

Fiskars

Laaja raportti

19.3.2024 19:05



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Osakkeen hinnoittelu vaatii selvää tuloskasvua

Fiskars pyrkii mielestämme strategiassaan oikeaan suuntaan, mutta heikentynyt kysyntä on painanut sen tuloksen takaisin koronaa edeltävälle tasolle. Uskomme tuloksen parantumiseen, mutta se on nähdäksemme myös jo hinnoiteltu osakkeeseen. Toistamme Myy-suosituksen ja 15 euron tavoitehinnan.

Fiskarsilla on laaja brändivalikoima kuluttajatuotteita ja lähes globaali maantieteellinen peitto

Fiskars on laajan ja arvostetun brändisalkun omaava kuluttajatuote-yhtiö, jonka tuotteet keskittyvät mm. erilaisiin kodintuotteisiin, puutarhaan ja ulkoiluun. Nykymuotoinen Fiskars-konserni on muodostunut sen historiallisen pääbrändin, Fiskarsin, lisäksi usean yrityskaupan myötä, jotka ovat vieneet yhtiön uusille maantieteellisille alueille ja tuotekategorioihin. Konsernin brändiportfolioon kuuluvia brändejä ovat mm. Fiskars, Iittala, Royal Copenhagen, Gerber, Wedgwood ja Waterford sekä viime vuonna ostettu Georg Jensen. Viime vuonna yhtiö yhdisti aiemmat Terra ja Crea -divisioonat Fiskars-divisioonaksi, jonka lisäksi sillä on yritysostojen kautta muodostunut Vita-divisioona. Fiskars on globaali toimija, joskin pääpaino liikevaihdosta (~80 %) tulee USA:sta ja Euroopasta. Fiskarsin tuotteita on saatavilla yli 100 maassa ja sillä on toimintoja yli 30 maassa.

Pitkä muodonmuutosmatka takana, tulos valahti viime vuonna koronaa edeltäville tasoille

Fiskars on viimeisen 15 vuoden aikana tehnyt muutoksen jokseenkin sekavasta holdingyhtiöstä selkeäksi kuluttajatuotekokonaisuudeksi. Yhtiö on myös nykyisen johdon kaudella eli viimeisen kolmen vuoden aikana suuntautunut selvästi selkeämmin kasvuun, mutta pyrkii samaan aikaan parantamaan kannattavuutta. Heikentyneen kysynnän vuoksi kasvua ei kuitenkaan ole saatu ja oikaistu liikevoittotaso painui vahvojen 2021-22 jälkeen viime vuonna koronaa edeltäneelle noin 100 MEUR:n tasolle (kun lasketaan Georg Jensen koko vuodelle). Näemme nykyisen johdon toimet ja strategian sinällään hyvinä, mutta yhtiön tavoittelema tulostaso kaipaa selvästi lisää volyyymiä johon vaaditaan markkinan toipumista. Tätä Fiskarskaan ei odota vielä tänä vuonna. Näemme myös yhtiön tavoitteleman 15 %:n oik. liikevoittomarginaalin haastavana tavoitteena, etenkin tavoitevuodelle 2025. Fiskars ylsi koronapandemian tukemana parhaimmillaan noin 12 %:n marginaaliin, johon odotamme yhtiön pääsevän myös vuonna 2026. Tämä olisi jo selkeä parannus 2023-24 alle 10 %:n tasoista.

Tänä vuonna parannusta tehostamisella, orgaanista kasvua taas 2025

Fiskarsin kuluvan vuoden ohjeistus viittaa oik. liikevoittomarginaalin pysyvän karkeasti ennallaan ja jäävän alle 10 %:n, yhtiön merkittävistä tehostamisohjelmista huolimatta. Tuloksen parantuminen tänä vuonna syntyy yksinomaan tehostamistoimilla, kun odotuksissa ei ole orgaanista kasvua. Tehostamistoimien hyötykin katoaa osin palkkainflaation ja heikon kysynnän alle. Ennustamme 2023 pro forma oik. liikevoittoon (101 MEUR) verrattuna kuitenkin selkeää parannusta. Ennusteemme ovat käytännössä ennallaan.

Neutraalikin arvostus vaatii reipasta tuloskasvua viime vuoden heikolta tasolta – jota lähivuosina odotammekin

Fiskarsin 2024 arvostuskertoimet ovat yli hyväksyttävien kertomiemme ja vuoden 2025 ennusteillakin niiden yli tai yläreunassa. Näin ollen näemme osakkeen tuotto-odotuksen heikkona lähivuosien hyvästä tuloskasvusta huolimatta. Nähdäksemme 2022-23 aikana selvästi heikentynyt tulostaso sekä osin hieman yllättävä yritysosto toivat kolhun yhtiön sijoitusprofiiliin, joka oli 2020-22 muovautunut uskottavammaksi orgaanisen tuloskasvun ja kannattavuuspotentiaalin osalta.

Suositus

Myy

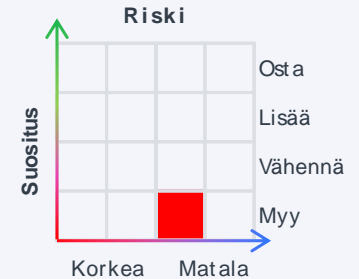
(aik. Myy)

15,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

16,78



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1130	1233	1302	1356
kasvu-%	-10 %	9 %	6 %	4 %
EBIT oik.	110,2	118,7	145,7	160,3
EBIT-% oik.	9,8 %	9,6 %	11,2 %	11,8 %
Nettotulos	69,9	39,5	90,9	110,9
EPS (oik.)	1,01	0,98	1,19	1,37

P/E (oik.)	17,5	17,0	14,1	12,2
P/B	1,7	1,7	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	4,7 %	5,1 %	5,4 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	17,0	15,2	12,0	10,8
EV/EBITDA	11,4	12,6	8,0	7,2
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,3	1,3

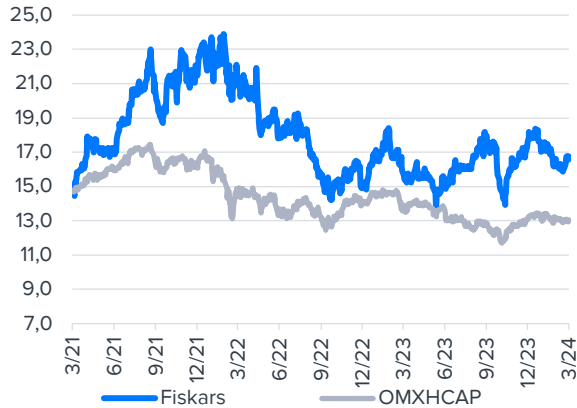
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

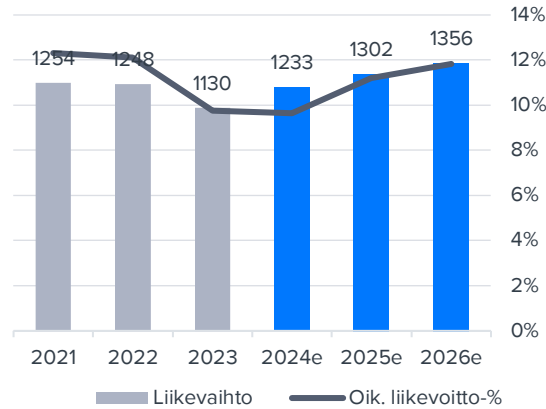
Fiskars odottaa vertailukelpoisen EBITin olevan hieman yli vuoden 2023 tason (110,3 MEUR)

Osakekurssi



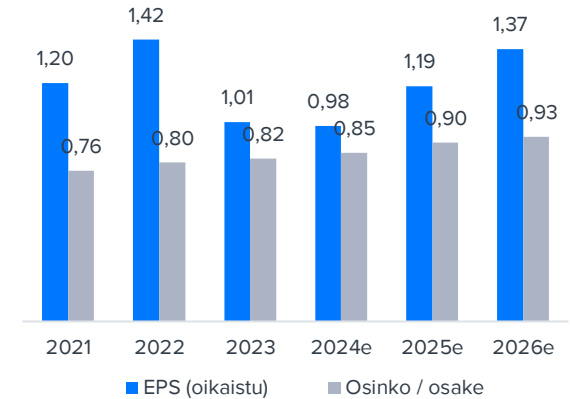
Lähde: Millistream Market Data AB

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
- Aktivoituminen yrityskaupoissa lisää riskiä esim. niiden arvostuksen ja integroinnin suhteen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	16,8	16,8	16,8
Osakemäärä, milj. kpl	80,8	80,8	80,8
Markkina-arvo	1356	1356	1356
Yritysarvo (EV)	1800	1755	1737
P/E (oik.)	17,0	14,1	12,2
P/E	34,3	14,9	12,2
P/B	1,7	1,7	1,6
P/S	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,3
EV/EBITDA (oik.)	12,6	8,0	7,2
EV/EBIT (oik.)	15,2	12,0	10,8
Osinko/tulos (%)	173,7 %	80,0 %	67,8 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,4 %	5,5 %

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
ESG	37
Taulukot	38-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Fiskars-konserni lyhyesti

Fiskars-konserni on suomalainen kuluttajatuoteyhtiö. Yhtiön päätuoteryhmät liittyvät kotiin, askarteluun, puutarhanhoitoon, ulkoiluun, ruoanlaittoon, sisustamiseen ja kattamiseen ja tuotteita myydään yli 100 maassa. Fiskars-konserni palvelee ihmisiä ympäri maailmaa brändiportfoliolla, johon kuuluu kansainvälisesti tunnettuja brändejä kuten Fiskars, Georg Jensen, Gerber, Iittala, Royal Copenhagen, Waterford ja Wedgwood.

1649

Perustamisvuosi

1915

Listautuminen

1130 MEUR (-10 % vertailukelpoisesti vs. 2022)

Liikevaihto 2023

110 MEUR (marginaali 9,8 %)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2023

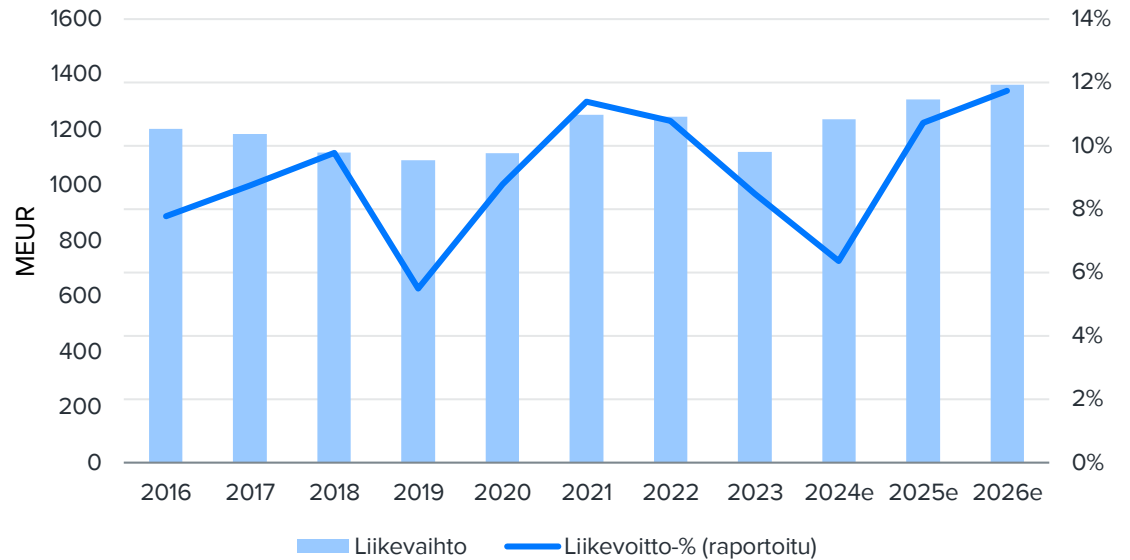
19 %

Liikevaihdon osuus Euroopan ja Amerikan ulkopuolella

6714

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 sekä tuoreimpana vuoden 2023 lopussa hankittu Georg Jensen. 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 (49 % liikevaihdosta) ja Pohjois-Amerikka (32 % liikevaihdosta). Fiskarsilla oli 2023 lopussa noin 450 omaa myymälää, joista suurin osa sijaitsee Aasian ja Tyynenmeren alueella.

Yhtiö uudelleenorganisoitui kahteen segmenttiin 2023 lopulla

Fiskars muutti organisaatorakennettaan vuoden 2023 lopulla ja koostuu nykyisin kahdesta segmentistä: Fiskars ja Vita. Vita on koostumukseltaan samanlainen kuin ennenkin (lisäyksenä Georg Jensen -yritysosto) ja Fiskars-segmentti koostuu aiemmista Terra ja Crea segmenteistä. Samalla liiketoimintavastuu siirtyi vahvasti konsernitasolta segmenteille tai enemmänkin yksittäisille brändeille. Konsernitasolla on tiettyjä ”skaalautuvia” toimintoja, joista selkeimmät synergiat kahden segmentin välillä tulee logistiikasta ja varastoista. Muutoin synergiat ovat suhteellisen pienet ja nähdäksemme nykyiset Vita ja Fiskars voisi melko helposti eriyttää omiksi yhtiöiksi. Tällaista

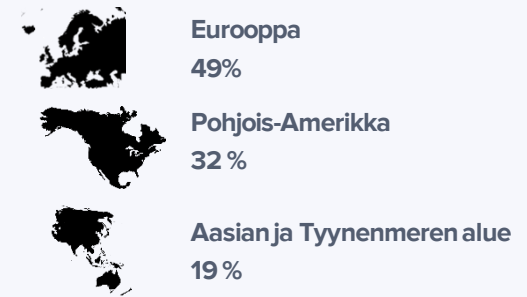
suunnitelmaa ei kuitenkaan yhtiöstä ole viestitty. Konsernin Muut-liiketoiminta sisältää konsernin sijoitukset, kiinteistöyksikön ja konsernitoiminnot. Konsernihallinnon tehtävä on nykyisin enemmän brändiportfolion hallinta kuin aktiivinen operatiivinen toiminta. Muutos kahteen segmenttiin on mielestämme looginen, huomioiden mm. niiden samanlainen jakelukanalogiikka ja Fiskars-brändin iso rooli aiemmissa Terra- ja Crea-segmenteissä.

Fiskars (51 % liikevaihdosta) tarjoaa välineitä ja työkaluja puutarhaan, ruuanlaittoon, askarteluun (etenkin saksit) ja ulkoiluun. Segmentin selkeästi suurin brändi on Fiskars ja lisäksi siihen sisältyy veitsi/ulkoilubrändi Gerber. Fiskars-segmentin myynti painottuu kausiluonteisesti vuoden ensimmäiselle puoliskolle. Segmentin tuotteita myydään lähes yksinomaan kolmansien osapuolten myymälöissä.

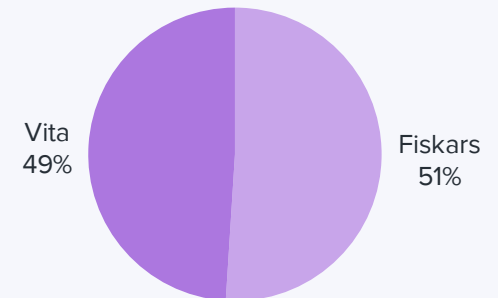
Vita (49 % liikevaihdosta) koostuu konsernin premium/luksus- kattaus-, lasi-, sisustus- ja korukategorioista. Iittala, Georg Jensen, Royal Copenhagen, Waterford, Wedgwood -brändit ovat suurimmat brändit. Segmentin tuotteille loppuvuoden juhlasesonki on erittäin tärkeä, minkä vuoksi sen liikevaihto ja -voitto painottuvat vuoden viimeiselle neljännekselle.

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

Liikevaihdon jakauma 2023



Liikevaihto segmenteittäin, 2023



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 70-75 %:a Fiskarsin liikevaihdosta. Siitä kuitenkin vajaa 10 %-yksikköä menee ulkopuolisille verkkokaupoille ja koko verkkokaupan osuus on yli 15 % liikevaihdosta. Tukkumyyntiä kutsutaan myös termillä epäsuora myynti.

Yrityskauppojen mukana yhtiöön on tullut myös suoraa kuluttajamyyntiä (aiemmin omia myymälöitä, nykyisin myös verkkokauppa) Vita-segmenttiin isoilla brändeillä. Fiskars-segmentissä tukkumyynti tuo yli 95 % liikevaihdosta, kun taas Vitaa suora kuluttajamyynti oli jo lähes 50 % liikevaihdosta vuonna 2023. Konsernitasolla omat kaupat tuovat 17 % liikevaihdosta ja oma verkkokauppa 8 %, joten suora kuluttajamyynti tuo yhteensä noin 25 %.

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

Omat myymälät painottuvat Aasiaan

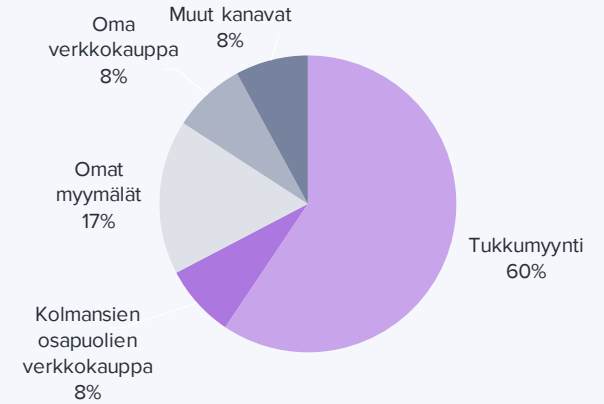
Fiskarsilla oli vuoden 2023 lopussa noin 450 myymälää tai shop-in-shopia. Määrä kasvoi vuoden 2022 loppuun nähden noin 100, kun Georg Jensenin kaupat tulivat yritysoston myötä Fiskarsiin. Vertailukelpoisesti kauppojen lukumäärä oli suunnilleen sama. Valtaosa näistä on pienempiä shop-in-shopeja, joita 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 3/4 myymälöistä. Aasian markkinat ovat brändivetoisia ja toisaalta siellä Fiskarsilla ei ole samanlaista historiaa tukkumyynninä kuin Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa, joten tämä on mielestämme luonnollista. Fiskarsilla on Aasiassa myymälöitä mm. litala, Georg Jensen, Royal Copenhagen ja Wedgwood -brändien alla. Fiskarsin muut myymälät sijaitsevat pääosin Euroopassa, jossa sillä on lähinnä litalan, Georg Jensenin ja Royal Copenhagenin myymälöitä. Amerikassa ei ole lainkaan omia myymälöitä. Siellä aiemmin olleet myymälät olivat 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, joskin viime vuonna se oli melko stabiili. Tämä johtuu heikompien kauppojen ja/tai kaupakonseptien sulkemisista. Luonnollisesti myös koronapandemia toi omat haasteensa viime vuosina kivijalkakaupoille. Myymälämäärän laskusta huolimatta kokonaisyhteistyö omissa kaupoissa on ollut nousevalla trendillä, jonka perusteella niiden tehokkuus on kasvanut. Pidemmän päälle kasvava suora kuluttajamyynti vaatii mielestämme myös myymäläverkoston kasvattamista. Verkkokaupan kasvulla voidaan myös kasvattaa yhtiön omaa kuluttajamyyntiä.

Liikevaihto myyntikanavan mukaan, 2023



Myymälät tyypeittäin (~450 kpl 2023 lopussa)



Omat myymälät 18 %



Outlet-myymälät 15 %



Kumppanien kaupat (shop-in-shop) 67 %

Myymälöiden maantieteellinen jakauma



Aasian ja Tyynenmeren alue
74 %



Eurooppa, Lähi-Itä ja Afrikka
26 %



Pohjois-Amerikka
0 %

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/12 – segmenttien yleiskuvaus

Liiketoiminta-alue (osuus
2023 liikevaihdosta)

Tärkeimmät tuotekategoriat ja brändit

Päämarkkinat

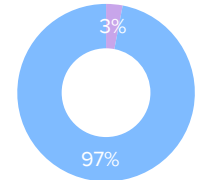
Jakelukanavat

Fiskars (51 %)



- Puutarhanhoitotuotteet (Fiskars) 55 %
- Ulkoilu (Gerber) ~15 %
- Sakset (Fiskars) 13 %
- Ruuanlaitto (Fiskars) 9 %

- USA (~50 %)
- Pohjois- ja Keski-Eurooppa (~45 %)



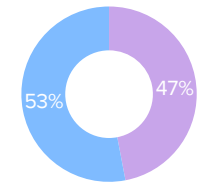
■ Suora kuluttajamyynti ■ Epäsuora

Vita (49 %)



- Kattaus ~60 %
- Sisustus 18 %
- Korut 10 %

- Eurooppa (~50 %), etenkin Pohjois-Eurooppa ja Iso-Britannia
- Amerikat (~10 %), etenkin USA
- Aasia-Tyynimeri 35 % (etenkin Kiina, Japani ja Australia)



■ Suora kuluttajamyynti ■ 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	41 % ¹ (~460 MEUR)	Tuotteet puutarhanhoitoon, ruoanlaittoon ja askarteluun	1649	1649	Fiskars
 ROYAL COPENHAGEN <small>BY APPOINTMENT TO THE ROYAL DANISH COURT</small>	10 % ¹ (~110 MEUR)	Luksustason tanskalaisia posliinituotteita: sisustus ja kattaminen	1775	2013	Vita
 WEDGWOOD <small>MADE IN ENGLAND JW 1759</small>	9 % ¹ (~100 MEUR)	Luksustason posliinisia ruoka- ja teeastioita sekä koriste-esineitä	1759	2015	Vita
 GERBER	8 % ¹ (~90 MEUR)	Veitset, monitoimityökalut ja ongelmanratkaisutuotteet	1939	1986	Fiskars
IITALA 1881	8 % ¹ (~85 MEUR)	Pohjoismaista muotoilua: sisustus, kattaminen, lahjatavarat	1881	2007	Vita
WATERFORD	6 % ¹ (~60 MEUR)	Irlantilaista kristallia: sisustus, kattaminen, lahjat	1783	2015	Vita
GEORG JENSEN <small>ESTABLISHED 1904</small>	5 % ^{1,2} (~50 MEUR)	Tanskalainen luksusbrändi koruissa ja kodintuotteissa	1904	2023	Vita
 MOOMIN ARABIA <small>FINLAND</small>	4 % ¹ (~40 MEUR)	Strateginen yhteistyö Rights & Brandsin kanssa (Muumi-brändin haltija), astioita ja myös tekstiilejä	2016	2016	Vita
ROYAL DOULTON <small>LONDON 1815</small>	< 2 % ³	Englantilainen kattamis- ja sisustusbrändi	1815	2015	Vita
 Rörstrand	< 2 % ³	Ruotsalainen astiasarjabrändi, Euroopan 2. vanhin posliinituotemerkki	1726	2007	Vita
ARABIA 1873	< 2 % ³	Suomalainen astiasarjabrändi	1873	2007	Vita
ROYAL ALBERT <small>ENGLAND 1904</small>	< 2 % ³	Englantilainen lahjatavarabrändi: kukikkaiset teeastiat	1896	2015	Vita
HACKMAN [®]	< 2 % ³	Ruokailuvälineet (keitto- ja paistiastiat siirretty aiemmin Fiskars-brändin alle)	1789	2007	Fiskars

*Lista ei sisällä kaikkia Fiskarsin omistamia brändejä Lähde: 1) Raportoituja lukuja vuodelta 2023 2) Georg Jensen mukana vain Q4:n osalta, Georg Jensenin koko vuoden liikevaihto noin 150 MEUR 3) Inderesin arvio liikevaihdon kokoluokasta

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/12 - Vita-segmentti

Premium- ja luksustuotteita kattamiseen, lahjatavaroihin ja sisustamiseen

Vita-segmentti tarjoaa premium- ja luksustuotteita kattamiseen, lahjatavaroihin ja sisustamiseen. Segmentin liikevaihto vuonna 2023 oli 555 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 62 MEUR (marginaali 11,2 %). Georg Jensen on luvuissa vain Q4:n osalta, joka vastaa noin 1/3 sen vuoden liikevaihdosta, mutta koko liikevoittoa. Fiskars-konsernin henkilöstöstä selkeä enemmistö 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 pääosin neljästä yritysostosta: littala vuonna 2007, Royal Copenhagen 2013, WWRD 2015 ja Georg Jensen 2023. 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 (tai viime vuoden luvuilla heikohkoa) ja WWRD oli yritysostona mielestämme selkeä 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.

Nykyisin entiset WWRD-brändit tekevät arviomme mukaan vaihtelevaa tulosta, sillä Wedgwood-brändi on kehittynyt hyvin, mutta Waterfordissa on ollut pitkäaikaisia kannattavuushaasteita. Muut brändit (Royal Doulton, Royal Albert ja Rogaska) ovat suhteellisen pieniä ja uskomme niiden olevan kannattavuudeltaankin segmentin keskitasoa alapuolella. WWRD-brändien myynti oli arviomme mukaan 2023 alle 250 MEUR, kun se Fiskarsin ostaessa yhtiön 2015 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 käsittääksimme kelvollisessa kunnossa. Georg Jensen -oston laatua voidaan arvioida vasta 2-3 vuoden kuluttua.

Brändeillä entistä vahvempi rooli

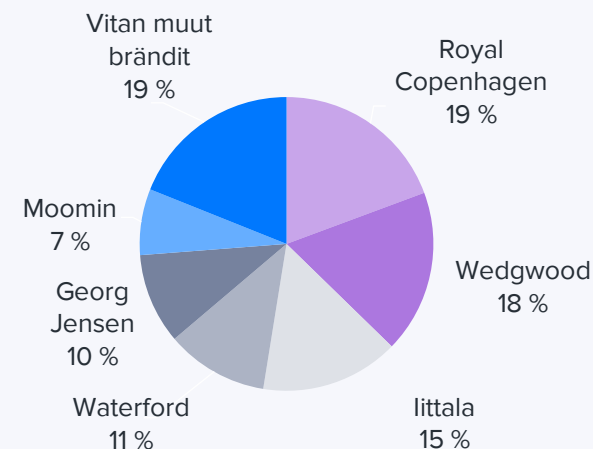
Fiskarsin viime vuoden organisaatiouudistuksen yhteydessä brändiorganisaatioiden rooleja vahvistettiin ja nykyisin brändit ovatkin selkeästi itsenäisiä tulosvastuullisia yksiköitä. Vita-segmentin tasolla hyödynnetään yhtiön skaalaa esim. vuokratilojen, IT-kehityksen, alihankinnan ja tukkuasiakkaiden suhteen ja konsernitasolla yhteistä on lähinnä logistiikka, kuten aiemmin totesimme.

Tämän tyyppinen organisoituminen tekee myös uusien brändien liittämisen Fiskarsiin helpommaksi, kun on selvää miltä osin toimintoja integroidaan Fiskarsiin. Yhtiö onkin avoin uusille yritysostoille, joiden koko on olettavasti liikevaihdoltaan yli 100 MEUR, jotta brändi on riittävän merkittävä Fiskarsin kokonaisuudessa.

Vita-segmentin kehitys



Vitan liikevaihto brändeittäin, 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/12 - Vita-segmentti on muodostunut yrityskaupoista



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/12 - Vita-segmentti

Tuotekategoriat

Vita-segmentin suurin tuotekategoria on Ruokailuastiat, joka tuo arviomme mukaan noin puolet segmentin 2023 liikevaihdosta. Lähes kaikilta segmentin brändeiltä löytyy ruokailuasioita. Segmentin muut merkittävät kategoriat ovat Sisustus ja Juoma-astiat sekä Georg Jensen –oston myötä merkittävästi kasvaneet Korut. Tuoteportfoliossa on hintakategorialtaan tuotteita/brändejä arkisen matalasta hintatasosta selkeisiin luksustuotteisiin (Georg Jensen, 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-kategorioita. Tästä on vielä vähäisesti näyttöjä, mutta uskomme, että osa pääbrändistä voisi ajan myötä hyvin tämänkaltaisessa brändin laajentumisessa onnistua.

Jo puolet myynnistä omista kanavissa

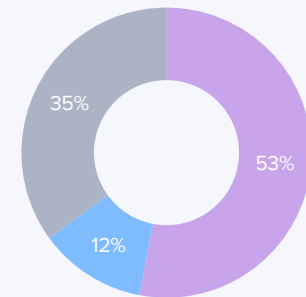
Vita-segmentin liikevaihdosta noin puolet tulee tukkukaupasta, minkä kautta tuotteet löytävät tiensä mm. suuriin tavarataloihin (mm. Macy's, Bloomingdale's Yhdysvalloissa, Stockmann Suomessa tai Harrods Englannissa). Vita-segmentin tuotteet ovat usein myynnissä tasokkaissa kanavissa, sillä tuotteet edustavat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

Vita-segmentin liikevaihdosta noin puolet tulee yhtiön omien suorien kanavien kautta, joihin kuuluvat omat myymälät, shop-in-shopit, outletit ja oma verkkokauppa. Viidellä 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 liittala-, Royal Copenhagen- ja WWRD-yrityskauppojen jälkeen. Omien myymälöiden myynnin kasvu ei siis välttämättä ole liikevoittomarginaalia tukevaa. Sen sijaan oman verkkokaupan kasvulla on yhtiön mukaan myös liikevoittotasolla marginaalia parantava vaikutus.

Kausiluonteisesti vahva paino Q4:llä

Vita-segmentin liikevaihto ja tulos ovat historiallisesti painottuneet vuoden jälkimmäiselle puoliskolle ja Georg Jensen –kauppa vahvisti tätä kausiluonteisuutta. Kun tarkkaillaan viime vuosien lukuja, noin 59 % segmentin liikevaihdosta syntyi H2:lla ja vertailukelpoisesta liikevoitosta 99 % toteutui H2:lla, josta noin 70 % Q4:llä. Q4 ja varsinkin loppuvuoden juhlasesonki on segmentille erittäin tärkeä, sillä näitä tuotteita ostetaan usein lahjaksi.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2023



■ Eurooppa ■ Amerikat ■ Aasian ja Tyynenmeren alue

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/12 - Fiskars-segmentti

Välineitä ja työkaluja kotiin, puutarhaan ja ulkoiluun sekä ikonisia saksia

Nykyinen Fiskars-segmentti on aiempien Terra- ja Crea-segmenttien yhdistelmä. Sen pääbrändi on luonnollisesti Fiskars (noin 80 % segmentin liikevaihdosta) ja toisena, selvästi pienempänä, Gerber (16 % liikevaihdosta). Liikevaihto vuodelta 2023 oli 570 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 74 MEUR (marginaali 12,9 %).

Fiskars-segmentin tuotekategorioista suurin on Puutarhanhoito (55 % liikevaihdosta 2023). Siihen kuuluvat mm. Fiskars-brändin haravat, kirveet tms. Ulkoilu-kategoria (16 %) koostuu Gerberin tuotteista, kuten erikoisveitsistä ja monitoimityökaluista. Entisen Crean puolelta Sakset (13 %), Ruuanlaitto (9 %) ja Askartelu (5 %) ovat muut merkittävät tuoteryhmät.

Fiskars ja Gerber ovat segmentin keihäänkärjet

Segmentin nimen mukaisesti Fiskars-brändin tuotteita löytyy lähes kaikista sen segmentin tuotekategorioista. Fiskarsin tunnettuja puutarhatuotteita ovat mm. kirveet, haravat, lapiot, pensasleikkurit ja sahat. Entisen Crean tuotteita Fiskarsin brändillä ovat mm. klassiset oranssikahvaiset sakset, paperileikkurit, keittiötyövälineet, keitto- ja paistoastiat sekä veitsit. Fiskarsin tuotteita on myös myynissä useimmissa konsernin toimintamaissa ja brändi on Yhdysvalloissa suurin puutarhanhoitoon keskittyvä brändi sekä suurin saksibrändi.

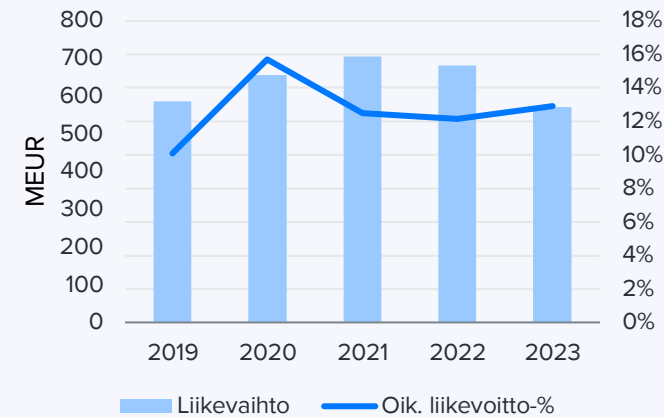
Gerber on yhdysvaltalainen ulkoilubrändi, joka on tunnettu monitoimityökaluista ja veitsistä, joita käytetään esim. retkeilyssä, vaeltamisessa,

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 on pieni. Gerber on viime vuosina tavoitellut tuoteportfolion laajentamista uusiin kategorioihin ja olemaan enemmän vapaa-aika/ulkoilu-brändi kuin pelkkä veitsi/armeijahenkinen brändi. Maantieteellinen laajennus, josta lähinnä Euroopan osalta on vuosien varrella puhuttu, ei ole mielestämme lähiaikoina todennäköistä.

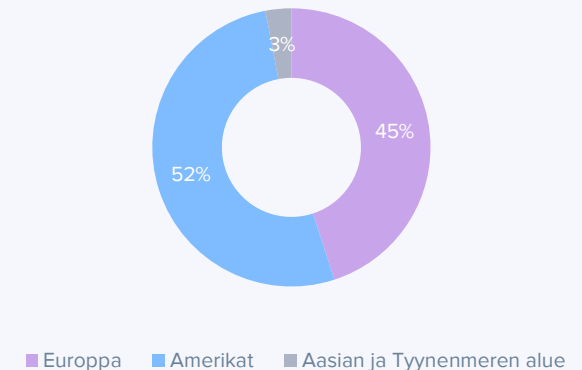
Salkku kattaa monia pieniä paikallisia brändejä

Segmentti sisältää myös lukuisia yritystojojen kautta konserniin tulleita pieniä paikallisia brändejä, mutta näiden liikevaihto on yhteenlaskettunakin 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.

Fiskars-segmentin kehitys



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/12 - Fiskars-segmentti

Kausiluonteisesti vahva paino H1:llä

Segmentin tulos on painottunut puutarhatuotteiden takia vuoden ensimmäiselle puoliskolle kevät/kesäsesonkiin. Entisen Crean tuotteiden osalta kausiluonteisuus on vähäisempi, joskin koulujen alku on tärkeä sesonki etenkin USA:ssa, joka tukee Q2/Q3-lukuja. Viime vuosina noin 54 % segmentin liikevaihdosta ja yli 70 % vertailukelpoisesta liikevoitosta tehtiin H1:lla. Koska sesongin kysyntä on jossain määrin sääriippuvaista, sääolosuhteilla on selvä vaikutus Fiskars-segmentin tuotteiden myyntiin.

Jakelu käytännössä täysin kolmansilla osapuolilla

Fiskars-segmentin puutarhatuotteita myydään mm. rautakaupoissa, rakentamiseen erikoistuneissa kaupoissa tai puutarhakaupoissa. Pohjois-Amerikassa suuret vähittäiskaupan toimijat mm. Home Depot ja Walmart myyvät tuotteita omissa myymälöissään ja verkkokaupoissa. Muiden tuoteryhmien osalta jakelukanavat ovat moninaiset isoista marketeista erilaisiin pienempiin erikoisliikkeisiin. Laajan kolmansien osapuolten jakeluverkoston takia ainoastaan 3 % segmentin myynnistä on suoraa kuluttajamyyntiä.

Fiskars-segmentillä ei ole omia myymälöitä, mutta joitain segmentin tuotteita myydään Vita-segmentin omissa myymälöissä (esim. Suomessa littäkaupoissa). Segmentin tuotteita myydään myös B2B-myyntin kautta.

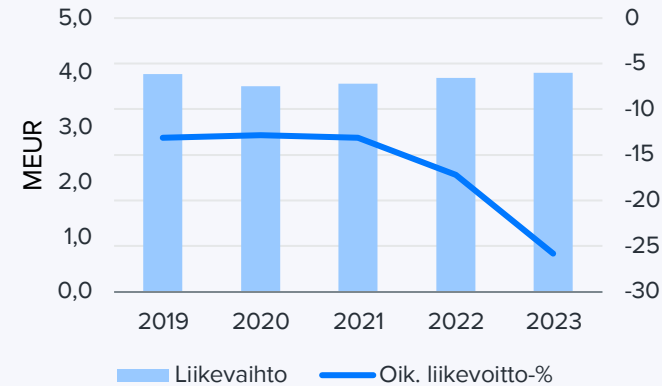
Näemme Fiskars-segmentin tuotteissa olevan periaatteessa potentiaalia sekä Fiskarsin omissa

myymälöissä että verkkokaupassa. Esim. puutarhapuolen kilpailijalla Gardenalla verkkokauppa toi jo vuonna 2021 noin 25 % myynnistä. Fiskars näyttää kuitenkin rakentavan tämän segmentin osalta liiketoimintaansa enemmän kolmansien osapuolien kautta, eikä ole halukas tai näe järkeväksi pyrkiä kasvattamaan merkittävästi omaa vähittäiskauppaansa. Uskomme tämän ja segmentin varsin kypsien markkinoiden sekä Fiskarsin kohtuullisten hyvien markkina-asemien yhdessä tarkoittavan segmentin taloudellisen kehityksen olevan lähtökohtaisesti melko tasaista.

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 -26 MEUR vuonna 2023).

Muut-segmentin kehitys



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. Lasitehtaiden prosessia ei voi keskeyttää, joka tarkoittaa sen olevan erittäin jäykkä reagoimaan kysynnän heikentymiseen. Tämä onkin näkynyt yhtiön lasibrändien (littala, Waterford) heikentyneenä tuloksena volyymien laskiessa.

Fiskars-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.

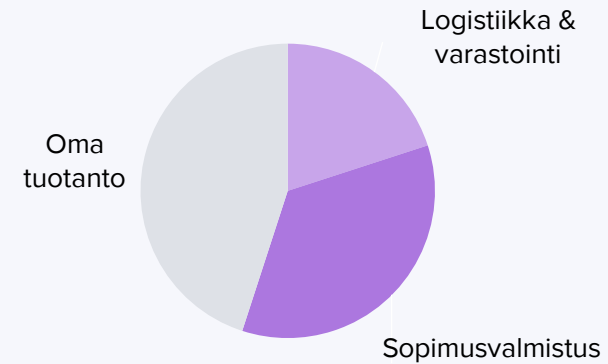
Oman tuotannon osuus kasvanut volyymien laskiessa

Pari vuotta sitten Fiskarsin tuotteista yli puolet tehtiin sopimusvalmistuksena alihankkijoiden toimesta, mutta volyymien laskiessa yhtiö on luonnollisesti leikannut sopimusvalmistusta enemmän kuin omaa tuotantoa ja näin ainakin konsernin kulujen osalta oma tuotanto on tällä hetkellä sopimusvalmistusta suurempi.

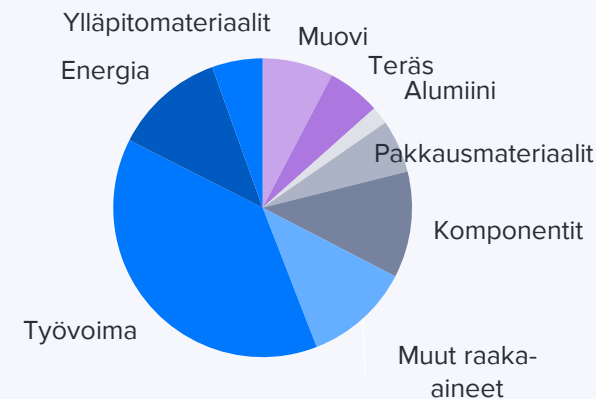
Fiskars-konsernilla on noin 170 valmiiden tuotteiden toimittajaa sekä laaja verkosto raaka-aineiden, komponenttien ja palvelujen toimittajia. Jotkut sopimusvalmistajista ovat Fiskarsin pitkäaikaisia partnereita, sillä esim. yksityiskohtaisten muottien takia, valmistajia ei voi noin vain kilpailuttaa ja suhde muodostuu tämän takia syvemmäksi. Lisäksi Fiskarsin laatuvaatimukset ovat korkeat, mikä on merkittävä tekijä partnerisuhteita muodostaessa. Konsernin suurimmat alihankintavolyymit tulevat Kiinasta, Thaimaasta ja Vietnamista.

Sopimusvalmistuksen ostot hinnoitellaan tyypillisesti USD:ssä, joka altistaa yhtiötä valuuttakurssimuutoksille. Yhtiö kuitenkin suojaaa 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 tehtaat			
Indonesia, Banten	Wedgwood, Royal Albert, Royal Doulton	Vita	Keraamisia astiota ja sisustustuotteita
Slovenia, Rogaska	Rogaska, Waterford	Vita	Kristallisia lasi- ja lahjatavaratuotteita
Thaimaa, Saraburi	Royal Copenhagen	Vita	Keraamisia astiota
Puola, Slupsk	Fiskars	Fiskars	Leikkuutyökaluja ja lapiota
Suomi, Iittala	Iittala	Vita	Juomalaseja, lautasia, kulhoja, maljakoita, taide-esineitä
Suomi, Billnäs	Fiskars	Fiskars	Kirveitä, saksia, lumityökaluja
USA, Portland	Gerber	Fiskars	Veitsiä ja monitoimityökaluja
Thaimaa, Chiang Mai	Georg Jensen	Vita	Korut
Pienemmät tehtaat			
Irlanti, Waterford	Waterford	Vita	Kristallilasi tuotteita
Suomi, Sorsakoski	Fiskars	Fiskars	Kattiloita ja pannuja
Englanti, Barlaston	Wedgwood	Vita	Keraamisia astioita ja lahjatavaroita
Tanska, Kööpenhamina	Royal Copenhagen	Vita	Kustomoituja tilaustuotteita posliinista
Tanska, Kööpenhamina	Georg Jensen	Vita	Hopeatuotteet, tarjoiluastiat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 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 vajaat 4 %. 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 käänteeseen 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 taustansa puolesta hyvänä henkilönä Fiskarsiin toteuttamaan strategiaa.

Ahlströmillä on noin 116 000 Fiskarsin osaketta ja Siitosella noin 77 000, joten molemmilla on merkittävät omistukset yhtiössä, joita he ovat asteittain lisänneet. Pidämme tätä erittäin hyvänä merkinä johdon sitoutumisesta ja uskosta yhtiöön.

Johtoryhmän lopuista viidestä jäsenestä neljä on aloittanut yhtiössä Ahlströmin toimitusjohtajakaudella eli johdossa on ollut varsin runsas vaihtuvuus viime aikoina ja myös rakenteita on muutettu. Ainoa pidempään yhtiössä ollut on Vita-segmentin johtaja Christian Bachler.

Fiskarsilla on osakepohjainen pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä. 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 omistusmäärille eli osakepalkkioita saavien työntekijöiden tulee omistaa tietty määrä osakkeita.

Suurimmat omistajat 28.2.2024

%-osuus

Virala 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 %
Greta Von Julin kuolinpesä	1,9 %
Ilmarinen	1,8 %
Elo	1,3 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili 1/2

1.

Laaja ja tunnettu brändiportfolio

2.

Lupaava kasvustrategia jäänyt heikon markkinan jalkoihin

3.

Vakaa osinkoyhtiö

4.

Hyvin hajautettu liiketoiminta

5.

Vaisu historiallinen kasvu painaa hyväksytyä arvostusta

Potentiaali



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

Riskit



- Kaupan alan digitalisoituminen ja kuluttajien kasvavat vaatimukset
- Kulutuskysynnän heikentyminen ja/tai 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. Liiketoiminnan hajautus moniin eri tuotekategorioiden, yli 100 maahan ja eri jakelukanaviin tuo myös vakautta tulostuottoon ja madaltaa osakkeen riskiprofiilia. Toki esim. Fiskars-brändi ja USA:n markkina ovat yhtiölle isoja ja siten ratkaisevan tärkeitä.

Vakaa osingonmaksaja

Fiskarsilla on tuoreesta yrityskaupasta huolimatta suhteellisen vahva tase sekä historiallisesti vakaa tulostuotto ja kassavirta. Liiketoiminta on ollut tasaisen kannattavaa, joskin vuoteen 2019 asti suhteellisen vaatimattomalla tasolla, ja sen jälkeen kannattavuus on ollut aaltoilevaa kysynnän mukana. Uskomme yhtiön profiloituvan myös jatkossa vakaaksi osingonmaksajaksi.

Vaisu historiallinen kasvu ja uudelleenjärjestelyohjelmat heikkoutena

Fiskarsin liikevaihto on polkenut pitkälti paikoillaan, tai peräti laskenut, kun verrataan tämän vuoden ennustettamme vuoteen 2016, joka oli ensimmäinen vuosi nykyisellä rakenteella. Tämän jälkeen yhtiö on myynyt kasteluliiketoiminnan, mutta ostanut Georg Jensenin, jonka liikevaihto oli kasteluliiketoimintoja suurempi. Kasvu on siis ollut yhtiölle jo pidemmän aikaa suuri haaste ja

tuloskasvua on tullut lähinnä tehostamistoimenpiteiden kautta. Vaisu kasvu ja vuodesta toiseen jatkuvat uudelleenjärjestelyohjelmat kertakuluineen ovat leimanneet yhtiön sijoitusprofiilia viime vuosikymmenellä ja taas viime vuonna.

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 hyödyntämään brändien laajentumista uusille markkinoille, mistä viime vuosina nähtyjä esimerkkejä ovat mm Wedgwoodin ja Royal Copenhagenin laajentuminen Kiinan markkinoille. Kasvuun panostetaan kuitenkin vain riittävän hyvillä ja kannattavilla brändeillä ja strategia on osin vaihtunut kasvumaista tärkeisiin kaupunkeihin.

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. Yhtiö pyrkiikin hyödyntämään näitä, mutta täysin uudet tuotteet vievät aikaa noustakseen konsernille merkittävän kokoisiksi.

Negatiiviset ajurit / riskit

Kaupan alan digitalisoituminen ja kuluttajien kasvavat vaatimukset

Monet kaupan alan toimijat ovat viime vuosina olleet pahoissa vaikeuksissa toimialan nopean murroksen ja aaltoilevan kysynnän vuoksi. Kuluttajat ovat alkaneet suosia aiempaa enemmän digitaalisten kanavien kautta ostamista, mikä on aiheuttanut uudenlaista painetta varastokapasiteetille, toimitusketjun hallinnalle, omien verkkokauppojen kehittämiseksi 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 kuluttajamyynnillä, joten tietyssä määrin tämä avaa myös mahdollisuuksia.

Monimutkaista salkkua on haastava hallinnoida

Fiskarsille on kertynyt vuosien varrella tehtyjen yrityskauppojen kautta kymmeniä eri brändejä. Vaikka isot 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 kannattavuuspotentiaalin takia, mutta pienillä brändeillä on myös varsinkin alueellisesti vahvoja asemia ja ne puolustavat siten paikkaansa portfolioissa. Toisaalta yhtiö etsii myös uusia brändejä yritysostoin, joka tuo omat riskinsä mm. hinnan ja ostetun brändin kehityksen suhteen.

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

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 1,2 mrd. euroa ja sen vertailukelpoinen liikevoittomarginaali oli 8,8 %, molemmat luvut lähellä viime vuoden tasoja. 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. Puutarhatuotteiden ollessa nykyään osa Fiskars-segmenttiä, vertailulukuja Fiskarsin puutarhapuolen osalta ei enää saada.

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

Fiskars-segmentin toisen pääbrändin Gerberin

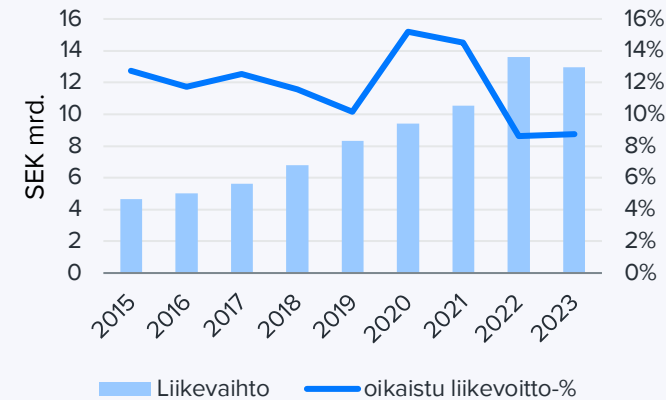
osalta liiketoiminta keskittyy USA:han, jossa on lukuisia listaamattomia kilpailijoita. Näistä tunnetuin lienee Leatherman, muita on esim. Buck Knives, Kershaw ja Spyderco.

Vita-segmentissä Georg Jensen, Royal Copenhagen, Wedgwood ja Waterford brändit kuuluvat luksus-kategoriaan. Täälläkin kilpailu on suhteellisen hajanaista ja esim. Royal Copenhagenilla ei yhtiön näkemyksen mukaan ole selkeää globaalia kilpailijaa, eikä myöskään Kiina-vetoisella Wedgwoodilla. Waterfordin osalta kilpailijoina voidaan mainita esim. Baccarat ja Riedel. 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. pääbrändiin Fiskarsiin ja siten yhtiön kysyntään vaikuttavat muutokset ostovoimassa ja yleisessä kuluttajakysynnässä, jotka ovat tällä hetkellä heikkoja, vaikka ostovoima onkin taas paranemassa. Yhtiö odottaakin markkinan olevan heikko ainakin vuoden 2024 alkupuoliskon.

Gardenan kehitys



USA:n reaali-palkat (muutos, %)



Historiallinen kehitys 1/4 – pitkä muutosprosessi takana

Takana pitkä matka globaaliksi kuluttajatuoteyhtiöksi

Fiskars on keskittynyt 2000-luvulla kuluttajatuotteisiin ja yhtiön muuntautunut holdingyhtiöstä integroiduksi kuluttajabrändien kodiksi. Fiskars on tehnyt lukuisia yritysostoja ja -myyntejä muokatakseen portfoliotaan tähän suuntaan ja muuntautuminen kuluttajayhtiöksi onkin mielestämme nyt valmis. Viimeisin organisaatiomuutos vei yhtiötä itse asiassa mielestämme askeleen takaisin päin enemmän kokoelmaan itsenäisiä brändejä kuin täysin integroituun yhtiöön. Alla keskeisimpiä toimia vuosien varrelta tästä prosessista.

Yritysostot, lähinnä Vita-segmentin rakennus

littala Groupin osto vuonna 2007 vahvisti Fiskarsin asemaa keittiötuotteiden alueella. littalan ostopahtien Fiskars on edennyt määrätietoisesti globaaliksi kuluttajatuoteyhtiöksi. 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. Viime vuonna tehty Georg Jensenin osto vahvisti

luksustuotteiden valikoimaa.

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.

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 oli 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. Kysynnän laskun myötä yhtiö joutui kuitenkin vuonna 2023 käynnistämään kaksi uutta kustannussäästöohjelmaa, jotka ovat nähdäksemme lähinnä reaktio heikentyneeseen kannattavuuteen. Nykyjohdon vuonna 2021 aloittaman strategian tarkoituksena on tämän pitkän muutosvaiheen jälkeen saada Fiskars kestävä 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
2023	Osto	Georg Jensen	Liikevaihto ~150 MEUR
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 noin 12 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	Myynti	Fiskars myy 8 % Wärtsilästä Investorille 639 MEUR:lla	Kertaluonteinen myyntivoitto 450 MEUR
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
2007	Osto	Iittala Group	Liikevaihto 190 MEUR
2007	Osto	Leborgne	Liikevaihto 16 MEUR
2006	Osto	Urheilu- ja ulkoilumerkki Silvan ja tytäryhtiö Brunton	Liikevaihto 34 MEUR
2006	Myynti	Kuluttajaelektroniikan oheislaitteita valmistava Power Sentry	Liikevaihto 40 MEUR

Historiallinen kehitys 3/4 - Rakennemuutos- ja tuottavuusohjelmat

<u>Ohjelman nimi</u>	<u>Aloitusvuosi</u>	<u>Päätösvuosi</u>	<u>Kokonaiskustannukset</u>	<u>Vuotuiset säästöt</u>
Organisaatiomuutos ja hankintaketjun tehostaminen Terran ja Crean yhdistäminen Fiskars-liiketoiminta-alueeksi. Hankintaketjuorganisaation tehostaminen. Ohjelma johti noin 400 työtehtävän vähennyksiin.	2023	2024	6 MEUR	25 MEUR
Organisaatiomuutoksia Muutokset tukevat kasvustrategian toteuttamista. Liiketoimintayksiköiden suunnittelemaat muutokset yksinkertaistaisivat niiden toimintamallia vahvistamalla entisestään liiketoimintayksiköiden kokonaisvastuuta, ja edistäisivät niiden painotusta brändeihin ja kuluttajiin. Ohjelma johti noin 100 työtehtävän vähennyksiin.	2023	2024	5 MEUR	30 MEUR
Organisaatorakenteen uudelleenjärjestelyohjelma 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.	2018	2021	Alemman kanssa yhteensä 45 MEUR	20 MEUR
Living-segmentin uudelleenjärjestelyohjelma 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. Ohjelma keskittyy lähinnä English & Crystal Living -liiketoimintaan sen kannattavuuden parantamiseen.	2018	2021	Ylemmän kanssa yhteensä 45 MEUR	17 MEUR
Alignment-ohjelma Alignment-ohjelma keskittyi rakennemuutoksiin organisaatiossa, esitettiin henkilöstövähennyksiin ja vuonna 2015 hankitun English & Crystal Living -liiketoiminnan täysimittaiseen integrointiin.	2016	2017	15 MEUR	14 MEUR
Supply Chain 2017 -ohjelma Rakennemuutosohjelman tarkoitus oli optimoida globaalia toimitusketjuverkostoa Euroopassa ja Aasiassa. Ohjelma tähtäsi Fiskarsin valmistustoiminnan ja jakeluverkoston kilpailukyvyyn parantamiseen. Osana ohjelmaa Fiskars mm. siirsi Helsingin keramiikkatehtaan kumppaniverkostolle ja keskitti leikkaavien työkalujen valmistuksen Billnäsin tehtaalta Puolaan.	2015	2017	11,2 MEUR	8 MEUR
EMEA 2015 -rakennemuutosohjelma Fiskarsin EMEA 2015 -rakennemuutosohjelma ohjelma tähtäsi kokonaistoimitusketjun kilpailukyvyyn ja kustannusrakenteiden parantamiseen sekä yhtiön uuden liiketoimintamallin toteuttamiseen myyntiyhtiöissä.	2013	2015	21,3 MEUR	13 MEUR
Investointiohjelma Euroopassa 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.	2010	2016	65 MEUR	

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 laski taas selvästi vuonna 2023.

Koronaa edeltävien vuosien vaisu kasvu selittyi pitkälti sillä, 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 onnistunut ja sen integroimiseen ja korjaamiseen meni vuosia ja sieltä saadut brändit painavat osittain edelleen yhtiön kannattavuutta (ainakin Waterford). Tämä näkyi myös yhtiön vaisuna tuloskehityksenä 2016-19. Viime vuoden lopulla tehty Georg Jensen osto tuki liikevaihtoa, joka siten orgaanisesti laski selvästi 2023.

Bruttokate kasvanut liikevaihtoa nopeammin

Tarkastelujaksolla Fiskarsin bruttomarginaali on noussut selvästi vuoden 2016 tasosta (41,7 %) yli 45 %:iin vuonna 2023, minkä seurauksena bruttokatteen kasvu on ollut liikevaihtoa rivakampaa. Kertaeristä puhdistettuna marginaali olisi vieläkin parempi 2023. 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. Bruttomarginaalia tulee tukemaan jatkossa Georg Jensen –kaupan positiivinen vaikutus.

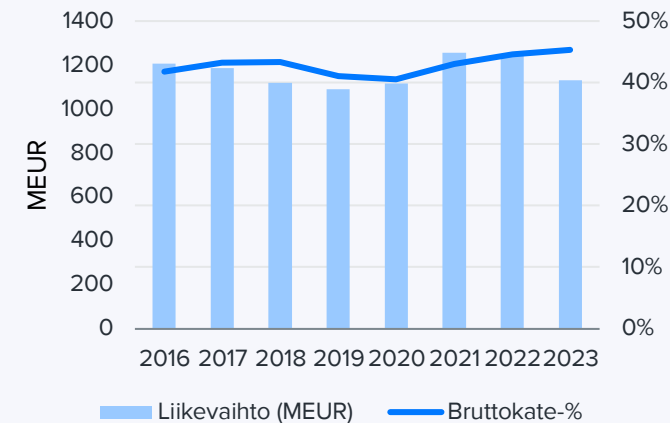
Kiinteät kulut suhteessa liikevaihtoon nousut

Volyymien laskiessa 2022-23, kiinteiden kulujen osuus liikevaihdosta on kasvanut, kun kuluja ei ole pystytty laskemaan samaa vauhtia. Myynti- ja markkinointikulujen osuus on noussut 25 %:n tasolta (2016) 26 %:iin vuonna 2023, kun se 2022 oli vain 22 %. Hallinnon kulujen osuus on noussut 11 %:iin vuoden 2016 10 % verrattuna. Muut kulut ovat Fiskarsin tapauksessa pysyneet hyvin matalalla koko tarkastelujaksolla eikä kuluerä ole vaikuttanut yhtiön tulokseen merkittävästi. Osana muita kuluja ovat T&K-kustannukset (1-2 % liikevaihdosta) ja liiketoiminnan muut kulut (<1 % liikevaihdosta).

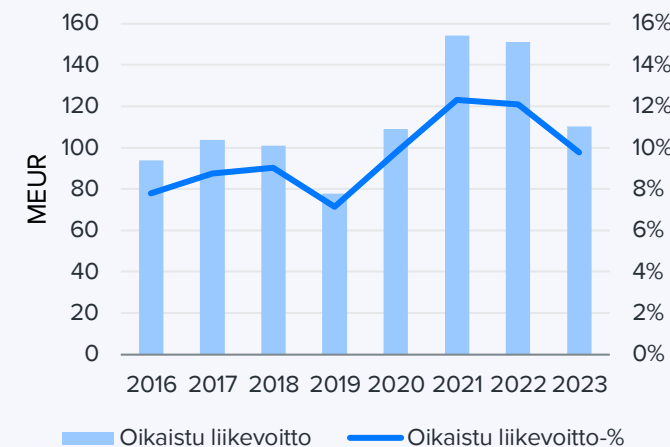
Liikevoitto-% nousut, viime vuoden absoluuttinen taso lähellä 2016-19 lukuja

Parantuneen bruttomarginaalin ja nousseiden kiinteiden kulujen summana Fiskarsin vertailukelpoinen liikevoittomarginaali on parantunut vuoden 2016 alle 8 %:sta vuoden 2023 vajaaseen 10 %:iin. Liikevaihdon laskun myötä absoluuttinen tulos 2023 ei ollut kuitenkaan merkittävästi 2016-18 tasoja korkeampi. Raportoituja lukuja on painanut etenkin edellä mainitut tehostamisohjelmat.

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 ja siten velan nousuun. Tämä ongelma helpottui selvästi vuoden 2023 aikana, mutta vuoden lopulla tehty 150 MEUR:n arvoinen Georg Jensen –yrityskauppa nosti velkaantuneisuuden aivan Fiskarsin tavoitteen ylärajalle eli nettovelka/oik. käyttökate oli 2,5x. Vuoden 2023 lopussa Fiskarsilla oli vajaat 450 MEUR nettovelkaa. Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste olivat hyvällä tasolla 50 %:n molemmin puolin.

Fiskarsin pitäisi pystyä edelleen vapauttamaan käyttöpääomaa ja tietysti luomaan myös liiketoiminnallaan rahavirtaa. Tämä mahdollistaa sekä korkeahkon osingonmaksun, että mahdolliset yritysostot. Fiskarsin nykyinen liikevaihdon kasvutavoite ei sisällä epäorganista kasvua, mutta yhtiö on kertonut olevansa valmis yritysostoihin, mikäli sopiva ostokohde löytyy. Emme kuitenkaan odota heti Georg Jensen –kaupan jälkeen uusia liikkeitä yritysostojen suhteen.

Tasapainoinen taserakenne

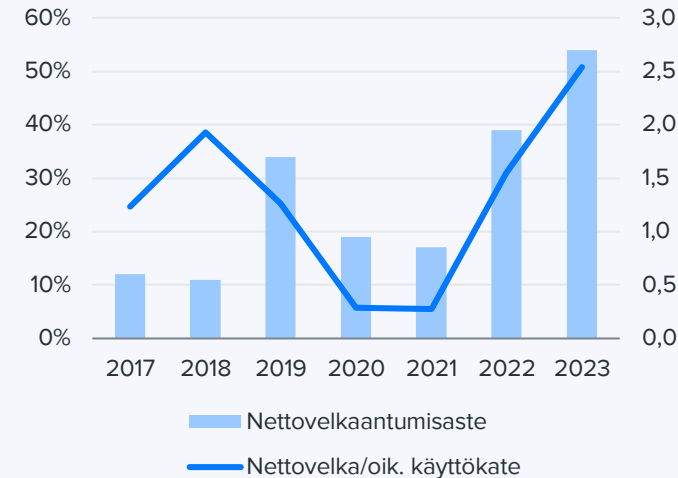
Fiskarsin taseen varat-puoli on suhteellisen tasapainoisesti jakautunut. Yritysostojen seurauksena sillä on liikearvoa noin 220 MEUR eli noin 13 %:a taseesta (Georg Jensen kaupasta ei kirjautunut liikearvoa) ja muita aineettomia eriä 21 %, josta valtaosa (287 MEUR) on tavaramerkkejä. Kuten aiemmin on käynyt ilmi, yritysostot

kohdistuvat käytännössä Vita-segmenttiin. Koska ostetut yritykset on saatu viime vuosina aiempaa parempaan tulokuntoon (kuten koko konserni), emme näe merkittävää riskiä näiden alaskirjauksesta. Liikearvoa tarkastellaan Vita-segmentin tasolla eli yhden brändin heikentynyt tulostaso ei aiheuta alaskirjaustarvetta, jos koko segmentin tulos/arvioidut rahavirrat ovat riittävät. Liikearvon määrä on vain noin 25 %:a omasta pääomasta, joten tase kestäisi merkittävänkin alaskirjauksen. Tavaramerkkien osalta tasearvoja tarkastellaan luonnollisesti tavaramerkkikohtaisesti. Vaikka yhteenlaskettu tavaramerkkien tasearvo on itse asiassa liikearvoa suurempi (16 % taseesta), yksittäisen tavaramerkin kirjaaminen kokonaankin alas ei aiheuttaisi arviomme mukaan mainittavaa ongelmaa Fiskarsille.

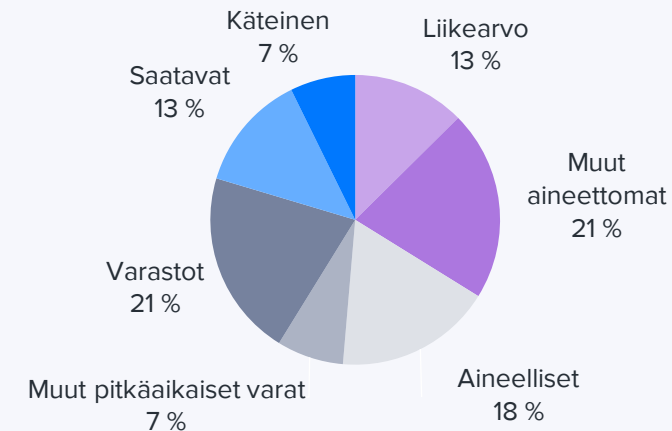
Merkittävän osan taseen varoista vie käyttöpääoma eli varastot (21 %) ja saatavat (13 %), vaikka ne laskikin vuoden 2023 aikana normaalimmalle tasolle. Vaikka Fiskarsilla on omia tehtaita, sen aineelliset varat (käyttöoikeuserät pois lukien) oli alle 10 %.

Taseen toisella puolella näkyy sen vahvuus, osakepääoman ollessa lähes puolet taseesta. Ostovelat on noin 16 %, joka tarkoittaa että Fiskarsin nettokäyttöpääoma on vajaat 20 % eli merkittävän suuruinen. Korolliset velat vastasivat 2023 lopussa vajaata 35 %:a taseen loppusummasta. Velan määrä nousi Georg Jensen oston myötä, mutta on taserakenteen kannalta vielä maltillisella tasolla.

Taserakenne



Taseen varat, 2023



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

2021 julkistettua strategiaa tarkennettiin viime vuoden lopulla

Fiskars julkisti marraskuussa 2021 CMD:n yhteydessä uuden kasvuhakuisen strategian ja kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet vuosille 2022-25. Yhtiö tarkensi strategiaansa kauden puolivälissä marraskuussa 2023 pidetyssä pääomamarkkinapäivässä. Alun perin Fiskars puhui voittavista brändeistä ja maista, mutta 2023 CMD:llä ajattelua oli tarkennettu ja eri brändeille annettu erilaisia rooleja. Lisäksi voittavien maiden sijaan puhuttiin nyt tärkeistä kaupungeista. Ajattelu on siis tarkentunut, mikä on tietysti hyvä, mutta toisaalta meidän silmään näyttää kasvupotentiaalin olevan osin rajallisempaa kuin ehkä 2021 ajateltiin tai strategiasta ymmärsimme.

Luksusbrändit nyt kasvustrategian kärkenä

Strategian ytimenä on edelleen tavoite tehdä isoista brändeistä isompia. Fiskarsin tarkennetussa luokittelussa kasvustrategian kärkenä on nyt luksusbrändit Royal Copenhagen, Georg Jensen ja Wedgwood, jotka kuuluvat "accelerate" – luokkaan. Tämä tarkoittaa kasvun kiihdyttämistä panostamalla brändien kasvuun konsernin keskiarvoa enemmän ja etenkin oman vähittäiskaupan kasvattamiseen. Tämä voi tarkoittaa myös kasvun priorisointia osin kannattavuuden kustannuksella. Näissä brändeissä pitäisi olla mahdollisuuksia myös uusiin tuotekategorioidiin. "Accelerate" -brändien osuus on noin 30 % liikevaihdosta.

Fiskars-brändi on omassa "anchor" –luokassaan, jossa tavoite on edelleen kasvaa, mutta ainakaan

me emme näe samanlaista kasvupotentiaalia kuin luksusbrändeillä ja myös jakelumalli on jatkossakin tukkukauppaan pohjautuva, kuten Fiskars-segmentin kuvauksessa aiemmin kerroimme. Siten emme usko Fiskars-brändin kasvuun panostettavan rahallisesti erityisen merkittävästi brändin suureen kokoon nähden. Kaikki accelerate ja anchor –luokkien brändit olivat aiemmin "voittavia" brändejä, eikä niiden asema ole siten merkittävästi mielestämme muuttunut. Kiinnostavia on sen sijaan kaksi seuraavaa kategoriaa, joissa nähdään eroja aiempaan jaotteluun.

Gerber jatkaa USA-keskeisenä, litalan suoritustaso laski viime vuonna

Uudessa luokittelussa Muumi-tuotteet ja Gerber on "maximise potential" –luokassa, jotka nähdään vahvoina kasvavina brändeinä, mutta joilla pyritään kasvamaan nykyisellä kannattavuustasolla. Tämä eroaa siis niiden aiemmasta "voittavan" brändin luokituksesta ja "accelerate" –luokasta siten että niillä ei nähdä tällä hetkellä niin merkittävää kansainvälistä laajentumispotentiaalia, että siihen kannattaisi käyttää merkittävästi kasvupanostuksia. Tämä tarkoittaa näiden brändien osalta mielestämme etenkin sitä, että vuosia puhuttu Gerberin Euroopan laajentuminen ei tule merkittävässä mittakaavassa toteutumaan lähivuosinakaan. Tämä ei ole odotuksimme nähden iso muutos, mutta kertoo toisaalta brändien potentiaalın rajallisuudesta ja toisaalta Fiskarsin järkevästä priorisoinnista brändien välillä.

Heikommin menestyviä brändejä kutsutaan nyt

termillä "optimise" (aiemmin turnaround), johon kuuluu edelleen Waterford ja jonne viime vuonna tippui myös littala. Niitä yhdistää lasituotteet ja lasituotanto, jota on vaikea sopeuttaa matalampiin volyymeihin ja joiden kannattavuus on siten kärsinyt viime vuonna (tosin Waterfordissa se oli heikko jo aiemmin). Tämän kategorian rooli on sama kuin aiempien turnaround-brändien eli kannattavuus pitää saada kuntoon ennen kuin niille voidaan allokoida merkittävämpiä kasvupanostuksia. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö näissäkin brändeissä haettaisi kasvua. Esim. littala on juuri lanseerannut uusia tekstiilituotteita, joilla pyritään laajentamaan brändiä uuteen kategoriaan. litala ja Waterford olivat 2023 vajaat 15 % liikevaihdosta.

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

Kanavissa voittaminen edellyttää hivuttautumista lähemmäs kuluttajaa

Suora kuluttajamyynänti on uuden strategiakauden keskiössä. Konsernitasolla suora kuluttajamyynänti tuo noin 25 % myynnistä ja yhtiö tavoittelee sen kasvattamista edelleen, lähinnä Vita-segmentissä ja toisaalta Vita-segmentin kasvun myötä koko konsernin tasolla. Edelleen pääosan liikevaihdosta tuovassa tukkukaupassa yhtiö pyrkii valitsemaan kasvavia ja kannattavia jakelukanavia.

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 omilla jakelukanavissa, jotka sisältävät sekä fyysiset myymälät että verkkokaupat
- Myynnin lisääminen omien kauppojen kautta



USA

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



Kiina

- Kiinan liikevaihto on kasvanut vauhdilla ja oli noin 5 % Fiskarsista 2023 (~55 MEUR) ja uskomme sen nousevan pian neljänneksi suurimmaksi, joka vaatii yli 6 %:n osuuden
- 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 ja näemme Fiskarsin valinnan keskittyä siihen hyvänä. Vitassa osuus on jo lähes 50 % ja osuuden merkittävä kasvu voi olla vaikeaa
- Omien brändimyymlöiden perustaminen tyypillisesti tukee myös jakelijoiden myyntiä
- Kuluttajamyynnin lisääminen vaatii investointeja etenkin digitaalisuuteen ja muuttaa myös sen ansaintarakennetta

- Yhtiön suurimpana maana, USA:han keskittyminen on Fiskarsille ilmeinen valinta
- Yhtiö näkee maassa vahvan markkinan brändituotteille, josta olemme samaa mieltä, joskin lähiaikoina kulutuskykyntä 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 #6 maa vuonna 2024.
- 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, toistettu marraskuussa 2023)

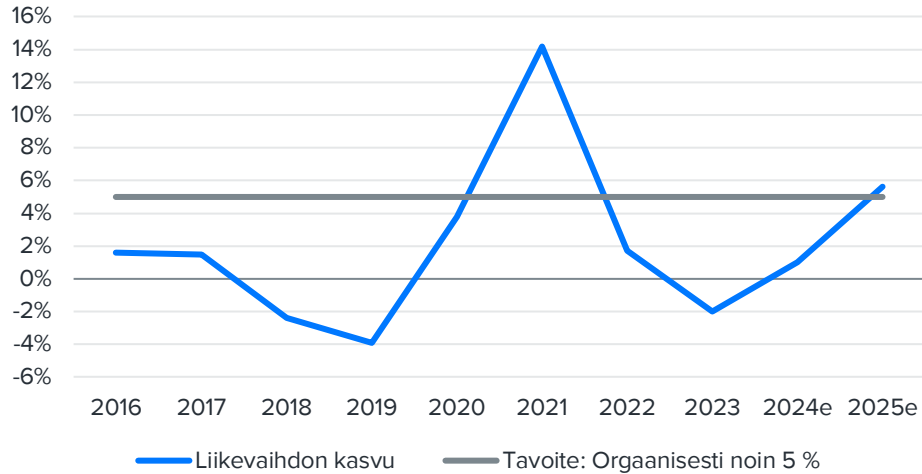
Liikevaihto vuosittainen orgaaninen kasvu: noin 5 %	Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali: noin 15 % 2025 loppuun mennessä	Kassakonversio (vapaa kassavirta / tilikauden tulos): vähintään 80 %	Nettovelka / käyttökate: 2,5x tai alle
<ul style="list-style-type: none">Fiskarsin kasvu on historiallisesti ollut vaatimatonta, orgaanisesti kasvua ei käytännössä ole ollut nykymuotoisella kuluttajatuotteisiin keskittyvällä FiskarsillaFiskars tavoittelee kasvua etenkin luksusbrändeillä ja oman kuluttajamyynnin avullaVaikka vuosi 2023 oli heikko, Fiskars ei odota orgaanista kasvua 2024 vaan pääsevensä tavoitekasvuun vasta 2025Ennusteemme ovat saman suuntaisia ja uskomme yhtiön kasvun pysyvän lähellä tavoitetta myös 2026-27 (4 %)Koko strategiakauden kasvu jää kuitenkin selvästi tavoitteista, osittain koronan tukeman vahva vertailuvuoden 2021 takia	<ul style="list-style-type: none">Fiskarsin marginaali on historiallisesti ollut alle 10 %, johon se laski myös 2023. 2021 koronakysynnän tukemana marginaali oli yli 12 %Tavoiteltu parannus pohjautuu sekä bruttomarginaalin parannukseen, jota tukee pääosin Georg Jensenin marginaalirakenne sekä osin parempikatteisten tuotteiden ja kanavien myynnin kasvu (etenkin oma kuluttajamyynti), että kiinteiden kulujen laskuun tehostamisohjelmien, Georg Jensen –synergioiden sekä volyymikasvun (2025 alkaen) myötä.Marginaalitavoite nojaa mielestämme pitkälti kasvutavoitteen onnistumiseenEmme usko yhtiön pääsevän tavoitteeseen, mutta parantavaan 2026 noin 12 %:iin	<ul style="list-style-type: none">Kassakonversio on riippuvainen lähinnä käyttöpääoman muutoksista ja investointien määrästäInvestointeja tullaan tekemään noin 4-5 % myynnistä, etenkin digitaalisuuteen liittyen, joka painaa kassakonversiotaKäyttöpääoman muutokset painoivat kassakonversion negatiiviseksi 2022 ja yli 200 %:n 2023Uskomme käyttöpääoman vapautumisen tukevan edelleen yli 100 %:n tasoa 2024 ja tämän jälkeen kassakonversion tasoittuvan lähelle 80 %:n tavoitetasoa.	<ul style="list-style-type: none">Fiskarsilla on historiallisesti ollut suhteellisen vahva tase, jota se on käyttänyt yritysostoihinGeorg Jensen –yrityskauppa vuoden 2023 lopulla nosti velkaisuuden tavoitteen ylärajalleUskomme Fiskarsin allokoivan vapaata kassavirtaansa lähinnä osinkoihin ja velan lyhentämiseen tänä vuonna, mutta muutaman vuoden tähtäimellä se voi harkita myös uusia yritysostojaIlman yritysostoja velkaisuus laskee asteittain vapaan kassavirran ja tuloksen parantumisen tukemana

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

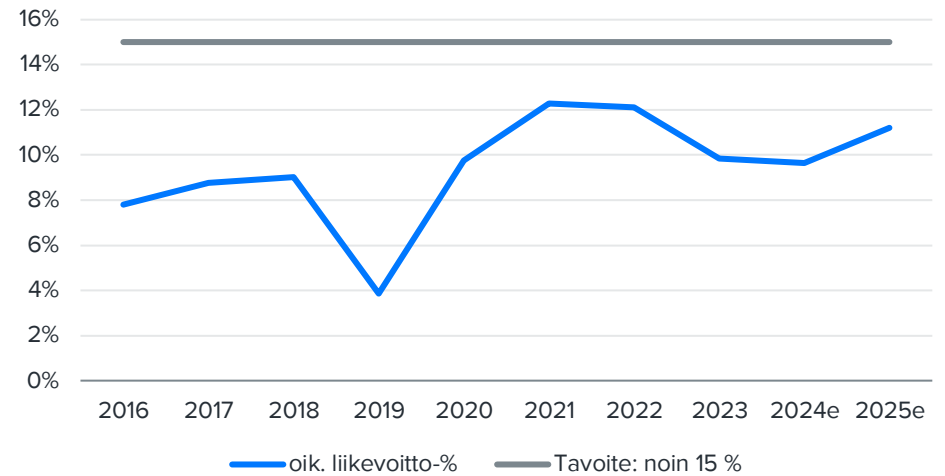
- Fiskars on perinteisesti maksanut suhteellisen suurta osinkoa. Uskomme yhtiön maksavan jatkossakin politiikan mukaisesti nousevaa osinkoa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4)

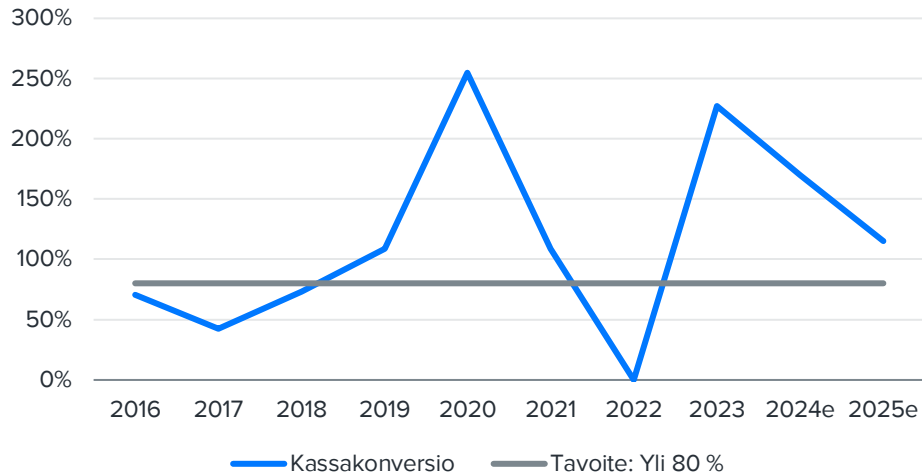
Liikevaihdon kasvu



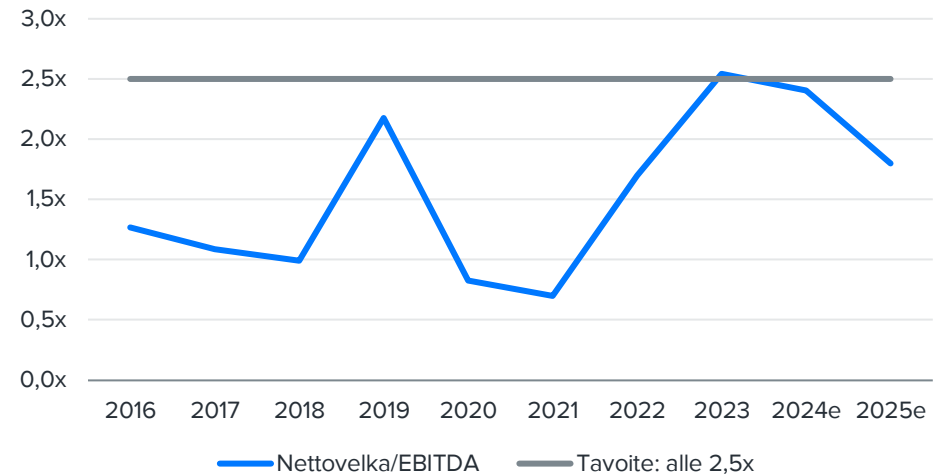
Oikaistu liikevoitto-%



Kassakonversio*



Nettovelka/oik. käyttökate



*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 parempaa tulosta 2024

Fiskarsin ohjeistus vuodelle 2024 on, että vertailukelpoinen liikevoitto on hieman yli vuoden 2023 tason (110 MEUR). Lisäksi yhtiön johto kertoi sen oletettavan, että liikevaihto ei orgaanisesti kasva, vaikka tätä ei virallisesta ohjeisteta.

2024 tuloskasvu tehostamistoimien varassa

Meidän 2024 liikevaihtoennusteemme on noin 1240 MEUR eli 11 % kasvu viime vuoteen verrattuna. Tätä tukee noin 100 MEUR Georg Jensenin konsolidointi koko vuodelta (2023 vain Q4). Jos Georg Jensen laskettaisiin mukaan kokonaan vuodelle 2023, liikevaihto olisi ollut 1225 MEUR. Valuuttakursseista ei näillä näkymin tule merkittävää vaikutusta tämän vuoden liikevaihtoon. Emme odota liikevaihdon kehityksessä merkittäviä divisioonakohtaisia eroja.

Kuluttajatuotteiden kysyntänäkymät ovat vielä suhteellisen vaisut ja odotamme vielä Q1 orgaanisesti negatiivista kehitystä. Kysynnän mahdollinen toipuminen Vita-segmentillä tärkeää joulusesonkia ennen luo pienen positiivisen riskin ennusteisiimme nähden.

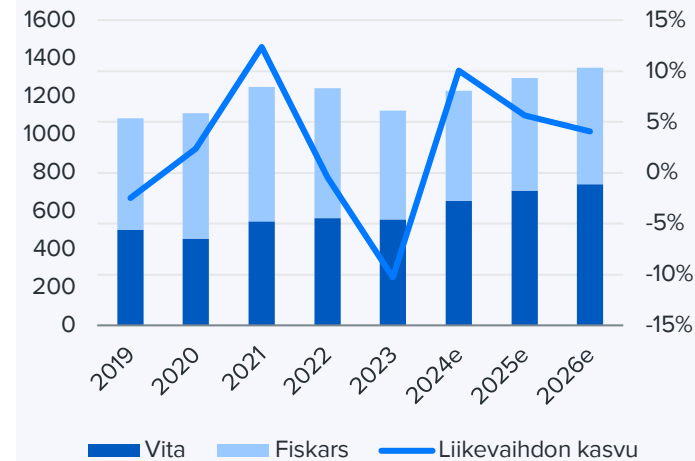
Vertailukelpoisen liikevoiton osalta ennusteemme on 119 MEUR. Vaikka Fiskarsin raportoima oik. liikevoitto oli 110 MEUR, oikeampi vertailukohta on Georg Jensenin koko vuodelta huomioiva luku,

joka oli 101 MEUR vuonna 2023. Liikevaihdon pysyessä vertailukelpoisesti lähes ennallaan, tulosparannusta tukee Fiskarsin tehostamisohjelmat, joiden kokonaissäätötavoite on 55 MEUR vuositasolla, joista pääosan pitäisi näkyä vuonna 2024. Näistä säästöistä merkittävän osan on kuitenkin syönyt heikommät volyymit ja palkkainflaatio, joten nettohyöty on merkittävästi matalampi. Lisäksi Georg Jensenistä saatavat arviolta 18 MEUR:n synergiat alkavat vaikuttaa asteittain 2024-25 aikana. Näistäkin osa kuitenkin sulaa arviomme mukaan Georg Jensenin alla olevan tuloksen heikentymiseen. Siten tulosparannus jää tänä vuonna ennusteemme mukaisesti alle 20 MEUR:oon.

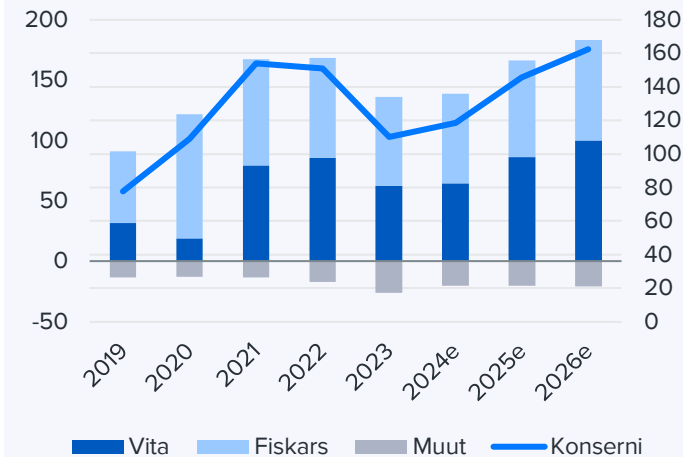
Kuten liikevaihdonkin osalta, näemme Fiskars- ja Vita-segmenttien kehityksen samantyyppisenä eli molempien parantavan hieman tulostaan. Selvempi parannus saadaan ennusteissamme muut-segmentistä, jossa oli 2023 poikkeuksellisen suuret kulut. Näitä on karsittu osana kustannusten säästöohjelmaa ja toisaalta allokoitu enemmän uusille segmenteille (tämä ei luonnollisesti konsernin tulokseen vaikuta), jonka vuoksi odotamme muut-segmentin kulujen laskevan noin 20 MEUR:oon (2023: 26 MEUR).

Konsernin koko vuoden oikaistun liikevoiton ennustamme siis olevan 119 MEUR eli noin 8 % viime vuotta korkeampi. Fiskars ei ole tarkentanut mitä ”hieman parempi” tarkoittaa, mutta uskomme 0-10 % parannuksen olevan hyvä lähtökohta ohjeistushaarukalle. Konsernitasolla tuloskehitystä tukee ennusteissamme selvä bruttomarginaalin paraneminen (48 % vs. 45,6 % 2022).

Liikevaihto (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (MEUR)



Ennusteet 2/4

Tämä johtuu pääasiassa Georg Jensenin positiivisesta vaikutuksesta, sillä sen bruttomarginaali oli selvästi Fiskarsia korkeampi, mutta liikevoitto-marginaali kuitenkin heikompi eli liikevoittomarginaaliin yritysosto ei tuo positiivista vaikutusta, ainakaan ilman synergioiden tuomaa tuloshyötyä. Samaisesta syystä johtuen arvioimme Fiskarsin kiinteiden kulujen suhteessa liikevaihtoon nousevan 2024, vaikka vertailukelpoisesti arvioimme suhteen laskevan tehostamistoimien ansiosta.

Osakekohtainen tulos ja osinko vuonna 2024

Oikaistun osakekohtainen tuloksen odotamme pysyvän lähes ennallaan noin yhden euron tasolla, kun korkeammat verot ja rahoituskulut syövät parantuneen oik. liikevoiton. Uskomme Fiskarsin osakekohtaisen osingon nousevan hieman osinkopolitiikan mukaisesti, vaikka tulos jääkin vertailukauden tasolle.

Liikevaihdon kasvuennusteet 2025-27

Fiskarsin taloudellisiin tavoitteisiin kuuluu liikevaihdon pitkän aikavälin keskimääräinen valuuttaneutraali noin 5 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu. Uskomme liikevaihdon kääntyvän selvään kasvuun 2025 sekä markkinan parantumisen että Fiskarsin omien toimien tukemana. Segmenteistä odotamme Viton kasvun olevan 8 % vuonna 2025, kun isoimmat brändit kasvavat hieman markkinoita nopeammin. Fiskars-segmentin osalta odotamme vain 3 % kasvua, joka vastaisi odotuksissamme suunnilleen markkinakasvua. Tämä tarkoittaa konsernitasolla vajaan 6 %:n kasvua eli kasvutavoitteen mukaista vauhtia. Tämän jälkeen arvioimme kasvun tasoittuvan ja vuosille 2026-27 ennustamme konsernin kasvavan 4 % vuodessa,

Viton ollessa edelleen kasvuvauhdin kärjessä (5 %) ja hieman markkinoita nopeampaa. Kuten aiemminkin totesimme, uskomme Viton omaavan eniten potentiaalia ja Fiskarsin strategisten kasvualueiden (oma vähittäiskauppa, USA, Kiina) tukevan etenkin Viton kasvua.

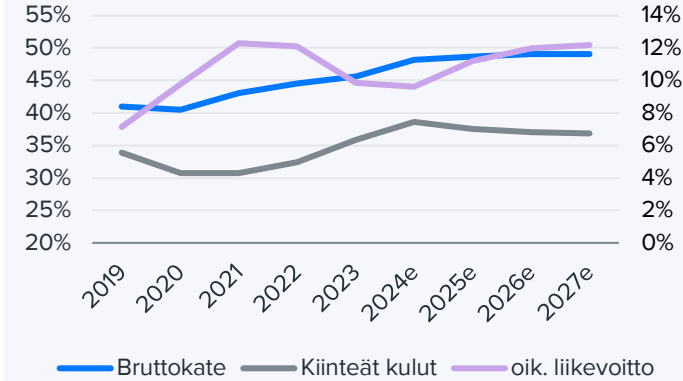
Kannattavuusennusteemme jäävät alle yhtiön tavoitteiden

Fiskars tavoittelee noin 15 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuoden 2025 loppuun mennessä. Näemme tavoitteen hyvin kunnianhimoisena, koska yhtiö ei ole koskaan saavuttanut lähellekään niin hyvää kannattavuustasoa ja vuoden 2025 liikevoittomarginaaliennusteemme on selvästi sen alapuolella reilussa 11 %:ssa. Uskoaksemme vuosi 2025 tulee aivan liian nopeasti vastaan tämänhetkinen kysyntätilanne ja marginaalitason huomioiden ja muutenkin tavoitteen saavuttaminen vaatisi erittäin hyvää onnistumista.

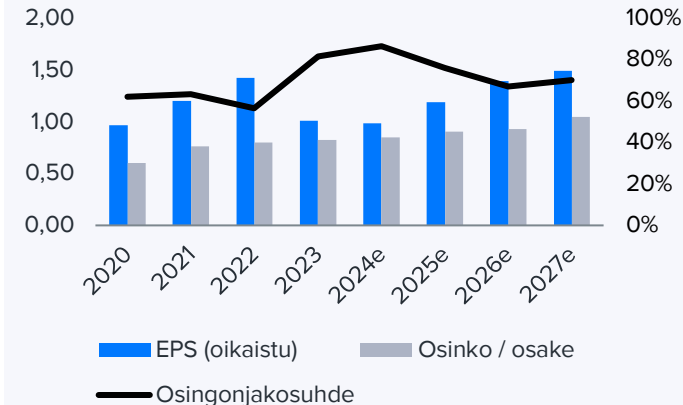
Segmenteittäin katsottuna, uskomme Viton marginaalin heikkenevän 2024, kun Georg Jensenin tappiollinen alkuvuosi tulee mukaan lukuihin. Odotamme Vitalta noin 10 % oik. liikevoittomarginaalia 2024. Fiskars-segmentin osalta odotamme edellisvuoden tasoista, noin 13 %, oik. liikevoittomarginaalia.

Konsernin marginaalirakenteen kannalta odotamme bruttomarginaalin paranevan yhtiön tavoittelemaan 49 %:iin 2026 mennessä. Odotamme kiinteiden kulujen kuitenkin jäävän jonkin verran yhtiön tavoitteita korkeammalle. Siten oik. liikevoittomarginaali jää 2026.27 noin 12 %:iin, mutta absoluuttisesti tulos yltää ennätystasolle.

Marginaalikehitys



EPS- ja osinkoennusteet



Ennusteet 3/4

Osakekohtainen tulos ja osinko vuonna 2025-27

Ennustamme liikevoiton kasvun ja laskevien rahoituskulujen myötä oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan reilusti, noin 20 %, vuonna 2025 ja yli 15 % myös 2026. Tämän jälkeen kasvu maltillistuu, ollen 7 % 2027. Ennustamme taloudellisten tavoitteiden mukaisesti osingon nousevan vuosina 2024-26 ja osingonjakosuhteen oikaistusta tuloksesta olevan 70-85 %.

Rahavirta ja investoinnit

Arvioimme käyttöpääoman vapautumisen tukevan 2024 kassavirtaa, joskin osittain varastojen arvon laskuun vaikuttaa Georg Jensenin käypään arvoihin kirjatun varaston purkautuminen, joka vastaavasti heikentää raportoituja tuloslukuja, mutta ei vaikuta oikaistuihin lukuihin. Näemme kestävän liiketoiminnan kassavirran (vuokratulut huomioiden) tason olevan noin 160 MEUR. Fiskarsin tavoite on investoida noin 4-5 %:a liikevaihdosta vuosittain, joka nykyisellä liikevaihtotasolla tarkoittaa noin 55-60 MEUR. Ennusteemme ovat tällä tasolla, jonka lisäksi investointiennusteissamme näkyy noin 30 MEUR:n vuokratkomponentti. Vapaaksi kassavirraksi tulee näin ennusteissamme noin 100 MEUR, josta pääosa menee osinkoihin.

Tase vahvistuu ennusteissamme

Suuren osinkojakosuhteen myötä tase vahvistuu vain asteittain ja on vielä 2026 lopussa nettovelka/käyttökate suhteeltaan 1,6x. Tämä tarkoittaa ettei tase lyhyellä aikavälillä mahdollista merkittäviä yritysostoja (velkarahalla). Yhtiö on

tehnyt myös viime vuosina omien osakkeiden ostoja, joka on mielestämme hyvä lisäkeino voitonjakoon, etenkin mikäli kurssi on houkuttelevalla tasolla.

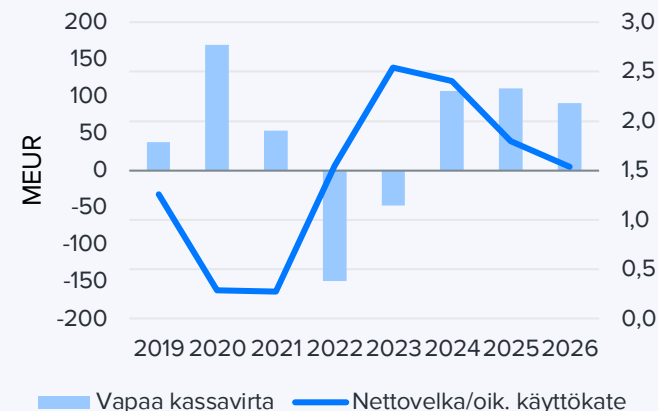
Pääoman tuotto kohtuullista

Fiskarsin sijoitetun pääoman tuotto pyörii ennusteillamme lähivuosina vain noin 10 % tasossa (oikaistua tulosta katsoessa). Kasvaneen velkavivun myötä, oman pääoman tuotto muodostuu paremmaksi yltäen 12-13 %:iin 2025-26. Pääoman tuottoa painaa yritysostoilla luotu Vita-segmentti, kun taas Fiskars-segmentti tekee jo nyt yhtiön mukaan yli 20 %:n pääoman tuottoa. Valitettavasti kasvunäkymä Fiskars-segmentissä on maltillinen eli lisäpääomia on vaikea allokoida samanlaisella tuotolla.

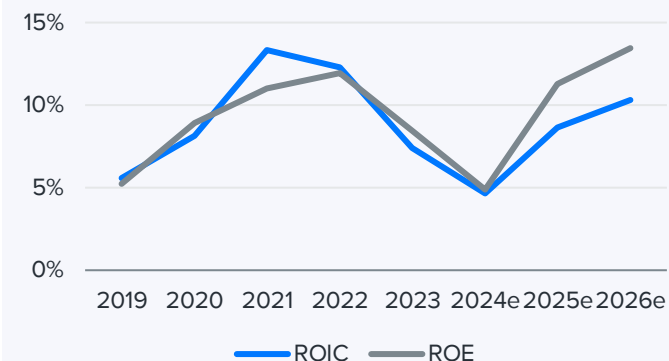
Pidemmän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2027 eteenpäin ennustamme Fiskarsin liikevaihdon kasvun jäävän maltilliselle 2 %:n tasolle. Vaikka näemme kasvustrategian saavan aikaan parannusta 2025-26, emme näe tavoiteltua noin 5 %:n kasvutavoitetta kestäväenä 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 2027-28 tasosta (12,5 %) asteittain kohti 2031 eteenpäin arviomaamme 11 %:n tasoa. Vapaa kassavirta pysyy näillä ennusteilla 2028-2032 noin 100 MEUR:n tasolla.

Kassavirta ja velkaisuus



Pääoman tuotot



Ennusteet 4/4

Pieniä tarkennuksia ennusteisiin

Teimme hyvin hienoisia ennustemuutoksia liikevaihtoennusteiden laskiessa 1 % 2024-26, mutta tulosennusteiden säilyessä ennallaan.

Merkittävät kertaerät 2024 selittyvät Georg Jensen yrityskaupan yhteydessä tehtyyn varastojen kirjaamiseen käypään arvoon sekä osin integraatio-ohjelman kertakuluihin. Vertailukelpoinen liikevoitto antaa mielestämme oikean kuvan Fiskarsin tuloksentekokyvystä.

KONSERNI YHTEENSÄ	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto (MEUR)	1090	1116	1254	1248	1120	1233	1302	1356
<i>kasvu-%</i>	-2,5 %	2 %	12 %	0 %	-10 %	10 %	6 %	4 %
<i>vertailukelpoinen kasvu-%</i>		4 %	14 %	2 %	-2 %	1%	6 %	4 %
Bruttokate	447	452	540	556	511	594	634	664
Bruttokate-%	41,0 %	40,5 %	43,0 %	44,5 %	45,6 %	48,2 %	48,7 %	49,0 %
OPEX	370	343	386	405	401	476	489	504
OPEX-%	33,9 %	30,7 %	30,7 %	32,4 %	35,8 %	38,6 %	37,5 %	37,2 %
Vertailukelpoinen EBIT	78	109	154	151	110	119	146	160
<i>Vertailukelpoinen EBIT-%</i>	7,1 %	9,8 %	12,3 %	12,1 %	9,8 %	9,6 %	11,2 %	11,8 %
Kertaluonteiset erät	-17,7	-11,0	-11,3	-16,3	-11	-40	-5	0
Liiketulos EBIT (MEUR)	60	98	143	135	99	79	141	160
<i>Liiketulos-% (EBIT)</i>	5,5 %	8,8 %	11,4 %	10,8 %	8,8 %	6,4 %	10,8 %	11,8 %

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1239	1233	-1%	1309	1302	-1%	1362	1356	-1%
Liikevoitto ilman kertaeriä	119	119	0 %	145	146	0 %	160	160	0 %
Liikevoitto	78,8	79	0 %	140	141	0 %	160	160	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,98	0,98	0 %	1,18	1,19	0 %	1,37	1,37	0 %
Osakekohtainen osinko	0,85	0,85	0 %	0,90	0,90	0 %	0,93	0,93	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Myy, 15 EUR tavoitehintaa

Osakkeen tuotto-odotus jää mielestämme korkealle nousseiden kertoimien myötä parin vuoden tähtämellä nollan tuntumaan. Sitä tukee ennusteissamme kasvuun kääntyvä tulos sekä noin 5 %:n osinkotuotto. Näemme lähiaikojen vaisuna pysyvän näkymän ja yrityskaupan tuoman riskin (odotuksia heikompi kannattavuus tai muuten epäonnistunut integrointi) nostavan riskiprofilia hieman. Tämän takia näemme tässä vaiheessa varovaisen näkemyksen perusteltuna, vaikka uskomme edelleen positiiviseen kehitykseen tulevina vuosina. Kerroinanalyysiin ja DCF-malliin perustuva käyvä arvon haarukka Fiskarsin osakkeelle on arviomme mukaan 14-17 euroa.

Perinteiset arvostusmenetelmät toimivat hyvin

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

Tulos pohjainen arvostus korkea 2024

Ennen koronapandemiaa Fiskarsin kasvu- ja kannattavuusprofiili oli vaatimaton. Yhtiö alisuoriutui potentiaaliinsa nähden, mutta koronan herättämä kotoilutrendi tuki Fiskarsia. Tämä näkyi etenkin Vita-

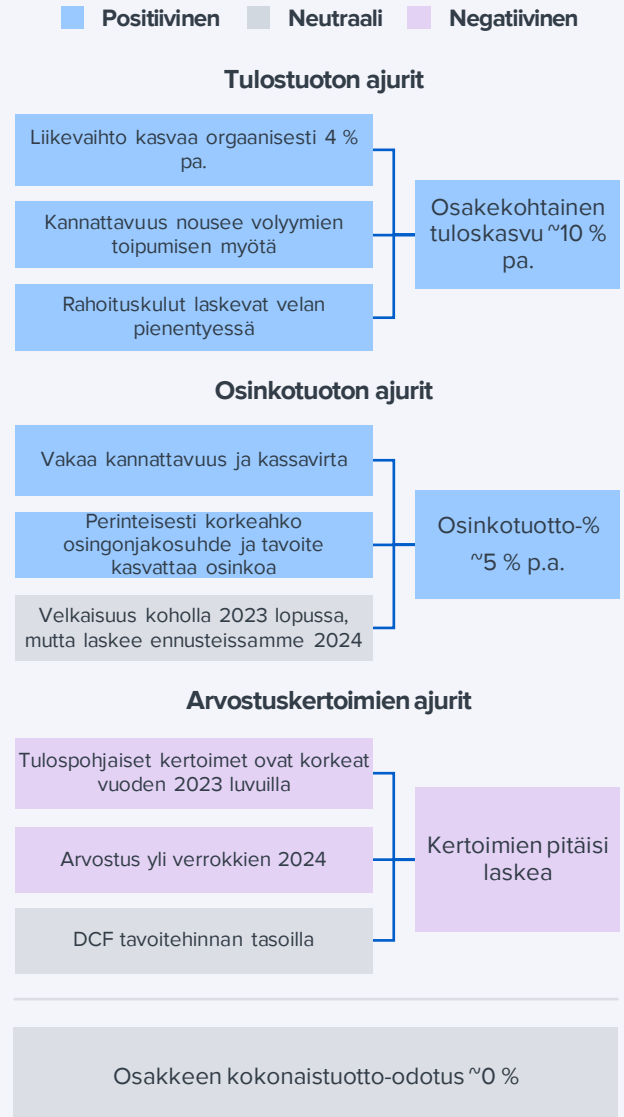
segmentin merkittävänä tuloskasvuna vuosina 2020-22, joka on kuitenkin hiljentyneen kysynnän myötä heikentynyt merkittävästi vuoden 2023 aikana. Mielestämme yhtiöstä löytyy potentiaalia vakaaseen, joskin melko pieneen kasvuun ja historiallista tasoa parempaan suhteelliseen kannattavuuteen. Toisaalta 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. Viime vuosina markkinakysynnän laskun mukana heikentynyt liikevaihto ei myöskään rohkaise kovin korkeiden kasvuodotusten hinnoitteluun.

Fiskarsin osakkeelle määrittämämme hyväksyttävä arvostustaso on P/E:llä mitattuna 12-14x ja EV/EBIT-kertoimella 10-12x. 2024 kertoimet ovat hyväksyttävien kertoimien yläpuolella ja 2025 niiden joko niiden yli tai ylälaidassa ja siten lähivuosien odotettu tuloskasvu menee mielestämme pääosin kertoimien sulatteluun.

DCF-arvonmääritys

Arvioimme Fiskarsin liikevaihdon kasvun hiipuvan vuodesta 2027 eteenpäin 2 %:iin vuodessa. Liikevoittomarginaalin odotamme paranevan noin 12,5 %:iin vuoteen 2027 mennessä, mutta laskevan 11 %:iin terminaalijaksolle, joka on kuitenkin sekä 2023 että 2019 edeltäviä vuosia korkeampi taso. Terminaalijakson painoarvo on mallissamme noin 50 %. Emme odota yhtiön investoivan merkittävästi omiin tehtaisiin, vaan kasvun tulevan nykyisistä tehtaista ja alihankinnan kasvun kautta. Tämä pitää investoinnit maltillisella tasolla poistoihin nähden.

Osaketuoton ajurit 2023-2026



Arvonmääritys 2/3

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 1,7 mrd. euroa ja osakekannan arvon noin 1,25 mrd. euroa eli noin 15,5 euroa osakkeelta. DCF nojaa marginaalin parantumiseen tulevina vuosina. Jos liikevoittomarginaali jäisi noin 10 % tasoon eli nykytasolle, DCF-arvon olisi noin 13 euroa.

Tasepohjainen arvostus myös korkeahko

Fiskarsin P/B-luku on lähivuosille 1,6-1,7x. 2024 oman pääoman tuotto jää alle 10 %:n ennusteissamme, johon nähden arvostus on korkea. 2026 alkaen odotamme 12-13 % oman pääoman tuottoa, johon nähden arvostus on lähellä hyväksyttävää tasoa. Tässäkin näkyy tarve tuloskasvulle, jotta kertoimet neutralisoituisivat.

Arvostus on verrokkiryhmän yläpuolella

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

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

Verrokkiryhmän 2024 ja 2025 EV/EBIT-kertoimien mediaanit ovat 13x ja 11x. Meidän ennusteillamme Fiskarsin vastaavat kertoimet ovat 15x ja 12x, mitkä ovat noin 10-15 % verrokkiryhmän yläpuolella. Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2024 ja 2025 ovat 15x ja 12x. Fiskarsin vastaavat kertoimet ovat 17x ja 14x, mikä tarkoittaa noin 15 % preemiota.

Fiskarsin tulospohjainen arvostus on siis verrokkiryhmää korkeampi vuosille 2024-25. Näemme Fiskarsille oikean suhteellisen arvostuksen olevan verrokkien tasoa tai hieman niiden alle. Tämä johtuu verrokkien paremmasta kasvupotentiaalista ja pääomien tuottotasoista. Verrokkien epäyhtenäisyys ja suoran vertailukohdan puute huomioiden, emme vedä verrokkien arvostuksesta vahvoja johtopäätöksiä Fiskarsin kertoimiin, mutta preemio arvostus verrokkeihin nähden tukee näkemystämme Fiskarsin korkeasta arvostuksesta lähivuosien tulostasoon nähden.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	16,8	16,8	16,8
Osakemäärä, milj. kpl	80,8	80,8	80,8
Markkina-arvo	1356	1356	1356
Yritysarvo (EV)	1800	1755	1737
P/E (oik.)	17,0	14,1	12,2
P/E	34,3	14,9	12,2
P/B	1,7	1,7	1,6
P/S	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,3
EV/EBITDA (oik.)	12,6	8,0	7,2
EV/EBIT (oik.)	15,2	12,0	10,8
Osinko/tulos (%)	173,7 %	80,0 %	67,8 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,4 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

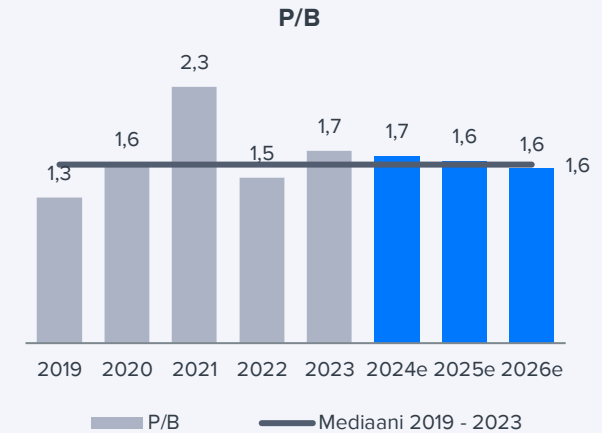
Osinkotuotto säilynee kohtuullisen hyvänä

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

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

Osake olisi edullinen, jos yhtiö pääsisi tavoitteisiinsa

Yhtiöllä on kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet, jotka tähtäävät vuoteen 2025. Jos oletamme, että Fiskars pystyisi nostamaan EBIT-marginaalinsa tavoitteiden mukaiselle 15 %:n tasolle, tarkoittaisi se 2025 liikevaihtoennusteellamme noin 200 MEUR:n liikevoittoa ja 1,75 euron osakekohtaista tulosta. Mikäli yhtiötä hinnoiteltaisiin silloin 12x P/E-kertoimella, osakkeen laskennallinen arvo olisi 21 euroa vuonna 2025. Jos yhtiö pääsee omiin taloudellisiin tavoitteisiinsa, on osake luonnollisesti halpa, ennusteidemme ollessa reippaasti tavoitteiden alapuolella. Uskomme että vuosi 2025 tulee kuitenkin tavoitteiden toteutumisen kannalta aivan liian nopeasti. Tavoitetasoina ne ovat kuitenkin mielestämme hyvät ja uskomme yhtiön etenevän kohti tavoitteitaan lähivuosina.



ESG

Fiskarsin liiketoiminta on käytännössä taksonomian ulkopuolella

Fiskarsin toimiala on kuluttajatuotteiden valmistus ja myynti, joka ei tässä vaiheessa kuulu taksonomian piiriin. Tämä johtuu nähdäksemme siitä, että taksonomiassa on määritetty aluksi toimialoja joilla on merkittävin vaikutus ilmastonmuutokseen, joihin kuluttajatuotteet eivät kuulu.

Kuluttajille tarkoitettujen tuotteiden ja palvelujen lisäksi Fiskars-konsernin toimintaan kuuluu kuitenkin museoita ja kulttuuritoimintaa, kiinteistötoimintaa ja metsänhoitoa, jotka on määritetty taksonomiassa. Näiden osuus liiketoiminnasta on marginaalinen, alle 1 % liikevaihdosta. Kulujen ja investointien osalta taksonomiakelpoisuus on hieman suurempi, mutta edelleen pieni osa. Taksonomian mukaista toimintaa Fiskarsilla on niin liikevaihdon, kulujen kuin investointienkin osalta vain marginaalisesti.

Taksonomia ei tuo nähdäksemme vaikutuksia liiketoimintaan

Koska Fiskarsin päätoimiala ei tällä hetkellä kuulu taksonomian piiriin, nykyisen kaltaisesta taksonomiasta ei nähdäksemme tule vaikutuksia Fiskarsin liiketoimintaan, eikä siten myöskään esim. rahoitustilanteeseen tai rahoituskuluihin.

Hieman asiaa sivuten, yhtiöllä on kuitenkin varsin kunnianhimoinen tavoite lisätä kiertotalouden mukaisten tuotteiden ja palveluiden osuus liikevaihdostaan 50%:iin vuoteen 2030 mennessä, kun osuus viime vuonna oli 14 % (selvää kasvua vuoden 2022 5 % nähden). Tämä tarkoittaa todennäköisesti kierrätettävistä materiaaleista tehtäviä tuotteita, mutta voi periaatteessa tarkoittaa myös käytettyjen tuotteiden kauppaa tai tuotteiden vuokraamista.

Ilmastotavoitteet ovat edenneet hyvin

Fiskars on sitoutunut Pariisin sopimuksen mukaisen 1,5 %:n skenaarioon ja siihen tähtäävään Science-Based-Targets hankkeeseen. Tähän liittyen yhtiöllä on tavoitteena vähentää vuoteen 2030 mennessä omien toimintojen (scope 1&2) kasvihuonepäästöjä 60 % vuoteen 2017 verrattuna ja scope 3 (logistiikka ja jakelu) päästöjä 30 % vs. 2018. Lisäksi yhtiö tavoittelee että 60 %:lla sen toimittajista on Science-Based-Targets hankkeen mukaiset tavoitteet vuoteen 2024 mennessä.

Päästötavoitteiden suhteen yhtiö on selvästi tavoitteitaan edellä. Scope 1&2 päästöt ovat jo vähentyneet 56 % vuoteen 2023 mennessä ja Scope 3 päästöt 46 %. Siten tavoitteet on jo käytännössä saavutettu, jota lienee tukenut volyymin lasku viime vuonna. Uskoaksemme tätä vauhditti myös Venäjän aloittaman sodan aiheuttama maakaasun raju hinnannousu, jonka vuoksi Fiskars on investoimassa litalan lasitehtaan muuttamiseksi vähäpäästöisemmäksi (siirtymällä maakaasusta sähköön). Toimittajista 45 % oli SBT:n piirissä 2022, joten siinäkin tavoite on saavutettavissa, joskin tässä tavoitteessa on vielä runsaasti tekemistä, kun tavoitevuosi on jo tänä vuonna.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	0,4 %	0,5 %
OPEX	6 %	4 %
CAPEX	4 %	6 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0,2 %
OPEX	0 %	0,3 %
CAPEX	0 %	1,5 %

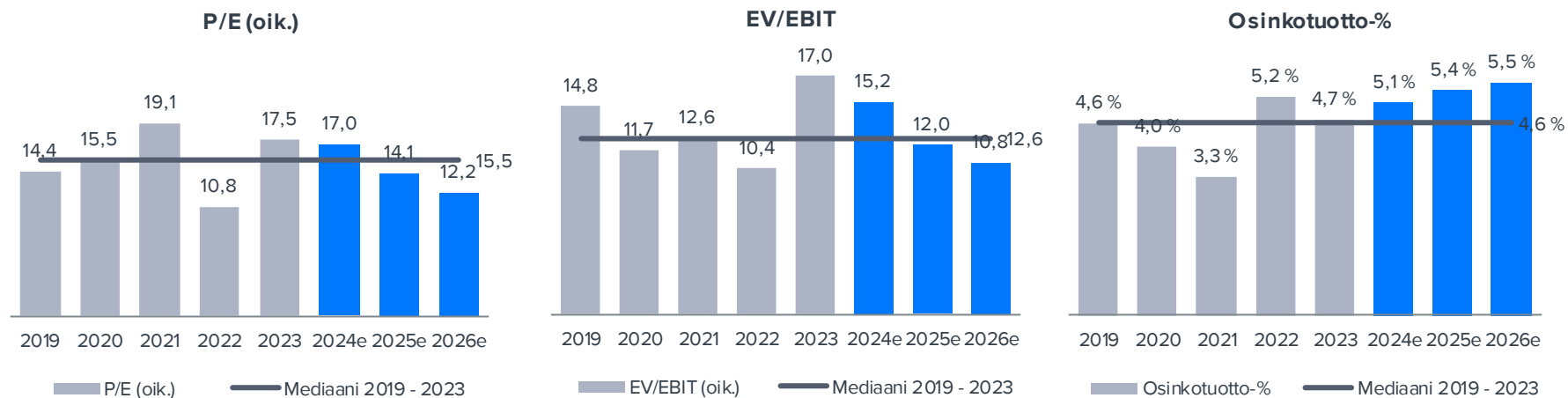
Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Kyllä	Kyllä

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,2	15,0	23,0	15,4	17,6	16,8	16,8	16,8	16,8
Osakemäärä, milj. kpl	81,5	81,5	81,5	80,6	80,8	80,8	80,8	80,8	80,8
Markkina-arvo	996	1220	1874	1239	1420	1356	1356	1356	1356
Yritysarvo (EV)	1152	1276	1938	1570	1872	1800	1755	1737	1711
P/E (oik.)	14,4	15,5	19,1	10,8	17,5	17,0	14,1	12,2	11,3
P/E	19,3	18,0	21,7	12,6	20,3	34,3	14,9	12,2	11,3
P/B	1,3	1,6	2,3	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
P/S	0,9	1,1	1,5	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,5	1,3	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	9,6	7,4	9,5	8,1	11,4	12,6	8,0	7,2	6,7
EV/EBIT (oik.)	14,8	11,7	12,6	10,4	17,0	15,2	12,0	10,8	10,0
Osinko/tulos (%)	88,4 %	72,2 %	71,6 %	65,6 %	94,8 %	173,7 %	80,0 %	67,8 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,0 %	3,3 %	5,2 %	4,7 %	5,1 %	5,4 %	5,5 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Duni AB	427	519	7,8	6,9	5,7	5,2	0,8	0,7	10,1	8,9	4,8	5,2	1,3
Harvia Oyj	675	698	19,3	17,0	16,5	14,3	4,3	3,9	26,3	22,6	2,0	2,2	4,9
Leifheit AG	140	99	5,0	4,0	3,5	3,0	0,4	0,4	9,3	7,5	5,3	8,7	1,2
Marimekko Oyj	480	464	14,1	12,3	11,0	9,8	2,6	2,4	18,8	16,8	3,8	5,1	5,5
Nokian Tyres plc	1141	1671	14,5	11,8	8,6	6,5	1,2	1,1	14,1	11,1	6,7	6,7	0,9
Orthex Oyj	110	127	10,8	9,3	8,0	6,9	1,4	1,3	13,8	11,8	3,7	4,4	2,5
Rapala VMC Oyj	103	234	16,0	11,3	9,0	7,2	1,0	0,9	33,0	12,7	1,8	0,8	0,6
Stanley Black & Decker Inc	12452	18628	14,6	12,2	11,7	10,2	1,3	1,3	21,5	15,4	3,8	3,8	1,4
Villeroy & Boch AG	518	380	4,5	4,3	3,0	2,9	0,4	0,4	8,4	7,9	5,9	6,2	1,2
Husqvarna	4226	5419	12,5	10,9	7,9	7,1	1,2	1,2	15,3	12,6	3,8	4,2	1,9
Fiskars (Inderes)	1356	1800	15,2	12,0	12,6	8,0	1,5	1,3	17,0	14,1	5,1	5,4	1,7
Keskiarvo			11,9	10,0	8,5	7,3	1,4	1,3	17,1	12,7	4,2	4,7	2,1
Mediaani			13,3	11,1	8,3	7,0	1,2	1,1	14,7	12,2	3,8	4,7	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			14 %	9 %	52 %	14 %	23 %	18 %	16 %	16 %	33 %	14 %	29 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1248	275	268	241	346	1130	301	300	280	353	1232,9	1302	1356	1411
Vita	564	108	114	119	215	555	137	143	156	219	654	706	741	778
Fiskars	681	167	153	121	130	571	163	156	123	133	575	592	610	628
Muut	3,9	0,5	1,1	1,2	1,2	4,0	0,5	1,1	1,2	1,2	4,0	4,0	4,0	4,0
Käyttökate	194	44,0	37,1	29,7	54,1	165	32,4	26,0	34,8	49,6	142,7	219	242	256
Poistot ja arvonalennukset	-58,8	-15,1	-14,7	-16,1	-20,1	-66,0	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-64,0	-78,6	-81,7	-84,1
Liikevoitto ilman kertaerää	151	31,1	23,7	17,7	37,7	110	26,4	20,0	28,8	43,6	119	146	160	172
Liikevoitto	135	28,9	22,4	13,6	34,0	98,9	16,4	10,0	18,8	33,6	79	141	160	172
Vita	85,6	7,8	3,0	16,8	34,7	62,3	1,4	0,0	21,8	41,6	64,7	86,1	99,3	109
Fiskars	82,7	30,6	24,8	11,0	7,4	73,8	30,0	25,0	12,0	7,0	74,0	80,0	82,0	84,0
Muut	-17,2	-7,2	-4,2	-10,0	-4,4	-25,8	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-20,0	-20,4	-21,0	-21,4
Nettorahoituskulut	-11,7	-3,6	-7,2	-3,1	-10,0	-24,0	-7,0	-7,0	-6,0	-6,0	-26,0	-20,0	-15,0	-15,0
Tulos ennen veroja	124	26,3	16,7	11,7	25,0	79,7	9,4	3,0	12,8	27,6	52,7	121	145	157
Verot	-25,0	-5,8	-4,0	-2,9	3,0	-9,7	-2,3	-0,8	-3,2	-6,9	-13,2	-29,0	-33,4	-36,0
Vähemmistöosuudet	-0,9	-0,3	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-1,0	-1,0
Nettotulos	98,2	20,2	12,7	8,9	28,1	69,9	7,0	2,3	9,6	20,7	39,5	90,9	111	120
EPS (oikaistu)	1,42	0,28	0,17	0,16	0,39	1,01	0,21	0,15	0,24	0,38	0,98	1,19	1,37	1,48
EPS (raportoitu)	1,22	0,25	0,16	0,11	0,35	0,87	0,09	0,03	0,12	0,26	0,49	1,12	1,37	1,48
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,5 %	-17,4 %	-16,1 %	-17,6 %	13,8 %	-9,5 %	9,3 %	12,0 %	16,0 %	2,0 %	9,1 %	5,6 %	4,1 %	4,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-2,1 %	-39,9 %	-34,7 %	-46,8 %	27,3 %	-27,0 %	-15,2 %	-15,6 %	62,6 %	15,6 %	7,7 %	22,8 %	10,0 %	7,0 %
Käyttökate-%	15,5 %	16,0 %	13,9 %	12,3 %	15,6 %	14,6 %	10,8 %	8,7 %	12,4 %	14,1 %	11,6 %	16,8 %	17,9 %	18,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,1 %	11,3 %	8,8 %	7,3 %	10,9 %	9,8 %	8,8 %	6,7 %	10,3 %	12,4 %	9,6 %	11,2 %	11,8 %	12,2 %
Nettotulos-%	7,9 %	7,4 %	4,8 %	3,7 %	8,1 %	6,2 %	2,3 %	0,8 %	3,4 %	5,9 %	3,2 %	7,0 %	8,2 %	8,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	877	1029	1055	1070	1082
Liikearvo	221	220	220	220	220
Aineettomat hyödykkeet	279	372	371	367	364
Käyttöomaisuus	257	307	334	352	366
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Muut sijoitukset	84,8	91,0	91,0	91,0	91,0
Muut pitkäaikaiset varat	6,4	11,0	11,0	11,0	11,0
Laskennalliset verosaamiset	29,0	28,4	28,4	28,4	28,4
Vaihtuvat vastaavat	709	726	634	631	656
Vaihto-omaisuus	365	364	308	287	298
Muut lyhytaikaiset varat	8,9	5,6	5,6	5,6	5,6
Myyntisaamiset	219	229	247	260	271
Likvidit varat	116	127	74,0	78,1	81,3
Taseen loppusumma	1586	1755	1689	1701	1739

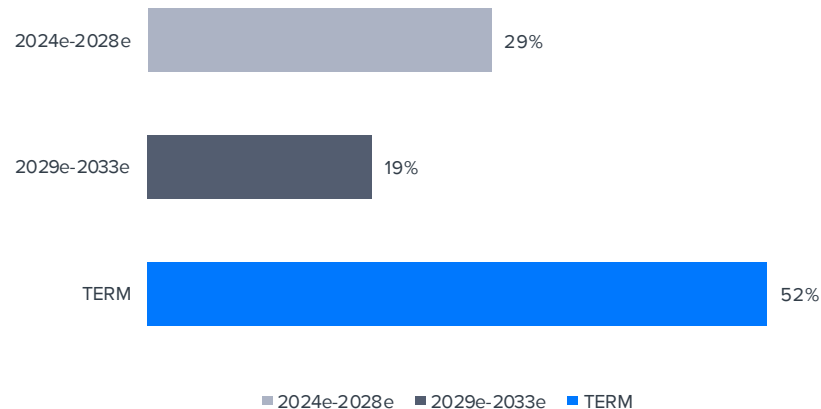
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	836	824	797	819	857
Osakepääoma	77,5	77,5	77,5	77,5	77,5
Kertyneet voittovarot	754	742	716	738	776
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	4,1	3,8	3,8	3,8	3,8
Pitkäaikaiset velat	275	506	468	421	418
Laskennalliset verovelat	34,5	38,8	38,8	38,8	38,8
Varaukset	13,2	15,4	15,4	15,4	15,4
Korolliset velat	223	448	410	363	360
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1
Lyhytaikaiset velat	475	425	424	461	463
Korolliset velat	218	126	103	110	98,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	250	287	308	339	352
Muut lyhytaikaiset velat	6,9	12,5	12,5	12,5	12,5
Taseen loppusumma	1585	1755	1689	1701	1739

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-9,5 %	9,1 %	5,6 %	4,1 %	4,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,8 %	6,4 %	10,8 %	11,8 %	12,2 %	12,5 %	12,0 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Liikevoitto	98,9	78,7	141	160	172	180	176	172	168	171	175	
+ Kokonaispoistot	66	64	79	82	84	87	88	89	87	89	90	
- Maksetut verot	-5	-13	-29	-33	-36	-38	-37	-36	-35	-36	-38	
- verot rahoituskuluista	-3,1	-6,5	-4,8	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	36	60,0	38,2	-8,5	-8,9	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9	-5,0	
Operatiivinen kassavirta	193	183	224	197	207	221	219	217	211	216	218	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-219	-90	-93	-93	-96	-91	-93	-94	-102	-101	-106	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-23	93,1	131	104	111	129	126	123	110	115	112	
+/- Muut	0	40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-23	133	131	104	111	129	126	123	110	115	112	1901
Diskontattu vapaa kassavirta		125	114	83,9	83	89	81	73	60	58	53	894
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1714	1589	1475	1391	1308	1218	1137	1065	1005	946	894
Velaton arvo DCF		1714										
- Korolliset velat		-574										
+ Rahavarat		127										
-Vähemmistöosuus		-6										
-Osinko/pääomapalautus		0										
Oman pääoman arvo DCF		1261										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,6										

Rahavirranjakauma jaksoittain

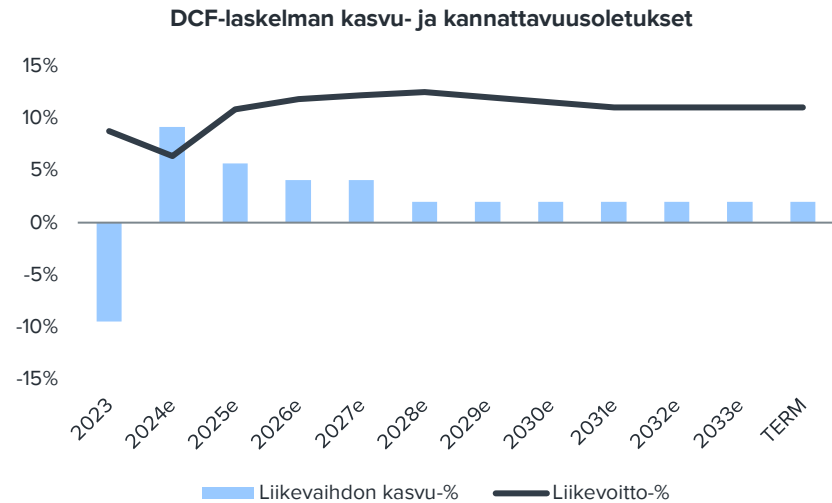
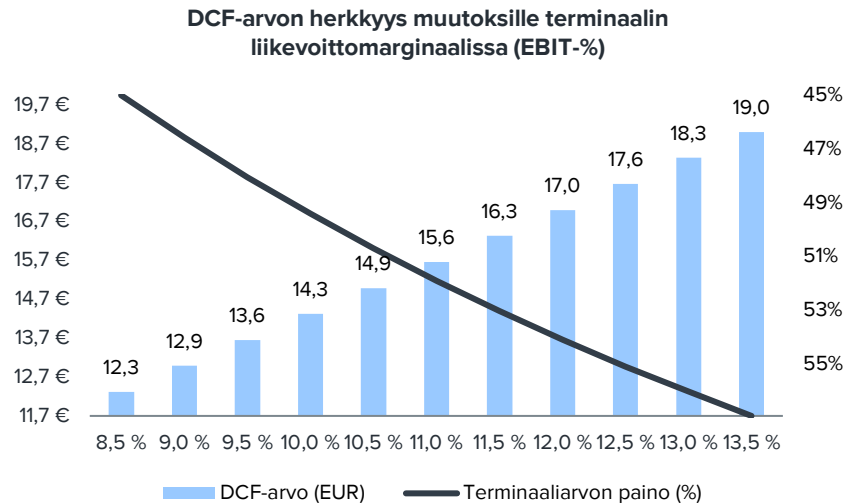
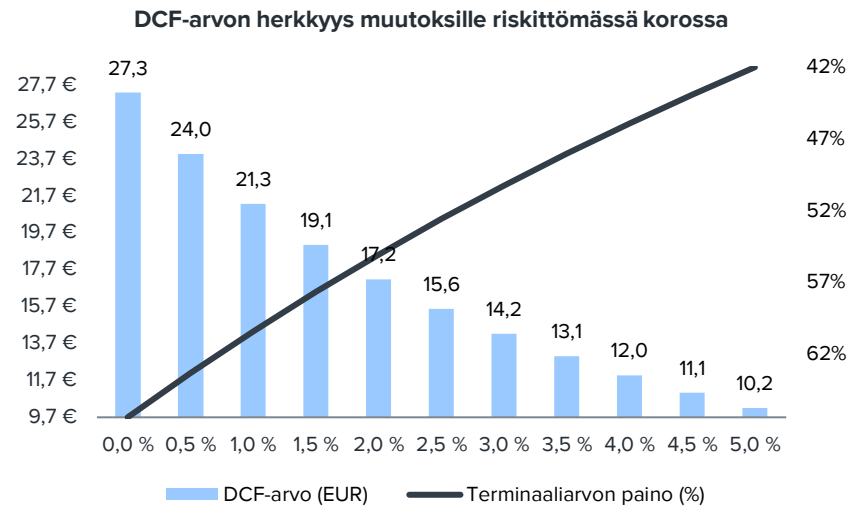
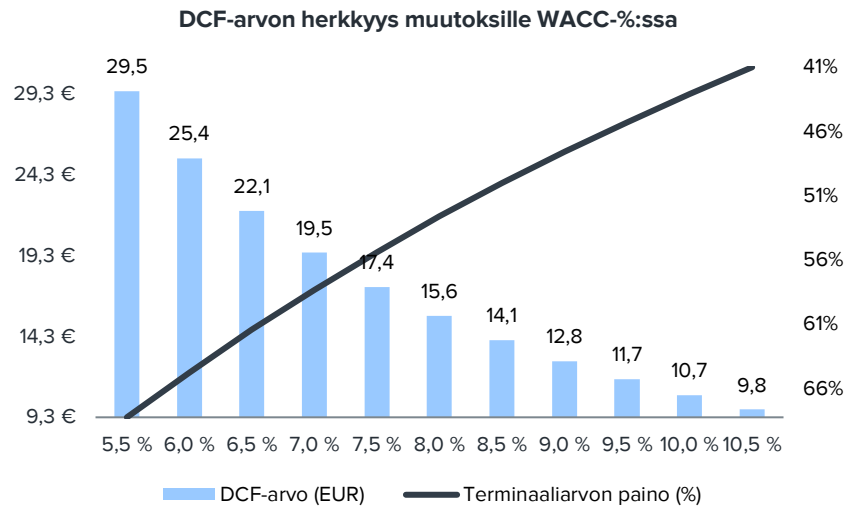


Pääoman kustannus (WACC)

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

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	1254,3	1248,4	1129,8	1232,9	1302,5	EPS (raportoitu)	1,06	1,22	0,87	0,49	1,12
Käyttökate	204,0	193,5	164,9	142,7	219,3	EPS (oikaistu)	1,20	1,42	1,01	0,98	1,19
Liikevoitto	142,7	134,7	98,9	78,7	140,7	Operat. kassavirta / osake	1,69	-0,64	2,39	2,27	2,77
Voitto ennen veroja	144,0	124,1	79,7	52,7	120,7	Vapaa kassavirta / osake	0,66	-1,71	-0,28	1,65	1,62
Nettovoitto	86,5	98,2	69,9	39,5	90,9	Omapääoma / osake	9,97	10,32	10,15	9,82	10,09
Kertaluontoiset erät	-11,5	-16,3	-11,3	-40,0	-5,0	Osinko / osake	0,76	0,80	0,82	0,85	0,90
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	1435,4	1585,6	1754,9	1689,2	1701,1	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	0 %	-10 %	9 %	6 %
Oma pääoma	816,3	835,7	823,7	797,0	819,2	Käyttökateen kasvu-%	18 %	-5 %	-15 %	-13 %	54 %
Liikearvo	219,1	221,2	220,1	220,1	220,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	41 %	-2 %	-27 %	8 %	23 %
Nettovelat	56,2	325,2	446,6	439,2	394,4	EPS oik. kasvu-%	25 %	18 %	-29 %	-2 %	21 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	16,3 %	15,5 %	14,6 %	11,6 %	16,8 %
Käyttökate	204,0	193,5	164,9	142,7	219,3	Oik. Liikevoitto-%	12,3 %	12,1 %	9,8 %	9,6 %	11,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,6	-218,7	36,2	60,0	38,2	Liikevoitto-%	11,4 %	10,8 %	8,8 %	6,4 %	10,8 %
Operatiivinen kassavirta	137,7	-51,7	193,3	183,1	223,7	ROE-%	11,0 %	11,9 %	8,5 %	4,9 %	11,3 %
Investoinnit	-130,4	-35,8	-218,5	-90,0	-93,1	ROI-%	16,2 %	12,5 %	7,8 %	5,8 %	10,8 %
Vapaa kassavirta	53,7	-137,4	-22,9	133,1	130,6	Omavaraisuusaste	56,9 %	52,7 %	46,9 %	47,2 %	48,2 %
						Nettovelkaantumisaste	6,9 %	38,9 %	54,2 %	55,1 %	48,1 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,7	1,5	1,3						
EV/EBITDA (oik.)	9,5	8,1	11,4	12,6	8,0						
EV/EBIT (oik.)	12,6	10,4	17,0	15,2	12,0						
P/E (oik.)	19,1	10,8	17,5	17,0	14,1						
P/B	2,3	1,5	1,7	1,7	1,7						
Osinkotuotto-%	3,3 %	5,2 %	4,7 %	5,1 %	5,4 %						

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 käytettävät neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat 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
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 €
Analytiikko vaihtuu			
5.2.2022	Lisää	24,00 €	22,05 €
2.5.2022	Lisää	24,00 €	21,90 €
19.7.2022	Lisää	20,00 €	18,40 €
Analytiikko vaihtuu			
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 €
28.4.2023	Lisää	17,50 €	15,70 €
18.7.2023	Lisää	17,50 €	15,90 €
21.7.2023	Lisää	17,50 €	15,88 €
9.10.2023	Vähennä	17,50 €	17,56 €
13.10.2023	Vähennä	16,00 €	16,20 €
27.10.2023	Vähennä	15,00 €	14,28 €
17.1.2024	Myy	15,00 €	17,58 €
9.2.2024	Myy	15,00 €	17,20 €
20.3.2024	Myy	15,00 €	16,78 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**