskomme Terrankin tuotteissa olevan potentiaalia sekä Fiskarsin omissa myymälöissä että verkkokaupassa. Esim. kilpailija Gardenalla oli jo vuonna 2021 noin 25 % myynnistä verkkokauppaa.

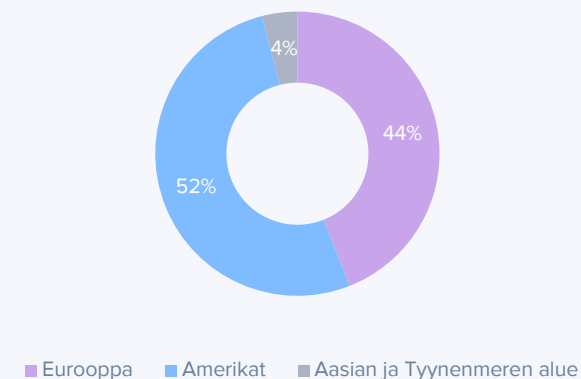
Kausiluonteisesti vahva paino H1:llä

Terran myynti ja tulos ovat vahvasti painottuneet vuoden ensimmäiselle puoliskolle tuotteiden painottuessa kevät/kesäsesonkiin. Viime vuonna noin 54 % segmentin liikevaihdosta ja peräti 68 % vertailukelpoisesta liikevoitosta tehtiin H1:llä. Koska sesongin kysyntä on jossain määrin sääriippuvaista, sääolosuhteilla on selvä vaikutus Terran tuotteiden vuosittaiseen myyntiin.

Terra-segmentin liikevaihto ja kannattavuus



Liikevaihdon (507 MEUR) maantieteellinen jakauma, 2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/12 - Vita-segmentti

Premium- ja luksustuotteita kattamiseen, lahjatavarihin ja sisustamiseen

Vita-segmentti tarjoaa premium- ja luksustuotteita kattamiseen, lahjatavarihin ja sisustamiseen. Segmentin liikevaihto vuonna 2022 oli 564 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 86 MEUR (marginaali 15,2 %). Noin 70 % Fiskars-konsernin henkilöstöstä on työskentelee Vita-segmentissä. Korkeaa henkilöstömäärää selittää se, että yhtiöllä on runsaasti käsityötä vaativia omia tehtaita (lasin puhallus, posliinin maalaus jne.) sekä useita omien brändien myymälöitä, joiden työntekijät ovat Fiskarsin palkkalistoilla.

Segmentti on muotoutunut kolmesta yritysostosta: litala vuonna 2007, Royal Copenhagen 2013 ja WWRD 2015. Seuraavalla sivulla on kuvailtu kohteita kaupantekohetkellä ja niiden sisältämiä brändejä. Arviomme mukaan näistä Royal Copenhagen oli selvästi onnistunut osto ja brändi on kasvanut Fiskarsin omistuksessa hyvin. litalan suhteen kehitys on ollut keskinkertaista ja WWRD oli yritysostona mielestämme selkeää epäonnistuminen. Tämä johtui siitä, että yhtiön liikevaihto Fiskarsin ostaessa sen suuntautui vahvasti laskeviin myyntikanaviin kuten tavarataloihin ja alennusvetoiseen myyntiin. Tämän seurauksena Fiskars joutui karsimaan rajusti yhtiön brändien myyntiä ja sen seurauksena tekemään kululeikkauksia ennen kuin kannattavuus alkoi elpyä. Tämä näkyikin toisaalta liikevaihdon laskuna 2020 asti, mutta isona kannattavuusparannuksena 2021.

Nykyisin English & Crystal –nimellä kulkeva brändikokonaisuus (entinen WWRD) tekee jo

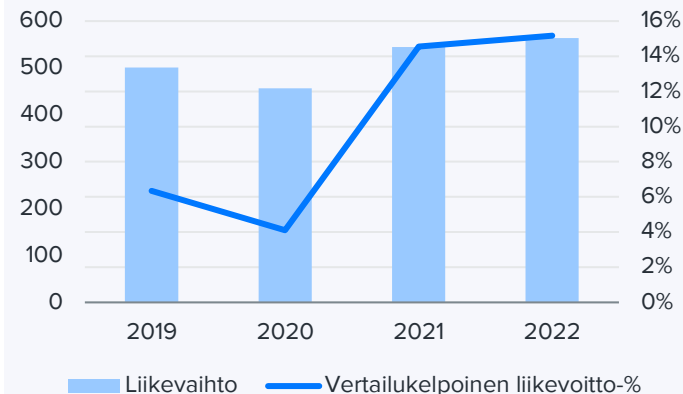
arviomme mukaan kohtuullista tulosta ja etenkin Wedgwood-brändi on kehittynyt hyvin. Muut brändit (Waterford, Royal Doulton, Royal Albert) ovat kuitenkin edelleen Fiskarsilla turnaround-kategoriassa eli konsernin liikevoittomarginaalia heikentäviä. WWRD-brändien myynti on arviomme mukaan viime vuosien positiivisesta kehityksestä huolimatta alle 300 MEUR, kun se Fiskarsin ostaessa oli 400 MEUR. Nykyiseen tulostasoon nähden Fiskarsin maksama 400 MEUR oli mielestämme liikaa. Kauppa on kuitenkin tehty edellisen johdon toimesta ja brändit ja tuotteet sinällään ovat käsittääksemme kelvollisessa kunnossa.

Tuotekategoriat

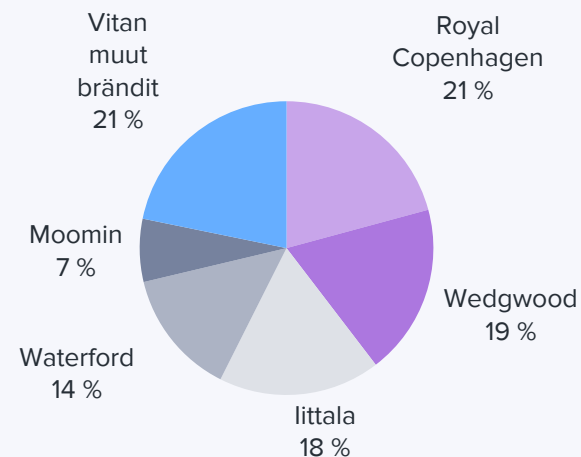
Vita-segmentin suurin tuotekategoria on Ruokailuastiat, joka tuo arviomme mukaan noin 65 % segmentin 2022 liikevaihdosta. Lähes kaikilta segmentin brändeiltä löytyy ruokailuastioita. Segmentin muut kategoriat ovat Sisustus ja Juoma-astiat, jotka molemmat loivat noin 18 % segmentin liikevaihdosta vuonna 2022. Tuoteportfoliossa on hintakategorialtaan tuotteita/brändejä arkisen matalasta hintatasosta selkeisiin luksustuotteisiin (Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood -brändit).

Yhtiön pyrkimyksenä on viedä Vitan brändejä kattamaan enemmän koko kodin ja sisustamisen kategorioita (esim. pyyhkeet, lakanat, peitot tms.), eikä vain nykyisin vahvaa astia-kategoriaa. Tästä ei vielä ole juurikaan kokemuksia tai näyttöjä, mutta uskomme, että neljästä pääbrändistä ainakin joku voisi hyvin tämänkaltaisessa brändin laajentumisessa onnistua.

Vita-segmentin liikevaihto ja kannattavuus



Vitan liikevaihto brändeittäin



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/12 - Vita-segmentti on muodostunut yrityskaupoista

Iittala Group (2007)

Tilanne ostohetkellä

- Brändiportfolio: Iittala, Arabia, Hackman, Rörstrand, Höganäs Keramik, BodaNova ja Hoyang-Polaris
- Yrityskaupan velaton arvo 230 MEUR
- Liikevaihto 190 MEUR (EV/S 1,2x)
- Liikevoitto 17 MEUR (EV/EBIT 14x)
- Työntekijöitä 1350
- Iittala-myymöitä yhteensä 30 kpl, Suomessa 7 kpl
- Yhteensä yli 50 erikokoista shop-in-shopia Euroopassa ja Japanissa
- Tuotantolaitokset: Suomi (Helsinki, Nuutajärvi, Iittala, Sorsakoski, Vähäkyrö), Ruotsi (Högnäs) ja Norja (Moss)
- Myyjä: pääomasijoittaja ABN AMRO Capital

Royal Copenhagen (2013)

Tilanne ostohetkellä

- Brändiportfolio: Royal Copenhagen
- Yrityskaupan velaton arvo 66 MEUR
- Liikevaihto 66 MEUR (EV/S 1,0x)
- Liikevoitto 5 MEUR (EV/EBIT 13x)
- Työntekijöitä 650
- Myymälöitä ja outlet- myymälöitä 12 kpl (Tanska, Japani ja Korea)
- Yhteensä 117 shop-in-shopia (Tanska, Aasia, Saksa ja USA)
- Tuotantolaitokset: Tanska ja Thaimaa
- Myyjä: pääomasijoittaja Axcel

WWRD (2015)

Tilanne ostohetkellä

- Brändiportfolio: Waterford, Wedgwood, Royal Doulton, Royal Albert ja Rogaska
- Yrityskaupan velaton arvo 406 MEUR
- Liikevaihto 402 MEUR (EV/S 1,0x)
- Liikevoitto 31 MEUR (EV/EBIT 13x)
- Työntekijöitä 3800
- Myymälöitä 226 kpl, joista WWRD omistaa 76 kpl, loput 150 kpl shop-in-shopeja
- Tuotantolaitokset: Englanti, Irlanti, Slovenia ja Indonesia
- Myyjä: pääomasijoittaja KPS Capital Partners



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/12 - Vita-segmentti

Tukkukauppa suurin myyntikanava

Vita-segmentin liikevaihdosta vajaa 60 % tulee tukkukaupasta, minkä kautta tuotteet löytävät tiensä mm. suuriin tavarataloihin (mm. Macy's, Bloomingdale's Yhdysvalloissa, Stockmann Suomessa tai Harrods Englannissa). Vita-segmentin tuotteet ovat usein myynnissä tasokkaissa kanavissa, sillä tuotteet edustavat laadultaan ja hinnoittelultaan premium- ja/tai luksustasoa.

Merkittävä osa mynnistä omissa kanavissa

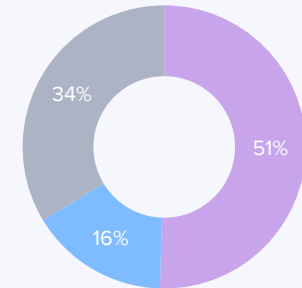
Vita-segmentin liikevaihdosta yli 40 % tulee yhtiön omien suorien kanavien kautta, joihin kuuluvat omat myymälät, shop-in-shopit, outletit ja oma verkkokauppa. Neljällä pääbrändillä osuus on jonkin verran suurempi, sillä omia myymälöitä on vain niillä. Nämä ovat tärkeitä kanavia brändimielikuvan kehittämiseksi ja niissä voidaan asiantuntevan palvelun lisäksi mm. tutustuttaa kuluttajia konsernin muihin brändeihin ja luoda uusia kasvumahdollisuuksia. Omat myymälät pääsääntöisesti nostavat suhteellista bruttokatetta, sillä tukkukaupan katteen lisäksi yhtiöön jää myös vähittäiskaupan kate. Omilla myymälöillä on kuitenkin tapana kasvattaa selvästi yhtiön suhteellisia myynti- ja markkinointikuluja, mikä on näkynyt konsernin kulurakenteessa littala-, Royal Copenhagen- ja WWRD-yrityskauppojen jälkeen.

Kausiluonteisesti vahva paino H2:lla

Vita-segmentin liikevaihto ja tulos ovat painottuneet vuoden jälkimmäiselle puoliskolle.

Kun tarkkaillaan vuosien 2021-2022 toteutuneita lukuja, noin 58 % segmentin liikevaihdosta syntyi H2:lla ja vertailukelpoisesta liikevoitosta 71 % toteutui H2:lla. Q4 ja varsinkin joulumyynti on segmentille erittäin tärkeä, sillä näitä tuotteita ostetaan usein lahjaksi. Vita-segmentti on historiallisesti ollut H1:llä tappiollinen tai nollassa, mutta tulostason yleisesti noustessa, sen on onnistunut tehdä positiivista tulosta myös H1:llä 2021-22.

Liikevaihdon (564 MEUR) maantieteellinen jakauma 2022



■ Eurooppa ■ Amerikat ■ Aasian ja Tyynenmeren alue

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/12 - Crea-segmentti

Ikonisia saksia ja luovuutta tukevia tuotteita

Crea-segmentin alle kuuluvat Fiskars-konsernin askartelu, ruuanlaitto- ja saksikategoriat. Segmentin suurin brändi on Fiskars ja sen tarjoamia tuotteita ovat esimerkiksi Fiskarsin klassiset oranssikalvat saksit, paperileikkurit, keittiötyövälineet, keitto- ja paistoastiat sekä veitset. Crea pitää sisällään myös useita pieniä paikallisbrändejä.

Crealla ei ole omia myymälöitä, mutta joitain Crea-segmentin tuotteita (esim. ruuanlaittoon liittyviä ja saksia) myydään Vita-segmentin omissa myymälöissä. Crea-segmentin tuotteita myydään kuitenkin pääasiassa tukkumyyntikanavien kautta. Crea-segmentin tuotteita myydään myös konsernin omissa verkkokaupoissa ja B2B-myyntin kautta.

Crea on konsernin kolmesta pääsegmenteistä liikevaihdolla mitattuna pienin, mutta se on selvästi kannattavin. 2022 liikevaihto oli 173 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 34 MEUR (marginaali 19,8 %). Korkeaa marginaalia tukee tehokas jakelu ja brändin erittäin vahva asema mm. segmentin päämarkkinalla USA:ssa. Segmentin kausiluonteisuus on myös selvästi pienempää kuin Terra- tai Vita-segmentillä ja Crean liikevaihto kertyy melko tasaisesti läpi vuoden (pl. Back-to-school -kausi, joka on segmentille tärkeä etenkin USA:ssa ja tukee Q2-Q3-lukuja).

Fiskars on maailman suurin saksibrändi

Crea-segmentin ylivoimaisesti suurin brändi on

Fiskars, jonka tuotetarjonta sisältää mm. veitsiä, aterimia sekä keitto- ja paistiaastioita. Brändin tunnetuin tuote on kuitenkin sen oranssikalvat saksit ja saksikategoria tuo lähes puolet segmentin liikevaihdosta. Fiskarsin saksia on yhtiön mukaan myyty maailmanlaajuisesti jo yli miljardi paria, mikä tekee siitä maailman suurimman saksibrändin.

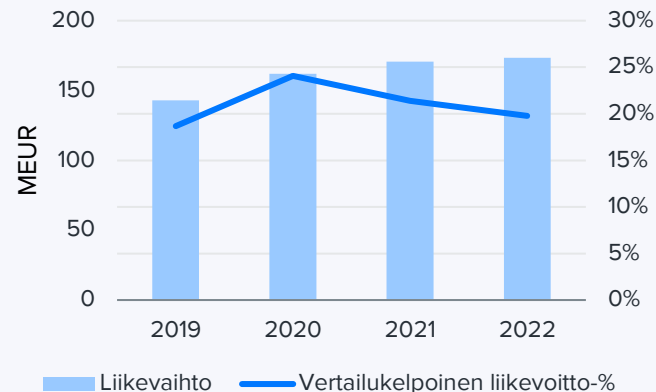
Salkku kattaa monia pieniä paikallisia brändejä

Fiskars-brändi muodostaa selvästi suurimman osan Crea-segmentin liikevaihdosta. Segmentti sisältää myös lukuisia yritysostojen kautta konserniin tulleita pieniä paikallisia brändejä, mutta näiden liikevaihto on yhteenlasketunakin konsernin kannalta vaatimaton. Koska kansainvälisillä pääbrändeillä on todettu olevan paremmat kasvunäkymät ja suhteellisesti parempi kannattavuus, on Fiskars jättänyt pienempien brändien myynti-, markkinointi- ja tuotekehitystoimenpiteet vähemmälle huomiolle. Pienempiä brändejä on myös aiemmin sulautettu Fiskars-brändiin, esim. Hackman-brändin keitto- ja paistoastiat. Pieniä brändejä käytetään taktisesti täyttämään tiettyjen jakelukanavien matalahintaisempien tuotteiden valikoimaa, joihin Fiskars ei halua viedä pääbrändiään.

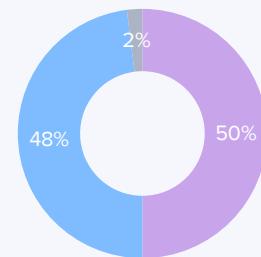
Muut-segmentti

Muut-segmentti sisältää yhtiön maa- ja kiinteistöomaisuutta. Se luo marginaalisesti liikevaihtoa (noin 4 MEUR vuodessa), mutta sisältää myös konsernin yhteiset kulut, jonka vuoksi segmentin tulos on selvästi negatiivinen (oik. liikevoitto 17 MEUR vuonna 2022).

Crea-segmentin liikevaihto ja kannattavuus



Liikevaihdon (173 MEUR) maantieteellinen jakauma 2022



■ Europa ■ Amerikat ■ Aasian ja Tyynenmeren alue

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 10/12 – Raaka-aineet ja tuotanto

Raaka-aineiden hankinta

Fiskars-konsernin tuotteissa käytetään monia eri raaka-aineita, sillä yhtiöllä on laaja kirjo erilaisia tuotekategorioita. Vita-segmentin tuotteet ovat pääosin premium-luokan lasi- tai posliiniesineitä, joiden valmistuksessa käytetään mm. hiekkaa, savea ja luuta. Esimerkiksi lasin käsittely vaatii paljon ammattitaitoa ja käsityötä, mutta on myös energiasäästävä. Rogaskan lasitehdas käyttää merkittävästi maakaasua ja litalan tehtaalla investoidaan maakaasun korvaamiseen sähköllä.

Terra- ja Crea-segmentin tuotteissa isossa roolissa ovat mm. metallit ja muovit, joita käytetään esim. saksissa, paistinpannuissa ja kirveissä. Yksittäisten raaka-aineiden osuus tuotteiden loppuhinnoista on melko pieni ja kustannusrakenteesta merkittävä osa tulee työstä. Premium-luokan design-tuotteissa myös suunnitteluun, myyntiin ja markkinointiin käytetyt panostukset muodostavat ison osan tuotteen hinnasta. Toisin sanoen niiden tuotantokustannukset ovat suhteellisen pienet myyntihintaan nähden eli bruttokate korkea. Raaka-aineita ostetaan monilla eri valuutoilla ja tuotantoa on monissa eri maissa ja valuutoissa, mikä tasaa raaka-aineiden ja valuuttojen vaihtelun riskiä hankinnan ja valmistuksen osalta.

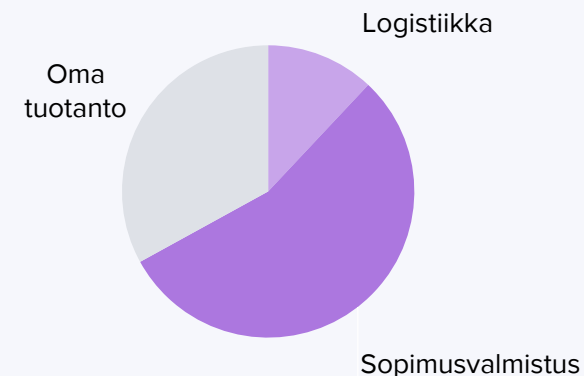
Tuotteiden valmistus enemmän ulkopuolisilla

Fiskarsin tuotteista vajaa 40 % tehdään omilla tehtailla ja loput reilut 60 % tulevat sopimusvalmistajilta. Yhtiöllä on yhteensä jokunen kymmenen avaintoimittajaa, lukuisa joukko komponentti- ja materiaalityöntekijä sekä

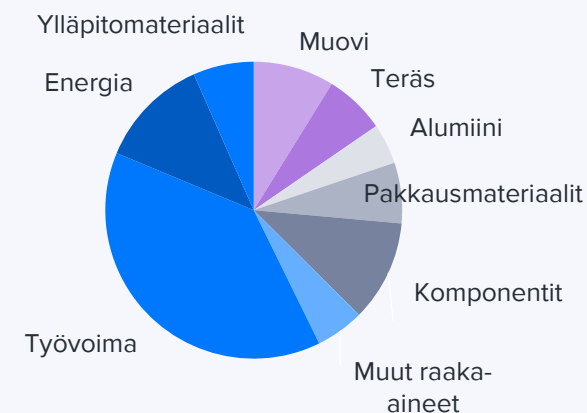
pienempien volyymien toimittajia. Jotkut sopimusvalmistajista ovat Fiskarsin pitkäaikaisia partnereita, sillä esim. yksityiskohtaisten muottien takia, valmistajia ei voi noin vain kilpailuttaa ja suhde muodostuu tämän takia syvemmäksi. Lisäksi Fiskarsin laatuvaatimukset ovat korkeat, mikä on merkittävä tekijä partnerisuhteita muodostaessa. Vita-segmentillä on kolme isoa alihankkijaa Thaimaassa, Kiinassa ja Romaniassa. Vuonna 2016 Arabian Suomen tehdas lakkautettiin ja sen tuotanto siirrettiin Thaimaahan ja Romaniaan. Kiinassa sopimusvalmistaja tekee mm. Royal Doultonin tuotteita. Fiskarsin sopimusvalmistajat Euroopassa tekevät mm. viinilasien jalkoja, betoniosia ja sähköä litalan lampuihin sekä vesiletkuja. Myös servitit ja muut keittiötekstiilit tulevat sopimusvalmistajilta.

Sopimusvalmistuksen ostot hinnoitellaan tyypillisesti USD:ssä, joka altistaa yhtiötä valuuttakurssimuutoksille. Yhtiö kuitenkin suojaa valuuttapositionaan noin vuoden eteenpäin, jolloin sillä on aikaa varautua valuuttakurssien vaihtelun tuomiin muutoksiin esim. hinnankorotuksin.

Myytyjen tavaroiden hankintamenojakauma



Oman tuotannon kustannusrakenne



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 11/12 - Fiskarsin tehtaat

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 12/12

Omistusrakenne on keskittynyt

Fiskarsin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja valtaa käyttää Ehrnroothien suku, jonka jäsenten sijoitusyhtiöt valtaavat omistajalistan kolme kärkipaikkaa ja omistavat yhteensä yli 40 %:a yhtiöstä. Lisäksi Ehrnroothien/Fromondien sekä Hartwallien suvuista löytyy useita merkittäviä henkilöomistajia. Instituutiosijoittajista Fiskarsia omistaa lähinnä kolme suurinta kotimaista eläkeyhtiötä (Varma, Ilmarinen ja Elo), kun taas sijoitusrahastoja omistajissa on vähän. Huomiota herättävä on myös hallintarekisteröidyn eli ulkomaisen omistuksen hyvin pieni osuus, vain reilut 3 %. Merkittävien pääomistajien myötä omistus on hyvin keskittynyt ja 20 suurinta omistajaa omistaa 2/3 yhtiöstä.

Pääomistajilla on kolme hallituspaikkaa, joista Paul Ehrnrooth on hallituksen puheenjohtaja. Yhtiössä on siis selkeä pääomistaja, joka on mielestämme lähtökohtaisesti hyvä asia. Muista hallituksen jäsenistä kahdella on kohtuullinen omistus Fiskarsissa (3000-4000 osaketta), kolmella ei lainkaan.

Johto on uusiutunut viime vuosina

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

CFO:na on 2021 alkaen toiminut Jussi Siitonen, joka tuli osakemarkkinoillekin tutuksi Amer Sportsin CFO:na vuosina 2010-21. Amer teki Jussin

CFO-kaudella merkittävän käänteen heikosti suoriutuvasta holding-yhtiöstä integroidummaksi ja kasvavaksi kuluttajatuotekokonaisuudeksi. Fiskarsin nykyinen strategia sisältää hyvin paljon samoja elementtejä kuin Amer Sportsin 2010 lanseeraama strategia ja näemmekin Jussin erinomaisena henkilönä Fiskarsiin toteuttamaan nykyistä strategiaa.

Ahlströmillä on noin 90 000 Fiskarsin osaketta ja Siitosella noin 70 000, joten molemmilla on merkittävät omistukset yhtiössä, joita he ovat asteittain lisänneet. Pidämme tätä erittäin hyvänä merkinä johdon sitoutumisesta ja uskosta yhtiöön.

Johtoryhmän lopuista kahdeksasta jäsenestä viisi on aloittanut yhtiössä Ahlströmin toimitusjohtajakaudella eli johdossa on ollut varsin runsas vaihtuvuus viime aikoina.

Fiskarsilla julkisti helmikuussa uuden osakepohjaisen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän. Sen piirissä on 60 henkilöä ja niissä on mittarina yhtiön osakkeen kokonaistuotto ja kumulatiivinen vertailukelpoinen EBIT sekä kiertotalouden mukaisten tuotteiden ja palveluiden edistäminen. Vahvemmin operatiiviseen suoritukseen ja esim. pääoman tuottoon tai sen komponentteihin perustuva järjestelmä olisi mielestämme parempi, mutta tietämättä eri mittarien painoa, tämäkin on mielestämme ihan hyvä. Palkitsemiseen liittyy myös vähimmäisvaatimuksia omistumäärille eli osakepalkkioita saavien työntekijöiden tulee omistaa tietty määrä osakkeita.

Suurimmat omistajat 28.2.2023

%-osuus

Viral Oy	15,7 %
Turret Oy	14,1 %
Holdix Oy	12,6 %
Sophie Von Julins Stiftelse	3,2 %
Julius Tallberg Oy	3,2 %
Gerda Gripenberg db	2,5 %
Varma	2,1 %
Ilmarinen	2,0 %
Greta Von Julin kuolinpesä	1,9 %
Albert Ehrnrooth	1,1 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

1.

Laaja ja tunnettu brändiportfolio

2.

Selkeä strategia kestävän kasvun luomiseksi ja kannattavuuden parantamiseksi

3.

Vakaa osinkoyhtiö

4.

Hyvin hajautettu liiketoiminta

5.

Vaisu historiallinen kasvu painaa arvostusta

6.

Suhteellisen vakaa ja viime vuosina parantunut kannattavuus

Potentiaali



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

Riskit



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

Sijoitusprofiili 2/2

Laaja ja tunnettu brändiportfolio hajauttaa riskiä

Fiskars on vahvojen ikonisten lifestyle-brändien perhe. Yhtiöllä on laajan kansainvälisen brändiportfolioon kautta jossain määrin luonnollinen hajautus monen eri brändin menestykseen. Tämä pienentää samalla riskiä siitä, että konserni joutuisi vaikeuksiin, jos joku yhtiön brändeistä menettäisi kilpailukykynsä tai hohtonsa. Liiketoiminnan hajautus moniin eri tuotekategorioiden (kodin sisustus, ruoanlaitto, puutarhanhoito, ulkoilu ja askartelu), yli 100 maahan ja eri jakelukanaviin tuo myös vakautta tulokuntoon ja madaltaa osakkeen riskiprofiilia. Toki esim. Fiskars-brändi ja/tai USA:n markkina ovat yhtiölle isoja ja siten ratkaisevan tärkeitä.

Vakaa osingonmaksaja

Fiskarsilla on vahva tase, vakaa tulokunto ja hyvä kassavirta. Liiketoiminta on historiallisesti ollut tasaisen kannattavaa, joskin vuoteen 2019 asti suhteellisen vaatimattomalla tasolla, ja kannattavuus on viime vuosina liikkunut parempaan suuntaan liikevaihdon kasvun, portfolio muutosten ja uudelleenjärjestelyjen ansiota. Fiskars on tunnettu omistajaystävällisestä osingonjakopolitiikasta ja uskomme yhtiön profiloituvan myös jatkossa vakaaksi osingonmaksajaksi.

Vaisu historiallinen kasvu ja uudelleenjärjestelyohjelmat heikkoutena

Fiskarsin liikevaihto on polkenut pitkälti paikoillaan, kun verrataan tämän vuoden ennustettamme vuoteen 2016, joka oli ensimmäinen vuosi nykyisellä rakenteella. Tämän

jälkeen yhtiö on tosin myynyt kastelu liiketoiminnan, joten pientä kasvua orgaanisesti on saatu, mutta ei kovin merkittävää. Kasvu on siis ollut yhtiölle jo pidemmän aikaa suuri haaste ja tuloskasvu on tullut lähinnä tehostamistoimenpiteiden kautta. Yhtiöllä on jatkuvasti ollut käynnissä erilaisia uudelleenjärjestelyohjelmia, jotka ovat painaneet raportoitua tulosta. Vaisu kasvu ja vuodesta toiseen jatkuvat uudelleenjärjestelyohjelmat ovat leimanneet yhtiön sijoitusprofiilia viime vuosikymmenellä ja osin vielä viime vuosinakin.

Positiiviset ajurit / potentiaali

Maantieteellinen laajentuminen

Fiskarsilla on monia laadukkaita brändejä, jotka ovat aliedustettuina tietyillä maantieteellisillä alueilla tai eivät ole siellä ollenkaan läsnä. Yhtiön strategiassa pyritään aiempaa enemmän hyödyntämään brändien laajentumista uusille markkinoille, mistä viime vuosina nähtyjä esimerkkejä ovat mm. Royal Copenhagenin laajentuminen Australiaan tai Wedgwoodin ja Royal Copenhagenin laajentuminen Kiinan markkinoille.

Uusiin tuotekategorioiden laajentuminen

Fiskars voi pyrkiä venyttämään brändejään uusiin tuotekategorioiden. Fiskarsilla on monien tunnettujen brändiensä kohdalla sellaisia tuotekategorioita, joissa niillä ei ole tuotteita lainkaan, mutta joihin brändi voisi suhteellisen luonnollisesti sopia.

Negatiiviset ajurit / riskit

Kaupan alan digitalisoituminen ja kuluttajien kasvavat vaatimukset

Monet kaupan alan toimijat ovat viime vuosina olleet pahoissa vaikeuksissa toimialan nopean murroksen edessä. Kuluttajat ovat alkaneet suosia aiempaa enemmän digitaalisten kanavien kautta ostamista, mikä on aiheuttanut uudenlaista painetta varastokapasiteetille, toimitusketjun hallinnalle, omien verkkokauppojen kehittämiselle ja omien myymälöiden kannattavuudelle. Samaan aikaan yritysten kilpailukenttä on muuttunut haastavammaksi ja kuluttajien vaihtoehdot ovat kasvaneet paikallisten kivijalkakauppojen piiristä täysin globaaliksi. Luonnollisesti Fiskars pyrkii myös hyödyntämään tätä trendiä omalla kuluttajamyynnillään, joten tietyssä määrin tämä avaa myös mahdollisuuksia.

Monimutkaista salkkua on haastava hallinnoida

Fiskarsille on kertynyt vuosien varrella tehtyjen yrityskauppojen kautta kymmeniä eri brändejä. Vaikka voittavat brändit tuovat valtaosan liikevaihdosta, luovat pienemmät paikalliset brändit monimutkaisuutta tuotantoon, markkinointiin, varastointiin, hallintoon jne. Yhtiö on todennut laittavansa suurimmat panostukset voittaviin brändeihin niiden vahvemman kasvu- ja kannattavuuspotentiaalinsa takia, mutta pienillä brändeillä on myös varsinkin alueellisesti vahvoja asemia ja ne puolustavat siten paikkaansa portfolioissa.

Toimiala ja kilpailijakenttä

Kilpailijakenttä on hajanainen

Fiskarsin laajan brändiportfolion ja maantieteellisen läsnäolon vuoksi sen kilpailijakenttä on varsin hajanainen, eikä kaikilla liiketoiminnoilla ole selkeää vahvaa kilpailijaa. Alla olemme kuitenkin maininneet jotain yhtiötä/brändejä, jotka näemme eri Fiskarsin pääbrändien kilpailijoina / vertailukohtina.

Husqvarnan Gardena selkein yksittäinen kilpailija

Terra-segmentissä puutarhatuotteiden (Fiskars-brändi) selkein kilpailija on Husqvarnan omistama Gardena-brändi. Husqvarna on pörssilistattu Ruotsissa, joten Gardenan osalta saadaan myös ajantasaisia numeroita. Gardenan liikevaihto vuonna 2022 oli noin 1,3 mrd. euroa ja sen vertailukelpoinen liikevoittomarginaali oli 8,6 %. Yhtiö on siis selvästi Fiskarsin puutarhaliiketoimintaa suurempi ja kannattavuus historiallisesti parempi (ks. kuva). Gardenan tuotevalikoima on tosin painottunut vahvasti kastelutuotteisiin, joita Fiskarsilla on hyvin vähän. USA:ssa ei käsityksemme mukaan ole merkittäviä valtakunnallisia kilpailijoita puutarhatuotteissa, vaan Fiskarsin kilpailijat ovat lähinnä paikallisia brändejä sekä isojen kauppaketjujen omia merkkejä.

Terra-segmentin toisen pääbrändin Gerberin osalta liiketoiminta keskittyy USA:han, jossa on lukuisia listaamattomia kilpailijoita. Näistä tunnetuin lienee Leatherman, muita on esim. Buck Knives, Kershaw ja Spyderco.

Crea-segmentin pääkategorioissa eli saksissa ja askartelussa ei nähdäksemme ole selkeitä suurempia kilpailijoita, eikä ylipäänsä tunnettuja brändejä Fiskarsia lukuun ottamatta.

Vita-segmentissä Royal Copenhagen, Wedgwood ja Waterford brändit kuuluvat luksus-kategoriaan. Täälläkin kilpailu on suhteellisen hajanaista ja esim. Royal Copenhagenilla ei yhtiön näkemyksen mukaan ole selkeää globaalia kilpailijaa, eikä myöskään Kiina-vetoisella Wedgwoodilla. Waterfordin osalta kilpailijoina voidaan mainita esim. Baccarat ja Riedel. Iittalan yhtiö pyrkii näkemään enemmän koti-kategorian brändinä kuin pelkkänä astiasto-brändinä. Riedel voidaan nähdä myös Iittalan kilpailijana ja kotimaisista yhtiöistä Marimekon kodintuotteet kilpailevat Iittalan kanssa.

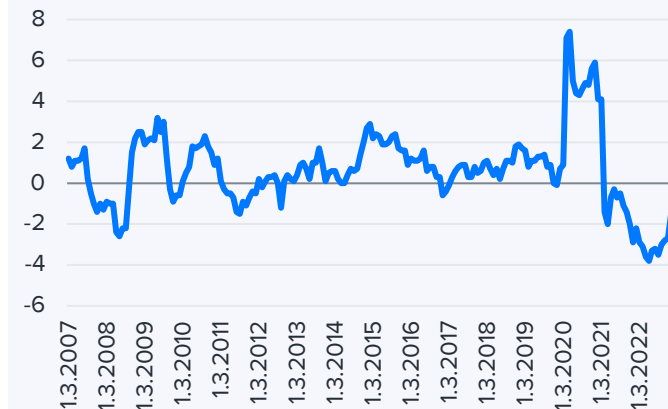
Ostovoima ja kuluttajaluottamus pääajureita

Kuten kaikilla kuluttajayhtiöillä, näemme kuluttajan ostovoiman ja jossain määrin kuluttajaluottamuksen ajavan yhtiön tuotteiden markkinakysyntää. Fiskarsin osalta on kuitenkin syytä huomioida laaja maantieteellinen peitto sekä merkittävä osuus kalliimman hintakategorian tuotteita, joissa yleisen ostovoiman tai kuluttajaluottamuksen heilahtelut eivät suoraan korreloi. On kuitenkin selvää, että esim. pääbrändin Fiskarsin ja siten yhtiön kysyntään vaikuttavat muutokset ostovoimassa ja yleisessä kuluttajakysynnässä, jotka ovat tällä hetkellä heikkoja. Yhtiö odottaakin markkinan olevan heikko ainakin vuoden 2023 alkupuoliskon.

Gardenan kehitys



USA:n reaali-palkkojen kehitys (%)



Historiallinen kehitys 1/4 – pitkä muutosprosessi takana

Takana pitkä matka globaaliksi kuluttajatuote-yhtiöksi

Fiskars on keskittynyt 2000-luvulla kuluttajatuotteisiin ja yhtiön tavoite on ollut muuntautua holdingyhtiöstä integroiduksi kuluttajabrändien kodiksi. Fiskars on tehnyt lukuisia yritysostoja ja -myyntejä muokatakseen portfoliotaan tähän suuntaan ja muuntautuminen kuluttajayhtiöksi onkin mielestämme nyt valmis. Sen täyden potentiaalinen hyödyntäminen on sen sijaan mielestämme kesken. Alla keskeisimpiä toimia vuosien varrelta tästä prosessista.

Yritysostot, lähinnä Vita-segmentin rakennus

littala Groupin osto vuonna 2007 vahvisti Fiskarsin asemaa keittiötuotteiden alueella. littalan ostosta lähtien Fiskars on edennyt määrätietoisesti globaaliksi kuluttajatuote-yhtiöksi. Royal Copenhagenin osto vuonna 2013 täydensi Fiskarsin kattamisen tuotevalikoimaa käsinmaalatulla posliinilla ja vahvisti Fiskarsin läsnäoloa Pohjoismaiden lisäksi Aasiassa. Vuonna 2015 Fiskars osti WWRD-yhtiöt ja sen koti- ja lifestyle-tuotteiden luksusbrändien portfolion.

Yritysmyyntit

Fiskars on hankkiutunut muutosprosessissaan eroon sellaisista brändeistä, joissa yhtiö ei ole nähnyt rahkeita muodostua globaaliksi kuluttajatuotebrändeiksi tai sellaisista brändeistä, joille konserni ei voi tarjota erityisiä synergioita mm. valmistuksen tai myyntikanavien kanssa. Joitain brändejä on myös sulautettu yhteen. Viimeisen 15-20 vuoden aikana on ehditty myös sekä ostamaan että myymään muutamia brändejä/liiketoimintoja kuten USA:n kasteluliiketoiminta sekä Leborgne, Silva ja Brunton –brändit. Kaikki yritysostot eivät siis ole sopineet yhtiöön.

Lisäksi Fiskars on hankkiutunut eroon mm. Euroopan ja Yhdysvaltojen ruukkuliiketoiminnosta vuosina 2016 ja 2015 sekä Buster-veneliiketoiminnasta 2015. Tärkeänä osana yhtiön muutosta sijoittajan kannalta, se myi historiallisesti ison Wärtsilä-omistuksensa asteittain ja jakoi loput Wärtsilä-osakkeensa omistajille vuonna 2019. Tämän jälkeen yhtiön osakkeita ostanut sijoittaja on sijoittanut puhtaasti kuluttajaliiketoimintaan, joka on selkeyttänyt tilannetta sijoittajan kannalta.

Muutosohjelmat

Lukuisten yritysjärjestelyjen jälkeen Fiskarsilla on ollut tarve integroida uudet yhtiöt sujuvaksi osaksi konsernia. Tämä on vaatinut paljon työtä ja yhtiöllä on käytännössä koko 2010-luvun ollut käynnissä joku rakennemuutos- tai tuottavuusohjelma, missä on yhdistelty toiminnanohjausjärjestelmiä, tuotanto- ja toimitusketjuja, myyntiyhtiöitä ja yleisesti tehostettu tai uudelleenjärjestelty toimintaa. Nämä isommat ohjelmat saatiin päätökseen vuonna 2021 ja tukivat osaltaan kannattavuuden parantumista kaikkien aikojen parhaalle tasolle (koronan tuoma kysynnän nousu auttoi myös).

Nähdäksemme yhtiöllä onkin nyt vihdoin noin 15 vuoden työn jälkeen suhteellisen toimiva kuluttajatuoteliiketoimintakokonaisuus. Emme usko, että historiassa nähtyjä isoja kertaeriä vaativia ohjelmia nähdään ainakaan lähitulevaisuudessa. Nykyjohdon vuonna 2021 aloittaman strategian tarkoituksena on tämän pitkän muutosvaiheen jälkeen saada Fiskars kestävän kasvun uralle entistä paremmalla kannattavuudella. Käsitellemme strategiaa ja tavoitteita hieman myöhemmin.

Uudelleenjärjestelyohjelmat värittivät edellistä vuosikymmentä



Historiallinen kehitys 2/4 - yrityshankinnat ja myynnit

Merkittävät yritysostot **tummennettu**, Wärtsilä-osakkeiden toimenpiteet *kursivoitu*

Vuosi	Tapahtuma	Kohde	Liiketoiminnan koko
2022	Myynti	Venäjän liiketoiminta (lähinnä Fiskars-brändillä tehtyä myyntiä)	Liikevaihto 10-15 MEUR
2022	Myynti	Pohjois-Amerikan kasteluliiketoiminta (Nelson ja Gilmour –brändit)	Liikevaihto 80 MEUR
2019	<i>Osinko</i>	<i>Fiskars jakaa jäljellä olevan 5,52 % omistuksen Wärtsilästä osinkona</i>	
2019	Myynti	Leborgne-liiketoiminta	Liikevaihto 10-15 MEUR
2016	Myynti	Euroopan ruukkuliiketoiminta (Ebertsankey) ja Spring USA	Liikevaihdot yhteensä 26 MEUR, EBIT 3 MEUR
2015	Myynti	Paikallinen ruukkuliiketoiminta Yhdysvalloissa (American Design Pottery)	Liikevaihto 25 MEUR, 50 hlö
2015	Myynti	Buster-veneliiketoiminta	Liikevaihto 32 MEUR, EBIT 1 MEUR, 160 hlö
2015	Osto	WWRD-yhtiöt	Liikevaihto 402 MEUR, EBIT 31 MEUR
2014	Osto	Nelson ja Gilmour -kastelutuotemerkit	Liikevaihdot yhteensä 90 MEUR, tappiollinen
2014	<i>Myynti</i>	<i>Fiskars myy 8 % Wärtsilästä Investorille 639 MEUR:lla</i>	<i>Kertaluonteinen myyntivoitto 450 MEUR</i>
2013	Myynti	Fiskars myy paikallisen Sankey-liiketoiminnan	Liikevaihto 12 MEUR
2013	Osto	Royal Copenhagen	Liikevaihto 66 MEUR
2012	<i>Myynti</i>	<i>Fiskars myy 2,08 % Wärtsilästä Investorille 126,8 MEUR:lla</i>	<i>Kertaluonteinen myyntivoitto 87 MEUR</i>
2011	Myynti	Urheilu- ja ulkoilumerkki Silvan myynti	Liikevaihto 15 MEUR
2011	<i>Myynti</i>	<i>Fiskars myy 2 % Wärtsilästä institutionaalisille sijoittajille 110,6 MEUR:lla</i>	<i>Kertaluonteinen myyntivoitto 69,8 MEUR</i>
2009	Myynti	Retkeily- ja camping -merkki Brunton	Liikevaihto alle 10 MEUR
2009	Myynti	Askartelutuotemerkit Heidi Grace ja Cloud 9	Liikevaihdot yhteensä 5 MEUR
2009	Osto	Urheilu- ja ulkoilumerkki Silvan vähemmistöosuuden (30 %) osto 0,2 MEUR:lla	
2007	Osto	Iittala Group	Liikevaihto 190 MEUR
2007	Osto	Leborgne	Liikevaihto 16 MEUR
2006	Osto	Urheilu- ja ulkoilumerkki Silvan ja tytäryhtiö Brunton (enemmistöosuus)	Liikevaihto 34 MEUR
2006	Myynti	Kuluttajaelektronikan oheislaitteita valmistava Power Sentry	Liikevaihto 40 MEUR

Historiallinen kehitys 3/4 - Rakennemuutos- ja tuottavuusohjelmat

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

Historiallinen kehitys 4/4

Liikevaihdon kasvu ollut tahmeaa

Fiskars on toiminut karkeasti nykyrakenteella 2016 alkaen, kun WWRD kauppa näkyi kokonaan luvuissa. Siksi historiallisten lukujen vertailu 2016 alkaen on mielestämme mielekkäintä, vaikka pidempääkin historiaa on hyvä katsoa. Fiskarsin liikevaihto laski yhtäjaksoisesti vuosina 2016-2019, mutta kasvoi vuosina 2020-21 ainakin osittain koronapandemian aiheuttaman kysynnän tukemana ja pysyi paikallaan vuonna 2022.

Koronaa edeltävien vuosien vaisu kasvu selittyy pitkälti siitä että yhtiön fokus on ollut prosessien tehostamisessa ja kannattavuuden parantamisessa, mikä on vaatinut muutoksia organisaatorakenteeseen ja oman omistussalkun terävöittämistä. Etenkin vuonna 2015 toteutetun WWRD-yrityskaupan mukana osaksi konsernia tulleet toiminnot vaativat liikevaihdon selvää karsimista liiketoiminnan tervehdyttämiseksi. Tämä kauppa ei ollut mielestämme kovin onnistunut ja sen integroimiseen ja korjaamiseen meni vuosia ja sieltä saadut brändit ovat pääosin edelleen yhtiön keskivertokannattavuutta heikompia. Tämä näkyi myös yhtiön vaisuna tuloskehityksenä 2016-19. Fiskars ei ole sen koommin tehnyt uusia yritysostoja, mutta omistusportfoliota on karsittu kuten edellä kerroimme.

Bruttokate kasvanut liikevaihtoa nopeammin

Tarkastelujaksolla Fiskarsin bruttomarginaali on noussut selvästi vuoden 2016 tasosta (41,7 %) 44,5 %:iin vuonna 2022, minkä seurauksena bruttokatteen kasvu on ollut liikevaihtoa rivakampaa. Merkittävä osa bruttomarginaalin

parantumisesta on vuoden 2022 alussa myydyin kasteluliiketoiminnan vaikutusta. Muita tekijöitä ovat mm. Vita-segmentin tuotteiden vetäminen pois alennusvetoisista myyntikanavista (etenkin entisen WWRD-brändien osalta), myynnin aiempaa vahvempi painottuminen omiin kanaviin sekä tehokkuusparannukset hankinta- ja valmistustoiminnassa.

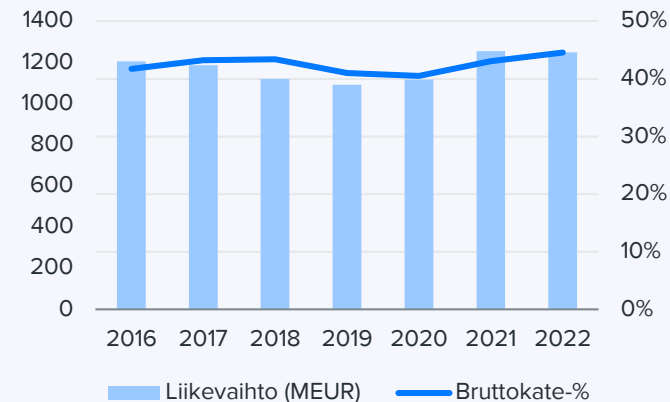
Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon laskenut

Myynti- ja markkinointikulujen osuus on laskenut 25 %:n tasolta (2016) 22 %:iin vuonna 2022. Koska liikevaihto ei ole oleellisesti kasvanut, tämä on vaatinut kulujen laskua myös absoluuttisesti. Hallinnon kulujen osuus on pysynyt ennallaan 10 %:n tasolla vuoteen 2016 verrattuna, joskin oli välillä lähellä 8 % tasoa. Muut kulut ovat Fiskarsin tapauksessa pysyneet hyvin matalalla koko tarkastelujakson eikä kuluerä ole vaikuttanut yhtiön tulokseen merkittävästi. Osana muita kuluja ovat T&K-kustannukset (1-2 % liikevaihdosta) ja liiketoiminnan muut kulut (<1 % liikevaihdosta). Kaiken kaikkiaan kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon ovat siis laskeneet.

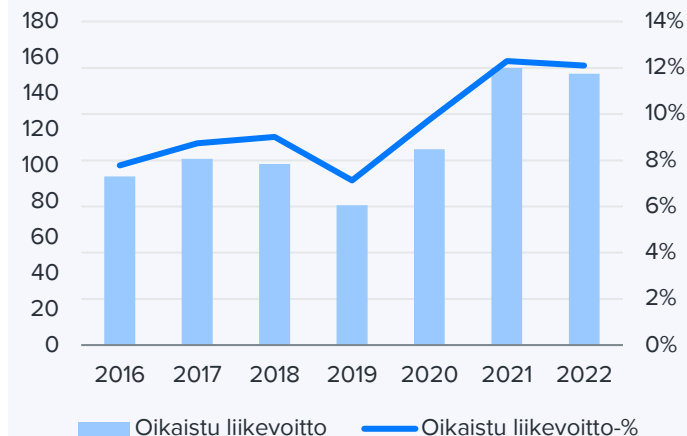
Liikevoitto parantunut selvästi

Parantuneen bruttomarginaalin ja laskeneiden kiinteiden kulujen myötä Fiskarsin vertailukelpoinen liikevoittomarginaali on parantunut vuoden 2016 alle 8 %:sta vuoden 2022 noin 12 %:iin. Tämä kertoo selvästä toiminnan tehostumisesta ja marginaaliprofiiliin parantumisesta. Raportoituja lukuja painoi edellä mainitut tehostamisohjelmat vuoteen 2021.

Liikevaihto ja bruttokatemarginaali



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Taloudellinen tilanne

Tase edelleen hyvässä kunnossa

Fiskarsilla on historiallisesti ollut erittäin vahva tase. Vuoden 2022 aikana markkinatilanteen äkillinen muuttuminen saatavuushaasteista kysyntäongelmaksi kuitenkin johti käyttöpääoman selvään kasvuun. Vuoden 2022 lopussa Fiskarsilla oli 325 MEUR nettovelkaa, joka tarkoittaa vajaata 40 %:n nettovelkaantumistasetta ja 1,7x nettovelka/EBITDA-lukua. Nämä ovat kuitenkin edelleen hyviä tasoja ja esim. Fiskarsin oman tasetavoitteen (nettovelka/EBITDA enintään 2,5x) mukaisia.

Uskomme, että käyttöpääomaa vapautuu tänä vuonna ja siten tase pysyy vahvana myös jatkossa. Tämä mahdollistaa sekä kohtuullisen osingonmaksun, että mahdolliset yritysostot. Fiskarsin nykyinen liikevaihdon kasvutavoite ei enää sisällä epäorgaanista kasvua, mutta yhtiö on kertonut olevansa valmis yritysostoihin, mikäli sopiva ostokohde ilmaantuu. Näemme kuitenkin Fiskarsin nykyisen strategian nimenomaan orgaanisen kasvun strategiana ja siten yritysostot ei nähdäksemme ole tärkeässä roolissa lähivuosien arvonluonnissa.

Tasapainoinen taserakenne

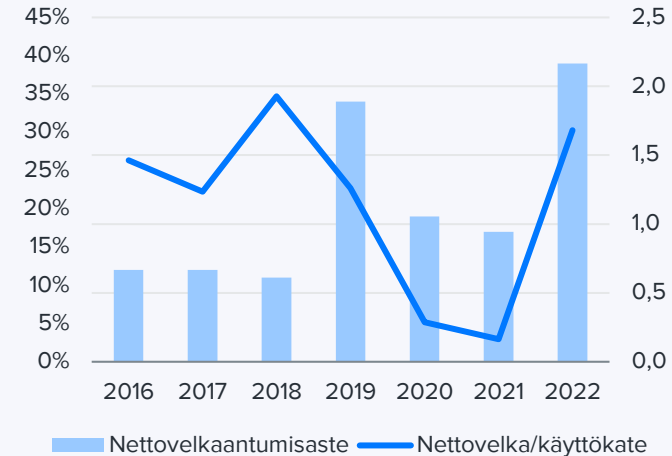
Fiskarsin taseen varat-puoli on suhteellisen tasapainoisesti jakautunut. Yritysostojen seurauksena sillä on liikearvoa noin 220 MEUR eli noin 15 %:a taseesta ja muita aineettomia eriä 18 %. Koska ostetut yritykset on saatu viime vuosina selvästi aiempaa parempaan tulokuntoon (kuten koko konserni), emme näe merkittävää riskiä näiden alaskirjauksesta. Liikearvon määrä on vain

noin 25 %:a omasta pääomasta, joten tase kestäisi merkittävänkin alaskirjauksen.

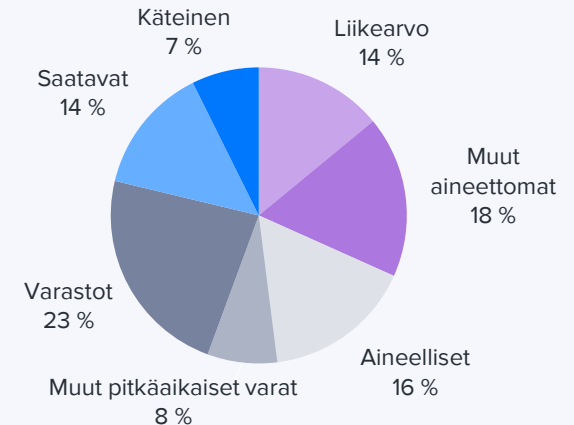
Merkittävän osan taseen varoista vie vuoden 2022 lopussa normaalia korkeammalle olleet varastot (23 %) ja saatavat (14 %). Vaikka Fiskarsilla on omia tehtaita, sen aineelliset varat (käyttöoikeuserät pois lukien) oli vain 9 %.

Taseen toisella puolella näkyy sen vahvuus, osakepääoman ollessa yli puolet taseesta. Ostovelat on noin 16 %, joka tarkoittaa että Fiskarsin nettokäyttöpääoma on karkeasti varastojen suuruinen eli merkittävän kokoinen. Korolliset velat vastasivat 2022 lopussa vajaata 30 %:a taseen loppusummasta.

Velkatunnusluvut



Taseen varat, 2022



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

Loppuvuonna 2021 julkistettu strategia painottaa kasvua

Fiskars julkisti marraskuussa 2021 CMD:n yhteydessä uuden kasvuhakuisen strategian ja kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet. Fiskarsin strategia nojaa nyt voittaviin brändeihin, kanaviin ja maihin.

Voittaviin brändeihin panostetaan enemmän

Fiskars jaotteli CMD:llä brändisalkkunsu voittaviin ja käännebrändeihin. Nämä eroavat toisistaan kasvu- ja kannattavuusprofiileiltaan. Jatkossa yhtiön on määrä kasvaa investoimalla vahvasti voittaviin brändeihin ja kasvattaa niiden osuutta kokonaismyynnistä. Viime vuonna Wedgwood nousi voittaviin brändeihin ja näin niiden osuus Fiskarsin myynnistä on jo noin 80 %. Ainoa isompi brändi käännekorissa on Waterford. Myös käännebrändeihin investoidaan käänteen mahdollistamiseksi, mutta investointien aikajänne, suuruus ja ambitiot eroavat voittavista brändeistä. Voittavia brändejä voidaan tulevaisuudessa venyttää myös uusiin tuoteryhmiin. Tällä hyödynnetään kuluttajan tunnesidettä brändin ja pyritään ympyröimään kuluttajaa brändillä kokonaisvaltaisemmin.

Kanavissa voittaminen edellyttää hivuttautumista lähemmäs kuluttajaa

Suora kuluttajamyynänti on uuden strategiakauden keskiössä. Konsernitasolla suora kuluttajamyynänti tuo reilut 20 % myynnistä ja yhtiö tavoittelee sen selkeää nostamista. Edelleen pääosan liikevaihdosta tuovassa tukkukaupassa yhtiö pyrkii valitsemaan kasvavia ja kannattavia jakelukanavia.

Brändit ja kohdemaat¹

	Eurooppa	Amerikka	Aasia ja Tyynenmeren alue
Voittavat brändit			
FISKARS™	✓	✓	
iittala	✓		✓
ROYAL COPENHAGEN <small>TRUSTED BY THE QUEEN THE QUEEN OF DENMARK</small>	✓	✓	✓
MOOMIN <small>by ARABIA</small>	✓		✓
GERBER™		✓	
WEDGWOOD <small>ENGLAND 1759</small>	✓	✓	✓
Käännebrändit			
WATERFORD	✓	✓	✓
ROYAL ALBERT <small>ENGLAND 1904</small>	✓	✓	✓
ROYAL DOULTON <small>LONDON 1815</small>	✓	✓	✓

1) Lista ei sisällä kaikkia Fiskarsin omistamia brändejä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/4)

Fiskarsin strategia on keskittynyt voittaviin brändeihin, kanaviin ja maihin seuraavien kasvutekijöiden avulla:



Kaupallinen erinomaisuus

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



Suora kuluttajamyynti

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



USA

- USA on Fiskarsin selkeästi suurin toimintamaa ja yhtiö näkee siellä edelleen runsaasti potentiaalia kasvaa mm. hyödyntämällä koko tuoteportfoliotansa



Kiina

- Kiinan liikevaihto on vielä pienehkö (2022 noin 45-50 MEUR), mutta kasvaa nopeasti ja sillä on potentiaalia kolmanneksi suurimmaksi maaksi 2025 (joka vaatisi yli 75 MEUR:n liikevaihdon)
- Suora kuluttajamyynti tärkeää
- Wedgwood kärkibrändi

Inderesin kommentit Fiskarsin kasvutekijöistä

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

- Verkkokaupan tehdessä kaikesta kilpailusta globaalia, yhtiöiden pitää pystyä erottautumaan brändeillään
- Suora kuluttajamyynti on kasvava trendi kuluttajatuotemaailmassa ja näemme Fiskarsin valinnan keskittyä siihen hyvänä
- Omien brändimyymlöiden perustaminen tyypillisesti tukee myös jakelijoiden myyntiä ja näyttää esimerkkiä
- Kuluttajamyynnin lisääminen vaatii Fiskarsilta investointeja etenkin digitaalisuuteen ja muuttaa myös sen ansaintarakennetta

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

- Fiskarsin liikevaihto Kiinassa oli vielä 2017-18 lähes olematonta (~5 MEUR), mutta on kasvanut vauhdilla ja oli jo top 10 maa vuonna 2022.
- Wedgwood on toiminut kärkibrändinä, mutta Fiskarsin laajasta brändivalikoimasta (lähinnä Vita-segmentistä) pitäisi mielestämme löytyä myös muita relevantteja brändejä Kiinan markkinalle, jotka tukevat kasvua.
- Kiinassa kasvu tapahtuu paljon oman verkkokaupan ja osin myös omien myymälöiden kautta, josta yhtiö saa oppia myös muita markkinoita ajatellen

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/4)

Taloudelliset tavoitteet 2022-25 (julkaistu marraskuussa 2021)

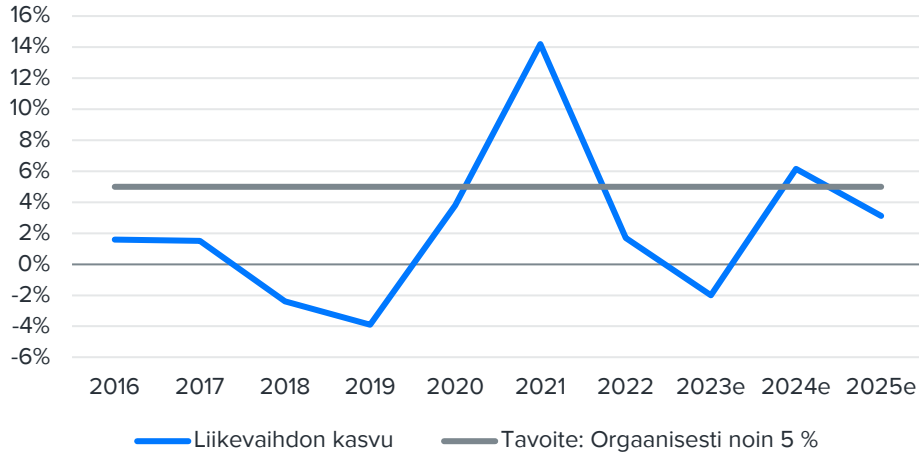
Liikevaihto vuosittainen orgaaninen kasvu: noin 5 %	Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali: noin 15 % 2025 loppuun mennessä	Kassakonversio (vapaa kassavirta / tilikauden tulos): vähintään 80 %	Nettovelka / käyttökate: 2,5x tai alle
<ul style="list-style-type: none">Fiskarsin kasvu on historiallisesti ollut vaatimatonta, orgaanisesti kasvua ei käytännössä ole ollut nykymuotoisella kuluttajatuotteisiin keskittyvällä FiskarsillaFiskars tavoittelee kasvua etenkin voittavilla brändeillä ja oman kuluttajamyynnin avullaUskomme, että WWRD-brändien myynnin laskun jälkeen yhtiöllä on suhteellisen tukeva pohja, josta rakentaa myynnin kasvua, toisaalta koronan ajama kysyntä ajoi myyntiä poikkeuksellisen korkealle 2021.2023 ennustamme hiipuvan kuluttajakysynnän pitävän kasvun negatiivisenaArvioimme, että edellisen sivun kasvutekijöiden avulla Fiskars saa kasvun kiihtymään tavoitetasolle 2024-25	<ul style="list-style-type: none">Fiskarsin marginaali on historiallisesti ollut alle 10 %, joskin 2021 se koronakysynnän tukemana oli yli 12 %Tavoiteltu parannus pohjautuu lähinnä bruttomarginaalin parannukseen. Tätä tukevat parempikatteisten tuotteiden ja kanavien myynnin kasvu (etenkin oma kuluttajamyynti). Kiinteät kulut (%-liikevaihdosta) kasvavat näihin liittyen, mutta muualta haettavien säästöjen myötä niiden pitäisi kokonaisuutena pysyä ennallaanMarginaalitavoite nojaa mielestämme pitkälti kasvutavoitteen onnistumiseenEmme usko yhtiön pääsevän tavoitteeseen 2025, mutta uskomme marginaalin parantuvan 2024-25, saavuttaen noin 13 %-tason.	<ul style="list-style-type: none">Kassakonversio on riippuvainen lähinnä käyttöpääoman muutoksista ja investointien määrästäInvestointeja tullaan kasvattamaan noin 4 %:iin myynnistä, etenkin digitaalisuuteen liittyen, joka painaa kassakonversiotaVuosia 2021-22 on painanut käyttöpääoman, lähinnä varastojen kasvu, jonka vuoksi kassakonversio on jäänyt heikoksiUskomme varastojen kevenevän 2023 ja siten tukevan kassakonversiotaTämän jälkeen uskomme yhtiön pystyvän suunnilleen tavoitetasoonsa 2024-25	<ul style="list-style-type: none">Fiskarsilla on historiallisesti ollut suhteellisen vahva tase, jota se on käyttänyt yritysostoihinVuoden 2022 aikana tasetilanne on heikentynyt käyttöpääoman kasvun myötä ja nettovelka / käyttökate oli 1,7x vuoden lopussaVaikka laskeva tulos vaikuttaa tunnuslukuun negatiivisesti 2023, uskomme vapautuvan käyttöpääoman tukevan sen parantumista tasolle 1,0x vuoden 2023 lopussaUskomme Fiskarsin allokoivan vapaata kassavirtaansa lähinnä osinkoihin ja velan lyhentämiseen lähivuosina, emmekä odota yritysostojaTämä tukee velkavivun pysymistä maltillisella tasolla 2024-25

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

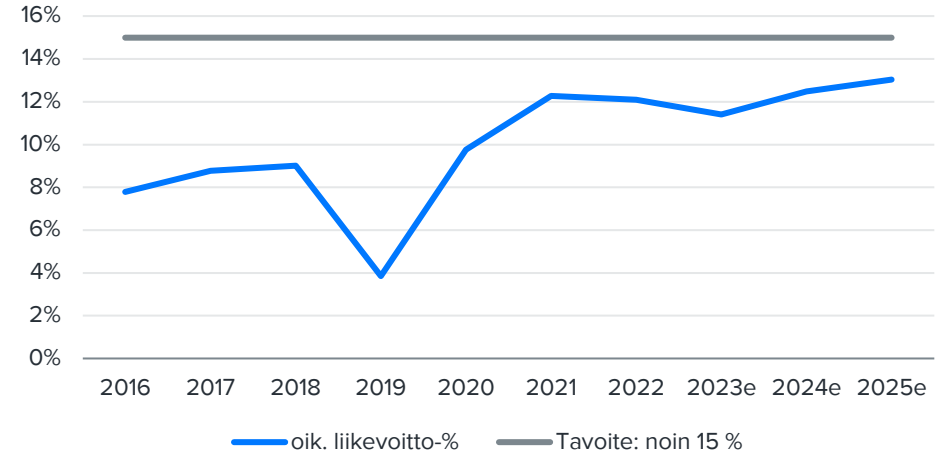
- Fiskars on perinteisesti maksanut suhteellisen suurta osinkoa. Uskomme tämän jatkuvan tulevaisuudessakin. Arvioimme kuitenkin heikentyvän tuloskehityksen 2023 pitävän osakekohtaisen osingon ennallaan tältä vuodelta ja kääntyvän tuloksen mukana kasvuun taas vuodelta 2024

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4)

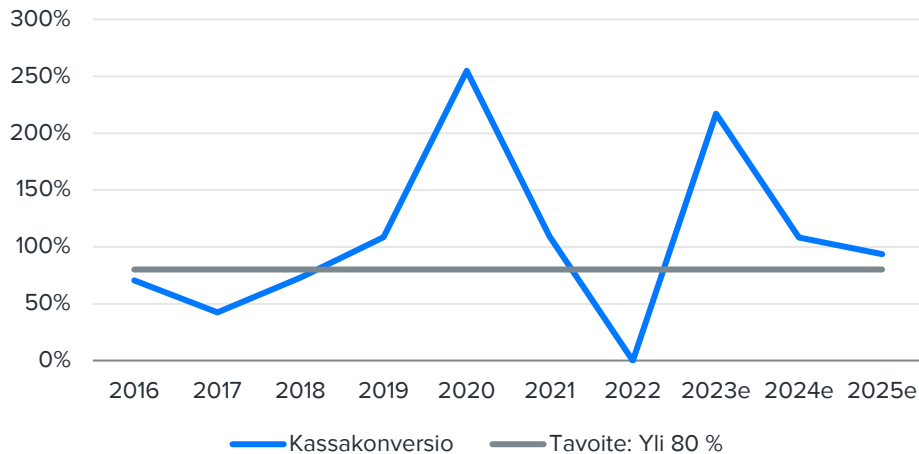
Liikevaihdon kasvu



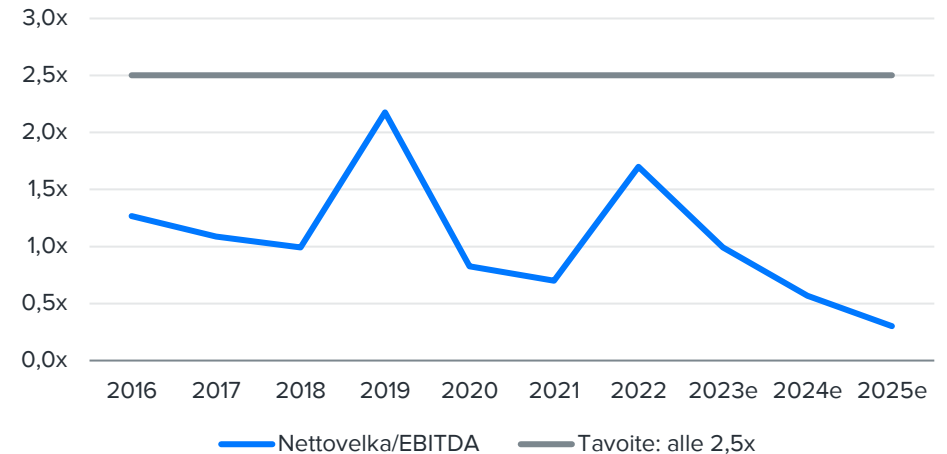
Oikaistu liikevoitto-%



Kassakonversio*



Nettovelka/EBITDA



*Osittain Inderesin arvio, yhtiö ei ole raportoinut kassakonversiota 2016-19

Ennusteet 1/4

Ennusteet lähtevät segmenteistä

Mallinamme Fiskarsia sen kolmen segmentin kautta. Ennustamme orgaanista kasvua ja sitä kautta liikevaihdon kasvua sekä oikaistua liiketulosta. Huomioimme luonnollisesti myös kertaerät, jos ne ovat etukäteen tiedossa.

Yhtiö ohjeistaa hieman alempaa tulosta 2023

Fiskarsin ohjeistus vuodelle 2023 on, että vertailukelpoinen liikevoitto laskee hieman viime vuoden 151 MEUR:n tasosta. Lisäksi yhtiön johto kertoi sen oletettavan, että liikevaihto laskee, vaikka tätä ei virallisesta ohjeisteta.

Odotamme lievää liikevaihdon ja –voiton laskua vuonna 2023

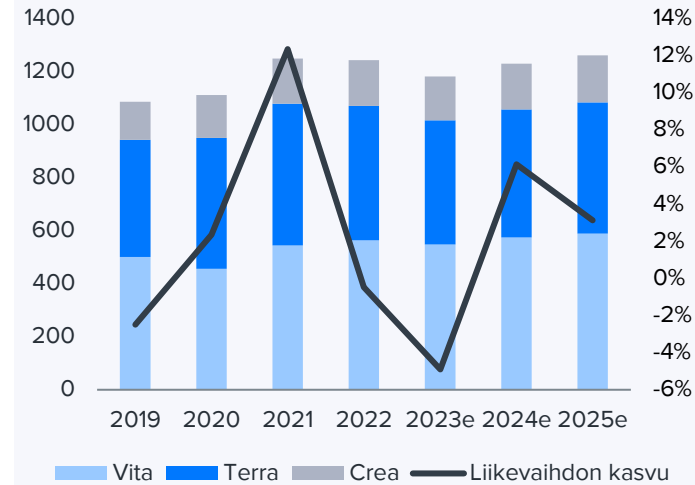
Meidän 2023 liikevaihtoennusteemme on noin 1190 MEUR eli 5 % lasku viime vuoteen verrattuna. Odotamme liikevaihdon laskevan lievästi kaikissa divisioonissa orgaanisesti. Tämän lisäksi liikevaihtoa painaa heikentyvä USD (nykyisellä valuuttakurssilla) ja lievästi vielä kasteluliiketoiminnan divestointi, joka oli mukana tammikuun 2022 Fiskarsin luvuissa. Uskomme alkuvuoden olevan suhteellisen heikko kaikissa segmenteissä, kun jakelijoiden varastojen tyhjentäminen jatkuu edelleen ja vertailuluvut ovat vielä varsin hyviä (etenkin Q123 Terran osalta ja Q223 Crean osalta). Odotamme liikevaihdon kääntyvän kasvuun Q423 elpymään kuluttajakysynnän ja selvästi heikomman vertailukauden tukemana. Arvioimme Vitalla olevan parhaat mahdollisuudet yllättää positiivisesti ennusteemme, koska sen liikevaihtoa tukevat eniten yhtiön strategiset kasvupanostukset omaan vähittäiskauppaan ja esim. Kiinan laajentumiseen.

Vertailukelpoisen liikevoiton osalta ennusteemme eroavat selvästi eri segmenttien välillä. Vitaa ja Crean uskomme pystyvän lähes viime vuoden tasoiseen suoritukseen. Vitassa marginaali parantui hieman jopa viime vuonna, loppuvuonna heikentyneestä kysynnästä huolimatta, ja kannattavuus on edelleen mielestämme rakenteellisella nousutrendillä. Ennustamme Vitaa pystyvän absoluuttisesti viime vuoden tulostasoon eli noin 85 MEUR:oon tänä vuonna. Crean kannattavuus on historiallisesti ollut vahva, 20 %:n tuntumassa ja uskomme sen pystyvän lähes samaan tänäkin vuonna. Ennustamme kuitenkin pientä laskua Crean tuloksessa 32 MEUR:oon (2022: 34 MEUR) lievästi laskevan liikevaihdon myötä.

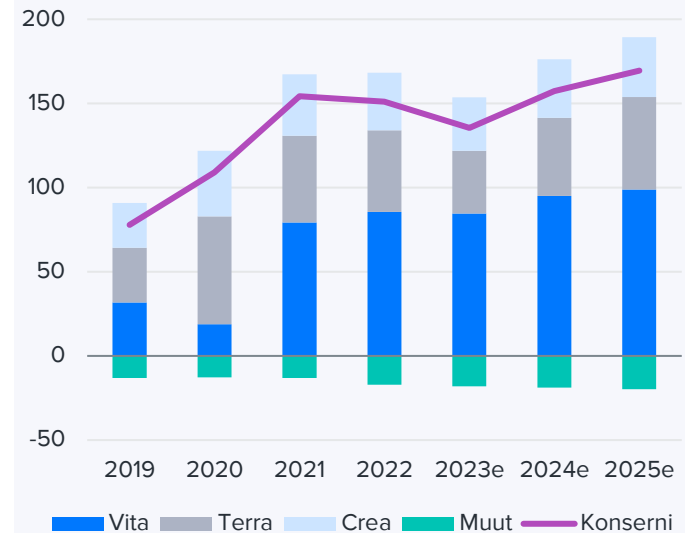
Pääosa Fiskarsille ennustamastamme tulospudotuksesta syntyykin Terra-segmentissä, jossa uskomme vertailukelpoisen liikevoiton laskevan 37 MEUR:oon (2022: 48 MEUR) ja marginaalin laskevan noin 8 %:iin. Tämä tarkoittaa käytännössä kannattavuuden palaamista noin 2019 tasolle eli vuosien 2020-22 vahvat tulokset olisivat olleet pääosin korona-ajan poikkeuksellisen kysynnän ajamia. Kvartaalitasolla odotamme Terran tulospudotuksen syntyvän pitkälti jo Q1:illä ja konsernitason uskomme tuloksen kääntyvän nousuun jo Q323, kvartaalia liikevaihdon käännettä aiemmin.

Konsernin koko vuoden oikaistun liikevoiton ennustamme olevan 135 MEUR eli noin 10 % viime vuotta matalampi. Arvioimme mukaan tämän on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa. Tämä tarkoittaa liikevoittomarginaaliin vajaan %-yksikön laskua.

Liikevaihto (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Ennusteet 2/4

Konsernitasolla tuloskehitystä tukee ennusteissamme lievä bruttomarginaalin paraneminen (45,0 % vs. 44,5 % 2022). Uskomme yhtiön yleisen kustannushallinnan sekä tammikuussa käynnistyneen 30 MEUR:n tehostamisohjelman laskevan hieman absoluuttisia kiinteitä kuluja (opex), mutta liikevaihdon laskusta johtuen niiden suhde liikevaihtoon kasvaa ennusteissamme.

Osakekohtainen tulos ja osinko vuonna 2023

Osakekohtainen tulos laskee ennusteissamme tänä vuonna noin 15 % heikomman liikevoiton vetämänä. Uskomme Fiskarsin osakekohtaisen osingon pysyvän ennallaan matalammasta tuloksesta huolimatta, sillä odotamme vahvaa kassavirtaa ja taseen parantumista tänä vuonna sekä paranevaa tulostrendiä 2023 jälkeen.

Liikevaihdon kasvuennusteet 2024-26

Fiskarsin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu liikevaihdon pitkän aikavälin keskimääräinen valuuttaneutraali noin 5 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu. Uskomme heikon vuoden 2023 jälkeen liikevaihdon kasvun kääntyvän selvään kasvuun sekä markkinan parantumisen että Fiskarsin omien toimien tukemana. Segmenteistä odotamme Vitan 8 %:n kasvun olevan vauhdikkainta vuonna 2024, mutta myös Terran (4 %) ja Crean (5 %) kasvavan hyvin, ajaen noin 6 %:n kasvua konsernitasolla. Tämän jälkeen arvioimme kasvun tasoittuvan ja vuosille 2025-26 ennustamme konsernin kasvavan 3 % vuodessa, Vitan ollessa edelleen kasvuvauhdin kärjessä (4 %). Kuten aiemminkin totesimme, uskomme Vitan omaavan eniten potentiaalia ja Fiskarsin strategisten kasvualueiden

(oma vähittäiskauppa, USA, Kiina) tukevan etenkin Vitan kasvua.

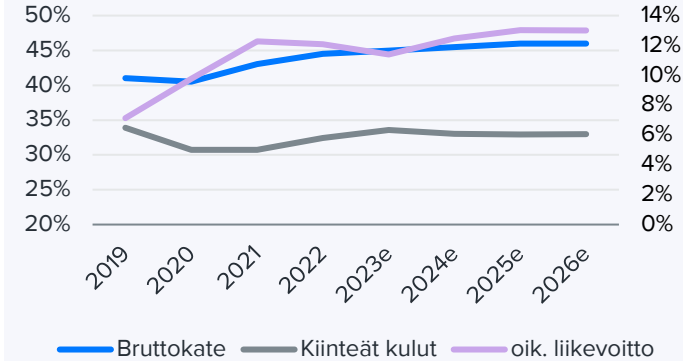
Kannattavuusennusteemme ovat nousevia, mutta alle yhtiön tavoitteiden

Fiskars tavoittelee 15 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuoden 2025 loppuun mennessä. Näemme tavoitteen hyvin kunnianhimoisena, koska yhtiö ei ole koskaan saavuttanut niin hyvää kannattavuustasoa ja vuoden 2025 liikevoittomarginaaliennusteemme on sen alapuolella 13 %:ssa. Nykyinen johto on ollut vakuuttava ja saanut konsernista paljon irti, mutta uskoaksemme vuosi 2025 tulee liian nopeasti vastaan ja muutenkin tavoitteen saavuttaminen vaatisi erittäin hyvää onnistumista.

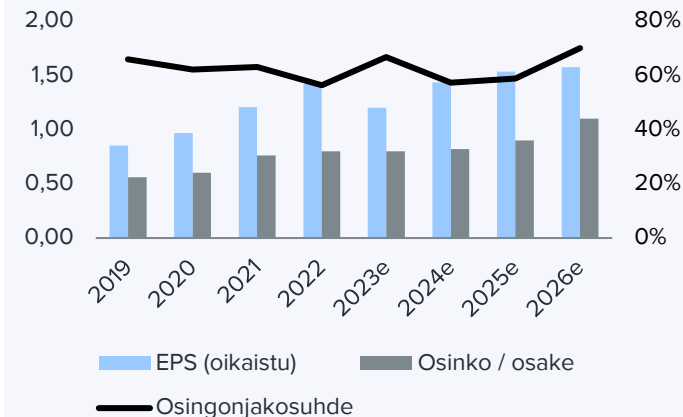
Segmenteittäin katsottuna, uskomme Vitan parantavan hieman suoritustaan 2024 ja jäävän 16 %:n liikevoittotasolle 2024-26. Terran osalta ennusteemme olettavat kannattavuuden toipumista heikon vuoden 2023 jälkeen (noin 8 %), saavuttaen yli 10 %:n tason 2025-26. Crean uskomme parantavan vain hieman 2024 ja jäävän historialliselle hyvälle tasolle eli noin 20 %:iin.

Konsernin marginaalirakenteen kannalta odotamme bruttomarginaalin paranevan 46 %:iin vuosina 2025-26. Tämä on yhtiön taloudellisten tavoitteiden vaatiman 46-47 %:n mukainen. Odotamme kiinteiden kulujen kuitenkin jäävän jonkin verran yhtiön tavoitteita korkeammalle, koska liikevaihdon kehitys ei ole ennusteissamme yhtiön tavoitteen eli noin 5 %:n orgaanisen kasvun mukaista. Konsernin oikaistun liikeluoksen odotamme paranevan 2024 ennätystasolle 157 MEUR:oon ja edelleen 175 MEUR:oon 2026.

Marginaalikehitys



EPS- ja osinkoennusteet



Ennusteet 3/4

Osakekohtainen tulos ja osinko vuonna 2024-26

Ennustamme liikevoiton kasvun ja laskevien rahoituskulujen myötä osakekohtaisen tuloksen nousevan reilusti, noin 15 %, vuonna 2024. Tämän jälkeen kasvu maltillistuu, ollen 6 % 2025 ja 3 % 2026. Ennustamme taloudellisten tavoitteiden mukaisesti osingon nousevan vuosina 2024-26 ja osingonjakosuhteen olevan 60-70 %.

Ennustejakson lopussa tase on jo hyvin vahva ja mikäli Fiskars ei ole siihen mennessä tehnyt yritysostoja, voi osingonjako olla ennusteitamme suurempaakin.

Rahavirta ja investoinnit

Arvioimme viime vuoden aikana kasvaneen käyttöpääoman vapautuvan pääosin 2023 aikana ja tukevan erittäin vahvaa, noin 175 MEUR:n vapaata kassavirtaa tänä vuonna. Tästä yli 100 MEUR:a on käyttöpääoman muutosta. Näemmä kestävä liiketoiminnan kassavirran (vuokratulut huomioiden) tason olevan noin 160 MEUR.

Fiskarsin tavoite on investoida noin 4 %:a liikevaihdosta vuosittain, joka nykyisellä liikevaihtotasolla tarkoittaa noin 50 MEUR. Ennusteemme ovat tällä tasolla, jonka lisäksi investointiennusteissamme näkyy noin 25 MEUR:n vuokratuotteen komponentti. Vapaaksi kassavirraksi tulee näin ennusteissamme 110-120 MEUR vuosina 2024-26.

Tase vahvistuu ennusteissamme

Fiskarsilla on jyrkempi tase, mikä vahvistuu ennusteissamme hyvän rahavirran ansiosta. Ennusteissamme nettovelka painuu käytännössä noltaan vuoteen 2026 loppuun mennessä. Ennusteemme eivät sisällä yritysostoja, joihin liiketoiminnan tuomaa rahavirtaa voisi kanavoida

kasvun vauhdittamiseksi. Mikäli Fiskars ei löydä sopivia yritysostokohteita pidämme omien osakkeiden ostoja ja/tai ylimääräisiä osinkoja todennäköisinä ratkaisuin taseen tehostamiseksi. Yhtiö onkin perinteisen osingonjaon ohella ostanut viime vuonna omia osakkeitaan ja myös mitätöinyt niitä, mitä pidämme hyvänä voitonjakotapana ja pääoman allokoitina.

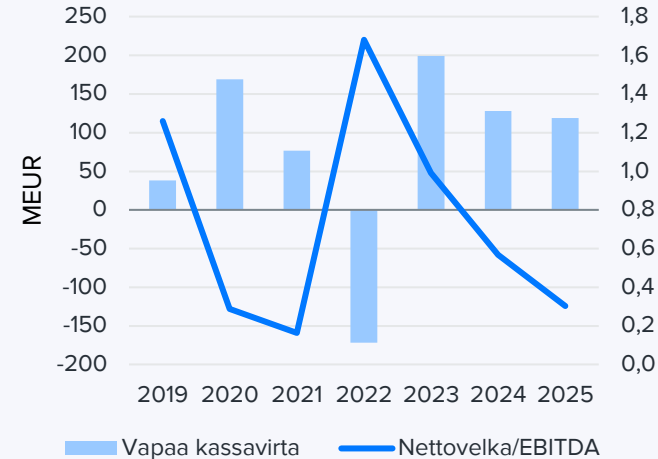
Pääomantuotto kohtuullista

Fiskarsin sijoitetun pääoman tuotto pyörii ennusteillamme 12 %:n molemmin puolin lähivuosina. Maltillisen velkavivun takia, etenkin tulevina vuosina, oman pääoman tuotto prosentit ovat vain hieman parempia tai samaa tasoa eli 12-13 %. Nykyisillä tulos- ja osinkoennusteillamme yhtiölle kertyy lähivuosina lisää omaa pääomaa, mikä toimii jarruna ROE:n kasvulle. Tämän suhteen yhtiö todennäköisesti kuitenkin ryhtyy johonkin toimiin, eikä anna taseen vahvistua ”liikaa”.

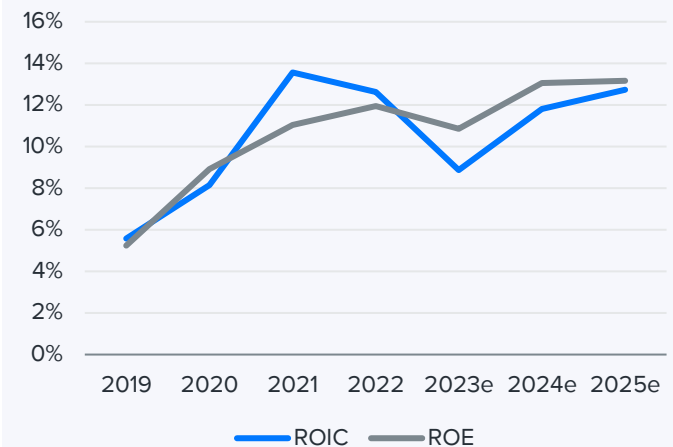
Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2027 eteenpäin ennustamme Fiskarsin liikevaihdon kasvun jäävän maltilliselle 2 %:n tasolle. Vaikka näemme kasvustrategian saavan aikaan parannusta 2024-26, emme näe tavoiteltua noin 5 %:n kasvutavoitetta kestävässä kasvuvauhtina. Tämä johtuu varsin hitaasti kasvavista markkinoista ja siitä, ettemme usko Fiskarsin pystyvän jatkuvaan markkinaosuuksien nostoon. Hiipuva kasvuvauhti ja luonnollinen kilpailu markkinoilla johtaa ennusteissamme myös kannattavuuden hiipumiseen vuoden 2026 tasosta (13 %) asteittain kohti 2030 eteenpäin arviomaamme 11 %:n tasoa. Vapaa kassavirta pysyy näillä ennusteilla 2028-2032 noin 110 MEUR:n tasolla.

Kassavirta ja velkaisuus



Pääoman tuotot



Ennusteet 4/4

Pieniä tarkennuksia ennusteisiin

Laskimme jonkin verran oletustamme veroasteesta lähivuosille, sillä yhtiö pystyy käsityksemme mukaan hyödyntämään vanhoja tappioita ja siten pitämään veroasteen suhteellisen matalana (21-22 %) lähivuosina. Tämän ansioista osakekohtaiset tulosennusteet nousivat 1-2 % ennustevuosille.

KONSERNI YHTEENSÄ	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto (MEUR)	1090	1116	1254	1248	1187	1260	1300	1340
<i>kasvu-%</i>	-2,5 %	2,4 %	12 %	-0,5 %	-4,9 %	6,2 %	3,1 %	3,1 %
Bruttokate	447	452	540	556	534	573	598	617
Bruttokate-%	41,0 %	40,5 %	43,0 %	44,5 %	45,0 %	45,5 %	46,0 %	46,0 %
OPEX	370	343	386	405	399	416	428	442
OPEX-%	33,9 %	30,7 %	30,7 %	32,4 %	33,6 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %
Vertailukelpoinen EBIT	78	109	154	151	135	157	169	175
<i>Vertailukelpoinen EBIT-%</i>	7,1 %	9,8 %	12,3 %	12,1 %	11,4 %	12,5 %	13,0 %	13,0 %
Kertaluonteiset erät	-18	-11	-11	-16	-5	0	0	0
Liiketulos EBIT (MEUR)	60	98	143	135	130	157	169	175
<i>Liiketulos-% (EBIT)</i>	5,5 %	8,8 %	11,4 %	10,8 %	11,0 %	12,5 %	13,0 %	13,0 %

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e	2023e	Muutos %	2024e	2024e	Muutos %	2025e	2025e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	1187	1187	0 %	1260	1260	0 %	1300	1300	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	135	135	0 %	157	157	0 %	169	169	0 %
Liikevoitto	130	130	0 %	157	157	0 %	169	169	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,20	1 %	1,41	1,43	1 %	1,50	1,53	2 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,80	0 %	0,82	0,82	0 %	0,90	0,90	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Fiskarsin lisää-suosituksen ja säilytämme 18 euron tavoitehintamme ennallaan. Positiivista näkemystämme puoltavat ennustamamme noin 4 %:n vuotuinen tuloskasvu ja hyvä 5-6 %:n osinkotuotto, jotka tarjoavat yhdessä noin 10 %:n tuotto-odotusta lähivuosille. Tämä ylittää osakkeelle asettamamme noin 8 %:n tuottovaateen.

Perinteiset arvostusmenetelmät toimivat hyvin

Fiskarsin arvostusta on hyvä katsoa tulos- ja tasepohjaisesti, minkä lisäksi DCF-malli soveltuu arvon haarukointiin yhtiön kasvu profiilin ollessa melko maltillinen. Tulospohjaista arvonmääritystä hankaloittaa se, että tulosta ovat jo vuosikymmenen nakertaneet erilaiset kertaluonteisiksi luokitellut kulut liittyen uudelleenjärjestelyohjelmiin, joiden tilapäistä luonnetta on ainakin historiallisia lukuja katsoessa hyvä haastaa.

Arvostus on verrokkiryhmän alapuolella

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

Deckerin, saksalaisen keramiikkatuotteita valmistavan Villeroy & Bochin, saksalaisen keittiötuotevalmistaja Leifheitin ja ruotsalaisen kattaustuotteista tunnetun Dunin.

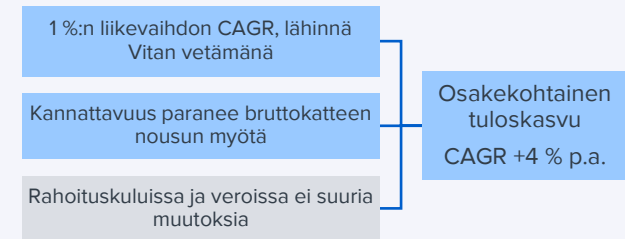
Verrokkiryhmän 2023 ja 2024 EV/EBIT-kertoimien mediaanit ovat 14x ja 10x. Meidän ennusteillamme Fiskarsin vastaavat kertoimet ovat 11x ja 10x, mitkä ovat noin 5-15 % verrokkiryhmän alapuolella. Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2023 ja 2024 ovat 18x ja 13x. Fiskarsin vastaavat kertoimet ovat 14x ja 12x, mikä tarkoittaa noin 20 %:n ja vajaa 10 %:n alennusta.

Fiskarsin tulospohjainen arvostus on verrokkiryhmää edullisempi tälle vuodelle, mutta ensi vuoden ennusteilla ero ei ole enää kovin merkittävä. Näemme Fiskarsille oikean suhteellisen arvostuksen olevan verrokkien tasoa tai hieman niiden alle. Verrokkien epäyhtenäisyys ja suoran vertailukohdan puute huomioiden, emme vedä verrokkien arvostuksesta johtopäätöksiä Fiskarsin kertoimiin.

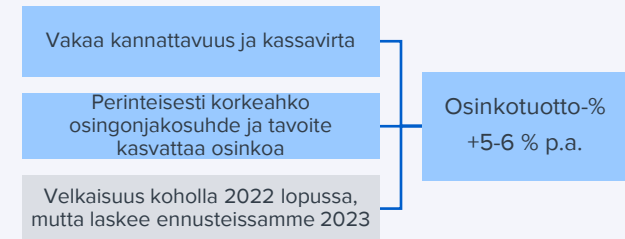
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

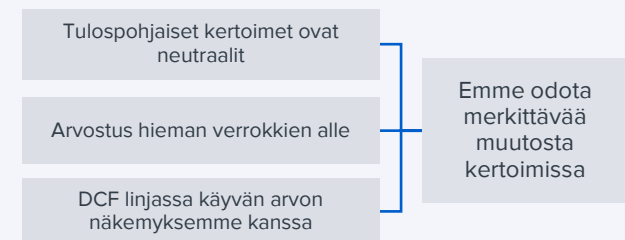
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus ~10 % p.a.

Arvonmääritys 2/3

Tulosperhainen arvostus on kohdallaan

Ennen koronapandemiaa Fiskarsin kasvu- ja kannattavuusprofiili oli vaatimaton. Yhtiö alisuoriutui selvästi potentiaaliinsa nähden, mutta koronan herättämä kotoilutrendi tuki Fiskarsia. Samaan aikaan yhtiö on parantanut suoritustaan sekä kasvuajureiden että kannattavuuden osalta. Tämä on näkynyt etenkin Vita-segmentin merkittävänä tuloksen parantumisenä vuosina 2020-22. Mielestämme Fiskarsilla on keskimääräistä Helsingin pörssiyhtiötä alhaisempi riskiprofiili ja yhtiöstä löytyy potentiaalia vakaaseen, joskin melko pieneen kasvuun ja historiallista tasoa parempaan suhteelliseen kannattavuuteen. Toisaalta historiallisesti yhtiö ei ole pystynyt juurikaan saavuttamaan kasvua ja sen markkinat ovat varsin kypsiä (ja siten hitaasti kasvavia), joten merkittävän kasvun hinnoittelu osakkeeseen olisi mielestämme turhan optimistista.

Fiskarsin osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/E:llä mitattuna 12-14x ja EV/EBIT-kertoimella 10-12x. Arvostuskertoimilla on mielestämme nousuvaraa tästä, jos Fiskars pääsee kiinni aiempia (koronaa edeltäviä) vuosia kovempaan kasvuun. Liikevaihdon kasvattaminen on ollut haastavaa historiassa, minkä takia yhtiölle ei ole hyväksytyt erityisen korkeita arvostuskertoimia. Uskomme yhtiön pystyneen luomaan rakenteellista kasvua korona-ajan aiheuttaman poikkeuksellisen kysynnän lisäksi. Odotamme kestäväen kasvun jatkuvan taas 2024.

DCF-arvonmääritys

DCF-arvonmääritys soveltuu hyvin Fiskarsiin liiketoiminnan vakaasta luonteesta ja suhteellisen

hyvästä ennustettavuudesta johtuen. Ennusteet vuoteen 2030 asti käytiin pääosin läpi jo edellä ennusteosiossa. Siitä eteenpäin, sisältäen terminaali-jakson, liikevaihdon kasvuodotuksemme on 2 % ja liikevoittomarginaaliennuste 11 %. Marginaalin osalta odotamme siis noin nykyistä tasoa pidemmälläkin aikavälillä, joka on kuitenkin 2019 edeltäviä vuosia parempi, mutta 2024-2028 jaksoa heikompi taso. Terminaali-jakson painoarvo on mallissamme noin 50 %.

Tuottovaatimuksemme (WACC) Fiskarsille on 8 % ja oman pääoman kustannus 8,5 %. Taso on matalahko, mutta mielestämme ansaittu ottaen huomioon Fiskarsin vahvat brändit, hajautunut tuoteportfolio ja alhainen riskiprofiili.

DCF-mallimme indikoi Fiskarsin velattoman arvon olevan noin 1,8 mrd. euroa ja osakekannan arvon noin 1,45 mrd. euroa eli noin 18 euroa osakkeelta.

Taseperhainen arvostus on hyväksyttävällä tasolla

Fiskarsin P/B-luku on lähivuosille noin 1,5x. Ennusteidemme mukaiselle 12-13 % oman pääoman tuotolla tämä tarkoittaa nykyisellä osakekurssilla noin 8 %:n tuottoa (12%/1,5), joka on samaa tasoa tuottovaatimuksemme kanssa. Uskomme Fiskarsilla olevan potentiaalia parantaa pääoman tuottoaan tulevina vuosina tehokkaamman taseen käytön ja mahdollisesti paranevan kannattavuuden myötä. Tällä hetkellä P/B-pohjainen arvostus näyttää kuitenkin olevan suhteellisen kohdallaan.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	16,6	16,6	16,6
Osakemäärä, milj. kpl	80,7	80,7	80,7
Markkina-arvo	1341	1341	1341
Yritysarvo (EV)	1546	1489	1430
P/E (oik.)	13,9	11,6	10,9
P/E	14,6	11,6	10,9
P/Kassavirta	6,6	10,3	10,0
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	1,1	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,1	6,8	6,1
EV/EBIT (oik.)	11,4	9,5	8,4
Osinko/tulos (%)	70,4 %	57,3 %	58,8 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,9 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Osinkotuotto säilynee kohtuullisen hyvänä

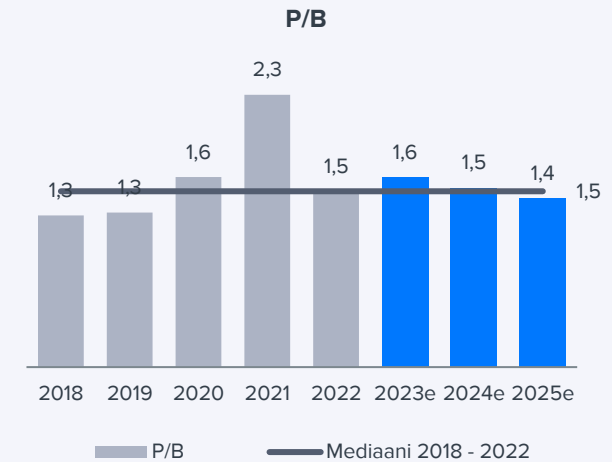
Fiskarsilla on hyvässä kunnossa oleva tase, jonka uskomme vahvistuvan selvästi jo tämän vuoden aikana, ja vakaa tuloksentelekyky. Yhtiö on myös perinteisesti jakanut merkittävän osan tuloksestaan osinkona ja se tavoittelee absoluuttisen osingon kasvattamista vuosittain.

Odotamme yhtiön jakavan lähivuosina osinkoa noin 60-70 % kertaluonteisista eristä oikaistusta tuloksesta. Tämä tarkoittaa noin 5 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Lisäksi 2-3 vuoden horisontilla vahva tase mahdollistaa myös ylimääräisen osingonjaon, jos rahavaroille ei keksitä muuta käyttöä.

Osake on edullinen, jos yhtiö pääsee 2025 tavoitteisiinsa

Yhtiöllä on kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet, jotka tähtäävät vuoteen 2025. Jos oletamme, että Fiskars pystyisi toteuttamaan taloudelliset tavoitteensa eli kasvattamaan liikevaihtoa noin 5 % vuodessa 2022-25 ja nostamaan EBIT-marginaalinsa tavoitteiden mukaiselle 15 %:n tasolle, tarkoittaisi se ~1,5 miljardin euron liikevaihtoa, ~225 MEUR:n liikevoittoa ja ~2,2 euron osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin 12x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi 26 euroa vuonna 2025. Jos yhtiö pääsee omiin taloudellisiin tavoitteisiinsa, on osake mielestämme tällä hetkellä halpa sillä tavoitteiden toteutuessa tuotto-odotus osingon huomioiden olisi yli 20 % p.a. Yhtiön ohjeistaessa tuloksen laskua vuodelle 2023, uskomme että vuosi 2025 voi kuitenkin tulla tavoitteiden toteutumisen kannalta liian nopeasti. Tavoitetasoina ne ovat kuitenkin mielestämme hyvät ja uskomme yhtiön etenevän

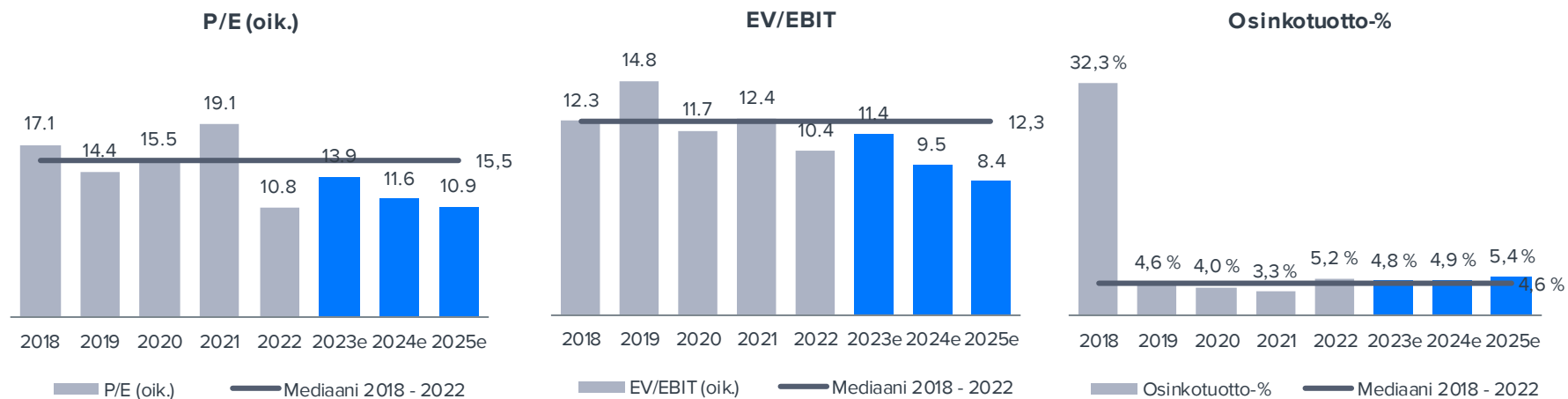
kohti tavoitteitaan heikomman 2023 jälkeen.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	19,0	12,2	15,0	23,0	15,4	16,6	16,6	16,6	16,6
Osakemäärä, milj. kpl	81,6	81,5	81,5	81,5	80,6	80,7	80,7	80,7	80,7
Markkina-arvo	1550	996	1220	1874	1239	1341	1341	1341	1341
Yritysarvo (EV)	1236	1152	1276	1916	1570	1546	1489	1430	1383
P/E (oik.)	17,1	14,4	15,5	19,1	10,8	13,9	11,6	10,9	10,4
P/E	19,0	19,3	18,0	21,6	12,6	14,6	11,6	10,9	10,4
P/Kassavirta	24,4	28,5	6,9	24,5	neg.	6,6	10,3	10,0	10,7
P/B	1,3	1,3	1,6	2,3	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	1,4	0,9	1,1	1,5	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,1	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	9,1	9,6	7,4	9,4	8,1	8,1	6,8	6,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	12,3	14,8	11,7	12,4	10,4	11,4	9,5	8,4	7,9
Osinko/tulos (%)	613,3 %	88,4 %	72,2 %	71,4 %	65,7 %	70,4 %	57,3 %	58,8 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	32,3 %	4,6 %	4,0 %	3,3 %	5,2 %	4,8 %	4,9 %	5,4 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Duni AB	360	513	11,3	9,8	7,6	6,9	0,8	0,8	10,5	8,9	4,2	5,0	1,2
Harvia Oyj	399	431	13,7	11,3	11,3	9,6	2,8	2,5	17,5	14,5	3,0	3,1	3,2
Leifheit AG	170	141	14,1	5,5	8,3	4,3	0,6	0,5	22,5	8,5	2,9	7,9	1,4
Marimekko Oyj	375	361	11,5	10,0	8,8	7,7	2,1	1,9	15,3	13,7	4,3	5,4	4,9
Nokian Tyres plc	1102	1204	11,0	9,9	5,1	5,9	0,9	1,0	14,5	10,4	4,4	4,4	0,7
Orthex Oyj	85	106	13,5	10,4	8,9	7,3	1,3	1,2	18,2	13,6	2,9	3,3	2,4
Rapala VMC Oyj	143	236	17,0	10,7	9,3	6,9	0,9	0,8	21,2	11,6	2,7	5,4	0,9
Stanley Black & Decker Inc	11447	18028	27,0	13,2	17,9	10,6	1,2	1,1	82,6	15,8	4,1	4,2	1,3
Villeroy & Boch AG	590	465	4,9	4,6	3,4	3,3	0,5	0,4	8,3	7,8	5,8	6,1	1,4
Husqvarna	4472	5870	15,1	12,3	9,2	8,0	1,3	1,2	18,2	13,9	3,2	3,5	2,1
Fiskars (Inderes)	1341	1546	11,4	9,5	8,1	6,8	1,3	1,2	13,9	11,6	4,8	4,9	1,6
Keskiarvo			13,9	9,8	9,0	7,0	1,2	1,1	22,9	11,9	3,8	4,8	1,9
Mediaani			13,6	10,2	8,8	7,1	1,0	1,1	17,9	12,6	3,6	4,7	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			-16 %	-7 %	-8 %	-5 %	25 %	13 %	-22 %	-8 %	33 %	5 %	16 %

Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1254	333	319	293	304	1248	291	302	282	312	1187,1	1260	1300	1340
Vita	545	121	127	140	176	564	110	123	132	183	547,7	594	618	642
Terra	535	173	139	108	86,8	507	144	131	106	88,4	469,1	488	500	513
Crea	171	38,1	52,0	43,1	40,3	173	36,9	46,7	42,7	39,9	166,2	174	178	182
Muut	3,8	0,9	0,9	1,1	1,0	3,9	0,9	0,9	1,1	1,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Käyttökate	204	56,5	54,4	44,2	38,4	194	40,5	47,1	49,2	53,7	190,4	220	234	240
Poistot ja arvonalennukset	-61,3	-15,1	-14,9	-14,8	-14,0	-58,8	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-60,0	-62,7	-64,8	-65,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	154	51,8	36,3	33,7	29,2	151	30,5	32,1	34,2	38,7	135	157	169	175
Liikevoitto	143	41,4	39,5	29,4	24,4	135	25,5	32,1	34,2	38,7	130	157	169	175
Vita	69,4	10,7	14,1	24,6	36,1	85,5	7,7	14,8	23,7	38,4	84,6	95,0	98,8	103
Terra	50,9	35,5	9,9	1,4	-12,7	34,1	21,6	11,1	6,2	-1,8	37,1	46,3	55,0	56,4
Crea	36,3	8,1	11,6	10,0	4,5	34,2	5,5	10,5	8,5	7,2	31,8	34,9	35,6	36,3
Muut	-13,8	-2,4	-6,6	-6,6	-3,5	-19,1	-4,3	-4,3	-4,3	-5,2	-18,1	-19,0	-19,9	-20,9
Nettorahoituskulut	0,0	0,7	-0,8	-2,6	-9,0	-11,7	-3,5	-3,5	-3,0	-3,0	-13,0	-9,9	-9,9	-6,4
Tulos ennen veroja	144	42,6	39,3	27,6	14,6	124	22,0	28,6	31,2	35,7	117,4	147	160	168
Verot	-56,5	-11,2	-5,8	-4,9	-3,1	-25,0	-4,6	-6,0	-6,5	-7,5	-24,7	-30,9	-35,1	-38,7
Vähemmistöosuudet	-1,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Nettotulos	86,7	31,2	33,4	22,3	11,3	98,2	17,2	22,4	24,3	27,9	91,8	116	124	129
EPS (oikaistu)	1,21	0,52	0,38	0,33	0,20	1,42	0,27	0,28	0,30	0,35	1,20	1,43	1,53	1,59
EPS (raportoitu)	1,06	0,39	0,41	0,28	0,14	1,22	0,21	0,28	0,30	0,35	1,14	1,43	1,53	1,59

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	12,4 %	10,2 %	3,9 %	0,3 %	-14,0 %	-0,5 %	-12,5 %	-5,5 %	-3,8 %	2,8 %	-4,9 %	6,2 %	3,1 %	3,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	41,5 %	11,1 %	-12,3 %	-1,2 %	-9,5 %	-2,2 %	-41,1 %	-11,6 %	1,4 %	32,4 %	-10,3 %	16,1 %	7,8 %	3,0 %
Käyttökate-%	16,3 %	17,0 %	17,0 %	15,1 %	12,6 %	15,5 %	13,9 %	15,6 %	17,5 %	17,2 %	16,0 %	17,5 %	18,0 %	17,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,3 %	15,6 %	11,4 %	11,5 %	9,6 %	12,1 %	10,5 %	10,6 %	12,1 %	12,4 %	11,4 %	12,5 %	13,0 %	13,0 %
Nettotulos-%	6,9 %	9,4 %	10,5 %	7,6 %	3,7 %	7,9 %	5,9 %	7,4 %	8,6 %	8,9 %	7,7 %	9,2 %	9,5 %	9,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	898	877	892	904	909
Liikearvo	219	221	221	221	221
Aineettomat hyödykkeet	270	279	280	281	282
Käyttöomaisuus	145	257	271	282	286
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	91,6	84,8	84,8	84,8	84,8
Muut pitkäaikaiset varat	145	6,4	6,4	6,4	6,4
Laskennalliset verosaamiset	27,5	29,0	29,0	29,0	29,0
Vaihtuvat vastaavat	537	709	585	601	659
Vaihto-omaisuus	273	365	285	277	286
Muut lyhytaikaiset varat	2,6	8,9	8,9	8,9	8,9
Myyntisaamiset	230	219	220	239	247
Likvidit varat	31,5	116	71,2	75,6	117
Taseen loppusumma	1435	1586	1477	1505	1568

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	816	836	863	914	971
Osakepääoma	77,5	77,5	77,5	77,5	77,5
Kertyneet voittovarot	735	754	781	832	890
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Pitkäaikaiset velat	144	275	237	211	202
Laskennalliset verovelat	32,1	34,5	34,5	34,5	34,5
Varaukset	3,4	13,2	13,2	13,2	13,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	223	185	159	150
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	108	4,0	4,0	4,0	4,0
Lyhytaikaiset velat	475	475	376	381	395
Lainat rahoituslaitoksilta	64,4	218	84,6	58,8	50,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	370	250	285	315	338
Muut lyhytaikaiset velat	40,5	6,9	6,9	6,9	6,9
Taseen loppusumma	1435	1585	1477	1505	1568

DCF-laskelma

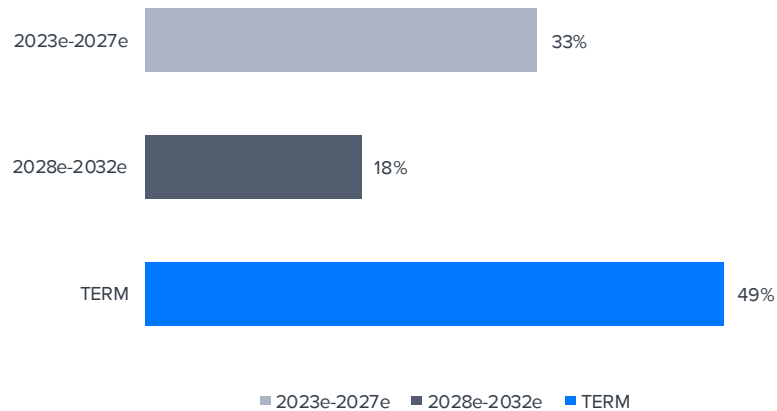
DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-0,5 %	-4,9 %	6,2 %	3,1 %	3,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	10,8 %	11,0 %	12,5 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %	12,5 %	12,0 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Liikevoitto	135	130	157	169	175	178	174	171	167	163	166	
+ Kokonaispoistot	59	60	63	65	66	66	67	68	68	66	67	
- Maksetut verot	-24	-25	-31	-35	-39	-40	-39	-38	-37	-36	-39	
- verot rahoituskuluista	-2,4	-2,7	-2,1	-2,2	-1,5	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-241	114	18,0	6,7	-6,1	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,4	
Operatiivinen kassavirta	-74	277	205	204	194	199	197	195	192	187	189	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-94	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-36	-75	-75	-70	-69	-73	-74	-68	-75	-75	-79	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-204	202	130	134	125	126	123	128	117	112	110	
+/- Muut	44	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-160	202	130	134	125	126	123	128	117	112	110	1860
Diskontattu vapaa kassavirta		190	113	108	93	87	79	75	64	57	52	873
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1792	1602	1489	1381	1288	1200	1122	1046	982	925	873
Velaton arvo DCF		1792										
- Korolliset velat		-441										
+ Rahavarat		116										
-Vähemmistöosuus		-6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1461										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,1										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	1116,2	1254,3	1248,4	1187,1	1260,2	EPS (raportoitu)	0,83	1,06	1,22	1,14	1,43
Käyttökate	173,4	204,2	193,5	190,4	220,0	EPS (oikaistu)	0,97	1,21	1,42	1,20	1,43
Liikevoitto	98,1	142,9	134,7	130,4	157,3	Operat. kassavirta / osake	2,57	1,97	-0,92	3,44	2,54
Voitto ennen veroja	89,9	144,2	124,1	117,4	147,4	Vapaa kassavirta / osake	2,19	0,94	-1,99	2,51	1,61
Nettovoitto	67,7	86,7	98,2	91,8	115,5	Omapääoma / osake	9,30	9,97	10,32	10,64	11,27
Kertaluontoiset erät	-11,0	-11,5	-16,3	-5,0	0,0	Osinko / osake	0,60	0,76	0,80	0,80	0,82
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	1342,0	1435,4	1585,6	1476,5	1505,3	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	12 %	0 %	-5 %	6 %
Oma pääoma	761,7	816,3	835,7	863,0	914,0	Käyttökateen kasvu-%	45 %	18 %	-5 %	-2 %	16 %
Liikearvo	213,7	219,1	221,2	221,2	221,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	41 %	-2 %	-10 %	16 %
Nettovelat	49,9	33,6	325,2	198,8	142,1	EPS oik. kasvu-%	14 %	25 %	18 %	-16 %	19 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	15,5 %	16,3 %	15,5 %	16,0 %	17,5 %
Käyttökate	173,4	204,2	193,5	190,4	220,0	Oik. Liikevoitto-%	9,8 %	12,3 %	12,1 %	11,4 %	12,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	60,7	12,0	-241,3	114,3	18,0	Liikevoitto-%	8,8 %	11,4 %	10,8 %	11,0 %	12,5 %
Operatiivinen kassavirta	209,6	160,5	-74,3	277,3	205,0	ROE-%	8,9 %	11,0 %	11,9 %	10,9 %	13,1 %
Investoinnit	-14,3	-130,4	-35,8	-75,0	-75,0	ROI-%	11,0 %	16,4 %	12,6 %	10,8 %	13,9 %
Vapaa kassavirta	178,2	76,5	-160,0	202,3	130,0	Omavaraisuusaste	56,8 %	56,9 %	52,7 %	58,4 %	60,7 %
						Nettovelkaantumisaste	6,6 %	4,1 %	38,9 %	23,0 %	15,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,1	1,5	1,3	1,3	1,2						
EV/EBITDA (oik.)	7,4	9,4	8,1	8,1	6,8						
EV/EBIT (oik.)	11,7	12,4	10,4	11,4	9,5						
P/E (oik.)	15,5	19,1	10,8	13,9	11,6						
P/B	1,6	2,3	1,5	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	4,0 %	3,3 %	5,2 %	4,8 %	4,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa 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 liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.3.2020	Lisää	9,00 €	7,91 €
7.5.2020	Vähennä	10,00 €	10,38 €
31.7.2020	Vähennä	11,50 €	12,00 €
14.10.2020	Lisää	13,00 €	12,14 €
2.11.2020	Lisää	14,00 €	12,88 €
7.1.2021	Lisää	16,00 €	15,26 €
8.2.2021	Vähennä	15,00 €	15,60 €
20.4.2021	Lisää	18,00 €	16,80 €
29.4.2021	Lisää	19,00 €	17,58 €
29.7.2021	Lisää	22,00 €	20,20 €
1.11.2021	Lisää	23,00 €	21,25 €
10.11.2021	Lisää	24,00 €	21,10 €
28.12.2021	Lisää	24,00 €	22,75 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
5.2.2022	Lisää	24,00 €	22,05 €
2.5.2022	Lisää	24,00 €	21,90 €
19.7.2022	Lisää	20,00 €	18,40 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
29.7.2022	Lisää	20,00 €	18,60 €
26.9.2022	Lisää	18,00 €	15,20 €
31.10.2022	Lisää	18,00 €	15,22 €
23.12.2022	Lisää	17,00 €	15,22 €
16.1.2023	Lisää	17,50 €	16,80 €
8.2.2023	Lisää	18,00 €	17,10 €
15.3.2023	Lisää	18,00 €	16,62 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**