

Anora

Laaja raportti

11.1.2024 20:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Uuden johdon fokus kannattavuuden nostossa

Anoran tuloskehitys on reilun vuoden ollut heikkoa, mutta uskomme tuloksen paranevan selvästi 2024-25. Tuloskasvu painaa arvostuksen mataliksi jo ensi vuonna (P/E 11x), jonka myötä tuotto-odotus on hyvä. Toistamme Osta-suosituksen ja 5,5 euron tavoitehinnan.

Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien tuottaja ja jakelija

Anora syntyi syyskuussa 2021 suomalaisesta Altiasta ja norjalaisesta Arcusista, jotka olivat molemmat väkevien alkoholijuomien ja viinien tuottajia, maahantuojia ja jakelijoita. Anora osti kesäkuussa 2022 Tanskan johtavan viiniyhtiön Globus Winen. Anora on nykyisin Pohjoismaiden suurin toimija sekä viinien että väkevien alkoholijuomien markkinalla. Yhtiöllä on sekä omia brändejä että päämiesbrändejä, joita se jakelee. Yhtiöllä on pitkän historian kautta vahva osaaminen ja hyvä markkinaosuus etenkin Suomen, Ruotsin ja Norjan alkoholin monopoliketjuissa.

Kasvu- ja kannattavuustavoitteet ovat mielestämme haastavia

Alkoholijuomien markkina Pohjoismaissa on historiallisesti ollut varsin tasainen. Anoran tavoite on kasvaa monopolimarkkinoilla markkinaa nopeammin ja kansainvälisillä markkinoilla vauhdikkaammin parhaimpien brändiensä avulla. Markkina-aseman ollessa jo vahva, näemme merkittävän markkinaosuuksien voittamisen monopolimarkkinoilla vaikeana, eikä kansainvälisen kasvun kiihtymisestä ainakaan vielä ole kovin selkeitä merkkejä. Näin ollen orgaanisen kasvun näkymä yhtiölle on mielestämme vaatimaton. Yhtiö tavoittelee 3-5 %:n liikevaihdon kasvua, josta pääosa orgaanista. Näemme tämän haastavana tavoitteena, emmekä usko Anoran yltävän siihen ilman yritysostoja. Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee 16 %:n oik. käyttökatemarginaalia vuonna 2030. Vaikka tavoite on kaukana, taso on erittäin kova, sillä edes poikkeuksellisen hyvinä koronavuosina yhtiö ei aivan yltänyt tavoitetasolle. Uskommekin marginaalin olevan kestävästi noin 11-12 %:n tasoa.

2023 meni heikosti ja toimitusjohtaja vaihtui, uskomme kannattavuuden parantuvan asteittain 2024-26

Anora joutui vuoden 2023 aikana laskemaan ohjeistustaan kahteen kertaan ja odottaa nyt 66-69 MEUR:n oik. käyttökatetta. Tämä on historiaan nähden heikko taso, joka johtuu pääasiassa kolmesta tekijästä: 1) Ruotsin ja Norjan kruunun heikentyminen, 2) Globus Winen heikko (tai olematon) tulos, sekä 3) päämiesten menetykset viinien jakelussa. Kaikki nämä vaikuttavat lähinnä Wine-segmenttiin. Ensimmäisen kohdan osalta hinnankorotukset ja valuuttasuojauksen lisääminen pitäisi korjata tilannetta merkittävästi jo alkuvuoden 2024 aikana. Kohtien 2 ja 3 korjaaminen on hitaampaa ja tapahtuu uskoaksemme asteittain 2024-25. Tämän lisäksi Anora toteuttaa kulutehostamista, jolla tulos pitäisi saada nousuun. Uskomme viimeisen vuoden heikon tuloskehityksen johtaneen myös toimitusjohtajan vaihtoon, joka tapahtui lokakuun lopussa, kun Jacek Pastuszka aloitti Anoran johdossa.

Arvostus edullisen puoleinen, jos tulos toipuu odotetusti

Mielestämme 2023 tuloskerroimet (esim. P/E yli 25x) ovat korkeita, mutta jos katsomme P/B-lukua, joka on tasolla 0,6x ja 2024 kertoimia (P/E 11,5x), osake näyttää suhteellisen edulliselta. Uskomme pääoman tuoton jäävän kuitenkin pidemmälläkin aikavälillä hieman tuottovaatimuksemme alle, joten hieman alle 1x P/B on yhtiölle perusteltu taso. EV-kertoimien käyttökelpoisuutta heikentävät isot vuokravastuut ja toisaalta taseen ulkopuoliset myydyt myyntisaamiset. Myös DCF-arvomme (~6,5 EUR/osake) on selvästi markkinahintaa korkeammalla.

Suositus

Osta

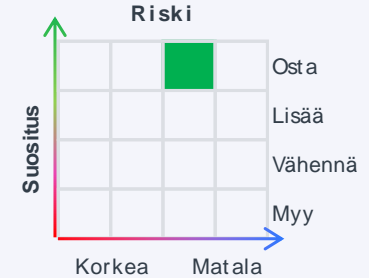
(aik. Osta)

5,50 EUR

(aik. 5,50 EUR)

Osakekurssi:

4,44



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	702,7	723,3	725,7	743,6
kasvu-%	6 %	3 %	0 %	2 %
EBITDA (oik.)	76,1	67,7	81,7	86,7
EBITDA-% (oik.)	10,8 %	9,4 %	11,3 %	11,7 %
Nettotulos	17,9	15,2	26,1	31,2
EPS (oik.)	0,39	0,16	0,39	0,46

P/E (oik.)	19,0	28,0	11,5	9,6
P/B	1,0	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,4 %	5,6 %	6,8 %
EV/EBIT (oik.)	18,1	12,4	7,5	6,3
EV/EBITDA	11,5	5,8	4,4	3,9
EV/Liikevaihto	1,1	0,6	0,5	0,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Laskenut)

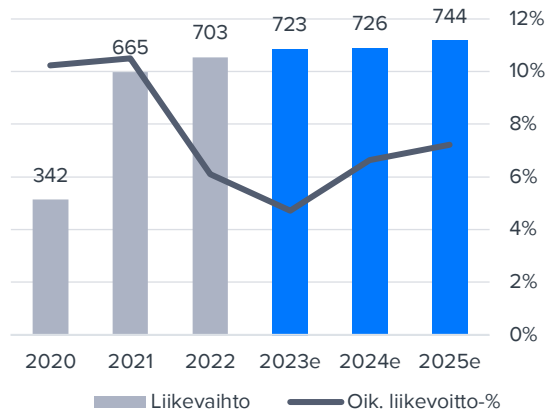
Vuonna 2023 Anoran vertailukelpoisen käyttökatteen odotetaan olevan 66-69 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



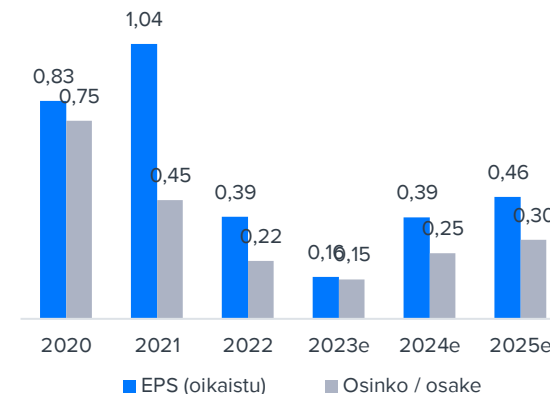
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema ja laaja tuoteportfolio
- Vakaa markkina ja historiallisesti tasainen kannattavuus
- Hyvä kassavirranluontipotentiaali



Riskitekijät

- Globus Winen tulostason säilyminen heikkona
- Ohran hinnan vaihtelu vaikuttaa tulokseen
- Anora etsii jatkossakin yritysostoja, joihin sisältyy riskiä kauppahinnan ja integration suhteen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,44	4,44	4,44
Osakemäärä, milj. kpl	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	300	300	300
Yritysarvo (EV)	421	360	336
P/E (oik.)	28,0	11,5	9,6
P/E	19,8	11,5	9,6
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	5,8	4,4	3,9
EV/EBIT (oik.)	12,4	7,5	6,3
Osinko/tulos (%)	67 %	65 %	65 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,6 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-14
Sijoitusprofiili	s. 15-17
Toimiala ja kilpailijat	s. 18-20
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 21-23
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 24-25
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 26-32
Taulukot	s. 33-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 39-40

Anora lyhyesti

Anora on Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien alkoholijuomien tuottaja/jakelija. Anora syntyi syksyllä 2021, kun suomalainen Altia ja norjalainen Arcus yhdistyivät. Yhtiöllä on laaja brändiportfolio ja kotimarkkinamyynnin lisäksi vientiä kymmeniin maihin.

1888 / 1922

Anoran edeltäjien perustamisvuosi Suomessa / Norjassa

9/2021

Altia ja Arcus yhdistyivät Anoraksi

723 MEUR

Liikevaihto 2023e

68 MEUR (9,5 % lv:sta)

Vertailukelpoinen käyttökate 2023e

#1

Markkina-asema Pohjoismaiden viinimarkkinalla

#1

Markkina-asema Pohjoismaiden väkevien alkoholijuomien markkinalla

1 249

Henkilöstö Q323 lopussa

8

Omaa tuotantolaitosta

1919 – 1990 -luku

- Anoran edeltäjät kuuluivat Suomen ja Norjan valtiomisteiseen alkoholiyhtiöön, joka hoiti myös vähittäismyynnin, 1990-luvulle asti
- 1990-luvun lopussa ETA:n (Euroopan talousalue) säännöt vaativat purkamaan alkoholin valmistus-, tukkumyynti- ja ulkomaankauppamonopolit

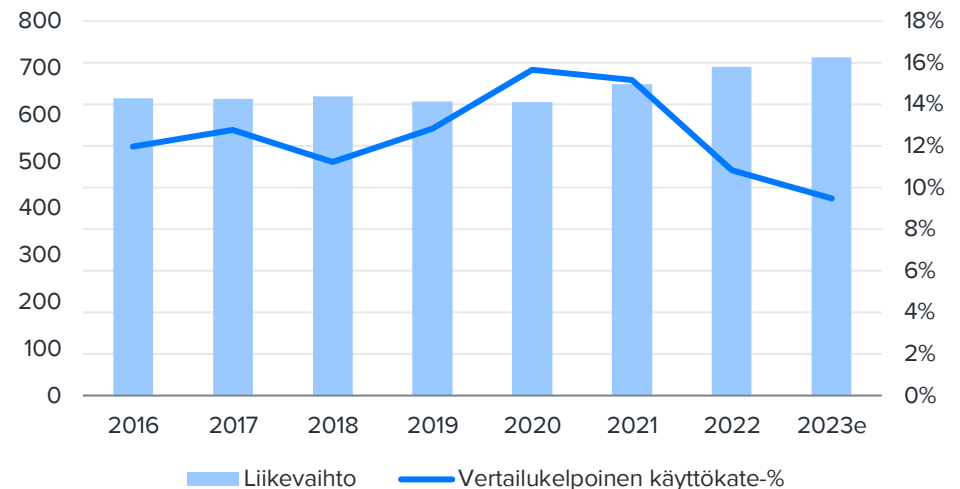
1990-luvun loppu - 2016

- Alkoholivalmistus (Altia) ja vähittäismyynti (Alko) eriytetään ja valtion omistama Altia perustetaan Suomessa 1999
- Norjassa vastaavasti Arcus perustettiin 1996 ja vähittäiskauppaa jatkoi Vinmonopolet
- Kumpikin laajentui kansainvälisesti tämän jälkeen

2016 -

- Arcus yksityistettiin vaiheittain 2000-luvun alussa ja listattiin pörssiin 2016 lopussa
- Altia listautui pörssiin 2018
- Arcus ja Altia ilmoittivat fuusiosta syyskuussa 2020 ja yhdistyminen toteutui syyskuussa 2021 - uuden yhtiön nimeksi tuli Anora
- Anora osti kesäkuussa 2022 tanskalaisen Globus Wine -yhtiön

Anora pro forma liikevaihto ja kannattavuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/9

Pohjoismaiden johtava viinien ja väkevien juomien tuottaja ja jakelija

Anora muodostui 2021 yhdistyneistä suomalaisesta Altiasta ja norjalaisesta Arcusista, jotka olivat molemmat alkoholin tuottajia, maahantuojia ja jakelijoita. Anoran edeltäjät ovat laajentuneet myös aiemmin yritysostoilla ja Anora on nykyisin Pohjoismaiden suurin toimija sekä viinien että väkevien alkoholijuomien markkinalla. Yhtiöllä on sekä omia brändejä että päämiesbrändejä, joita se jakelee. Potentiaalinen kilpailuetu muodostuu mielestämme lähinnä omien brändien vetovoimasta kilpailijoihin verrattuna sekä Anoran vahvasta asemasta Pohjoismaissa, joka tekee siitä kiinnostavan jakelukumppanin. Anora osti tanskalaisen Globus Winen kesäkuussa 2022, joten se sisältyy viime vuoden lukuihin vain osittain. Aiemmilta vuosilta käytämme pääasiassa pro forma lukuja, jotka huomioivat Altian ja Arcusin yhdistymisen, mutta eivät Globusta.

Anoran markkina-asema Pohjoismaissa väkevissä juomissa on vahva, markkinaosuuden vaihdellessa tuoteryhmästä riippuen 15 %:sta jopa yli 50 %:iin. Viineissä markkina on hajaantuneempi ja Anoran markkinaosuus on noin 15 %.

Maantieteellisesti Anora pitää ykkösasemaa hallussaan sekä viineissä että väkevissä vanhoilla kotimarkkinoillaan eli Suomessa ja Norjassa. Tanskassa se on #2 väkevissä ja viineissä #1, kun taas Ruotsissa se on viineissä #2 ja väkevissä #1. Näiden markkinoiden lisäksi Anoralla on vientiä noin 30 maahan, mutta niissä kokonaismarkkinaosuudet ovat vaatimattomia.

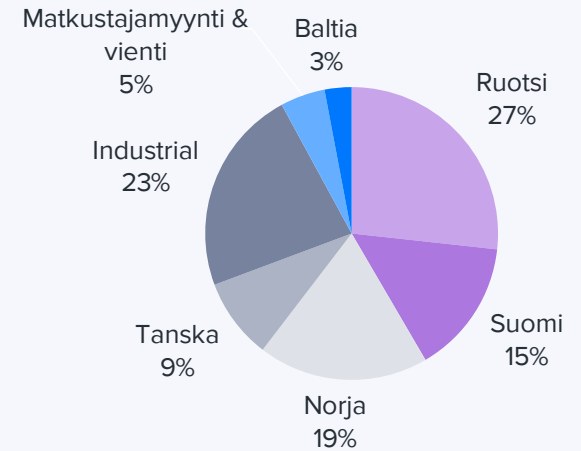
Anora on 2022 alkaen organisoitunut kolmeen segmenttiin: Wine, Spirits ja Industrial. Käymme myöhemmin tarkemmin läpi nämä segmenttikohteisesti.

Jakelu pääosin monopoliketjujen kautta

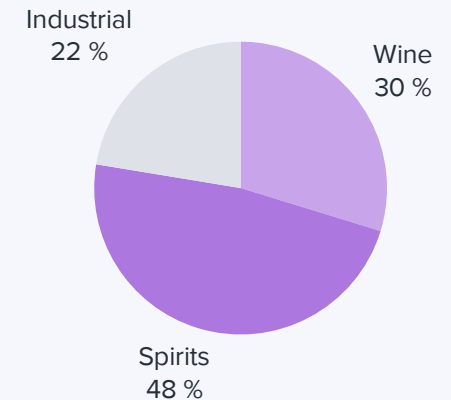
Anoran päämyyntikanava on valtion omistamat alkoholin monopolikaupat. Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa lainsäädäntö rajoittaa viinien ja väkevien myynnin monopoliketjuille, joita ovat Alko Suomessa, Systembolaget Ruotsissa ja Vinmonopolet Norjassa. Nämä kattoivat noin 60 % juomien liikevaihdosta (ilman Industrial – segmenttiä) vuonna 2022. Tanskassa ei ole monopoliketjua, joten sen myynti suuntautuu lähinnä vähittäiskauppaan, johon on myös muuta myyntiä. Lisäksi Anora myy juomia ravintoloille ja matkustajamyyntiin ja vientiin. Myynti monopoliketjuille on marginaaliprofiililtaan jonkin verran muita kanavia kannattavampaa, joka tuki Anoran kannattavuutta vuosina 2020-21, jolloin koronan takia monopoliketjujen myynti kasvoi.

Hinnankorotuksiin monopoliketjuissa on mahdollisuus tyypillisesti kaksi kertaa vuodessa, Norjassa kolme. Tämä hinnoittelun hitaus on tuonut Anoralle merkittävää vastatuulta viimeisen vuoden aikana kustannusinflaation ja Ruotsin sekä Norjan kruunun heikentymisen nostaessa kuluja. Jatkossa yhtiö suojaa valuuttariskiään enemmän, jonka pitäisi tasoittaa marginaalikehitystä. Matkustajamyynnissä hintojen päivitys on tyypillisesti vain kerran vuodessa. Industrial – toiminnoissa on hinnoitteluväli vaihtelee.






Myynti alueittain 2022



Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin 2022



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/9 - tuoteryhmät

Tuoteryhmä	Kuvaus	Esimerkkejä omista brändeistä	Esimerkkejä päämiesbrändeistä	Osuus liikevaihdosta 2022
Viinit	<ul style="list-style-type: none"> Päämiesten ja omien viinibrändien kehitys, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa Useita kymmeniä päämiesbrändejä Laaja valikoima puna-, valko- ja kuohuviinejä sekä esim. glögejä 			44%
Väkevät	<ul style="list-style-type: none"> Päämiesten ja omien väkevien juomien brändien kehitys, tuotanto, markkinointi ja myynti Pohjoismaissa Laaja valikoima eri väkevien kategorioissa Sisältää myös RTD-juomat eli etanolipohjaiset miedot juomat 			33%
Teolliset tuotteet ja sopimusvalmistus	<ul style="list-style-type: none"> Teolliset tuotteet kuten viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine Sopimusvalmistus, etenkin Finlandia vodkan valmistus 			19%
Logistiikka	<ul style="list-style-type: none"> Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa, jonka kautta kulkee myös muita kuin Anoran tuotteita asiakkaille 			3%
Muut juomat	<ul style="list-style-type: none"> Muun muassa alkoholittomat tuotteet 			1%

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/9

Ohra pääraaka-aineena

Omien brändien osalta Anora tuottaa itse raaka-aineista väkeviä juomia, kun taas viinit hankitaan viinintuotantoalueilta ja pakataan yleensä Anoran tehtaissa. Näin ollen suora raaka-aineriski kohdistuu lähinnä väkevien tuotantoon, jossa Suomessa käytetty ohra on tärkein yksittäinen raaka-aine. Anora käyttää tyypillisesti noin 200 miljoonaa kiloa ohraa vuosittain eli noin 10 % Suomen ohrasadosta ja noin kolmanneksen Suomessa myytävästä ohrasta. Ohra hankitaan joko suoraan tiloilta tai viljakauppialta.

Ohran hinta määräytyy tyypillisesti syksyllä kerättävän sadon määrän ja laadun perusteella, mutta sillä on markkinahinta, joka reagoi myös globaaleihin liikkeisiin rahoitus- ja hyödykemarkkinoilla. 2021 loppuvuonna ja 2022 ohran hinta oli poikkeuksellisen korkea huonon sadon sekä Ukrainan sodan aiheuttamien saatavuusongelmien takia ja hinta on edelleen tätä edeltävää aikaa korkeammalla tasolla, joskin laskenut selvästi huipusta. Ohran hintaan ei ole olemassa suojausinstrumentteja, joten Anora joutuu käytännössä ostamaan ohraa aina vallitsevaan markkinahintaan. Anoralla on normaalisti ohraa noin kuukauden varaston edestä ja ostohinnat on sovittu paria kuukautta eteenpäin. Korkeampi ohran hinta pystytään viemään eteenpäin myyntihintoihin, mutta ei täysimääräisesti ja siihen liittyy myös aikaviivettä. Muut merkittävät raaka-aineet ovat esim. pullot, laatikot ja pakkausmateriaalit.

Tuotantoa kahdeksassa omassa tehtaassa

Anoralla on yhteensä kahdeksan omaa tehdasta,

jotka sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa ja Virossa. Tuotantolaitokset on eritelty seuraavalla sivulla.

Historiallisesti tasainen tuloksetekijä

Alkoholin kysyntä on varsin tasaista ja tämän ansiosta myös Anoran edeltäjien taloudellinen kehitys ennen koronavuosia on ollut hyvin tasaista. Tulostaso on maltillinen, käyttökatemarginaalin ollessa 10-15 %:n välillä. Tätä painaa alas matalakatteisemmat jakelu (päämiesbrändit) sekä Industrial –segmentti.

Koska Anoran kasvu on pientä ja sen juomien liikevaihdosta noin puolet tulee päämiesbrändeistä ja omista viinibrändeissä tuotanto on vain pullotusta, on sen investointitarpeet rajallisia. Tehtaat kuitenkin vaativat tietyn ylläpito- ja korvausinvestointien määrän, jonka arvioimme olevan noin 10 MEUR vuodessa.

Tulokseteko painottuu loppuvuoteen

Alkoholimyynti on tyypillisesti suurempaa juhlapyhien aikaan, jonka vuoksi joulun ja uuden vuoden aika vuoden lopussa on tyypillisesti paras kvartaali Anoralle. Lisäksi glögin ja akvaviitin myynti keskittyy juhlapyhiin. Q4 on siten normaalisti selvästi vahvin sekä liikevaihdon että tuloksen osalta. Normaali kausiluonteisuus on, että Q1 on heikoin ja siitä suoritus paranee joka kvartaali vuoden loppua kohti. Pääsiäisen ajoittuminen keväällä vaikuttaa tosin jonkin verran Q1 ja Q2 suhteelliseen painotukseen, mutta vappu, juhannus ja kesäsesongin alku ajaa joka tapauksessa Q2:n yleensä paremmaksi tulospäätökseksi.

Myynti brändikategorioittain, 2022



Lähde: Anora

Kausivaihtelu vuonna 2019 (MEUR)



Lähde: Anora, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/9 – tärkeimmät tuotantolaitokset

Koskenkorva, Suomi

- Tislaamo ja integroitu tehdas, joka tuottaa viljaviiniä sekä sivutuotteita kuten teknistä etanolia, tärkkelystä ja raaka-ainetta eläimen rehuihin

Rajamäki, Suomi

- Suurin osa entisen Altian omien tuotteiden pullotuksesta/pakkauksesta
- Keskittyy jatkossa etenkin vodka-pohjaisiin juomiin

Tabasalu, Viro

- Pieni pakkaustehdas, joka palvelee Baltian markkinoita ja sopimusvalmistusasiakkaita

Sundsvall, Ruotsi

- Akvaviittitilaamo

Gjelleråsen, Norja

- Entisen Arcusin iso tuotanto- ja logistiikkalaitos
- Viinien ja väkevien pullotus/pakkaaminen
- Keskittyy jatkossa etenkin akvaviitteihin ja katkeroihin
- Logistiikkatoiminnot (Vectura)

Koge, Tanska

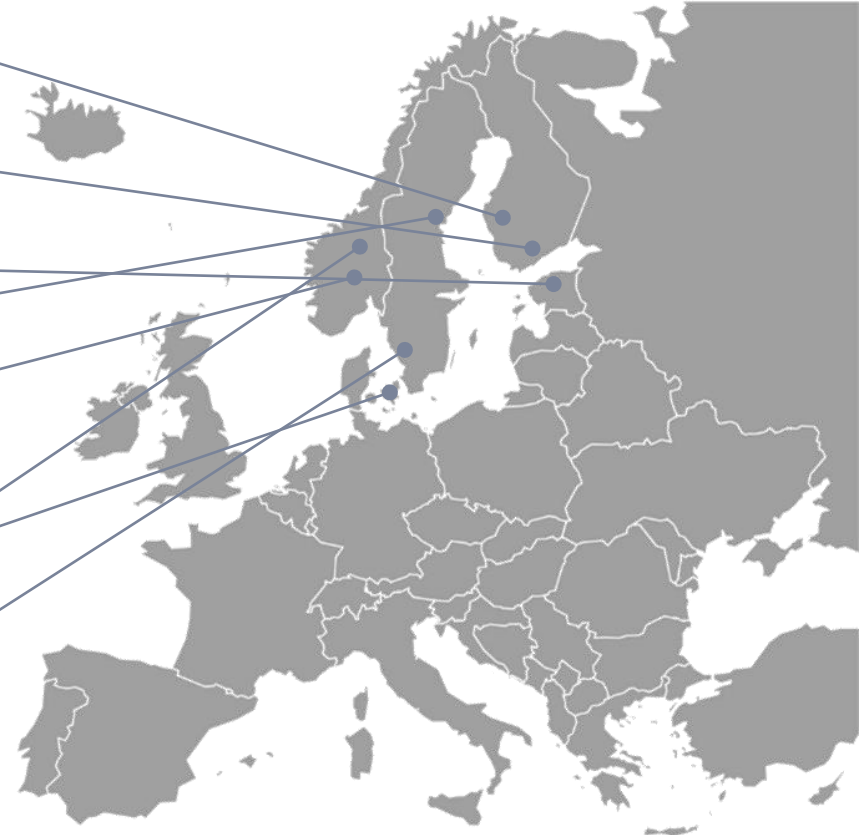
- Viinien pullotus ja pakkaaminen
- Globus Winen tuotantolaitos

Atlungstad, Norja

- Pieni akvaviittitilaamo

Snälleröd, Ruotsi

- Pieni akvaviittitilaamo



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/9

Wine-segmentti (13 % 2023e vertailukelpoisesta käyttökatteesta)

Wine-liiketoiminta-alue kehittää, markkinoi ja myy päämiesten viinejä ja Anoran omia viinibrändejä Pohjoismaiden monopolimarkkinoilla ja Tanskassa. Pääasialliset myyntikanavat ovat samat kuin koko Anoralla eli valtioiden vähittäismyyntimonopolit Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä anniskelumyynti (HoReCa) ja päivittäistavarakauppa (lähinnä Tanskassa).

Viineissä Anoralla on päämiehiä laajalti eri viinialueilta ja -lajikkeista sekä myös eri hintaluokista. Tällä yhtiö varmistaa laajan tuoteportfolion, josta kukin asiakas voi löytää haluamansa. Anora on Pohjoismaiden johtava viinien myyjä, maakohtaisesti se on #1 Suomessa ja Norjassa ja #2 Ruotsissa. Globus Winen oston myötä Anora on myös Tanskassa #1 ja näin entistä vahvemmin Pohjoismaiden johtaja.

Liiketoimintamalli perustuu useisiin pienempiin maahantuojiin

Viiniliiketoiminnassa toimintamalli on hieman poikkeava ja perustuu useiden pienten maahantuontiyhtiöiden käyttöön. Anoralla on kaikilla markkinoilla useita maahantuojia, joissa osassa työntekijät ovat myös omistajina, joka tukee yrittäjämäistä lähestymistä. Vaikka yhden maahantuojan tärkeimmät brändit voivat tuoda merkittävän osan sen tulovirrasta, Anoran laaja yhteistyö ja brändisalkku tasaa riskiä. Maahantuojien avulla viinintuottajat pääsevät markkinoille ilman omaa myyntiorganisaatiota ja siihen liittyviä kuluja. Usean pienen maahantuojan etu on, että ne toimivat henkilökohtaisemmin viinintuottajien kanssa ja myös hyvin itsenäisesti,

mahdollistaen nopean ja joustavan toimintatavan. Toisaalta usean itsenäisen yhtiön kautta Anora saa myös monopoliketjujen kilpailutuksiin useamman ehdokkaan kuin se saisi yksinään. Yrittäjien kannalta Anora taas tarjoaa yhteiset tukitoiminnot tehokkaasti, joka hyödyttää myös maahantuojien tuloksentekeyttä.

Pieni lisäarvo näkyy matalana katteena

Viinien pullotus ja pakkaaminen tapahtuu Gjelleråsenissa (Norja), Rajamäellä (Suomi) ja Tanskan Kogessa. Osana tuotannon tehostamista, viinintuotantoa keskitetään Tanskaan. Päämiesbrändit ja pullotus vastaavat noin 70 % Wine-segmentin liikevaihdosta ja loput noin 30 % tulee omista brändeistä. Wine-segmentti pyrkii kasvattamaan omia brändejä, mikä tukee myös kannattavuutta.

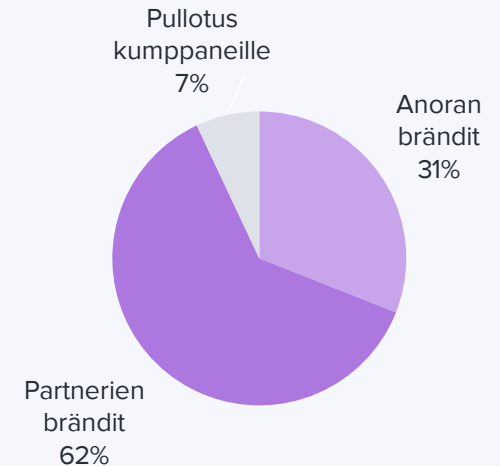
Viiniliiketoiminnan katteet ovat matalia, joka johtuu nähdäksemme luonteeltaan matalakatteisten jakelun ja pullotuksen suuresta osuudesta (noin 70 %). Omien brändien kannattavuus on parempi, joskin niidenkin osalta huomioimme että Anora ostaa viiniä isoissa erissä ja sen lisäarvo on lähinnä brändäys, toisin kuin Spirits-segmentissä jossa se itse tuottaa juomat raaka-aineista.

Ennustamme Wine-segmentin käyttökateprosentin jäävän noin 3 %:iin vuonna 2023 eli erittäin heikoksi. Tätä painavat Globus Winen heikko kannattavuus, valuuttakurssien negatiiviset vaikutukset sekä merkittävät partnerien menetykset. Entisen Arcusin Wine-segmentti teki 2016-19 lähes 12 %:n käyttökatemarginaalia, jonka näemme kuitenkin lähivuosina olevan Anoran saavuttamattomissa.

Wine segmentin tärkeimpiä omia brändejä



Myynti brändikategorioittain, 2022



Lähde: Anora

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/9

Spirits-segmentti (59 % 2023e vertailukelpoisesta käyttökatteesta)

Spirits-liiketoiminta-alue kehittää, markkinoi ja myy päämiesten väkeviä alkoholijuomia ja Anoran omia väkevien alkoholijuomien brändejä. Myyntikanavia ovat sekä Pohjoismaiden monopolimarkkinat että Tanskassa normaali vähittäiskauppa. Spirits-segmenttiin sisältyy myös International-liiketoiminta-alue, joka vastaa Anoran omista toiminnoista Viron, Latvian, Tanskan ja Saksan markkinoilla sekä kansainvälisestä matkustajamyynnistä ja viennistä. Tärkeimmät myyntikanavat koko segmentin osalta ovat kuitenkin samat kuin koko Anoralla eli valtioiden vähittäismyyntimonopolit Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa, jotka vastasivat noin 2/3 segmentin liikevaihdosta vuonna 2022 ja kansainvälinen myynti loppua 1/3. Tärkeimmät vientibrändit ovat Koskenkorva, Linie ja Valhalla.

Pienemmät myyntikanavat eli ravintolat ja matkustajamyynti ovat tärkeitä brändin rakentamisen kannalta ja Anora näkee olevansa vahva näissä(kin) kanavissa.

Pohjoismaiden suvereeni markkinajohtaja

Anoralla on laaja portfolio väkeviä alkoholijuomia, jonka avulla se on läsnä kaikissa kategorioissa ja hintaluokissa. Anoran markkina-asema väkevissä juomissa on vahva, se on #1 Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa sekä #2 Tanskassa. Luonnollisesti yhtiö on näin ollen myös Pohjoismaiden suurin. Lisäksi yhtiö on #1 Saksan akvaviitti-segmentissä (joka on kategoriana pieni). Väkevien

alkoholijuomien markkina on melko keskittynyt. Anoran markkinaosuudet monopolimyyntissä vaihtelevatkin tuoteryhmästä riippuen noin 15 %:sta yli 50 %:iin ja on keskimäärin arviomme mukaan 35-40 % niissä tuoteryhmissä, joissa Anoralla on tuotteita.

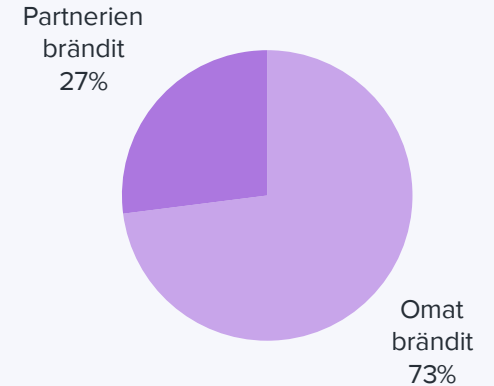
Spirits segmentillä on omia tislaamoita mm. Suomen Koskenkorvassa ja Ruotsin Sundvallissa. Pullotusta ja pakkausta tehdään yhtiön isoilla laitoksilla Gjelleråsenissa ja Rajamäellä. Osana tuotannon tehostamisohjelmaa, eri väkevien tuotantoa keskitetään Norjan Gjelleråsenin ja Suomen Rajamäen välillä.

Marginaaliprofiililtaan Anoran paras

Toisin kuin Wine-segmentissä, Spiritsin liikevaihdosta yli 70 % on omia brändejä, jotka pitkälti myös valmistetaan itse. Runsaan oman tuotannon ansiosta Spirits-segmentin kateprofiili on erilainen ja korkeampi kuin viineissä. Bruttokate on tyypillisesti 40-50 % ja oik. käyttökatemarginaali 15-20 %. Päämiesbrändien myynti on tässäkin segmentissä merkittävä osa ja mahdolliset partnerisopimusten loppumiset voivat vaikuttaa negatiivisesti segmentin tulokseen.

Spirits-segmentti pyrkii laajan portfolionsa avulla hyötymään entistä vahvemmasta (verrattuna Arcusiin ja Altiaan erikseen) tuotetarjonnasta ristiin myymällä sitä Pohjoismaiden markkinoilla. Myös vientimarkkinoilla haetaan kasvua vahvan avainbrändien johdolla ja myös uusille markkinoille pyrkien. Tässä suhteessa ei käsittääksemme ole saavutettu vielä merkittäviä avauksia.

Myynti brändikategorioittain, 2022



Lähde: Inderes

Ohran hinta Suomessa EUR / 1000kg



Lähde: Luke

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/9 – Spirits kategorioittain

Tuoteryhmä	Maustamaton vodka	Akvaviitti	Konjakki	Gin	Katkerot	Liköörit	Viski	Rommi	Tequila	Muuta	Yhteensä
Anoran omia ja partnerien brändejä	KOSKENKORVA	 	 	 	   	  	 			JALoviina	
Markkinakoko M litraa	20	3,0	4,6	4,5	1,4	8,1	13,5	2,6	0,3	5,7	63,7
Anoran markkinaosuus	54 %	69 %	30 %	17 %	31 %	30 %	22 %	17 %	24 %	39 %	37 %
Anoran volyyymi M litraa	10,8	2,1	1,4	0,8	0,4	2,4	3,0	0,4	0,1	2,2	23,6

Lähde: Anora, luvut vuodelta 2021

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/9

Industrial segmentti (28 % 2023e vertailukelpoisesta käyttökatteesta)

Industrial-liiketoiminta-alue sisältää Anoran teollisen liiketoiminnan eli vanhan Altian Industrial segmentin, toimitusketjutoiminnot ja logistiikkayhtiö Vecturan Norjassa.

Teollista liiketoimintaa ja sopimusvalmistusta Suomessa

Teolliseen liiketoimintaan kuuluvat Koskenkorvan tislauksen toiminnot, mukaan lukien teolliset tuotteet (viljaviina, tekninen etanoli, ohratärkkelys ja rehuraaka-aine) ja sopimusvalmistus Rajamäen tehtaalla. Pääraaka-aine teollisissa tuotteissa on ohra. Yli 40 % Industrialin liikevaihdosta menee sisäiseen käyttöön (eli Spirits-segmentille väkevien valmistukseen), mutta sillä on myös runsaasti ulkoista myyntiä. Näiden tuotteiden logiikkana on hyödyntää kaikki prosessin sivuvirrat myytäviksi tuotteiksi, jossa Anora onnistuu mielestämme hyvin.

Anoralla on myös sopimusvalmistus- ja logistiikkapalveluja päämiehilleen. Sopimusvalmistuksen osalta merkittävä sopimus on Finlandia Vodkan tuottaminen Coca-Cola HBC:lle. Tämä juontuu Finlandia Vodka -brändin myymisestä aikoinaan Altialta Brown Formanille (joka myi 2023 brändin edelleen), jonka yhteydessä Altia teki pitkän valmistussopimuksen. Sopimus on tällä hetkellä voimassa vuoden 2035 loppuun. Anoran mukaan tämä sopimus on merkittävä osa Industrial-segmentin ulkoista liikevaihtoa (arvioimme mukaan 20-30 %) ja tukee hyvin Rajamäen tehtaan kapasiteetin hyödyntämistä.

Logistiikkayhtiö Vectura Norjassa

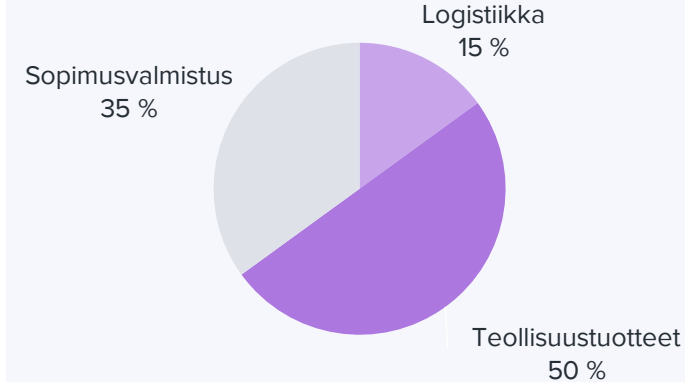
Logistiikkapalvelujen osalta Industrial segmentti sisältää Arcusin aiemman logistiikkasegmentin eli Vectura-nimisen logistiikkapalvelujen tuottajan. Vecturan logistiikkakeskus sijaitsee Gjelleråsenissa ja toimii tiiviissä yhteistyössä Anoran tuotannon kanssa. Vecturan toiminnasta noin kolmannes on Anoran omien ja päämiesten tuotteiden jakelua ja loput muiden asiakkaiden. Tuotteet toimitetaan tyyppisiin jakelukanaviin eli pääasiassa Norjan alkoholimonopoliketjulle Vinmonopoletille sekä ravintoloihin, hotelleihin ja baareihin.

Toiminnan luonne pitää marginaalin matalana

Altia Industrial teki vuosina 2017-19 noin 8% vertailukelpoista käyttökatemarginaalia, kun Arcusin logistiikkatoiminnot ovat historiallisesti tehneet vain hienoista tulosta käyttökate-asteella, marginaalin ollessa parhaimmillaankin vain 4-5 % vuosina 2017-19. Yhdistettynä Anoran Industrial-segmentti on tehnyt 2021-23 6-7 % käyttökatemarginaalia. Uskomme tämän olevan kestävä/normaali taso myös jatkoa ajatellen. Tällä käyttökatemarginaalilla yhtiölle jää vielä selvästi positiivinen liikevoitto segmentistä. Kuten yllä mainittu, käytännössä puolet segmentin myynnistä on sivuvirtojen hyödyntämistä, jolloin pienikin positiivinen tulos tukee Anoran ydintoimintaa eli tässä tapauksessa väkevien valmistusta.

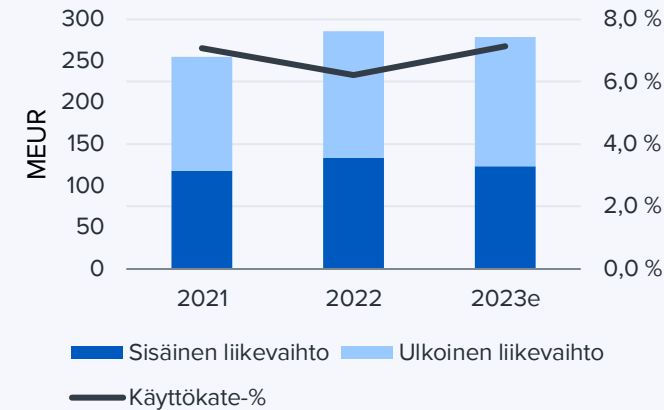
Industrial-segmentillä ei ole itsenäisesti varsinaisia kasvu- tai kannattavuustavoitteita, vaan se keskittyy mahdollisimman tehokkaaseen toimintaan.

Industrial -segmentin liikevaihdon jakauma, 2022



Lähde: Anora

Industrial -segmentin kehitys



Lähde: Anora, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 9/9

Kaksi pääomistajaa

Anoralla on kaksi isoa omistajaa eli entisten Altian ja Arcuksen pääomistajat: Suomen valtion sijoitusyhtiö Solidium (19 %) ja Norjalainen sijoitusyhtiö Canica (22 %). Vaikka molemmat ovat pitkäaikaisia omistajia, näemme mahdollisena, että kumpi tahansa näistä olisi valmis vähentämään omistustaan ainakin 10 %:n tasolle, eikä omistuksesta kokonaan luopumisellekaan ole mitään estettä. Näiden lisäksi Norjalaisen varustamomogulin John Fredriksenin vaikutuspiiriin kuuluva Geveran omistaa 5 % Anorasta.

Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että pääomistajat haluavat nähdä fuusion synergiahyötyjen tulosvaikutuksen ainakin pääosin, ennen kuin luopuvat isommassa mittakaavassa omistuksestaan. Viimeisen vuoden heikko tulos- ja osakekurssikehitys tuskin on lisännyt pääomistajien myynti-intoa ainakaan nykyisellä hinnalla.

Tuore toimitusjohtajan vaihto kansainvälistä johtoa entisestään

Anora vaihtoi toimitusjohtajaa lokakuun lopussa, kun 2014 alkaen Altian/Anoran toimitusjohtajana toiminut Pekka Tennillä jätti yhtiön ja hänet korvasi saman tien Anorassa aloittanut Jacek Pastuszka. Pastuszka on tehnyt pitkän uran panimo Carlsbergilla ja myös muissa brändiyhtiöissä sitä ennen. Uskomme hänen taustan olevan Anoraan sopiva ja yhtiön heikko suoriutuminen sekä Tennilän varsin pitkä aikakausi huomioiden, pidämme toimitusjohtajan vaihdosta perusteltuna ja järkevänä liikkeenä. Pastuzskalla ei vielä ole osakeomistusta Anorassa, mutta Anoralla on suositus toimitusjohtajan omistavan vähintään

vuoden bruttopalkkansa verran osakkeita. Johtoryhmän jäsenten odotetaan pitävän ainakin puolet saamistaan osakepalkkioista kunnes tavoite on saavutettu. Konsernin talousjohtaja on Norjalainen Sigmund Toth, joka on tosin lähdössä yhtiöstä elokuuhun mennessä. Hän toimi ennen fuusiota Arcusin talousjohtajana ja on ollut Arcusilla vuodesta 2015. Toth omistaa 14 tuhatta Anoran osaketta. Konsernin johtoryhmään kuuluu Tothin ja Pastuzskan lisäksi viisi henkilöä, joilla on suhteellisen pieniä 0-10 tuhannen osakkeen omistuksia.

Vuonna 2022 toimitusjohtajan lyhyen aikavälin kannustinohjelmassa painotettiin etenkin yhtiön käyttökattteen ja liikevaihdon kehitystä sekä myös liiketoiminnan kehittymistä ja tapaturmataajuuden kehitystä.

Anoran pitkän aikavälin kannustinjärjestelmä perustettiin kesällä 2022, ja siinä on useampi eri ohjelma. Ohjelmassa mittareina ovat liikevaihdon kasvu, osakekohtainen tulos (EPS), yhtiön osakkeen kokonaistuoton suhteellinen kehitys sekä Sustainalyticsin ESG-arvio. Mittarit näyttävät mielestämme järkeviltä, joskin liikevaihdon kasvun paino on kohtuullisen iso (35 %), sillä emme näe yksin liikevaihdon kasvun tuovan arvoa yhtiölle ja sen omistajille.

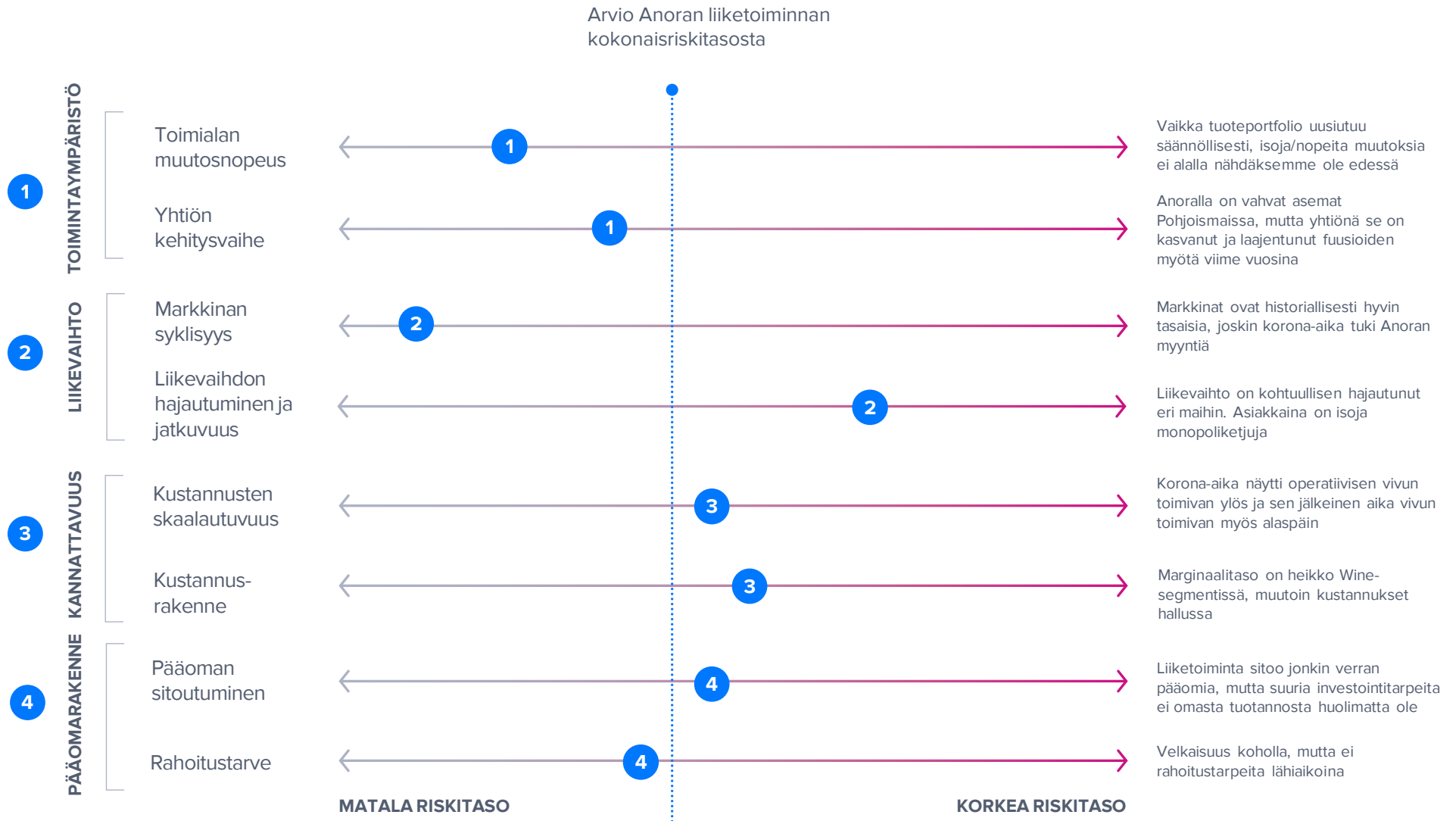
Hallitusta johtaa Arcusin entinen hallituksen puheenjohtaja Michael Holm Johansen, jonka työtausta on Coca-Colalta. Huomioimme positiivisena seikkana, että johdossa on runsaasti kansainvälistä kokemusta ja eri kansallisuuksia. Holm Johansen omistaa 80 000 Anoran osaketta, muiden hallituksen omistusten ollessa huomattavasti pienempiä.

Suurimmat omistajat 31.12.23

	Osuus
Canica	22,4 %
Solidium	19,4 %
Geveran Trading	4,6 %
Varma	3,0 %
Ilmarinen	1,9 %
WestStar	1,8 %
Elo	1,0 %
Veritas	0,7 %
Heikki Savolainen	0,5 %
OP-Henkivakuutus	0,4 %

Lähde: Anora

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

1.

Vahva markkina-asema, tasainen kannattavuus ja laaja tuoteportfolio

2.

Historiallisesti varsin vakaa markkina

3.

Pääoman tuotot pysyvät arviomme mukaan niiden kustannusten tasolla

4.

Wine-segmentin kannattavuus heikolla tasolla, mutta pitäisi toipua asteittain lähivuosina

5.

Mahdollisuus jatkaa laajentumista Euroopan markkinoille yritysostoilla

6.

Historiallisesti hyvä osingonmaksaja

Potentiaali



- **Syngiat ja tehostaminen** Altian ja Arcusin yhdistymisestä sekä Globus Winen ostosta syntyvät syngiat näkyvät jo pääosin Anoran luvuissa, mutta niiden sekä erityisesti käynnissä olevien tehostamisohjelmien täysi vaikutus nähdään vasta 2025-26
- **Maantieteellinen laajentuminen** Anoran laajan Pohjoismaisen brändiportfolion avulla yhtiöllä on entistä parempi mahdollisuus kasvattaa myyntiä vientimarkkinoilla (väkevässä)
- **Täydentävät yritysostot** Yhtiö on kiinnostunut edelleen kasvamaan yritysostoin, jossa seuraava looginen askel olisi Keski-Eurooppa. Tämä voisi tuoda jälleen uutta ristiin-myyntisynergiaa. Nykyinen tase tosin rajoittaa yritysostoja.

Riskit



- **Kannattavuuden jääminen heikolle tasolle Wine-segmentissä.** Tämä koskee etenkin Globus Winen nykyistä heikkoa tulosta ja Ruotsin markkinaa, jossa Anora on menettänyt volyyymiä
- **Altistuminen ohran hinnan vaihtelulle:** Ohra on yhtiön pääraaka-aine ja sen hinnan nousu on vaikuttanut tulokseen negatiivisesti tänä vuonna.
- **Tuoteturvallisuudessa tapahtunut virhe tai muuten brändin/brändien luotettavuuden heikentyminen voi aiheuttaa kysynnän laskua:** Tätä riskiä kuitenkin hillitsee Anoran maantieteellinen hajautuminen ja lukuisat eri brändit
- **Yritysostoriskit:** Mahdollisissa tulevilla yritysostoissa maksetut hinnat sekä toimintojen integrointi tuovat omat riskinsä toimintaan

Sijoitusprofiili 2/2

Käymme seuraavassa läpi Anoran kilpailuedut, vahvuudet/mahdollisuudet ja heikkoudet/riskit.

Kilpailuedut rajallisia

Kilpailuetujen osalta Anoran liiketoiminta on mielestämme syytä jakaa omiin brändeihin ja päämiesbrändeihin.

Omien brändien osalta potentiaalinen kilpailuetu on brändin vahvuudessa. Tämän mittaaminen on vaikeaa, mutta markkinaosuudet antavat jotain kuvaa brändin vahvuudesta. Tästä kulmasta katsoen Anoran tunnetut väkevien brändit Koskenkorva maustamattomassa vodkassa sekä Linie & OP Anderson akvaviitissa näyttävät nauttivan jotain kilpailuetua, sillä niiden markkinaosuudet Pohjoismaissa ovat yli 50 %. Yhtiön laajuista kilpailuetua omissa brändeissä emme kuitenkaan näe, vaikka tietyillä brändeillä ja markkinoilla niitä mielestämme on. Kansainvälisiä kilpailijoita vastaan Anoran historia ja osaaminen monopolimarkkinoilla toimimisesta voi tuoda tiettyä etua, mutta selkeäksi kilpailueduksi emme tätäkään näe.

Päämiesbrändeissä tämä monopolimarkkinoiden pitkä osaaminen yhdistettynä vahvaan asemaan kaikilla Pohjoismaiden markkinoilla sen sijaan antaa mielestämme Anoralle jonkinlaisen kilpailuedun. Tosin esimerkiksi ruotsalainen Viva Wine Group toimii samoilla monopolimarkkinoilla ja on pystynyt kasvattamaan tasaisesti markkinaosuuttaan, joka kertoo ettei Anoralla ole ainakaan heitä vastaan selvää kilpailuetua. Anoran kautta päämiehien on kuitenkin helppo saada osaava jakelu koko Pohjoismaissa.

Industrial segmentin toiminnot ovat lähinnä sivuvirtojen käsittelyä ja logistiikkaa, jossa emme sinällään näe kilpailuetuja. Sivuvirtojen hallinta on kuitenkin tärkeää Anoralle ja niistäkin pienen tuloksen tekeminen on luonnollisesti positiivista koko konsernin tuloksenteon kannalta.

Muita vahvuuksia ja mahdollisuudet

Anoran vahva asema Pohjoismaissa ja sen laaja brändiportfolio antavat sille myös hyvän aseman vientimarkkinoilla kasvun hakemiseen sekä viemään Pohjoismaisia tuotteita Eurooppaan esimerkiksi mahdollisen yritysoston kautta. Anoralla on myös oma verkkokauppa Saksassa. Vientimarkkinoiden rooli Anorassa kokonaisuutena on kuitenkin rajallinen, joten kasvu siellä ei nähdäksemme kovin nopeasti muuta koko Anoran kasvuprofiilia.

Anora näkee itsensä myös vastuullisuuden edelläkävijänä. Yhtiö pyrkii esim. vähentämään hiilidioksidipäästöjään ja siirtymään ilmastoystävällisempiin pakkauksiin. Emme usko, että ainakaan kuluttajan silmissä Anoran vastuullisuusprofiililla on vaikutusta ostopäätöksiin, joten sen merkitys kysyntäpuolella on vähäinen. Monopoliketjuilla sen sijaan on selkeitä vastuullisuuspyrkimyksiä ja Anoran toimet tukevat tuotteiden pääsemistä/pysymistä monopoliketjujen valikoimissa.

Tuloksen osalta näemme potentiaalia parantaa vuosina 2024-25, kun uskomme hinnoittelun ja lisääntyneen suojauksen kompensoivan Ruotsin ja Norjan kruunujen heikentymisen ja fuusiosynergioiden sekä muun tehostamisen näkyvän enenevissä määrin.

Heikkoudet ja riskit

Anoran selvänä heikkoutena näemme kitukasvuisen kohdemarkkinan, joka on osittain johtanut yhtiön vaisuun historialliseen kasvuun. Anora tosin näkee pientä markkinakasvua myös tulevana vuosina, mutta alkoholin kulutustrendi on etenkin Suomessa kääntynyt alaspäin, joka voi jatkuessaan näkyä markkinan pienentymisenä. Anoralla on pieni valikoima alkoholittomia tuotteita ja se teki 2023 sijoituksen tanskalaiseen ISH -yhtiöön, joka myy alkoholittomia juomia. Tämän toiminnan mittakaava on kuitenkin toistaiseksi niin pieni, ettei se nähdäksemme pysty kompensoimaan mahdollista alkoholin kulutuksen laskua.

Toinen selkeä heikkous on Wine-segmentin nykyinen heikko tuloskunto, johon ovat vaikuttaneet 1) valuuttakurssimuutokset, 2) Globus Winen odotettua heikompi kannattavuus ja 3) partnerisopimusten menetykset. Kohdan 1 uskomme yhtiön saavan kuntoon ensi keväänä, mutta kohtien 2 ja 3 korjaaminen vienee pidempään.

Ennusteidemme mukaan Anoran pääoman tuotto jää suunnilleen sen tuottovaatimuksen tasolle, joka on Anoralle sijoituskohteena heikkous, sillä se rajoittaa pidemmän aikavälin tuotto-odotusta merkittävästi. Tämän nostaminen vaatisi selvää kannattavuuden parantumista tai pääoman kierron paranemista. Käsittelemme näitä myöhemmin.

Riskinä näemme päämiessopimusten vähentymisen, joka mielestämme voisi lähinnä aiheutua kansainvälisten alkoholituottajien konsolidoinnin jatkumisesta. Tämä voisi lisätä itse Pohjoismaisen jakelun hoitavien yritysten määrää.

Toimiala- ja markkinakatsaus 1/3

Anoralle relevantit markkinat ovat lähinnä Pohjoismainen viinien ja väkevien alkoholijuomien markkina, jota Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa hallitsee kunkin maan monopoliketju. Lisäksi Industrial segmentin teollisilla tuotteilla on omat, erilliset, markkinansa.

Markkinakehitys on tasaista

Anora arvioi koko Pohjoismaiden (Suomi, Ruotsi, Norja ja Tanska) viini- ja väkevien alkoholijuomien markkinoiden arvoksi vuonna 2022 noin 13,5 mrd. EUR. Tästä noin 2/3 eli 9 mrd. EUR on viinejä ja 1/3 eli 4,5 mrd. EUR väkeviä alkoholijuomia. Nämä summat ovat kuitenkin vähittäismyyntihinnoin eli niitä ei voi suoraan verrata Anoran lukuihin esim. markkinaosuuksia laskiessa. Volyymielessä markkinan koosta tuoreimmat luvut ovat vuodelta 2021, jolloin se olit vajaat 670 M litraa, josta 87 % on viinejä ja 13 % väkeviä alkoholijuomia. Väkevien litrahinta on siis tuntuvasti viinejä korkeampi. Väkevien kokonaismarkkinaksi saadaan noin 85 M litraa, kun taas Anoran volyyymi pelkästään monopolikanavissa oli noin 24 M litraa. Tämä kuvaa Anoran vahvaa asemaa markkinalla.

Anoran käyttämä Euromonitor ennustaa viinimarkkinan volyymin kasvavan 1,6 % pa. vuosina 2022-26. Väkevien osalta ennuste on samainen 1,6 %. Markkinakasvussa puhutaan siis hyvin pienistä luvuista, mutta kuitenkin positiivisen puolella. Alkoholijuomien markkina on myös hyvin defensiivinen ja tasainen eli siinä ei ole merkittäviä vuosittaisia vaihteluja. Koronavuodet 2020-21 tekevät tosin tähän poikkeuksen, etenkin jos katsotaan Anoralle tärkeää monopoliketjujen myyntiä. Korona-aikana kulutusta siirtyi ravintoloista ja matkustajamyynnistä monopoliketjuihin.

Ruotsi suurin viinimarkkina, väkevissä Suomi lähellä

Maakohtaisista markkinoista löytyy tietoa monopoliketjujen kautta Suomesta, Ruotsista ja Norjasta. Näitä maita vertaillessa Ruotsi erottuu erittäin suurena viinimarkkinana. Vuonna 2022 viinien myyntivolyyymi Ruotsissa oli 215 M litraa vuodessa, kun Suomi ja Norja jäivät noin 50 ja 80 M litraa tasolle. Tanska jää näiden väliin arviomme mukaan reilun 100 M litraa suuruisena. Ruotsissa Viva Wine Group on selvä markkinajohtaja. Anoran markkinaosuus on Ruotsissa suhteellisesti heikompi

ja se on markkinakakkonen.

Suomessa on nykyisen hallituksen aikana keskusteltu mahdollisuudesta vapauttaa viinien myynti myös vähittäiskauppoihin. Tämä muuttaisi merkittävästi markkinaa ja uskoaksemme mm. ohjaisi kulutusta halvempiin viineihin, mutta toisaalta keskittäisi myös tuottajien/jakelijoiden puolella toimijoiden määrää. Nämä aiheuttaisivat eri suuntaisia vaikutuksia Anoran liiketoimintaan, mutta näemme kokonaisuutena viinien myynnin vapauttamisen Anoralla negatiivisena. On kuitenkin syytä huomioida, että Suomen juomamyynti on kokonaisuudessaan vain 15 % Anoran myynnistä, joka tasaa vaikutusta koko konsernin tasolla.

Väkevissä juomissa Ruotsi ja Suomi ovat suunnilleen saman kokoisia markkinoita, Norjan jäädessä pienemmäksi. Markkinoiden eroja voi osaltaan selittää erilaiset veropolitiikat. Suomessa ja Norjassa väkevien ja viinien verotus on suhteellisen lähellä toisiaan, kun taas Ruotsissa väkeviä verotetaan suhteessa selvästi viinejä rankemmin. Muihin Euroopan maihin monopolimarkkinoiden verotus on selvästi suurinta ja Tanskan verotus sijoittuu keskiarvon yläpuolelle.

Yhtiötyyppiä Pohjoismaiden markkinalla	Yhtiöiden määrä	Vuotuinen liikevaihto	Yhtiöitä mm.	Kuvaus
Globaalit jätit	2 kpl	Yli 10 mrd. EUR	Diageo, Pernod Ricard	<ul style="list-style-type: none">Kansainvälisiä jättejä, joilla on yli 200 brändin oma portfolioOma jakelu Pohjoismaissa, vahvempia väkevissä, mutta myös viinejä
Alueelliset yhtiöt	~5 kpl	100-1000 MEUR	Anora, Viva Wine Group, Royal Unibrew, Hans Just	<ul style="list-style-type: none">Alueellisia toimijoita PohjoismaissaMuut lähinnä jakelua, Anoralla ja Vivalla myös omaa tuotantoa
Paikalliset yhtiöt	Iso joukko	Alle 100 MEUR		<ul style="list-style-type: none">Paikallisia jakelijoita, enemmän viinimarkkinoilla kuin väkevissä

Toimiala- ja markkinakatsaus 2/3

Kilpailijakenttä on laaja

Olemme edellisen sivun taulukossa hahmottaneet Anoran kilpailijakenttää Pohjoismaissa. Se koostuu 1) globaaleista alkoholituottajista, jotka hoitavat itse tuotteidensa jakelun Pohjoismaista, 2) alueellisista yhtiöstä kuten Viva Wine Group tai panimokonsernina paremmin tunnettu Royal Unibrew, ja 3) pienistä paikallisista jakelijoista. Väkevässä juomissa markkina on keskittyneempi, kun taas viineissä on laaja joukko kilpailijoita. Myös viineissä markkina on kuitenkin konsolidoitumassa ja jo nyt viisi suurinta toimijaa vastaa noin puolesta viinivolyymeista (Suomi, Ruotsi & Norja). Lista ei ole täydellinen ja pyrkii kuvaamaan vain Pohjoismaiden markkinoiden päätoimijoita.

Anoran markkina-aseman suhteen näemme riskinä, että kansainvälinen alkoholituottajien markkina konsolidoituu entisestään, jolloin isompi osa volyymeista voisi tulla suoraan tuottajilta vähittäismyyntiin.

Marginaalien suhteen kilpailijoihin vertaaminen konsernitasolla on jossain määrin hyödytöntä, sillä Anoran kaltaista sekä väkevässä että viineissä ja toisaalta sekä tuottajana että jakelijana toimivaa yhtiötä ei löydy. Isojen tuottajien marginaalit ovat Anoraan nähden moninkertaiset (liikevoittotasolla) kun taas puhtaasti jakelijat jäävät hyvin pieniin marginaalitasoihin. Viva Wine Group on sen sijaan suhteellisen hyvin verrannollinen Anoran Wine-segmenttiin. Viva on kärsinyt valuuttamuutoksista viimeisen vuoden ajan samaan tapaan kuin Anora, mutta pystynyt kuitenkin Anoran Wine-segmenttiä parempaan kannattavuuteen.

Alkoholin myyntiä ja mainontaa rajoitetaan

Alkoholien myyntiä rajataan kaikilla Anoran

markkinoilla ikärajoin. Ikärajat vaihtelevat juomien vahvuudesta ja myyntikanavasta riippuen. Vähittäiskaupassa rajat vaihtelevat 16-20 vuoden välillä kun taas ravintoloissa saa tyypillisesti ostaa kaikkia alkoholijuomia 18 vuotiaana. Monopolimarkkinoilla myös alkoholin mainontaa on rajattu eri tavoin:

Suomessa laki kieltää kaiken vahvojen alkoholijuomien mainostamisen (yli 22 tilavuus-%). Tätä miedompia alkoholijuomien mainostaminen on pääosin sallittu. Myöskään nuoriin ei saa suunnata alkoholimainontaa.

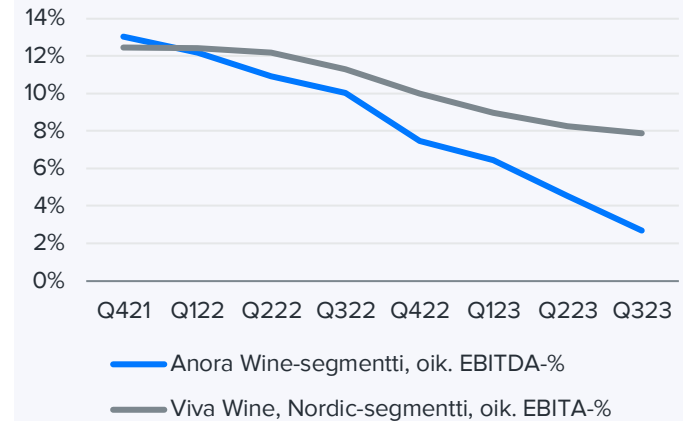
Ruotsissa alkoholimainostaminen kiellettiin kokonaan vuonna 2003, mutta sitä on sittemmin vapautettu. Yli 15 til-% juomien mainostaminen on edelleen täysin kielletty, samoin mainosten suuntaaminen alle 25 vuotiaalle.

Norjassa kaikki yli 2,5 til-% alkoholijuomien mainostaminen on yksiselitteisesti kielletty.

Tanskassa alkoholin mainonta on vapaampaa. Sielläkin siihen liittyy kuitenkin sekä lakisääteistä että vapaaehtoista sääntelyä ja valvontaa. Alle 18-vuotiaalle suunnattu mainonta on kielletty.

Anoran tuotteiden kannalta mainostaminen on siis Tanskassa mahdollista kaikille tuotteille, Suomessa ja Ruotsissa viineille ja Norjassa vain marginaaliselle alkoholittomien tuotteiden osalle. Mainosten läsnäolo tai puute vaikuttaa luonnollisesti yhtiön ja sen kilpailijoiden mahdollisuuksien tukea tuotteiden myyntiä. Niiltä osin, kun mainostaminen ei ole mahdollista, tuotteiden pääsyllä (monopoli)kauppojen hyllyyn on jo sinällään ratkaiseva merkitys. Tämä korostaa monopoliketjujen asemaa myös markkinaosuuksien jakautumisessa.

12kk rullaavat marginaalit



Lähde: Anora, Viva Wine Group, Inderes

Monopoliketju

Alko (Suomi)

Monopolioikeudet

Kaikki yli 5,5 til-% juomat

Systembolaget (Ruotsi)

Kaikki yli 2,25 til-% juomat, paitsi enintään 3,5 % olutta saa myydä myös ruokakaupoissa

Vinmonopolet (Norja)

Kaikki yli 4,75 til-% juomat

Lähde: Inderes

Toimiala- ja markkinakatsaus 3/3

Jakelu tapahtuu lähinnä monopoliketjujen kautta

Kuten aiemmin mainittu, Anoran pääasialliset myyntikanavat ovat alkoholin monopoliketjut Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Nämä monopolit ovat mainituissa maissa ainoa vähittäismyyntikanava viineille ja väkeville juomille. Tanska on markkinana erilainen, sillä siellä alkoholin myynti on vapaampaa.

Monopoliketjujen valikoimat jakautuvat tyypillisesti pysyviin tuotteisiin, kausi/tilapäisiin tuotteisiin ja tilausvalikoimaan. Tilausvalikoiman kautta voi päästä myös pysyvään valikoimaan, jos tuote saavuttaa tietyn myyntitason. Tällä tavalla tuotteita voi saada valikoimiin myös ilman monopoliketjusta lähtevää prosessia. Tilausvalikoiman kautta eteneminen onkin Anoran viineille tyypillisempi tapa päästä pysyvään valikoimaan kuin valintaprosessin kautta.

Varsinainen valintaprosessi kaikilla monopoliketjuilla on saman tyyppinen. Näissä prosesseissa monopoliketjut tyypillisesti julkaisevat kuvauksen siitä, minkälaisen tuotteen (kategoria, ikä, maa, maku ja hinta) he haluavat. Tämän jälkeen tuottajat/maahantuojat kuten Anora toimittavat ehdotuksensa monopoliketjulle. Valintaprosessi on eri maissa hieman erilainen, perustuen joko vain viinin makuun tai se voi myös huomioida esim. pakkauksen/ulkoasun. Kaikki tuotenäytteet käy myös tarkan laaduntarkastuksen läpi.

Nähdäksemme monopoliketjujen vaatimuksista lähtevä valikoiman valintatapa kuitenkin jossain määrin rajaa Anoran mahdollisuuksia itse etsiä ja tuoda markkinoille kuluttajia kiinnostavia tuotteita

(verrattuna täysin vapaaseen markkinaan). Toisaalta, kun tuote on päässyt valikoimiin, se säilyy siellä, mikäli tietyt myyntivolyymirajat ylittyy, mikä tuo pysyvyyttä markkina-asemiin. Monopoliketjuissa tarjotaan myös laajaa valikoimaa eri laatuista ja hintaisia juomia, eikä esim. hinnoittelulla pyritä ohjaamaan kulutusta. Uskomme tämän tukevan jossain määrin Anorankin marginaaleja.

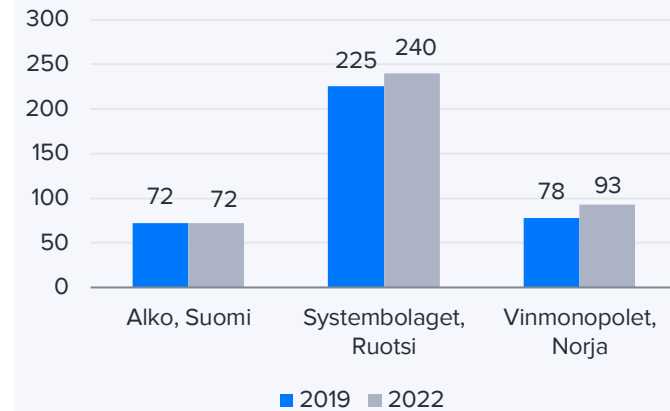
Industrialin markkinat

Industrial segmentin osalta markkinat ovat varsin erilaiset. Teknisen etanolin tärkeimmät loppukäyttökohteet ovat teknokemikaalit, maalämpöpumppujen nesteet sekä lääke- ja pakkausteollisuus. Maalämpöpumppujen kasvava kysyntä tukee teknisen etanolin markkinaa. Anora on markkinajohtaja maalämpöpumppunesteiden markkinassa Suomessa omalla Naturet-brändillään. Pääkilpailijat tässä markkinassa ovat Aspon omistama Telko sekä kansainväliset kemianjätit Ineos ja Cargill.

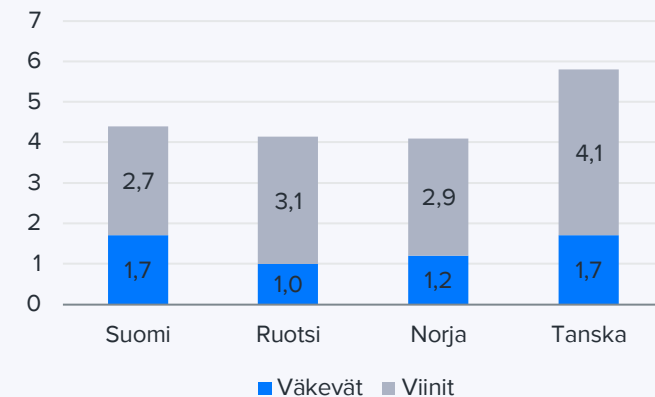
Tärkkelyksen osalta Anora tekee läheistä yhteistyötä suomalaisen Chemigaten kanssa ja myy myös suoraan panimo- ja ruokateollisuudelle. Yhtiö on vuonna 2018 arvioinut, että sillä on noin 25 % markkinaosuus Suomen tärkkelysmarkkinasta. Tärkkelyksen hinta määräytyy kuitenkin maailmanmarkkinoiden mukaan. Pääkilpailijoita on kansainväliset Cargill ja Roquette.

Rehuraaka-aineen osalta Anoralla on yhteistyösopimus Atrian omistaman A-Rehun kanssa, joka ostaa kaiken Anoralta syntyvänä rehuraaka-aineen.

Monopoliketjujen volyymit viineissä ja väkevissä (m litraa)



Alkoholin kulutus vuodessa (litraa / henki, muutettuna 100 % alkoholiksi)



Lähde: Nordic Alcohol market raportti 2020 & 2021 / monopoliketjut, Inderes

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Anoran kasvustrategia ulottuu vuoteen 2030 asti

Anora julkisti ensimmäistä kertaa strategiansa Arcusin ja Altian fuusion (ja Globus Winen oston) jälkeen marraskuussa 2022. Anoran kasvustrategia perustuu yhtiön mukaan kolmeen pilariin:

- Monopolimarkkinoilla (Ruotsi, Norja, Suomi) yhtiö pyrkii kasvamaan 1,5 kertaa markkinoita nopeammin, joka yhtiön mukaan tarkoittaa noin 3 % kasvua.
- Tanskassa ja Baltiassa yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa vakiinnuttaakseen asemansa alueellisena johtajana
- Kansainvälisesti yhtiö hakee kasvua avainbrändien avulla

Tavoitteisiin kytkeytyy myös numeerisia tavoitteita, jotka ovat:

- Monopolimarkkinoiden ulkopuolisen myynnin kasvu 20 %:iin Spirits-segmentin liikevaihdosta (viime vuonna noin 11 %)
- Avainbrändien osuus liikevaihdosta 30 %:iin (viime vuonna noin 15 %)
- Ykkösasema ESG:ssä

Monopolimarkkinoilla markkinaa nopeamman kasvun saaminen on nähdäksemme Anoralla haastavaa sen jo valmiiksi vahvan markkina-aseman takia. Anora pyrkii tukemaan kasvua vahvistamalla asemiaan kaikissa myyntikanavissa eli monopoliketjujen lisäksi esim. vähittäiskaupassa, jossa sen asema on nykyisin pienehkö. Avainbrändeihin panostamisen tavoitellaan tuovan kasvua myös

monopolimarkkinoilla. Ainakin viime aikoina sen suoriutuminen on ollut etenkin viimeisissä markkinaa heikompaa partnerimyynnin laskun myötä. Toisaalta myös markkinoiden kehitys on edelleen ollut laskutrendillä korona-ajan luvuista normalisoitumisen ja heikon taloustilanteen myötä.

Monopolimarkkinoiden ulkopuolisen myynnin osalta Anoralla on vielä reilusti matkaa tavoitteeseen. Baltiassa Anora on pieni toimija ja vaikka yhtiö näkee siellä väkevässä potentiaalia, sen vaikutus Anoran tasolla on rajallinen (liikevaihdon lisäys ~15 MEUR). Merkittävämpi kansainvälinen kasvu nojaakin enemmän uusien markkinoiden avaamiseen, josta yhtiöllä ei vielä juuri ole näyttöjä.

Kasvustrategia jäi negatiivisten tekijöiden varjoon vuonna 2023

Anoran kasvustrategia ja siihen liittyvät taloudelliset tavoitteet (jota käymme seuraavalla sivulla) ovat mielestämme varsin kunnianhimoisia. Strategian julkistusta seuranneen vuoden aikana yhtiön kannattavuus laski odotuksia voimakkaammin etenkin Globus Winen ja valuuttavaikutusten myötä. Näin ollen uskomme, että yhtiö on joutunut ja joutuu myös lähitulevaisuudessa keskittymään enemmän korjaamaan kannattavuutta ja lyhyen aikavälin ongelmia kuin panostamaan pidemmän aikavälin kasvuun.

Yhtiö on kuitenkin edennyt kasvutavoitteissaan esimerkiksi omien viinien suhteen. Väkevien osalta strategian toteutus on myös edennyt, joskaan mitään merkittävää kehitystä esim. kansainvälisessä laajentumisessa ei ole tapahtunut.

Anoran vastuullisuustavoitteet

Tieteeseen perustuvat tavoitteet:

Kokonaispäästövähennys 38 prosenttia vuoteen 2030 mennessä ja nettonollapäästöt vuoteen 2050 mennessä

Koskenkorvan tislaamo hiilineutraali vuoteen 2026 mennessä ja koko tuotanto vuoteen 2030 mennessä ilman hiilikompensatioita

Uusiutuvasti viljellystä viljasta valmistettujen omien viljaviinatuotteiden osuuden nostaminen 30 prosenttiin

Kaikki Anoran pakkaukset ovat vuoteen 2030 mennessä kevyitä, sataprosenttisesti kierrätettäviä ja valmistettu sertifioiduista lähteistä peräisin olevista tai kierrätetyistä materiaaleista

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3



Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2030 (annettu marraskuussa 2022)

Vuotuinen liikevaihdon kasvu 3-5 % (sis. yritysostot, mutta pääosin orgaanista)

- Anoran ja Altian yhdistetty liikevaihto oli käytännössä paikallaan vuosina 2016-2020
- Vuosina 2021-22 korona-ajan vahva kysyntä ja Globus Winen osto kiihdytti kasvun 6 % vuodessa tasolle
- Näemme tavoitteen alalaidankin saavuttamisen orgaanisesti haastavaksi ja ennustamme 2024-26 kasvuksi 0-3 %
- Näin ollen uskomme tavoitteen saavuttamisen vaativan yritysostoja

Oikaistu käyttökatemarginaali 16 %

- Altian ja Arcusin yhdistetty käyttökate-% oli 2016-19 reilut 12 %. Koronavuosina 2020-21 se oli 15-16 %, mutta laskenee 2023 alle 10 % tasolle
- Näemme tavoitteen erittäin haastavana ja ennustamme marginaalin jäävän 11-12 % tasolle
- Vaikka Anora pääsisi lähemmäs tavoitetasoaan, uskomme sen toteutuvan vasta vuosikymmenen loppupuolella

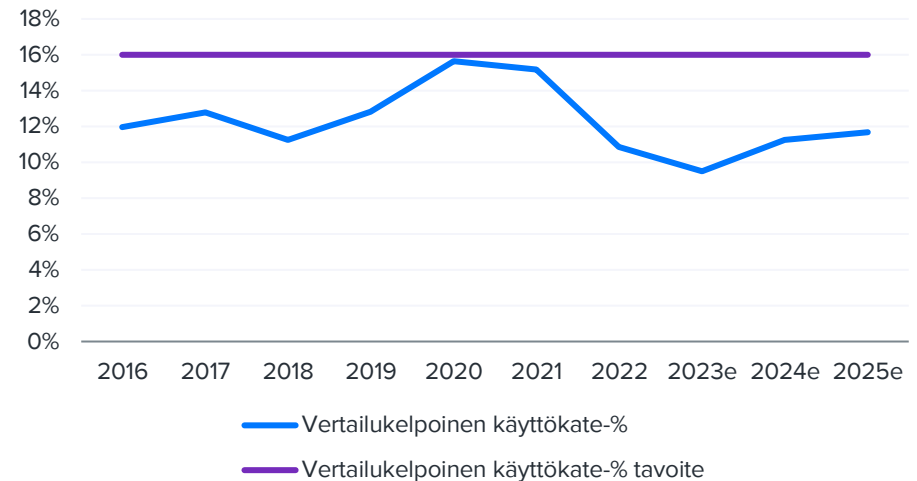
Nettovelka/oik. käyttökate alle 2,5x

- Anora osti kesällä 2022 Globus Winen velalla, joka yhdessä laskevan tulostrendin kanssa on nostanut sen velkaisuutta
- Konjakkiliiketoiminnan myynnistä ja lisääntyneestä myyntisaatavien myynnistä huolimatta nettovelka/oik. käyttökate oli Q323 lopussa selvästi yli tavoitetason, 3,5x
- Yhtiöllä on kuitenkin lähtökohtaisesti hyvä kassavirta ja uskomme paranevan tuloksen tukemana sen pääsevän tavoitetasolle vuonna 2024

Liikevaihdon kasvu vs. tavoitetaso



Käyttökate-% vs. tavoitetaso



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

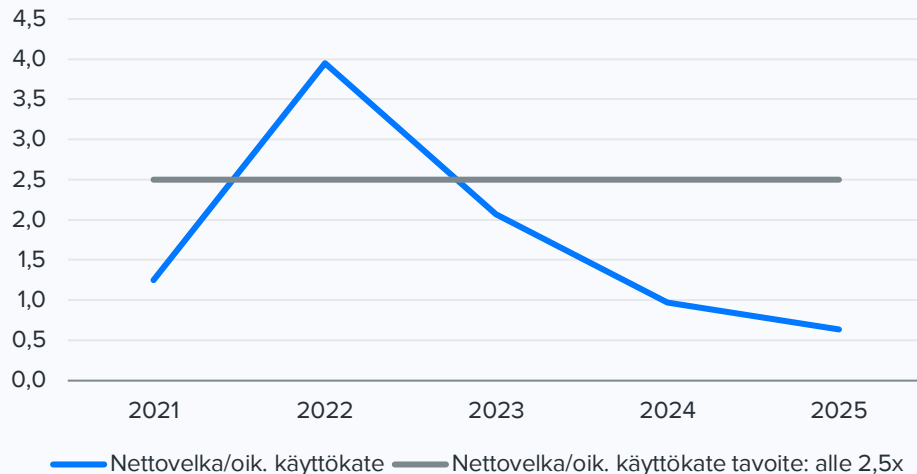
Osingot laskussa heikon tuloksen myötä

Edellisellä sivuilla mainittujen tavoitteiden lisäksi Anoralla on tavoitteena jakaa 50-70 % tuloksesta osinkona. Altialla on historiallisesti ollut tätä korkeampi osingonjakosuhte, mutta heikohko tase ja yritysostotavoitteet huomioiden nykyinen tavoite on mielestämme järkevä.

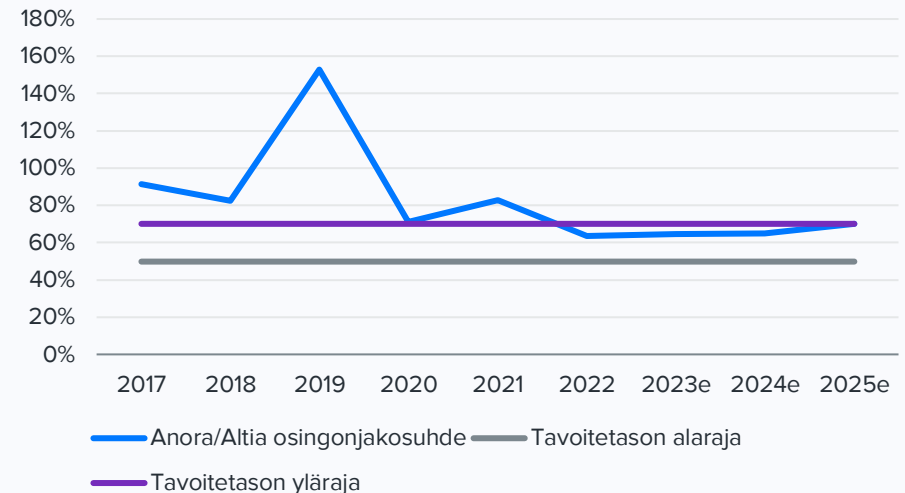
Anora joutui leikkaamaan osinkoaan viime vuodelta selvästi heikon tuloksen takia, vaikka osingonjakosuhte oli yli 80 %. Uskomme myös tämän vuoden osingon laskevan edelleen heikentyneen tuloksen myötä.

Osingonjakosuhteen odotamme olevan lähivuosina 65-70 % eli tavoitteen ylälaidassa, joka tarkoittaa 2024 alkaen tuloksen mukana nousevaa osinkoa.

Nettovelka/oik. käyttökate vs. tavoite



Osingonjakosuhte vs. tavoitetaso



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Altia ja Arcus ovat kasvaneet yritysostoilla

Altia ja Arcus ovat molemmat tahoillaan kasvaneet yritysostoilla ennen yhdistymistään. Entisen Altian osalta yritysostoissa oli 2013 vuoden jälkeen taukoa ja vuosina 2016-2020 liikevaihto pysyikin samoilla tasoilla. Arcus onnistui pitämään kasvutrendiä yllä (noin 5 % CAGR 2016-20), osin orgaanisesti, osin pienillä yritysostoilla.

Vuodesta 2019 asti Anora on julkistanut myös pro forma lukuja uudelle yhtiölle. Tässä ei kuitenkaan ole mukana Globus Winea. Vuonna 2019 Altian ja Arcusin yhdistetty pro forma liikevaihto oli noin 630 MEUR ja se pysyi 2020 lähes samalla tasolla. Mikäli lisäämme tähän Globus Winen 2020 myynnin (noin 70 MEUR), nykyisen rakenteen myynti oli noin 700 MEUR. Vuodelle 2023 ennustamme liikevaihdon olevan noin 720 MEUR. Orgaaninen kasvu on siis ollut kaiken kaikkiaan pientä vuosien varrella.

Kannattavuus heikentyi selvästi 2022-23

Anoran kannattavuus sen omassa väkevien tuotannossa on käsityksemme mukaan varsin hyvä (joskaan tätä ei julkaista erikseen), mutta marginaalia painaa matalakatteisemmat partneribrändien jakelu sekä teollisuus- ja logistiikkatoiminnot, jotka yhteensä ovat pääosa yhtiön liikevaihdosta.

Entinen Altia pystyi kuitenkin nostamaan kannattavuuttaan vuoden 2015 10 %:n oikaistusta käyttökatemarginaalista 12,7 %:iin vuonna 2019. Koronan vauhdittamana marginaali nousi yli 15 %:n 2021, jota emme kuitenkaan pidä kestäväenä tasona. Entisellä Arcusilla marginaali vaihteli 11-14

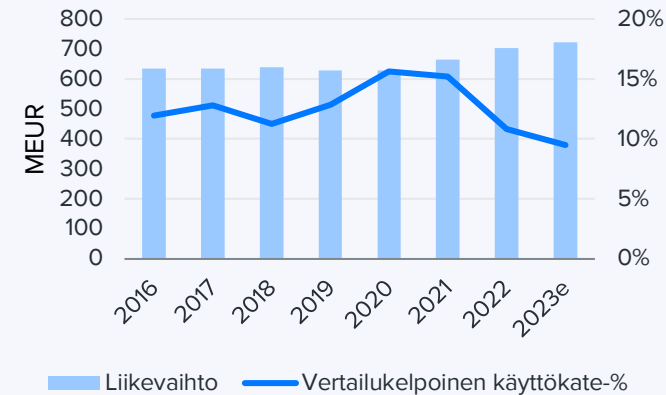
%:n välillä ennen koronaa ja nousi 17 %:iin vuosina 2020-21. Yhdistettynä käyttökatemarginaali oli 12,8 % vuonna 2019, jonka arvioimme olevan oikea lähtökohta tulevien vuosien ennustamiseen. 2020-21 korona-ajan kysyntäpiikin tukemana pro forma käyttökatemarginaali oli 15-16 %, kun taas volyymin laskun, kustannusinflaation, valuuttojen negatiivisen vaikutuksen sekä Globuksen heikkouden myötä marginaali painui alle 11 % vuonna 2022 ja odotamme alle 10 % tasoa vuodelta 2023. Globus Winen marginaali osoittautui yrityskaupan toteutumisen jälkeen luultua selvästi heikommaksi, joka painaa Anoran kannattavuutta jonkin verran. Yhtiö hakee asiassa vakuutuskorvausta.

Tasainen rahavirta mahdollistaa velkavivun

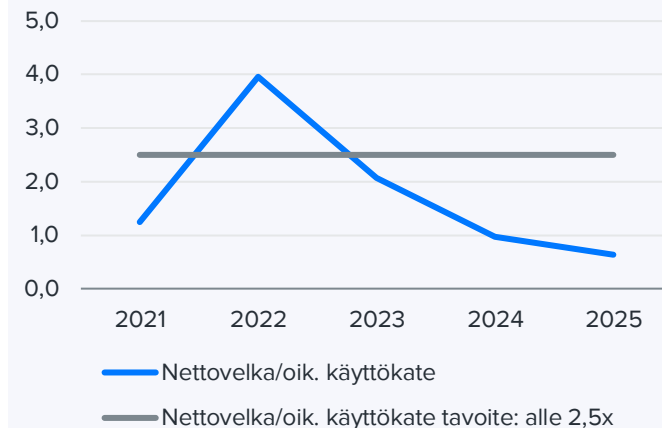
Liiketoiminnan tasaisen luonteen vuoksi myös kassavirran luontikyky on varsin tasaista. Koska kasvu on hyvin maltillista, kasvuinvestointeja ei käytännössä tarvita vaan investoinnit ovat korvaus- ja parannusinvestointeja. Rahavirran ja taseen osalta pro forma lukuja ei ole kattavasti tarjolla, joten tältä osin emme katso tarkemmin historiallisia lukuja.

Taseen osalta Anoran nettovelka / vertailukelpoinen käyttökate oli Q323 lopussa 3,5x eli yhtiön ”alle 2,5x” tavoitetta korkeampi. Tase on aina vuoden lopussa vahvimmillaan. Arvioimme hyvän kassavirran kuitenkin laskevan velkaisuutta kohtuullisen nopeasti ja sen olevan tavoitellulla tasolla ensi vuoden aikana. Lähiaikoina yhtiön kykyä yritysostoihin ja osingonmaksuun rajaa kuitenkin velkainen tase.

Anora pro forma liikevaihto ja kannattavuus



Nettovelka/oik. käyttökate vs. tavoite



Lähde: Anora, Inderes

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Yritysosot ovat kasvattaneet aineetonta omaisuutta

Koska yhtiö on kasvanut merkittävästi yritysostoilla, sen taseessa on huomattava määrä aineetonta omaisuutta. Liikearvoa ja muuta aineetonta omaisuutta on yhteensä yli 500 MEUR eli reilut 40 % taseesta. Tällä hetkellä heikosti kannattavaan Wine-segmenttiin kohdistuu noin 100 MEUR liikearvo, jossa näemme riskiä alaskirjauksesta mikäli kannattavuustaso jäisi pysyvämmiin alhaisiksi. Jos tämä alaskirjattaisiin kokonaisuudessaan, se olisi noin 20 % omasta pääomasta ja omavaraisuusaste olisi edelleen noin 30 %. Siten emme näe isonkaan alaskirjauksen aiheuttavan merkittäviä ongelmia taseen suhteen. Brändiyhtiölle aineeton omaisuus sinällään on mielestämme perusteltua.

Aineellista omaisuutta on taseessa suhteessa verrattain vähän, noin 15 %. Tästäkin pääosa on käyttöoikeusomaisuutta eli taseeseen kirjattuja vuokrasopimuksia ja varsinaiset aineelliset hyödykkeet on vain 70 MEUR. Kuten olemme tuoneet ilmi, yhtiön vaatimaton orgaaninen kasvuprofiili huomioiden, sillä ei ole huomattavia investointitarpeita, joten emme odota aineellisen omaisuuden kasvavan.

Loppuosa varoista on käyttöpääomaa ja käteistä. Käyttöpääoma on suhteellisen korkea, kun myyntiin verrattuna varastot ovat yli 20 % ja saatavat noin 20 % tasoa, vaikka saatavien määrää laskee merkittävästi Anoran käyttämä myyntisaamisten myyntiohjelma. Velkapuolella ostovelat ovat kuitenkin samaa tasoa kuin nämä kaksi yhteensä, joten nettokäyttöpääoman suhteen Anoran tilanne on lähellä nollaa tai

negatiivinen ja siten hyvä. Tämän perusteella näyttää siis siltä, että Anoran päämiehet/raaka-ainetoimittajat rahoittavat toimitusketjua.

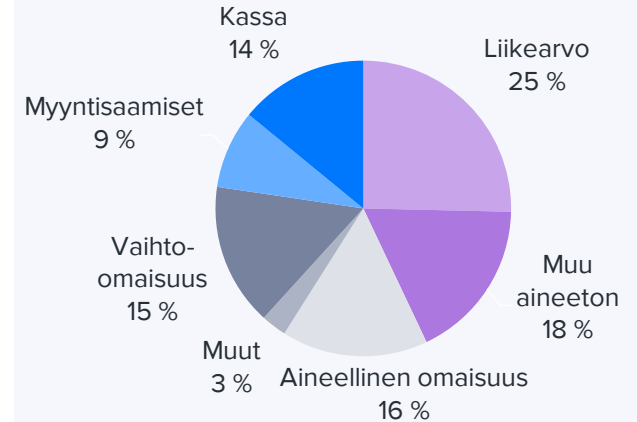
Edellä mainitut ostovelat haukkaavat ison osan Anoran taseen vastattavaa puolesta, noin 25 %. Osakepääoma kattaa noin 40 %, joka on siis myös yhtiön omavaraisuusaste, kun korollista velkaa on taseeseen nähden maltilliset reilut 20 %. Tämän osalta tase on mielestämme varsin tasapainoinen ja kuten sanottu, suuret ostovelat tukevat Anoran tasetilannetta.

Taseen tehostaminen näyttää vaikealta

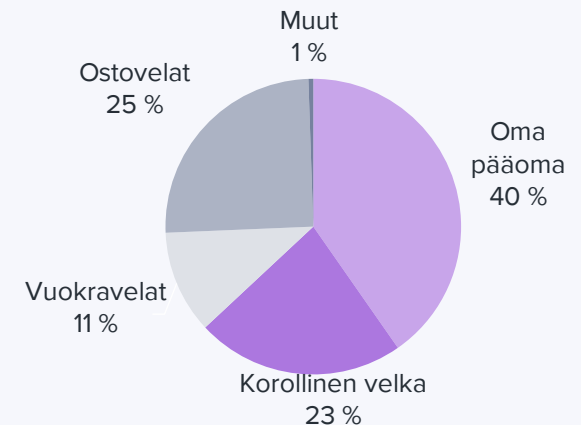
Pääoman tuoton parantamiseksi Anoran tulisi parantaa kannattavuutta ja/tai pääoman kiertoa. Pääoman kierto taas vaatii isompaa liikevaihtoa samalla taseella tai taseen pienentämistä. Olemme aiemmin kuvanneet Anoran kasvupotentiaalin olevan vaatimaton, joten sitä kautta pääoman kierron merkittävä parantuminen tuskin toteutuu.

Huomioiden, että taseessa on iso määrä aineetonta omaisuutta ja aineellista omaisuutta, joka tuskin oleellisesti muuttuu, ainoaksi tehostamiskohteeksi jää käyttöpääoma. Kuten todettu, varastotasoissa voisi olla mahdollisuus parantaa, mutta ostovelat huomioiden nettokäyttöpääoma on jo varsin hyvällä tasolla. Mikäli Anora onnistuisikin laskemaan varastotasoaan, näemme riskinä, että Anoran päämiehet/toimittajat eivät haluaisi tukea Anoran negatiivista käyttöpääomaa ja tiukentaisivat näin omia myyntiehtojaan. Kaiken kaikkiaan näemme siis taseen tehostamisen ja sitä kautta pääoman kierron parantamisen mahdollisuudet rajallisina.

Taseen varat, Q323



Taseen velat, Q323



Lähde: Anora, Inderes

Ennusteet 1/4

Ennustamme segmenttien käyttökateen kautta konsernin tulosta

Mallinamme Anoraa sen kolmen segmentin liikevaihdon ja käyttökateen kehityksen kautta. Anora ei raportoi segmenttejä liikevoittotasolla, joten sen johdamme vähentämällä segmenttien käyttökatteesta konsernin poistot. Sisällytämme ennusteisiin jo ilmoitetut yritysostot, mutta emme ennusta mahdollisia tulevia yrityskauppoja.

Kuten olemme aiemmin tuoneet ilmi, Anoran liiketoiminta on varsin defensiivistä ja tasaista eivätkä talouden suhdannevaihtelut merkittävästi heiluta sen kehitystä. Tärkeimmät tekijät lähivuosien tuloskehitystä ajatellen ovat mielestämme synergiahyoityjen toteutuminen, valuuttakurssien negatiivisten vaikutusten kompensointi sekä Globus Winen tuloskehitys.

2023 tulos jää heikolle tasolle

Anoralla ei ole liikevaihto-ohjeistusta. Sen liikevaihto nousi ensimmäisen yhdeksän kuukauden aikana 7 % vertailukaudesta lähinnä Globus Winen konsolidoinnin takia (Q322 alusta). Liikevaihtoon vaikutti negatiivisesti kysynnän normalisoituminen (monopolimyynnin lasku, mutta toisaalta matkustajakaupan nousu) koronan jälkeen, partnerien menetys Wine-segmentissä sekä heikentyneet Ruotsin ja Norjan kruunut. Liikevaihtoa taas tukivat hinnankorotukset. Koko vuoden osalta odotamme 3 % liikevaihdon kasvua.

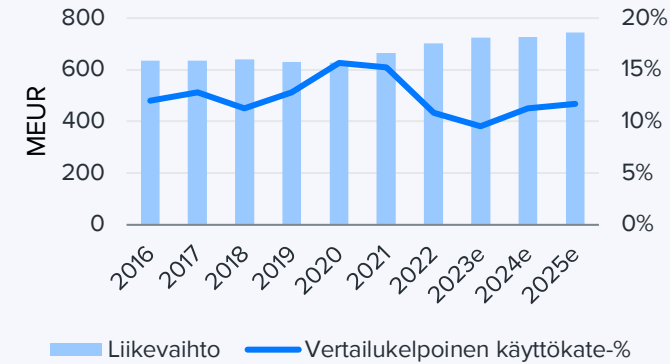
Anora laski ennen joulua ohjeistustaan toista

kertaa vuoden 2023 osalta ja ohjeistaa tällä hetkellä 66-69 MEUR oikaistua käyttökateetta. Yhdeksältä kuukaudelta kasassa on vain 41 MEUR ja me ennustamme koko vuodelta 68 MEUR. Ohjeistus vaatii Q4-tulokselta pientä parantumista vertailukauteen nähden, joka pitäisi olla tehtävissä vertailukauden oltua varsin heikko, sisältäen mm. 3 MEUR varaston alaskirjauksen Globus Winessa. Vuoden 2023 tulos jää siis myös vuoden 2022 76 MEUR:n alle, joka oli sekin mielestämme heikohko taso.

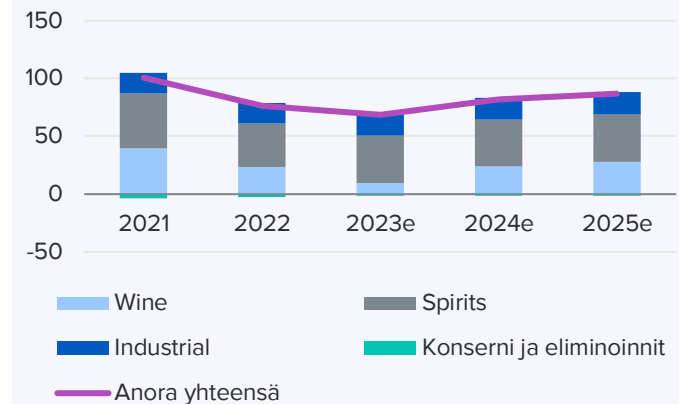
Segmenttitasolla tuloksen pudotus syntyy arviomme mukaan pelkästään Wine-segmentistä, jossa tulosta painaa jo aiemmin mainitut asiat eli partnerimyynnin lasku, valuuttakurssien vaikutus ja Globuksen heikko tulos. Spirits ja Industrial segmenteissä tulos kasvaa hieman ennusteissamme viime vuodesta.

Oikaistun 2023 osakekohtaisen tuloksen odotamme laskevan vain 0,16 euroon eli alle puoleen vuoden 2022 0,39 eurosta. Odotamme Anoran joutuvan laskevan osinkoa vuodelta 2023 0,15 euroon (2022: 0,22 euroa) viime vuoden osingon puolittamisen jälkeenkin.

Anora pro forma liikevaihto ja kannattavuus



Vertailukelpoinen käyttökate segmenteittäin



Ennusteet 2/4

Tuloksen pitäisi toipua selvästi 2024

Vuonna 2024 ennustamme liikevaihdon olevan käytännössä ennallaan, konjakkiliiketoiminnan myynnin vaikuttaessa hieman negatiivisesti liikevaihtoon. Odotamme oik. käyttökateen nousevan selvästi ja yltävän yli 80 MEUR:n. Tämä tulee täysin Wine-segmentin odotetusta toipumisesta, kun hinnoittelu saadaan päivitettyä heikompia valuuttakursseja vastaavaksi ja toisaalta Anora aloittaa laajemman valuuttasuojauksen, jolloin valuuttamuutokset ei pitäisi enää iskeä kannattavuuteen tämän vuoden tapaan. Uskomme myös uusien partnerisopimusten ja Globus Winen tukevan tulosparannusta.

Odotamme nettorahoituskulujen laskevan vuoden 2023 tasolta noin 15 MEUR:oon vuodelle 2024, joka tukee osakekohtaisen tuloksen parantumista 0,39 euroon, joka on täsmälleen vuoden 2022 taso. Odotamme tämän tukevan osingon nousua paranevan tuloksen mukana, osingonjakosuhteen asettuessa 60-70 % välille.

2025-26 ylletään mielestämme normaalille tulotasolle

Vuosina 2025-26 arvioimme liikevaihdon kasvavan 2-3 % pienen markkinakasvun ja kansainvälisen liiketoiminnan kasvun myötä. Uskomme kannattavuuden yltävän 2025 sen jonkinlaiselle normaalille tasolle, kun käynnissä olevat tehostamistoimet ja fuusiosynergiat ovat täysimääräisesti toteutettu. Tämä tarkoittaa oik. käyttökatemargin osalta 11,5 – 12 % tasoa, joka on lähelle yhtiön pro forma 2016-19

raportoimaa reilun 12 %:n tasoa. Sen jälkeen ostettu Globus Wine tekee arviomme mukaan konsernia heikompaa marginaalia myös 2025 ja mahdollisesti vielä 2026, joka dilutoi koko konsernin marginaalia hieman.

Tulos- ja marginaaliparannus vuoteen 2024 nähden tulee pääosin Wine-segmentistä, joskin näemme kasvun tukevan pientä tulosparannusta myös muissa segmenteissä. Osakekohtainen tulos nousee vuonna 2025 0,46 euroon.

Yksinkertaistettu tulosennuste Anoralle

Hyvin tasaisen liiketoiminnan ja historiallisen tuloskehityksen (ennen koronaa) takia, Anoran tuloksen voi mielestämme havainnollistaa hyvin yksinkertaisesti näin:

Vuoden 2019 pro forma EBITDA 81 MEUR

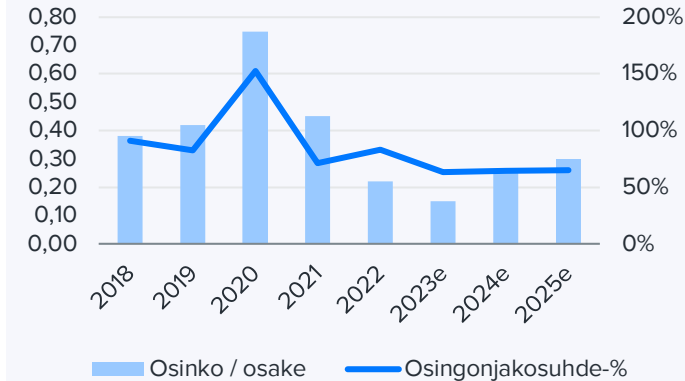
+ Integraatiosynergioista saatava tuloshyöty (oletamme 5 MEUR yhteensä 8-10 MEUR:n synergioista)

+ Globus Winen EBITDA 0-5 MEUR

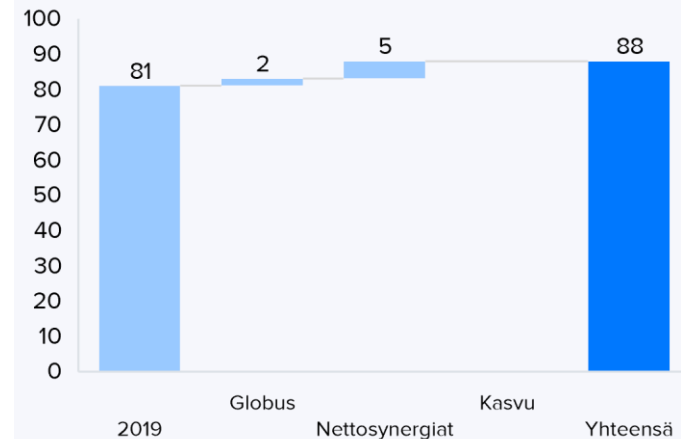
= 85-90 MEUR.

Laskelmaa voi soveltaa vuosille 2024-25, kun fuusiosynergiat ovat pääosin näkyvissä ja nykyiset valuuttakursseista johtuvat negatiiviset vaikutukset kompensoitu odotustemme mukaan hinnankorotuksilla. Toisaalta Globuksen tuloksen tuominen tavoitetasolle kestää arviomme mukaan vuoden 2025 loppuun, jonka vuoksi sen osalta positiivinen vaikutus on tässä laskelmassa pienehkö.

Osinko laskenut tuloksen mukana



Tuloskomponentit 2019 - 2025



Ennusteet 3/4

Tasainen rahavirta käytetään normaalisti lähinnä osinkoihin

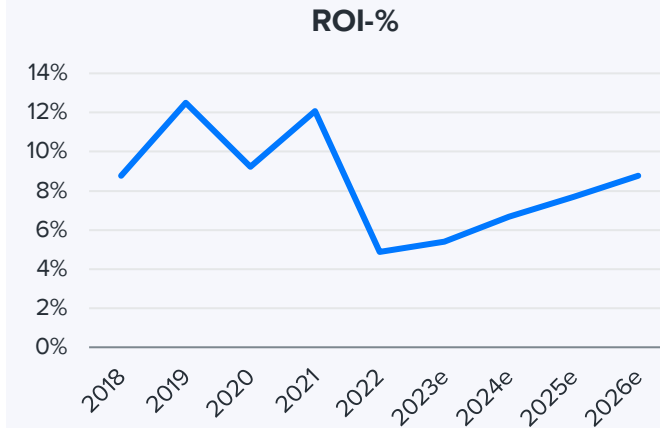
Anora on tänä vuonna vapauttanut myyntisaamisten myymisellä merkittävästi rahaa käyttöpääomasta. Se pyrkii edelleen vähentämään varastotasojaan, joka jatkuu vuoden 2024 puolella. Pidemmällä aikavälillä liikevaihdon muutosten ollessa pieniä, uskomme Anoran käyttöpääoman pysyvän suhteellisen samalla tasolla.

Näemme operatiivisen kassavirran olevan vuodesta 2024 eteenpäin tyypillisesti 60-65 MEUR välillä, josta Anora käyttää noin 25-30 MEUR korvausinvestointeihin (vuokravelkojen lyhennykset mukaan lukien). Vapaaksi kassavirraksi jää näin 30-40 MEUR. Tämä tarkoittaa nykykurssiin nähden 10-15 % kassavirtatuottoa. Tästä ennustamaamme osingonmaksuun menee 2024-25 10-20 MEUR, joten rahaa jää vielä velkojen lyhentämiseen. Tämän jälkeen näemme osinkojen kasvavan noin 25 MEUR tasolle.

Pääoman tuotto on lähellä tuottovaatimusta

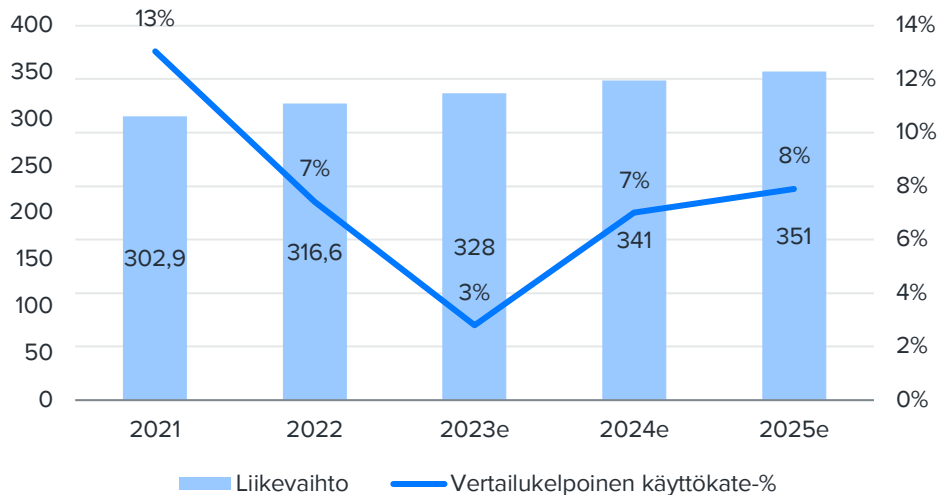
Anoran ja sen edeltäjien Altian ja Arcusin pääoman tuotto prosentit ovat tyypillisesti liikkuneet maltillisella 5-10 %:n tasolla. Näemme pääoman tuoton nousevan Anoralla 7-8 %:n tasolle vuodesta 2024 eteenpäin. Tämä vastaa koko lailla yhtiön tuottovaatimuksen tasoa eli yhtiö ei luo arviomme mukaan oleellisesti taloudellista lisäarvoa. Tämä vaikuttaa myös pidemmän aikavälin tuotto-odotukseen, jota

käsittelemme arvonmääritysosiossa.

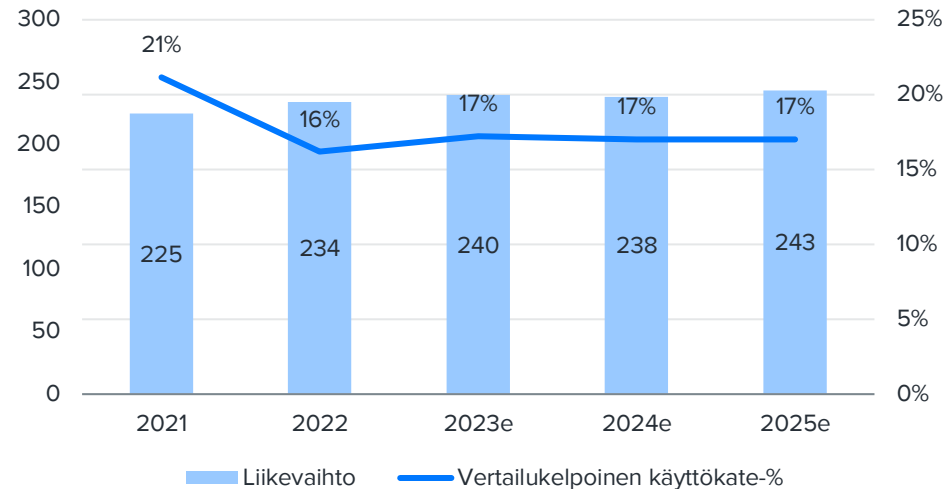


Ennusteet 4/4 - divisioonaennusteet

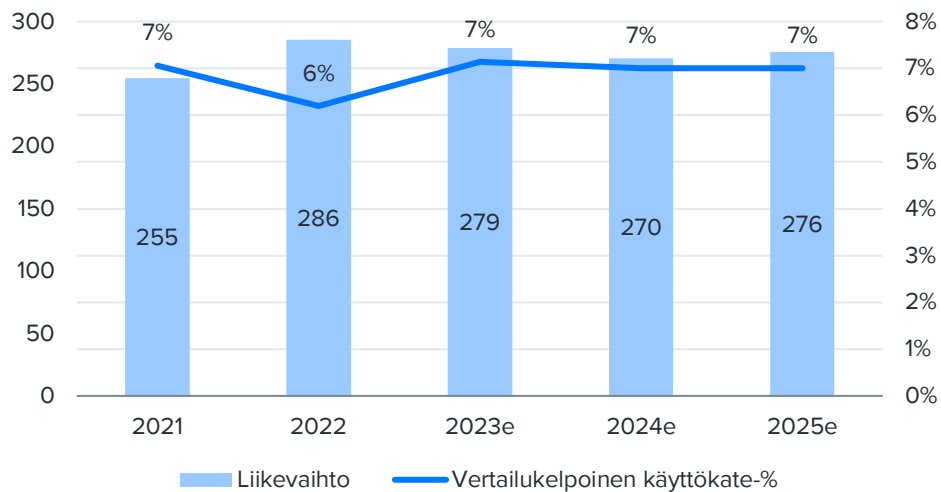
Wine



Spirits



Industrial



Arvonmääritys ja suositus 1/3

Tasainen tulos- ja kassavirta helpottaa arvonmääritystä

Anoran tasainen tulos- ja kassavirtakehitys tekee useiden perinteisten arvostusmetodien käytön suhteellisen helpoksi. Se mahdollistaa sekä DCF-mallin että tulospohjaisen arvostuksen käytön ja tekee myös osinkotuotosta ennustettavaa. Tuotto-odotuksessa katsomme lähivuosien tuloskasvua, osinkotasoa sekä mahdollista arvostuskertoimien muutosta.

Arvostuksen yhteenveto – Osta, tavoitehintaa 5,5 euroa

Anoran lähivuosien tuotto-odotus muodostuu sekä osinkotuotosta että maltillisesta tuloskasvusta, kun fuusiosynergiat toteutuvat ja nykyinen vastatuuli raaka-ainehinnoista sekä valuutoista helpottaa ja/tai kompensoidaan hinnankorotuksilla. Osakkeen arvostustaso vuodelle 2023 ei ole tuloskerroimilla vielä houkutteleva ottaen huomioon vaatimaton orgaaninen kasvupotentiaali. Katsomalla muita arvostustapoja sekä lähivuosien tuloskerroimia arvostuskuva näyttää kuitenkin kokonaisuudessaan edulliselta.

Näemme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen koostuvan osinkotuotosta, kannattavuuden parantumisen ajamasta tuloskasvusta sekä kertoimien noususta (vs. 2022 toteutunut taso, mutta kertoimet laskevat 2023 tasolta).

DCF-mallin arvo jonkin verran yli nykykurssin

Vakaan toimialan, tasaisen kasvun ja melko hyvin ennustettavan liiketoiminnan takia DCF-malli on mielestämme Anoralle relevantti arvonmääritysmenetelmä. DCF-mallimme antaa

Anoran velattomaksi arvoksi noin 850 MEUR, joka tarkoittaa noin 450 MEUR:n osakepääoman arvoa eli noin 6,7 euroa osakkeelta. Huomioimme tässä myydyt saamiset velkana. DCF-malli kuitenkin olettaa pidemmällä aikavälillä nykyistä parempaa kannattavuutta, jonka toteutuminen luonnollisesti sisältää epävarmuutta.

Tarkempien ennustevuosiemme (2022-24, jotka on käyty läpi aiemmin) jälkeen ennustamme yhtiölle 2025 eteenpäin vain 1%:n liikevaihdon kasvua. Liikevoittomarginaalin oletamme olevan vajaan 7%:n tasolla. Tämä tarkoittaa liikevoiton olevan 50-55 MEUR 2025-30. Investoinnit pysyvät vuoteen 2030 asti alle poistotason.

Koska yhtiön kysyntä on tasaista ja defensiivistä ja kannattavuus vakaata, käytämme tuottovaatimuksena (WACC) suhteellisen alhaista 7,6%:n tasoa. Rahavirroista merkittävä osa, noin 60% syntyy jo seuraavan 10 vuoden aikana.

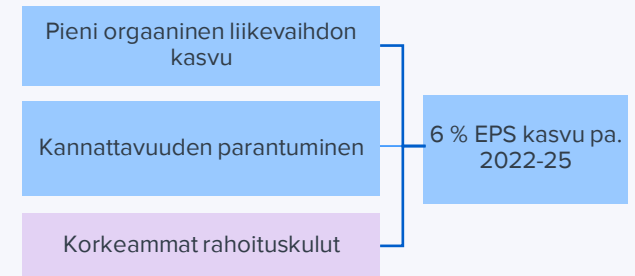
Tulospohjainen arvostus hieman kallis

Anoran EV/EBIT-arvostus on 2023 tuloksella noin 13x. Anoralla on nykymuodossaan vielä lyhyt historia, mutta näemme Altian historialliset arvostustasot relevantteina myös Anoralle, sillä pääoman tuotto ja kasvuprofiili ovat hyvin samanlaisia. Näin katsottuna Altian/Anoran historiallinen EV/EBIT keskiarvo on noin 12x. Vastaavasti P/E luku on vuodelle 2023 25x ja historiallinen keskiarvo 12x. Entisen Arcusin historialliset kertoimet ovat tosin olleet jonkun verran korkeammat, P/E 14-18x ja EV/EBIT 12-18x. Vuoden 2023 tuloskerroimet ovat joka tapauksessa korkeita.

Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

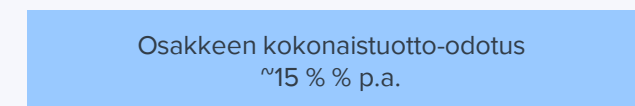
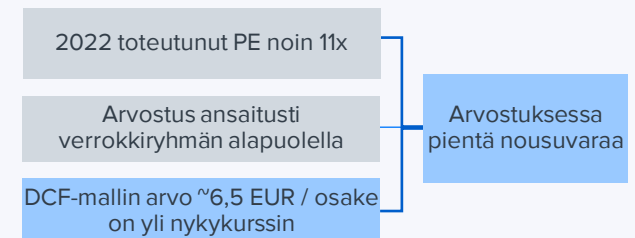
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Arvonmääritys ja suositus 2/3

EV-pohjaisen arvostuksen osalta huomioimme, että Anoralla on arvoonsa nähden varsin suuri vuokrasopimusvelka, yli 100 MEUR, taseessa, joka ei ole varsinaista rahoitusvelkaa. Toisaalta sillä on taseen ulkopuolella noin 100 MEUR myytyjä saamisia, jota voi pitää velankaltaisena eränä. Emme ole oikaisseet näitä suuntaan tai toiseen, mutta emme tästä syystä näe EV-pohjaisia tunnuslukuja parhaimpina Anoralle.

Tasepohjainen arvostus näyttää edulliselta

Ennusteillamme Anoran pääoman tuotto (sekä oman pääoman että koko sijoitetun pääoman) asettuu vuosina 2025-26 noin 7 %:n tasolle, jäädessä sitä ennen heikommaksi. Tuottotaso on käytännössä hieman tuottovaatimuksumme matalampi (8,0 % omalle pääomalle, 7,6 % koko pääomalle). Näin ollen osakkeen tasepohjaisen arvostuksen eli P/B luvun tulisi olla hieman alle 1,0x. Sama pätee myös EV/IC (eli yritysarvo/sijoitettu pääoma) lukuun. Nykykursilla sekä P/B että EV/IC luvut ovat 2023-25 0,6x tasolla. Taso on tämän hetkiselä tulostasolla perusteltu, mutta uskomme keskipitkän aikavälin pääoman tuottotasojen perustelevan lähempänä 1x olevia lukuja. Osakekohtainen kirja-arvo on hieman yli 7 euroa.

Tuotto-odotus reilut 10 % pidemmällä aikavälillä

Anoralla on käsityksemme mukaan mahdollisuus kasvattaa volyymejään merkittävästikin nykyisten tuotantolaitosten puitteissa. Näin ollen kasvu ei nähtävissä olevassa tulevaisuudessa vaadi merkittäviä investointeja tehtäisiin ja yhtiö voi käyttää vapaan kassavirtansa lähinnä osinkoihin sekä mahdollisiin yritysostoihin.

Orgaaninen kasvu kuitenkin sitoo käyttöpääomaa, joka rajaa kasvun tuomaa pääoman tuottoa. Kasvun

vaikutus tulokseen ja pääoman tuottoon toki riippuu siitä, minkälaisilla tuotteilla yhtiö pystyy kasvamaan. Nykyisillä ennusteillamme kasvu on kuitenkin pääoman tuoton ja siten arvonnoumisen näkökulmasta varsin neutraalia. Tämän vuoksi yhtiön pääoman tuoton tason määrittää lähinnä sen kannattavuustaso.

Vaikka pääoman tuotto ylittää parhaimmillaankin ennusteissamme tuottovaatimuksen tasolle myös pidemmälle tulevaisuuteen katsoessa, Anoran tuotto-odotus on nykyarvostuksella kohtuullisen hyvä myös pidemmällä aikavälillä. Jos Anora jakaisi koko vapaan kassavirtansa osinkoina (noin 35 MEUR), osinkotuotto olisi noin 12 %. Näemme tämän kuvaavan hyvin Anoran pitkän aikavälin vuosittaista tuottopotentiaalia. Tuotto ylittää noin 8 %:n tuottovaatimuksemme.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Anoralla ei ole mielestämme suoria verrokkeja sen paremmin Pohjoismaissa kuin kansainvälisestikään. Käytämme vertailuryhmässä isoja kansainvälisiä alkoholituottajia, joista olemme valinneet seuraavat: Brown-Forman (USA), Davide Campari Milano (Italia), Diageo (Iso-Britannia), Pernod Ricard (Ranska), Remy Cointreau (Ranska) sekä Constellation Brands (USA). Nämä ovat isoja kansainvälisiä alkoholituottajia, joiden markkina-arvoa on miljardeja tai kymmeniä miljardeja. Näistä olemme aiemmin maininneet suoraan Anoran kanssa Pohjoismaisilla markkinoilla kilpailevat Diageo ja Pernod Ricard. Koska tämä ryhmä pääasiassa tuottaa itse alkoholijuomia, niiden marginaali ja pääoman tuotto on selvästi Anoraa korkeampi (Anoralla paljon myös päämiesbrändien jakelua).

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,44	4,44	4,44
Osakemäärä, milj. kpl	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	300	300	300
Yritysarvo (EV)	421	360	336
P/E (oik.)	28,0	11,5	9,6
P/E	19,8	11,5	9,6
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	5,8	4,4	3,9
EV/EBIT (oik.)	12,4	7,5	6,3
Osinko/tulos (%)	67 %	65 %	65 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	5,6 %	6,8 %

Lähde: Inderes

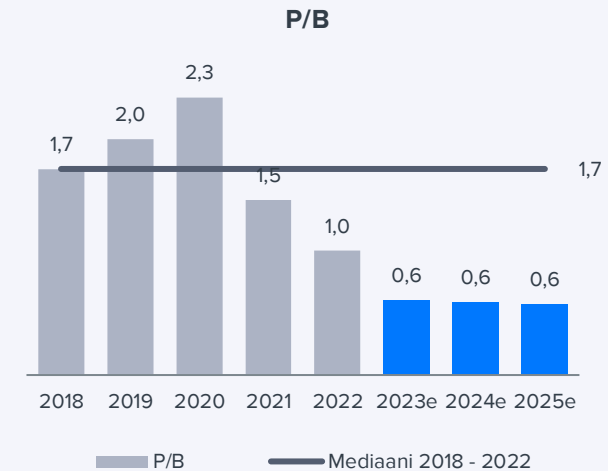
Arvonmääritys ja suositus 3/3

Verrokkien kansainvälisempi liiketoiminta mahdollistaa myös paremman kasvuprofiilin. Näin ollen näiden yhtiöiden arvostuksen tuleekin olla selvästi Anoraa korkeampi. Olemme lisäksi ottaneet vertailuryhmään Pohjoismaiset Olvin ja Royal Unibrewn, jotka ovat pääasiassa panimoita. Näidenkään liiketoiminta ei siis ole suoraan verrattavissa Anoraan.

Anoran kertoimet ovat sekä tulos- että tasekertoimilla selvästi verrokkiryhmän keskiarvojen/mediaanien alapuolella, kuten kuuluukin. Tämä johtuu Anoran heikommasta kannattavuudesta, pääoman tuotosta ja kasvusta. Verrokkiryhmävertailu ei siis tarjoa mielestämme oleellista apua Anoran arvostukseen.

Yritysostojen potentiaali

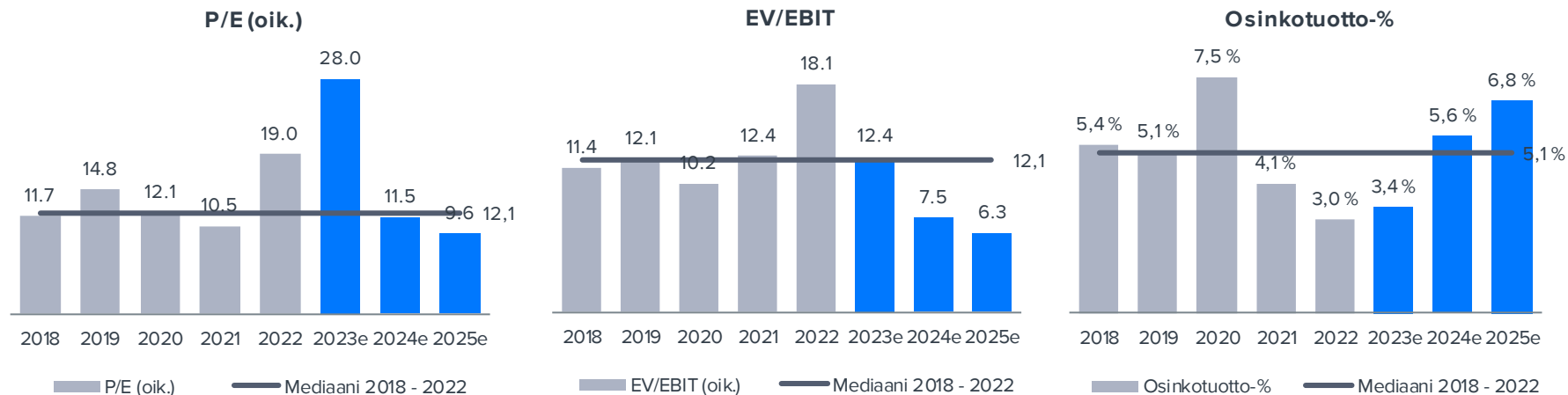
Kuten aiemmin mainittu, Anoran strategiaan kuuluu yritysostot ja sen edeltäjät Arcus ja Altia ovat laajentuneet Pohjoismaissa pääasiassa yritysostoin. Emme kuitenkaan usko merkittäviin arvonluontimahdollisuuksiin yritysostoilla, sillä seuraava luonnollinen askel olisi Keski-Euroopan markkinoilla, jolloin kustannussynergiat Anoran kanssa jäisivät todennäköisesti pieniksi. Kesällä 2022 ostetut Globus Winen odotettua heikompi kannattavuus ja kirjanpidon epäselvyydet tuskin kannustavat Anoraa aktiivisesti uusiin yritysostoihin. Arvostuksessa tulee tosin huomioida myös mahdollinen vakuutuskorvaus Globus-kauppaan liittyen. Yhtiön tuore toimitusjohtaja totesikin, että yritysostoja katsotaan lähtökohtaisesti vasta sitten kun oma toiminta (kannattavuus ja tase) ovat kunnossa.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,10	8,20	9,98	10,9	7,36	4,44	4,44	4,44	4,44
Osakemäärä, milj. kpl	36,1	36,1	36,1	46,6	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6
Markkina-arvo	257	296	361	736	498	300	300	300	300
Yritysarvo (EV)	304	325	357	864	778	421	360	336	309
P/E (oik.)	11,7	14,8	12,1	10,5	19,0	28,0	11,5	9,6	7,5
P/E	17,0	16,1	20,3	11,9	27,7	19,8	11,5	9,6	7,5
P/B	1,7	2,0	2,3	1,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,7	0,8	1,1	1,1	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	1,0	1,3	1,1	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,9	7,6	8,9	9,1	11,5	5,8	4,4	3,9	3,4
EV/EBIT (oik.)	11,4	12,1	10,2	12,4	18,1	12,4	7,5	6,3	5,2
Osinko/tulos (%)	91,3 %	82,6 %	152,7 %	71,2 %	82,9 %	66,8 %	64,8 %	64,9 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,1 %	7,5 %	4,1 %	3,0 %	3,4 %	5,6 %	6,8 %	9,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Brown-Forman	24498	26985	21,8	21,0	20,5	19,6	6,8	6,6	27,5	26,1	1,6	1,6	7,6
Davide Campari Milano	10777	12359	17,9	15,9	15,3	13,5	3,9	3,6	22,9	20,0	0,8	0,9	3,1
Diageo	72389	91712	15,8	14,8	14,0	13,2	4,8	4,5	18,4	17,0	2,9	3,0	7,0
Pernod-Ricard	38038	49282	14,9	13,9	13,1	12,3	4,0	3,8	16,9	15,5	3,1	3,3	2,3
Remy-Cointreau	4883	5344	16,6	14,8	14,7	13,2	4,4	4,1	23,5	20,8	2,2	2,4	2,6
Constellation Brands	42463	53360	18,4	16,5	16,0	14,5	5,9	5,6	21,4	19,0	1,4	1,5	4,7
Olvi	613	592	8,9	8,2	6,5	6,1	0,9	0,9	11,8	10,8	4,5	4,7	2,0
Royal Unibrew	3006	3872	14,9	13,4	11,1	10,2	2,0	1,9	16,5	14,2	3,4	3,9	3,6
Anora (Inderes)	300	421	12,4	7,5	5,8	4,4	0,6	0,5	28,0	11,5	3,4	5,6	0,6
Keskiarvo			16,2	14,8	13,9	12,8	4,1	3,9	19,9	17,9	2,5	2,7	4,1
Mediaani			16,2	14,8	14,4	13,2	4,2	4,0	19,9	18,0	2,5	2,7	3,3
Erotus-% vrt. mediaani			-24 %	-49 %	-59 %	-67 %	-86 %	-87 %	40 %	-36 %	34 %	107 %	-81 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	665	133	166	182	222	703	160	183	173	208	723	726	744	758
Wine	303	53,2	70,4	85,1	108	317	73,3	81,6	78,0	95,0	328	341	351	358
Spirits	225	44,9	59,5	57,1	72,3	234	48,9	58,4	57,2	75,0	240	238	243	248
Industrial	255	60,8	67,5	78,5	78,7	286	67,5	70,3	71,0	70,0	279	270	276	281
Konserni ja eliminoinnit	-117,5	-25,5	-31,6	-38,8	-37,2	-133,2	-30,2	-27,6	-33,2	-32,0	-123	-124	-127	-129
Käyttökate	95,2	11,9	15,4	21,7	18,9	67,9	6,9	10,0	28,9	26,5	72,2	81,7	86,7	90,6
Poistot ja arvonalennukset	-31,2	-7,8	-7,8	-9,0	-8,6	-33,2	-8,6	-8,3	-8,4	-8,4	-33,7	-33,6	-33,1	-31,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	69,8	5,2	11,2	14,3	12,3	42,9	-0,7	4,9	11,8	18,1	34,1	48,1	53,7	58,8
Liikevoitto	64,0	4,1	7,6	12,8	10,3	34,7	-1,7	1,7	20,5	18,1	38,5	48,1	53,7	58,8
Wine (EBITDA)	39,5	3,1	4,6	9,0	6,9	23,5	1,2	-1,3	2,3	7,0	9,2	23,9	27,8	30,5
Spirits (EBITDA)	47,5	8,1	9,0	9,2	11,5	37,8	5,8	7,6	11,8	15,0	40,2	40,5	41,3	42,1
Industrial (EBITDA)	18,1	3,3	4,1	5,5	4,8	17,7	2,5	5,9	6,0	5,5	19,9	18,9	19,3	19,7
Konserni ja eliminoinnit	-4,0	-1,4	1,2	-0,4	-2,2	-2,8	-1,6	0,8	0,2	-1,0	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	1,6	0,9	0,0	-0,4	0,1	0,6	1,1	0,0	-0,2	0,3	1,2	1,0	1,0	1,5
Nettorahoituskulut	-11,1	-2,4	-2,3	-2,9	-4,4	-11,9	-5,3	-6,3	-5,8	-4,5	-21,9	-16,0	-15,0	-10,0
Tulos ennen veroja	54,5	2,6	5,4	9,5	5,9	23,4	-5,9	-4,7	14,5	13,9	17,8	33,1	39,7	50,3
Verot	-11,4	-0,6	-1,0	-1,5	-2,2	-5,3	0,3	0,6	-0,4	-2,8	-2,3	-6,7	-8,1	-10,3
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Nettotulos	42,7	1,9	4,4	8,0	3,6	17,9	-5,6	-4,1	14,1	11,0	15,4	26,1	31,2	39,8
EPS (oikaistu)	1,04	0,04	0,12	0,14	0,08	0,39	-0,07	-0,01	0,08	0,16	0,16	0,39	0,46	0,59
EPS (raportoitu)	0,92	0,03	0,06	0,12	0,05	0,27	-0,08	-0,06	0,21	0,16	0,23	0,39	0,46	0,59
Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	94,2 %	-0,5 %	3,5 %	10,1 %	7,8 %	5,7 %	19,5 %	10,3 %	-4,9 %	-6,1 %	2,9 %	0,3 %	2,5 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	99,3 %	-41,1 %	-28,9 %	-36,0 %	-46,5 %	-38,5 %	-112,5 %	-56,8 %	-17,7 %	47,6 %	-20,7 %	41,4 %	11,5 %	9,6 %
Käyttökate-%	14,3 %	8,9 %	9,3 %	11,9 %	8,5 %	9,7 %	4,3 %	5,4 %	16,7 %	12,7 %	10,0 %	11,3 %	11,7 %	11,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,5 %	3,9 %	6,8 %	7,8 %	5,5 %	6,1 %	-0,4 %	2,7 %	6,8 %	8,7 %	4,7 %	6,6 %	7,2 %	7,8 %
Nettotulos-%	6,4 %	1,4 %	2,6 %	4,4 %	1,6 %	2,6 %	-3,5 %	-2,2 %	8,1 %	5,3 %	2,1 %	3,6 %	4,2 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	692	772	753	745	738
Liikearvo	278	311	311	311	311
Aineettomat hyödykkeet	197	226	226	226	226
Käyttöomaisuus	197	214	192	184	177
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	16,3	20,7	20,7	20,7	20,7
Muut sijoitukset	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,1	0,6	3,0	3,0	3,0
Vaihtuvat vastaavat	542	529	459	499	429
Vaihto-omaisuus	140	186	166	145	149
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Myyntisaamiset	233	248	108	109	112
Likvidit varat	169	91,4	180	241	165
Taseen loppusumma	1233	1301	1212	1244	1167

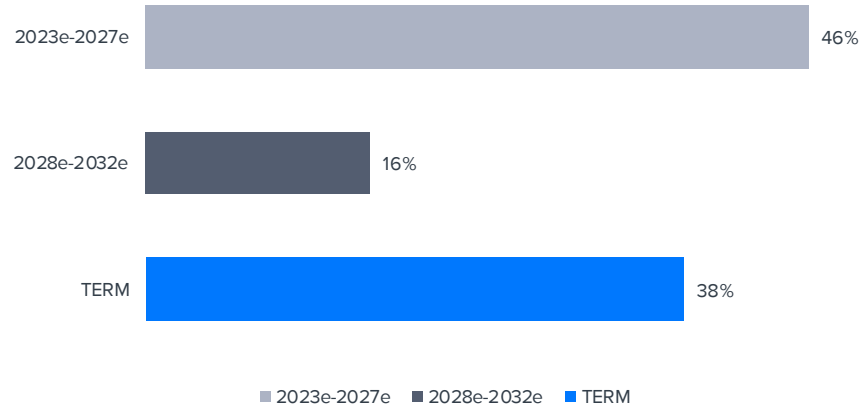
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	508	482	482	498	513
Osakepääoma	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5
Kertyneet voittovarot	122	111	111	127	141
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	324	309	309	309	309
Vähemmistöosuus	0,9	0,9	1,1	1,3	1,5
Pitkäaikaiset velat	310	409	360	360	260
Laskennalliset verovelat	48,4	57,3	57,3	57,3	57,3
Varaukset	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7
Korolliset velat	257	348	300	300	200
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,7	0,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	415	411	370	386	395
Korolliset velat	38,1	43,9	20,0	20,0	20,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	374	364	347	363	372
Muut lyhytaikaiset velat	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Taseen loppusumma	1233	1301	1212	1244	1167

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	2,9 %	0,3 %	2,5 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	4,9 %	5,3 %	6,6 %	7,2 %	7,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
Liikevoitto	34,7	38,5	48,1	53,7	58,8	52,1	52,6	53,1	53,7	54,2	54,7	
+ Kokonaispoistot	33,2	33,6	33,6	33,1	31,8	30,9	30,2	29,7	29,4	29,1	28,7	
- Maksetut verot	6,1	-4,7	-6,7	-8,1	-10,3	-9,2	-9,3	-9,4	-9,5	-9,7	-8,7	
- verot rahoituskuluista	-4,1	-3,7	-4,4	-4,2	-3,2	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	
+ verot rahoitustuotoista	1,3	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-75,4	142	36,5	2,7	2,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	
Operatiivinen kassavirta	-4,1	206	108	78,2	80,5	73,1	72,9	72,9	73,0	73,1	73,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-111,7	-12,3	-25,5	-26,0	-26,5	-27,1	-27,6	-28,2	-27,7	-27,8	-32,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-117,2	193	82,6	52,2	54,0	46,1	45,3	44,7	45,3	45,3	40,6	
+/- 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	-117,2	193	82,6	52,2	54,0	46,1	45,3	44,7	45,3	45,3	40,6	618
Diskontattu vapaa kassavirta		194	76,9	45,1	43,4	34,4	31,4	28,8	27,1	25,2	21,0	320
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		847	653	576	531	488	453	422	393	366	341	320
Velaton arvo DCF		847										
- Korolliset velat		-489										
+ Rahavarat		91,4										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		-14,9										
Oman pääoman arvo DCF		454										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,7										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	342,4	665,0	702,7	723,3	725,7	EPS (raportoitu)	0,49	0,92	0,27	0,22	0,39
Käyttökate	40,3	95,2	67,9	72,1	81,7	EPS (oikaistu)	0,83	1,04	0,39	0,16	0,39
Liikevoitto	22,9	64,0	34,7	38,5	48,1	Operat. kassavirta / osake	1,77	2,21	-0,06	3,05	1,60
Voitto ennen veroja	21,3	54,5	23,4	17,7	33,1	Vapaa kassavirta / osake	1,43	-9,11	-1,73	2,86	1,22
Nettovoitto	17,8	42,7	17,9	15,2	26,1	Omapääoma / osake	4,32	10,88	7,11	7,12	7,35
Kertaluontoiset erät	-12,1	-5,8	-8,2	4,5	0,0	Osinko / osake	0,75	0,45	0,22	0,15	0,25
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	455,5	1233,3	1301,3	1212,1	1243,9	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	94 %	6 %	3 %	0 %
Oma pääoma	156,3	507,9	481,6	482,1	498,3	Käyttökateen kasvu-%	-6 %	136 %	-29 %	6 %	13 %
Liikearvo	81,4	277,8	310,5	310,5	310,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	31 %	99 %	-38 %	-21 %	41 %
Nettovelat	-3,8	126,1	300,9	140,1	79,3	EPS oik. kasvu-%	49 %	26 %	-63 %	-59 %	143 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	11,8 %	14,3 %	9,7 %	10,0 %	11,3 %
Käyttökate	40,3	95,2	67,9	72,1	81,7	Oik. Liikevoitto-%	10,2 %	10,5 %	6,1 %	4,7 %	6,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	24,2	-10,8	-75,4	141,9	36,5	Liikevoitto-%	6,7 %	9,6 %	4,9 %	5,3 %	6,6 %
Operatiivinen kassavirta	64,0	102,9	-4,1	206,3	108,1	ROE-%	11,5 %	12,9 %	3,6 %	3,2 %	5,3 %
Investoinnit	-12,0	-530,9	-111,7	-12,3	-25,5	ROI-%	9,2 %	12,1 %	4,9 %	5,3 %	6,7 %
Vapaa kassavirta	51,7	-424,4	-117,2	193,4	82,6	Omavaraisuusaste	34,3 %	41,2 %	37,0 %	39,8 %	40,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-2,4 %	24,8 %	62,5 %	29,1 %	15,9 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,0	1,3	1,1	0,6	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	8,9	9,1	11,5	5,8	4,4						
EV/EBIT (oik.)	10,2	12,4	18,1	12,4	7,5						
P/E (oik.)	12,1	10,5	19,0	28,0	11,5						
P/B	2,3	1,5	1,0	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	7,5 %	4,1 %	3,0 %	3,4 %	5,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöstensä 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 sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arvioiden 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 analyytiikoilla 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 investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.9.2022	Vähennä	7,50 €	7,05 €
24.11.2022	Vähennä	7,50 €	7,40 €
1.3.2023	Vähennä	6,80 €	6,45 €
29.3.2023	Lisää	6,20 €	5,19 €
12.5.2023	Lisää	6,20 €	5,26 €
26.7.2023	Lisää	5,50 €	4,80 €
16.8.2023	Lisää	4,70 €	4,30 €
28.8.2023	Lisää	5,00 €	4,46 €
7.9.2023	Osta	5,50 €	4,74 €
10.11.2023	Osta	5,50 €	4,44 €
12.1.2024	Osta	5,50 €	4,44 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**