

Orthex

Laaja raportti

11.10.2022 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Takaisin kasvu-uralle

Orthexin arkisilla tuotteilla on vakaa kysyntä, mutta jälleenmyyjien pyrkimys keventää varastojaan yhdessä erittäin nopeasti kohonneiden raaka-aineiden hintojen kanssa on johtanut kuluvan vuoden haasteisiin. Raaka-aineiden hinnat ovat lähteneet laskuun, mikä tukee Orthexin tuloskasvunäkymää. Muoviraaka-aineiden hinnat käyttäytyvät edelleen hyvin arvaamattomasti, mikä kasvattaa ennusteisiin liittyvää riskiä. Verrokkiyhtiöiden kurssilasku yhdessä haastavan markkinanäkymän kanssa rajoittavat Orthexin osakekurssin lyhyen aikavälin potentiaalista nousuvaraa, joten laskemme tavoitehintamme 4,4 euroon (aik. 5,0 eur). Osakkeen kokema kurssilasku on kuitenkin ollut mielestämme turhan raju, mikä avaa meille tilaisuuden kääntyä lisää-puolelle (aik. vähennä).

Johtava Pohjoismainen käyttötavarayhtiö

Orthex on Pohjoismaiden johtava kodin- ja käyttötavarayhtiö. Sillä on kolme pääbrändiä (Orthex, SmartStore ja GastroMax) ja yksi sivubrändi (Kökskungen), joiden alla se tarjoaa tuotteita eri käyttötavarakategorioissa (mm. kodin säilytys, ruoan säilytys, keittiötarvike, kasvien hoito, koti ja piha). Tuotteista noin 90 % valmistetaan Pohjoismaissa Orthexin kolmessa pitkälle automatisoidussa tehtaassa. Yli 80 % myynnistä tulee Pohjoismaista, mutta yhtiöllä on noin 800 asiakasta yli 40 maassa. Tuotteiden jakelukanavana toimivat pääosin suuret eurooppalaiset vähittäiskaupan ketjut. Orthexin ensisijainen kohdemarkkina on Euroopassa noin 4 miljardin euron kokoinen ja koostuu kodin-, ruoansäilytyksen ja keittiötarvikkeiden myynnistä. Orthex on Pohjoismaissa kodin- ja ruoansäilytyksen markkinajohtaja 20-25 %:n markkinaosuudella. Tuotteilla on matala yksikköhinta ja niitä ostetaan päivittäiseen tarpeeseen, mikä laskee kysynnän syklistä ja hintaherkkyttä.

Pidemmän aikavälin suhteellinen kannattavuus on suurin kysymysmerkki tuloskasvua ajatellen

Orthexin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat mm.: yli 5 %:n orgaaninen liikevaihdon kasvu ja ajan myötä yli 18 %:n vertailukelpoinen EBITA-marginaali. Orthex tavoittelee erityisen vahvaa kasvua Pohjoismaiden ulkopuolella, jossa tavoitteena on kasvaa yli 10 % vuodessa nykyisten ja uusien avainasiakkaiden avulla. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto kasvaa 2022-2025 keskimäärin 4 % vuodessa, joskin kuluvalta vuodelta odotamme lievästi laskevaa liikevaihtoa jälleenmyyjien keventäessä varastotasojaan ja kustannusinflaation rajoittaessa mahdollisuuksia kampanjamyynntiin. Kannattavuustavoitteen osalta yhtiöllä on mielestämme enemmän todistettavaa ja yhtiö saavuttaa ennusteissamme kasvaneen liikevaihdon ja parantuneen bruttokatemarginaalin ajamana 12,5 %:n liikevoittomarginaalin vuonna 2025, mikä johtaa keskimäärin 4 %:n tuloskasvuun 2022-2025.

Tuotto-odotus on mielestämme riittävä, mutta maltti on valttia

Nykyisellä kurssitasolla Orthexin tulosperustainen arvostus ei ole vielä erityisen edullinen ensi vuoden ennusteillamme (P/E: 14x, EV/EBIT: 12x), mutta vuoden 2024 ennusteillamme arvostus kääntyy houkuttelevan puolelle (P/E 10x, EV/EBIT: 9x). Lyhyen aikavälin epävarmuudesta huolimatta olemme valmiita katsomaan osaketta hieman pidemmälle poikkeuksellisen korkeiden raaka-ainehintojen vuoksi, jotka luovat mielestämme vääristyneen kuvan yhtiön tuloskunnosta, ja jotka voivat laskiessaan johtaa ennustamamme tuloskasvun realisoitumiseen odotuksiamme nopeammin. Vuoteen 2025 näemme osakkeella edellytykset noin 11-17 %:n vuotuisen tuotto-odotukseen. DCF-mallimme indikoi yhtiölle 5,7 euron osakekohtaista arvoa, mikä antaisi edellytykset jopa vahvemman näkemyksen perustelemiseksi, mutta heikon lyhyen aikavälin näkyvyyden ja rajallisten näyttöjen kannattavuuspotentiaaliin liittyen vuoksi painotamme lähivuosien arvostuskertoimia.

Suositus

Lisää

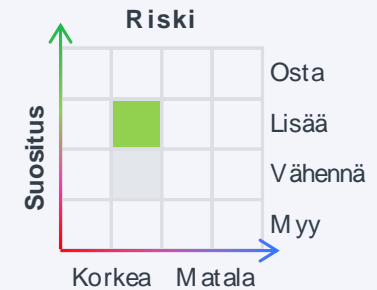
(aik. Vähennä)

4,40 EUR

(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi:

3,95



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	88,7	87,5	91,0	97,4
kasvu-%	17 %	-1 %	4 %	7 %
EBIT oik.	10,9	5,3	8,1	10,5
EBIT-% oik.	12,3 %	6,0 %	8,9 %	10,8 %
Nettotulos	6,0	2,6	5,1	7,0
EPS (oik.)	0,43	0,16	0,29	0,40

P/E (oik.)	26,7	25,4	13,8	10,0
P/B	6,4	2,2	2,1	1,8
Osinkotuotto-%	1,6 %	3,0 %	4,6 %	5,1 %
EV/EBIT (oik.)	21,2	18,2	11,7	8,8
EV/EBITDA	17,4	10,5	7,6	6,2
EV/Liikevaihto	2,6	1,1	1,0	1,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

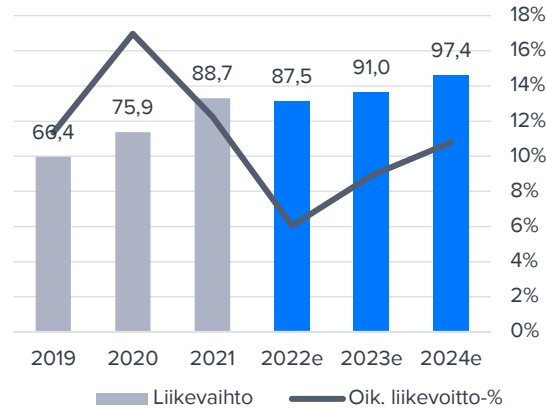
Orthexilla ei ole lyhyen aikavälin ohjeistusta. Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee keskimäärin yli 5 %:n orgaanista kasvua ja yli 18 %:n oikaistua EBITA-marginaalia.

Osakekurssi



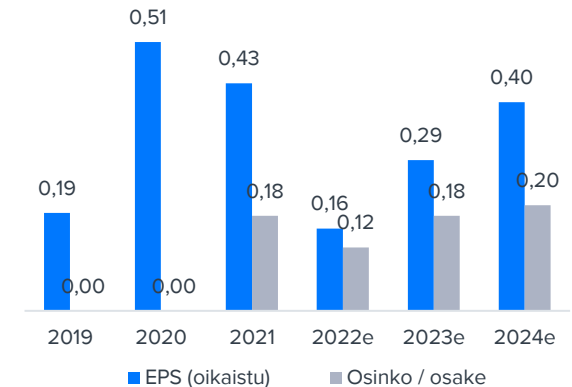
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,93	3,93	3,93
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	70	70	70
Yritysarvo (EV)	96	94	93
P/E (oik.)	25,2	13,8	9,9
P/E	26,5	13,8	9,9
P/Kassavirta	15,3	13,8	11,5
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA (oik.)	10,4	7,6	6,2
EV/EBIT (oik.)	18,1	11,6	8,8
Osinko/tulos (%)	80,9 %	63,0 %	50,6 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,6 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Tuotekategoriat	15-18
Liiketoiminnan riskiprofiili	19
Toimiala ja markkinakatsaus	20-24
Kilpailukenttä	22-23
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	25-26
Sijoitusprofiili	27
Historiallinen ja taloudellinen kehitys	28-32
Ennusteet	33-36
Osakkeen arvostus	37-41
Yhteenveto	42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Orthex lyhyesti

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

1956

Perustamisvuosi

20-25 %⁽¹⁾

Markkinaosuus kodinsäilytyskategorioissa Pohjoismaissa

~0,5 %⁽¹⁾

Markkinaosuus kodin- ja ruoansäilytyskategorioissa Länsi-Euroopassa⁽²⁾

87,5 MEUR (-1,4 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022e

5,3 MEUR (oik. EBIT: 6,0 %)

Oikaistu liikevoitto 2022e

297

Henkilöstö H1'22 keskimäärin (FTE)

3 omaa tehdasta

Ruotsi (2 kpl) Suomi (1 kpl)

1956-2011

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

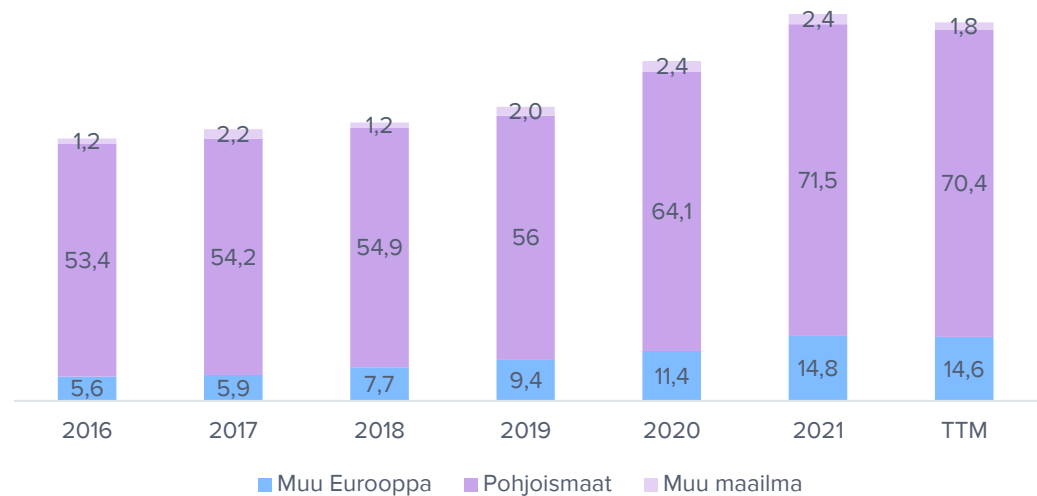
2011-2014

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

2014-

Toiminnan laajentaminen Pohjoismaiden ulkopuolella
Myyntiorganisaation perustaminen Ranskaan, Saksaan ja Yhdistyneeseen kuningaskuntaan 2016-2017
Ulkoistettu varasto Saksan ja Ranskan rajalle 2020
Useita uusia kestävän kehityksen hankkeita
Pörssilistautuminen 3/2021

Lasketun myynnin kehitys (MEUR)⁽³⁾



1) Vuonna 2019

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

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Korkealaatuisten kodin käyttötavaroiden valmistaja

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

Brändiportfolio syntynyt yrityskauppojen kautta

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

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

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

tehtaan käyttöoikeuden.

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

Myynti painottuu Pohjoismaihin

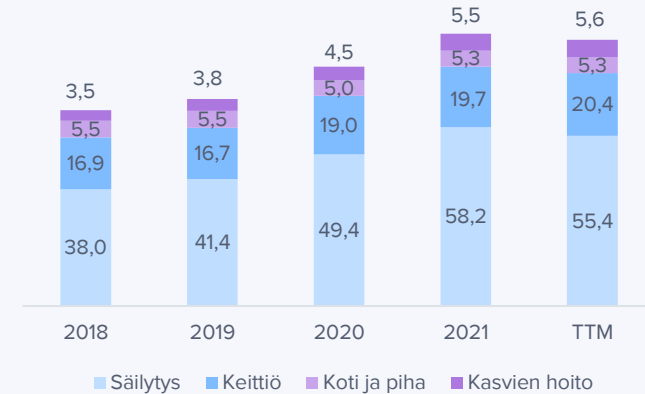
Suurin osa Orthexin myynnistä tulee Pohjoismaista (TTM 81 %), joissa suurimmat markkinat eli Suomi ja Ruotsi, kasvavat nopeimmin. Euroopan muissa maissa (2021: 17 % liikevaihdosta) kasvu on ollut erityisen nopeaa Saksassa ja Ranskassa uusien jälleenmyyjien ansiosta. Euroopan ulkopuolella (2020: 2 % liikevaihdosta) Orthexin suurin kohdema on Yhdysvallat.

Laaja asiakaskunta

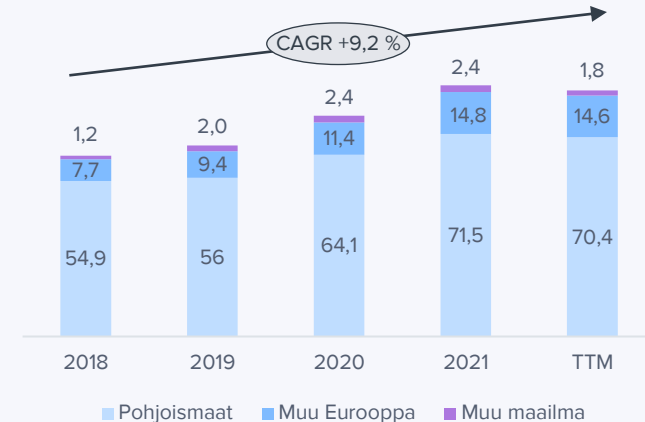
Orthexilla on laaja asiakaskunta, joka koostuu noin 800 asiakkaasta 40 eri maassa. Asiakkaisiin kuuluvat esimerkiksi tavaratalot, erikois-, halpa-, päivittäistavara- ja verkkokaupat. Referenssilista koostuu nimekkäistä jälleenmyyjistä Pohjoismaissa ja Länsi-Euroopassa.

Suurista avainasiakkaista huolimatta Orthex ei ole riippuvainen yhdestäkään yksittäisestä jälleenmyyjästä, mikä alentaa sen riskiprofilia. Vuonna 2021 Orthexin suurimman asiakkaan osuus laskutetusta myynnistä oli 10,4 % (2020: 8,6 %) eikä yhtiöllä ollut muita asiakkaita, joiden osuus konsernin liikevaihdosta olisi ollut yli 10 %.

Kategoriakohtainen myynti (MEUR)¹



Kohdemarkkinakohtainen myynti (MEUR)



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Vähittäiskauppojen pitkäaikainen kumppani

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

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

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

Laaja tuotevalikoima mahdollistaa keskitettyä

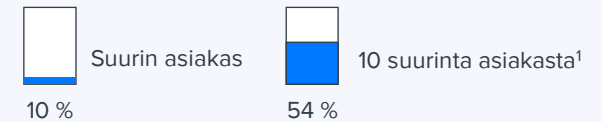
tuotteiden tarjoajana ("one-stop-shop") toimimisen, mikä helpottaa jälleenmyyjän valikoiman hallintaa. Orthex tarjoaa lisäksi asiakkailleen sähköiset tiedonvaihrolinkit, joiden avulla uudet tilaukset voi automatisoida varaston mukaan. Asiakkaita tuetaan myös opastamalla heitä myymäläesillepanon kanssa ja tuotteista tehdään myös asiakkaiden verkkokaupoissa houkuttelevampia omia brändisivuja hyödyntäen.

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

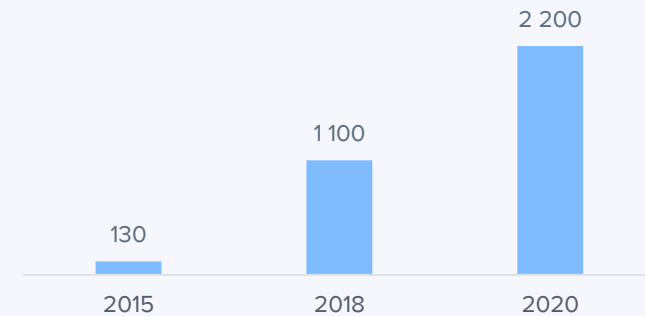
Oma myynti ei ole osa ydinliiketoimintaa

Orthexin tuotteita myydään vähittäiskauppojen lisäksi myös suoraan kuluttajille yhtiön outlet-myymälöissä Tingsrydissä ja Lohjalla. Lohjan tehtaan yhteydessä Orthexilla on myymälä ja Tingsrydissä tuotteita myymään kausiluonteisessa outlet-teltassa. Outlet myynti on ollut noin 1 % Orthexin liikevaihdosta, mutta se kärsi vuonna 2020, kun Tingsrydin outlet-myymälä oli suljettuna koko kesän koronasta johtuen. Orthex ei pyri määrätietoisesti kasvattamaan outlet-myyntiään, mutta siitä on strategista hyötyä, kun yhtiö saa outleteissaan suoraa palautetta kuluttajilta tuotteistaan ja konsepteistaan. Outlet-myyntiin lisäksi Orthex myy tuotteitaan suoraan kuluttajille pienissä erissä verkkokaupassaan Suomessa. Verkkokaupan myyntimäärät ovat kuitenkin rajallisia, minkä seurauksena yhtiö pitää niitä epäolennaisina.

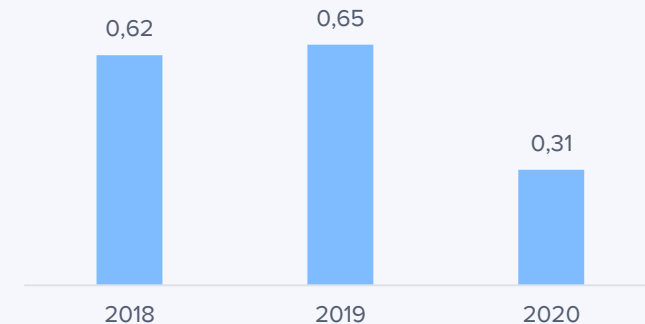
Suurimpien asiakkaiden osuus laskutetusta myynnistä



Saavutettu myymälämäärä keskeisillä vientimarkkinoilla (kpl)



Outlet-myynti (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Tuotteita löytyy lähes jokaisesta kodista

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

Kestävä kehitys tuotekehityksen keskiössä

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

Tuotetarjontaa päivitetään säännöllisesti

Ajankohtaisen ja innovatiivisen tuotetarjoaman varmistamiseksi sekä brändin kasvattamiseksi Orthexin tavoitteena on, että 10 % myynnistä tulee

uusista varastonimikkeistä. Tässä yhteydessä tuote luokitellaan uudeksi lanseerausvuonna ja kahtena seuraavana vuonna.

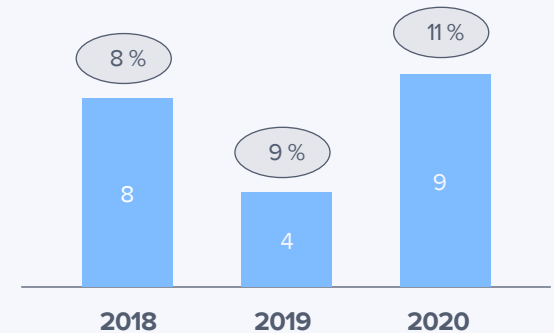
Vuosina 2018-2020 yhtiö lanseerasi yhteensä 21 uutta tuotetta ja uusien tuotteiden osuus myynnistä vaihteli 8 % ja 11 %:n välillä. Uudet tuotteet lanseerataan paremmilla ominaisuuksilla ja aiempia korkeammilla myyntikatemarginaaleilla. Tästä johtuen myynnin painottuminen uusiin tuotteisiin parantaa Orthexin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

Rönsyt leikataan pois

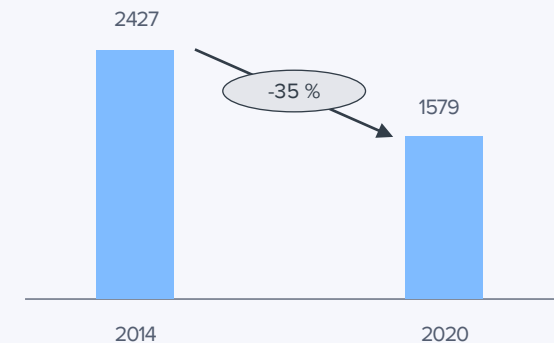
Säännöllisistä uusista tuotelanseerauksista huolimatta Orthex ei anna tuotetarjontansa paisua, vaan heikot tuotteet poistetaan tarjonnasta käyttöpääoman ja valikoiman tehostamiseksi. Liikevaihdon hyvästä kasvusta huolimatta Orthexin varastonimikkeiden määrä laski yhteensä 35 % vuosien 2014 ja 2020 välillä.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

Nykyinen Orthex Group on muodostunut usean yrityskaupan myötä, jotka loivat tarpeen tarjonnan tehostamiselle. Vuosina 2011-2014 Orthex keskittyi Sveicon ja Hammarplastin integrointiin osaksi konsernia ja brändisalkun kokoa karsittiin neljään. Yrityskauppojen tuomat Hammarplast-, Sveico-, Sarvis- ja HammarSarvis-brändit lakkautettiin yhtiön keskittyessä nykyisiin pääbrändeihin.

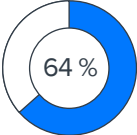
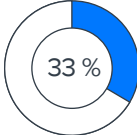


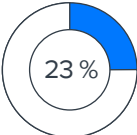
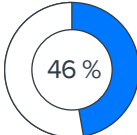

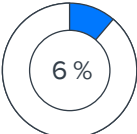
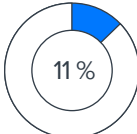

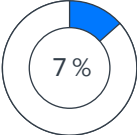




Uudet tuotelanseeraukset ja uusien tuotteiden osuus myynnistä



Varastonimikkeiden määrä



























Orthexin tuotteet

Tuotekategoria	Brändi	Osuus laskutetusta myynnistä ⁽¹⁾	Osuus varastonimikkeistä ⁽²⁾	Tuotekuvausesimerkkejä	
Säilytys	smart store™	 64 %	 33 %		<ul style="list-style-type: none"> • Säilytyslaatikot • Lajitteluratkaisut • Säilytyskorit
Keittiö	GastroMax™ by orthex™ 	 23 %	 46 %		<ul style="list-style-type: none"> • Ruoansäilytys • Keittiövälineet • Leivonta • Kattaminen
Koti ja Piha	orthex™	 6 %	 11 %		<ul style="list-style-type: none"> • Pyykkikorit • Roska-astiat • Sangot ja vadit • Postilaatikot
Kasvien hoito	orthex™	 7 %	 10 %		<ul style="list-style-type: none"> • Kukkaruukut • Aluslautaset • Parvekelaatikot • Kastelukannut
		 87 MEUR	 1579 kpl		

1) 2020, 2) 2020, Ei sisällä Kökskungenia

Orthexin asiakkaat ja jakelukanavat

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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Toiminnan kausiluonteisuus on hyvin tasaista

Orthexin kysynnän kausivaihtelut ovat pieniä, eivätkä juurikaan aiheuta kvartaalien välistä heiluntaa liikevaihdossa. Tyypillisesti Q2 on myynnin kannalta hiljaisin johtuen Säilytys- ja Keittiö -tuoteryhmien alhaisemmista myyntimääristä vähittäiskauppojen tyhjentäessä varastojaan, tehdäkseen tilaa kesäkauden tuotteille. Q3 on puolestaan tyypillisesti vahvin jälleenmyyjien täydentäessä varastojaan samaisissa tuotekategorioissa. Viime vuosina myynti ei ole noudattanut normaalia kausijakamaa. Vuonna 2020 poikkeukselliset erot johtuivat osittain siitä, että monet vähittäiskaupat lykkäsivät COVID-19 -pandemian puhkeamisen takia alkuvuodelle suunniteltuja myyntikampanjoitaan H2:lle.

Tuotanto sijaitsee Ruotsissa ja Suomessa

Orthexilla on kolme tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat Ruotsissa (Gnosjö ja Tingsryd) ja Suomessa (Lohja). Yhtiön tehtaat ovat pitkälle automatisoituja ja kykenevät valmistamaan laajan kirjon tuotteita. Korkean automatisointiasteen ansiosta Orthexilla on lähes saman kokoisia kilpailijoitaan suhteellisesti alhaisempi henkilöstömäärä (Q2'22: 301 FTE). Tuotannon tehokkuus heijastuu siinä, miten yhtiön liikevaihto kasvaa työntekijämäärää nopeammin.

Suurin osa Orthexin tuotteista valmistetaan ruiskuvalukoneilla. Uusi ruiskuvalukone maksaa sen koosta riippuen noin 200-750 tuhatta euroa. Ruiskuvalukoneet ovat tuotannon näkökulmasta joustavia, sillä niillä voi valmistaa eri muotoisia tuotteita käytössä olevaa muottia vaihtamalla. Ketterä valmistus mahdollistaa tuotannon

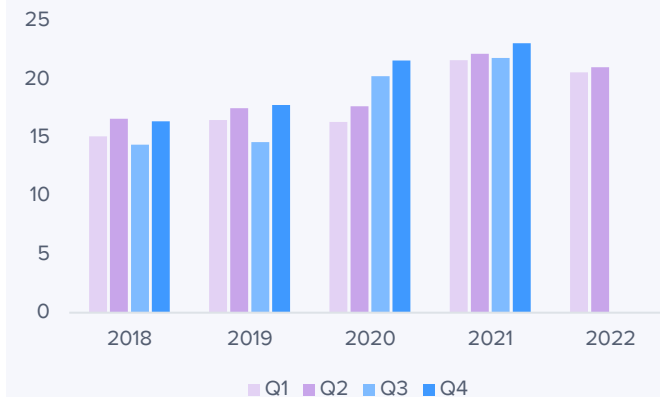
mukauttamisen kysynnän mukaan. Valmistettujen tuotteiden väri riippuu käytetystä materiaalista, joten samalla muotilla voi valmistaa kaiken värisiä tuotteita. Ruiskuvalukoneiden lisäksi Orthexilla on 14 metallikonetta, joita hyödynnetään keittiösegmentin tuotteiden valmistuksessa. Vuonna 2021 yhtiön johto arvioi, että sen aikaisilla toimintoilla tuotantolaitosten kapasiteettia voisi kasvattaa noin 100-110 MEUR:oon ilman suurempia rakennusinvestointeja. Toteutettujen hinnankorotusten vuoksi liikevaihtopotentiaali on kasvanut tuolta tasolta.

Tingsrydin tehdas on Orthexin sydän. Se on selvästi yhtiön kolmesta tehtaasta suurin ja se keskittyy Säilytys-kategorian tuotteiden valmistukseen. Tehdas tekee suuria tuotantosarjoja ja on erittäin tehokas korkean automaatioasteensa ansiosta. Lohjan tehdas on tuoteportfolioiltaan laajin ja se valmistaa tuotteita yhtiön jokaiseen tuotekategoriaan. Gnosjön tehdas on yhtiön selvästi pienin. Se on erikoistunut keittiösegmentin tuotteisiin ja ruiskuvalukoneiden lisäksi siellä on myös metallikoneita keittiökategorian poikkeavien valmistustarpeiden vuoksi.

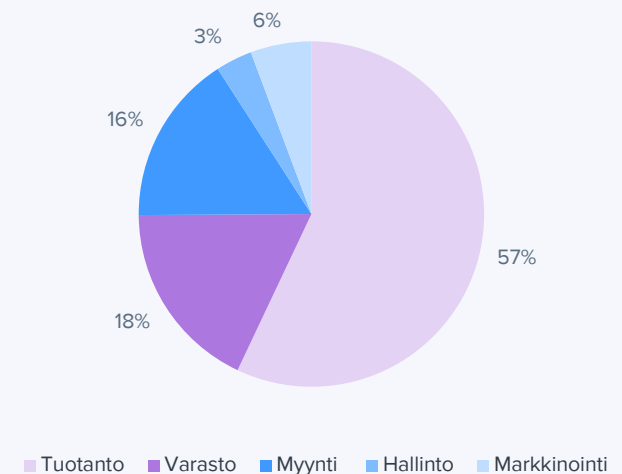
Investoinnit uusiin tuotteisiin

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

Liikevaihto kvartaaleittain (MEUR)



Henkilöstön jakauma työtehtävittäin¹



1) 2021, työntekijöiden määrä on muutettu kokoaikaiseksi

Orthexin tuotanto- ja toimipaikat



7 Myyntitoimistoa



3 Tuotantolaitosta

Tingsryd, Ruotsi

- Keskittyy Säilytys-kategoriaan
- Orthex toimii tehtaassa vuokralla

Gnosjö, Ruotsi

- Keskittyy Keittiö-kategoriaan
- Orthex toimii tehtaassa vuokralla

Lohja, Suomi

- Valmistaa tuotteita jokaiseen tuotekategoriaan
- Tehdas on Orthexin omistuksessa



4 Varastoa

Tingsryd & Lohja

- Keskitetyt varastot tehtaiden yhteydessä

Västerås, Ruotsi

- Pieni varasto Kökskungenin tuotteita varten

Überherrn, Saksa

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



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Valmistusmateriaaleissa pyritään pois neitsytmuovista

Orthex käyttää tuotannossaan monia eri raaka-aineita valmistettavan tuotteen käyttötarkoituksen ja toivottujen ominaisuuksien mukaan. Biopohjaisia ja kierrätettyjä raaka-aineita painotetaan tuotesuunnittelussa ja yhtiö on muutamassa vuodessa kasvattanut niiden osuutta tuotantomateriaaleista noin 14 %:iin.

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

Orthex pyrkii saavuttamaan hiilineutraalin tuotannon vuoteen 2030 mennessä, mikä on kunnianhimoinen tavoite ja edellyttää biopohjaisten ja kierrätettyjen raaka-aineiden osuuden kasvattamista 80 %:iin käytetyistä materiaaleista. Yhtiö ei kykene saavuttamaan tavoitetta yksin, vaan se vaatii myös kehitystä materiaaliteknologian saralla. Esim. kemiallisen kierrätyksen avulla Orthex voi potentiaalisesti käyttää kierrätettyä muovia nykyistä monipuolisemmin tuotteissaan.

Uusia materiaaleja kehitetään yhteistyössä kumppaneiden kanssa

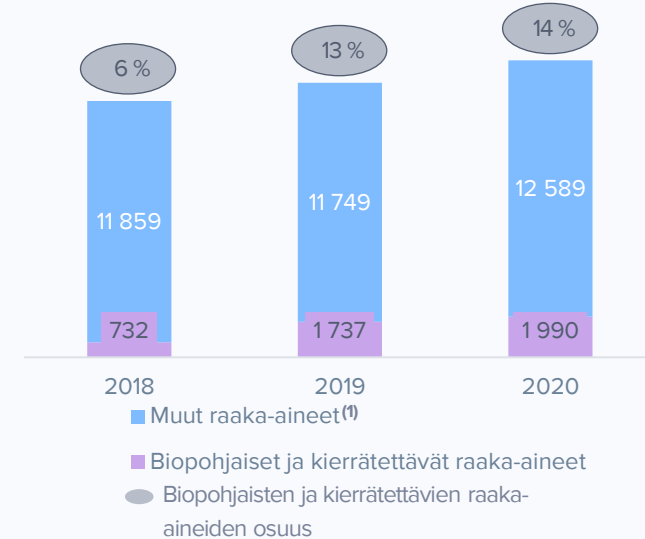
Orthex pyrkii vastaamaan kuluttajien kasvavaan kysyntään kestävästä kehityksestä tukevista tuotteista, ja tekee sen vuoksi yhteistyötä tuotekehityksessä esimerkiksi BASF:n, Borealiksi, Fortumin Lassila & Tikanojan, Keskon ja Stora Enson kanssa. Strategiset yhteistyöt alentavat tuotekehityksen ja uusien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

Hankintakustannukset painottuvat raaka-aineisiin

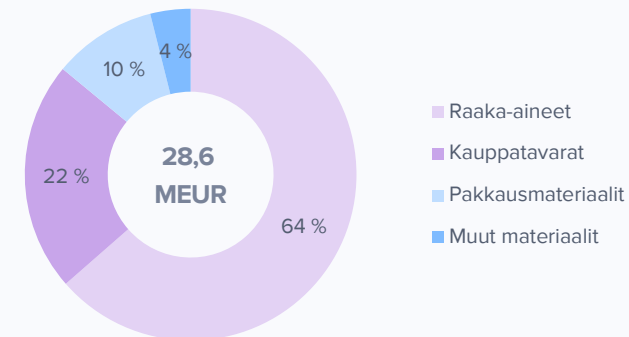
Vuonna 2020 Orthexin hankintakustannukset olivat 28,6 MEUR, mikä oli noin 38 % yhtiön liikevaihdosta. Kyseinen erä koostui raaka-aineista (64 %), kauppatavaroista (22 %) pakkausmateriaaleista (10 %) ja muista materiaaleista (4 %). Orthexin raaka-ainehankinnoista vuonna 2020 86 % oli neitsytmuovia, 12 % kierrätysmuovia, 1 % metalleja ja 1 % biopohjaista raaka-aineita.

Orthex käytti vuonna 2020 6,4 MEUR kauppatavaroiden hankintaan. Kauppatavarat ovat kokonaisuudessaan ulkopuolisilta toimijoilta hankittuja tuotteita, joista suurin osa on Kökskungen-brändin Keittiö-kategorian tuotteita. Näitä ovat mm. eräät Orthexin terästuotteet, kuten lämpömittarit, leivontamuotit, padat, pannut ja veitset, sekä tietyt kasvienhoitotuotteet, kuten kastelukannut ja sumuttimet. Noin 75 % kauppatavaroista hankittiin Kiinasta ja loput Euroopan muista maista.

Raaka-aineiden jakauma (1000 kg)



Hankintakustannukset (2020)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Muovin hinta vaikuttaa merkittävästi kannattavuuteen

Valmistuskustannukset muodostavat selvästi Orthexin suurimman kustannuserän (TTM: 78 % liikevaihdosta). Suurin osa Orthexin käyttämistä raaka-aineista on muovipolymeerejä ja yhtiö käyttää tuotannossaan yli 30 eri tyyppistä polymeeriä. Orthex ostaa polymeerit suoraan tuottajilta, jotka muodostavat laajan toimittajakunnan pienistä suuriin raaka-ainevalmistajiin. Raaka-aineiden hinnoista ja valmistajan marginaaleista neuvotellaan tyypillisesti vuosittain seuraavalle vuodelle arvioitujen määrien perusteella.

Yhtiö on suuri raaka-aineiden ostaja Pohjoismaissa, mikä antaa sille neuvotteluvoimaa ja pieniä toimijoita paremmat ostoehdot.

Orthexilla on kaksi eri menetelmää raaka-aineiden hintaneuvotteluihin. Hinta voidaan sitoa muovipolymeerin senhetkiseen markkinahintaan (PPC-muovi), josta vähennetään alennus. Tyypillisesti 2/3 yhtiön ostoista noudattavat tätä. Vaihtoehtoisesti muovipolymeerin hinta sidotaan polymeerien valmistuksessa käytettävän propeenin (C3) hintaindeksiin, johon lisätään jalostajan marginaali. Noin 1/3 ostoista sovitaan tyypillisesti näin. Sitomalla ostohinnat eri pisteisiin muovipolymeerien arvoketjussa, yhtiö rajaamaan altistumistaan eri tuotantoketjun häiriöille. Spottimarkkinalta Orthex ei kuitenkaan tyypillisesti osta raaka-aineita, eikä se suojaudu niiden hintavaihteluilta johdannaisinstrumenteilla, koska sopivia tuotteita suojautumiseen ei yleisesti ole.

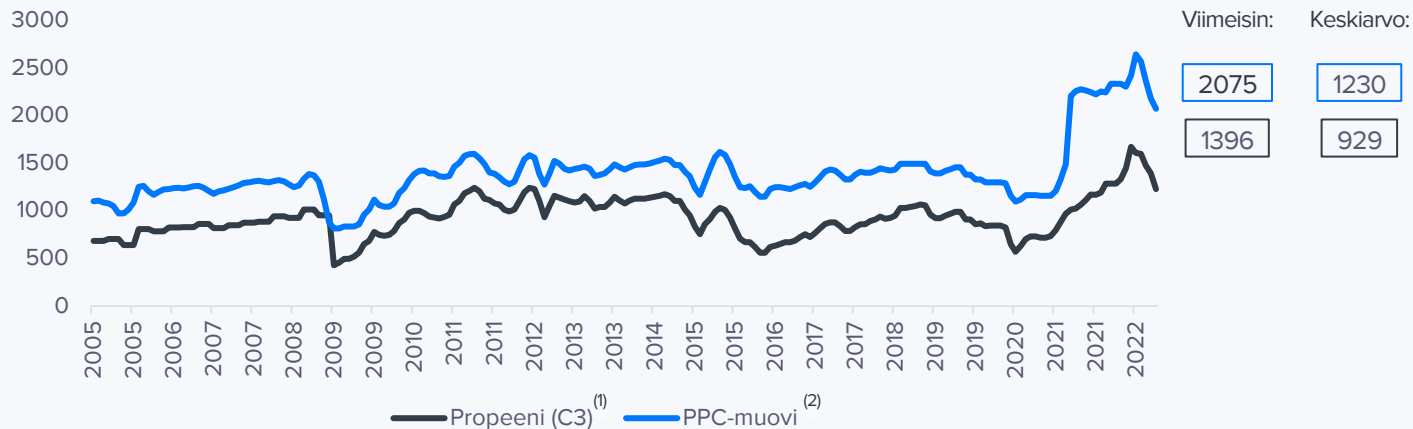
Muovin hinta korreloi vahvasti öljyn kanssa, mikä

vaikuttaa Orthexin kannattavuuteen. Yhtiö käyttää tuotannossa jatkuvasti enemmän kierrätysmuovia ja biopohjaisia raaka-aineita ja niiden osuus raaka-aineista oli vuonna 2020 noin 14 %. Biopohjaisten ja kierrätysmateriaalien osuuden kasvaessa raaka-aineiden aiheuttama epävarmuus ja heilahtelu Orthexin kannattavuudessa laskee.

Muut materiaalit

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

Raaka-aineiden hintakehitys (€/tonni)



Lähde: Plastics Information Europe

1) C3 Propeenin hintaindeksi (jalostamaton polypropeeni), 2) PPC-muovilajin hintaindeksi, 3) Kierrätetyn PPC-muovilajin hintaindeksi

Säilytys-kategoria

Orthexin suurin ja kannattavin kategoria

Säilytys on Orthexin suurin ja kannattavin tuotekategoria, mutta samalla myös nopeakasvuinen. Orthexin lasketusta myynnistä 64 % tulee säilytys-kategoriasta, vaikka ainoastaan 34 % konsernin varastonimikkeistä kuuluu siihen. Kategorian tuotteita myydään SmartStore-brändin alla ja sen valikoimaan kuuluvat esim. säilytyslaatikot, järjestelylaatikot ja jätteidenlajitteluastiat. SmartStore pyrkii laaja-alaisesti palvelemaan kaikkia kuluttajien säilytystarpeita.

Vuosina 2014-2019 säilytystuotteiden kokonaismarkkina on kasvanut 1,7 % vuodessa Orthexin päämarkkinoilla. Säilytystuotteiden myynti on vakaata ja suhdannekestävää, ja Orthex on kasvanut noin 14 % vuodessa kyseisessä kategoriassa vuodesta 1998 lähtien. 2018- H1'22 kasvu on aavistuksen verran hidastunut 11 %:iin. Kategoriajohtajana SmartStore pystyy ylläpitämään hyviä myyntikatteita, mutta yhtiön matalakatteisempi kampanjamyynä painottuu tyypillisesti Säilytys-kategoriaan. Kampanjamyynä voi vuodesta riippuen tuoda 20-30 % Orthexin liikevaihdosta.

Tunnettu laadusta

SmartStoren tuotteet ovat tunnettuja kestävydestään ja modulaarisuudestaan ja niissä painottuu Pohjoismainen design sekä kestävä kehitys. Yhtiö on todella itsevarma tuotteidensa laadusta ja tarjoaa sen vuoksi jopa kymmenen vuoden takuuta niihin. SmartStoren laatikot ovat tyypillisesti kierrätysmuovista ja niiden

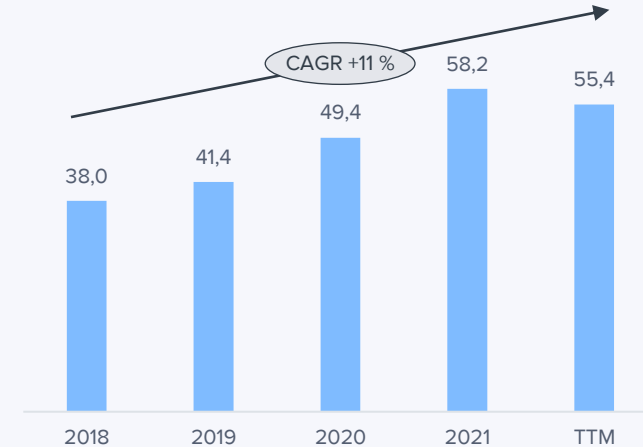
ominaisuudet mukautetaan vastaamaan niiden käyttötarkoitusta. Tuotteessa voidaan painottaa esimerkiksi ulkonäköä, kestävyyttä tai vaikka vesitiivistä suunnittelua. Orthexin laatikot kasaantuvat kätevästi sisäkkäin, mikä alentaa niiden kuljetuksista syntyviä kuluja ja säilytykseen vaadittavaa tilaa.

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

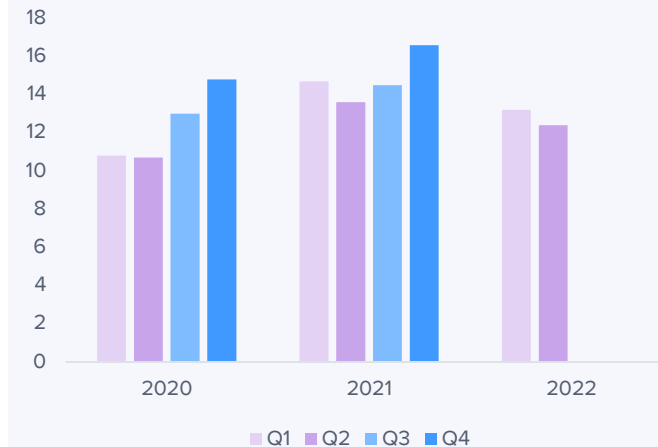
SmartStore avaimena uusia asiakkuuksia neuvotellessa

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

Säilytys-kategorian myynti (MEUR)



Säilytyskategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Keittiö-kategoria

Toiseksi suurin tuotekategoria

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

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

Laaja tuotevalikoima on jälleenmyyjien mieleen

Keittiötuotteiden valikoima on todella laaja, mikä on yksi Orthexin vahvuuksista vähittäiskaupassa. Jälleenmyyjät haluavat tyypillisesti helpoutta ja näin kaikkien keittiövälineiden ostaminen samalta valmistajalta on Orthexin kaltaiselle laajan valikoiman omaavalle yhtiölle eduksi. Tyypillisesti keittiötuotteita pyritään lisäämään jälleenmyyjien valikoimaan, joilla on jo ennestään positiivisia kokemuksia Orthexista SmartStore-tuotteiden myynnistä.

Yhtiön tavoite keittiö-kategorialle on laajentaa sen tuotevalikoimaa kestävästä kehitystä tukevia materiaaleja hyödyntäen. Ruoansäilytyksessä ja keittiötarvikkeissa käytetään alalla paljon muovia ja Orthex uskoo mahdollisuuteensa nousta vastuullisten tuotteiden ensisijaiseksi toimittajaksi. Muoville vaihtoehtoisia materiaaleja hyödynnetään

innovatiivisesti ja yhtiö valmistaa kategorian tuotteita esimerkiksi sokeriruokoa, risiiniöljyä ja puukuitua käyttäen.

”Sivubrändi” Kökskungen

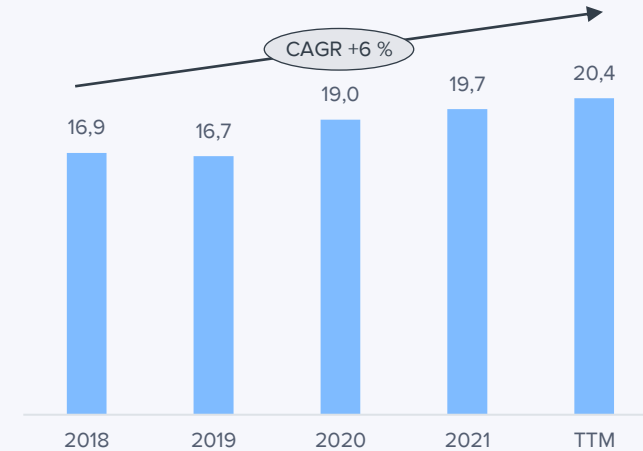
Keittiökategorian alla on GastroMaxin lisäksi myös toinen brändi: Kökskungen. Kökskungenin tuotteet ovat tyypillisesti GastroMaxia edullisempia, mikä tekee niistä sopivia jälleenmyyjille, joiden kohdalla GastroMaxin hintaluokka on turhan korkea.

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

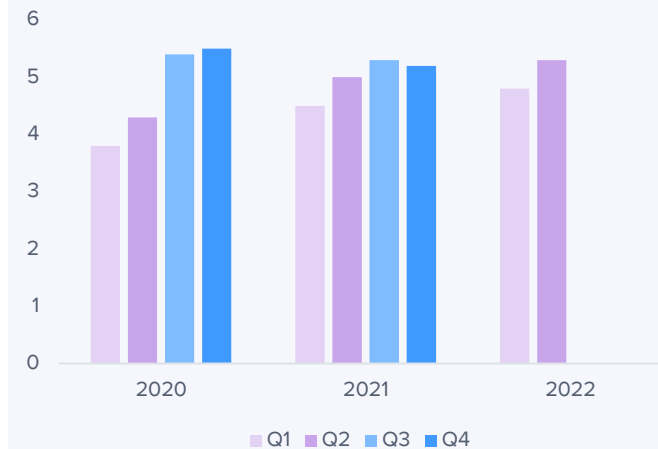
Orthex vastaa pääosin itse GastroMaxin tuotteiden valmistuksesta, kun taas Kökskungenin tuotteet valmistetaan eurooppalaisten ja aasialaisten yhteistyökumppanien toimesta. Kökskungen täydentää GastroMaxin tarjontaa joillakin tuotenimikkeillä, joita GastroMaxilta ei löydy. Mikäli jokin Kökskungenin tuote osoittautuu menestykseksi, voi yhtiö lanseerata vastaavan tuotteen GastroMaxin alle korkeampaan hintaluokkaan.

Kökskungenin toiminta on Orthexille kannattavaa, mutta sitä ei pyritä määrätietoisesti kasvattamaan. Brändi keskittyy pääosin Ruotsiin (ja hieman Suomeen), joten myynti muissa maissa on GastroMaxin varassa.

Keittiö-kategorian myynti (MEUR)



Keittiökategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Kasvien hoito -kategoria

Konsernin pieni kasvutähti

Kasvien hoito -kategoria on pieni, mutta se on viime vuosina ollut prosentuaalisesti Orthexin nopeimmin kasvava liiketoiminta-alue. Vuodesta 2018 lähtien kategoria on kasvanut keskimäärin 15 % vuodessa ja sen kysyntä on jopa yllättänyt johdon odotukset. Yhtiö on omien sanojensa mukaan panostanut enemmän Säilytys- ja Keittiö-kategorioiden kehittämiseen, mutta hyvien tuotteiden ja suotuisan markkinakehityksen ansiosta kasvien hoito -kategoria on kehittynyt erinomaisesti.

Kasvien hoito -kategoria tuo ainoastaan 7 % konsernin laskutetusta myynnistä ja 10 % varastonimikkeistä, mikä tekee siitä konsernin pienimmän tuotekategorian. Historiallisesti kategorian myynti on painottunut Ruotsiin ja Suomeen.

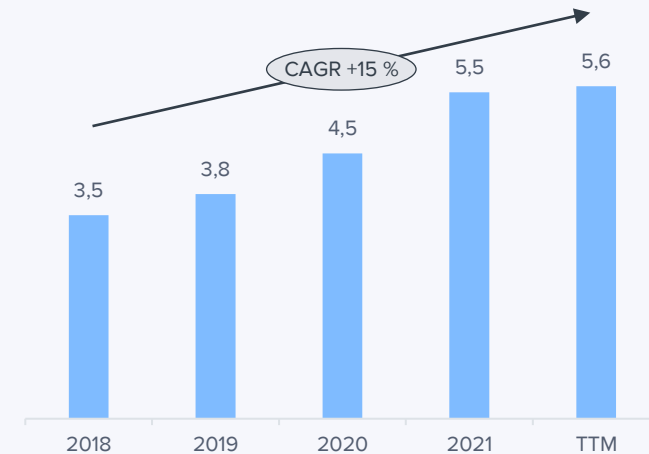
Kierrätysmateriaaleista valmistettu tuotevalikoima

Koska kasvien hoito -kategorian tuotteiden ei tarvitse olla läpinäkyviä, eivätkä ne tule kosketukseen elintarvikkeiden kanssa, ovat ne sopivia kierrätysmuovin käyttöön. Kaikki segmentin tuotteet valmistetaan kierrätysmuovista ja suurin osa siitä on alun perin kuluttajamuovia (mm. leikkelepaketit). Orthex uskoo muovin olevan kaikkein käytännöllisin raaka-aine kasvienhoitotuotteissa sen kestävyden, keveyden ja vedenkestävyyden ansiosta.

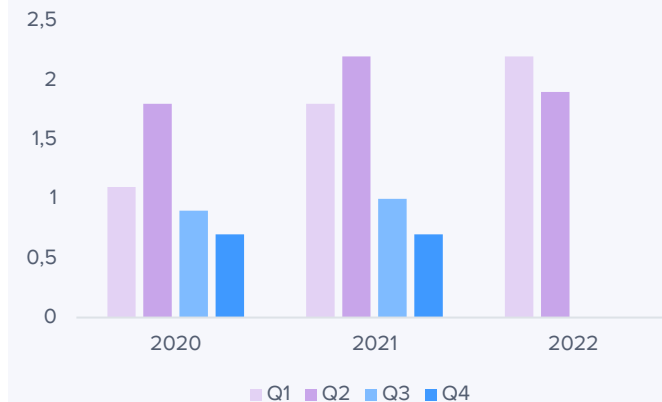
Piilevä mahdollisuus

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

Kasvien hoito -kategorian myynti (MEUR)



Kasvien hoito -kategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Koti ja piha -kategoria

Arkinen valikoima

Koti ja piha on Orthexin toiseksi pienin kategoria. Viimeisen 12 kuukauden aikana kategoria on tuonut 6 % konsernin laskutetusta myynnistä ja sen osuus koko konsernin varastonimikkeistä oli vuonna 2020 11 %. Kategorian tarjontaan kuuluvat tarvikkeet, jotka voi mieltää todella arkisiksi tuotteiksi kuten pyykkikorit, ämpärit, saavit, vesikauhat ja postilaatikot. Orthexilla on erityisen vahva markkina-asema tietyissä erikoistuotteissa, kuten saunavarusteissa. Koti ja piha -kategorian tuotteet voidaan valmistaa lähes täysin kierrätysmuovista, koska niiden ei tarvitse olla läpinäkyviä, eivätkä ne tule kosketukseen elintarvikkeiden kanssa.

Kategoria on karsittu lypsylehmäksi

Strategisesta näkökulmasta koti ja piha -kategoria on tyypillinen lypsylehmä (ts. kategoria ei juurikaan kasva ja sen kannattavuus pyritään optimoimaan). Kategorian myynti on kannattavaa, mutta siihen investoidaan vain rajallisesti. 2018-TTM sen laskutettu myynti on laskenut keskimäärin 1 %:n vuodessa. Myynnin laskun taustalla on keskittyminen toimiviin konsepteihin ja heikomman kannattavuuden omaavien lasten- ja sesonkituotteiden alas ajaminen ja lumiliiketoiminnan myynti. Käsitksemme mukaan Koti ja piha -kategoriasa on karsittu varastonimikkeiden määrää kaikista eniten konsernin tuotetarjontaa tehostaessa. Tuoteportfolion karsiminen voi lievästi laskea yhtiön liikevaihtoa, mutta näemme sen nettopositiivisena, koska se tukee yhtiön myyntikatemarginaalia ja tehostaa pääoman

hallintaa (ts. kasvattaa pääoman tuottoa).

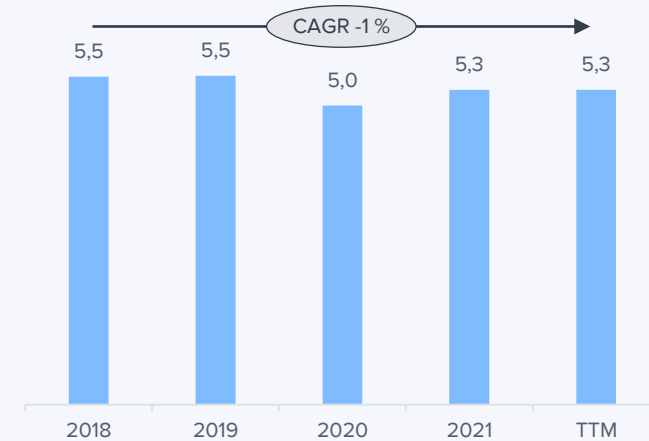
Maltilliset tavoitteet kasvun kannalta

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

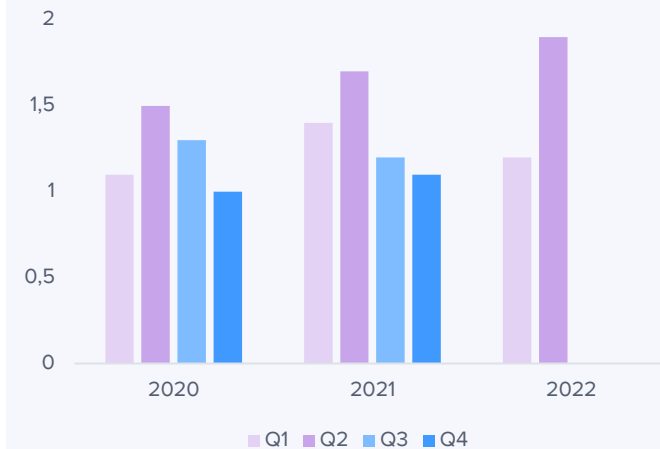
Vaisu kasvu- ja kannattavuusprofiili luo mahdollisuuksia M&A-rintamalla

Arviomme mukaan koti- ja pihakategorian kasvumahdollisuudet ovat yleisesti rajalliset ja vaikeus erottautua muista valmistajista rajoittaa hinnoitteluvoimaa. Tästä johtuen näemme koti- ja pihakategoriaan keskittyvät yhtiöt hinnoittelun näkökulmasta erityisen houkuttelevina ostokohteina, jos Orthex tavoittelee ainoastaan tuotantokapasiteetin kasvattamista avainasiakkaiden lähelle (esim. uuden brändin tai joustavan tuotantomenetelmän vuoksi ostokohteen valmistuskapasiteetti olisi hyödynnettävissä muiden tuoteryhmien valmistuksessa).

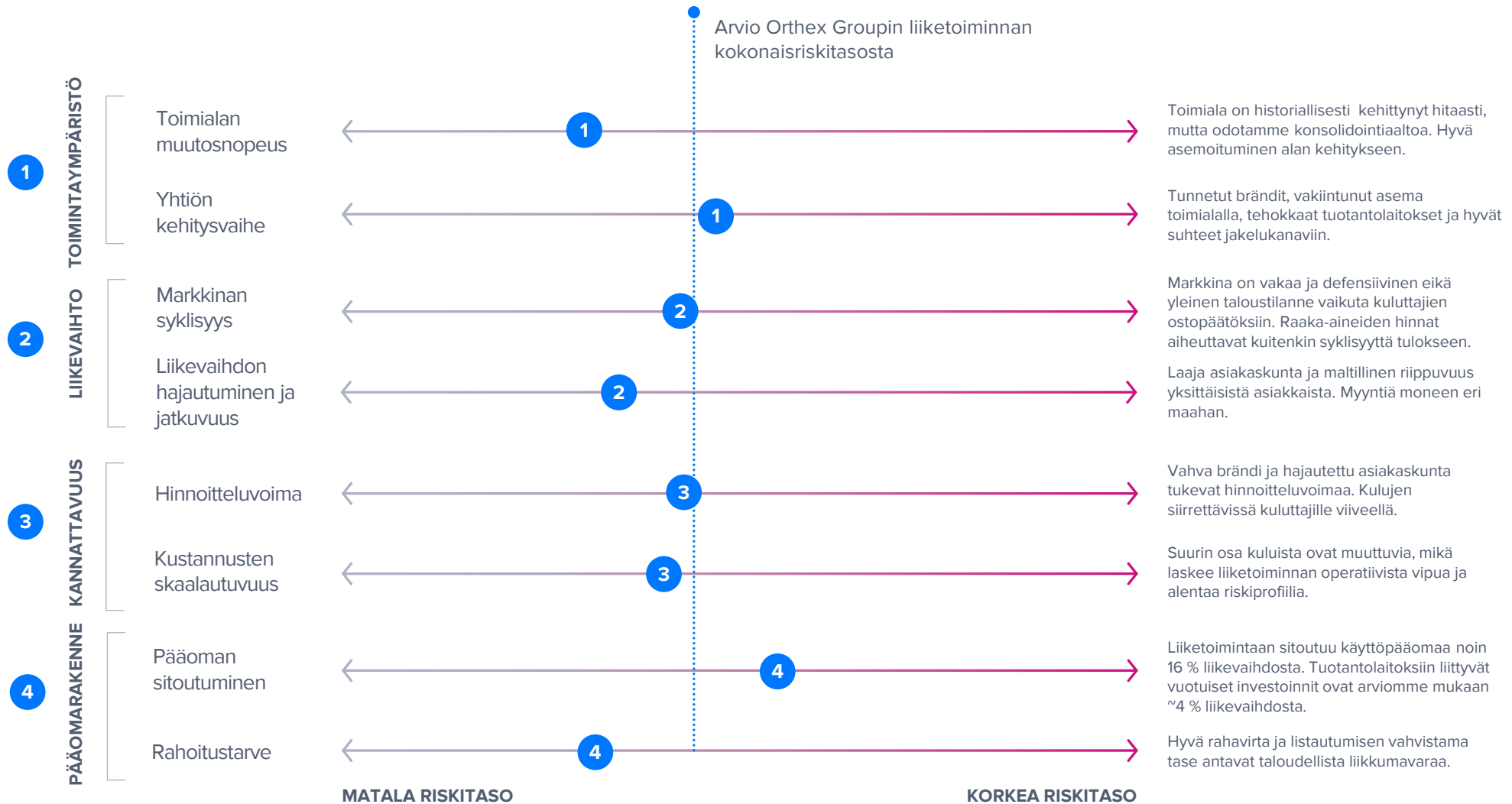
Säilytys-kategorian myynti (MEUR)



Koti ja piha -kategorian laskutettu myynti kvartaaleittain (MEUR)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Suhdannevakaa kysyntä

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

4 miljardin euron kohdemarkkina

Säilytys, ruoansäilytys ja keittiövälineet muodostavat yhteensä noin 500 MEUR:n kohdemarkkinan Pohjoismaissa. Kun Orthexin suurimpiin vientimarkkinoihin lukeutuvat Ranska,

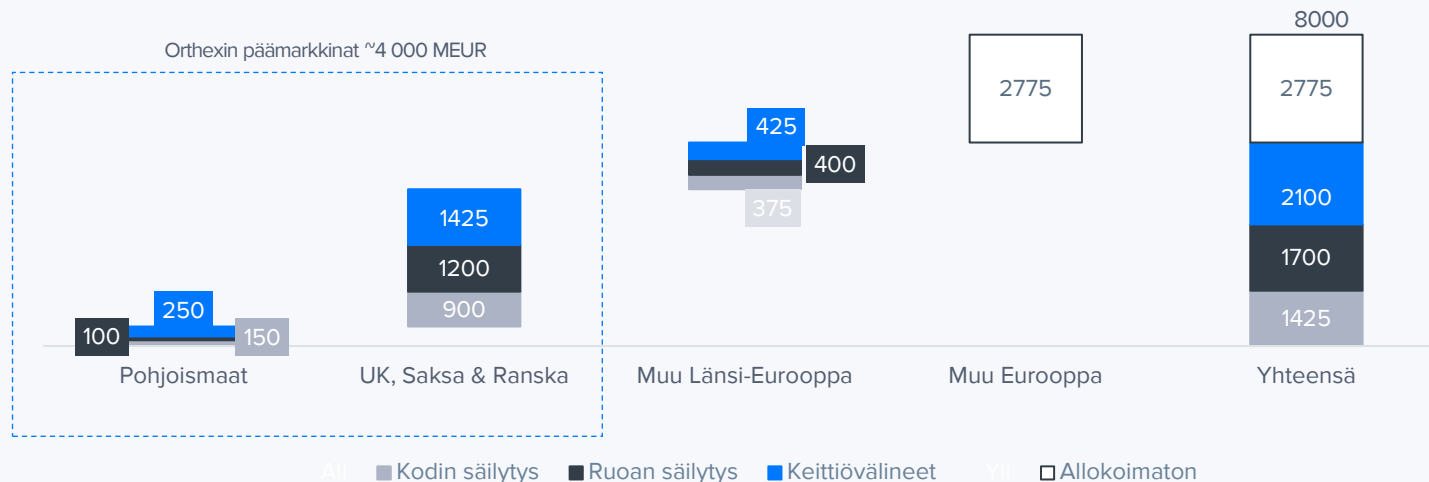
Saksa ja Yhdistynyt kuningaskunta (yhteensä 3,5 mrd. euroa) lasketaan mukaan, kasvaa kohdemarkkina noin 4 mrd. euroon. Euroopan mittakaavassa markkina on yhteensä noin kahdeksan mrd. euroa, mutta se sisältää useita maita, missä Orthexilla ei ole liiketoimintaa. Suuret tehdasinvestoinnit, panostukset brändin rakentamiseen ja suhteiden luominen kauppoihin vaikeuttavat Orthexin kohdemarkkinalle pääsyä ja rajoittavat potentiaalista kilpailua.

Pirstaloitunut kilpailukenttä tarjoaa mahdollisuuden yritysjärjestelyille

Muovituotteiden markkina on todella pirstaloitunut eikä Euroopan maissa tyypillisesti ole selviä markkinajohtajia. Orthexin 20-25 %:n markkinaosuus Pohjoismaissa

säilytyskategoriassa⁽²⁾ tekee siitä paikallisesti ison pelurin, mutta Länsi-Euroopassa sen markkinaosuus on vain ~0,5 %. Alan toimijat ovat tyypillisesti pieniä, mikä tekee siitä otollisen yritysjärjestelyille. Tuotantokapasiteetin lisääminen, uusille markkina-alueille ja tuotesegmentteihin pääsy sekä uusien yhteistyökumppanien saaminen ovat motiiveja, joiden perusteella uskomme Orthexin kartoittavan potentiaalisia yritysostokohteita. Pörssilistautuminen antoi yhtiölle lisää liikkumavaraa yrityskauppojen toteuttamiseen, kun tase vahvistui, pääsy pääomamarkkinoille helpottui ja oman osakkeen hyödyntäminen maksuvälineenä helpottui.

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



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

Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

Markkina megatrendien myötätulessa

Orthexin liiketoimintaa tukevat kaupungistumisen kaltaiset megatrendit ja yhteiskunnan pyrkimys kohti kestävästä kehitystä. Kaupungistuminen korostuu etenkin Orthexin ydinmarkkinoilla ja kaupunkialueilla asuvan väestön osuus lähestyi 90 %:a kaikissa Pohjoismaissa vuonna 2021.

Kaupungistuminen tukee säilytysratkaisujen kysyntää

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

aikaisempaa pienempiin asuntoihin, mikä vähentää käytävissä olevan tilan määrää. Kehitystä tukee myös yksinasumisen yleistyminen. Vähentyneet neliömäärät luovat tarvetta tyylikkaille ratkaisulle kodin organisoinnille.

Muutokset kulutustottumuksissa

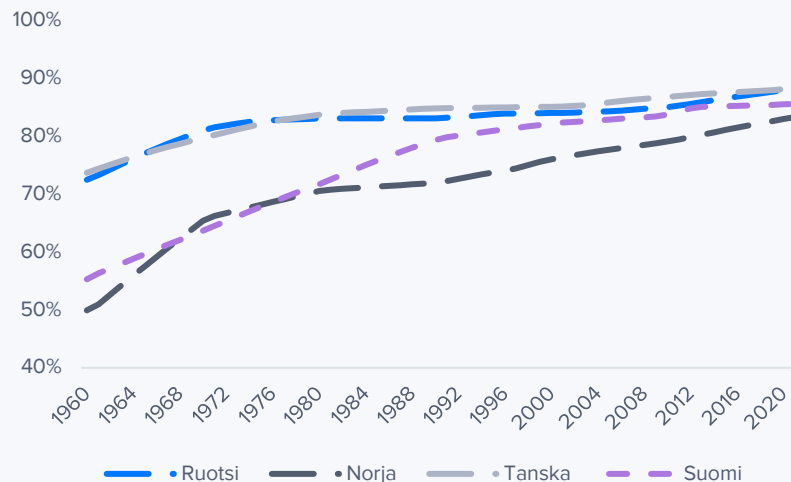
Säilytys-kategorian lisäksi Keittiö- ja Kasvien hoito -kategoriat hyötyvät ilmeisistä muutoksista kulutustottumuksissa. Kuluttajien kiinnostus ruoanlaittoa ja terveellisiä elämän tapoja kohtaan saa monet laajentamaan keittiötarvikevalikoimaansa, mikä luo kysyntää Keittiö-kategorian tuotteille. Myös huonekasvit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

piristämiseksi ja sisäilman raikastamiseksi.

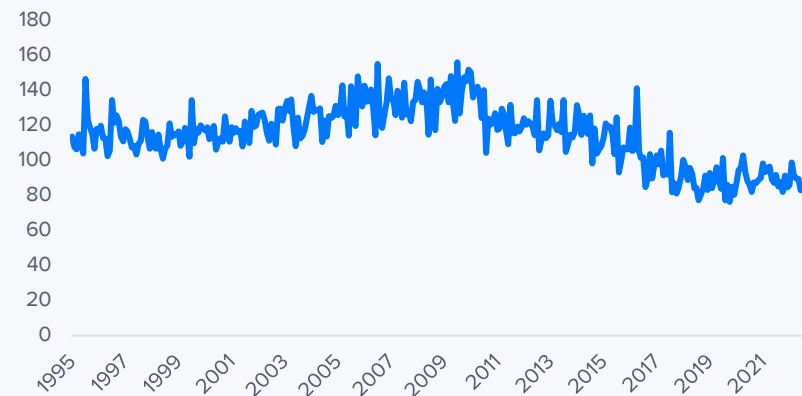
Kestävä kehitys korostuu vähittäiskaupan hyllyillä

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

Kaupunkialueella asuvien ihmisten osuus



Suomessa valmistuneiden asuinrakennusten keskimääräinen pinta-ala (m²)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

	Liikenvaihto (MEUR)	Kodin säilytys	Ruuan säilytys	Keittiövälineet	Koti ja piha	Kasvien hoito	Kotimaa
Pohjoismaiset kilpailijat	orthex™	88 ⁽¹⁾	✓	✓	✓	✓	
	FISKARS™	1254 ⁽¹⁾	✓	✓	✓	✓	
	PLAST1 <small>HOUSEHOLDING MADE SIMPLE</small>	63 ⁽³⁾	✓	✓		✓	
	plast team	34 ⁽⁶⁾	✓	✓	✓	✓	
	np NORDISKA PLAST	11 ⁽²⁾	✓	✓		✓	
	KIS <small>KETER CURVER</small>	1236 ⁽²⁾	✓	✓		✓	  
Kansainväliset kilpailijat	newell BRANDS	2386 ^{(1)*}	✓	✓			
	ill rotho	109 ⁽⁴⁾	✓	✓		✓	
	wham®	59 ⁽³⁾	✓	✓	✓	✓	
	keeper	59 ⁽³⁾	✓	✓		✓	
	Really Useful Box	59 ⁽³⁾	✓	✓			
	Tontarelli <small>PIANIFICAZIONE</small>	55 ⁽³⁾	✓	✓		✓	
	sundis	50 ⁽³⁾	✓	✓		✓	
	SUNWARE <small>perfectly organised</small>	n/a	✓	✓		✓	

1) 2021, 2) 2020, 3) 2019, 4) 2018, 5) 2017, 6) 2016

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

*Newell brandsin Home Solutions -segmentti

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Erittäin pirstaloitunut kohdemarkkina

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

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

Alkuinvestoinnit, asiakassuhteet ja brändi luovat vallihautaa

Muovialalla on saavutettavissa kilpailuedun lähteitä, jotka suojelevat Orthexia kilpailun kiristymiseltä. Tuotannon aloittamiseksi uuden

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

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

Hajanainen kilpailukenttä

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

Plast1 A/S, Plast Team A/S ja Nordiska Plast AB lukeutuvat Orthexin lähimpiin Pohjoismaalaisiin kilpailijoihin. Markkinalla Orthex on kilpailijoitaan suurempi, tarjoaa laajempaa tuotevalikoimaa ja on

yksi harvoista Säilytys-kategorian yhtiöistä, joilla on merkittävää toimintaa Pohjoismaiden ulkopuolella. Koon, valikoiman ja asemoinnin perusteella Orthex lähimmät kilpailijat Euroopassa ovat Curver LTD ja Rotho Group. Myös Ikea tarjoaa ratkaisuja Kodin säilytykseen, mutta kuluttajat ostavat enimmäkseen heidän tuotteitaan suurempien kodinsisustusprojektien yhteydessä. Tämän lisäksi tuotteet ovat tyypillisesti Orthexin SmartStore-tuotteita hauraampia eivätkä ole yhtä kestäviä.

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

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

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

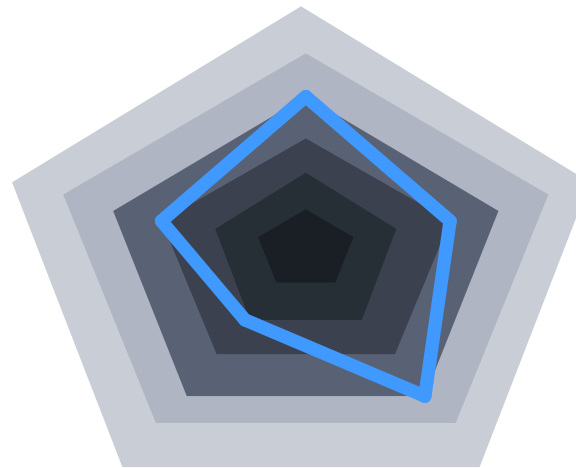
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (kohtuullinen*)

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

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

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



Uusien kilpailijoiden uhka (vähäinen*)

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

Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Tavarantoimittajia on alalla paljon ja avaintoimittajille löytyy varatoimittajat
- Tavarantoimittajien differoitumiskyky on vaatimaton, joten markkinamekanismi määrittelee hintatason
- Yksittäisen toimijan vaihtamisesta koituvat kustannukset kohoavat erityisen suuriksi
- Orthex on melko suuri ostaja, mikä vahvistaa sen neuvotteluasemaa
- Tavarantoimittajien vertikaalisen integroitumisen uhka on olematon

Asiakkaiden neuvotteluvoima (kohtuullinen*)

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

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Säilytys-kategoria on kasvustrategian keskiössä

Orthexin keskeiset tavoitteet kasvustrategiassa ovat: 1) tulla Euroopan johtavaksi brändiksi Säilytys-tuoteryhmässä ja 2) vahvistaa asemaansa yhtenä johtavista kodin käyttötavarayhtiöistä Pohjoismaissa.

Keskeiset painopistealueet näiden tavoitteiden saavuttamiseksi ovat seuraavat:

Toimenpiteet menestyksen jatkamiseksi Pohjoismaissa

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

Vientimarkkinoiden kasvun nopeuttaminen avainasiakkuuksien kautta

Vientimarkkinoiden osuus myynnistä on vielä maltillinen, mutta ne edustavat Orthexille suurta kasvumahdollisuutta ja maantieteelliseen laajentumiseen tähtäävä strategia toteutetaan avainasiakkuuksien kautta. Orthex perusti 2016-2017

aikana paikalliset myyntikonttorit Saksaan, Ranskaan ja Iso-Britanniaan. Kasvua haetaan pääasiassa näissä maissa pääkonttoriaan pitävien avainasiakkaiden kautta (mm. Bauhaus, Carrefour ja John Lewis) ja näiden kautta pyritään laajentamaan myös kyseisten ketjujen myymälöihin muissa maissa. Vientimaiden kasvun myötä näemme Orthexilla edellytykset parantaa myös kannattavuuttaan, kun niihin liittyvät kiinteät kulut skaalautuvat.

Kasvustrategiaa tukevat tekijät

Selkeä säilytysratkaisuihin keskittyvä strategia

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

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

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

Koti- ja piha -tuoteryhmässä Orthex keskittyy olemassa oleviin tuotteisiin, joilla on tasainen kysyntä

Pohjoismaissa. Yhtiö on investoi tuoteryhmään rajallisesti ja sitä ajetaan vahvasti kassavirta edellä. Orthexilla on vahva asema tietyissä erikoistuotteissa (esim. saunavarusteet), joilla on suuri kysyntä erityisesti Suomessa.

Edelläkävijä vastuullisuudessa

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

Korkea innovaatioaste pyritään säilyttämään

Orthex erottautuu toimialalla innovatiivisilla tuotteilla ja myymäläesillepanovalmiuksilla. Vuonna 2020 myynnistä 11 % oli peräisin uusista tuotteista. Korkea innovaatioaste ja biopohjaisten/kierrätettyjen materiaalien kasvava käyttöaste pyrkii varmistamaan, että yhtiö pysyy ajanmukaisena ja se on ainakin historiallisesti mahdollistanut myös uusien tuotteiden lanseeraamisen korkeammalla marginaalilla.

Ala on otollinen konsolidaatiolle

Euroopan muoviteollisuus on hyvin pirstaleinen ala. Yhtiö olettaa, että yritysostot ja yhdistymiset tulevat olemaan tärkeitä mahdollisuuksia sen tavoitteiden saavuttamisessa. Orthex aikoo omien sanojensa mukaan arvioida huolellisesti erityisesti Säilytys-tuoteryhmän yritysostomahdollisuudet, jos sellaisia mahdollisuuksia ilmenee.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Orthexin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Orthexin avainasiakkaat ovat kasvutavoitteen keskiössä. Tavoite kasvaa 5 % konsernitasolla solmimalla uusia asiakkuuksia ja kasvamalla nykyisissä on mielestämme uskottava ja näemme Orthexilla edellytykset sen saavuttamiseen. Yhtiön kohdemarkkina kasvaa kuitenkin maltillisesti ja kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii markkinaosuuksien voittamista. Mielestämme yli 5 %:n kasvutavoite on realistinen, joskin odotamme yhtiön jäävän tavoitteesta tänä vuonna.

Kestävä yli 18 %:n EBITA olisi korkea taso

Orthexin kannattavuustavoite edellyttää käsityksemme mukaan yli 18 %:n EBITA-marginaalin saavuttamista normalisoidusti, mikä on mielestämme todella korkea taso. Öljypohjaisten raaka-aineiden vaihtelevat hinnat aiheuttavat vaihtelua Orthexin kannattavuuteen ja matalat valmistuskustannukset siivittivät yhtiön 17 %:n EBITA-marginaaliin vuonna 2020. Mielestämme yhtiöllä on vielä todistettavaa kannattavuustavoitteen saavutettavuudesta, mutta samanaikaisesti viime aikaisen ennätyskorkean

kustannusinflaation perusteella on vaikea tehdä tulkintoja pidemmän aikavälin normalisoidusta kannattavuuspotentiaalista. Mikäli yhtiö onnistuu ylläpitämään 18 %:n EBITA-marginaalia yli syklin, näemme sillä edellytykset 20-25 %:n normalisoituun sijoitetun pääoman tuottoon.

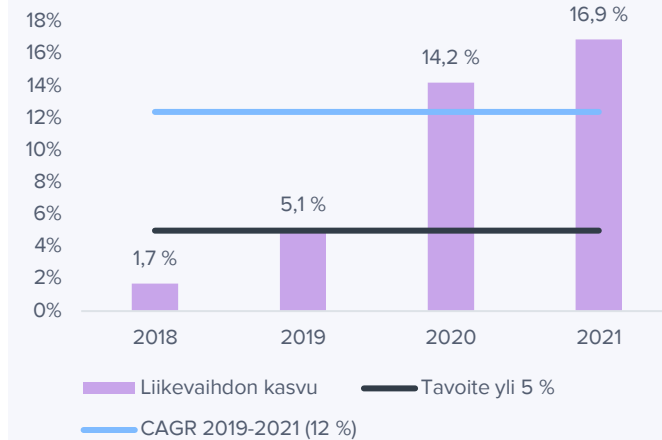
Heikko tulos nostaa velkaantumistasetta

Velkaantumisen suhteen Orthex tavoittelee alle 2,5x nettovelkaa suhteessa käyttökatteeseen, mutta suhdeluvulle annetaan varaa nousta väliaikaisesti esimerkiksi yritysostojen yhteydessä. Mielestämme taso on järkevä, joskin heiluvan kannattavuuden vuoksi siinä kannattaa mielestämme huomioida myös nettovelka suhteessa normalisoituun käyttökatteeseen. Tämä johtuu siitä, että kannattavuutta nakertanut korkea kustannusinflaatio on ajanut yhtiön velkaantumistasetta tavoitetason yläpuolelle (2,6x vs Q2'21: 1,5x).

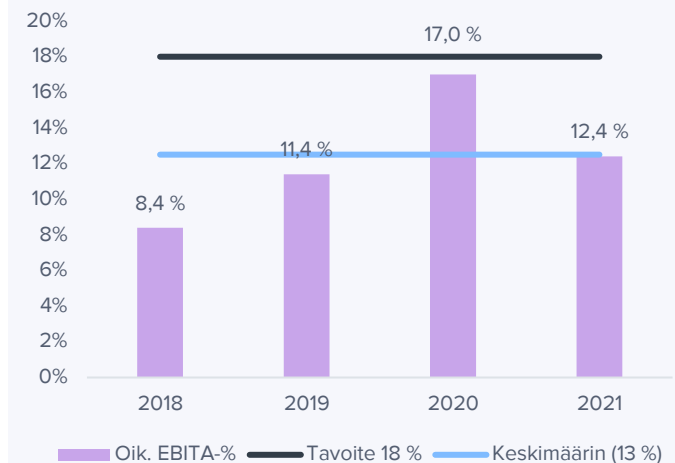
Osinkoa saatetaan leikata jo tänä vuonna

Orthexin tavoitteena on jakaa ajan myötä kasvavaa osinkoa kahdesti vuodessa. Tilikauden tuloksesta yhtiön on tarkoitus jakaa vähintään puolet. Kuluvan vuoden aikana näemme, että Orthex voi joutua leikkaamaan osinkoaan yhtiön velka-asteen noustua tavoitetason yläpuolelle ja koska osingon säilyttäminen edellisvuoden tasolla vaatisi koko kuluvan vuoden tulosennusteemme jakamista. Osingon leikkaamisella ei mielestämme olisi suurta vaikutusta Orthexin sijoitustarinaa ajatellen ja suosimme investointeja takaisin ydinliiketoimintaan. Luonnollisesti markkina voi kuitenkin suhtautua osingon leikkaamiseen negatiivisesti.

Toteutunut kasvu ja tavoitetaso



Toteutunut kannattavuus ja tavoitetaso



Sijoitusprofiili

1.

**Pohjoismaiden johtava kodin
käyttötavaroihin erikoistunut brändiyhtiö**

2.

**Laaja asiakaskunta, monipuolinen
tuoteportfolio ja hyvät suhteet
vähittäiskaupan ketjuihin**

3.

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

4.

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

5.

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

Potentiaali



- Kohdemarkkina on suuri ja defensiivinen
- Suotuisat megatrendit liiketoiminnan taustalla (kaupungistuminen, vastuullisuus)
- Laajentuminen Eurooppaan isojen vähittäiskaupan ketjujen kautta
- Mahdollisuus suuriin kasvuloikkiin yritysjärjestelyillä
- Automatisoidut tehtaat, laadukkaat ja kestävät tuotteet, tehokas logistiikka ja tunnetut brändit tuovat kilpailuetua
- Kustannuksia saadaan vietyä loppukäyttäjille

Riskit



- Raaka-aineiden hintojen vaihtelut ja saatavuusongelmat
- Muovilla on huono maine, eikä se sovi nykyiseen kestäväen kehityksen trendiin
- Yhtiö on riippuvainen omien tuotantolaitosten toimivuudesta
- Tuotantokapasiteetti asettaa rajoitteita kasvulle
- Vientimarkkinoilla onnistuminen
- Yritysostoriskit

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/5

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

Yrityskaupoilla uuteen kokoluokkaan

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

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

Muutama vuosi yritysostojen integrointiin

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

Sveico- ja Hammarplast-yrityskaupojen kautta

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

Laajeneminen Pohjoismaiden ulkopuolelle

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

Epäorgaaninen kasvuloikka

Organisaation tehostaminen ja keskittyminen asiakaslähtöisyyteen

Kasvunostukset Euroopan valloittamiseen



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/5

Liikevaihto on kasvanut vakuuttavasti, mutta kuluva vuosi on ollut haastava

Orthexin liikevaihto on 2019-TTM kasvanut noin 12 % vuodessa, mikä ylittää selvästi taloudellisten tavoitteiden edellyttämän 5 %:n alarajan. Kasvua on ajanut strategian mukainen kasvu avainasiakkaissa ja uusien asiakkuuksien solmiminen. Kasvu on ollut ripeintä Euroopan muilla markkinoilla, joskin kuluvana sen ja Pohjoismaiden myynti on laskenut 3 % edellisvuoden H1-tasosta. Arviomme mukaan laskua korostaa merkittävästi pienentynyt ja säilytys-kategoriaan keskittyvä kampanjamyynti, jonka osuus Orthexin myynnistä voi ajankohdasta riippuen olla jopa 20-30 %.

Euroopan ulkopuolella myynti on ollut ailahtelevaa, mutta lyhyellä aikavälillä emme näe markkinaa keskeisenä Orthexin sijoitustarinaa ajatellen. Kuluvan vuoden heiluntaa muun maailman myynnissä on aiheuttanut yhden suuren avainasiakkaan päätös olla tekemättä kampanjamyyntiä oman kassansa suojelemiseksi. Arviomme mukaan kyseinen asiakas voi tuoda jopa 70-80 % markkina-alueen myynnistä.

Bruttokate on ollut laskutrendillä

Orthexin oikaistu bruttokatemarginaali oli vuosina 2018-2020 29-32 %, josta se on sittemmin laskenut rullaavan 12 kuukauden 22 %:n tasolle. Vuoden 2020 korkea kannattavuus johtui pitkälti raaka-aineiden edullisesta hintatasosta, mutta sitä tuki myös vuosina 2018-2019 tehdyt merkittävät tehostamistoimenpiteet Tingsrydin tehtaalle. Raaka-ainekustannusten nousu on sittemmin ollut ylivoimaisesti suurin ajuri heikentyneen

marginaalin taustalla, mutta katetta on painanut myös yleinen kustannusinflaatio ja kuluvana vuonna laskeneet myyntivolyymit. Orthex on pyrkinyt suojelemaan myyntikatemarginaaliaan karsimalla matalakatteista kampanjamyyntiä, minkä lisäksi yhtiö on toteuttanut kaksi hinnankorotuskierrosta viimeisen 12 kuukauden aikana. Vaikka kampanjamyynti painottuikin korkeakatteiseen säilytys-kategoriaan, on sen kateprofiili arviomme mukaan muuta myyntiä ohuempi.

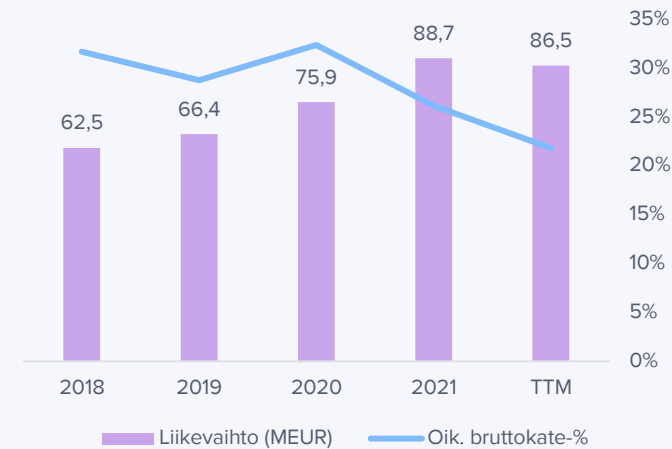
EBITA-marginaali vaihdellut hurjasti

Orthexin vertailukelpoinen EBITA-liikevoitto on vaihdellut viime vuosina rajusti ja ollut 8-17 % liikevaihdosta. Suurin marginaalia heiluttanut tekijä on ollut muutokset valmistuskustannuksissa, jotka rullaavan 12 kuukauden ajanjaksolta ovat nousseet 23 % vuoteen 2020 verrattuna, kun taas liikevaihdon kasvu on jäänyt 14 %:iin. Hallinnon kulut ovat samalla ajanjaksolla nousseet 8 %, mikä ei mielestämme ole yllättävää yhtiön kasvu ja vuonna 2021 toteutettu pörssilistautuminen huomioiden.

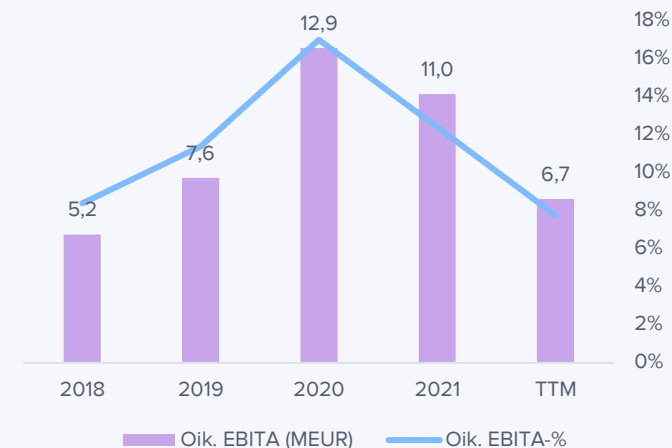
Orthex pystytti paikalliset myyntiorganisaatiot Saksaan, Ranskaan ja Englantiin vuonna 2016. Näissä maissa myynti on kasvanut voimakkaasti viime vuosina ja paikalliset myyntiyhtiöt alkavat saavuttaa kannattavuudessa break-even -tasoja. Kyseisten maiden liiketoimintojen osalta näemme selvää varaa kulujen skaalautumiselle kasvun myötä.

Orthexin aineellisten hyödykkeiden poistot kasvoivat merkittävästi IFRS:ään siirtymisen takia ja ne olivat ~4 MEUR/v. (2019-2021).

Liikevaihto ja bruttokatemarginaali⁽¹⁾



Vertailukelpoisen EBITAn kehitys⁽¹⁾



1) Vuosi 2018 FAS-kirjanpito

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/5

Muuttuvat kulut yli 70 % kulurakenteesta

Orthexin vuoden 2020 kuluista noin 69 % voidaan luokitella muuttuviksi kuluiksi. Näihin kuuluvat suoraan tuotteiden valmistukseen liittyvät kulut kuten esim. yhtiön tuotteisiin käyttämät raaka-aineet sekä erilaiset pakkausmateriaalit ja suoraan valmistukseen liittyvät työkustannukset. Arviomme mukaan muuttuvien kulujen normalisoitu taso on kuitenkin tuota suurempi (~75 %) kyseisen vuoden tavallista matalamman raaka-aineiden hintatason vuoksi.

Muuttuvat kulut kasvavat tai vähenevät yhtiön toiminta-asteen mukana. Liikevaihdon kasvaessa yhtiön on pitänyt ostaa lisää raaka-aineita ja pakkausmateriaaleja, sillä se edellyttää yhä suurempaa määrää valmistettuja tuotteita. Muuttuvien kulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta pysyy siten normaaleissa olosuhteissa melko vakiona, mutta vaihtelua vuosien välillä tulee mm. muuttuvien raaka-aineiden hintojen kautta. Yhtiö pyrkii siirtymään jatkuvasti yhä enemmän kierrätettyjen raaka-aineiden käyttöön, missä hintataso ja hintojen vaihtelu on tasaisempaa.

Kiinteät kulut 17-18 % kulurakenteesta

Orthexin vuoden 2020 kuluista noin 19 % oli kiinteitä kuluja. Näihin kuuluvat mm. markkinoinnin, myynnin ja hallinnon kulut, jotka eivät ole riippuvaisia toiminta-asteen vaihtelusta. Arviomme mukaan juuri nyt kiinteiden kulujen normalisoitu taso voisi olla lähemmäs 17-18 % kulurakenteesta, joskin maali on liikkuva kuluerän skaalautuvan

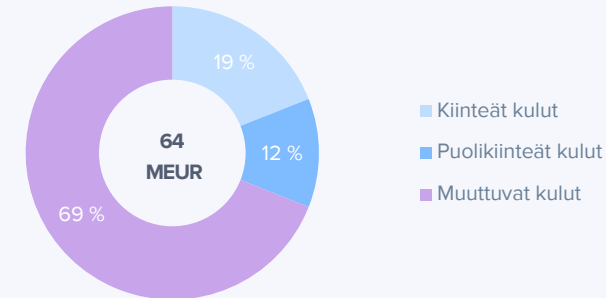
luonteen vuoksi. Orthex on panostanut kiinteisiin kustannuksiin etupainotteisesti, kun yhtiö perusti vuosien 2016-2017 aikana omat paikalliset myyntiorganisaatiot Ranskaan, Saksaan ja Yhdistyneeseen kuningaskuntaan. Vientimarkkinoille perustetut paikalliset organisaatiot ovat päässeet hyvään vauhtiin ja myynti on kasvanut Pohjoismaiden ulkopuolella voimakkaasti.

Kiinteistä kuluista yhtiö on todennut haluavansa panostaa markkinointiin hieman enemmän jatkossa, mutta sen suhteellisen osuuden liikevaihdosta pitäisi pysyä aika lailla samoilla tasoilla kuin historiallisesti (~2-3 % liikevaihdosta). Muiden kiinteiden kulujen osalta yhtiö on todennut, että niiden suhteellisen osuuden liikevaihdosta voidaan odottaa laskevan, kun liikevaihto kasvaa, minkä pitäisi näkyä positiivisesti kannattavuudessa.

Puolikiinteät kulut 11 % kulurakenteesta

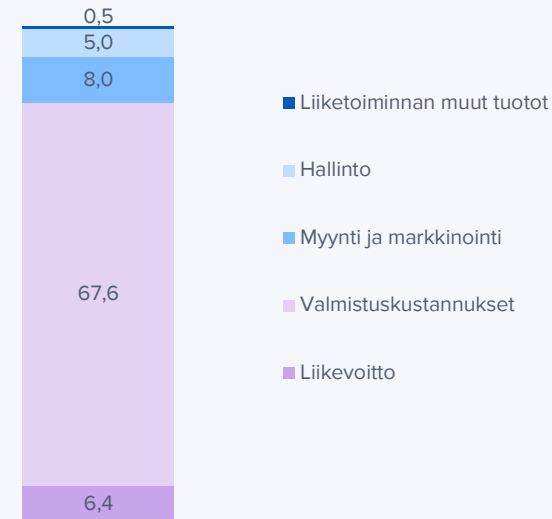
Orthexin vuoden 2020 kuluista noin 12 % voidaan luokitella puolikiinteiksi kuluiksi. Näihin kuuluvat mm. varastointi- ja rahtikulut, jotka eivät elä täysin liikevaihdon mukana. Puolikiinteillä kuluilla on tiettyjä kiinteiden ja muuttuvien kulujen piirteitä. Ne eivät kasva linjassa liikevaihdon kanssa myynnin kasvaessa, mikä luo skaalahyötyjä. Arviomme mukaan 11 % voisi olla tämän kuluerän normalisoitu taso, joskin sekin tulee ajan myötä laskemaan myynnin kasvaessa.

Kulurakenne 2020 (%-osuus kuluista)⁽¹⁾



Kulurakenne TTM (MEUR)

Liikevaihto 86,5 MEUR



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 4/5

Investointitaso on maltillinen

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

Arviomme mukaan Orthex pystyy lähivuosina ylläpitämään taloudellisten tavoitteidensa mukaista kasvua investoimalla noin 4 % suhteessa liikevaihtoon. Arviomme mukaan yhtiö kykenee tällä tavoin kasvattamaan nykyisissä tuotantolaitoksissaan kapasiteettia noin 110-130 MEUR:n liikevaihtotasolle asti (TTM liikevaihto 87 MEUR).

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

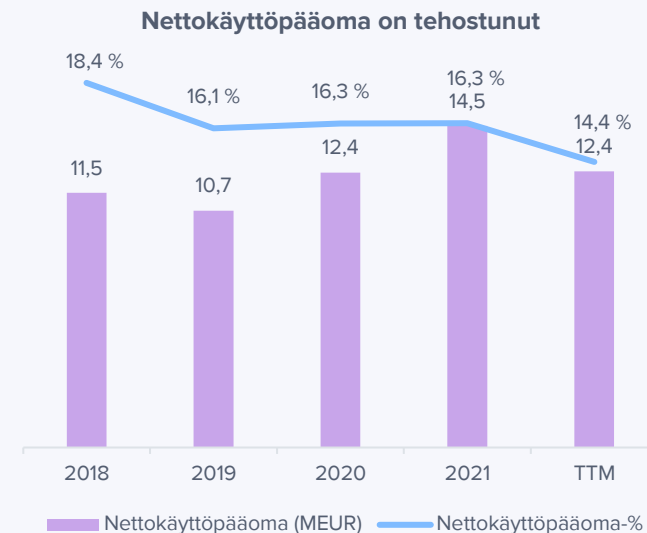
Käyttöpääoma on vakaa ja valmistavalle kuluttajatuoteyhtiölle tyyppilinen

Orthexin nettokäyttöpääoma H1'22 lopussa oli 12,4 MEUR eli 14,4 % liikevaihdosta. Käyttöpääoma on pysynyt viime vuosina melko vakaana ja se on tavanomaisella tasolla verrattuna mm. muihin

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

Käyttöpääomaa sitoutuu mm. raaka-ainevarastoihin sekä valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastoihin. Orthexin vaihto-omaisuus on ollut viime vuosina noin 9-15 MEUR (13-17 % liikevaihdosta). Yhtiöllä on tuotantolaitokset lähellä pohjoismaisia asiakkaitaan ja Orthexin yhtenä kilpailuetuna on nopeat toimitukset asiakkaiden myymälöihin, jotta vähittäiskaupan varastot pysyvät pieninä. H1'22 vaihto-omaisuuden määrä oli paisunut 14,8 MEUR:oon, mikä on 17 % rullaavan 12 kuukauden liikevaihdosta. Kasvanut vaihto-omaisuuden määrä johtuu suurelta osin kohonneista raaka-aineiden hinnoista.

Käyttöpääomaa sitoutuu myös myyntisaamisiin, jotka ovat viime vuosina olleet noin 12-16 MEUR (17-23 % liikevaihdosta). Suhteessa liikevaihtoon myyntisaamisten määrä oli hieman tehostunut ja laskenut 21 %:iin (2021: 23 %). Ostovelat ovat olleet viime vuosina noin 10-17 MEUR (15-19 % liikevaihdosta). Selvästi kasvaneesta vaihto-omaisuuden koosta huolimatta Orthexin nettokäyttöpääoma on edelleen vuoden 2020 tasolla, mikä johtuu pääosin kasvaneista ostoveloista (11,8 MEUR -> 16,6 MEUR). Mielestämme kyky säilyttää käyttöpääoman määrää ennallaan rajusti nousseista raaka-aineiden hinnoista huolimatta osoittaa tehokasta pääoman hallintaa ja neuvotteluvoimaa arvoketjuasemassa.



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 5/5

Nettovelka noussut tavoitetason yläpuolelle

Orthexilla oli H1'22 lopussa taseessaan 27,6 MEUR nettovelkaa, mikä on yhteensä 2,6 kertaa rullaavan 12 kuukauden oikaistu käyttökate. Taso ylittää yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen, joka edellyttää suhdeluvun säilyttämisen alle 2,5x. Yhtiön korollinen vieraspääoma on ollut laskutrendillä, joten kasvanut velkaantuneisuus on johtunut heikentyneestä vertailukelpoisesta käyttökatteesta. Rullaava 12 kuukauden vertailukelpoinen käyttökate on arviomme mukaan laskenut normalisoidun tason alapuolelle, joten se antaa mielestämme todellisuutta heikomman kuvan Orthexin taseasemasta.

Korollista velkaa Orthexilla oli H1'22 lopussa 38 MEUR, josta 25,3 MEUR oli lainaa rahoituslaitoksilta, 8,1 MEUR IFRS-16 vuokrasopimusvelkaa ja 4,6 MEUR eläkevelvoitteita, kun taas rahavarat olivat 10,4 MEUR. Omaa pääomaa Orthexilla oli taseessaan 27,9 MEUR ja omavaraisuusaste oli 33 %. Korotonta vierasta pääomaa taseessa oli 18,6 MEUR, mikä oli 22 % taseen loppusummasta. Historiallisesti korottoman vieraan pääoman osuus taseen loppusummasta on ollut noin 13-19 %.

Aineettomat hyödykkeet pistävät taseessa silmään

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

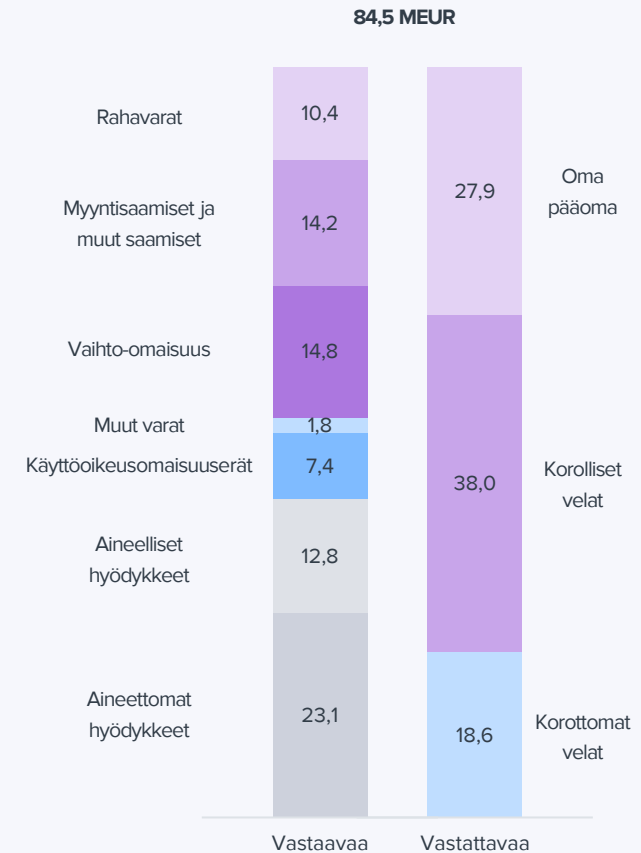
Koska taseen aineeton omaisuus kuvastaa tyypillisesti heikosti sen todellista taloudellista arvoa, on tase-erä huomioitava pääoman tuottoa ja P/B-kerrointa arvioidessa.

Suurta aineetonta omaisuutta lukuun ottamatta Orthexin tase on melko perinteinen valmistavan teollisuuden yhtiölle. H1'22 lopussa taseessa oli aineellisia hyödykkeitä 12,8 MEUR:n edestä, joka koostui pääosin koneista ja kalusteista sekä rakennuksista. Tämän lisäksi Orthexilla oli 7,4 MEUR:n käyttöoikeusomaisuuseriä, josta suurin osa liittyi rakennusten vuokriin, mutta osa myös koneiden ja kalusteiden vuokraamiseen. Muita varoja Orthexilla on taseessaan 1,8 MEUR:n edestä, mikä koostui lähes kokonaan laskennallisista verosaamisista (1,6 MEUR).

Emme näe edellytyksiä suurelle tehokkuusloikille taseen osalta

Orthexin taseen kierto on viime vuosina ollut 1-1,1x, mikä on mielestämme korkea taso yhtiön tuntuvat aineettomat hyödykkeet huomioiden. Taseen kierto on parantunut hieman vuosien 2016-2019 tasosta (0,8-0,9x), mutta nykyiseltä tasolta emme enää näe tuntuvaa nousuvaraa jo valmiiksi tehokkaan pääomanhallinnan vuoksi. Vastaavasti myös korottoman vieraan pääoman osuus taseen loppusummasta on korkealla tasolla, eikä se arviomme mukaan kykene tuomaan oleellista vetoapua pääoman tuoton parantamiseksi. Tästä johtuen näemme, että paraneva suhteellinen kannattavuus on Orthexin näkökulmasta ensisijainen ajuri pidemmän aikavälin pääoman tuoton parantamiseksi.

Orthexin taserakenne H1'22 (MEUR)



Ennusteet 1/2

Odotamme tulospohjan olevan takanapäin

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

Heikon Q2-raportin jälkeen odotamme Orthexin H2-liikevaihdon kasvavan 2 % nostaen kuluvan vuoden liikevaihdon 87,5 MEUR:oon. Arviomme mukaan korkeista raaka-aineiden hinnoista johtuva vähäinen kampanjamyynti ja jälleenmyyjien rajoittavat yhtiön kannattavuutta vielä kuluvan vuoden ajan. Raaka-aineiden hinnat ovat tulleet selvästi alas Q2:n piikeistä, mutta kampanjat myydään tyypillisesti sisään asiakkaille 6 kuukauden päähän, minkä seurauksena odotamme kampanjamyynnin tukevan kasvua vasta Q4:n lopusta lähtien.

Odotamme yhtiön bruttokatemarginaalin tekevän tasokorjauksen H2:lla, mikä on merkittävin ajuri 5,3 MEUR:n kuluvan vuoden liikevoittoennusteemme taustalla (H1'22: 1,6 MEUR). Loppuvuoden tulosta ajatellen Q3:n raaka-aineiden ostojen ajankohdalla on merkittävä rooli, mutta näkymä tuloksen paranemiselle laskevien raaka-ainekustannusten ja uuden hinnankorotuskierroksen vuoksi on mielestämme varsin rohkaiseva. Heikentynyt kruunu ja nousseet sähkön hinnat tulevat kuitenkin painamaan H2:n suhteellista kannattavuutta. Vuonna 2020 39 % Orthexin myynnistä muodostui Ruotsin kruunuissa, joten Ruotsi on yksittäistä

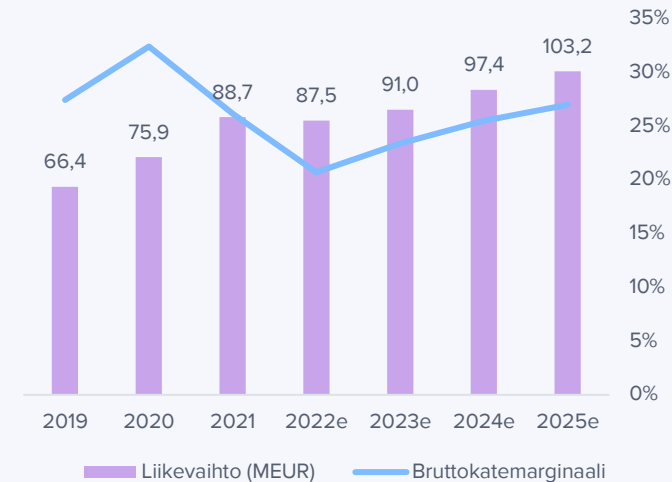
maista Orthexille relevantein. Seuraavan vuoden osalta yhtiö on suojannut noin 60-80 % sähkön hinnanvaihteluilta, joten kohonneilta sähkönhinnoilta odotamme rajallista vaikutusta yhtiön kannattavuuteen.

Odotamme markkinan myötätuulta vasta vuonna 2024

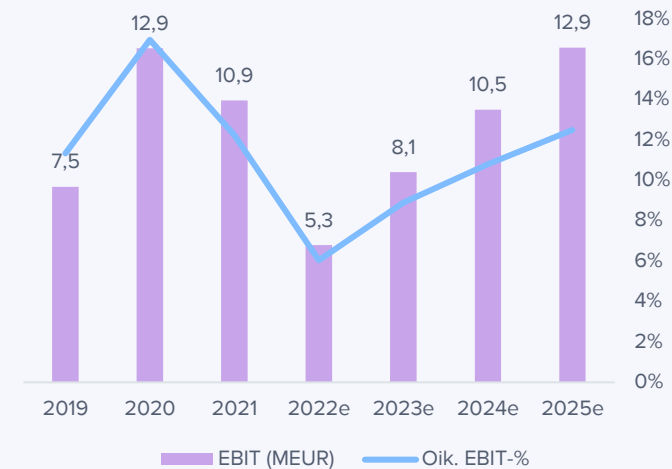
Ennusteissamme Orthexin liikevaihto kasvaa ensi vuonna 4 % lievän markkinakasvun ja kasvavan kampanjamyynnin vetämänä. Ajankohdasta riippuen Orthexin kampanjamyynnit voivat tuoda jopa 20-30 % konsernin liikevaihdosta, mutta odotamme jälleenmyyjien varovaisen ostokäytöksen hidastavan sitä vielä ensi vuoden puolella. Kampanjoiden täysmääräisen elpymisen ajoituksen arvioiminen on erittäin haastava tehtävä, mutta näemme sen kasvattavan konsernin liikevaihtotasoa 5-15 % rullaavaan 12kk tasoon nähden. Yhtiön 2023 liikevoitto asettuu ennusteissamme 8,1 MEUR:oon (EBIT: 9 %) kasvaneen myyntivolyymin ja vahvistuneen bruttokatemarginaalin ajamana.

Vuonna 2024 Orthexin liikevaihto kasvaa ennusteissamme 7 % jälleenmyyjien nostaessa varastotasojaan ja kampanjamyynnin nousevan lähemmäs historiallisia tasojaan. Odotamme myös markkinakasvun tuovan vetoapua kyseisen vuoden kasvun saavuttamiseksi. 2024 liikevoittoennusteemme on 10,5 MEUR, mikä on 10,8 % liikevaihdosta. Ennuste on melko selvästi keskipitkän aikavälin yli 18 %:n EBITA-marginaalin alapuolella, mutta haluamme yhtiöltä näyttöjä sen kyvystä pitää kiinni tuotteidensa hintatasosta raaka-ainehintojen normalisoituessa.

Liikevaihto ja bruttokate



Liikevoittoennusteet



Ennusteet 2/2

Vuonna 2025 yhtiön avainasiakkaisiin nojaava kasvustrategia siivittää sen ennusteissamme 6 %:n kasvuun, kun taas liikevoitto asettuu 12,9 MEUR:oon. Emme kykene ennustamaan raaka-aineiden hintasyklejä, joten pyrimme pidemmällä aikavälillä ennustamaan Orthexille mahdollista syklin yli kestävästä tulostasoa. Tässä vaiheessa Orthexin sijoitustarinaa näkyvyys yli syklin kestävästä liikevoittomarginaaliin on mielestämme vielä toistaiseksi heikko ja se on mielestämme suurin kysymysmerkki normalisoitua pääoman tuottotasoa arvioidessa.

Ennusteemme eivät ota huomioon mahdollisia yrityskauppoja, joita johto on kertonut tutkivansa yhtenä mahdollisuutena kasvun vauhdittamiseksi.

Kuluvan vuoden osinko voi jäädä pettymykseksi

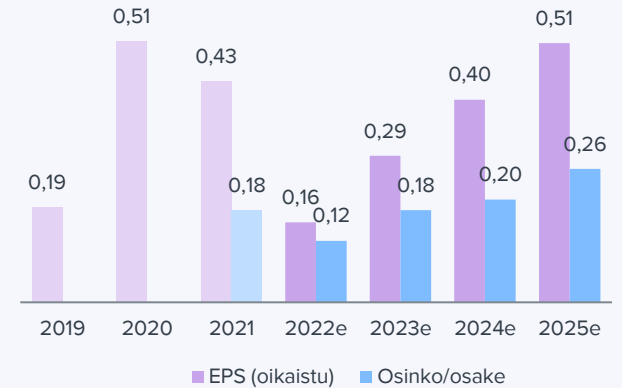
Ennusteissamme Orthexin tekee kuluvana vuonna 0,16 euron osakekohtaisen tuloksen (2021: 0,43 euroa). Ennusteissamme yhtiö jakaa osakekohtaisesta tuloksestaan ulos noin kaksi kolmasosaa, jolloin osakekohtainen osinko asettuu 0,12 euroon. Orthexin hallitus on vahvistanut osinkopolitiikan, jonka mukaan yhtiö pyrkii jakamaan vakaata ja ajan myötä kasvavaa osinkoa kaksi kertaa vuodessa yhteensä vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Ennusteissamme yhtiö päättyy toisin sanoen leikkaamaan osinkoan vasten tavoitettaan jakaa kasvavaa osinkoa. Periaatteessa näemme yhtiöllä edellytykset säilyttää osinko edellisvuoden tasolla, joka edellyttäisi 116 %:n osingonjakosuhdetta. Taloudellisia tavoitteita korkeampi velkaantuneisuus huomioiden näkisimme kuitenkin yhtiön ennemmin leikkaavan osinkoan,

mikä lisäisi taloudellista liikkumavaraa. Yhtiön pääoman tuotot ovat historiallisesti olleet korkealla tasolla, minkä lisäksi vaikea markkinatilanne voi arviomme mukaan avata varsin houkuttelevia yritysostomahdollisuuksia. Toisin sanoen, olemme luottavaisia yhtiön edellytyksiin allokoida pääomaa tehokkaasti. Ennusteissamme osakekohtainen tulos kasvaa nopeasti yhtiön bruttokatteen ja myyntivolyymien parantuessa, mikä ajaa kasvavaa osingonmaksukykyä. Lähivuosien ennusteissamme yhtiö jakaa noin 51-63 % oikaistusta tuloksestaan osinkoina.

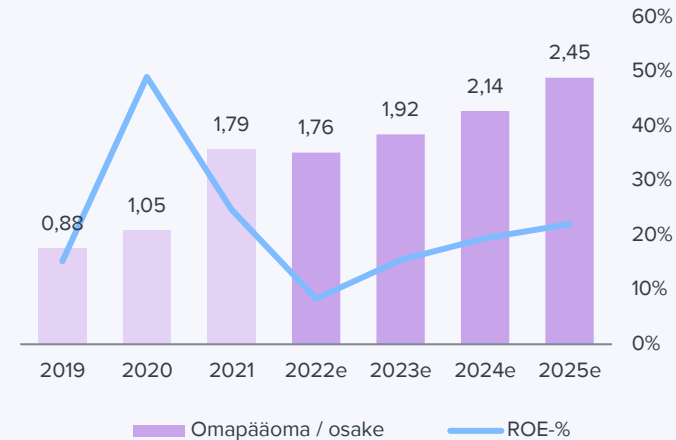
Oma pääoma ja ROE-ennusteet

Meidän ennusteillamme Orthexin oman pääoman tuotto asettuu kuluvana vuonna 8,4 %:iin, josta se nousee asteittain kohti 22,1 %:a vuonna 2025. Ennusteidemme melko maltillisen keskipitkän aikavälin osingonjakosuhteen vuoksi omaa pääomaa kumuloituu nopeasti taseeseen, jollei yhtiö toteuta yritysjärjestelyjä. Pidämme hyvin todennäköisenä, että Orthex tarkkailee tällä hetkellä yritysostokohteita, joilla yhtiö pystyisi laajentumaan kasvustrategian kannalta tärkeille vientimarkkinoille Eurooppaan. Tästä syystä taseen vahvistuminen on mielestämme realistinen tulevaisuuden kuva siihen asti, kunnes yhtiö päättää tehdä isompia investointeja kasvuloikkaan joko yritysoston kautta tai orgaanisesti rakentamalla lisää tuotantokapasiteettia. Akuuttia tarvetta tavallista suuremmalle investoinnille tuotantokapasiteetin kasvattamiseksi emme kuitenkaan näe, koska yhtiön nykyisten tehdasrakennusten liikevaihtopotentialiaali on riittävä vuoden 2025 liikevaihtoennusteemme saavuttamiseksi.

EPS- ja osinkoennusteet



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	66,4	75,9	21,6	22,2	21,8	23,1	88,7	20,6	21,0	22,1	23,8	87,5	91,0	97,4	103
Konserni	66,4	75,9	21,6	22,2	21,8	23,1	88,7	20,6	21,0	22,1	23,8	87,5	91,0	97,4	103
Käyttökate	10,7	16,5	2,9	3,3	4,3	2,7	13,2	2,8	0,6	2,6	3,2	9,2	12,4	15,0	17,6
Poistot ja arvonalennukset	-4,2	-4,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-4,0	-4,3	-4,5	-4,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,5	12,9	3,3	2,6	3,3	1,7	10,9	1,8	-0,2	1,6	2,2	5,3	8,1	10,5	12,9
Liikevoitto	6,5	12,3	2,0	2,4	3,3	1,7	9,3	1,8	-0,3	1,6	2,2	5,2	8,1	10,5	12,9
Konserni	6,5	12,3	2,0	2,4	3,3	1,7	9,3	1,8	-0,3	1,6	2,2	5,2	8,1	10,5	12,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,2	-2,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6
Tulos ennen veroja	2,4	9,9	1,6	2,0	2,8	1,2	7,7	1,4	-0,8	1,1	1,6	3,4	6,4	8,8	11,3
Verot	-0,4	-2,2	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2	-1,6	-0,3	0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-1,3	-1,8	-2,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,0	7,7	1,2	1,6	2,2	1,0	6,0	1,1	-0,6	0,8	1,3	2,6	5,1	7,0	9,0
EPS (oikaistu)	0,19	0,51	0,14	0,10	0,12	0,06	0,43	0,06	-0,03	0,05	0,07	0,16	0,29	0,40	0,51
EPS (raportoitu)	0,12	0,47	0,07	0,09	0,12	0,06	0,34	0,06	-0,03	0,05	0,07	0,15	0,29	0,40	0,51

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	6,3 %	14,2 %	32,4 %	25,5 %	7,7 %	6,8 %	16,9 %	-4,9 %	-5,3 %	1,5 %	3,0 %	-1,4 %	4,0 %	7,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		70,8 %	69,6 %	-17,8 %	-19,0 %	-53,9 %	-15,6 %	-45,7 %	-108,1 %	-52,2 %	24,9 %	-51,3 %	53,0 %	29,8 %	22,7 %
Käyttökate-%	16,1 %	21,8 %	13,6 %	15,0 %	19,6 %	11,7 %	14,9 %	13,7 %	2,8 %	11,7 %	13,4 %	10,5 %	13,7 %	15,4 %	17,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,4 %	17,0 %	15,2 %	11,7 %	14,9 %	7,5 %	12,3 %	8,7 %	-1,0 %	7,0 %	9,1 %	6,0 %	8,9 %	10,8 %	12,5 %
Nettotulos-%	3,0 %	10,1 %	5,8 %	7,0 %	10,2 %	4,4 %	6,8 %	5,5 %	-3,0 %	3,7 %	5,5 %	3,0 %	5,6 %	7,2 %	8,7 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	87,5	87,5	0 %	91,0	91,0	0 %	98,3	97,4	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,3	5,3	0 %	7,9	8,1	2 %	10,6	10,5	-1 %
Liikevoitto	5,2	5,2	0 %	7,9	8,1	2 %	10,6	10,5	-1 %
Tulos ennen veroja	3,5	3,4	-4 %	6,4	6,4	0 %	9,1	8,8	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,16	0,16	-3 %	0,29	0,29	-1 %	0,41	0,40	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,18	0,12	-33 %	0,19	0,18	-5 %	0,24	0,20	-17 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	45,9	46,3	45,8	46,2	46,9
Liikearvo	24,1	23,7	23,7	23,7	23,7
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Käyttöomaisuus	11,4	13,1	12,8	13,1	13,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	9,3	8,1	8,1	8,1	8,1
Laskennalliset verosaamiset	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	29,4	42,5	41,1	43,2	46,7
Vaihto-omaisuus	9,9	12,6	12,2	12,7	13,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,3	15,5	15,7	16,8	18,5
Likvidit varat	5,3	14,3	13,1	13,6	14,6
Taseen loppusumma	75,4	88,8	87,0	89,4	93,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	17,0	31,8	31,2	34,2	38,0
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	13,2	19,1	18,6	21,5	25,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	2,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Muu oma pääoma	1,7	11,0	11,0	11,0	11,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	40,6	36,7	35,9	34,9	34,4
Laskennalliset verovelat	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	40,0	36,0	35,1	34,2	33,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	17,8	20,3	19,9	20,3	21,2
Lainat rahoituslaitoksilta	4,2	4,2	3,9	3,8	3,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,8	13,7	13,6	14,1	15,1
Muut lyhytaikaiset velat	1,8	2,4	2,4	2,4	2,4
Taseen loppusumma	75,4	88,8	87,0	89,4	93,6

Osakkeen arvostus 1/3

Tuotto-odotus on mielestämme riittävä

Tarkistamme Orthexin tavoitehintaamme 4,4 euroon (aik. 5,0 eur) heikentyneen kysyntäympäristön ja verrokkien laskeneita arvostustasoja peilaten. Rajun kurssilaskun seurauksena nostamme kuitenkin suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Orthexin tuotto-odotus nojaa liikevaihdon kasvuun ja paranevan suhteellisen kannattavuuden ajamaan tuloskasvuun sekä osinkotuottoon. Orthexin tulos pohjainen arvostus on venynyt korkeaksi paineessa olevan kannattavuuden vuoksi. Odotamme kannattavuuden asteittaan paranevan kohti sen normalisoitua tasoa, mikä on ennusteissamme tuloskasvun merkittävin ajuri. Vuoteen 2025 katsoessa vahva tuloskasvu yhdessä osinkotuoton kanssa nostaa Orthexin tuotto-odotuksen 11-17 %:iin, mikä ylittää yhtiön tuottovaateen ja on mielestämme riittävä korvaus lyhyen aikavälin vastatuulista huolimatta.

Tulos ja tase luovat sopivan kehikon hinnoittelulle

Orthexin arvostusta on mielestämme hyvä katsoa tulos- ja tase pohjaisesti sekä absoluuttisesti että suhteessa verrokkeihin, minkä lisäksi DCF-malli on soveltuva työkalu yhtiön arvonmääritykseen. Eteenpäin katsovan tulos pohjaisen hinnoittelun arviointia hankaloittaa poikkeuksellinen heilunta muoviraaka-aineiden hinnoissa, joka on viime vuosina aiheuttanut painetta yhtiön kannattavuuteen. Raaka-aineiden vaikutus kannattavuuteen on myös huomioitava, kun vertailee Orthexin hinnoittelua verrokkeihin, koska Orthex on rajusti nousseiden raaka-aineiden hintojen myötä kärsinyt kustannusinflaatiosta verrokkiyhtiöitä enemmän.

+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

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

- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

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

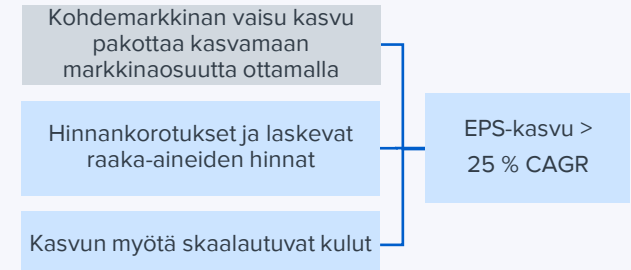
Tulos pohjaisen arvostuksen suhteen tukea on haettava vuodesta 2024

Ennusteissamme poikkeuksellisen korkeat raaka-aineiden kustannukset pitävät Orthexin tuloskuntoa sen normalisoidun tason alapuolella, jonka seurauksena yhtiön tulos pohjainen arvostus on lähivuosien ennusteilla koholla (2023 P/E: 14x, EV/EBIT: 12x). Näemme raaka-aineiden hinnoilla pidemmälle katsoessa laskupainetta, minkä seurauksena olemme valmiita katsomaan Orthexin arvostusta vuoteen 2024 tulosennusteisiin liittyvästä kasvaneesta epävarmuudesta huolimatta. Ennusteillamme vuoden 2024 EV/EBIT-kerroin on 9x ja P/E-luku 10x. Lähivuosien osinkotuotto huomioiden tuotto-odotus on mielestämme riittävä positiivisen näkemyksen ottamiseksi, joskin näemme että lyhytkatseinen markkina voi vielä rankaista osaketta, jos tuloskunnon elpyminen kestää odotettua pidempään.

Osaketuoton ajurit TTM-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

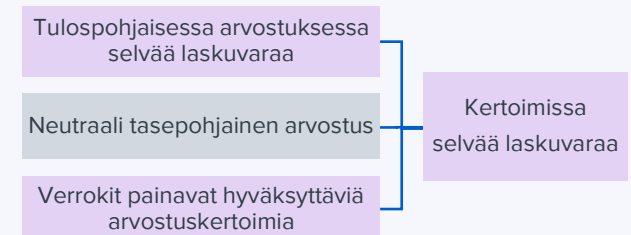
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus n. 11-17 % p.a.

Osakkeen arvostus 2/3

Tasepohjainen arvostus on perusteltavissa

Tasepohjaisesti Orthexia hinnoitellaan kuluvaan vuoden ennusteillamme P/B-kertoimella 2,2x. Taso on Helsingin pörssin mediaania korkeampi, mutta mielestämme perusteltavissa Orthexin korkea pääoman tuottopotentiaali huomioiden (ROE 2023-2025e: 16-22 %). P/B-tunnusluvun käyttökelpoisuutta heikentää taseen tuntuva määrä aineetonta omaisuutta (27 % taseen loppusummasta), koska kirja-arvo heijastaa tyypillisesti aineettoman omaisuuden todellista arvoa heikosti. P/B-kertoimen soveltuvuutta heikentää myös Orthexin lyhyt pörssihistoria, jonka vuoksi luotettavaa pidemmän aikavälin track-recordia yhtiön oman pääoman tuotosta ei ole saatavilla.

Osinkopohjainen arvostus

Orthexilla on nähdäksemme edellytykset profiloitua vakaaksi osingonmaksajaksi, joskin odotamme rajusti nousseiden raaka-aineiden hintojen pakottamaan yhtiön leikkaamaan kuluvaan vuoden tuloksesta leikattavaa osinkoa. Orthex toimii defensiivisillä markkinoilla ja pienen investointitarpeen vuoksi kassavirta on tyypillisesti vahvaa. Yhtiö pyrkii osinkopolitiikan mukaan jakamaan vakaata ja ajan myötä kasvavaa osinkoa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Ennusteissamme yhtiön osingonjakosuhte on lähivuosina 51-81 %, mikä nykyisellä kurssitasolla johtaa tulosennusteillamme 3-5 %:n osinkotuottoon. Orthexilla olisi arviomme mukaan edellytykset maksaa ennusteitamme suuremman osan tuloksestaan osinkoina, mutta toimialan paineessa olevien arvostuskertoimien ja sen myötä potentiaalisten houkuttelevien

yrittösostomahdollisuuksien vuoksi näemme taseen vahvistamisen parempana ratkaisuna arvonluonnin kannalta. Markkina voi kuitenkin rankaista osaketta, jos yhtiö päätyy leikkaamaan osinkoaan.

Kassavirtalaskelma indikoi nousuvaraa

DCF-laskelmassamme oletamme Orthexin kasvun hidastuvan asteittain kohti 2 %:n terminaalioletusta. Ennusteissamme yhtiön liikevoittomarginaali laskee kiristyvän kilpailun ajamana vuoden 2025 12,5 %:n tasosta kohti 11 %:n ikuisuusoletusta. Orthexin kannattavuus tulee varmasti heilumaan pidemmällä aikavälillä huomattavasti ennusteitamme enemmän, mutta pyrimme ennusteissamme kuvastamaan näkemystämme yhtiön pidemmän aikavälin yli syklin kestävästä kannattavuuspotentiaalista. Pidemmällä aikavälillä Orthexin sijoitetun pääoman tuotto on ennusteissamme noin 16-17 %, mikä on korkea taso, ja vaatii että yhtiö kykenee ylläpitämään kilpailuetujaan.

Olemme nostaneet Orthexille soveltamaamme tuottovaatimusta 8,4 %:iin (aik. 8,2 %) markkinan nousseen tuottovaatimuksen vuoksi, kun taas oman pääoman tuottovaateemme on ennallaan 8,7 %:ssa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 5,7 euroa, mikä osoittaa selvää nousuvaraa osakekurssin nykytasolta. Arviomme mukaan nykyisillä korkeilla raaka-aineiden hinnoilla ja pehmeällä kysyntäympäristöllä lyhyen aikavälin ajurit DCF-mallin indikoiman arvon saavuttamiseksi ovat kuitenkin vähissä. DCF-mallin soveltuvuutta Orthexin arvonmäärittämisessä myös heikko näkyvyys siihen, mille tasolle Orthexin pidemmän aikavälin syklin yli normalisoitu pääoman tuotto asettuu.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,93	3,93	3,93
Osakemäärä, milj. kpl	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo	70	70	70
Yritysarvo (EV)	96	94	93
P/E (oik.)	25,2	13,8	9,9
P/E	26,5	13,8	9,9
P/Kassavirta	15,3	13,8	11,5
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA (oik.)	10,4	7,6	6,2
EV/EBIT (oik.)	18,1	11,6	8,8
Osinko/tulos (%)	80,9 %	63,0 %	50,6 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,6 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus 3/3

Verrokkiryhmän arvostus rajaa nousuvaraa

Olemme valinneet Orthexin verrokkiryhmään pääosin suomalaisia, ruotsalaisia ja saksalaisia pörssilistattuja kuluttajatuoteyhtiöitä. Vaikka yksikään näistä yhtiöistä ei ole täysin verrattavissa Orthexin muovisten säilytysratkaisujen ja muiden kodintarvikkeiden valmistamiseen nojaavaan toimintaan, muistuttavat kukin verrokkiryhmän yhtiö omien piirteidensä vuoksi jotenkin Orthexia.

Suurimmalla osalla verrokkiryhmästäme on joku brändi/tuote, joka edustaa tietyssä tuotesegmentissä oman markkina-alueensa tunnetuinta vaihtoehtoa (ns. ”category captain”). Muita yhteisiä piirteitä Orthexin ja verrokkiryhmän välillä voi löytyä esim. samasta maantieteellisestä liiketoiminta-alueesta, samankaltaisesta tuotanto- ja jakelustrategiasta, kasvu- tai kannattavuusprofiilista jne.

Suomalaisiksi verrokkiyhtiöiksi valitsimme ulkoiluun, kodin sisustamiseen ja kattamiseen erikoistuneen Fiskarsin, kiuasyhtiö Harvian, designyhtiö Marimekon, kalastusyhtiö Rapalan ja rengasyhtiö Nokian Renkaat. Ulkomaisiksi verrokkiyhtiöiksi valitsimme auton kattotelineitä valmistavan Thulen, kattaustuotteita ja -tarvikkeita valmistavan Dunin, lukkovalmistaja Assa Abloyn, ja kotitaloustuotteita valmistavat Newell Brandsin ja Leifheitin.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Sales -kertoimet ovat vuosille 2022 ja 2023 1,1x ja 1,2x. Näihin verrattuna Orthex on arvostettu 2-15 %:n alennuksella verrokkiryhmään nähden. Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet ovat vuosille 2022 ja 2023 13x ja 10x, johon verrattuna Orthexia hinnoitellaan 14-40 %:n preemiolla, kun taas P/E-luvulla preemio venyy jopa 22-88 %:iin.

Arviomme mukaan markkina tunnistaa Orthexin heikon tulokunnon olevan väliaikainen ilmiö, minkä seurauksena Orthexille hyväksytään oikeutetusti verrokkeja korkeampi tulos pohjainen arvostus. Toinen tekijä ilmiön taustalla voi hyvinkin olla markkinan epävarma suhtautuminen verrokkien tulosennusteita kohtaan. Verrokkeihin nähden venynyt tulos pohjainen arvostus ei kuitenkaan lähivuosien ennusteilla anna Orthexin osakekurssille tukea.

Mielestämme Orthexin pääoman tuottopotentiaali on verrokkiryhmän mediaania korkeampi, mikä puoltaa preemiota P/B-kertoimessa. Nykyiseltä tasolta on kuitenkin vaikea nähdä oleellista nousuvaraa verrokkeihin nähden Orthexin poikkeuksellisen heikko tulos kunto huomioiden.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Duni AB	285	446	12,9	9,8	6,4	5,7	0,7	0,7	9,9	7,5	7,6	8,0	1,1		
Fiskars Oyj Abp	1193	1418	8,9	8,9	6,7	6,4	1,1	1,1	8,9	8,8	5,6	6,1	1,4		
Harvia Oyj	243	293	8,2	8,6	6,9	7,1	1,6	1,7	8,8	9,5	4,7	5,1	2,5		
Leifheit AG	140	120	34,3	8,6	10,6	5,6	0,5	0,4	61,5	13,5	2,8	5,1	1,3		
Marimekko Oyj	358	371	11,3	10,5	8,6	7,8	2,2	2,1	13,7	12,6	4,6	5,2	5,6		
Rapala VMC Corp	165	273	17,0	10,3	10,5	6,8	1,0	0,9	18,8	9,9	3,0	4,7	1,2		
Thule Group AB	1937	2174	13,0	14,3	11,8	12,8	2,4	2,5	15,3	17,0	5,4	5,3	3,5		
Nokian Tyres plc	1519	1762	22,9	14,2	5,2	6,8	1,1	1,3	13,2	15,4	4,9	4,4	1,0		
Assa Abloy AB	21271	24003	14,5	13,1	12,1	11,0	2,2	2,0	18,1	16,4	2,2	2,4	2,9		
Newell Brands Inc	5900	10939	10,9	10,1	8,8	8,2	1,1	1,2	8,6	8,3	6,6	6,6	1,5		
Orthex (Inderes)	70	96	18,1	11,6	10,4	7,6	1,1	1,0	25,2	13,8	3,1	4,6	2,2		
Keskiarvo			15,4	10,8	8,8	7,8	1,4	1,4	17,7	11,9	4,7	5,3	2,2		
Mediaani			12,9	10,2	8,7	7,0	1,1	1,2	13,4	11,3	4,8	5,2	1,4		
Erotus-% vrt. mediaani			40 %	14 %	20 %	9 %	-2 %	-15 %	88 %	22 %	-36 %	-11 %	56 %		

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

DCF-laskelma

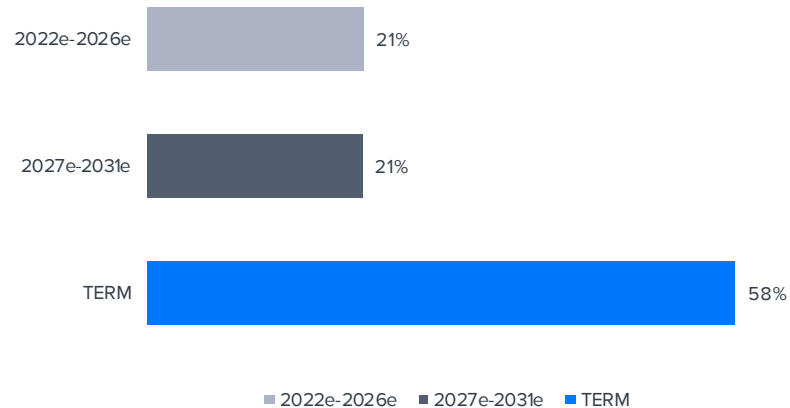
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	16,9 %	-1,4 %	4,0 %	7,0 %	6,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	10,4 %	5,9 %	8,9 %	10,8 %	12,5 %	12,5 %	12,0 %	11,5 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Liikevoitto	9,3	5,2	8,1	10,5	12,9	13,4	13,3	13,1	12,8	13,0	13,3	
+ Kokonaispoistot	4,0	4,0	4,3	4,5	4,7	4,9	5,0	5,1	5,2	5,2	5,2	
- Maksetut verot	-1,6	-0,7	-1,3	-1,8	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
+ 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	-1,6	0,0	-1,0	-1,6	-1,0	-0,7	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	9,8	8,1	9,8	11,2	13,9	14,9	15,0	14,9	14,9	15,2	15,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,3	-3,5	-4,7	-5,2	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,5	4,6	5,1	6,1	8,6	9,6	9,8	9,6	9,7	9,9	9,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,5	4,6	5,1	6,1	8,6	9,6	9,8	9,6	9,7	9,9	9,8	158
Diskontattu vapaa kassavirta		4,5	4,6	5,1	6,6	6,8	6,4	5,8	5,4	5,1	4,7	75,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		130	126	121	116	109	102	96,1	90,2	84,8	79,7	75,0
Velaton arvo DCF		130										
- Korolliset velat		-40,2										
+ Rahavarat		14,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-3,2										
Oman pääoman arvo DCF		101										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,7										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

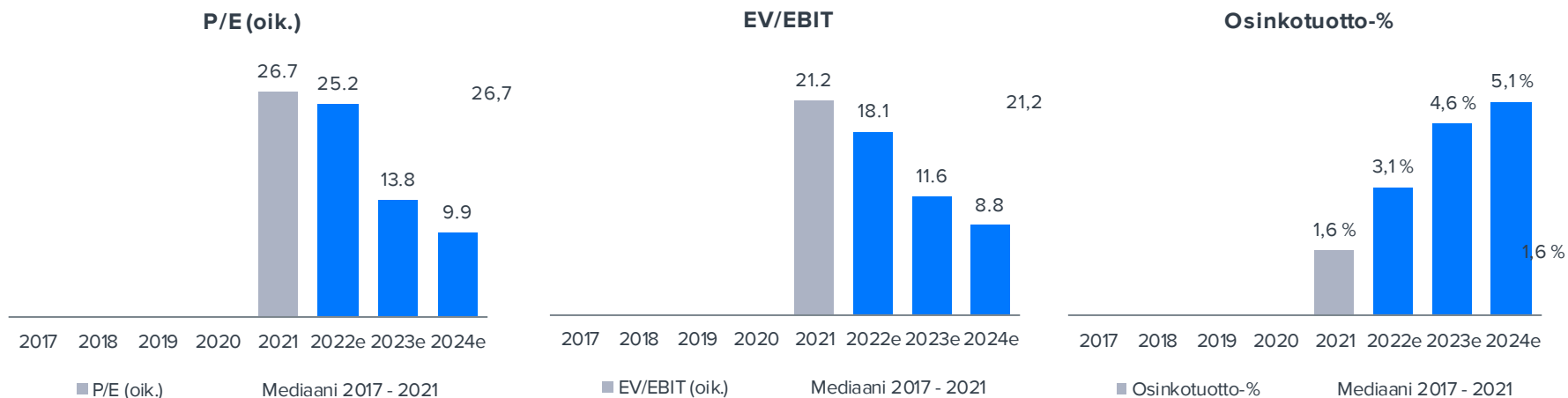
Rahavirranjakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi					11,5	3,93	3,93	3,93	3,93
Osakemäärä, milj. kpl					17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Markkina-arvo					204	70	70	70	70
Yritysarvo (EV)					230	96	94	93	89
P/E (oik.)					26,7	25,2	13,8	9,9	7,8
P/E					33,8	26,5	13,8	9,9	7,8
P/Kassavirta					37,1	15,3	13,8	11,5	8,1
P/B					6,4	2,2	2,0	1,8	1,6
P/S					2,3	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto					2,6	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)					17,4	10,4	7,6	6,2	5,0
EV/EBIT (oik.)					21,2	18,1	11,6	8,8	6,9
Osinko/tulos (%)					53,0 %	80,9 %	63,0 %	50,6 %	51,4 %
Osinkotuotto-%					1,6 %	3,1 %	4,6 %	5,1 %	6,6 %

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	66,4	75,9	88,7	87,5	91,0	EPS (raportoitu)	0,12	0,47	0,34	0,15	0,29
Käyttökate	10,7	16,5	13,2	9,2	12,4	EPS (oikaistu)	0,19	0,51	0,43	0,16	0,29
Liikevoitto	6,5	12,3	9,3	5,2	8,1	Operat. kassavirta / osake	0,58	0,99	0,55	0,46	0,55
Voitto ennen veroja	2,4	9,9	7,7	3,4	6,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,40	0,68	0,31	0,26	0,29
Nettovoitto	2,0	7,7	6,0	2,6	5,1	Omapääoma / osake	0,88	1,05	1,79	1,76	1,92
Kertaluontoiset erät	-1,0	-0,6	-1,6	-0,1	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,18	0,12	0,18
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	71,5	75,4	88,8	87,0	89,4	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	14 %	17 %	-1 %	4 %
Oma pääoma	14,4	17,0	31,8	31,2	34,2	Käyttökateen kasvu-%	32 %	54 %	-20 %	-31 %	36 %
Liikearvo	23,3	24,1	23,7	23,7	23,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	45 %	71 %	-16 %	-51 %	53 %
Nettovelat	41,1	38,9	25,9	25,9	24,3	EPS oik. kasvu-%	-27 %	175 %	-15 %	-64 %	83 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	16,1 %	21,8 %	14,9 %	10,5 %	13,7 %
Käyttökate	10,7	16,5	13,2	9,2	12,4	Oik. Liikevoitto-%	11,4 %	17,0 %	12,3 %	6,0 %	8,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-1,0	Liikevoitto-%	9,8 %	16,2 %	10,4 %	5,9 %	8,9 %
Operatiivinen kassavirta	9,5	16,1	9,8	8,1	9,8	ROE-%	15,3 %	49,0 %	24,7 %	8,4 %	15,5 %
Investoinnit	-2,9	-5,1	-4,3	-3,5	-4,7	ROI-%	12,1 %	20,2 %	13,9 %	7,3 %	11,4 %
Vapaa kassavirta	-6,6	11,0	5,5	4,6	5,1	Omavaraisuusaste	20,1 %	22,6 %	35,8 %	35,9 %	38,2 %
						Nettovelkaantumisaste	285,9 %	228,4 %	81,4 %	83,0 %	71,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,3	2,0	2,6	1,1	1,0						
EV/EBITDA (oik.)	14,2	9,1	17,4	10,4	7,6						
EV/EBIT (oik.)	20,2	11,6	21,2	18,1	11,6						
P/E (oik.)	36,8	13,4	26,7	25,2	13,8						
P/B	7,7	6,5	6,4	2,2	2,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,6 %	3,1 %	4,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26/03/2021	Lisää	8,50 €	7,42 €
12/05/2021	Lisää	11,00 €	10,15 €
26/08/2021	Lisää	13,00 €	11,48 €
20/09/2021	Osta	13,00 €	10,50 €
11/11/2021	Lisää	12,50 €	11,63 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
13/01/2022	Lisää	11,50 €	10,44 €
10/03/2022	Lisää	8,00 €	7,14 €
11/05/2022	Vähennä	7,00 €	6,68 €
26/08/2022	Vähennä	5,00 €	5,42 €
11/10/2022	Lisää	4,40 €	3,93 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**