

Raisio

Yhtiöraportti

14.12.2022 21:30



Pauli Lohi
+35845 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kunnianhimoiset tavoitteet tuloskasvulle

Raisio päivitti keskiviikkona taloudellisia tavoitteitaan vuosille 2022-25. Uudet tavoitteet ovat selvästi kesällä 2021 annettuja tavoitteita kunnianhimoisemmat ja vaatinevat yhtiöltä onnistumisia uusissa tuotekategorioissa niin kotimaassa kuin vientimarkkinoillakin. Nostimme ennusteita uusien tavoitteiden sekä viimeaikaisen markkinakehityksen johdosta. Toistamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 2,6 euroon (aik. 2,2).

Taloudellisia tavoitteita nostettiin tuntuvasti

Uusien taloudellisten tavoitteiden julkistaminen oli looginen toimenpide konsernin rakenteen muututtua Venäjän toiminnoista ja kalanrehuyhtiö Raisioaquasta luopumisen seurauksena. Muutokset olivat kuitenkin etenkin kannattavuustavoitteen osalta odotuksiamme suurempia. Liikevaihdon kasvutavoitteita nostettiin konsernititasolla 9 %:iin (aik. 5 %) ja kolmen strategisen kasvualueen osalta 11 %:iin (aik. 7 %). Kannattavuustavoitetta nostettiin reippaasti, sillä uusien tavoitteiden mukaan Raisio pyrkii yli 13 %:n liikevoittomarginaaliin vuonna 2025 (aik. yli 10 %). Yhtiön osinkopolitiikka on ennallaan, eli perusosion (50-100 % tuloksesta) lisäksi arvoa pyritään vapauttamaan omistajille mm. lisäosinkojen avulla. Yhtiö kertoo vuotuisen investointitarpeen olevan strategiakaudella yli 10 MEUR vuosittain, mikä koostuu pääosin tehokkuutta parantavista investoinneista. Tulevat investointitarpeet ovat kuitenkin selvästi vähäisempiä verrattuna vuosien 2019-21 keskimääräiseen tasoon (24 MEUR/v), jolloin yhtiö investoi voimakkaasti uuteen tuotantokapasiteettiin kasvun mahdollistamiseksi. Vaikka tavoitteita muutettiin, Raision strategia on pitkälti ennallaan ja siihen kuuluu kolme strategista kasvualuetta, jotka ovat 1) Benecol ja kasvistanoliesteriratkaisut, 2) lisäarvoa tuovat kauratuotteet ja ainesosat ja 3) kasviproteiinit.

Tavoitteisiin yltäminen edellyttää onnistumista uusien tuotteiden kaupallistamisessa

Vuosien 2019-21 investoinnit mahdollistavat tehokkaamman tuotekehityksen ja liikevaihdon skaalaamisen käyttöasteita nostamalla. Raisio on päässyt uusien kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden kanssa hyvin liikkeelle etenkin Suomen kuluttajamarkkinalla, missä Elovina-brändillä on erittäin vahva asema. Uutuuksien läpimurto Suomen ulkopuolella tulee arviomme mukaan olemaan suurempi haaste etenkin kuluttajarintamalla, vaikka Raisio voikin hyödyntää Euroopassa mm. tunnettuja Benecol- ja Nordic-brändejään. Arvioimmekin Suomen ulkopuolisen kasvun keskittyvän lähiaikoina erityisesti B2B-asiakkaisiin. Lisäksi kasviproteiinien kasvu ei ole toistaiseksi toteutunut toivotulla tavalla, sillä koko kategoriassa kuluttajakysynnän kasvu on taantunut ainakin väliaikaisesti.

Osakkeen tuotto-odotus edelleen houkutteleva

Nostimme liikevoitto-ennusteitamme tavoitteiden noston sekä vakaan markkinakehityksen johdosta 9 % ja 6 % vuosille 2023e ja 2024e. Ennustamme nyt keskimäärin 7 %:n kasvua liikevaihdossa vuosille 2022-25 sekä 11,2 %:n EBIT:ää vuodelle 2025. Raision tulos pohjainen arvostus vuodelle 2023 on EV/EBIT-luvulla mitattuna 13x (verrokkit 14x), mitä voidaan mielestämme pitää kohtuullisena, sillä Raisio on viime vuosina investoinut voimakkaasti uuteen kapasiteettiin, minkä mahdollistama tuloskasvu ei vielä näy merkittävästi 2023 ennusteissamme. Pidämme Raisiota laatu-yhtiönä sen tunnettujen brändien, kansainvälisen jakelun, melko hyvän pääoman tuoton sekä megatrendeihin istuvan kasvustrategian ansiosta. Yhtiön tuotto-odotus on mielestämme houkuttelevalla tasolla 4 % osinkotuoton sekä 9 % vuosittaisen tuloskasvun (2024-25e) ansiosta, sillä nykyinen eteenpäin katsova 13-14x EV/EBIT-kerroin on mielestämme hyväksyttävä taso myös pitkällä aikavälillä. Taloudellisten tavoitteiden toteutuminen tarkoittaisi vuoden 2025 EV/EBIT-luvun laskevan noin 8-9x tasolle (nykyennusteillamme 11x).

Suositus

Lisää

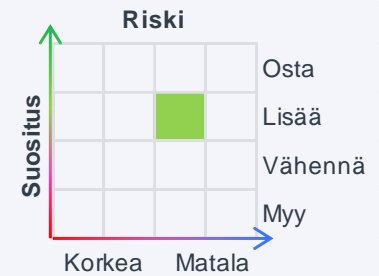
(aik. Lisää)

2,60 EUR

(aik. 2,2 EUR)

Osakekurssi:

2,36



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	246,6	224,1	233,4	246,6
kasvu-%	6 %	-9 %	4 %	6 %
EBIT oik.	22,1	17,9	24,6	27,1
EBIT-% oik.	9,0 %	8,0 %	10,6 %	11,0 %
Nettotulos	20,8	11,9	20,1	22,2
EPS (oik.)	0,12	0,08	0,13	0,14

P/E (oik.)	28,1	30,7	18,6	16,8
P/B	1,9	1,4	1,4	1,4
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,2 %	5,5 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	21,7	18,7	13,4	12,1
EV/EBITDA	14,9	12,1	9,4	8,5
EV/Liikevaihto	1,9	1,5	1,4	1,3

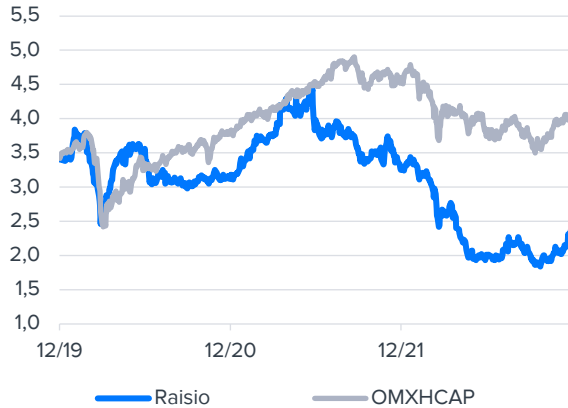
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

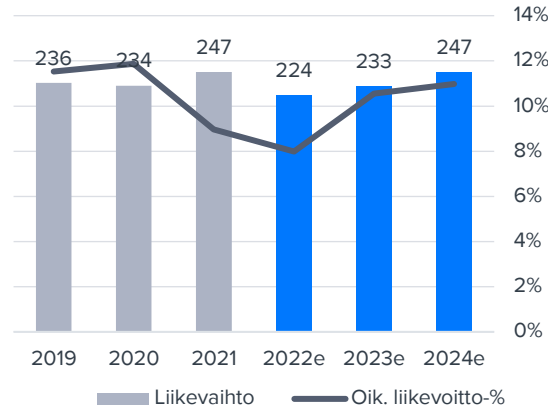
Raisio odottaa jatkuvien toimintojensa liikevaihdon olevan vuonna 2022 välillä 220–230 miljoonaa euroa ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan välillä 17–20 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



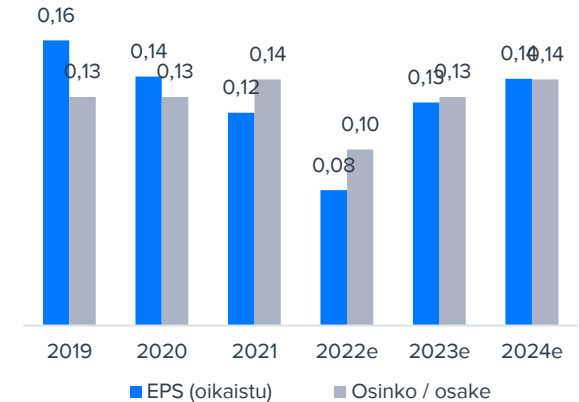
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omissa tuotekategorioiden
- Tuoreet investoinnit Nokian kauramylyyn ja kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden laitokseen mahdollistavat hyväkattaisen kasvun käyttöasteita nostamalla
- Vahvistunut oma tuotantokapasiteetti mahdollistaa uusien tuotteiden lanseeraamisen aiempaa ketterämmin
- Vakaa kannattavuus ja defensiivinen loppumarkkina
- Vahva tase ja hyvä kassavirtaprofiili mahdollistavat yritysjärjestelyiden ja/tai ylimääräisen voitonjaon toteuttamisen



Riskitekijät

- Kustannusinflaation ja talouden epävarmuuden aiheuttama kuluttajien ostovoiman heikentyminen
- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Raaka-ainehintoihin ja saatavuuteen liittyvät riskit vaikuttavat etenkin B2B-liiketoiminnan kannattavuuteen
- Hinnoitteluvoima keskittyneitä päivittäistavaraa kohtaan
- Uusien tuotesegmenttien tai vientiponnistusten epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,36	2,36	2,36
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	374	374	374
Yritysarvo (EV)	335	330	328
P/E (oik.)	30,7	18,6	16,8
P/E	31,4	18,6	16,8
P/Kassavirta	>100	18,3	17,0
P/B	1,4	1,4	1,4
P/S	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	12,1	9,4	8,5
EV/EBIT (oik.)	18,7	13,4	12,1
Osinko/tulos (%)	133,2 %	102,4 %	99,7 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,5 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tulosennusteissamme positiivisia muutoksia

Uudet tavoitteet ja markkinan vakaa kehitys tukevat kannattavuusnäkymää

- Nostimme vuosien 2023-24 liikevaihdon ennusteitamme 1%:lla ja liikevoiton ennusteitamme 9 % ja 6 %.
- Tässä vaiheessa vuotta näemme, että kriittisten raaka-aineiden kuten viljan saatavuus ensi vuodelle on riittävä ja hintataso pysynyt kohtuullisena, kun otetaan huomioon vuoden 2022 aikana tehdyt hinnankorotukset.
- Myös kuluttajakysyntä näyttäisi kehittyneen melko staattisesti, eli markkinan tasolla ruokakaupan volyymit ovat vuoden 2022 aikana laskeneet 8 %, vaikka euromääräinen myynti on kasvanut 5 % hinnankorotuksista johtuen. Negatiivinen volyymikehitys ei ole erityisemmin kiihtynyt syksyn aikana. Kyseinen osa-alue voi toki vielä muuttua ensi vuoden aikana ja tähän liittyy edelleen jonkin verran riskiä.
- Myös Raision uudet taloudelliset tavoitteet antavat mielestämme positiivisen signaalin johdon näkemyksestä suhteessa realistiseen tuloskehitykseen. Arviomme mukaan erityisesti liikevoittomarginaalitavoitteen nosto yli 13 %:iin (aik. yli 10 %) viittaisi yhtiön kannattavuusnäkymien olevan kohtalaisen hyvät.
- Nykyiset ennusteemme vastaavat 259 MEUR:n liikevaihtoa ja 29 MEUR:n liikevoittoa vuodelle 2025 (tavoite: liikevaihto yli 280 ja liikevoitto yli 36).

Vehnän futuurihinnat maaliskuulle 2023¹



1) Lähde: Bloomberg. Kauran hinta on Raisiolle vehnää merkittävämpi ajuri, mutta kauran ja vehnän hinnat tyypillisesti korreloivat vahvasti keskenään. Myös kauran tuottajahinta on laskenut kotimaassa kevään/kesän huipputasoilta. Raaka-aineen hinnan stabiloituminen auttaa palauttamaan kannattavuuden viljapohjaisten tuotteiden osalta. Kannattavuus kärsi vuoden 2022 aikana etenkin B2B-kaupassa.

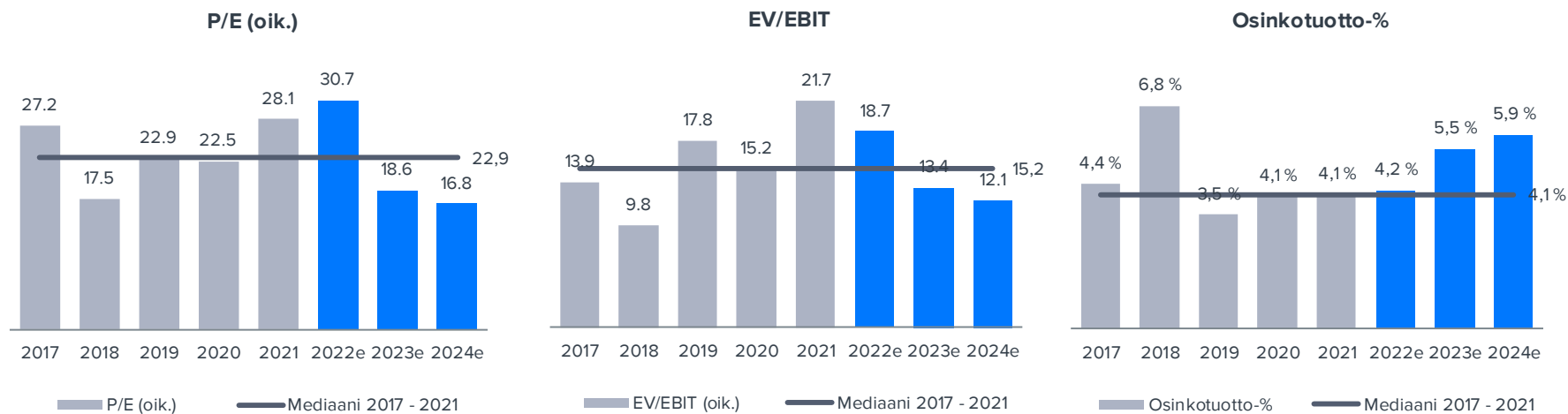
Ennustemuutokset	2022	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	224	224	0 %	230	233	1 %	243	247	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,9	17,9	0 %	22,7	24,6	9 %	25,6	27,1	6 %
Liikevoitto	17,6	17,6	0 %	22,7	24,6	9 %	25,6	27,1	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,08	0,08	0 %	0,12	0,13	8 %	0,13	0,14	6 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,14	0,13	-7 %	0,15	0,14	-7 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osaakekurssi	3,84	2,35	3,72	3,19	3,40	2,36	2,36	2,36	2,36
Osakemäärä, milj. kpl	157,3	157,3	157,4	157,4	158,4	158,4	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	604	369	585	504	539	374	374	374	374
Yritysarvo (EV)	499	250	486	421	479	335	330	328	327
P/E (oik.)	27,2	17,5	22,9	22,5	28,1	30,7	18,6	16,8	15,7
P/E	15,0	30,8	22,9	21,4	25,9	31,4	18,6	16,8	15,7
P/Kassavirta	3,7	8,1	neg.	54,2	neg.	>100	18,3	17,0	16,7
P/B	2,3	1,4	2,2	1,9	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4
P/S	2,6	1,6	2,5	2,2	2,2	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	2,1	1,1	2,1	1,8	1,9	1,5	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA (oik.)	7,3	8,1	14,5	12,0	14,9	12,1	9,4	8,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	13,9	9,8	17,8	15,2	21,7	18,7	13,4	12,1	11,3
Osinko/tulos (%)	66,2 %	209,8 %	80,2 %	87,4 %	106,8 %	133,2 %	102,4 %	99,7 %	99,7 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	6,8 %	3,5 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %	5,5 %	5,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
AAK	4320	4894	20,2	17,4	14,7	13,5	1,1	1,1	23,9	21,0	1,5	1,7	3,5
Associated British Foods	14925	16548	10,1	10,9	6,1	6,4	0,9	0,8	12,9	13,5	2,9	2,8	1,2
Archer-Daniels-Midland	48140	53401	11,8	13,7	8,6	9,7	0,6	0,6	12,4	14,0	1,7	1,8	2,3
Apetit	64	60	19,9	11,9	6,6	5,4	0,3	0,3	33,8	16,4	3,5	3,9	0,7
Aryzta	1169	1453	15,6	11,2	6,9	6,0	0,8	0,7	58,9	19,0			1,6
Bunge	13302	15289	5,9	6,4	5,1	5,5	0,2	0,2	6,8	7,9	2,4	2,6	1,5
Bonduelle	406	766	9,4	13,4	4,2	5,3	0,3	0,3	7,6	7,9	3,4	2,6	0,5
Cloetta	544	730	11,5	10,4	8,3	7,7	1,2	1,1	12,5	10,4	4,9	4,9	1,3
Campbell Soup	15839	20280	16,6	15,8	13,3	12,7	2,5	2,3	19,8	18,9	2,7	2,7	5,0
Danone	33609	45955	14,0	12,9	10,3	9,7	1,7	1,6	14,9	13,9	4,0	4,2	1,8
Ebro Foods	2308	2820	13,2	12,5	8,9	8,6	1,0	1,0	17,5	16,5	4,3	4,3	1,1
Fodelia	38	50	50,3	16,8	16,8	10,1	1,2	0,9	158,3	19,8	0,8	2,1	2,9
General Mills	48521	59059	20,1	19,0	16,9	16,1	3,3	3,2	22,7	21,2	2,4	2,5	5,3
Greencore Group	374	631	7,5	7,0	4,2	4,1	0,3	0,3	6,8	7,2	4,2	5,3	0,7
Kellogg	23549	29919	17,3	16,5	13,5	12,8	2,1	2,1	17,8	17,7	3,2	3,3	5,7
Kerry Group	15210	17579	18,7	17,4	14,4	13,4	2,0	1,9	19,6	18,0	1,2	1,3	2,5
Mondelez International	86774	105121	22,8	22,0	18,4	18,0	3,6	3,4	23,1	22,0	2,2	2,1	3,4
Nestle	305679	354311	22,2	20,7	17,8	16,8	3,7	3,5	22,9	21,4	2,7	2,8	6,3
Orkla	6844	8562	11,8	12,4	9,1	9,4	1,5	1,5	12,8	12,9	4,4	4,6	1,7
Premier Foods	1068	1459	8,7	8,5	7,6	7,3	1,4	1,3	9,1	9,1	1,4	1,3	0,7
Tate & Lyle	3390	3703	18,8	13,8	11,7	9,9	2,3	1,8	13,2	14,8	3,2	2,5	1,9
Unilever	121174	150528	17,5	17,1	14,8	14,5	2,7	2,7	21,4	20,8	3,3	3,5	7,2
Raisio (Inderes)	374	335	18,7	13,4	12,1	9,4	1,5	1,4	30,7	18,6	4,2	5,5	1,4
Keskiarvo			16,5	14,0	10,8	10,1	1,6	1,5	24,9	15,7	2,9	3,0	2,7
Mediaani			16,1	13,6	9,7	9,7	1,3	1,2	17,6	16,4	2,9	2,7	1,8
 Erotus-% vrt. mediaani			16 %	-1 %	25 %	-3 %	16 %	18 %	74 %	13 %	47 %	102 %	-23 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	234	50,0	66,7	69,6	60,3	247	53,2	55,5	56,5	58,9	224	233	247	259
Terveelliset elintarvikkeet	135	34,4	34,7	36,3	38,0	143	35,6	35,0	36,7	38,0	145	154	164	174
Terveelliset ainesosat	126	22,3	38,9	41,3	30,4	133	27,6	29,4	29,6	30,2	117	118	121	125
Muut toiminnot	1,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	1,6	1,6	1,7
Käyttökate	35,1	9,0	6,4	10,5	6,2	32,2	3,9	6,9	8,7	8,1	27,7	35,0	38,8	40,8
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-1,5	-1,9	-2,4	-2,7	-8,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-10,1	-10,4	-11,8	-11,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,7	4,7	5,3	8,2	3,9	22,1	1,4	4,4	6,5	5,5	17,9	24,6	27,1	29,1
Liikevoitto	28,9	7,5	4,5	8,2	3,5	23,7	1,4	4,4	6,2	5,5	17,6	24,6	27,1	29,1
Terveelliset elintarvikkeet	18,6	4,8	3,9	5,6	4,9	19,2	2,7	4,1	6,6	5,7	19,2	20,0	21,8	23,3
Terveelliset ainesosat	12,5	3,5	1,7	2,9	0,0	8,0	0,0	1,4	0,2	1,2	2,8	9,3	10,1	10,6
Muut toiminnot	-2,2	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-3,5	-1,3	-1,0	-0,7	-1,4	-4,4	-4,7	-4,8	-4,9
Nettorahoituskulut	0,6	0,3	0,5	0,0	0,0	0,9	-1,3	-1,2	-0,7	0,0	-3,2	0,5	0,7	0,7
Tulos ennen veroja	29,4	7,8	5,1	8,2	3,5	24,6	0,1	3,2	5,5	5,5	14,4	25,1	27,8	29,8
Verot	-6,0	-1,6	-1,1	-1,7	0,5	-3,9	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,5	-5,0	-5,6	-6,0
Nettotulos	23,4	6,2	4,0	6,5	4,0	20,8	-0,1	3,0	4,5	4,4	11,9	20,1	22,2	23,8
EPS (oikaistu)	0,14	0,02	0,03	0,04	0,03	0,12	0,00	0,02	0,03	0,03	0,08	0,13	0,14	0,15
EPS (raportoitu)	0,15	0,04	0,03	0,04	0,03	0,13	0,00	0,02	0,03	0,03	0,08	0,13	0,14	0,15
													1,06	
Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,2 %	-8,7 %	11,3 %	7,1 %	11,8 %	5,6 %	6,4 %	-16,7 %	-18,9 %	-2,3 %	-9,1 %	4,2 %	5,6 %	5,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1,8 %	-28,0 %	-24,7 %	-16,3 %	-10,6 %	-20,3 %	-69,6 %	-15,5 %	-20,5 %	40,2 %	-19,0 %	37,6 %	9,9 %	7,4 %
Käyttökate-%	15,0 %	18,1 %	9,6 %	15,1 %	10,2 %	13,0 %	7,4 %	12,5 %	15,4 %	13,8 %	12,4 %	15,0 %	15,7 %	15,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,9 %	9,5 %	7,9 %	11,8 %	6,5 %	9,0 %	2,7 %	8,0 %	11,5 %	9,4 %	8,0 %	10,6 %	11,0 %	11,2 %
Nettotulos-%	10,0 %	12,5 %	6,0 %	9,4 %	6,7 %	8,4 %	-0,1 %	5,5 %	8,0 %	7,5 %	5,3 %	8,6 %	9,0 %	9,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	156	194	190	192	193
Liikearvo	45,9	49,6	49,6	49,6	49,6
Aineettomat hyödykkeet	32,0	36,0	37,0	38,0	39,7
Muut sijoitukset	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Laskennalliset verosaamiset	2,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Vaihtuvat vastaavat	158	160	132	121	126
Vaihto-omaisuus	37,1	37,9	44,8	44,4	45,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	315	354	323	314	319

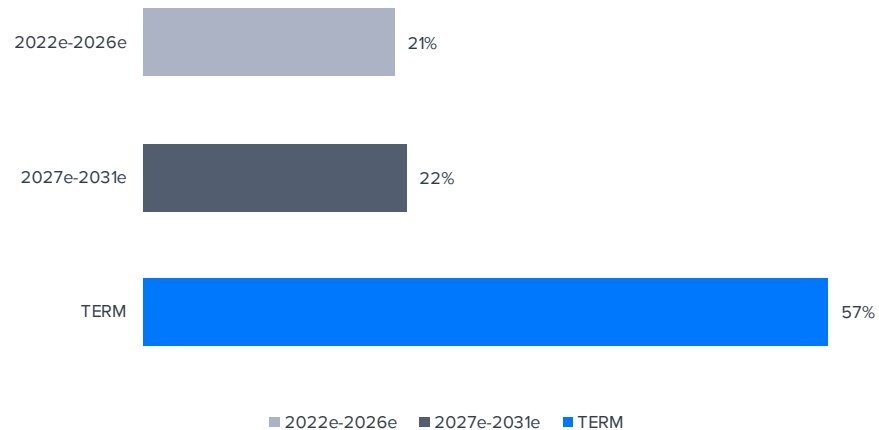
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	269	281	263	267	269
Osakepääoma	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Kertyneet voittovarot	183	253	235	239	241
Muu oma pääoma	58,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,9	35,6	9,7	9,7	9,7
Laskennalliset verovelat	6,3	9,7	9,7	9,7	9,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,6	25,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	29,2	38,1	50,0	37,0	40,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	3,2	17,3	2,9	3,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,2	34,7	32,5	33,8	37,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	315	354	323	314	319

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,6 %	-9,1 %	4,2 %	5,6 %	5,2 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	9,6 %	7,9 %	10,6 %	11,0 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	23,7	17,6	24,6	27,1	29,1	30,2	31,5	32,4	33,4	30,7	31,3	
+ Kokonaispoistot	8,5	10,1	10,4	11,8	11,7	11,7	11,5	12,4	12,9	13,8	12,8	
- Maksetut verot	-2,1	-2,5	-5,0	-5,6	-6,0	-6,2	-6,4	-6,6	-6,8	-6,3	-6,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,5	-7,4	2,8	1,4	0,5	-0,2	-0,2	0,3	0,3	0,4	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	30,7	17,2	33,0	34,8	35,5	35,7	36,5	38,6	40,0	38,7	37,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-45,2	-6,0	-12,5	-12,8	-13,1	-11,3	-12,3	-10,2	-10,5	-8,1	-15,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-14,4	11,2	20,5	22,0	22,4	24,4	24,2	28,4	29,5	30,7	21,7	
+/- Muut	0,0	-7,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-14,4	3,6	20,5	22,0	22,4	24,4	24,2	28,4	29,5	30,7	21,7	407
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	19,0	19,0	18,0	18,2	16,9	18,4	17,8	17,2	11,3	212
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		372	368	349	330	312	294	277	259	241	224	212
Velaton arvo DCF		372										
- Korolliset velat		-29,1										
+ Rahavarat		89,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-22,2										
Oman pääoman arvo DCF		410										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,04
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	7,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	236,3	233,6	246,6	224,1	233,4	EPS (raportoitu)	0,16	0,15	0,13	0,08	0,13
Käyttökate	33,7	35,1	32,2	27,7	35,0	EPS (oikaistu)	0,16	0,14	0,12	0,08	0,13
Liikevoitto	27,3	28,9	23,7	17,6	24,6	Operat. kassavirta / osake	0,15	0,22	0,19	0,11	0,21
Voitto ennen veroja	28,4	29,4	24,6	14,4	25,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,02	0,06	-0,09	0,02	0,13
Nettovoitto	25,5	23,4	20,8	4,3	20,1	Omapääoma / osake	1,72	1,71	1,77	1,66	1,69
Kertaluontoiset erät	0,0	1,1	1,6	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,13	0,13	0,14	0,10	0,13
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	308,5	314,6	354,4	322,5	313,8	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	-1 %	6 %	-9 %	4 %
Oma pääoma	271,3	269,5	280,7	262,9	267,1	Käyttökateen kasvu-%	9 %	4 %	-8 %	-14 %	26 %
Liikearvo	48,5	45,9	49,6	49,6	49,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	2 %	-20 %	-19 %	38 %
Nettovelat	-98,6	-83,1	-59,9	-38,7	-43,8	EPS oik. kasvu-%	21 %	-13 %	-15 %	-36 %	65 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	14,2 %	15,0 %	13,0 %	12,4 %	15,0 %
Käyttökate	33,7	35,1	32,2	27,7	35,0	Oik. Liikevoitto-%	11,5 %	11,9 %	9,0 %	8,0 %	10,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,5	1,6	0,5	-7,4	2,8	Liikevoitto-%	11,5 %	12,4 %	9,6 %	7,9 %	10,6 %
Operatiivinen kassavirta	23,1	34,4	30,7	17,2	33,0	ROE-%	9,5 %	8,7 %	7,6 %	4,4 %	7,6 %
Investoinnit	-25,8	-23,9	-45,2	-6,0	-12,5	ROI-%	10,8 %	11,2 %	8,5 %	6,3 %	9,2 %
Vapaa kassavirta	-2,6	9,3	-14,4	3,6	20,5	Omavaraisuusaste	87,9 %	85,7 %	79,2 %	81,5 %	85,1 %
						Nettovelkaantumisaste	-36,3 %	-30,8 %	-21,3 %	-14,7 %	-16,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,9	1,5	1,4						
EV/EBITDA (oik.)	14,5	12,0	14,9	12,1	9,4						
EV/EBIT (oik.)	17,8	15,2	21,7	18,7	13,4						
P/E (oik.)	22,9	22,5	28,1	30,7	18,6						
P/B	2,2	1,9	1,9	1,4	1,4						
Osinkotuotto-%	3,5 %	4,1 %	4,1 %	4,2 %	5,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/03/2020	Lisää	3,00 €	2,79 €
06/05/2020	Vähennä	3,40 €	3,56 €
06/08/2020	Lisää	3,30 €	3,08 €
06/11/2020	Lisää	3,20 €	3,14 €
11/02/2021	Vähennä	3,40 €	3,75 €
06/04/2021	Vähennä	3,70 €	4,20 €
05/05/2021	Vähennä	3,70 €	4,33 €
11/06/2021	Myy	3,60 €	4,21 €
10/07/2021	Vähennä	3,60 €	3,77 €
05/08/2021	Vähennä	3,60 €	3,93 €
22/08/2021	Vähennä	3,60 €	3,73 €
03/11/2021	Vähennä	3,50 €	3,42 €
09/02/2022	Vähennä	3,40 €	3,19 €
03/03/2022	Lisää	2,90 €	2,59 €
04/05/2022	Lisää	2,40 €	2,12 €
01/08/2022	Lisää	2,40 €	2,14 €
03/08/2022	Lisää	2,50 €	2,27 €
02/11/2022	Lisää	2,20 €	1,92 €
14/12/2022	Lisää	2,60 €	2,36 €

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

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

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

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

Inderes 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.**