

Raisio

Laaja raportti

2.2.2024 19:20



Pauli Lohi
+358 45 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvua kauratuotteilla

Raisio on kansainvälisesti toimiva terveelliseen ja vastuulliseen ruokaan keskittyvä yhtiö. Merkittävä osuus yhtiön liikevaihdosta syntyy tunnettujen brändien kuten Benecolin ja Elovenan avulla. Yhtiön vuonna 2021 käynnistämän tehtaan kaurapohjaisten uutuustuotteiden myynti on lähtenyt Suomessa vahvasti liikkeelle. Seuraavaksi Raisio pyrkii nostamaan tehtaan käyttöasteita laajentamalla lisäarvoa tuovien kauratuotteiden myyntiä kotimaata suuremmille markkina-alueille. Toistamme lisää-suosituksen ja 2,3 euron tavoitehinnan.

Terveelliseen ja vastuulliseen ruokaan keskittyvä elintarvikealan bränditalo

Raisio on vuodesta 2018 lähtien keskittynyt terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan ja investoinut voimakkaasti tuotantokapasiteettiin tavoitellakseen korkean kasvupotentiaalin segmenttejä. Strategiakaudelle 2022-2025 yhtiö määritteli kolme liiketoiminnan strategista kasvualuetta, jotka ovat Benecol-, kaura- ja kasviproteiinituotteet. Kasvualueiden pääbrändit ovat kolesterolia alentava Benecol, kaurabrändi Elovena ja härkäpapatuotteista tunnettu Härkis, minkä lisäksi yhtiön salkussa on myös muita paikallisesti suosittuja kuluttajabrändejä kuten Sunnuntai, Nalle ja Torino. B2B-puolella Raision liiketoiminnat sisältävät Benecol-aineesosan myynnin lisenssipartnereille sekä viljapohjaisten tuotteiden ja kasviproteiinien myyntiä teollisuuteen ja suurkeittiöille. Raision tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa ja yhtiöllä on toimintaa noin kymmenessä eri Euroopan maassa, joista Suomi ja Iso-Britannia ovat merkittävimmät.

Kansainvälistyminen liikkeelle aikalisän jälkeen

Nykyisellä strategiakaudella 2022-2025 Raisio tavoittelee konsernin tasolla 9 %:n kasvua sekä liikevoittomarginaalin nostamista 13 %:iin. Inflaatio ja kuluttajakysynnän muutokset pakottivat yhtiön kuitenkin keskittymään kannattavuuteen vuoden 2023 aikana, joten arvioimme strategisten tavoitteiden saavuttamisen vähintäänkin viivästyvän. Oletamme ennusteissamme uusien kauratuotteiden kansainvälistämisen käynnistyvän toden teolla vuoden 2024 aikana, mikä näkyy aluksi kohonneina kustannuksina ja muutaman vuoden sisällä tuloskasvuna. Lisäksi Raision operatiivista tehokkuutta parantavat toimenpiteet tukevat kannattavuuden kehitystä. Ennustamme oikaistun liikevoiton pysyvän vakaana vuonna 2024 ja parantuvan merkittävästi 2025.

Osake hinnoitellaan alle verrokkiryhmän vaikka lyhyellä aikavälillä ero voisi olla toiseen suuntaan

Raision osakkeen tuotto-odotus vuosille 2024-25 muodostuu keskimäärin 9 %:n tuloskasvusta ja 7 %:n vuotuisesta osinkotuotosta, jotka yhdessä ylittävät noin 8 %:n tuottovaatimuksen. Lyhyellä aikavälillä osaketta voitaisiin mielestämme hinnoitella hieman preemiolla suhteessa verrokkiryhmään (EV/EBIT 12x 2024e), sillä Raision kasvustrategia on keskeneräinen ja vuoden 2024 tulos tulee oletettavasti kärsimään kansainvälisestä laajentumisesta. Pidämme Raisiota laatuyhtiönä sen tunnettujen brändien, kansainvälisen jakelun, melko hyvän pääoman tuoton sekä megatrendeihin istuvan kasvustrategian ansiosta. Kasvustrategian onnistumiseen liittyy toki epävarmuutta, mutta ainakin kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden potentiaalista on saatu Suomessa vahvoja näyttöjä. Benecolin ja etenkin kasviproteiinien saralla lähiaikojen näkymät ovat sumuisemmat. Nostimme keskimääräistä pääomantuottovaatimusta (WACC) 7,6 %:iin (aik. 7,4 %) kasvustrategiaan liittyvien epävarmuustekijöiden johdosta. DCF-mallimme mukainen käypä arvo osakkeelle on 2,4 euroa. Näemme taloudellisten tavoitteiden aikataulun viivästyminen mahdollisena negatiivisena ajurina osakkeelle, mutta toisaalta markkina jo mielestämme huomioi tämän osakkeen hinnanmuodostuksessa täysimääräisesti.

Suositus

Lisää

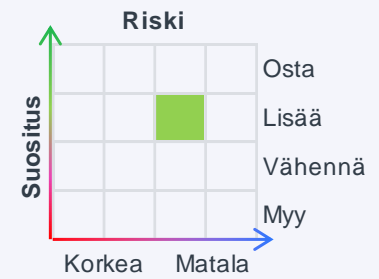
(aik. Lisää)

2,30 EUR

(aik. 2,30 EUR)

Osakekurssi:

2,04



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	220,8	220,0	233,0	249,0
kasvu-%	-10 %	0 %	6 %	7 %
EBIT oik.	18,4	22,4	22,9	26,7
EBIT-% oik.	8,3 %	10,2 %	9,8 %	10,7 %
Nettotulos	12,5	18,1	19,9	22,8
EPS (oik.)	0,08	0,12	0,13	0,14
P/E (oik.)	29,7	16,7	16,2	14,1
P/B	1,5	1,2	1,3	1,3
Osinkotuotto-%	5,8 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	18,5	12,0	11,8	10,2
EV/EBITDA	12,2	8,5	8,2	7,2
EV/Liikevaihto	1,5	1,2	1,2	1,1

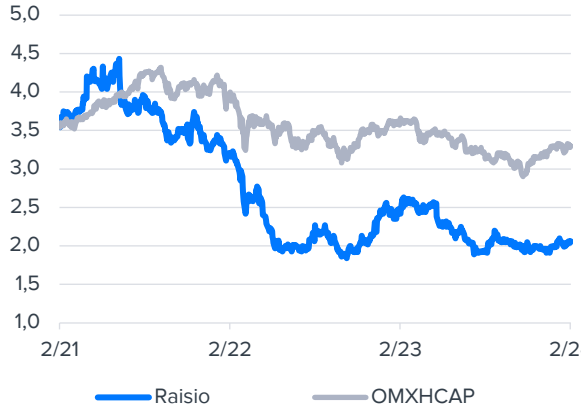
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

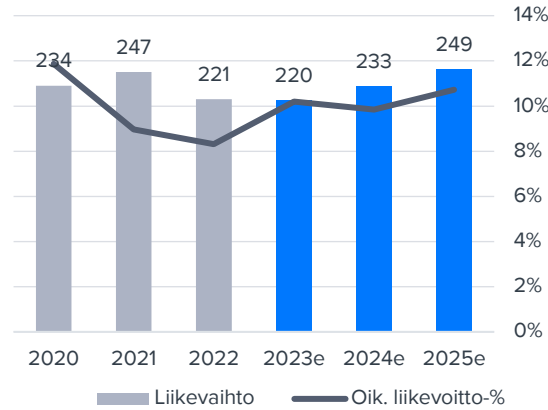
Raisio odottaa vuoden 2023 vertailukelpoisen liikevaihdon olevan vuoden 2022 tasolla tai hieman sen alle (2022: 220 MEUR). Vertailukelpoisen liikevoiton arvioidaan olevan 21-23 MEUR.

Osakekurssi



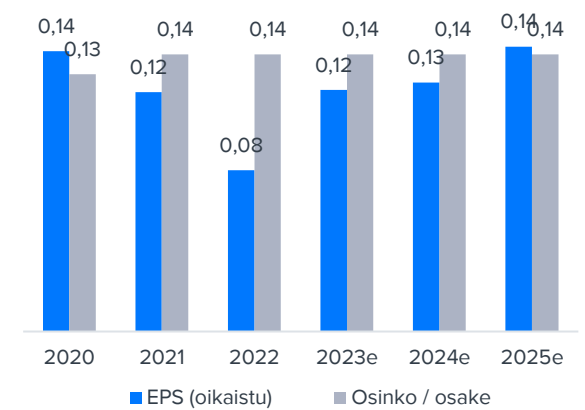
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omilla tuotekategorioissa
- 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 keskittynyttä päivittäistavarakauppaa kohtaan
- Uusien tuotesegmenttien tai vientiponnistusten epäonnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,04	2,04	2,04
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	322	322	322
Yritysarvo (EV)	268	272	273
P/E (oik.)	16,7	16,2	14,1
P/E	17,8	16,2	14,1
P/B	1,2	1,3	1,3
P/S	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,5	8,2	7,2
EV/EBIT (oik.)	12,0	11,8	10,2
Osinko/tulos (%)	122,5 %	111,2 %	97,2 %
Osinkotuotto-%	6,9 %	6,9 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Terveelliset elintarvikkeet -segmentti	8-13
Elintarvikealan arvoketju	14
Terveelliset ainesosat -segmentti	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Liiketoiminnan riskiprofiili	20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema	21-24
Ennusteet	25-29
Osakkeen arvostus ja sijoitusprofiili	30-37
ESG	38
Taulukot	39-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Yhtiökuvaus (1/3)

Raisio on elintarvikeyritys, joka keskittyy terveelliseen ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Yhtiön tunnettuja kuluttajabrändejä ovat mm. Benecol, Elovena, Härkis, Nalle, Sunnuntai ja Torino. Raision operatiiviset liiketoimintayksiköt ovat 1) Terveelliset elintarvikkeet (keskittyy kuluttajabrändeihin Euroopassa) ja 2) Terveelliset ainesosat (Benecol-ainesosan lisensointi sekä viljapohjaisten elintarvikkeiden ja kasviproteiinien myynti teollisuudelle ja suurkeittiöille).

220 MEUR (+0 % vs. 2022¹)

Liikevaihto 2023e

22 MEUR (2022¹: 18 MEUR)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2023e

5,6 % (2021: 8,4 %)

Sijoitetun pääoman tuotto ROIC 2022²

342

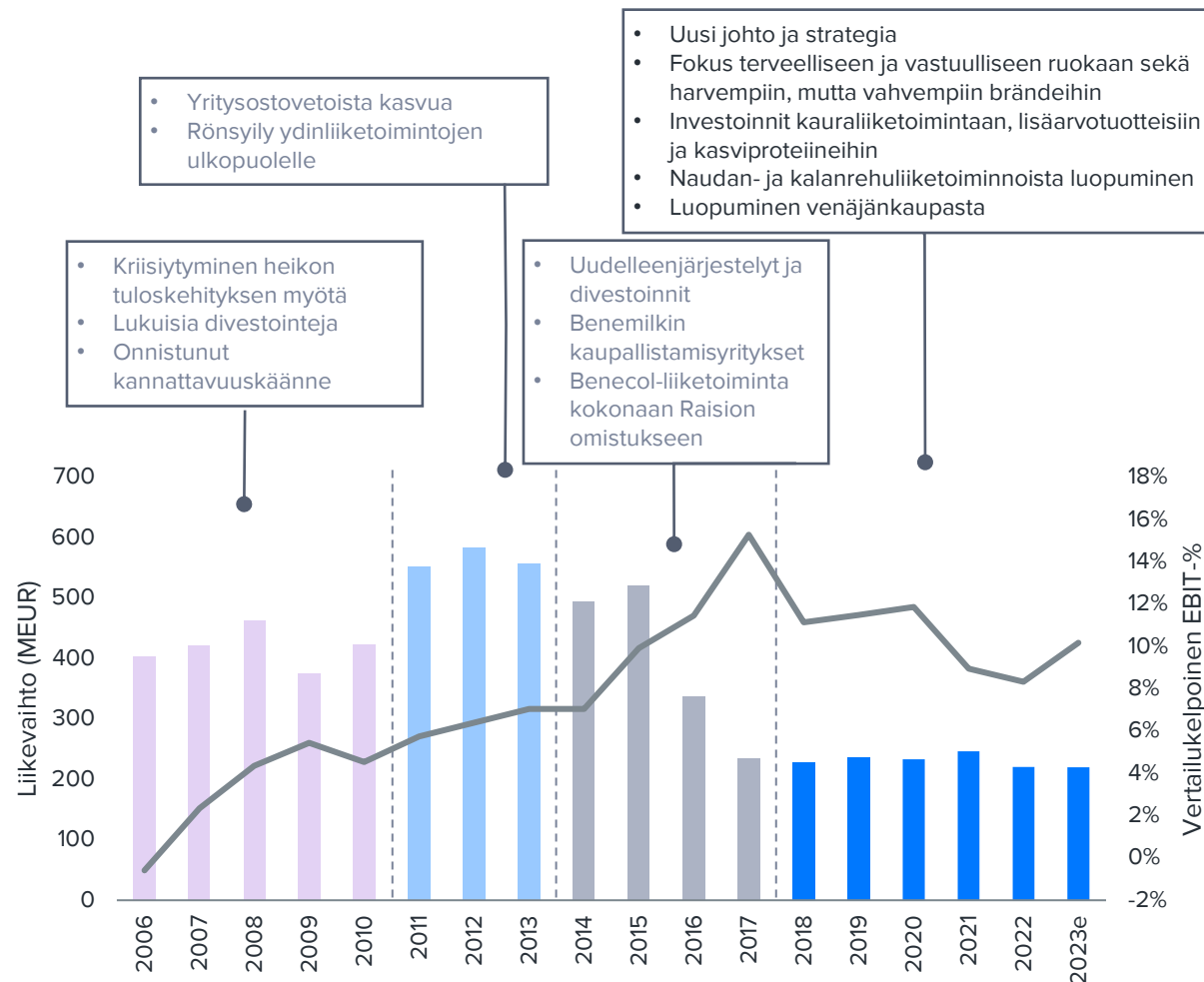
Henkilöstömäärä syyskuu 2023

5 tuotantolaitosta

Kaikki tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa

48 % liikevaihdosta

Suomen ulkopuolisilta markkinoilta tammi-syyskuussa 2023



1) Nykyisten jatkuvien toimintojen osalta, 2) Vertailukelpoinen

Yhtiökuvaus (2/3)

Kansainvälinen elintarvikeyhtiö

Raisio on vuonna 1939 perustettu elintarvikeyhtiö. Raisiolla on portfolio arvostettuja kuluttajabrändejä sekä yritysasiakkaille suunnattua liiketoimintaa. Viime vuosina strategiassa on korostettu kasvua terveellisesti ja vastuullisesti tuotetun ruoan saralla. Yhtiön jatkuviin toimintoihin kuuluu tällä hetkellä 5 tuotantolaitosta Suomessa ja sen tuotteita viedään noin 40 maahan.

Vuonna 2022 Raisio-konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 221 MEUR ja oikaistu liikevoitto 18,4 MEUR (EBIT 8,3 %).

Kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä

Raisiolla on kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä 1) Terveelliset elintarvikkeet ja 2) Terveelliset ainesosat. Muut toiminnot -segmentti käsittää lähinnä konsernin toimintaa tukevat palvelufunktiot.

Terveelliset elintarvikkeet keskittyy Raision kuluttajabrändeihin (mm. Benecol, Elovena, Nalle, Torino ja Härkis). Päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteiden pääasiallinen myyntikanava on päivittäistavarakaupat. Jatkuvien liiketoimintojen osalta vuoden 2022 liikevaihto oli 143 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 18,0 MEUR eli 12,6 % liikevaihdosta.

Terveelliset ainesosat käsittää elintarvikkeiden ainesosien ja immateriaalioikeuksien myyntiä yritysasiakkaille. Näitä ovat 1) Benecol-ainesosan lisenssimyynti, 2) viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti ja 3) kasviproteiinien myynti teollisuudelle ja suurkeittiöille. Vuonna 2022 jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 115,7 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 3,4 MEUR, mikä tarkoittaa 2,9 %:n liikevoittomarginaalia. Operaatiot

johon kuuluvat tuotanto, hankinta ja toimitusketju raportoidaan osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä.

Muut toiminnot sisältää konsernin palvelufunktioita mm. talous-, tieto- ja henkilöstöhallinto, laki- ja vastuullisuusasiat, viestintä, kiinteistöjen hallinta- ja huoltopalvelut. Vuonna 2022 segmentin liikevaihto oli 2,0 MEUR ja vertailukelpoinen operatiivinen liiketulos -3,5 MEUR.

Kaksi osakesarjaa

Raisiolla on kaksi osakesarjaa: kantaosakkeiden K-sarja ja vaihto-osakkeiden V-sarja. Molemmilla sarjoilla on samat oikeudet yhtiön pääomaan ja voitonjakoon, mutta K-osake tuottaa 20 ääntä ja V-osake yhden äänen yhtiökokouksessa. K-osakkeiden osuus Raision osakekannasta on 19 % ja äänimäärästä 83 %. V-osakkeiden osuus osakekannasta on vastaavasti 81 % ja äänimäärästä 17 %. Nykyisellä 2,04 euron osakekurssilla Raision markkina-arvo on 322 MEUR.

Omistus ja johto

Raision osakkeiden omistus on melko hajaantunut. Suurimmat omistajat osakkeiden määrällä mitattuna ovat 1) Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma (3,3 % osakkeista ja 0,7 % äänistä), 2) rahastoyhtiö Vanguard (2,5 % osakkeista ja 0,5 % äänistä), 3) Maa- ja Metsätaloustuottajain keskusliitto (2,5 % osakkeista ja 10 % äänistä), 4) Nordean rahastot (2,3 % osakkeista ja 0,5 % äänistä) ja 5) Kari Niemistö (1,8 % osakkeista ja 0,5 % äänistä). Raision toimitusjohtajana on toiminut marraskuusta 2017 alkaen Pekka Kuusniemi.



Segmentit

Terveelliset elintarvikkeet	Terveelliset ainesosat	Muut toiminnot
<ul style="list-style-type: none">Kolesteria alentava BenecolVälipalatuotteetHiutaleet, jauhot, patukat, keksit jne.LeivontatuotteetHärkäpapatuotteet	<ul style="list-style-type: none">Benecol-ainesosaElintarvikkeet teollisuudelle (vilja- ja kasviproteiinituotteet)Viljakauppa	<ul style="list-style-type: none">TaloushallintoLakiasiatViestintäKiinteistötHuoltopalvelut

Brändit



Operaatiot

Tuotanto, hankinta ja toimitusketju (raportoidaan osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä)

Yhtiökuvaus (3/3)

Raaka-aineet

Raision valmistuksessa käytettävät raaka-aineet

Euromääräisesti suurimmat ovat:

1. Viljapohjaiset raaka-aineet (erityisesti kotimainen kaura)
2. Sterolit (puusta, rypsiä tai soijasta)

Valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista 88 % ovat viljoja, joista noin 97 % ostetaan suomalaisilta viljelijöiltä (2022).

Tuotanto

Raisio-konsernin omat tuotantolaitokset:

1. Vehnämylly ja pastatehdas Raisiossa
2. Esteröintilaitos (sterolista valmistetaan kasvistanolia) Raisiossa
3. Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitos Raisiossa
4. Kaura- ja ruismylly Nokialla
5. Verso Foodin kasviproteiinitehdas Kauhavalla

Sopimusvalmistuskumppanit

Kolme eurooppalaista alihankkijaa, jotka valmistavat Benecol-levitteitä sekä jogurtteja

Asiakkaat

Raisio-konsernin suurimmat asiakasryhmät:

- Päivittäistavarakaupat
- Tukkukaupat
- Benecol-lisenssivalmistajat
- Leipomot
- Teollisuus
- Suurkeittiöt

Energian kulutus ja lähteet

- **Energian kulutus** 78 GWh vuonna 2022, josta hieman yli puolet teollisuushöyryä ja loput sähköä.
- **Teollisuushöyryä** tuotetaan omilla biokattiloilla hyödyntäen polttoaineena mm. prosessien sivuvirtoja, kuten kauran kuorta sekä haketta.
- **Sähkön hintoja** pyritään suojaamaan useamman vuoden tähtäimellä.
- **Hiilineutraalin energian osuus** 100 %. Viimeinen puuttuva palanen, Kauhavan tehdas, siirtyi uusiutuvan energian käyttöön vuoden 2023 aikana.

Omat tuotantolaitokset kartalla



Terveelliset elintarvikkeet (1/6)

Raision kuluttajabrändiliiketoiminta

Raision kuluttajabrändiliiketoiminnat raportoidaan Terveelliset elintarvikkeet –segmentissä.

Segmentin päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteita myydään pääosin isojen päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Segmentin liikevaihto raportoidaan kolmelta maantieteelliseltä alueelta, jotka ovat Länsi-Eurooppa (2023 tammisyysskuu: 42 % liikevaihdosta), Pohjois-Eurooppa (52 % liikevaihdosta) sekä Keski- ja Itä-Eurooppa (7 % liikevaihdosta). Kaksi tärkeintä yksittäistä maata ovat Suomi ja Iso-Britannia.

Vuonna 2022 segmentin liikevaihto oli 143 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 18,0 MEUR (12,6 % liikevaihdosta). Segmentissä työskenteli syyskuun 2023 lopussa 115 henkilöä. Raisio ei avaa miten liikevaihto jakautuu eri brändien kesken, mutta arviomme mukaan Benecol ja Elovena ovat yhtiön ylivoimaisesti suurimmat brändit. Muut brändit ovat pääosin paikallisia ja melko pieniä.

Länsi-Eurooppa (42 % segmentin liikevaihdosta)

Länsi-Euroopan toiminta käsittää Benecol-tuotteiden myynnin Iso-Britanniaan, Belgiaan ja Irlantiin. Länsi-Euroopan liikevaihto vuonna 2022 oli 64 MEUR (kasvua 1 %). Raisiolla on vahva asema Iso-Britanniassa ja Irlannissa, sillä se on markkinajohtaja kolesterolia alentavissa elintarvikkeissa molemmilla markkinoilla. Raisio osti Benecol-liiketoiminnan takaisin itselleen Johnson & Johnsonilta vuonna 2014.

Kaupallinen strategia Iso-Britanniassa ja Irlannissa nojaa lääkäreiden kautta tehtävään valistustyöhön, jonka avulla pyritään saamaan kuluttajia pitkäkestoisiksi Benecol-käyttäjiksi. Benecolia

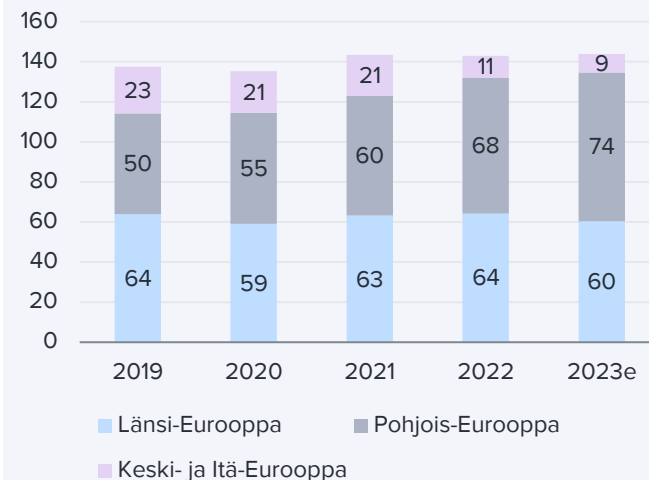
markkinoitiin aiemmin hintavilla mainoskampanjoilla, mutta Raisio on tietoisesti vähentänyt kalliita massakampanjoita ja ohjannut resursseja pitkäjänteisempään terveystietoisuuden kasvattamiseen lääketieteen ammattilaisten kautta.

Liikevaihdon kehitys on ollut Länsi-Euroopassa ristiriitaista viime vuosina. Etenkin Iso-Britanniassa Benecolin myynti on heilunut. Korona-aikana myynti laski selvästi, kun iäkäs käyttäjäkunta vähensi käyntiä suuremmissa ruokakaupoissa, missä Benecolilla on paras saatavuus. Pandemian jälkeen kasvu kääntyi jälleen positiiviseksi, mihin vaikutti osaltaan Raision tekemä työ saatavuuden ja hyllynäkyvyyden parantamiseksi. Kuluttajien ostovoiman heikentyminen on kuitenkin kääntänyt myyntivolyymit selvään laskuun Iso-Britanniassa vuoden 2022 lopulta alkaen, sillä koko kolesterolia alentavien levitteiden kategoria on kärsinyt kuluttajien suunnatessa ostoksiaan edullisempiin tuotteisiin. Irlannissa Benecolin myynti on sen sijaan jatkanut kasvuaan jo pitkään, jopa vaikeassa kustannusympäristössä, mikä on osaltaan lievittänyt Iso-Britannian heikkoa kehitystä.

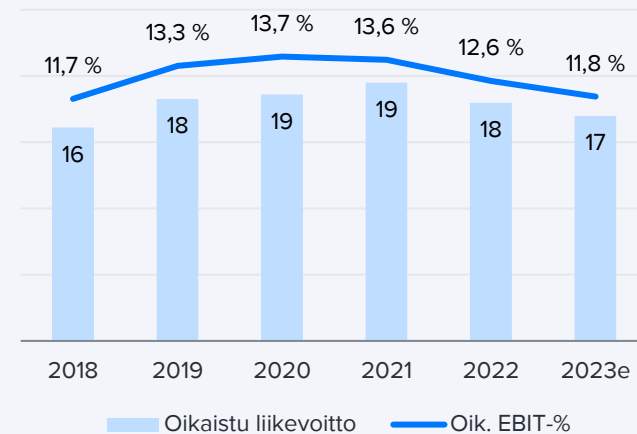
Pohjois-Eurooppa (52 % segmentin liikevaihdosta)

Pohjois-Eurooppa käsittää Suomen, Skandinavian ja Baltian. Raision tunnetuimmat brändit alueella ovat Elovena, Benecol, Härkis, Sunnuntai, Nalle ja Torino. Vuonna 2022 Pohjois-Euroopan liikevaihto oli 60 MEUR (kasvua 14 %). Raision liikevaihto on ollut kasvussa Pohjois-Euroopassa jo useiden vuosien ajan. Uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan valmistuminen vuoden 2021 kesällä on mahdollistanut uutuustuotelanseerauksien kiihdyttämisen.

Liikevaihdon kehitys¹



Liiketuloksen kehitys¹



1) Verso Foodin osto näkyy esitetyissä luvuissa 1.4.2021 alkaen ja Venäjän kuluttajaliiketoimintojen myynti 1.1.2022 alkaen.

Terveelliset elintarvikkeet (2/6)

Uudet kaurapohjaiset tuotteet, kuten kaurajuomat, lusikoitavat välipalat sekä patukat ovat myyneet hyvin ja moni uutuustuote näyttäisi vakiinnuttaneen paikkansa kauppojen hyllyillä. Erityisesti Elovena-tuotteiden myynti on kasvanut voimakkaasti (2022-23 kasvu 20-30 % v/v). Benecol-tuotteiden myynnin kehitys ei ole kuitenkaan yltänyt viime aikoina Elovena-tuotteiden tasolle.

Kasviproteiiniliiketoiminnassa Raision pääbrändi Suomessa on Härkis, jonka rinnalla on aiemmin käytetty myös kansainvälistymiseen soveltuvampaa Beanit-brändiä. Härkis-tuotteita valmistavan Verso Foodin liikevaihto kasvoi 20 % vuonna 2020, mutta yhtiö ei tuolloin vielä kuulunut Raisio-konserniin. Liikevaihdon kasvu pysähtyi ja kääntyi laskuun vuosien 2021-23 aikana, sillä koko kasviproteiinikategorian myynti on heikentynyt vahvojen kasvuvuosien jälkeen. Raisio jatkaa tuotekehitystä sekä kaupallista työtä kasviproteiinien saralla ja uskoo kategorian kasvavan edelleen pitkällä aikavälillä.

Itä- ja Keski-Eurooppa (7 % segmentin liikevaihdosta)

Keski- ja Itä-Eurooppa käsittää nykyisin Ukrainan ja Puolan markkinat, sillä Venäjän liiketoiminnoista luovuttiin keväällä 2022 maan aloitettua hyökkäyssodan Ukrainaa vastaan. Alueen liikevaihto ilman Venäjää oli vuonna 2022 11,0 MEUR (-4 % v/v). Keski- ja Itä-Euroopassa Raision tunnetuimpia brändejä ovat Benecol ja premium-hinnoiteltu Elovena. Ukrainassa Raision päätuotteita ovat Elovena-brändillä myytävät hiutaleet, granolat ja kaurajuomat, minkä lisäksi myynnissä on myös Torino-pastatuotteita.

Puolassa Raisio on keskittynyt pääosin Benecol-kuluttajaliiketoimintaan. Osana Keski- ja Itä-Euroopan toimintasegmenttiä raportoidaan myös Hong Kongin Benecol-kuluttajaliiketoiminta.

Puolan Benecol-tuotteisiin keskittynyt liiketoiminta on ollut historiassa kannattavuudeltaan arviomme mukaan vaatimatonta mm. kireän kilpailun johdosta. Puola voisi kuitenkin tarjota Raisiolle kasvupotentiaalia uusien kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden kaupallistamisessa. Raision tuotteiden jakelu Puolassa oli aiemmin keskittynyt suuriin kauppoihin, joihin koronapandemialla oli negatiivinen vaikutus. Raisio on pyrkinyt ja jossain määrin myös onnistunut laajentamaan tuotteidensa jakelua discounter-kanavassa, jonka merkitys on Puolassa korostunut. Discounter-kanavan kapeammat tuotevalikoimat ja painotus edullisempiin tuotteisiin tekevät markkinan rakenteesta kuitenkin haastavan hintavammille tuotteille kuten Benecol-levitteille.

Ukrainassa Elovena-tuotteisiin keskittynyttä liiketoimintaa on pyritty kehittämään jakelua ja myymäläpeittoa parantamalla. Volyymikasvu oli vahvaa loppuvuonna 2021 ja alkuvuonna 2022, mutta Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen kuluttajien ostovoima on alkanut heikentyä ja väestömäärä on laskenut, mikä on näkynyt asteittaisena liikevaihdon ja liikekuloksen heikentymisenä. Raisio jatkaa toimintaa Ukrainassa olosuhteiden asettamissa rajoissa. Raisio käytti Ukrainassa aiemmin Nordic-brändiä, mutta brändi myytiin Venäjän toimintojen myynnin yhteydessä. Samalla Raisio toteutti Ukrainassa brändiudistuksen Elovena-brändiin.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin eri brändien markkina-alueet

Brändi	Länsi-Eurooppa	Pohjois-Eurooppa	Keski- ja Itä-Eurooppa
	✓	✓	✓
		✓	✓
		✓	
		✓	✓
		✓	✓
		✓	
		✓	

Terveelliset elintarvikkeet (3/6)

Kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden kaupallistaminen tärkeimpiä fokusalueita

Raision tehdasalueelle valmistui kesällä 2021 kasvipohjaisia lisäarvotuotteita valmistava tuotantolaitos. 45 MEUR:n investoinnilla yhtiö pyrkii vastaamaan kasvipohjaisen ruoan kysynnän kasvuun erityisesti Euroopan markkinoilla. Tämä on Raision suurin tuotannollinen investointi vuosikymmeniin ja se on merkittävässä roolissa yhtiön tulevien vuosien kasvun kannalta. Oma valmistuskapasiteetti tarjoaa huomattavaa etua tuotekehitykseen ja uutuusien lanseeraamiseen verrattuna ulkoistettuun tuotantoon.

Investoinnin valmistumisen jälkeen Raision pääfokus on siirtynyt kaupalliseen työhön, jolla on pyritty kasvattamaan tehtaan käyttöasteita. Tehtaalla valmistetaan Elovena-brändin kasvipohjaisia ja gluteenittomia kauratuotteita, kuten juomia ja lusikoitavia tuotteita. Raisio on lanseerannut Elovena-uutuustuotteita kiihtyvällä tahdilla vuoden 2021 lopulta alkaen ja merkittävä osa uutuuksista on myöskin vakiinnuttanut paikkansa kauppojen hyllyillä Suomessa.

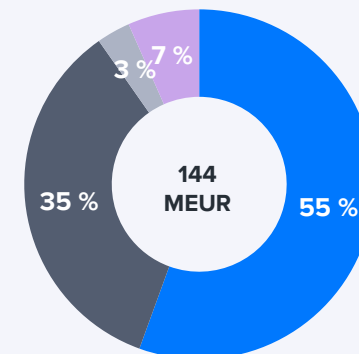
Tehtaan täyden potentiaalin hyödyntäminen edellyttäisi myyntionnistumisia myös Suomen ulkopuolella. Ukrainan sota ja kustannusinflaatio ovat jossain määrin viivästyttäneet vientistrategian toteuttamista. Raisio nosti syksyllä 2023 esiin tavoitteensa laajentaa kaurapohjaisten tuotteiden myyntiä ulkomaille paljon Suomea suuremmille markkina-alueille. Laajentuminen tulee vaatimaan rahallisia kasvupanostuksia ja todennäköisesti laskee kannattavuutta lyhyellä aikavälillä.

Kasviproteiinit kärsineet pysähtyneestä markkinakysynnästä

Kasviproteiinit ovat kaurapohjaisten tuotteiden lisäksi toinen tuotealue, jossa Raisio tavoittelee nopeaa kasvua. Yhtiö osti 2021 huhtikuussa Verso Foodin, joka on tunnettu härkäpapatuotteistaan ja Härkis-brändistä. Ostetun kokonaisuuden liikevaihto vuonna 2020 oli 8 MEUR, josta 80 % kuluttajamyynnistä ja liiketulos -4,5 MEUR). Kaupan tavoitteena oli rakentaa kasviproteiineista Raisiolle uusi kasvava segmentti sekä kääntää liiketoiminta kannattavaksi. Raisio sai kaupassa käsiinsä uutta tuotantoteknologiaa ja tuoteportfolioonsa tuotteita, joiden markkina kasvoi tuolloin selvästi yleistä elintarvikemarkkinaa nopeammin.

Kysyntä kasviproteiinituotteille on kaupan jälkeen heikentynyt ja koko kategorian liikevaihto Suomen päivittäistavara-kaupassa ajoittain laskenut. Raisio on onnistunut tekemään operaatioihin tehokkuusparannuksia, mutta toiminnan kannattavuuden kääntäminen positiiviseksi edellyttäisi lisäksi myyntivolyymien kasvattamista. Raisio odotti yritysosaston hetkellä ostetun liiketoiminnan EBIT-vaikutuksen kääntyvän positiiviseksi vuoden 2024 aikana, mikä ei kuitenkaan näytä toteutuvan kasvun jäätyä selvästi odotuksia heikommaksi. Raisio jatkaa kategorian kehittämistä ja uskoo markkinakasvun piristyvän keskipitkällä aikavälillä.

Liikevaihto brändeittäin 2023e



■ Benecol ■ Elovena ■ Härkis ■ Muut

Lähde: Inderesin arvio

Terveelliset elintarvikkeet (4/6) - Brändiportfolio

Brändi	Osuus segmentin liikevaihdosta ¹	Brändin ydin	Tuotekategoriat	Tuote-esimerkkejä
	~ 55 %	Alentaa tehokkaasti kolesterolia	Levitteet, tehojuomat ja jogurtit	
	~ 35 %	Luonnollisesti terveellistä kaurasta	Kaurahiutaleet, annospikapuurot, kaurajuomat, välipalapatukat ja -keksit, lusikoitavat välipalat ja välipalajuomat	
	~ 5 %	Linkki vastuullisen ja herkullisen välillä	Härkäpapumuru, suikaleet, pyörökät, granolat, valmisateriat, kaurajauhikset	
	< 5 %	Sunnuntai on herkkuhetki	Jauhot, leivontamixit ja hiiva	
	< 5 %	Lempeä lapsiperheiden kumppani	Murot, myslit, hiutaleet ja välipalakeksit	
	< 5 %	Runsaskuituiset pastat	Pastat, makaronit ja aterialisäkkeet	
	< 5 %	Runsaskuituiset ja maukkaat gluteenittomat tuotteet	Gluteenittomat jauhot, hiutaleet, leivät ja keksit	

1) Inderesin vuoden 2023 arvio

Terveelliset elintarvikkeet (5/6)

Markkina- ja kilpailuympäristö

Viljat ja sterolit keskeisiä raaka-aineita – valmistus pääosin omilla käsissä

Terveelliset elintarvikkeet -segmentti käyttää tuotteidensa raaka-aineena pääosin viljoja (erityisesti suomalainen kaura) ja steroleita (puu, rypsi tai soija), joita hankitaan sekä Suomesta että ulkomailta maailmanmarkkinahintaan. Yhtiö tekee yhteistyötä kotimaisten viljelijöiden kanssa ja on kokenut toimija viljamarkkinoilla. Raisio valmistaa pääosan tuotteistaan Suomessa omilla tehtaillaan, mutta maito- tai soijapohjaiset jogurtit ja levitteet tuotetaan sopimusvalmistuksena muutaman eurooppalaisen kumppanin avulla. Raaka-aineiden hintojen heilahtelu voi vaikuttaa liiketoiminnan kannattavuuteen sekä välillisesti kasvuun, mutta vaikutukset ovat kuluttajatuotteiden kohdalla maltillisia suhteessa B2B-kauppaan.

Vahvat brändit antavat hinnoitteluvoimaa, mutta brändien voima on osin paikallinen

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liikevaihdosta valtaosa syntyy vahvoista Benecol- ja Elovina -brändeistä, minkä johdosta segmentin kannattavuus on ollut historiallisesti vahvaa ja yhtiö on onnistunut hyvin siirtämään kohonneita tuotantokustannuksia myyntihintoihin. Kolesterolia alentavissa tuotteissa Raisiolla on vahva markkina-asema ja Benecol-brändi on tunnettu useilla markkinoilla. Tunnettu brändi, kattavat IPR-oikeudet ja tuotteen funktionaalisuuteen perustuva kilpailuetu antavat sille hyvän hinnoitteluvoiman. Myös Elovina-brändillä on uskollinen kuluttajakunta ja hyvä hinnoitteluvoima. Elovina todettiin Suomen vastuullisimmaksi

brändiksi vuonna 2022 kuluttajien mielikuvia mittaavassa Sustainable Brand Index – tutkimuksessa. Raision brändien voima on kuitenkin jossain määrin paikallista (myös Elovina), mikä rajoittaa kannattavan kasvun potentiaalia uusilla markkinoilla. Kireä kilpailu ja kuluttajien heikentyneen ostovoiman myötä kasvanut kaupan omien merkkien (private label) osuus haastaa Raision brändituotteita, jotka on usein hinnoiteltu preemiolla suhteessa edullisimpiin kilpailijoihinsa.

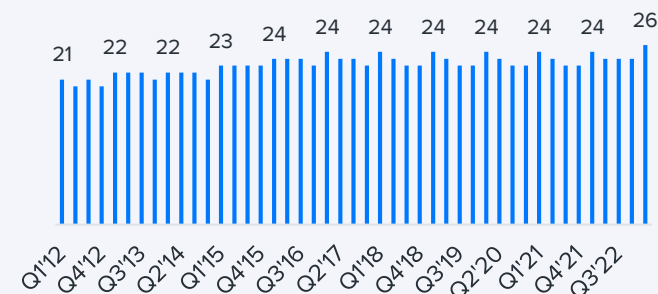
Keskittynyt päivittäistavarakauppa haastava neuvottelukumppani

Raision kuluttajatuotteiden jakelu tapahtuu pääosin suurten eurooppalaisten päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Raision tuotekategorioissa on useita kilpailijoita ja yhtiön kilpailuympäristö ei ole helppo. Päämarkkina-alueilla (etenkin Suomessa) kauppa on keskittynyt muutamien isojen pelureiden käsiin, joilla on vahva neuvotteluvoima. Raision tulee onnistua pitämään brändit relevantteina, tuotekehitys hereillä trendeistä ja valmistus kilpailukykyisenä, jotta marginaaleista kyetään pitämään kiinni. Toisaalta sofistikoituneen jakelijakumppanin kanssa on myös mahdollista tehdä yhteistyötä, sillä lopulta myös kauppa toivoo saavansa kiinnostavia ja asiakkaan keskiostosta kasvattavia tuotteita valikoimiinsa. Kaupan alan toimijat voivat tarjota Raisiolle arvokasta tietoa markkinan trendeistä ja kuluttajakäyttäytymisestä uusien tuotteiden sekä myyntistrategian kehittämisen tueksi.

Segmentin kilpailukyky tiivistettynä

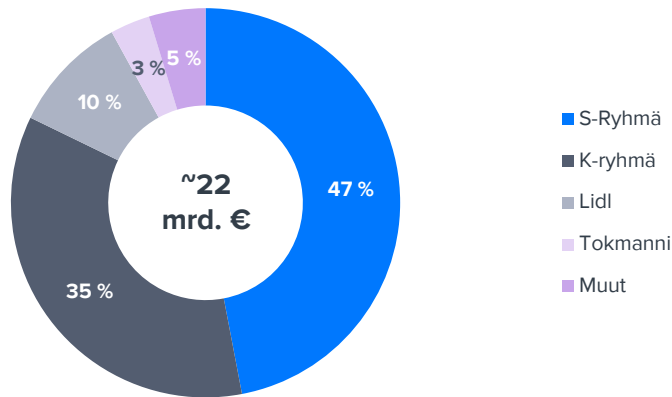
- + Vahvat pääbrändit (Benecol ja Elovina) tuovat hinnoitteluvoimaa ja vakautta tulokseen
- + Oma tuotantokapasiteetti mahdollistaa uusien tuotteiden kehittämisen tehokkaasti
- + Megatrendit kuten kasvissyönti ja terveellisyys tukevat nykyisen tuoteportfolion kasvua pitkällä aikavälillä
- + Elovina-tuotteiden myynti vahvassa kasvussa Suomessa uutuuksien myötä
- Elintarvikesektorilla kilpailu on kovaa ja kuluttajan ostovoiman heikentyminen vaikuttaa korkeamman hintaluokan tuotteiden kysyntään
- Osa brändeistä enemmän paikallisia, jolloin kilpailuetujen monistaminen uusille markkinoille on haastavaa
- Kasviproteiinin kuluttajakysynnän kasvu tyssännyt viime aikoina ainakin hetkellisesti

Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)

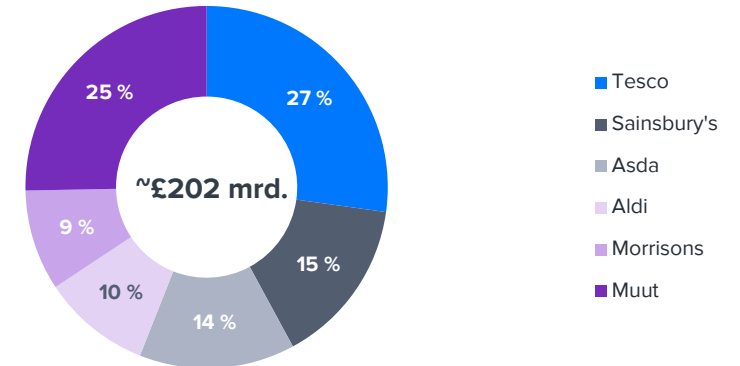


Terveelliset elintarvikkeet (6/6) - Markkinaympäristö

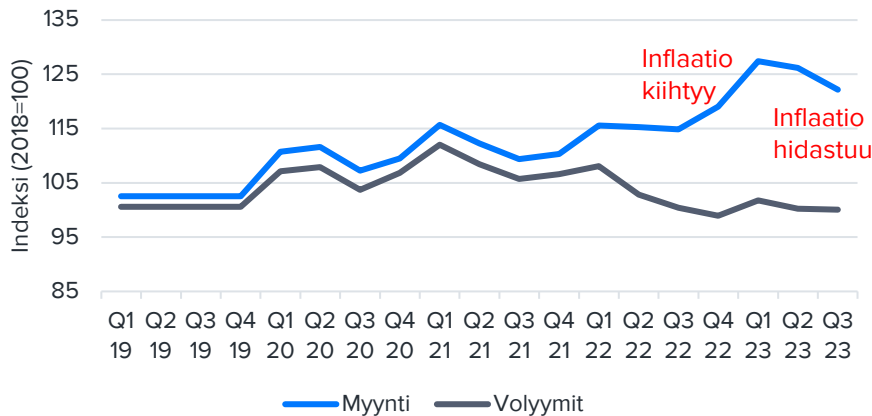
Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2022)



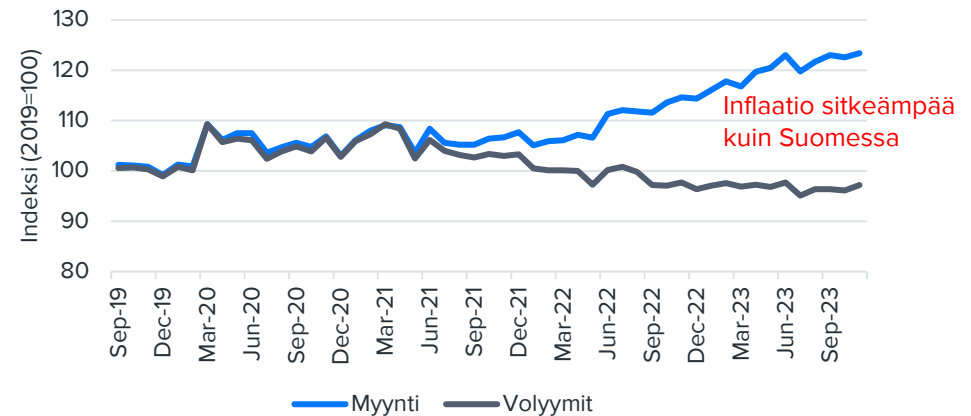
Iso-Britannian ruokakauppojen markkinaosuudet (2023)



Suomi: Elintarvikkeiden myynti päivittäistavarakaupassa¹



Iso-Britannia: Ruokakauppojen myynnin kehitys



1) Vuoden 2019 luvut vuosikohtaisesti, 2020-23 luvut kvartaalikohtaisesti
Lähde: PTY, Statista, UK Office for National Statistics

Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Terveelliset ainesosat (1/3)

Terveelliset ainesosat -segmentti keskittyy yritysasiakkaisiin

Terveelliset ainesosat -segmentti sisältää erilaisia liiketoimintoja, jotka myyvät tuotteitaan yritysasiakkaille, kuten elintarviketeollisuudelle sekä foodservice-kanavaan. Ne ovat:

- Benecol-ainesosan (kasvistanoliesteri) lisenssimyynti
- Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti
- Kasviproteiinien myynti.

Näiden lisäksi myös Operaatiot, johon kuuluvat tuotanto, hankinta ja toimitusketju raportoidaan osana Terveelliset ainesosat - segmenttiä.

Segmentin liikevaihto vuonna 2022 oli 116 MEUR (2021: 97 MEUR) nykyisten jatkuvien toimintojen osalta. Vuoden 2022 vertailukelpoinen liikevoitto puolestaan oli 3,4 MEUR (2021: 6,3 MEUR) eli 2,9 % liikevaihdosta (2021: 6,6 %), mitä heikensi väliaikaisesti viljaraaka-aineen nopea hinnannousu vuoden 2022 keväällä. Segmentissä työskenteli 2023 syyskuun lopussa 181 henkilöä.

Liikevaihdon ja tuloksen jakautuminen

Raisio ei avaa tarkemmin miten Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihto jakautuu eri toimintojen kesken, mutta arviomme mukaan Benecol-ainesosan liikevaihto vuonna 2023 tulee olemaan noin 40 MEUR (35 % jatkuvien toimintojen liikevaihdosta), Viljakaupan ja viljan B2B-myyntin osuus noin 71 MEUR (64 %) ja kasviproteiinien B2B-myyntin osuus noin 1 MEUR (1 %). Viljakaupan ja viljan B2B-myyntin liikevaihtoluku sisältää sekä konsernin sisäisen

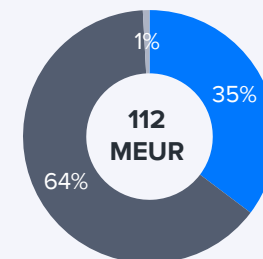
myyntin (raaka-ainemyynti Terveelliset elintarvikkeet -yksikölle) että myyntin konsernin ulkopuolisille asiakkaille. Vuonna 2022 Raision segmenttien välinen myynti oli 39,9 MEUR (2021: 32,4 MEUR), mikä koostuu pääosin sisäisestä raaka-ainemyynnistä Terveelliset elintarvikkeet-segmentille. Terveelliset ainesosat segmentin liikevaihto on kasvanut jatkuvien liiketoimintojen osalta keskimäärin 7 %:n vuosivauhtia 2019-23e välillä. Kasvu on arviomme mukaan syntynyt erityisesti lisäarvokauran myynnistä B2B-asiakkaille. Liikevaihto paisui vuonna 2022 hintojen nousun vaikutuksesta, mutta kääntyi laskuun vuonna 2023 kustannusinflaation vaikuttaessa negatiivisesti markkinakysyntään ja myyntivolyymeihin.

Liiketoimintojen kannattavuudet poikkeavat merkittävästi toisistaan. Käytännössä Benecol-ainesosan lisenssimyynti tuottaa valtaosan segmentin liikevoitosta, sillä arvioimme segmentin kannattavuuden olevan lähes 20 %:n luokkaa. Viljakaupan ja viljan B2B-myyntin liikevoittomarginaali lienee lähempänä 5 %:n tasoa, mutta lisäarvokauran myyntin osuuden kasvu voisi parantaa kannattavuutta. Kasviproteiiniliiketoiminta on arviomme mukaan yhä tappiollista.

Benecol-ainesosan lisenssimyynti

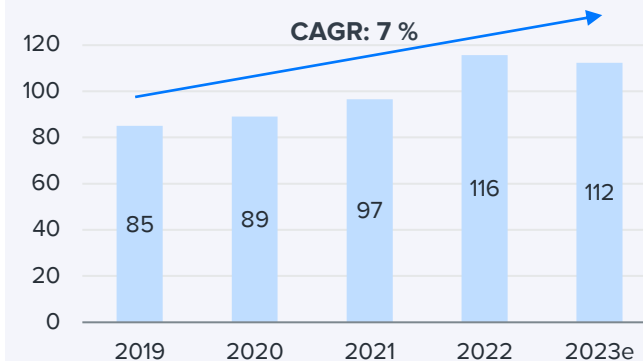
Benecol-ainesosan, eli kolesterolia alentavan kasvistanoliesterin, myynti suuntautuu Raision lisenssikumppaneille Eurooppaan, Aasiaan ja Amerikkaan. Lisensointimalli on resurssitehokas keino tarjota Benecol-tuotteita siellä, missä Raisiolla ei ole omaa liiketoimintaa.

Terveelliset ainesosat liikevaihdon jakauma 2023e (Inderesin arvio)¹



- Benecol-ainesosan lisensointi
- Viljakauppa ja viljan B2B-myynti
- Kasviproteiinit

Liikevaihdon kehitys¹



Lähde: Inderes

¹ Ei sisällä Raisioaquan liikevaihtoa, joka siirrettiin lopetettuihin toimintoihin vuoden 2022 toukokuussa ja divestitiin 2023

Terveelliset ainesosat (2/3)

Benecol-ainesosan lisenssimyynti koostuu sekä Raision itse valmistaman kasvistanoliesterin myynnistä että Benecol-nimen käyttöoikeudesta. Lisenssikumppani voi olla esimerkiksi meijeri, joka haluaa laajentaa oman tuoteportfolionsa sisältämään myös kolesterolia alentavia levitteitä, juomia tai välipalapatukoita ja käyttää myynnin avittamiseksi tunnettua Benecol-brändiä.

Benecol-ainesosan lisenssimyynti oli laskussa vielä 2010-luvun loppuvuosina, mutta vuosien 2020-21 aikana kehitys on tasoittunut ja myynti on ollut vakaata viime vuosina. Raisio on kehittänyt lisenssimalliaan viime vuosina vastaamaan paremmin kumppanuyhtiöiden tarpeita, mikä osaltaan on auttanut myyntiä. Arviomme mukaan Benecol-lisenssikumppaneita on tällä hetkellä reilut 10, joista alle puolet tuovat aktiivisesti uusia Benecol-tuotteita markkinoille.

Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

Viljanhankinta ja viljakauppa

Viljanhankinta on Raisiolle pääasiassa viljojen hankintaa omien tuotteiden valmistukseen. Viljakauppa taas on luonteeltaan matalakatteista välitysluokan toimintaa. Viljakaupan liikevaihto- ja tuloskehitys on altis maailmanmarkkinahintojen heilahteluille. Viljan markkinahintojen kehitykseen vaikuttavat mm. kulloinkin kysyntä-tarjontatilanne, satokausien onnistuminen ja viljojen varastotasot. Raisio hankkii viljaa pääasiassa omiin tarpeisiin ja olemme tulkinneet, että perinteinen viljan välityskauppa ulkoisille asiakkaille ei matalan kannattavuuden vuoksi enää kuulu yhtiön strategiaan painopistealueisiin.

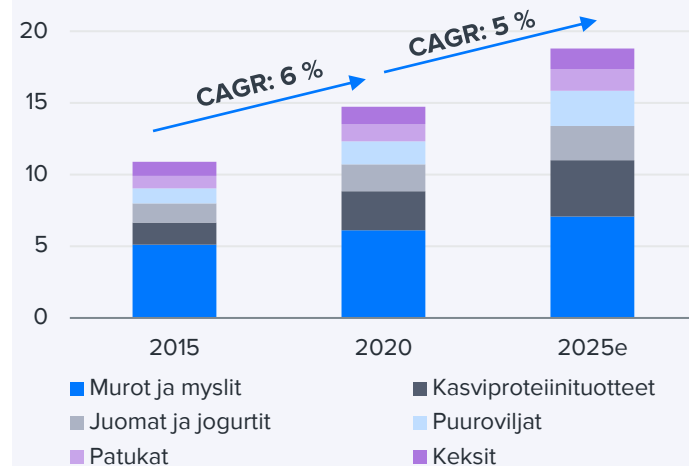
Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti käsittää myynnin mm. leipomo-, teollisuus- ja suurtalousasiakkaille. B2B-tarjontaan kuuluu mm. matalan katetason jauhomyynti ja korkean lisäarvon myynti (mm. gluteeniton kaura). Kaurapohjaisten tuotteiden kysyntänäkökulmasta ovat hyvät erityisesti korkeamman hintaluokan tuotteiden osalta. Raision strategisena tavoitteena on rakentaa kauraliiketoiminnasta toinen tukijalka Benecol-liiketoiminnan rinnalle.

Raisio investoi vuonna 2019 noin 8 MEUR Nokian kauramylyn modernisointiin ja kapasiteetin kasvattamiseen. Investointi mahdollisti gluteenittoman kauran valmistamisen erotteluprosessin avulla, mikä päästiin aloittamaan vuonna 2020. Investoinnilla reagoitiin kasvaneeseen gluteenittoman kauran kysyntään. Lisäarvokauran myynti on kehittynyt hyvin viime vuosina, mutta käsityksemme mukaan Nokian myllyssä on edelleen runsaasti varaa kasvattaa käyttöasteita.

Aiemmin gluteenitonta kauraa on valmistettu Suomessa vain ns. puhdaskauraviljelyn avulla, jossa kauran puhtautta muista viljoista vaalitaan koko kasvatus- ja jalostusprosessin ajan. Gluteenittoman kauran valmistaminen erotteluprosessilla on kustannustehokasta, koska raaka-aineena voidaan hyödyntää tavallista kauraa, jonka seassa saattaa olla pieniä määriä muita viljoja. Tavalliseen kauraan verrattuna Raisio pystyy veloittamaan teollisuusasiakkaalta jopa moninkertaisen hinnan gluteenittomalla kaurallaan. Tiukka raja-arvo gluteenin määrälle rajoittaa gluteenittoman kauran saatavuutta markkinoilla.

Viljapohjaisten tuotteiden kulutus valituilla markkinoilla¹ (MRD EUR)



Kauran hinta



¹) Itävalta, Belgia, Suomi, Ranska, Saksa, Italia, Irlanti, Puola, Venäjä, Espanja, Ruotsi, UK
Lähde : Euromonitor, GlobalData, Strategy&, Bloomberg

Terveelliset ainesosat (3/3)

Viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myyntin kannattavuus on matalaa suhteessa liikevaihtoon. Arviomme liikevoittomarginaalin olevan noin 5 %:n paikkeilla. Raisio on systemaattisesti pienentänyt perinteisen viljakaupan osuutta konsernin liikevaihdosta. Arviomme mukaan ulkoisen viljakaupan kokoluokka on laskenut jo alle 10 MEUR:oon ja odotamme kehityssuunnan jatkuvan myös tulevaisuudessa, minkä pitäisi tukea tämän liiketoimintasegmentin suhteellista kannattavuutta. Viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-kaupan kannattavuus on altis raaka-aineiden hintojen vaihtelulle ohuista katemarginaaleista johtuen. Lisäarvokauran myyntin kasvu on arviomme mukaan merkittävin kasvuajuri Terveelliset ainesosat -segmentissä. Lisäarvokauran kasvu ja Nokian kauramylyyn käyttöasteiden nousu voisivat parantaa segmentin kannattavuutta tulevina vuosina.

Kasviproteiinien myynti B2B-asiakkaille

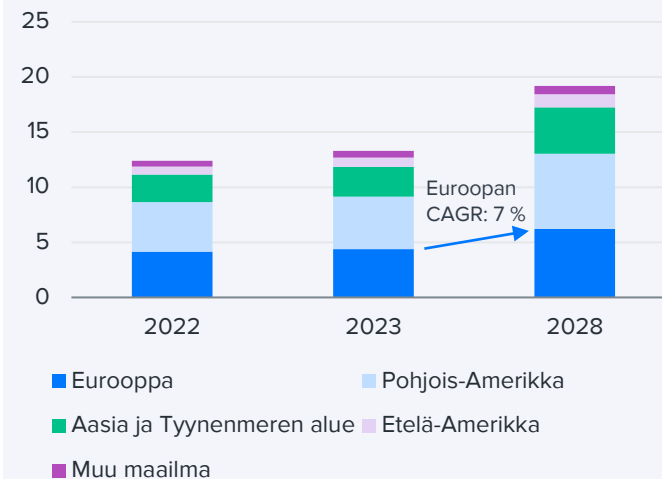
Raisio raportoi keväällä 2021 ostetun Verso Foodin yritysasiakkaille suuntautuvan myynnin osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä. Kasviproteiineja voidaan myydä esimerkiksi foodservice-kanavaan tai muille elintarviketeollisuuden toimijoille niin Suomeen kuin ulkomaillekin.

Kasviproteiinien myynnistä toistaiseksi vain noin viidennes on kohdistunut B2B-kanavaan, mutta Raisio näkee kasviproteiinien B2B-myyntin potentiaalisena kasvualueena. Liha- ja maitotuotteiden korvikkeina käytettävien

kasviperaisten tuotteiden markkina Euroopassa kasvoi kaksinumeroisin prosentein ainakin vielä ennen koronakriisiä. Kotimaan kuluttajakysyntä on hidastunut viime aikoina, mutta Raisio uskoo segmentin pitkän aikavälin kasvunäkymiin ja on vahvistanut kasviproteiinien B2B-myyntikanavia. Kasviproteiinien B2B-myynti voi olla erityisesti vientimarkkinoilla helpompi tapa kasvattaa liikevaihtoa verrattuna kuluttajabrändin lanseeraamiseen. Arviomme kasviproteiinien osuuden Terveelliset ainesosat -segmentistä olevan noin yhden prosentin. Liiketoiminnan kannattavuus on toistaiseksi matalalla tasolla.

Kasviproteiinien globaalin markkinan arvioidaan kasvavan 8 %:n vuotuista vauhtia vuosien 2023-28 välillä ja Euroopassakin 7 %/v. Korkeista kasvuodotuksista johtuen markkina on erittäin kilpailtu. Lyhyellä aikavälillä markkinan kasvuodotukset ovat jääneet odotuksia heikommiksi ja pitkän aikavälin markkinaennusteisiin sisältyy epävarmuutta, vaikka megatrendit kuten ilmastonmuutos, ympäristötietoisuus ja terveellisyys tukevatkin kasviproteiinien kulutuksen kasvua.

Globaali kasviproteiinimarkkina



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Terveellisen kasvun strategia 2022-2025

Raisio esitteli kesäkuussa 2021 järjestetyllä CMD:llään ”Terveellisen kasvun” strategiaansa vuosille 2022-2025 ja lisäksi korotti taloudellisia tavoitteita joulukuussa 2022. Strategian ytimessä on keskittyminen terveellisiin, kasvupohjaisiin elintarvikkeisiin ja ainesosiin. Uudella strategiakaudella Raisio pyrkii siirtymään kasvuvaiheeseen kolmen kasvualueen kautta, joita ovat Benecol-, kaura- ja kasviproteiinituotteet. Kyseiset kategoriat kattavat valtaosan Raision liikevaihdosta (Q1-Q3 2023: 78 %). Määritellyissä kasvukategorioissa yhtiö pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan keskimäärin 11%/v vuosina 2022-2025. Koko konsernin jatkuvien toimintojen osalta tavoitellaan 9 %:n keskimääräistä liikevaihdon kasvua.

Kannattavuuden osalta Raisio pyrkii nostamaan vertailukelpoisen liiketuloksen 13 %:iin liikevaihdosta 2025 mennessä. Yhtiö on arvioinut kannattavuuden kärsivän lyhyellä aikavälillä strategisista panostuksista kuten Raision tehdasinvestoinnista, tappiollisen Verso Foodin ostosta sekä uusien tuotteiden kaupallistamiseen liittyvistä kuluista. Kannattavuutta pyritään parantamaan kasvun lisäksi operatiivisilla tehostustoimilla, joita on onnistuneesti toteutettu jo vuosien 2022-23 aikana.

Aikataulusta ollaan jäämässä jälkeen

Kasvustrategia ei ole edistynyt tavoitteiden mukaisesti. Vaikka liikevaihto kasvoi peräti 10 % vuonna 2022 (ilman Venäjän menetyksen vaikutusta), syntyi suuri osa tästä kasvusta hintojen noususta. Vuoden 2023 aikana kasvu on ollut nollan tuntumassa ja volyymien kehitys jopa

negatiivista, mihin on osaltaan vaikuttanut kuluttajien heikentynyt ostovoima ja poikkeuksellisen kustannusinflaation pakottama keskittyminen kannattavuuden suojelemiseen lyhyellä aikavälillä. Uusien kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden kasvu on edistynyt vahvasti kotimaassa, mutta laajentuminen ulkomaille on viivästynyt vaikeassa markkinatilanteessa. Benecolin ja kasviproteiinien liikevaihto on jopa laskenut vuonna 2023 heikon markkinakehityksen vuoksi. Vaikka pidämme strategiaa itsessään edelleen relevanttina, on mahdollista että yhtiö tulee lykkäämään taloudellisille tavoitteille asetettua aikataulua vuoden 2024 aikana.

Kasvua strategisten liiketoimintojen kautta

Benecol-tuoteryhmässä Raisio pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan 4 %:n vuosivauhtia strategiakauden aikana. Kardiovaskulaarista terveyttä tukevien tuotteiden markkina kasvaa yhtiön arvion mukaan noin 2 % vuodessa. Kasvua tavoitellaan uusia tuotekategorioita lanseeraamalla, vahvistamalla tietoisuutta Benecolin terveyshyödyistä ja tuotekategoriaan liittyvän tutkimuksen sekä tuotekehityksen avulla.

Kauraliiketoiminnoissa Raisio tavoittelee 20 %:n vuotuista kasvua. Markkinakasvu on noin 5 %, eli Raisio pyrkii kasvamaan segmentissä selvästi markkinaa nopeammin. Terveelliset Elintarvikkeet –segmentissä kasvua ajavat erityisesti uudet tuotelanseeraukset Elovena –brändin alla. Erityisesti kotimaan myynti on alkanut kasvaa vahvasti uusien tuotteiden myötä, mutta ulkomailta Raisiolla on vielä paljon työtä tehtävänä kuluttajatuotteiden kasvun osalta, mikä tulee myöskin vaatimaan taloudellisia lisäpanoksia.

Terveelliset ainesosat –segmentissä kasvua ajaa lisäarvokauran myynti eurooppalaisille teollisuusasiakkaille.

Kasviproteiineista pyritään rakentamaan uutta tukijalkaa Raision liiketoimintaan. Uutta tuotekategoriaa rakennetaan Härkis-brändin ympärille ja tuotteissa hyödynnetään härkäpavun lisäksi kauraa. Yhtiö tavoittelee kasviproteiineissa noin 35 %:n vuotuista kasvua, markkinan kasvaessa arviolta noin 8 % vuodessa. Kategorian myynti on kuitenkin kehittynyt heikosti vuosina 2022-23, mikä lisää epävarmuutta myös tulevien vuosien kehityksen osalta. Keskeiset ajurit Raision kasvutavoitteille tuotekategoriassa ovat oletetun pitkän aikavälin markkinakasvun lisäksi uusien tuoteinnovaatioiden kehittäminen ja tuotteiden lanseeraaminen uusille markkinoille. Toistaiseksi pienessä roolissa olleeseen B2B-myyntiin tullaan myös jatkossa panostamaan aiempaa enemmän.

Yritysosotkin edelleen mahdollisia

Myös yritysostoilla on roolinsa yhtiön strategiassa, emmekä yllättyisi vaikka Raisio toteuttaisi yksittäisen yritysoston vuosina 2024-25. Uskomme Raision kuitenkin priorisoivan orgaanista kasvua ja nykyisen tuotantokapasiteetin käyttöasteiden kasvattamista. Emme näe yhtiön lähtevän yritysostorintamalla sellaisille aktiivisille ”shoppailukierroksille”, mitä yhtiöltä on joskus historiassa nähty, vaan odotamme mahdollisten yritysostojen täydentävän yhtiön strategiaa kasvualueita esimerkiksi uusien brändien avulla tai helpottamalla laajentumista uusille kohdemarkkinoille. Emme näe yhtiön tarvitsevan uusia tuotantolaitoksia tai tuotekategorioita valikoimiinsa.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Raision strategiakauden tavoitteet

Kasvu



9 % vuotuinen orgaaninen liikevaihdon kasvu
11 % vuotuinen kasvu liiketoiminnan kolmella kasvualueella

Kannattavuus



Yli 13 % EBIT vuonna 2025
Kasvuinvestoinnit ja Verso Food -hankinta painaneet kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä

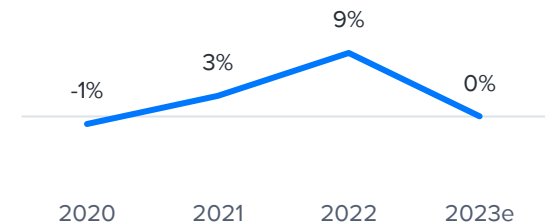
Osinkopolitiikka



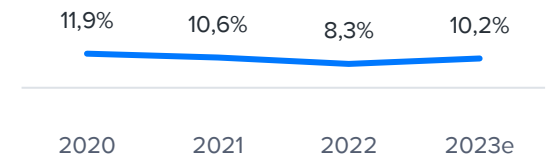
50-100 %:n osingonjakosuhte
Pyrkimys tasaisiin ylimääräisiin osinkoihin. Aikomuksena ylläpitää 0,14 euron tasoa lähivuosina, vaikka osakekohtainen tulos jäisi alle tämän.

Historia

Orgaaninen kasvu (%)¹



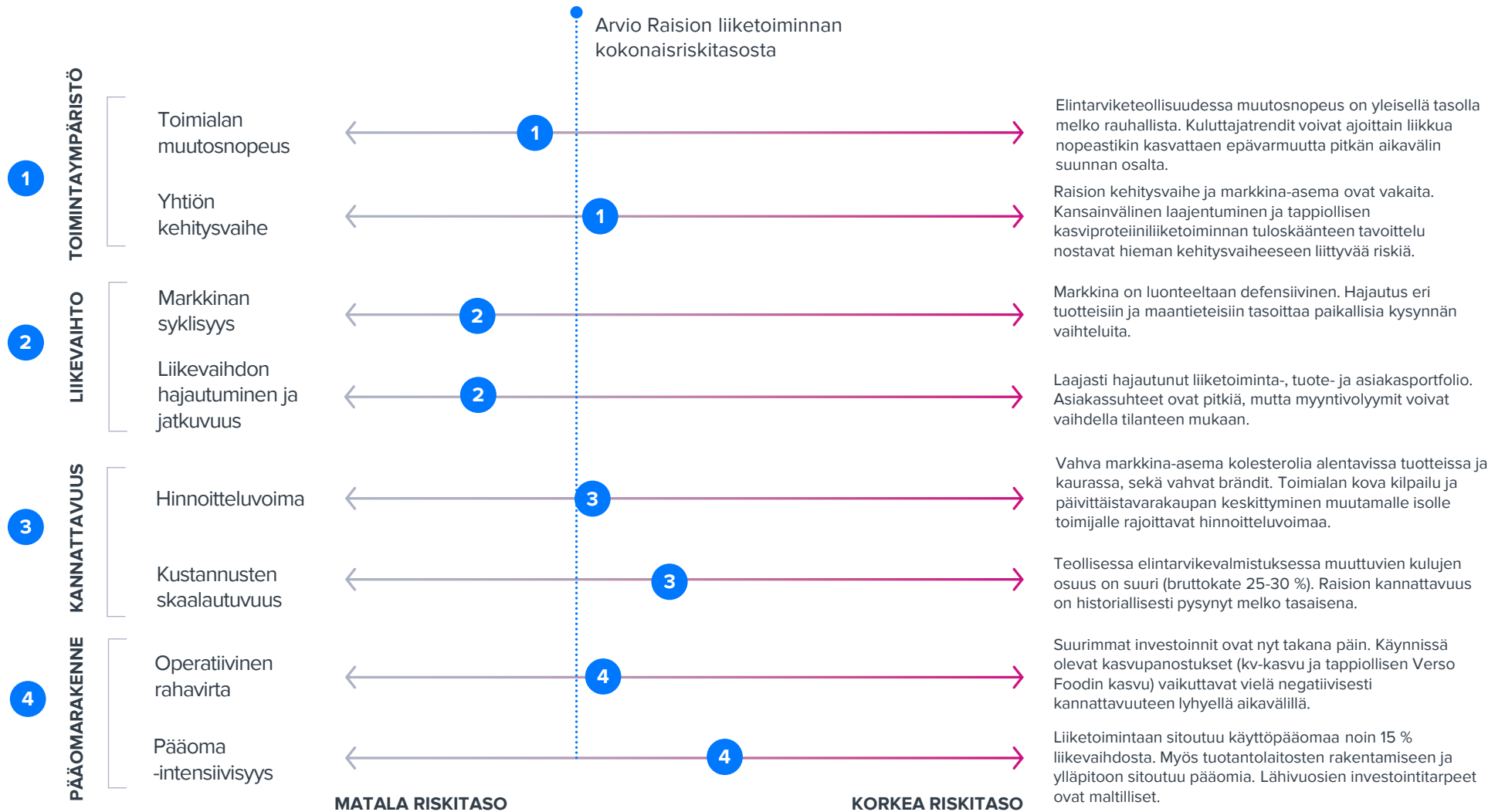
Oikaistu liikevoittomarginaali¹



Vuosi	2019	2020	2021	2022
Osingonjakosuhte	82 %	87 %	108 %	175 %
Osingonjakosuhte (€)	(0,13 €)	(0,13 €)	(0,14 €)	(0,14 €)

1) Inderesin arvio

Raision liiketoimintamallin riskiprofiili



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (1/3)

Raisiolla on värikäs yritysjärjestelyjen historia

Nykytuotoinen Raisio on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyjen myötä ja yhtiö on muuttanut muotoaan moneen kertaan 2000-luvulla. Raision lähihistorian kehitys voidaan jakaa mielestämme neljään ajanjaksoon, jotka ovat olleet 1) vuosien 2005-2009 kriisiytyminen ja sitä seurannut kannattavuuskäännö, 2) vuosien 2010-2012 yritysostovetoinen kasvu, 3) vuosien 2013-2017 divestoinnit ja panostukset Benemilk-naudanrehuun, 4) vuonna 2018 nähty fokuoituminen nykyisiin ydinliiketoimintoihin eli terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan.

Vuonna 2018 Raisio myi naudanrehuliiketoimintansa ja kertoi keskittyvänsä jatkossa Benecoliin ja kauraan sekä keskittävänsä investointeja vahvempien brändiensä ympärille. Kalanrehuliiketoiminta Raisioaqua jäi vielä tuolloin osaksi konsernia, vaikka ei kuulunutkaan yhtiön kasvustrategian ytimeen. Verso Foodin osto keväällä 2021 toi kasviproteiinit kolmanneksi kasvualueeksi Raision strategiaan Benecolin ja kauratuotteiden rinnalle.

Venäjän hyökättyä Ukrainaan helmikuussa 2022 Raisio lopetti välittömästi viennin Venäjälle ja myi melko pian kuluttajaliiketoimintonsa Venäjällä. Myös Raision omistaman kalanrehuliiketoiminnan Raisioaquan liikevaihdosta noin 2/3 syntyi Venäjältä, joten Raisio käynnisti myyntiprosessin, joka saatiin päätökseen helmikuussa 2023.

Liiketoiminnan orgaaninen kasvu kärsinyt markkinan heikentymisestä

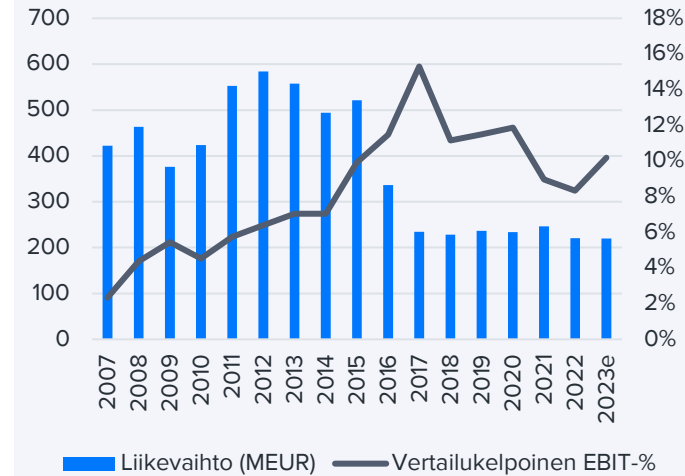
Liikevaihdon orgaaninen kehitys jatkuvien

toimintojen osalta oli vuosina 2021-22 melko hyvää, joskin vuoden 2022 kasvuun vaikutti merkittävästi myös hintojen nousu. Vuoden 2023 aikana kokonaiskasvu on kuitenkin hyytynyt ja kääntynyt hienoiseksi laskuksi, mihin ovat vaikuttaneet mm. kustannusinflaation takia volyymit kääntyneet selvään laskuun etenkin B2B-puolella. Myös uusien tuotteiden lanseeraaminen ja sitä kautta kasvaminen uusissa tuotekategorioissa on vaikeina aikoina haastavampaa, vaikka Suomessa Elovena-brändin alle lanseeratut tuotteet ovatkin tuottaneet hienoja kasvulukuja. Suomen ulkopuolella kauratuotteiden kasvua ei olla saatu samalla tavalla käyntiin. Samalla Benecolin myyntivolyymit ovat tullee alas kuluttajien ahdingon johdosta, erityisesti Iso-Britanniassa. Myös kasviproteiinien myynti on laskenut, sillä koko kasviproteiinikategoria on kehittynyt viime aikoina heikosti.

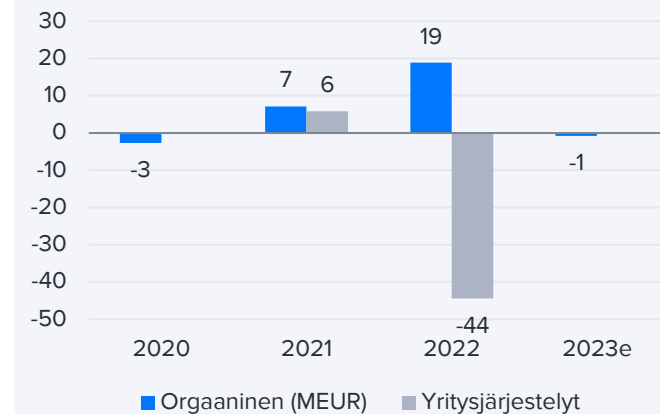
Kannattavuus kärsinyt viime vuosina kasvuinvestointien ja toimintaympäristön vuoksi

Raision vertailukelpoinen liikevoittomarginaali oli vuosina 2018-2020 vielä vahvalla 11-12 %:n tasolla, mikä tarkoitti absoluuttisesti 25-28 MEUR vertailukelpoista liikevoittoa. Vertailukelpoinen liikevoitto kuitenkin laski vuonna 2021 9 %:n tasolle ja vuonna 2022 enää reiluun 8 %:iin liikevaihdosta. Vuoden 2021 kannattavuustason lasku johtui pääosin kasvupanostuksista, mutta vuoden 2022 heikkoon kehitykseen liittyi vahvasti myös haastava toimintaympäristö. Yhtiö kertoi kevään 2021 strategiapäivityksensä yhteydessä, että vuosien 2021 ja 2022 liikevoittotasoihin odotetaan kohdistuvan 7 MEUR ja 5 MEUR negatiivinen vaikutus kasvupanostuksiin liittyen.

Liikevaihto ja EBIT-%



Liikevaihdon vuotuinen muutos



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (2/3)

Kasvupanostuksiin sisältyi mm. uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan valmistumisen myötä kasvanut poistomassa, kasvaneet tuotekehitys- ja markkinointikustannukset sekä tappiollisen Verso Foodin yritysosto.

Vuoden 2022 helmikuussa alkanut Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa vaikutti merkittävästi elintarvikesektorin toimintaedellytyksiin, sillä se kiihdytti merkittävästi jo edellisvuoden loppupuolella alkanutta tuotantokustannusten nousua. Raisiolle tärkeistä raaka-aineista erityisesti viljojen hintojen jopa yli kaksinkertaistuminen vuodentakaiseen vertailuajankohtaan nähden painoi kannattavuutta keväällä 2022 erityisesti viljan B2B-kaupan osalta. Raisio reagoi toteuttamalla huomattavia hinnankorotuksia nopeutetulla aikataululla, minkä ansiosta myyntikatteet ja kannattavuus saatiin palautettua normaalitasolle loppuvuoden 2022 aikana. Myös kotimaisella kaurasatokehityksellä on vaikutusta Raision kannattavuuteen. Katovuosi 2021 toimi merkittävänä ajurina vuoden 2022 inflaatiolle, mutta kesän 2022 hyvä sato helpotti tilannetta. 2023 kaurasato oli edellisvuotta heikompi, mutta hinnat ovat pysyneet kuitenkin kohtuullisen vakaina – selvästi muutaman vuoden takaisia tasoja korkeampina.

Tuotannon investointivaihe päättyi vuoteen 2021

Käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet koholla vuosina 2019-2021, joiden aikana Raisio on investoinut noin yhteensä 70 MEUR ydinliiketoimintansa kehittämiseen. Suurimmat yksittäiset investoinnit olivat 8 MEUR:n

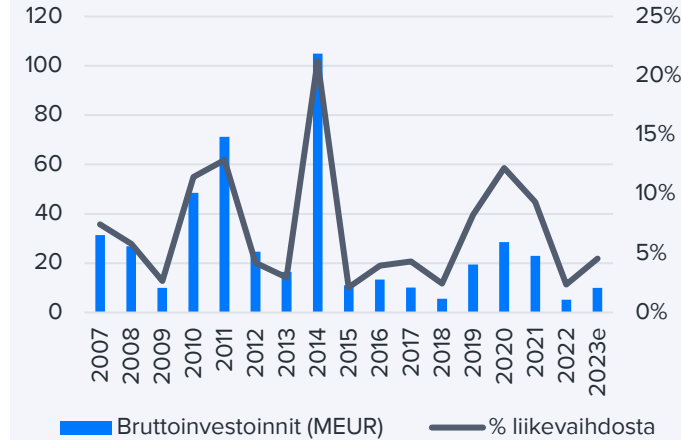
kauramylyinvestointi Nokialle ja 45 MEUR:n kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan investointi Raisiossa sijaitsevalle teollisuusalueelle. Yhtiö totesi vuoden 2021 lopussa voimakkaan investointivaiheen olevan takanapäin. Tulevina vuosina tullaan keskittymään jo tehtyjen investointien käyttöasteiden kasvattamiseen sekä tehokkuutta parantaviin investointeihin. Vuoden 2022 investoinnit olivat matalat, vain reilut 5 MEUR. Vuoden 2023 aikana investoinnit tulevat arviomme mukaan asettumaan noin 10 MEUR:oon lähemmäs vuotuista poistotasoa.

Suuri osa tuloksesta jaetaan ulos osinkoina

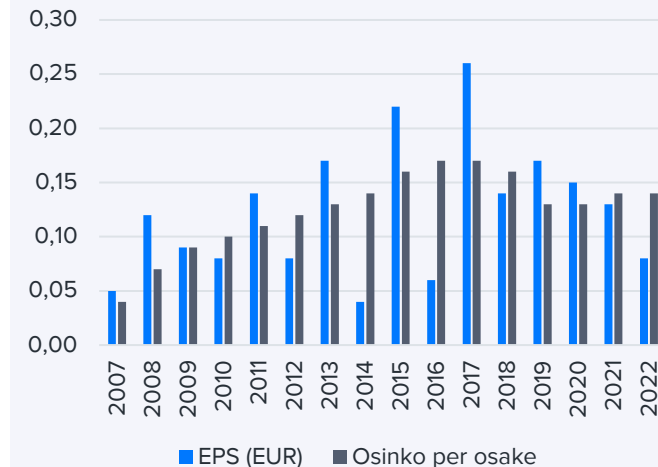
Raision nettorahoitustuotot ovat olleet viime vuosina tyypillisesti positiiviset yhtiön merkittävän nettorahoitusvarallisuuden ansiosta. Vuoden 2022 nettorahoitustuotot jäivät tosin negatiivisiksi, sillä arvopaperimarkkinoiden lasku välittyi tulosvaikutteisesti kirjattavien rahoitusvarojen tasearvoon. Vuoden 2022 nettotulos laski edellisvuosista juurikin kustannusinflaation aiheuttaman väliaikaisen shokin sekä arvopaperien tasearvon laskun johdosta ja oli 12,5 MEUR jatkuvien toimintojen osalta. Efektiivinen veroaste oli vuosina 2020-22 keskimäärin 20 %.

Raisio on viestinyt pyrkivänsä pitämään osingon 0,14 euron tasolla lähivuosina, vaikka tulos jäisi ajoittain tuota matalammaksi. Yhtiö pyrkii pitkällä aikavälillä kasvattamaan tulostaan, jolloin 50-100 %:n tavoiteltu osingonjakosuhte tulisi relevantimmaksi. Vuoden 2022 osinko 0,14 euroa oli peräti 175 % suhteessa kyseisen vuoden tulokseen, joka puolestaan jäi väliaikaisesti poikkeuksellisen heikoksi.

Bruttoinvestoinnit



EPS ja osinko



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (3/3)

Tase tukevasti nettokassan puolella

Raision tase on vahva, sillä vuoden 2023 syyskuussa yhtiöllä oli rahoitusvaroja sekä käteistä yhteensä 74 MEUR eli 23 % koko taseen loppusummasta. Rahoitusvelkoja yhtiöllä oli vain 23 MEUR:n edestä, eli yhtiöllä oli 48 MEUR:n nettokassapositio. Vahva tase on mahdollistanut Raisiolle merkittävien tuotantoinvestointien toteuttamisen viimeisten vuosien aikana. Yhtiön omavaraisuusaste oli syyskuussa 2023 korkeat 80 % ja nettovelkaantuneisuusaste -19 %. Nettokassavarojen määrä on kuitenkin ollut laskutrendillä vuosina 2019-22, sillä Raisio on samanaikaisesti jakanut runsaita osinkoja osakkeenomistajille sekä investoinut tehtaasiinsa kasvua varten. Vuoden 2023 aikana kassavarojen kehitys on kuitenkin ollut korkeasta osingonmaksusta huolimatta positiivista, sillä kannattavuuden toipuminen, maltillisempi investointitaso ja nettokäyttöpääoman vapautuminen ovat tukeneet rahavirtaa. Myös Raisioaquan myynnillä oli positiivinen vaikutus kassavaroihin vuonna 2023 (velaton kauppahinta 7 MEUR).

Käyttöomaisuus paisunut tehdasinvestointien myötä

Taseen pitkäaikaisista varoista löytyy 92 MEUR:n edestä aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä, eli pääasiassa tuotantolaitoksia ja niihin liittyvää laitteistoa. Aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden määrä on kasvanut merkittävästi investointien myötä, sillä vuoden 2018 lopussa aineellisia hyödykkeitä oli taseessa

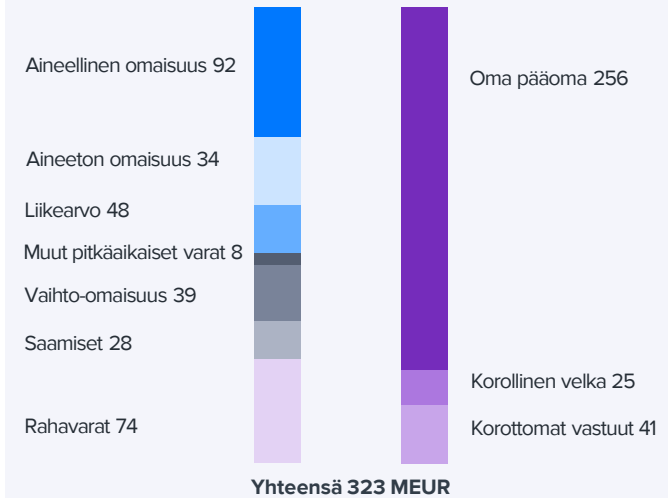
vain 35 MEUR:n edestä.

Aineettomia hyödykkeitä löytyy puolestaan 34 MEUR:n edestä ja liikearvoa 48 MEUR:n edestä. Näissä luvuissa ei ole tapahtunut viime vuosina suuria muutoksia. Liikearvo liittyy pääosin Länsi-Euroopan Benecol-liiketoimintaan. Vuoden 2023 aikana nähty heikko kehitys Länsi-Euroopan liiketoiminnoissa (tammi-syyskuun liikevaihto -6 % v/v) yhdessä kohonneen korkotason kanssa nostavat riskiä liikearvon alaskirjaukselle. Arvioimme kuitenkin, että tämä pienehkö ja todennäköisesti väliaikainen liikevaihdon laskukehitys tuskin vielä riittää aiheuttamaan alaskirjausta. Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin Terveelliset elintarvikkeet – segmentin liiketoimintaan liittyvistä aineettomista oikeuksista (tavaramerkit).

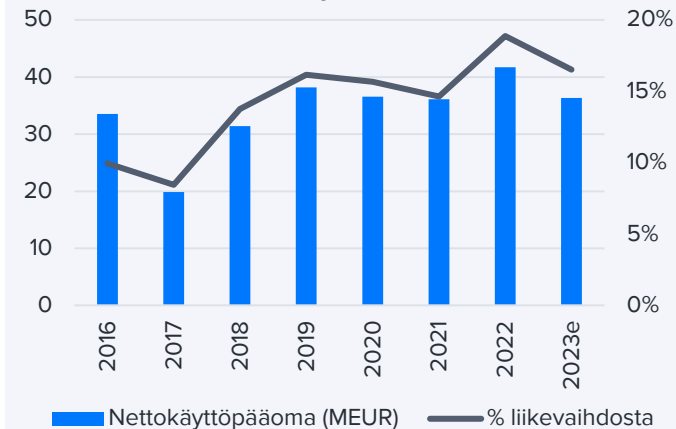
Käyttöpääomaa purkautunut 2023 aikana

Vuoden 2022 aikana tuotannontekijöiden, etenkin viljan, hinnan nousu nosti varastojen arvoa ja vaikutti negatiivisesti käteisvaroihin. Raisio on kuitenkin saanut tehostettua nettokäyttöpääomaa jälleen vuoden 2023 aikana. Yhtiö haluaa kuitenkin edelleen varmistaa hyvän toimituskyvyn volatiilissa markkinassa ja pitää siksi käsityksemme mukaan suurempaa määrää viljaa varastoissaan kuin ennen turbulenssin alkamista kesällä 2021. Raision nettokäyttöpääoma on ollut vuoden lopussa keskimäärin 16 % liikevaihdosta vuosina 2018-22.

Tase syyskuun 2023 lopussa (MEUR)¹



Nettokäyttöpääoma



1) Rahavarat sisältää 47 MEUR käypään arvoon kirjattavia sijoituksia (pääosin korkosijoituksia)

Raision yritysjärjestelyt 2005-2023

Vuosi	Tapahtuma	Kohde	Liiketoiminnan koko
2005	Yritysosto	Puolalaisen Oboryn meijerin vähemmistöosuuden hankinta	25 %:n omistusosuus, liikevaihto noin 12 MEUR, 110 henkilöä
2007	Divestointi	Perunaliiketoiminnan myynti Profood Oy:lle	Työllisti 47 henkilöä
2007	Divestointi	Nokialla luovuttiin kotimaan leipomojauhomyynnistä ja suljettiin kaksi myllyä	-
2007	Divestointi	Diagnostiikkaliiketoiminnan myynti yhdysvaltalaiselle BioControlille	Liikevaihto 9 MEUR, EBIT -2,1 MEUR (2006), työllisti 67 henkilöä
2007	Divestointi	Puolalaisen Obory meijerin omistusosuudesta luopuminen	-
2007	Divestointi	Vihannissa ja Korteesjärvellä sijaitsevan perunaliiketoiminnan myynti Profood Oy:lle	-
2007	Divestointi	Erikoisrehuja valmistavan Monäs Feed Oy Ab:n myynti	Työllisti 15 henkilöä
2008	Divestointi	GoGreen AB:n ja As Rigas Rigas Dzirnaveiks -omistusosuusien luovutus Lantmännenille (50 % ja 27 %)	-
2008	Yritysosto	Lantmännen luovutti Raisiolle 25 prosentin osuuden yhteisyritys Melia Oy:stä	-
2009	Divestointi	Margariiniliiketoiminnan myynti Bungelle	Kauppahinta 80 MEUR, liikevaihto 45 MEUR
2010	Yritysosto	Englantilaisen välipalalyhtiö Glistenin osto	Kauppahinta noin 53 MEUR, liikevaihto 85 MEUR
2011	Divestointi	Mallasliiketoiminta myytiin Viking Maltille	Kauppahinta 17 MEUR, työllisti 24 henkilöä
2011	Yritysosto	Aamiais- ja välipalatuotteisiin ja makeisiin keskittyneen Big Bearin osto (Iso-Britannia)	Kauppahinta 95,3 MEUR, liikevaihto 65,1 MEUR, EBIT 12,1 MEUR
2012	Yritysosto	Puolalaisen Sulman pasta- ja suurimolliiketoiminnan osto	Kauppahinta 2,4 MEUR, liikevaihto 3,9 MEUR, työllisti 85 henkilöä
2012	Yritysosto	Tsekkiläisen Candy Plusin makeisliiketoiminnan osto	Kauppahinta 20,5 MEUR, liikevaihto 23,3 MEUR ja EBIT 2,1 MEUR
2013	Divestointi	Non-dairy-liiketoiminnan käyttöomaisuus ja Nordic Milkfreedom ja Soygurt-brändit Norjalaiselle Kaville	Liikevaihto noin 7 MEUR, 0,6 MEUR alaskirjaus myynnin yhteydessä
2013	Divestointi	Yhdysvalloissa sijaitsevan esteröntilaitoksen myynti yhdysvaltalaiselle Avoca Inc:lle	Liikevaihto ilman kasvistanoliesterin valmistusta 3,2 MEUR, 19 henkilöä
2014	Yritysosto	Johnson & Johnsonin Benecol-liiketoiminnan osto	Kauppahinta 88,4 MEUR, kaupalla arvioitiin olevan noin 9 MEUR:n positiivinen EBIT-vaikutus
2015	Divestointi	Sulman pastaliiketoiminta myytiin	1,5 MEUR:n luovutustappio
2016	Divestointi	Ison-Britannian tappiollisen välipalapatukkaliiketoiminnan (Halo Foods) myynti Nimbusille	Työllisti noin 300 hlö, kaupasta kirjattiin noin 19 MEUR:n luovutustappio
2017	Divestointi	Southallin tehdaskiinteistön myynti Galliard Homes Ltd:lle	Kauppahinta 40 MEUR
2017	Divestointi	Makeisliiketoiminnan myynti Valeo Foods Limitedille	Kauppahinta 100 MEUR, luovutustappio 38,4 MEUR, liikevaihto 96 MEUR, oik. EBIT 7,9 MEUR (2017)
2018	Divestointi	Naudanrehuliiketoiminnan myynti Lantmännen Agrolle	Velaton kauppahinta 34 MEUR, myyntivoitto 12,5 MEUR, liikevaihto 57,6 MEUR, EBIT 3,8 MEUR
2018	Divestointi	Venäjän tehdaskiinteistön myynti	Myyntivoitto 1,2 MEUR
2021	Yritysosto	Suomalaisen härkäpapatuotteita valmistavan Verso Foodin osto	Velaton kauppahinta 10,9 MEUR, liikevaihto 8 MEUR, EBIT -4,5 MEUR
2022	Divestointi	Venäjän kuluttajaliiketoiminta	Liikevaihto noin 9 MEUR (2021), kokonaiskauppahinta 1,5 MEUR
2023	Divestointi	Kalanrehuliiketoiminta (Raisioaqua)	Liikevaihto ennen Venäjän myynnin lopettamista 37 MEUR (2021), kauppahinta (EV) 7 MEUR

Ennusteet (1/4)

Edellytykset parempaan kasvuun olemassa

Raision liikevaihdon kasvu on aaltoillut nykyisen strategiakauden alkupuoliskolla vuosina 2022-23, mutta ennustamme käännettä parempaan. Liiketoimintaportfolio on hyvin asemoitunut elintarvikemarkkinan oletettuihin megatrendeihin, joita ovat terveellisyys, ympäristötietoisuus ja syömisen helppous. Kauratuotteisiin tehdyt investoinnit ovat tuoneet selvän positiivisen vaikutuksen kasvuun, mistä osoituksena Elovenan 20-30 % vuotuinen kasvu Suomessa vuosina 2022-23 sekä gluteenittoman kauran B2B-myyntin kasvu usean vuoden ajan. Kokonaiskasvu on puolestaan kärsinyt Benecolin ja kasviproteiinien liikevaihdon laskusta. Benecolin heikkous vuoden 2023 aikana voidaan mielestämme laittaa poikkeuksellisten ja väliaikaisten markkinaolosuhteiden piikkiin. Kasviproteiinien saralla epätietoisuus kysynnän tulevasta kehityksestä on mielestämme korkeampi.

Tuloskasvun kannalta yksi suurimpia kysymyksiä on kuinka hyvin Raisio onnistuu kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden kaupallistamisen kanssa Suomen ulkopuolella. Yhtiö kertoi syksyllä 2023 valmistelleensa laajentumista uusille markkinoille ja tavoittelevansa uusia selvästi Suomea suurempia markkina-alueita, jotka mahdollistaisivat 2021 avatun tehtaan käyttöasteiden nostamisen. Ulkomailta Raisio ei hyödy yhtä merkittävästi Elovena-brändin korkeasta arvostuksesta kuin Suomessa.

Kuluttajamyntiin merkittävät panostukset

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin

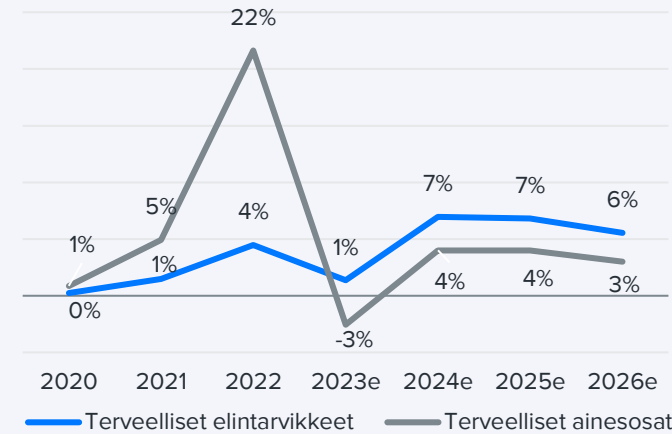
liikevaihdoksi ennustamme vuodelle 2023 144

MEUR, mikä vastaa 1%:n kasvua suhteessa edellisvuoteen. Vaikea kuluttajamarkkina Euroopassa ja erityisesti Benecolin vastatuulet Iso-Britanniassa ovat peittäneet alleen Elovena-tuotteiden vahvan kehityksen 2023 aikana. Odotamme tilanteen helpottavan vuonna 2024 kustannusinflaation tasaantumisen myötä. Lisäksi arvioimme Elovena-tuotteiden kasvun kiihtyvän vuoden 2024 aikana Suomen ulkopuolella, sillä odotamme Raision perustavan kuluttajamyntiliiketoimintaa uusille markkinoille Euroopassa nojaten yhtiön vahvaan kauratuotteiden portfolioon. Kasviproteiinien osalta kasvukäännö ei ole toistaiseksi näköpiirissä, mutta uskomme tilanteen muuttuvan parempaan pitkällä aikavälillä. Ennustamme vertailukelpoisen kasvun nousevan siten 7 % tasolle vuosiksi 2024-25. Ennusteeseen kohdistuu epävarmuutta, sillä etenkin uusien markkinoiden kasvuvauhdin ennustaminen on haastavaa.

Gluteeniton kaura ja kasviproteiinit avaimet kasvuun B2B-segmentissä

Terveelliset ainesosat –segmentissä myyntivolyymien lasku vuoden 2023 aikana johtui paitsi kuluttajien heikosta ostovoimasta, myös Raision omasta valinnasta tehdä vähemmän viljakauppaa vaikeassa markkinassa. Näemme gluteenittoman kauran ja kasviproteiinien tarjoavan edellytyksiä liikevaihdon kasvattamiselle tulevina vuosina. Viljojen hintatasoihin kohdistuu kuitenkin laskupainetta, mikä voi rajoittaa kokonaiskasvua. Ennustamme vuoden 2023 liikevaihdon laskevan 112 MEUR:oon (-3 % v/v) ja vuosien 2024-25 liikevaihdon kasvun nousevan 4 %:iin.

Vertailukelpoinen liikevaihdon kasvu¹



Arvioitu kehitys kasvustrategian ydinalueilla

Osa-alue	2022	2023	2024	2025
Nykyiset Benecol-tuotteet	Kasvua	Laskua	Maltillinen kasvu	
Kaurapohjaiset lisäarvotuotteet (pääosin B2C)	Kasvua Suomesta		Kasvua Suomesta ja Euroopasta	
Gluteeniton kaura B2B	Kasvua	Laskua	Kasvua Suomesta ja Euroopasta	
Kasviproteiinit	Laskua		Vakaa kehitys tai maltillinen kasvu	

¹ Liikevaihdon kasvu ilman yritysjärjestelyiden ja valuuttamuutosten vaikutusta

Ennusteet (2/4)

Kasvuennusteemme jää alle yhtiön tavoitteen

Konsernitasolla ennustamme vuoden 2023 kasvun jäävän 0 %:n paikkeille, mikä on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa, jonka mukaan yhtiö odottaa liikevaihdon olevan edellisen vuoden tasolla tai hieman sen alle. Vuosille 2024-25 konsernitason kasvuennusteemme ovat 6 % ja 7 %. Raisio toimii pääasiassa eurooppalaisilla elintarvikemarkkinoilla, missä kasvu on tyypillisesti hidasta, joten vuosien 2024-25 ennusteemme ylittävät isossa kuvassa markkinakasvun melko selvästi. Raision virallinen vuotuinen liikevaihdon kasvutavoite strategiakaudelle 2022-2025 on konsernitasolla 9 % ja kasvustrategian ydinsegmenttien osalta 11 %. Ennusteemme alittavat siten yhtiön tavoitetason.

Viivästyksyet kasvussa siirtävät tulosparannusta

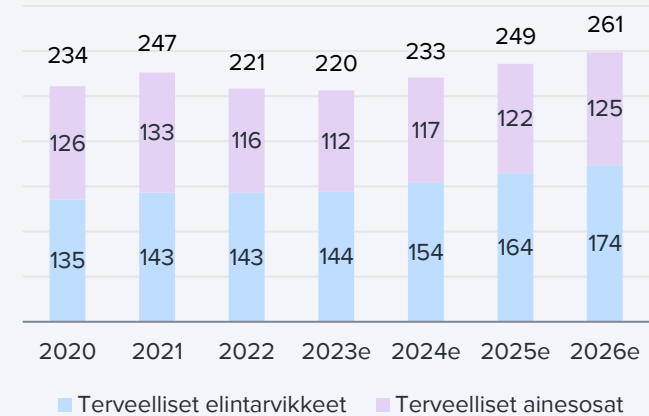
Raisio tavoittelee kunnianhimoisesti yli 13 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025, mutta vuoden 2023 takaiskujen ja kansainvälisen kasvun viivästyksen vuoksi tavoitteen aikataulu ei ole enää realistinen. Tavoite ei ole erityisen kaukana siitä kannattavuustasosta, mitä elettiin ennen nykyistä kasvustrategiaa (2018-20 oik. EBIT: 11-12 % liikevaihdesta). Venäjän kuluttajamyynnin menetys vuonna 2022 ja Benecolin sekä kasviproteiinien alamäki vuonna 2023 ovat kuitenkin vieneet tulosta alaspäin. Lisäksi uuden kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan korkeat poistot ja kasviproteiiniliiketoiminnan tappiollisuus painavat kannattavuutta. Vuoden 2023 oikaistu liikevoitto asettuu ennusteemme mukaan 22,4 MEUR:oon (ohjeistus 21-23 MEUR) eli 10,2 %:iin liikevaihdesta. Vuoden 2024 liikevoittomarginaali tulee todennäköisesti laskemaan, koska panostukset kuluttajamyyntiin erityisesti Suomen ulkopuolisilla markkinoilla tuovat yhtiölle etupainotteisia

kustannuksia. Ennustamme 2024 oikaistuksi liikevoitoksi 22,9 MEUR (9,8 % liikevaihdesta). Vuoden 2025 ennusteemme 26,7 MEUR (10,7 %) olettaa jo positiivista tuloskontribuutioita uusilta markkinoilta, minkä ennustamiseen tosin sisältyy tässä vaiheessa merkittävää epävarmuutta. Ennusteemme olettavat kustannusympäristön pysyvän vakaana ja bruttomarginaalin parantuvan hieman uusien kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden myyntivolyymien kasvun myötä. Oletamme kiinteiden kulujen nousevan vuoden 2024 aikana, mutta vähemmässä määrin enää vuonna 2025. Näemme 13 %:n EBIT-marginaalin edelleen mahdollisena saavuttava pitkäällä aikavälillä (2025 jälkeen), mikä tosin riippuu yhtiön onnistumisista kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan käyttöasteiden nostamisessa sekä kasviproteiinien skaalan ja kannattavuuden parantamisessa. Vuosien 2026-2029 EBIT-marginaaliennusteemme on 11,3-11,6 % ja terminaalijakson ennusteemme maltillisempi 9,5 %.

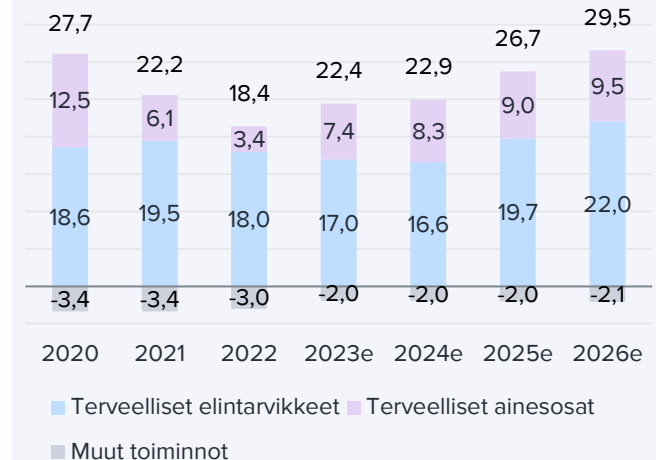
Korkojen nousu kasvattanee lähivuosien tuottoja

Raision 74 MEUR:n nettokassasta 47 MEUR on sijoitettu arvopapereihin, joiden arvoa kirjataan taseessa käyvän arvon perusteella. Sijoituksista noin kaksi kolmasosaa on lyhyissä korkopapereissa ja loput sijoitettu pitkiin korkoihin. Korkotason nousu voi laskea sijoitusten käypää arvoa lyhyellä aikavälillä, kuten nähtiin vuoden 2022 aikana. Toisaalta korkeampi korkotaso tarjoaa tulevaisuudessa parempia tuottoja yhtiön merkittävälle rahoitusvarallisuudelle. Ennustamme nettorahoitustuottojen olevan noin 2 MEUR:n tasolla vuosina 2023-25, mikä olettaisi noin 2,5 MEUR:n vuotuisia rahoitustuottoja (5 % sijoituksista) sekä pieniä noin 0,5 MEUR rahoituskustannuksia.

Liikevaihto (MEUR)^{1,2}



Oikaistu liikevoitto (MEUR)²



1) Sisäisiä eliminoitajeja ei esitetä kuvaajassa, mutta huomioidaan kokonaisliikevaihdossa.

2) Venäjä-divestointi (2022) ja Raisioaquan divestointi (2023) huomioidu graafeissa jo vuoden 2022 alusta alkaen.

Ennusteet (3/4)

Veroprosentiksi olemme ennusteissamme arvioineet 22 % vuodelle 2023 ja 20 % seuraaville vuosille. Konsernin efektiivinen veroprosentti oli vuosina 2010-22 keskimäärin 18 %, mutta Iso-Britannia nosti yritysveroastettaan 19 %:sta 25 %:iin keväällä 2023, millä voi olla pieni kokonaisveroprosenttia nostava vaikutus yhtiölle.

Osinko ylittää tuloksen lähivuosina

Ennustamme vuonna 2023 Raision oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,12 euroon (2022: 0,08 euroa) kannattavuuden toivuttua normaalitasolle vuoden 2022 kustannusinflaatioshokin jäljiltä. Raisio on viime vuosina maksanut 0,14 euron osakekohtaista osinkoa ja viestinyt ulospäin aikomusta pitää osinko 0,14 euron tasolla strategiakaudella, kunnes tulos mahdollisesti nousee tuon tason yli strategiakauden lopulla. Ennusteidemme mukaan 0,14 euron osakekohtaiseen nettotulokseen yletään vasta 2025, joten arvioimme osingon pysyvän vakaana vuosien 2023-25 ajan. Raision tase on vahvasti nettokassalla ja investointitarpeet ovat melko pienet, joten yhtiöllä on varaa maksaa hieman tulostason ylittävää osinkoa keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön virallinen osingonmaksutavoite 50-100 % nettotuloksesta tulee arviomme mukaan relevantiksi vasta strategiakauden jälkeen osakekohtaisen tulostason noustua yli 0,14 euron.

Investoinnit lähellä poistotasoa

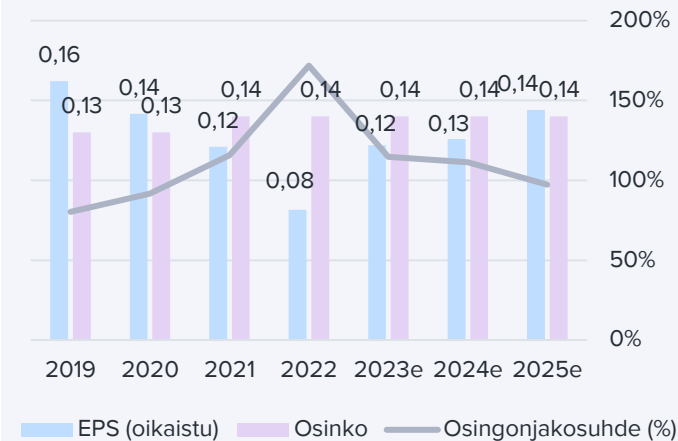
Raisio ohjeisti vuoden 2022 lopun strategiapäivityksensä yhteydessä investoivansa strategiakaudella yli 10 MEUR/v. Tulkitsemme

tämän tarkoittavan, että investoinnit tulevat keskimäärin ylittämään poistotasoa (noin 10 MEUR) ainakin hieman. Vuoden 2023 investoinnit näyttäisivät kuitenkin jäävän melko lähelle poistotasoa. Ennustamme vuosien 2023-25 investointien olevan 10,0-11,6 MEUR ja poistojen 10,2-11,0 MEUR. Investointitaso on laskenut vuosiin 2019-21 verrattuna, koska strategian kannalta olennaiset tuotantokyvyydet on suurilta osin jo rakennettu. Fokus on siirtymässä investoinneista kaupalliseen työhön ja käyttöasteiden nostamiseen, joka voi vaatia operatiivisten kulujen kasvattamista, mutta melko vähän käyttöomaisuusinvestointeja.

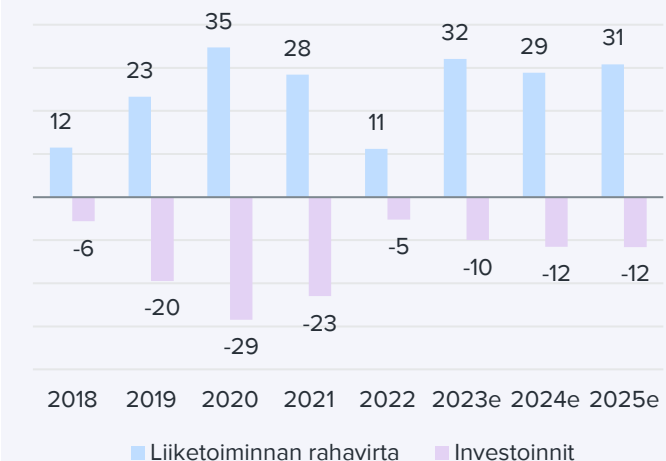
Taseasema säilyy vahvana

Raision liiketoiminnan rahavirta on vahvistunut vuoden 2023 aikana ja yhtiö on saanut tehostettua käyttöpääomaansa vaikean vuoden 2022 jälkeen. Käsitksemme mukaan varastotasot ovat yhä korkeammat suhteessa vuotta 2022 edeltäviin tasoihin, koska Raisio haluaa ylläpitää hyvää toimituskykyä turbulentissa markkinatilanteessa. Odotamme liiketoiminnan rahavirran ylittävän selkeästi investointitasoa tulevina vuosina. Korkeasta ennustamastamme osingonmaksusta (22 MEUR/v) johtuen arvioimme taseen nettokäteisvarojen laskevan maltillisesti vuoden 2023 jälkeen. Vuoden 2023 nettokassaennusteemme on 54 MEUR ja vuoden 2025 49 MEUR. Varoja voidaan tulla osingonmaksun lisäksi hyödyntämään yritysostoissa esimerkiksi uusien brändien tai kohdemarkkinoiden hankkimiseksi.

Nettotulos ja osinko (EUR/osake)



Kassavirran kehitys (MEUR)



Ennusteet (4/4) - Ennustemuutokset

Korotimme rahoitustuottoennusteita

- Pidimme operatiivisen liiketoiminnan ennusteet pääosin ennallaan.
- Nostimme nettorahoitustuottoja lähivuosien ennusteissamme mm. kohonneen korkotason myötä. Korkojen noustessa vuosina 2022-23 etenkin pitkiin korkoihin sidottujen arvopaperien käyvät arvot ovat laskeneet (pääosin vuoden 2022 aikana). Siksi korkojen nousu näkyy rahoitustuotoissa jälkipainotteisesti. Nykyiset ennusteemme olettavat nettorahoitustuottojen pysyvän noin 2 MEUR tasolla vuosina 2023-25e.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	220	220	0 %	233	233	0 %	249	249	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,4	22,4	0 %	23,0	22,9	0 %	26,7	26,7	0 %
Liikevoitto	21,5	21,2	-1%	23,0	22,9	0 %	26,7	26,7	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,12	0,12	1%	0,12	0,13	2 %	0,14	0,14	5 %
Osakekohtainen osinko	0,14	0,14	0 %	0,14	0,14	0 %	0,14	0,14	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	247	53,2	55,5	56,5	55,6	221	56,5	52,7	56,1	54,7	220	56,8	55,4	61,3	59,5	233	249	261
Terveelliset elintarvikkeet	143	35,6	35,0	36,7	35,7	143	37,0	34,9	36,3	35,7	144	38,6	37,2	39,1	39,0	154	164	174
Terveelliset ainesosat	133	27,6	29,4	29,6	29,1	116	28,6	26,1	29,5	28,1	112	28,9	27,7	30,7	29,6	117	122	125
Muut toiminnot	1,5	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	0,6	0,8	0,8	0,8	3,0	0,6	0,8	0,8	0,8	3,1	3,1	3,2
Käyttökate	32,2	3,9	6,9	8,7	8,3	27,8	6,5	7,5	9,6	7,8	31,4	7,0	8,2	10,1	8,0	33,3	37,7	40,4
Poistot ja arvonalennukset	-8,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,4	-9,9	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-10,2	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-10,4	-11,0	-10,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,1	1,4	4,4	6,5	6,0	18,4	4,2	5,7	7,4	5,2	22,4	4,4	5,6	7,5	5,4	22,9	26,7	29,5
Liikevoitto	23,7	1,4	4,4	6,2	5,9	17,9	4,0	5,0	7,0	5,2	21,2	4,4	5,6	7,5	5,4	22,9	26,7	29,5
Terveelliset elintarvikkeet	19,2	2,7	4,1	6,6	4,5	18,0	3,3	4,0	5,6	3,6	16,5	3,5	4,1	5,5	3,6	16,6	19,7	22,0
Terveelliset ainesosat	8,0	0,0	1,4	0,2	1,8	3,4	1,8	1,9	1,8	1,9	7,4	1,9	2,0	2,1	2,2	8,3	9,0	9,5
Muut toiminnot	-3,5	-1,3	-1,0	-0,7	-0,4	-3,4	-1,2	-0,9	-0,3	-0,3	-2,7	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	-2,0	-2,0	-2,1
Nettorahoituskulut	0,9	-1,3	-1,2	-0,7	0,3	-2,9	0,4	0,7	0,6	0,4	2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	1,8	1,1
Tulos ennen veroja	24,6	0,1	3,2	5,5	6,2	15,0	4,4	5,7	7,6	5,6	23,3	4,9	6,1	8,0	5,9	24,9	28,5	30,6
Verot	-3,9	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,5	-0,9	-1,5	-1,7	-1,1	-5,2	-1,0	-1,2	-1,6	-1,2	-5,0	-5,7	-6,1
Nettotulos	20,8	-0,1	3,0	4,5	5,0	12,5	3,5	4,2	5,9	4,4	18,1	4,0	4,9	6,4	4,8	19,9	22,8	24,4
EPS (oikaistu)	0,12	0,00	0,02	0,03	0,03	0,08	0,02	0,03	0,04	0,03	0,12	0,02	0,03	0,04	0,03	0,13	0,14	0,15
EPS (raportoitu)	0,13	0,00	0,02	0,03	0,03	0,08	0,02	0,03	0,04	0,03	0,11	0,02	0,03	0,04	0,03	0,13	0,14	0,15

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	5,6 %	6,4 %	-16,7 %	-18,9 %	-7,7 %	-10,4 %	6,1 %	-5,0 %	-0,7 %	-1,7 %	-0,4 %	0,7 %	5,0 %	9,3 %	8,7 %	5,9 %	6,8 %	4,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-20,3 %	-69,6 %	-15,3 %	-20,7 %	52,1 %	-17,0 %	192,4 %	28,2 %	13,6 %	-13,7 %	22,3 %	5,5 %	-2,2 %	1,3 %	5,5 %	2,2 %	16,4 %	10,5 %
Käyttökate-%	13,0 %	7,4 %	12,5 %	15,4 %	14,8 %	12,6 %	11,5 %	14,2 %	17,2 %	14,2 %	14,3 %	12,4 %	14,8 %	16,4 %	13,5 %	14,3 %	15,1 %	15,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,0 %	2,7 %	8,0 %	11,5 %	10,8 %	8,3 %	7,5 %	10,8 %	13,1 %	9,4 %	10,2 %	7,8 %	10,1 %	12,2 %	9,2 %	9,8 %	10,7 %	11,3 %
Nettotulos-%	8,4 %	-0,1 %	5,5 %	8,0 %	9,0 %	5,7 %	6,2 %	8,0 %	10,6 %	8,1 %	8,2 %	7,0 %	8,8 %	10,4 %	8,0 %	8,6 %	9,2 %	9,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys (1/3)

Sijoitusprofiili

Raisio on sijoituskohteena mielestämme vakaa yhtiö, jolla on toimialaan nähden suhteellisen hyvää kannattavuus ja sijoitetun pääoman tuotto (ROI) tunnettujen brändien, funktionaalisuuteen perustuvien tuotteiden ja tehokkaiden operaatioiden ansiosta. Myös yhtiön terveellisyyteen ja kasvupohjaisuuteen nojaava kasvustrategia on rakennettu megatrendien mukaiseksi.

Kasvun toteutuminen käytännössä on kuitenkin vielä osittain kysymysmerkki, sillä yhtiö ei ole vielä saanut riittävästi irti vuosina 2019-21 toteutetuista merkittävistä investoinneistaan (Versofood ja uusi lisäarvotuotteiden tehdas). Kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden ja Elovena-brändin kasvupotentiaalista on Suomesta vahvat näytöt ja seuraavaksi näitä lähdetään viemään uusille markkinoille. Raision täytyy uhrata lähivuosina kannattavuuttaan ja panostaa myyntiin uusilla maantieteillä saadakseen koko potentiaalin irti uudesta kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaasta. Kasviproteiinien saralla pitkän aikavälin ajurit ovat selkeät, mutta koronapandemian jälkeen koko kategoria on kehittynyt heikosti ja on vaikeaa arvioida milloin segmentin kasvu voisi jälleen piristyä.

Määritämme käyvän arvon neljän menetelmän avulla

Olemme määritellee Raisiolle käyvän arvon vaihteluvälin neljään arvostusmenetelmään pohjautuen. Olemme antaneet suurimman painoarvon tulospohjaiselle arvostukselle (50 %), jota uskomme sijoittajien eniten seuraavan. Lisäksi olemme hyödyntäneet DCF-menetelmää ja

tasepohjaista arvostusta. Menetelmien keskiarvona olemme määrittäneet osakkeen käyväksi arvoksi 2,0-2,7 euroa per osake.

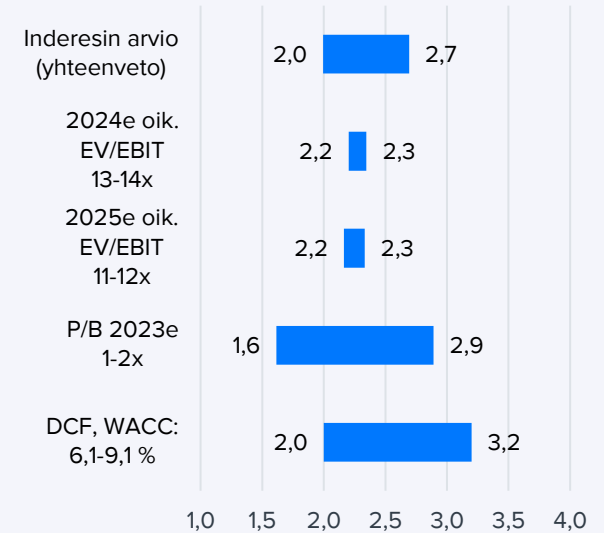
Olemme avanneet menetelmien yksityiskohtia ja perustelleet niiden olennaisuutta seuraavissa arvostusta käsittelevissä tekstikappaleissa.

Tulospohjainen arvostus

Raision merkittävästä nettokassasta johtuen sijoittajien kannattaa kiinnittää huomioita erityisesti velattomaan yritysarvoon ja EV-pohjaisiin tunnuslukuihin. Ennusteidemme mukaiset 2023, 2024 ja 2025 EV/EBIT-kertoimet ovat noin 12x, 12x ja 10x. Vuoden 2023e tulos vastaa yhtiölle perussuoritusta, johon vaikuttaa mm. vaikea kuluttajamarkkina. Vuoden 2024 ennusteissa tulos on vakaa, mutta suhteellinen kannattavuus heikentyy, koska oletamme yhtiön panostavan kaurapohjaisten tuotteiden kasvuun ulkomailla. Vuoden 2025 ennusteet olettavat jo jonkin verran tuloskasvua ja onnistumisia laajentumisstrategiasta, mutta maksimipotentiaalista ollaan yhä kaukana.

Mielestämme Raision arvostuksen tarkastelussa täytyy ottaa huomioon kasvustrategian keskeneräisyys, lähivuosien kasvupanostukset ja investoinnit, jotka eivät vielä näy tuloksessa. Verrokkiryhmää hinnoitellaan vuosille 2023-24 kertoimilla 12-13x. Olemme valmiita hyväksymään Raision arvostuksessa pientä preemiota lyhyellä aikavälillä kasvustrategian keskeneräisyyden vuoksi. Mielestämme käypä arvostus yhtiön osakkeelle olisi EV/EBIT 13-14x vuoden 2024 ennusteilla tai 11-12x vuoden 2025 ennusteilla. Tällöin osakkeessa olisi nousuvaraa nykyennusteilla noin 10 %, minkä lisäksi yhtiö maksaa lähes 7 %:n vuotuista osinkotuottoa.

Arvostusmenetelmien yhteenveto¹



Raision arvostusta tukevia tekijöitä:

- Vakaa kysyntä ja hyvä kustannusten hallinta
- Tunnetut brändit mahdollistavat hyvän kannattavuuden
- Hyvä asemoituminen suhteessa megatrendeihin

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Toimialalla yleisesti kilpailu kovaa ja katteet alhaisia
- Riippuvuus satokehityksestä ja kotimaisesta maataloudesta
- Kasvustrategiassa onnistumisen epävarmuus

Arvonmääritys (2/3)

Muista tulosperusteisista arvostuskertoimista jopa P/E-luku on laskenut kohtuulliseksi ja linjaan verrokkiryhmän kanssa (2024e: 16x), Se ei tosin ota huomioon yhtiön merkittävää nettokassaposiitiota. EV/EBITDA puolestaan on hieman verran alle verrokkien (2024e: 8x), mutta se ei ota huomioon viimeisimpien investointien myötä syntynyttä suurehkoa poistomassaa.

Verrokkiryhmä

Valitsimme Raision verrokkiryhmään useita elintarviketeollisuuden yhtiöitä, joilla on ainakin joitain seuraavista ominaisuuksista: vahvat kuluttajabrändit, kyky tehdä hyvää kannattavuutta, ainakin osittain samat markkina-alueet, tuoteryhmät ja/tai myyntikanavat kuin Raisiolla. Verrokkiryhmän yhtiöistä suurin osa on kansainvälisiä kuten Raisiokin, mutta mukaan mahtuu myös muutama pääosin Suomessa toimiva yhtiö. Raision kannattavuus- ja pääomantuotto-profiili on keskimääräistä kotimaista elintarvikesektorin yhtiötä parempi ja lähempänä suuria kansainvälisiä brändiyhtiöitä.

Taseperusteinen arvostus

Raision oma pääoma oli Q3:n lopussa 256 MEUR eli 1,62 euroa/osake. P/B-kerroin on vuoden 2023 ennusteillamme 1,2x. Historiallisesti hyvän pääomantuoton omaavalle kuluttajabrändiyhtiölle se ei ole erityisen korkea, mutta selvästikin heijastelee yhtiön viime vuosien haasteita sekä tehtyjä investointeja, joiden tulospotentiaalia ei ole vielä saatu realisoitua. Raision pääoman tuotto on laskenut viime vuosina, sillä kasvuinvestointien vaikutus on ollut toistaiseksi tulosta laskeva ja tasetta kasvattava. Meidän ennusteemme Raision

2023-2025 oman pääoman tuotoista (ROE) ovat 7-9 %:n tasolla ja sijoitetun pääoman tuotoista (ROI) 8-10,5 %, joihin peilattuna nykyinen P/B-arvostus on mielestämme kohtuullinen.

Käypää arvoa määriteltessä olemme asettaneet taseperusteisen arvostuksen minimitasoksi P/B 1,0x, joka sopisi sellaiseen skenaarioon, missä Raision ROI vastaisi pitkällä aikavälillä oman pääoman tuottovaatimusta (7,6 %). Arvioimme yhtiön kuitenkin pystyvän pitkällä aikavälillä parempaan, sillä nykyinen matalahko ROE johtuu enemminkin väliaikaisista kasvustrategian kehitysvaiheeseen liittyvistä tekijöistä. Taseperusteisen arvostuksen maksimitasoksi valitsimme 2,0x, joka on lähellä verrokkiryhmän mediaania. Tämä voisi toteutua, mikäli Raisio onnistuisi nostamaan lähitieteessä tekemiensä investointien käyttöasteet korkeiksi ja saamaan sitä kautta kasvua ja ROE:ta ylöspäin. Olemme oikaisseet kassavarojen vaikutuksen taseperusteisen arvostuksen määrittämisessä, jotta emme laske käteisvaroilta kaksinkertaista arvoa positiivisessakaan skenaariossa.

DCF-arvonmääritys

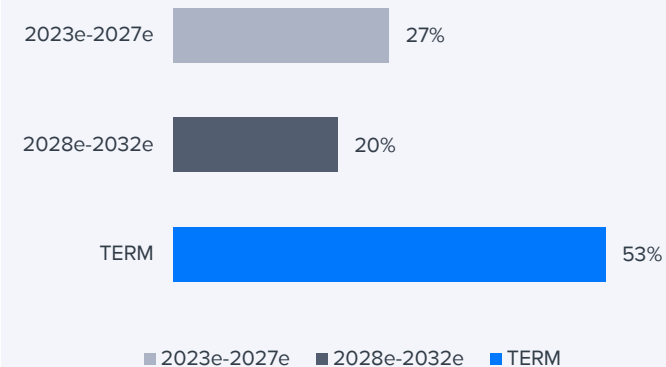
Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa Raision oman pääoman arvoksi 386 MEUR eli 2,4 euroa per osake.

DCF-mallissamme liikevaihdon vuotuinen kasvu välillä 2024-2026 on keskimäärin vajaat 6 %. Kasvuvauhti hidastuu 2027-2031 aikana reilun 3%:n tasolle ja terminaalijakson kasvuennusteemme on 2 %. Odotamme liikevoittomarginaalin nousevan vuosiksi 2027-30 11,6 %:n tasolle, kunnes se laskee terminaalijaksolla 9,5 %:iin.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	2,04	2,04	2,04
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	322	322	322
Yritysarvo (EV)	268	272	273
P/E (oik.)	16,7	16,2	14,1
P/E	17,8	16,2	14,1
P/B	1,2	1,3	1,3
P/S	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,5	8,2	7,2
EV/EBIT (oik.)	12,0	11,8	10,2
Osinko/tulos (%)	122,5 %	111,2 %	97,2 %
Osinkotuotto-%	6,9 %	6,9 %	6,9 %

Lähde: Inderes

DCF: Rahavirran jakauma jaksittain



Arvonmääritys (3/3)

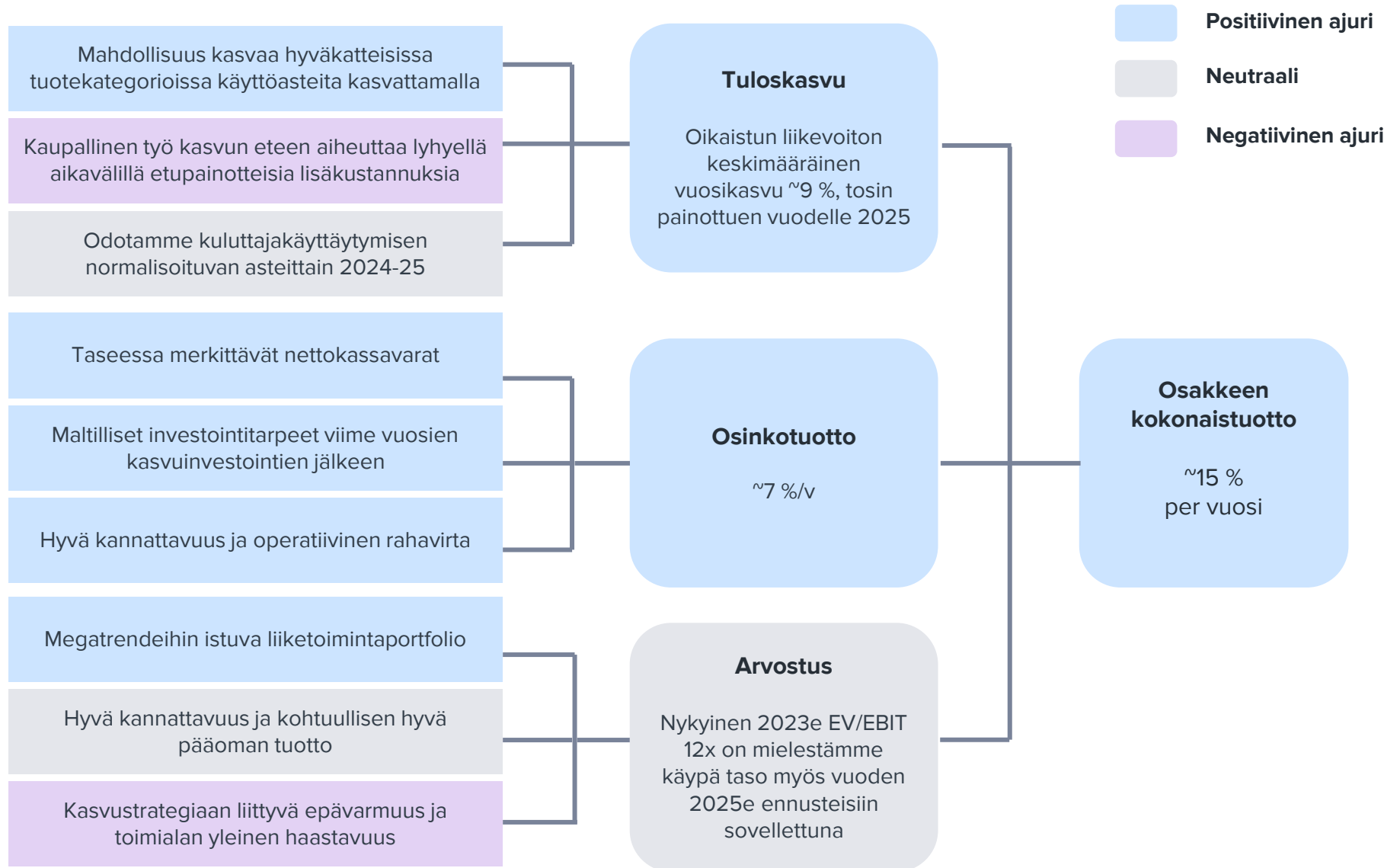
Keskipitkän aikavälin kannattavuusennusteemme ovat mielestämme melko konservatiivisia ja niissä voisi olla nousupotentiaaliakin, mikäli Raisio onnistuu strategiansa toteuttamisessa. Toisaalta elintarvikesektorin kannattavuudet ovat tyypillisesti vaatimattomia, eikä Raision asema toimialan arvonluojana ole itsestään selvä kasvustrategian ollessa vielä kesken.

DCF-mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,6 % ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 53 %. Olemme nostaneet WACC:ia 0,2 %-yksiköllä, sillä Raision kansainvälistymissuunnitelmat mielestämme hieman nostavat osakkeeseen kohdistuvaa riskitasoa, vaikkakin tukevat pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalia. DCF-malli soveltuu mielestämme melko hyvin Raision arvostamiseen, koska yhtiön tulospäätökset ovat suhteellisen vakaat ja kassavirrat melko hyvin ennustettavissa.

Osinkotuotto korkealla tasolla

Raision osinkotavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen tuloksesta sekä vapauttaa pääomaa sijoittajille lisäosinkojen avulla. Tulkitsemme, että yhtiö pyrkii pitämään 0,14 euron osingonmaksun ennallaan, kunnes tuloskasvu mahdollistaisi osingon kasvattamisen tältä tasolta. Vuosille 2023-25 ennustamamme osinkotuotto on 6,9 %. Ennustettu osinko 0,14 euroa per vuosi vastaa 97-123 %:n osingonjakosuhdetta. Arvioimme osinkotuoton tarjoavan pientä tukea Raision osakekurssille, mutta operatiivinen tuloskunto on kuitenkin osinkoa tärkeämpi ajuri.

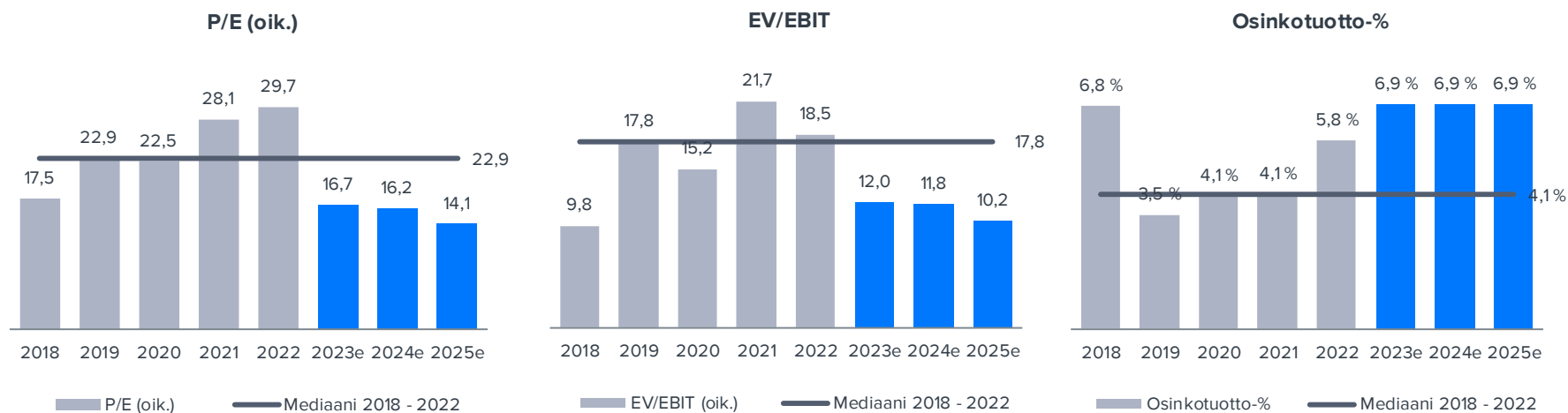
Osaketuoton ajurit (2023-25)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osaakekurssi	2,35	3,72	3,19	3,40	2,43	2,04	2,04	2,04	2,04
Osakemäärä, milj. kpl	157,3	157,4	157,4	158,4	158,4	158,4	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	369	585	504	539	384	322	322	322	322
Yritysarvo (EV)	250	486	421	479	339	268	272	273	274
P/E (oik.)	17,5	22,9	22,5	28,1	29,7	16,7	16,2	14,1	13,2
P/E	30,8	22,9	21,4	25,9	30,7	17,8	16,2	14,1	13,2
P/B	1,4	2,2	1,9	1,9	1,5	1,2	1,3	1,3	1,2
P/S	1,6	2,5	2,2	2,2	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	1,1	2,1	1,8	1,9	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,1	14,5	12,0	14,9	12,2	8,5	8,2	7,2	6,8
EV/EBIT (oik.)	9,8	17,8	15,2	21,7	18,5	12,0	11,8	10,2	9,3
Osinko/tulos (%)	209,8 %	80,2 %	87,4 %	106,8 %	177,4 %	122,5 %	111,2 %	97,2 %	97,2 %
Osinkotuotto-%	6,8 %	3,5 %	4,1 %	4,1 %	5,8 %	6,9 %	6,9 %	6,9 %	7,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

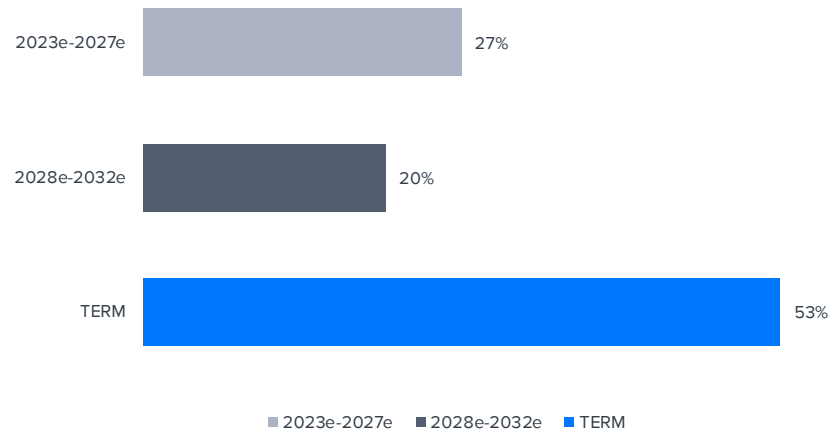
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
AAK	5384	5684	16,1	16,4	13,1	13,2	1,4	1,4	21,8	21,4	1,7	1,8	3,5
Associated British Foods	20224	22881	13,4	10,6	8,2	7,0	1,0	0,9	16,4	12,7	2,1	2,6	1,5
Archer-Daniels-Midland	27958	32385	8,3	9,8	5,7	6,8	0,4	0,4	8,1	9,7	3,2	3,4	1,3
Apetit	83	69	9,8	11,5	5,3	5,7	0,4	0,4	10,1	14,5	5,3	4,6	0,8
Aryzta	1674	1931	9,5	10,7	5,3	6,4	0,7	0,9	16,2	17,6			2,2
Bunge	12129	12557	4,8	5,9	4,2	4,9	0,2	0,2	7,1	8,4	2,9	3,0	1,3
Bonduelle	323	759	12,9	10,8	5,1	4,6	0,3	0,3	8,9	9,2	3,0	3,1	0,4
Cloetta	482	642	9,4	8,9	6,7	6,4	0,9	0,9	11,4	10,2	5,3	5,3	1,1
Campbell Soup	12443	16707	13,2	13,0	10,4	10,1	1,9	1,9	15,1	14,7	3,3	3,3	3,8
Danone	41622	52675	15,3	14,8	11,3	11,2	1,9	1,9	17,8	17,4	3,4	3,5	2,1
Ebro Foods	2339	2855	10,4	10,1	7,6	7,4	0,9	0,9	13,3	12,7	4,1	4,5	1,0
Fodelia	45	50	17,4	15,5	10,1	8,4	1,0	0,9	22,7	16,6	1,8	2,4	3,2
General Mills	33999	45368	14,3	13,6	12,2	11,8	2,4	2,5	15,3	14,5	3,3	3,6	3,7
Greencore Group	561	789	9,0	8,3	5,1	4,8	0,4	0,4	12,1	10,8		2,0	1,1
Kellogg	17584	23104	12,9	13,5	10,4	11,0	1,7	1,9	14,0	15,4	4,2	4,1	4,5
Kerry Group	14297	16108	17,8	16,3	13,5	12,6	2,0	1,9	18,9	17,3	1,4	1,5	2,2
Mondelez International	96193	112475	20,8	19,7	17,3	16,5	3,4	3,3	23,6	21,8	2,1	2,3	3,7
Nestle	281471	340214	19,6	18,8	16,0	15,4	3,4	3,3	20,3	19,5	3,1	3,3	6,3
Orkla	7264	9067	14,8	13,8	10,5	10,2	1,5	1,5	14,0	13,7	3,8	4,0	1,8
Premier Foods	1406	1725	9,7	8,8	8,3	7,4	1,5	1,3	12,0	10,7	1,0	1,2	0,8
Tate & Lyle	2915	3206	11,4	10,4	8,5	8,2	1,6	1,6	12,8	11,4	2,9	3,2	2,1
Unilever	112855	137391	13,8	13,1	12,1	11,4	2,3	2,2	17,6	16,7	3,8	4,1	6,1
Raisio (Inderes)	322	268	12,0	11,8	8,5	8,2	1,2	1,2	16,7	16,2	6,9	6,9	1,2
Keskiarvo			12,9	12,5	9,4	9,1	1,4	1,4	15,0	14,4	3,1	3,2	2,5
Mediaani			13,1	12,2	9,3	8,3	1,4	1,4	14,6	14,5	3,2	3,3	2,1
 Erotus-% vrt. mediaani			-8 %	-3 %	-8 %	-1 %	-15 %	-14 %	15 %	12 %	118 %	110 %	-41 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-10,4 %	-0,4 %	5,9 %	6,8 %	4,7 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	8,1 %	9,6 %	9,8 %	10,7 %	11,3 %	11,6 %	11,6 %	11,6 %	10,0 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Liikevoitto	17,9	21,2	22,9	26,7	29,5	31,5	32,4	33,4	29,6	29,0	29,6	
+ Kokonaispoistot	9,9	10,2	10,4	11,0	10,9	11,6	12,2	12,6	12,5	12,5	12,4	
- Maksetut verot	-2,0	-5,2	-5,0	-5,7	-6,1	-6,4	-6,6	-6,8	-6,0	-5,9	-6,0	
- verot rahoituskuluista	-0,7	0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-5,6	5,4	0,1	-1,5	-0,8	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	19,7	32,0	28,9	30,8	33,8	36,2	38,0	39,3	36,2	35,7	35,2	
+ 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	-1,8	-2,3	-11,5	-11,6	-13,2	-13,2	-12,3	-12,2	-12,2	-12,2	-14,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	17,9	29,7	17,3	19,2	20,6	23,1	25,7	27,0	24,0	23,4	20,5	
+/- Muut	-7,7	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,2	29,4	17,3	19,2	20,6	23,1	25,7	27,0	24,0	23,4	20,5	372
Diskontattu vapaa kassavirta		29,6	16,2	16,7	16,6	17,3	17,9	17,5	14,4	13,1	10,7	193
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		363	334	317	301	284	267	249	231	217	204	193
Velaton arvo DCF		363										
- Korolliset velat		-26,9										
+ Rahavarat		72,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-22,2										
Oman pääoman arvo DCF		386										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,4										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,08
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	7,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Vahvat brändit tuovat hinnoitteluvoimaa

2.

Elintarvikkeiden kysyntä kehittyi melko vakaasti, mutta kuluttajien ostovoima heijastuu hintavampiin tuotteisiin

3.

Raision tuoteportfolio asemoituu hyvin megatrendeihin, mutta trendit eivät ole käyttäytyneet aivan odotetusti viime vuosina

4.

Suuret investoinnit valmiit ja mahdollistavat tuloskasvun käyttöasteita kasvattamalla, mikäli kaupallisessa työssä onnistutaan

5.

Hyvä, vakaa kassavirta ja vahva tase pitävät osingonmaksukykyyn hyvänä

Potentiaali



- Raisio on asemoitunut hyvin nykyisiin megatrendeihin (mm. terveellinen ja vastuullisesti tuotettu ruoka)
- Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin tuo tehokkuutta ja kannattavuutta
- Viime vuosien isot investoinnit kauramyllyyn, kasvipohjaiseen tuotantolaitokseen ja kasviproteiineihin tarjoavat kasvumahdollisuuksia
- Vakaa kannattavuus, hyvä kassavirta ja vahva kassa tukevat osingonmaksukykyä

Riskit



- Kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden markkinointi Suomen ulkopuolisille kuluttajille voi osoittautua haastavaksi
- Kasviproteiiniliiketoiminnan kasvusuunnitelmien mahdollinen epäonnistuminen
- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Tärkeimpien raaka-aineiden hinta- ja saatavuusriskit
- Päivittäistavara-kaupan keskittyminen muutamien toimijoiden käsiin rajoittaa hinnoitteluvoimaa

ESG

Vain bioenergian tuotanto kuuluu EU-taksonomian piiriin

Raision pääliiketoiminta elintarviketuotanto ei kuulu EU-taksonomian piiriin, eli sitä ei tarkastella EU:n taksonomiaviitekehyksessä. Sen sijaan Raision tehdasalueella toimivan bioenergialaitoksen toiminta kuuluu taksonomian piiriin. Bioenergian tuotanto on myöskin EU-taksonomian mukaista, sillä se hillitsee ilmastonmuutosta. Raisio käyttää itse bioenergialaitoksen lämpöä ja höyryä sekä myy tätä energiaa myös muille yrityksille teollisuusalueen sisällä. Ulos myyty energia vastaa Raision liikevaihdosta vain 0,4 % (2022). Yhtiön operatiivisista kustannuksista 4,1 % on taksonomian mukaista ja tämä liittyy yhtiön itse käyttämään bioenergiaan.

Koska taksonomialainsäädännön oletetaan muuttuvan ja kehittyvän, jääme odottamaan tämän mahdollisia vaikutuksia Raisioon. Emme odota lyhyellä aikavälillä merkittäviä suoria taksonomiaan liittyviä taloudellisia vaikutuksia.

Tuotannosta on tehty hiilineutraalia

Ilmastotavoitteiden suhteen Raisio on saavuttanut tavoitteensa muuttaa oma tuotanto hiilineutraaliksi vuoden 2023 loppuun mennessä. Vielä vuonna 2022 98 % Raisio-konsernin käyttämästä energiasta oli hiilineutraalia. Viimeinen puuttuva palanen hiilineutraaliuteen liittyi Kauhavan tehtaaseen (jossa valmistetaan Härkistä), mutta yhtiö on muuttanut tämänkin hiilineutraaliksi vuoden 2023 aikana. Nokian myllyyn ja Raisionkaaren teollisuusalueeseen on investoitu jo aiemmin hiilineutraaliuden saavuttamiseksi.

Arvoketjun päästöt muodostavat valtaosan toiminnan kokonaispäästöistä

Raisio on laskenut arvoketjunsä tuottamat hiilidioksidipäästöt (scope 3) ja raportoi niiden jakautumisen eri syntyperän mukaan. Valtaosa (96 %) scope 3 -päästöistä syntyi vuonna 2022 ostetuista tuotteista ja palveluista, josta viljan osuus oli 68 %-yksikköä. Raaka-aineiden, tuotteiden ja palveluiden logistiikka tuotti 2,4 % scope-3 päästöistä. Käytännössä Raision scope-3 päästöjen vähentäminen edellyttäisi erityisesti viljelijöiden päästöjen vähentämistä tai vähähiilisten viljelijöiden suosimista raaka-ainehankinnassa. Viljelijöiden päästöjen vähentäminen on arviomme mukaan pidempi prosessi, mihin vaikuttaa mm. yhteiskunnan asettamat lait ja verot sekä vähäpäästöisempien teknologioiden kehittyminen. Viljelyn tuottamiin päästöihin voidaan myös vaikuttaa erilaisilla viljelytavoilla. Raisio ei ole kertonut selkeistä toimenpiteistä scope 3 -päästöjen vähentämiseksi ja arvioimme, että yhtiön käytössä olevat työkalut päästöjen vähentämiseksi arvoketjussa ovat toistaiseksi rajalliset.

Taksonomiakelpoisuus	2022*	2023
Liikevaihto	0,0 %	
OPEX	0,0 %	
CAPEX	0,0 %	
Taksonomian mukaisuus	2022*	2023
Liikevaihto	0,4 %	
OPEX	4,1%	
CAPEX	0,0 %	

Ilmasto

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

*luvut eivät ole vertailukelpoisia taksonomiakehityksestä johtuen.

Taksonomiakelpoisuus-riveillä raportoidaan toimintaa, joka kuuluu EU-taksonomian piiriin, mutta ei ole taksonomian mukaista. Raisiolla ei ole tällaista toimintaa, sillä ainoa kelpoinen toiminta (bioenergian tuotanto) on myöskin taksonomian mukaista.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	233,6	246,6	220,8	220,0	233,0	EPS (raportoitu)	0,15	0,13	0,08	0,11	0,13
Käyttökate	35,1	32,2	27,8	31,4	33,3	EPS (oikaistu)	0,14	0,12	0,08	0,12	0,13
Liikevoitto	28,9	23,7	17,9	21,2	22,9	Operat. kassavirta / osake	0,22	0,19	0,12	0,20	0,18
Voitto ennen veroja	29,4	24,6	15,0	23,3	24,9	Vapaa kassavirta / osake	0,06	-0,09	0,06	0,19	0,11
Nettovoitto	23,4	20,8	4,8	17,8	19,9	Omapääoma / osake	1,71	1,77	1,66	1,63	1,62
Kertaluontoiset erät	1,1	1,6	-0,4	-1,2	0,0	Osinko / osake	0,13	0,14	0,14	0,14	0,14
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	314,6	354,4	331,9	313,4	317,8	Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	6 %	-10 %	0 %	6 %
Oma pääoma	269,5	280,7	262,9	258,6	256,3	Käyttökateen kasvu-%	4 %	-8 %	-13 %	13 %	6 %
Liikearvo	45,9	49,6	47,0	47,0	47,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	2 %	-20 %	-17 %	22 %	2 %
Nettovelat	-83,1	-59,9	-45,1	-54,0	-50,8	EPS oik. kasvu-%	-13 %	-15 %	-33 %	50 %	3 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	15,0 %	13,0 %	12,6 %	14,3 %	14,3 %
Käyttökate	35,1	32,2	27,8	31,4	33,3	Oik. Liikevoitto-%	11,9 %	9,0 %	8,3 %	10,2 %	9,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,6	0,5	-5,6	5,4	0,1	Liikevoitto-%	12,4 %	9,6 %	8,1 %	9,6 %	9,8 %
Operatiivinen kassavirta	34,4	30,7	19,7	32,0	28,9	ROE-%	8,7 %	7,6 %	4,6 %	6,9 %	7,7 %
Investoinnit	-23,9	-45,2	-1,8	-2,3	-11,5	ROI-%	11,2 %	8,5 %	6,4 %	7,9 %	9,2 %
Vapaa kassavirta	9,3	-14,4	10,2	29,4	17,3	Omavaraisuusaste	85,7 %	79,2 %	79,2 %	82,5 %	80,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-30,8 %	-21,3 %	-17,2 %	-20,9 %	-19,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,8	1,9	1,5	1,2	1,2						
EV/EBITDA (oik.)	12,0	14,9	12,2	8,5	8,2						
EV/EBIT (oik.)	15,2	21,7	18,5	12,0	11,8						
P/E (oik.)	22,5	28,1	29,7	16,7	16,2						
P/B	1,9	1,9	1,5	1,2	1,3						
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,1 %	5,8 %	6,9 %	6,9 %						

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	194	186	178	179	180
Liikearvo	49,6	47,0	47,0	47,0	47,0
Aineettomat hyödykkeet	36,0	33,5	33,0	34,0	35,1
Muut sijoitukset	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0
Laskennalliset verosaamiset	3,9	3,7	3,7	3,7	3,7
Vaihtuvat vastaavat	160	146	135	138	144
Vaihto-omaisuus	37,9	42,8	40,4	41,7	44,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	354	332	313	318	324

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	281	263	259	256	257
Osakepääoma	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Kertyneet voittovarot	253	235	231	228	229
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	35,6	33,7	18,4	21,8	24,3
Laskennalliset verovelat	9,7	10,0	10,0	10,0	10,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	25,9	23,7	8,4	11,8	14,3
Lyhytaikaiset velat	38,1	35,3	36,4	39,7	43,1
Korolliset velat	3,2	3,2	3,6	5,0	6,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,7	31,2	31,9	33,8	36,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Taseen loppusumma	354	332	313	318	324

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Lisätietoja 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 €
27/12/2022	Lisää	2,60 €	2,43 €
08/02/2023	Lisää	2,70 €	2,48 €
03/05/2023	Lisää	2,60 €	2,31 €
20/07/2023	Osta	2,30 €	1,91 €
09/08/2023	Lisää	2,30 €	2,05 €
01/11/2023	Lisää	2,30 €	2,05 €
02/02/2024	Lisää	2,30 €	2,04 €

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.**