

Atria

Seurannan aloitus

17.4.2023 19:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vahva pohjoismainen lihatalo

Atria on Pohjois-Euroopan johtavia liha- ja ruoka-alan yrityksiä. Yhtiöllä on käynnissä merkittäviä investointeja tuotannon tehostamiseksi ja markkina-aseman vahvistamiseksi kasvavissa tuotesegmenteissä, erityisesti siipikarjassa. Haastavan markkinatilanteen lisäksi myös tuotannolliset uudelleenjärjestelyt painavat lähiaikojen tulostuksemme, vaikka tukevatkin pitkän aikavälin kehitystä. Tulos pohjainen arvostus on kevyesti koholla historialliseen tasoon ja verrokkiryhmään nähden, joten aloitamme seurannan vähennä-suosituksella ja 11,5 euron tavoitehinnalla.

Suuri toimija kaikilla kotimarkkinoillaan

Atria on suuren teollisen mittakaavansa ja tunnettujen kuluttajabrändiensä ansiosta johtava liha-alan toimija kotimarkkinoillaan Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa. Yhtiön valmistamia elintarvikkeita myydään erityisesti vähittäiskaupan kautta, mutta myös foodservice-kanavaan sekä teollisuusasiakkaille. Lisäksi noin 10 % yhtiön liikevaihdosta syntyy viennistä, joka kohdistuu mm. Kauko-Itään ja Eurooppaan. Vaikka pääosa myynnistä syntyykin elintarvikkeista, yhtiöllä on Suomessa myös merkittävää rehun ja tuotantoeläinten myynnistä koostuvaa liiketoimintaa, joka vastaa 19 % konsernin liikevaihdosta. Toimialalle tyypilliseen tapaan myös Atrialla on vahva integraatio paikalliseen alkutuotantoon ja se omistaa jonkin verran omaa alkutuotantoa Ruotsissa ja Virossa. Alkutuotannon omistaminen ei kuitenkaan ole yhtiölle strategisesti keskeinen toimintamalli.

Strategia painottaa kasvavia tuotesegmenttejä

Liha-alan kasvunäkymät ovat varsin maltilliset, sillä punaisen lihan kulutuksen arvioidaan laskevan hitaasti pitkällä aikavälillä kehittyneissä talouksissa ja myös Suomessa. Atrian strategiset kasvupanostukset kohdistuvatkin kasvaviin tuotesegmentteihin, kuten siipikarjaan, valmisruokiin ja pikaruokaan. Yhtiö investoi vuosien 2021-24 aikana peräti 155 MEUR uuteen siipikarjatehtaaseen Nurmossa ja 35 MEUR tuotannon ja logistiikan keskittämiseen Ruotsin Sköllerstassa tuotannon tehostamiseksi ja kasvun mahdollistamiseksi. Atria tavoittelee markkinaa nopeampaa kasvua ja 5 %:n liikevoittoa, joista kasvutavoite on mielestämme suurinvestointien myötä realistinen. Lyhyellä aikavälillä arvioimme kannattavuuden heikentyvän mm. tuotannollisten järjestelyiden aiheuttamien väliaikaisten kulujen, kustannusinflaation ja heikentyneen kuluttajakäynnän vuoksi. Uusien laitosten päästessä vauhtiin vuonna 2025 odotamme kannattavuudessa olevan merkittävää kehityspotentiaalia ja tuloksen parantuvan ennätystasolle.

Arvostus väliaikaisesti koholla vaikean markkinan ja tuotannollisten investointien vuoksi

Atria on sijoitusprofiililtaan melko vakaa ja toimialaan nähden kannattava yhtiö, jonka kasvupotentiaali on kuitenkin markkinan näkymistä johtuen melko maltillinen. Yhtiö panostaa strategiassaan kasvaviin tuotesegmentteihin sekä teollisen tuottavuuden parantamiseen, minkä johdosta odotamme liiketuloksen parantuvan keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä vaikea markkinasuhdanne ja tuotannon uudelleenjärjestelyt kuitenkin painavat tulostasoa ja nostavat EV/EBIT-kertoimet (2023-24e: 13x ja 12x) verrokkiryhmää (2023-24e: 12x ja 11x) sekä yhtiön viiden vuoden keskiarvoa (12kk eteenpäin katsova EV/EBIT: 12x) korkeammiksi. Osinkotuotto 6 %:n tienoilla tarjoaa tukeaa osakekurssille, mutta ennustamme osingon kehittyvän maltillisesti lähitulevaisuudessa laskevasta tuloksesta ja investointien rasittamasta taseesta johtuen. Yhtiön investoinnit realisoituvat tuloskasvuna vasta 2024-25, joten painotamme näkemyksessämme toistaiseksi lähiaikojen riskejä yli keskipitkän aikavälin tuloskasvupotentiaalin. Vuosien 2023-24 EBIT-ennusteemme alittavat Bloombergin keräämän konsensusen 5 %:lla.

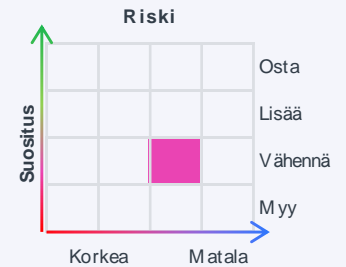
Suositus

Vähennä

11,50 EUR

Osakekurssi:

11,94



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1696,8	1739,0	1776,8	1815,5
kasvu-%	10 %	2 %	2 %	2 %
EBIT oik.	49,0	46,0	51,2	58,1
EBIT-% oik.	2,9 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %
Nettotulos	-5,4	31,1	34,8	40,6
EPS (oik.)	1,19	1,10	1,23	1,44
P/E (oik.)	7,8	10,9	9,7	8,3
P/B	0,6	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	7,6 %	5,9 %	6,0 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	10,3	13,3	12,1	10,3
EV/EBITDA	4,9	6,0	5,7	4,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

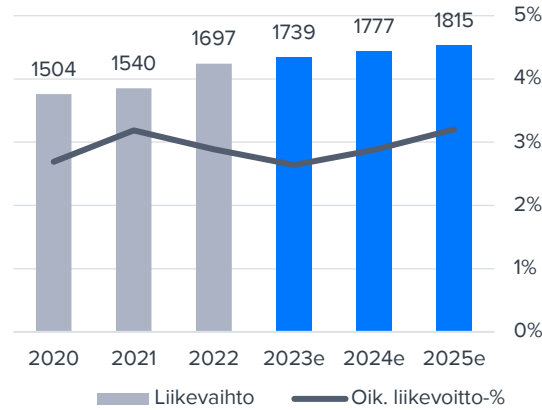
Vuonna 2023 Atria-konsernin oikaistun liikevoiton arvioidaan olevan pienempi kuin edellisvuonna (49,0 MEUR).

Osakekurssi



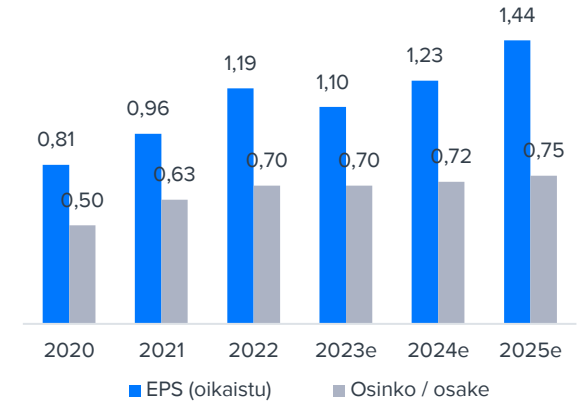
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Teollisesti ja kaupallisesti vahva asema Suomen lihanjalostusmarkkinoilla
- Tunnetut kuluttajabrändit
- Vahvat panostukset siipikarjaan, jonka kulutus on kasvussa
- Panostukset muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokiin ja pikaruokaan



Riskitekijät

- Lihan kulutus hitaassa laskusuunnassa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu elintarvikealalla sekä vähittäiskaupan vahva neuvotteluvoima rajoittajat kannattavuutta
- Kuluttajien ostovoiman heikentyminen uhkaa volyymejä ja katteita lyhyellä aikavälillä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	11,9	11,9	11,9
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	338	338	338
Yritysarvo (EV)	609	618	597
P/E (oik.)	10,9	9,7	8,3
P/E	10,9	9,7	8,3
P/Kassavirta	neg.	19,7	7,2
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,7	4,8
EV/EBIT (oik.)	13,3	12,1	10,3
Osinko/tulos (%)	63,7 %	58,4 %	52,2 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,0 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-9
Atria Suomi	10
Atria Ruotsi	11
Atria Tanska ja Viro	12
Liiketoimintamallin riskiprofiili	13
Elintarvikemarkkinan arvoketju	14
Markkina- ja toimintaympäristö	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Historiallinen kehitys	20-21
Ennusteet	22-25
Osakkeen arvostus	26-27
Sijoitusprofiili	28
Osaketuoton ajurit	29
Taulukot ja liitteet	30-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	36

Atria lyhyesti

Atria on yksi suurimpia Pohjois-Euroopan alueen liha- ja ruoka-alan yhtiöitä. Yhtiöllä on tunnettuja kuluttajabrändejä sekä teollista tuotantoa Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa.

1903

Perustamisvuosi

1994

Listautuminen pörssiin

1697 MEUR (+10 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

49,0 MEUR (2021: 49,2 MEUR)

Oikaistu liikevoitto 2022

338 MEUR markkina-arvo

Osakekurssilla 11,9 euroa

3698 hlö

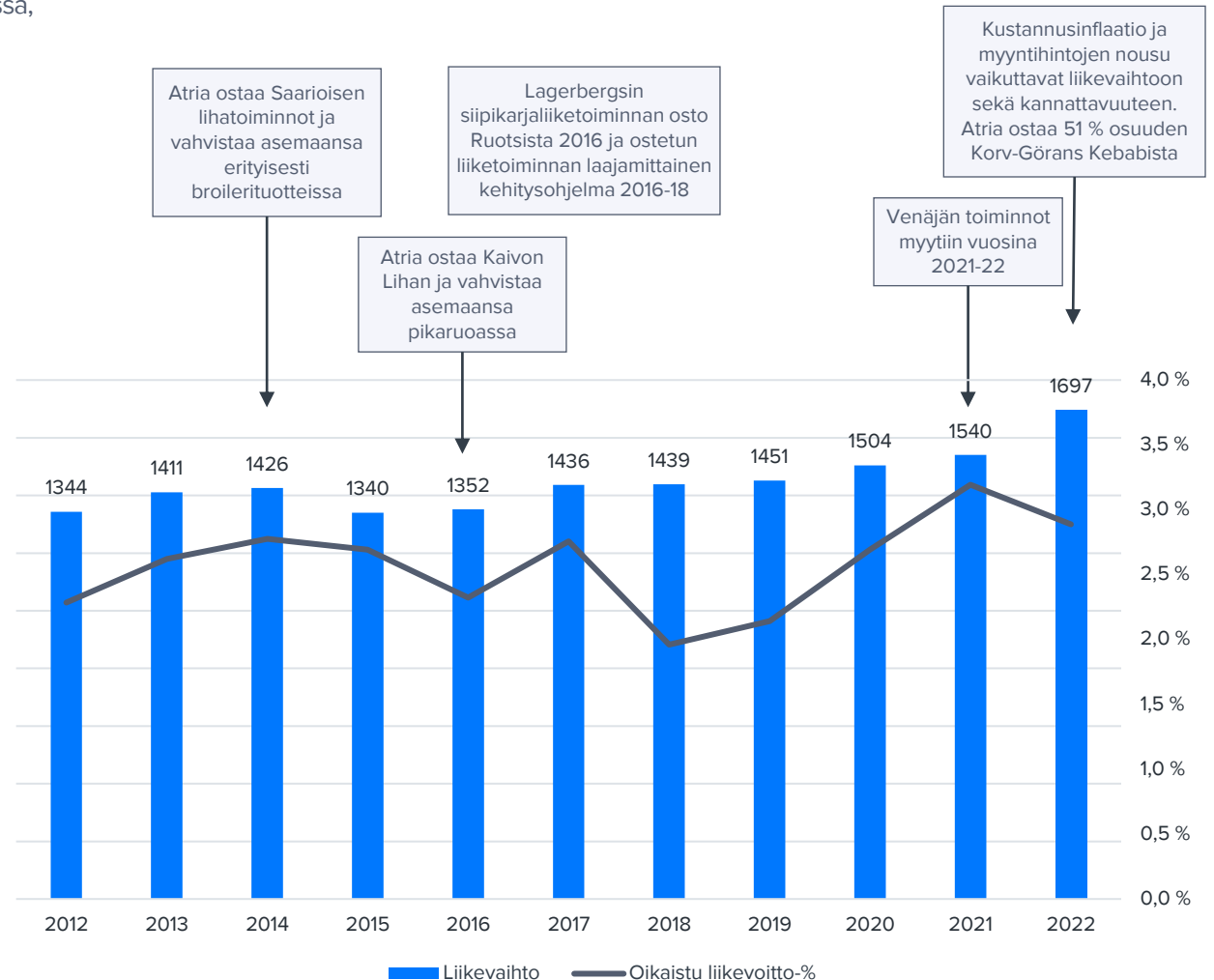
Henkilöstön määrä 2022 aikana keskimäärin

131 MEUR (2021: 56 MEUR)

Bruttoinvestoinnit 2022

449 MEUR oma pääoma

2022 lopussa (15,9 euroa per osake)



Yhtiökuvaus (1/3)

Johtava pohjoiseurooppalainen liha- ja ruokatalo

Atria on yksi suurimpia Pohjois-Euroopassa toimivia liha- ja ruoka-alan yrityksiä. Yhtiö on muodostunut usean osuuskuntamuotoisen lihanjalostajan yhdistymisen kautta ja listautui Helsingin pörssiin vuonna 1994. Yhtiöllä on teollista toimintaa ja vahva asema kotimarkkinoillaan Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa. Lisäksi noin 10 % myynnistä kohdistuu vientimarkkinoille Eurooppaan ja Aasiaan. Yhtiöllä on kotimarkkinoillaan useita tunnettuja kuluttajabrändejä vähittäiskaupassa, minkä lisäksi tuotteita myydään myös foodservice-kanavaan ja teollisuuteen. Elintarvikkeiden tuotannon lisäksi 19 % liikevaihdosta koostuu rehun ja tuotantoeläinten myynnistä pääasiassa suomalaisille alkutuottajille.

Panostukset kohdistuvat kasvaviin tuoteryhmiin

Atria pyrkii tarjoamaan laadukkaita tuotteita, jotka luovat kuluttajille lisäarvoa mm. vastuullisuuden, antibioottivapauden ja jäljitettävyyden kautta. Suomessa yhtiöllä on vahva asema käytännössä kaikissa suurissa lihatuotteiden alasegmenteissä, mutta Ruotsissa tuoterepertuaari on kapeampi ja esimerkiksi Tanskassa keskitytään vain leivänpäällisiin. Atrian strategian mukaan yhtiön kaupalliset panostukset kohdistuvat erityisesti kohoavan kysynnän tuotesegmentteihin, kuten siipikarjaan, valmisruokiin ja pikaruokaan. Hitaammin kasvavissa segmenteissä, kuten perinteisissä punaisesta lihasta valmistetuissa tuotteissa, pyrkimyksenä on vahvan aseman säilyttäminen ja kannattavuuden parantaminen.

Raaka-aineen hankinnassa erilaisia toimintamalleja

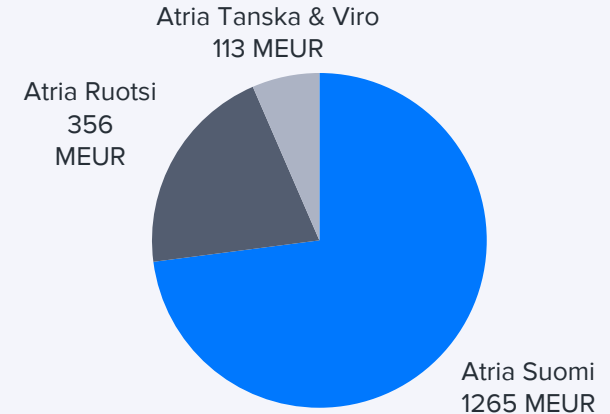
Atrialla on hieman poikkeavia toimintamalleja raaka-aineen hankinnan ja alkutuotannon integroitumisen suhteen. Suomessa raaka-aineet hankitaan kokonaisina tuotantoeläiminä sopimustiloilta, jotka

sitoutuvat noudattamaan sovittuja vastuullisuus- ja laatuvaatimuksia. Atria puolestaan tarjoaa suomalaisille tuottajilleen neuvonantopalveluita ja myy tuottajille rehua sekä muita tuotannontekijöitä, kuten välityseläimiä. Alkutuotannon omistaminen ei ole Atrialle strategisesti keskeinen tavoite, mutta yhtiöllä on historiallisista syistä jonkin verran itse omistettua siipikarjan tuotantoa Ruotsissa sekä sianlihan tuotantoa Virossa. Ruotsissa ja Tanskassa Atria ostaa tarvitsemansa sian- ja naudanlihan lihateollisuudelta, sillä näillä markkinoilla yhtiöltä ei löydy omaa teurastustoimintaa tai yhtä vahvaa integraatiota alkutuotantoon kuin Suomessa.

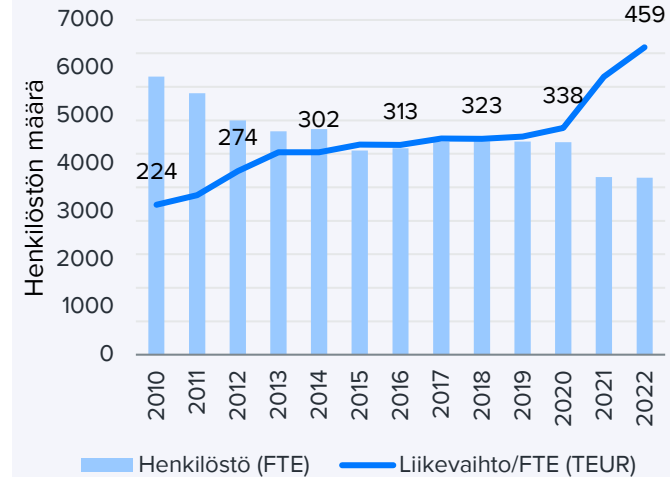
Tuotannollinen tehokkuus kilpailukyvyntymessä

Lihateollisuus on kilpailtu toimiala, jossa tehokkaat lihankäsittelyoperaatiot ja mittakaava ovat keskeisessä asemassa kilpailukyvyntymessä. Atria on Suomessa keskittänyt lihankäsittelytoimintaansa valtakunnallisesti suuriin ja moderneihin yksiköihin. Myös Ruotsissa toimintaa elintarvikkeiden valmistusta keskitetään Malmön tehtaan sulkemisen myötä. Trendi alueellisista jalostamoista kohti valtakunnallisesti keskitettyä toimintaa on muuttanut toimialaa viimeisten vuosikymmenten aikana, mikä näkyy myös Atrian työntekijäkohtaisen liikevaihdon trendinomaisena kasvuna. Tuotantolaitosten verkostoa on mielestämme edelleen varaa tehostaa. Uudelleenjärjestelyt voivat vaikuttaa negatiivisesti esimerkiksi alueelliseen lihanhankintaan, joten odotamme keskittämispäätöksiä arvioitavan tilannekohtaisesti ja toteutettavan asteittain. Lihateollisuus käyttää merkittäviä määriä energiaa erityisesti jäähdyttämiseen, mutta Atria on onnistunut asteittain vähentämään tuotantoon suhteutettua energiankulutusta, sekä investoinut merkittäviin uusiutuviin aurinko- ja tuulivoimaprojekteihin Nurmon tehdasalueensa ympäristössä.

Liikevaihto liiketoiminta-alueittain, 2022



Henkilöstön määrän kehitys



Yhtiökuvaus (2/3)

Vähittäiskauppa tärkein myyntikanava

Atrian liikevaihdesta valtaosa koostuu kuluttajatuotteista, jotka myydään vähittäiskaupan kautta. Oman arvionsa mukaan Atrian päätuotesegmenttien kohdemarkkinan koko vähittäiskaupassa on yhteensä noin 5 miljardia euroa yhtiön kotimarkkinoilla¹, josta Atrian osuus on 20 %. Lisäksi arvioimme foodservice-kanavan kasvattavan yhtiön kohdemarkkinaa noin 1 miljardilla eurolla. Kaupan keskusliikkeet ovat Atrian suurimpia suoria asiakkaita. Vähittäiskaupan keskittyminen muutamille isoille toimijoille Suomessa ja Ruotsissa tekee Atrian ja muiden valmistajien neuvotteluasemasta haastavan.

Honkajoki huolehtii tuotannon sivuvirroista

Teurastamoilla ja lihanleikkaamoilla syntyneet eläinperäiset sivutuotteet myydään Honkajoki Oy:lle, jonka Atria omistaa yhdessä HKScan Finland Oy:n kanssa (Atrian omistusosuus 50 %). Honkajoki jalostaa sivutuotteista erilaisia raaka-aineita hyötykäyttöön, kuten energia-, kosmetiikka-, lannoite- ja rehuteollisuudelle. Honkajoki on Atrialle keskeinen osa tuotantoketjua, sillä se varmistaa materiaalien tehokkaan hyötykäytön. Vuonna 2022 Honkajoen liikevaihto oli 66 MEUR, liikevoitto 12,4 MEUR ja Atrian osuus yhtiön tilikauden tuloksesta 4,9 MEUR (2021: 3,3). Tulos on parantunut viime vuosina merkittävästi, sillä korkea energian hinta on tukenut rasvapohjaisten biopolttoaineisiin soveltuvien materiaalien myyntihintoja. Vuosina 2017-2020 Atrian osuus Honkajoen tilikauden tuloksesta oli keskimäärin 0,8 MEUR, eli selvästi vuosien 2021-22 tasoa alempi. Honkajoki Oy on Atrian kahdeksasta yhteis- ja osakkuusyrityksestä ainoa, jonka Atria on luokitellut konsernille merkittäväksi sijoitukseksi.

Atria omistaa myös rehu- ja välityseläinkauppaa

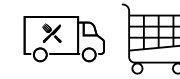
Atria-konsernin liikevaihdesta 19 % vuonna 2022 koostui alkutuottajille kohdistuvasta myynnistä, mihin sisältyy rehukauppaa ja tuotantoeläinten välitystä pääosin Suomessa. Liiketoiminta on luonteeltaan matalakatteista ja pienet muutokset rehukaupan marginaaleissa voivat ajoittain heiluttaa konsernin tulosta. Rehukauppaa käydään Atrian 51%:sti omistaman tytäryhtiön A-Rehu Oy:n kautta, jonka muita omistajia ovat alkutuottajia edustavat osuuskunnat Itikka, Pohjanmaan Liha ja Lihakunta.

Omistus ja päätäntävalta tuottajien käsissä

Atrian hallitukseen kuuluu 8 jäsentä, joista 5 edustavat alkutuottajien omistamia osuuskuntia tai toimivat itse alkutuottajina, joten alkutuottajilla on merkittävästi valtaa yhtiön päätöksenteossa. Hallituksen puheenjohtajana toimii Itikka osuuskuntaa edustava maatalousyrittäjä Seppo Paavola. Atrian johtoryhmään kuuluu 8 henkilöä. Konsernin pitkäaikaisena toimitusjohtajana vuodesta 2011 saakka toiminut Juha Gröhn on jäämässä eläkkeelle 31.5.2023. Tuleva toimitusjohtaja Kai Gyllström on toiminut mm. maajohtajana Arlassa sekä Suomen, että Ruotsin yksiköissä.

Atrialla on kaksi osakesarjaa, A ja KII, joista A-osakkeet oikeuttavat yhtiökokouksessa yhteen ääneen ja KII-osakkeet kymmeneen ääneen per osake. Atrian kaksi suurinta osakkeenomistajaa, lihantuottajien kontrolloimat Itikka Osuuskunta ja Lihakunta, omistavat yhteensä 57,7 % yhtiön osakkeista ja heidän omistamansa osakkeet oikeuttavat 87,1%:iin äänivaltaan yhtiökokouksessa. Muihin merkittäviin omistajiin kuuluvat mm. Etola Group Oy ja Osuuskunta Pohjanmaan Liha sekä institutionaaliset sijoittajat Mandatum Henkivakuutusyhtiö ja eläkeyhtiö Varma.

Liikevaihto asiakaskunnittain, 2022

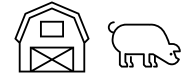


1364 MEUR

81 % liikevaihdesta

Kuluttajatuoteasiakkaat

Valmiiden tuotteiden ja ainesosien myyntiä vähittäiskauppaan, foodservice-kanavaan ja teollisuuteen.



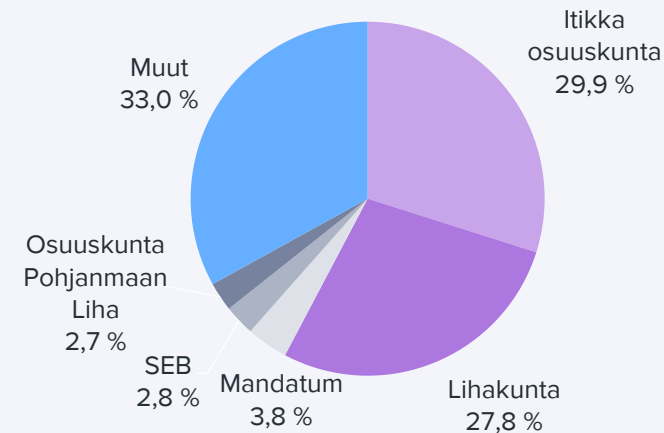
325 MEUR

19 % liikevaihdesta

Alkutuotantoasiakkaat

Rehun ja tuotantoeläinten myyntiä. Matalakatteista liikevaihtoa, josta 99 % syntyy Suomessa.

Osakkeiden omistus²



















1) Sisältää Atria Suomen, Atria Ruotsin sekä Atria Tanskan ja Viron kohdemarkkinat

2) 31.3.2023

Yhtiökuvaus (3/3)

Atrian liiketoiminta-alueet

	Tuotteet	Asiakkaat	Brändit
Atria Suomi	Tuore ja kuluttajakäyttöön liha, siipikarjatuotteet. ruoanlaittotuotteet, leivänpäälliset, valmisruoat, eläinten rehu, lemmikkieläinten ruoka	Päivittäistavarakauppa, foodservice-asiakkuudet, vientiasiakkuudet, Sibylla-konseptiasiakkuudet, elintarviketeollisuus, alkutuottajat	     
Atria Ruotsi	Leivänpäälliset, ruokamakkarat, tuoreet siipikarjatuotteet, valmisruoat, kasvis- ja herkuttelutuotteet	Päivittäistavarakauppa, foodservice-asiakkuudet, vientiasiakkuudet, Sibylla-konseptiasiakkuudet	    
Atria Tanska ja Viro	Tanskassa vain leivänpäällistuosia Virossa laaja kirjo lihavalmisteita, mm. makkaroituja, valmisruokia, leivänpäällisiä ja kuluttajakäyttöön lihaa	Päivittäistavarakauppa, foodservice-asiakkuudet, vientiasiakkuudet	    

Atrian tuotantolaitokset

Useita tuotantolaitoksia Pohjois-Euroopassa

Suomi

- Nurmo: Tehdasalueella sianlihan ja siipikarjan käsittely kokonaisvaltaisesti teurastuksesta lopputuotteeksi. Lisäksi logistiikkakeskus, jonka kautta kaikki Suomen tuotteet kulkevat.
- Kauhajoki: Moderni nautateurastamo ja -leikkaamo
- Jyväskylä: Naudanlihan teurastusta
- Forssa: Majoneesipohjaisten salaattien valmistusta
- Sahalahti: Siipikarjatehdas, joka suljetaan vuoden 2024 aikana

Ruotsi

- Sköllersta: Ruokamakkaroiden ja hampurilaispihvien valmistusta suuressa mittakaavassa. Lisäksi logistiikkakeskus, jonka kautta kaikki Ruotsin tuotteet kulkevat.
- Sölvesborg: Siipikarjatehdas. Lähialueilla myös omaa siipikarjan kasvatusta
- Moheda: Lihahyytelön ja Isterband-makkaroiden valmistusta
- Tranås: Maksatuotteiden ja veripalttuan valmistusta
- Borås: Kuivattujen makkaroiden valmistusta (mm. olutmakkarat)
- Skene: Vihanneksia öljypohjaisessa liemessä (oliiveja, kuivattuja tomaatteja, artisokkaa)
- Malmö: Ruokatehdas suljetaan vuoden 2023 aikana. Tuotanto ja logistiikka siirretään pääosin Sköllerstaan. Tanskassa myytävien leivänpäällisten tuotanto siirtyy Horsensiin

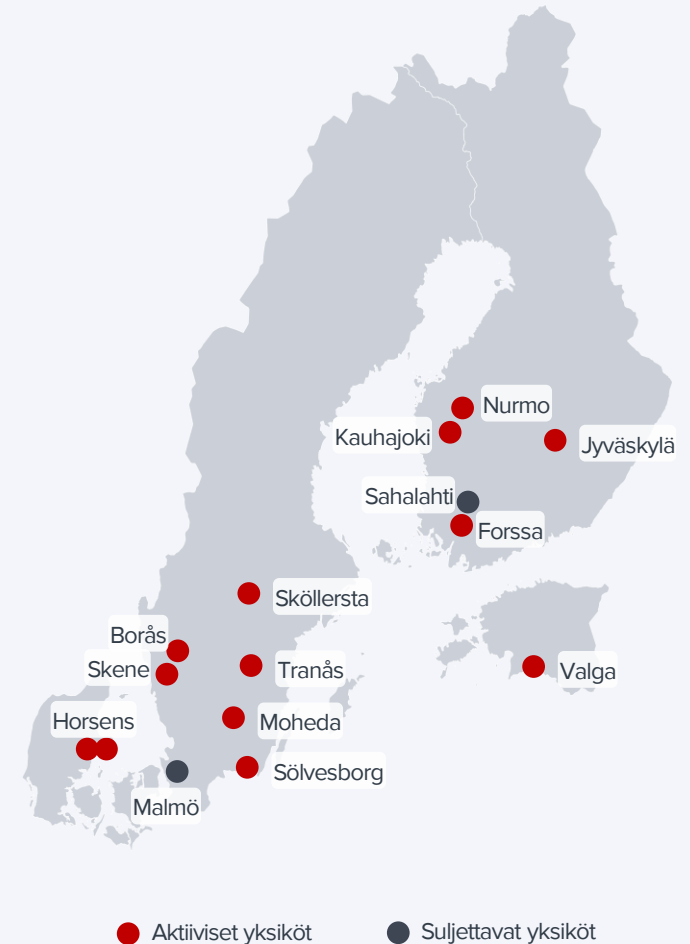
Tanska

- Horsens: Leivänpäällistuotteiden valmistusta

Viro

- Valga: Mm. makkaroiden, leivänpäällisten ja kuluttajapakatun lihan tuotantoa.
- Neljä suurta sikatilaa, jotka tekevät Atriasta Viron toiseksi suurimman sianlihan tuottajan.

Tuotantolaitokset kartalla



Atria Suomi

Konsernin merkittävien liiketoiminta-alue

Atrian konsernin vuoden 2022 liikevaihdosta 75 % ja oikaistusta liikevoitosta peräti yli 90 % syntyi Suomesta. Korkea liikevaihto on seurausta Atrian laajasta tuotevalikoimasta sekä korkeista markkinaosuuksista Suomen markkinalla. Atrian toiminta Suomessa poikkeaa muista maista, sillä yhtiöllä on Suomessa merkittävää tuotantoeläinten ja rehun myyntiä alkutuotantoasiakkaille. Atria Suomen vuoden 2022 liikevaihdosta 26 % (323 MEUR) syntyi alkutuotantoasiakkailta ja 74 % (922 MEUR) kuluttajatuoteasiakkailta. Valtaosa Atrian viennistä toimitetaan Suomesta. Viennin osuus Atria Suomen liikevaihdosta oli lähes 10 % vuonna 2022.

Vahva markkina-asema Suomessa

Atrian vahva kaupallinen asema sekä tehokkaat teolliset operaatiot Suomen markkinalla selittävät liiketoiminta-alueen hyvää kannattavuutta. Atrian päätuoteryhmissä yhtiön valmistajaosuus Suomen päivittäistavarakaupassa oli 25,1 % vuonna 2022. Markkinan mittakaavassa suhteellisen suurena toimijana Atria Suomella on mittakaavaetu paikallisiin kilpailijoihinsa nähden. Atria Suomen sijoitetun pääoman tuotto (oik. EBIT / varat) vuonna 2022 oli peräti 11,7 %, mitä voidaan pitää vahvana tasona elintarviketeollisuudessa. Kilpailu Suomen markkinoilla on hivenen maltillisempaa verrattuna esimerkiksi Ruotsiin tai Tanskaan mm. maantieteellisestä syrjäisyydestä sekä markkinan erityispiirteistä johtuen. Suomessa suurten ruoantuottajien logistiikka on lähtevien tuotteiden osalta valmistajalle haastavampaa toteuttaa, mikä osaltaan rajoittanee kilpailua ja suojaa Atrian kaltaista kokenutta ja tehokasta toimijaa. Lisäksi private label –tuotteiden ja tuontielintarvikkeiden osuus on Suomessa matalampi kuin esimerkiksi

Ruotsissa ja Tanskassa.

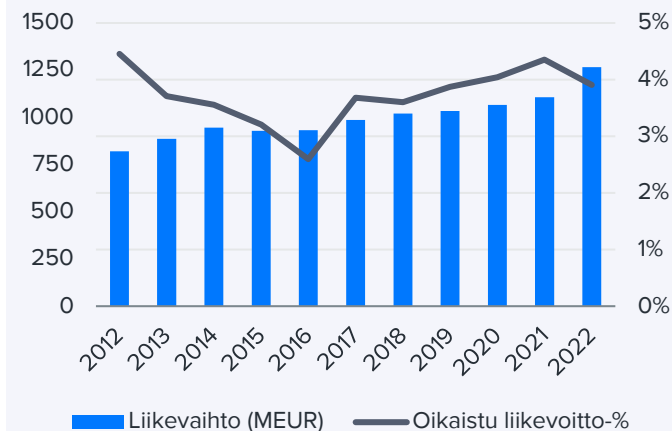
Yritysjärjestelyt tukeneet kasvua

Atria Suomen liikevaihto on ollut kasvussa jo seitsemän vuoden ajan (keskimäärin 3,5 %/v), mihin sisältyy sekä orgaanista kehitystä että pienehköjä yritysostoja. Vuonna 2016 Atria osti 70 %:n enemmistöosuuden burgerpihvejä ja kebab-tuotteita valmistavasta Kaivon Lihasta, jonka liikevaihto oli ostohetkellä noin 40 MEUR. Omistusosuus nousi 90 %:iin vuoden 2021 maaliskuussa. Atria tavoitteli Kaivon lihan ostolla merkittäviä synergioita mm. hankinnan ja jakelun saralla. Atria vahvisti asemiaan valmisruoissa ja foodservice-kanavassa edelleen vuoden 2022 lopussa ostamalla 51 %:n enemmistöosuuden Korv-Görans Kebab Oy:stä (liikevaihto 2021: 17 MEUR).

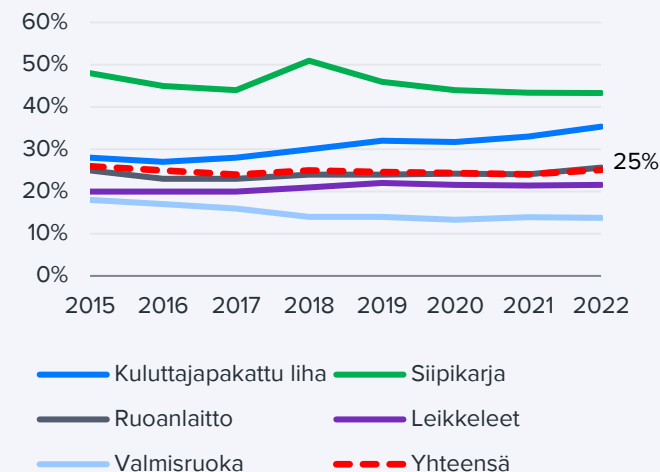
Teollista toimintaa keskitetään suurin yksiköihin

Atria on historiassa konsolidoinut Suomen lihateollisuutta ostamalla mm. Liha-Poutun vuonna 2007 ja Saarioisten lihankäsittelytoiminnot vuonna 2014. Laitoksia on suljettu asteittain ja tuotantoa keskitetty suuriin ja tehokkaisiin laitoksiin. Tällä hetkellä yhtiön suurin investointi liittyy siipikarjan käsittelyn siirtämiseen uuteen laitokseen Nurmon tehdasalueelle. Uuden siipikarjatehtaan kustannukseksi on arvioitu peräti 155 MEUR ja sen koko on 27 000 m². Investoinnilla varaudutaan kasvavaan broilerituotteiden kysyntään sekä parannetaan toiminnan tehokkuutta. Samalla Sahalahden siipikarjatehdas suljetaan ja Nurmon vanha siipikarjatehdas voidaan ottaa muuhun käyttöön. Keskittämällä arvioidaan saavutettavan noin 5 MEUR:n vuotuiset säästöt.

Liikevaihto ja liikevoitto



Valmistajaosuus vähittäiskaupassa¹



1) Sisältää private label –myynnin.

Lähde: Atria ja Inderesin arvio

Atria Ruotsi

Ruotsin kannattavuus ollut murheenkryyni

Ruotsi on Atrian toiseksi suurin markkina-alue ja 356 MEUR:n liikevaihdollaan vastaa 21 % konsernin liikevaihdosta. Toiminnan mittakaava on kuitenkin selvästi Suomea pienempi, sillä Atrialla on Ruotsissa kapeampi tuoteportfolio ja vähemmän alasegmenttejä. Liiketoiminta-alueen tulokunto on ollut huomattavasti muuta konsernia heikompi, vaikka oikaistu liikevoitto onkin kahden viime vuoden aikana saatu käännettyä positiiviseksi (oik. EBIT 2022: 2 MEUR; 0,6 % liikevaihdosta). Segmentin raportoituihin lukuihin vaikuttaa Venäjän pikaruokaliiketoiminnan myynti vuoden 2022 aikana, millä oli negatiivinen vaikutus sekä liikevaihtoon että liikevoittoon. Vuoden 2022 orgaaninen kasvu ilman divestoinnin vaikutusta oli 15 %, mikä syntyi pääosin myyntihintojen noususta.

Siipikarjaliiketoiminnan kehittäminen prioriteetti

Arvioimme siipikarjaliiketoiminnan kehitysvaiheen olleen lähihistoriassa merkittävin kannattavuutta painanut tekijä. Atria osti Lagerbergsin siipikarjaliiketoiminnan (liikevaihto 30 MEUR) toukokuussa 2016. Kaupan myötä Atria sai omaa siipikarjankasvatusta, joka vastaa noin 25 % yhtiön hankkimasta siipikarjanlihasta Ruotsissa. Liiketoiminnasta maksetun 19 MEUR:n kauppahinnan lisäksi Atria käynnisti 14 MEUR:n kehitysohjelman vahvistaakseen koko siipikarjaliiketoiminnan tuotantoketjua. Siipikarjaliiketoiminnan kannattavuus on parantunut asteittain ja ollut merkittävimpiä tekijöitä liikevoiton kääntämisessä positiiviseksi.

Kilpailukyvyssä parantamisen varaa

Elintarvikeala on Ruotsissa erittäin kilpailtua, mikä rajoittaa Atrian hinnoitteluvoimaa markkinalla. Private labelin ja tuontielintarvikkeiden osuus on Ruotsissa

suhteellisesti Suomea korkeampi, mikä lisäksi keskittynyt vähittäiskauppa vaikeuttaa kunnollisten katteiden tavoittelua. Käsityksemme mukaan yhtiöllä on ollut haasteita saavuttaa riittäviä katteita Ruotsissa etenkin edullisempien tuotteiden kohdalla. Atrian myynnistä merkittävä osa Ruotsissa syntyy foodservice-kanavasta, joka kärsi huomattavasti koronapandemian aikana vuosina 2020-21. Aseman vahvistaminen päivittäistavarakaupassa ja omien brändituotteiden myynnissä vahvistaisi keskimääräisiä katteita ja on yksi liiketoiminta-alueen prioriteeteista.

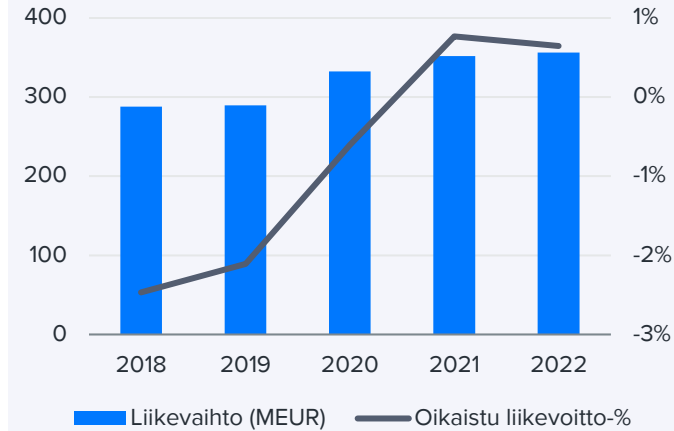
Merkittävät aineettomat alaskirjaukset vuonna 2022

Atria päätti vuonna 2022 tehostaa brändipanostuksia Lönneberga ja Lithells –brändien ympärille ja lopettaa markkinointituen neljän muun tuotemerkin osalta. Osa tuotteista tullaan siirtämään Lönneberga ja Lithells –brändien alle ja osa jatkaa elämäänsä kaupoissa aiemmillä brändeillä ilman aktiivista myyinnedistämistukea. Yhtiö alaskirjasi lopetettavien brändien tasearvoa 16 MEUR:n edestä. Lisäksi yhtiö teki 35 MEUR:n alaskirjauksen Ruotsin tytäryhtiön liikearvosta, mikä liittyi mm. korkojen nousuun ja Venäjän pikaruokatoimintoista luopumiseen.

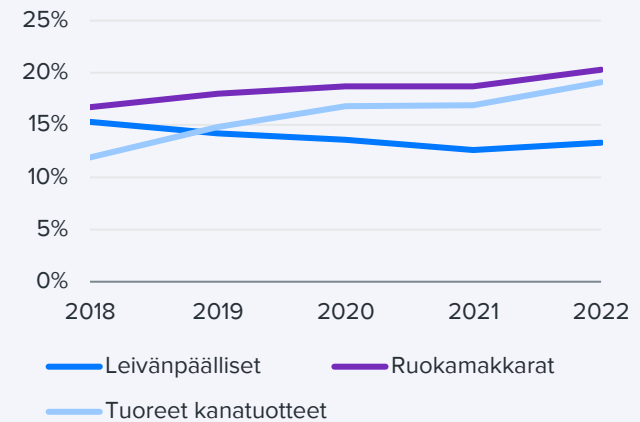
Logistiikkaa ja tuotantoa keskitetään Sköllerstaan

Merkittävin käsillä oleva muutos Ruotsin tuotannossa liittyy Malmön tehtaan sulkemiseen vuonna 2023, minkä seurauksena logistiikka tullaan keskittämään Sköllerstaan ja Malmön tuotanto siirretään muille tehtaille, pääosin Sköllerstaan. Muutoksen vaatimaksi investoinniksi on arvioitu noin 35 MEUR ja sen tuottamiksi säästöiksi 3,5 MEUR/v. Järjestely aiheuttaa tilapäisiä tehokkuustappioita vuoden 2023 aikana, mutta tukee pitkän aikavälin kustannuskilpailukykyä.

Liikevaihto ja liikevoitto



Valmistajaosuus vähittäiskaupassa¹



1) Sisältää private label –myynnin.

Atria Tanska ja Viro

Kaksi yritysostolla hankittua pientä liiketoimintaa

Tanska ja Viro ovat Atrian kotimarkkinoista pienikokoisimmat. Maiden liiketoimintojen välillä ei ole erityistä operatiivista yhteistyötä, mutta ne on yhdistetty yhdeksi raportoitavaksi liiketoiminta-alueeksi, koska kahden pienen maan raportointia erillisinä yksiköinä ei ole nähty järkevänä. Tanskan ja Viron vuoden 2022 liikevaihto oli 113 MEUR (7 % konsernista), joka arviomme mukaan jakautui melko tasaisesti kahden maan välille. Molempien maiden liiketoiminnot siirtyivät Atrialle yrityskauppojen kautta, Tanska osana ruotsalaista Sardus AB:ta vuonna 2007 ja Viro vuosien 2004 ja 2008 yrityskauppojen myötä. Tanskan liiketoimintaa vauhditettiin vuonna 2015 luomu- ja erikoistuotteita valmistajan Aalbaek Specialiteterin ostolla.

Kannattavuus ollut lähihistoriassa hyvällä tasolla

Tanskan ja Viron muodostama liiketoiminta-alue on ollut liikevoittomarginaaliltaan konsernin parhaimmistoa vielä ennen vuotta 2022. Vuosina 2018-21 EBIT-marginaali oli keskimäärin 5 %. Arvioimme Viron markkinan olevan vähemmän kilpailtu ja mahdollistavan kohtuullista hinnoitteluvoimaa Atrialle, mutta näemme Tanskan Ruotsin tavoin kilpailullisesti haastavana markkinana. Arvioimme oman sianlihan tuotannon tukevan Viron liiketoiminnan suhteellista kannattavuutta, mutta huomautamme että vertikaalinen integroituminen alkutuotantoon sitoo runsaasti pääomaa ja heikentää sijoitetun pääoman tuottoa (Tanska & Viro 2021 ROA: 5 %).

Kannattavuus kärsi vuoden 2022 aikana mm. raaka-aineiden ja energian hinnan nousun vuoksi. Myyntihintoja ei ehditty nostaa riittävästi kulujen

kompensoimiseksi. Samalla kuluttajat ovat heikentyneen ostovoimansa vuoksi siirtyneet ostamaan enemmän edullisempia tuotteita, kuten kaupan omia merkkejä. Virossa myös rehukustannuksilla on Atriaan suora vaikutus oman sianlihantuotannon vuoksi.

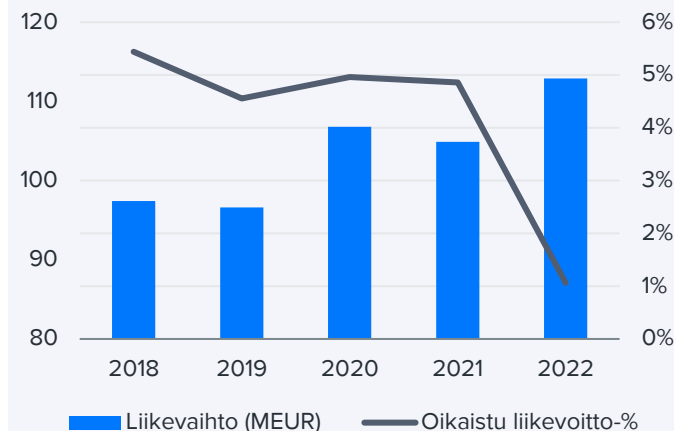
Kustannusten nousu on iskenyt Tanskaan erityisesti vuoden 2022 aikana, sillä markkina on muita Atrian markkina-alueita integroituneempi kansainväliseen lihakauppaan, mikä tekee myös paikallisesta hintatasosta herkän reagoimaan globaaleihin hinnanmuutoksiin. Myös tuotannon uudelleenjärjestelyt Malmöstä Horsensin tehtaalle aiheuttivat ylimääräisiä kustannuksia.

Tuottajaosuus parantunut Virossa, heikentynyt Tanskassa

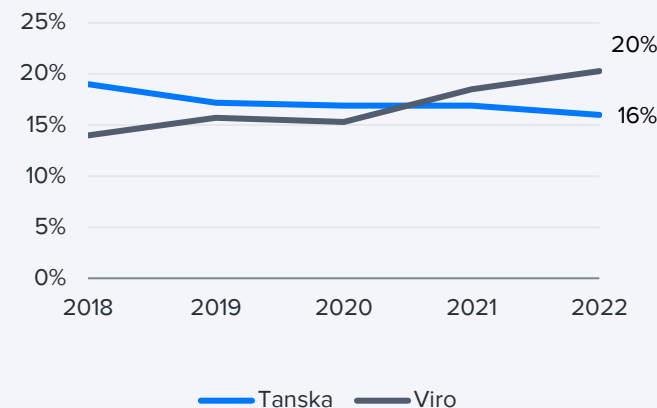
Atria on voittanut viimeisten 4 vuoden aikana selvästi valmistajaosuuttaan Virossa. Valmistajaosuus on kasvanut 14 %:sta vuonna 2018 jopa 20 %:iin vuoteen 2022 mennessä. Atria on tuonut Virossa viime vuosina markkinoille mm. erilaisia jauhelihatuotteita ja sen pääbrändi Max & Moorits on kehittynyt hyvin. Pääbrändin alle lanseerattiin vuoden 2022 aikana edullisempi Kodu-tuotesarja, mikä onnistui vastaamaan hyvin vallitsevaan markkinatilanteeseen.

Vastaavasti Tanskassa Atrian kilpailuasema on heikentynyt lähihistoriassa valmistajaosuudella mitattuna. Yhtiö on pudonnut leivänpäällist tuotteissa markkinajohtajan paikalta ja valmistajaosuus on laskenut 19 %:ista 16 %:iin vuosina 2018-22. Pizzanpäällist tuotteiden vienti Englantiin on kuitenkin jatkunut vahvana.

Liikevaihto ja liikevoitto

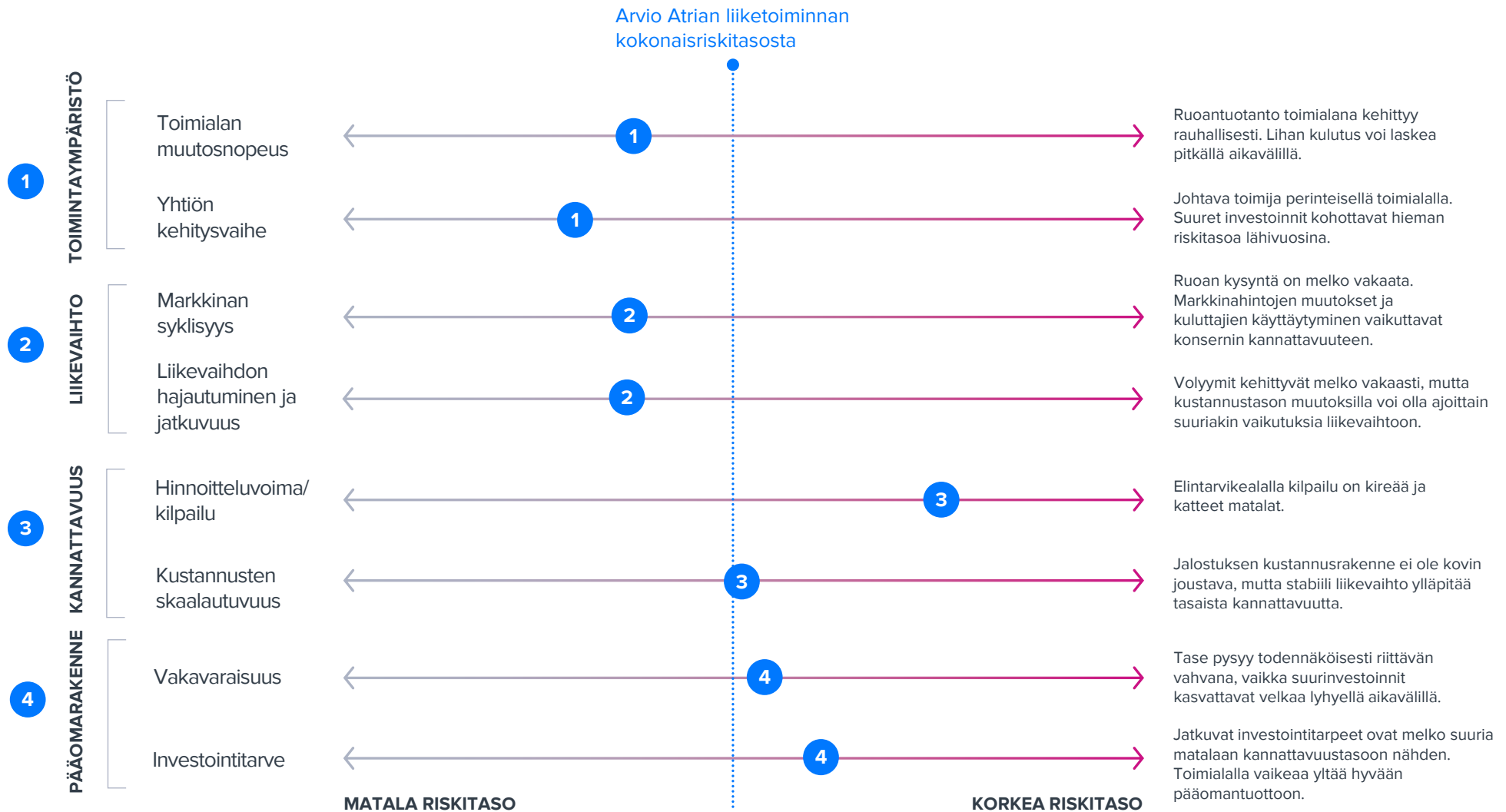


Valmistajaosuus vähittäiskaupassa¹



1) Sisältää private label -myynnin.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Lihaelintarvikkeiden arvoketju



Markkina (1/3)

Kohdemarkkina PT-kaupassa noin 5 miljardia euroa

Atrian päätuoteryhmien markkinan koko päivittäistavara-kaupassa (PT) oli 4,9 miljardia euroa vuonna 2022, kun lasketaan yhteen yhtiön esittämät arviot sen kolmen liiketoiminta-alueen kohdemarkkinoista. Atrian päätuoteryhmät eroavat toisistaan eri maantieteillä. Yhtiöllä on Suomessa selvästi laajin tuotevalikoima, minkä johdosta myös kohdemarkkina on Suomessa selvästi suurin (2,8 mrd). Määritellyt kohdemarkkina ei sisällä alkutuotantoon liittyviä segmenttejä, kuten rehukauppaa ja poikaseläinten välitystä. Lisäksi foodservice-kanava jää määrittelyn ulkopuolelle.

Päivittäistavara-kaupassa Atrian kohdemarkkinat jakautuvat useisiin eri kategorioihin. Makkarat ja leikkeleet muodostavat noin miljardin kohdemarkkinan sekä Suomessa että Ruotsissa. Tuoreen punaisen lihan myynti on lisäksi noin 0,5 miljardin ja siipikarjan myynti reilun 0,4 miljardin markkina Suomessa. Myös valmisruoat ja muut lihatuotteet, kuten einespöyrykät, muodostavat yhdessä merkittävän, noin 0,9 miljardin markkinasegmentin Suomessa.

Foodservice-kanava noin viidennes PT-markkinasta

Arvioimme foodservice-kanavan kooksi Atrian neljällä kotimarkkinalla yhteensä noin 1 miljardi euroa, eli noin 20 % suhteessa PT-markkinan. Arviomme vastaa Atrian omaa arviota, jonka mukaan Suomen liha- ja lihatuotemarkkinan kokonaisarvo oli 3,4 miljardia euroa vuonna 2022, eli noin 20 % korkeampi verrattuna Atrian päätuoteryhmien PT-markkinan. Foodservice-tukkukaupan kokonaisliikevaihto Suomessa on noin 17 % suhteessa elintarvikemyynnin arvoon PT-kaupassa, mikä myös pääosin tukee

arviotamme.

Merkittävä osuus kohdemarkkinan viime vuosien kasvusta syntynyt hintojen noususta

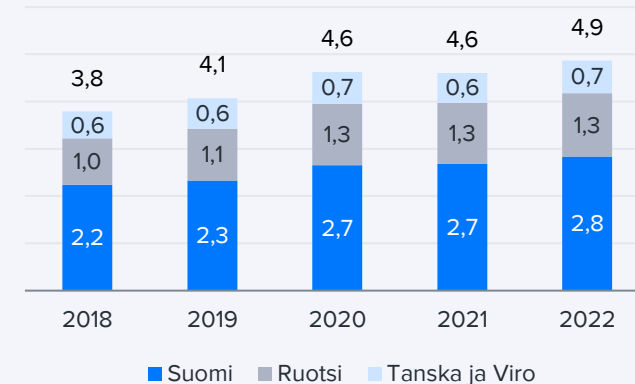
PT-markkinan päätuoteryhmien liikevaihtoon katsottuna Atrian kohdemarkkina kasvoi yhteensä 29 % vuosien 2018-22 välillä. Kasvusta noin kaksi kolmasosaa on syntynyt hintojen nousun vaikutuksesta. Hintojen nousu on ollut erityisen voimakasta vuoden 2022 aikana, jolloin hintataso nousi Atrian kohdemarkkinoilla Suomessa 9 %, Ruotsissa 14 % sekä Tanskassa ja Virossa keskimäärin 7 %.

Valmisruokien myynnin kasvu Suomessa on ollut toinen Atrian kohdemarkkinoiden kasvuun vaikuttanut merkittävä tekijä. Valmisruokien myyntivolyymi kasvoi vuosina 2020-22 keskimäärin 8 % ja myynnin arvo keskimäärin 10 % vuodessa. Muista kategorioista siipikarjan volyyymi on kehittynyt positiivisesti (keskimäärin 2 %/v) vuosien 2020-22 aikana, mutta kuluttajapakatun lihan ja leikkeleiden myyntivolyymeissa on nähty pientä laskua (keskimäärin -1 %/v).

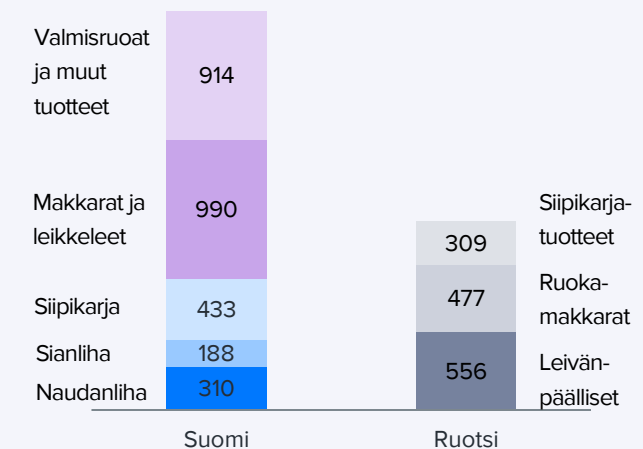
Vientimarkkinat ovat erittäin suuret

Globaalit lihan ja lihajalosteiden markkinat ovat valtavat (2020: 328 miljoonaa tonnia) ja kulutuksen arvioidaan kasvavan noin 14 %:lla vuoteen 2030 mennessä OECD-FAO:n ennusteen mukaan. Lihankulutuksen kasvusta suurin osa syntyy kehittyvillä markkinoilla ja korkean elintason maissa lihan kulutuksen arvioidaan pysyvän vakaana tai jopa laskevan hieman. Atrian viennistä suuri osa kohdistuu korkean elintason maihin, kuten Japaniin ja Koreaan, mutta myös esimerkiksi Kiina on merkittävä vientimarkkina.

Markkinan koko Atrian päätuoteryhmissä PT-kanavassa (MRD EUR)¹



Markkinan jakautuminen alakategorioihin (MEUR)²



Markkina (2/3)

Kulutustottumusten muutos on suosinut siipikarjaa

Tilastojen valossa siipikarjan lihan kulutus on ollut kasvussa jo pitkään Atrian päämarkkinoilla. Vuonna 2021 keskiverto suomalainen söi siipikarjan lihaa 28 kilogrammaa, kun vielä vuonna 2000 vastaava luku oli 13 kilogrammaa. Sian- ja naudanlihan kulutus on sen sijaan laskenut. Sianlihan keskimääräinen kulutus Suomessa on laskenut 21 % vuoden 2011 huipputasolta. Naudanlihan kulutus puolestaan kääntyi Suomessa hienoiseen laskuun vuonna 2018 ja on laskenut 5 % huipputasoltaan. Muutaman vuoden negatiivisesta kehityksestä ei kuitenkaan voida vielä vetää johtopäätöstä merkittävästi laskevasta trendistä naudanlihan kulutuksessa. Ruotsin markkina noudattelee karkeasti samanlaisia trendejä kuin Suomenkin markkina. Tosin, Ruotsissa naudanlihan kuluttajakohtainen kulutus kääntyi laskuun jo 2016 ja on sittemmin laskenut yhteensä 12 %. Myös siipikarjan lihan kulutuksen kasvutrendi on hiipunut Ruotsissa vuoden 2016 jälkeen.

Arvioimme kulutustottumusten toteutuneiden muutosten johtuvan mm. terveydellisistä syistä ja eläinproteiineihin liittyvien vastuullisuuskysymysten nousemisesta esiin aiempaa voimakkaammin. Siipikarjan liha on vähärasvaisempaa ja sillä on terveellisempi maine verrattuna punaiseen lihaan. Eri lihalajien hinnoissa ei ole nähtävissä valtavia kulutustottumusten muutoksia selittäviä eroja. Tilastokeskuksen mukaan sianlihan tuottajahinta oli noussut vuoden 2022 loppuun mennessä 48 % suhteessa vuoden 2015 tasoon, naudanlihan tuottajahinta 42 % ja siipikarjan tuottajahinta 36 %.

Lihan kokonaiskulutus kehittyi pitkällä jännteellä melko vakaasti

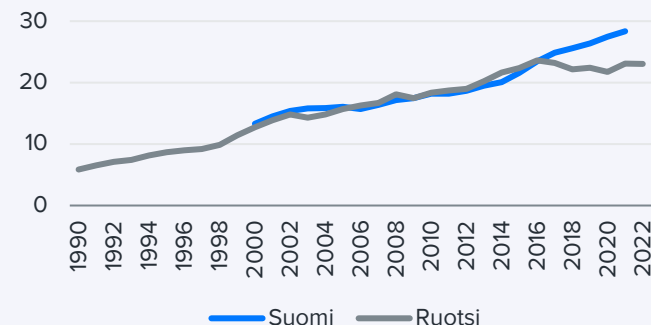
Suomen Luonnonvarakeskus arvioi lihan

kokonaiskulutuksen per henkilö (sisältäen mm. siipikarjan lihan) laskevan Suomessa yhteensä noin 1-2 % kuluvaan vuosikymmeneen aikana, mikä tarkoittaa muutoksen olevan vuositasolla erittäin pientä. Myös koko Euroopan tasolla kuluttajakohtaisen lihankulutuksen arvioidaan laskevan vain noin yhden prosentin vuosien 2021-31 välillä¹. Toistaiseksi ilmaston huomioiminen ei ole merkittävästi vaikuttanut lihankulutukseen ja toisaalta vaihtoehtoisten kasviproteiinien kasvutrendi ei ole kehittynyt lineaarisesti, vaan kasviproteiinien kysynnän kasvu hidastui Suomessa vuosina 2021-22. Arvioimme kasviproteiinien kuitenkin korvaavan eläinperäisiä proteiineja pitkällä aikavälillä, mutta muutos toteutuu hitaasti. Lihan kulutuksen laskusta huolimatta Atrian kohdemarkkinat voivat kasvaa mm. korkeamman lisäarvon tuotteiden, kuten valmisruokien ja muiden jalosteiden kautta. Siksi arvioimme Atrian kohdemarkkinan kehittyvän keskipitkällä aikavälillä pitkälti linjassa muun perinteisen elintarviketeollisuuden kanssa eli karkeasti kohdemarkkinoiden BKT:n kehityksen mukaisesti.

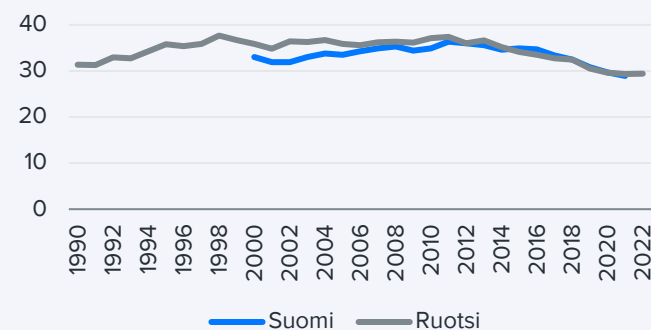
Hintatason nousu jarruttaa volyyymikehitystä lähivuosina

Elintarvikkeiden hinnat nousivat voimakkaasti vuoden 2022 aikana, mikä on rasittanut kuluttajien ostovoimaa ja kääntänyt useiden elintarvikkeiden myyntivolyymit laskuun päivittäistavara-kaupoissa. Elintarvikkeiden myynnin arvo kasvoi vuonna 2022 4,6 % suhteessa edellisvuoteen, mutta volyyymi laski 5,1 %. Atrian pääkategorioista lihan volyyymi laski muita elintarvikkeita nopeammin (-7,7 %), mutta valmisruokien volyyymikehitys säilyi positiivisena (2,0 %). Pidämme todennäköisenä, että hintojen nousu ja volyymien lasku jatkuvat vuoden 2023 aikana.

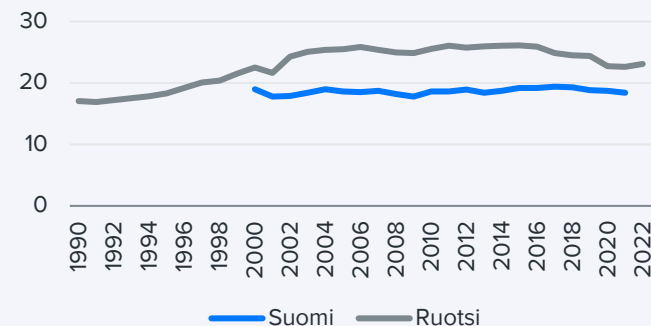
Siipikarjan kulutus (kg/henkilö)



Sianlihan kulutus (kg/henkilö)



Naudanlihan kulutus (kg/henkilö)



1) Lähde: EU Agricultural outlook 2021 ja Eurostat

Markkina (3/3)

Vähittäiskauppa keskittynyt isoille toimijoille

Yksi Atrian kotimarkkinoiden päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on vahva keskittyminen muutamalle suurelle toimijalle. Vuonna 2022 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä noin 22 miljardia euroa, joista S-ryhmän markkinaosuus oli 47 % ja K-ryhmän 35 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 10 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Myös Ruotsissa markkina on erittäin keskittynyt, sillä ICA:n markkinaosuus on 51 % ja neljän suurimman toimijan yhteenlaskettu osuus 95 %.

Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä tarkoittaa, että Atrian ja muiden toimijoiden on pitkälti alistuttava ketjujen ehtoihin. Atria pyrkii painottamaan tässä asetelmassa brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Atrialla on korkea markkinaosuus Suomessa, mikä arvioimme mukaan parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa.

Private labelin osuus ruokaostoksista kasvaa

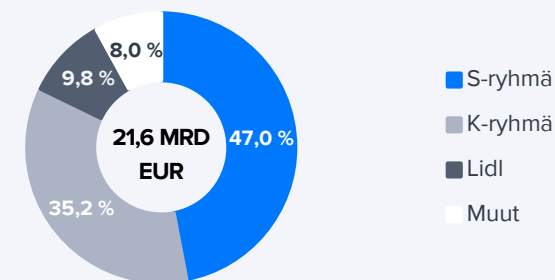
Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi Atrian hinnoitteluvoimaa heikentävät kaupan omat merkit (mm. Suomessa Pirkka, K-Menu, Kotimaista ja Ruotsissa ICA Selection, Xtra, Garant). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myyntiin arvosta oli vuonna 2021 PTY:n tilastojen mukaan 24 %. Ruotsissa ja Tanskassa private label –tuotteiden osuus oli vuonna 2022 korkeampi kuin Suomessa, 30 %:n molemmin puolin¹. Tilastot eivät kuitenkaan vielä anna täysin ajantasaista kuvaa viime aikojen kehityksestä, sillä kuluttajien ostovoiman

heikentyminen on kasvattanut private labelin osuutta entisestään vuoden 2022 jälkipuoliskolla ja 2023 alkupuolella. Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden kannattavuus on selvästi brändituotteiden myyntiä heikompi. Liiallinen nojaaminen kaupan omien merkkien sopimusvalmistajana ei pitkässä juoksussa tue terveen kannattavuustason tavoittelua. Atria ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myyntiin välillä.

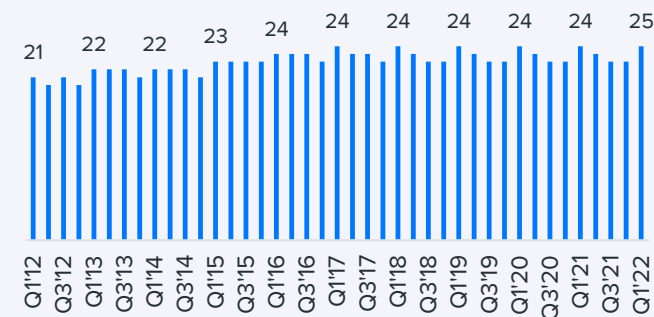
Atria voittanut kilpailijoitaan Suomessa ja Virossa, muualla haastavampaa

Atria on pystynyt kasvattamaan valmistajaosuuttaan Suomen ja Viron markkinoilla viimeisen vuosikymmenen aikana, kun Ruotsissa markkinaosuudet ovat kehittyneet melko vakaasti ja Tanskassa laskeneet. Arvioimme Atrian vahvuudeksi teollisen tehokkuuden, tunnetut brändit ja onnistuneet investoinnit etenkin Suomessa. Atrian merkittävimpiä kilpailijoita ovat Suomessa HKScan, Snellman ja Saarioinen, mutta Atria on useimmissa segmenteissään kilpailijoitaan suurempi ja yhtiön brändituotteilla on Suomessa johtava asema. Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa Atria on useimmissa päätuotesegmenteissä markkinan toiseksi suurin brändi. Näillä markkinoilla yhtiön keskeisimpiä kilpailijoita ovat mm. HKScan ja Danish Crown. HKScan on tosin luopumassa Baltian toiminnoistaan vuoden 2023 aikana. Useimmilla kilpailijoilla ei ole taloudellisia resursseja investoida suuriin teollisiin yksiköihin, eikä matalakatteinen ja perinteinen toimiala varsinaisesti houkuttele ulkomaisia toimijoita investoimaan paikalliseen tuotantoon. Arvioimme pohjoismaisen lihanjalostusteollisuuden keskittyvän tulevana vuosina entisestään alan suurimmille toimijoille.

Suomen PT-kaupan markkinaosuudet 2023



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



1) Lähde: PLMA

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Missio ja visio

Atrian visiona on olla johtava pohjoiseurooppalainen ruokatalo. Yhtiö haluaa tarjota hyvää ruokaa kaikkiin ruokahetkiin. Yhtiön missio tiivistyy myös markkinoinnin kautta tunnetuksi tulleeseen lausahdukseen, hyvä ruoka – parempi mieli.

Atrian strategiaan kuuluu kuusi painopistealuetta, joita kehittämällä yhtiö pyrkii toteuttamaan visiotaan:

1. Voitamme siipikarjassa

Siipikarjan kysyntä on ollut kasvussa viimeiset vuosikymmenet ja sen ennustetaan kasvavan edelleen. Atria on viime vuosina panostanut siipikarjaliiketoimintaan voimakkaasti, mistä tärkeimpinä osoituksina mm. 155 MEUR:n suuri ja moderni siipikarjatehdas Nurmoon (valmistuu 2024) sekä yli 30 MEUR:n panostukset Ruotsin siipikarjaliiketoimintaan vuodesta 2016 alkaen. Näemme siipikarjan luonnollisena kasvukohteenä Atrialle, sillä punaisen lihan kysyntä ei enää kasva Atrian päämarkkinoilla, vaan voi jopa laskea pitkällä aikavälillä. Yhtiö onkin saavuttanut segmentissä korkean valmistajaosuuden etenkin Suomessa (2022: 43 %) ja myös Ruotsissa osuus on kasvanut. Arvioimme korkean valmistajaosuuden tarkoittavan myös edellytyksiä hyvään kannattavuuteen. Siipikarjaan pätee sama lainalaisuus kuin muuhunkin lihateollisuuteen – suuri koko ja tehokas tuotantoketju ovat kilpailukyvyyn avain.

2. Laajennamme valmisruoassa

Valmisruokien myynti kasvattaa osuuttaan vähittäisruokakaupoissa, mikä tekee niistä potentiaalisen kasvusegmentin myös Atrialle. Kuluttajiin vetoavien ja taloudellisesti kannattavien valmisruokien kehittäminen vaatii ymmärrystä kuluttajien tottumuksista ja koko tuotantoketjusta,

mihin arvioimme Atrialla suurena yhtiönä olevan hyvät resurssit. Pidemmälle jalostetuissa ja brändätyissä valmisruoissa kasvaminen tarjoaa Atrialle myöskin mahdollisuuden kasvattaa myyntikatteita suhteessa matalakatteisiin perusruokatuotteisiin.

3. Vahvistamme foodservice- ja pikaruokatarjontaa

Foodservice- ja pikaruokasegmentit ovat arvioimme mukaan melko matalakatteisia, mutta niiden avulla voidaan saada suuria toimitusvolyymejä ja siten parantaa tuotannon käyttöasteita ja tehokkuutta. Atria on vahvistanut foodservice- ja pikaruokatarjontaansa viime vuosina erityisesti yritysostojen avulla (mm. Kaivon Liha ja Korv-Görans Kebab). Markkinalta löytyy edelleen potentiaalisia ostokohteita Atriaa selvästi pienemmistä yhtiöistä, joilla on vahva jalansija jossakin tietyssä segmentissä, mutta joilta voi esimerkiksi puuttua riittävä mittakaava kannattavan liiketoiminnan varmistamiseksi ja toisaalta perheyrittäjät voivat olla halukkaita luopumaan liiketoiminnasta henkilökohtaisista syistä.

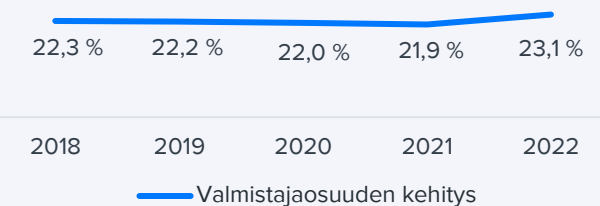
4. Kasvamme kannattavasti Ruotsissa

Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden kääntäminen on yksi olennaisimpia tekijöitä Atrian osakkeen sijoitustarinan kannalta. Ruotsi on suuri markkina ja siten Atrialle merkittävä kasvumahdollisuus. Markkina on myös erittäin kilpailtu ja Atria ei historiassa ole pystynyt operoimaan markkinalla riittävän kannattavasti. Yhtiöllä on ollut Ruotsissa hajanainen useista pienistä tuotantoyksiköistä koostuva tuotantolaitosten verkosto, mikä ei ole tukenut kustannuskilpailukykyä. Tuotannon keskittäminen ja tehostaminen puolestaan vaatii investointeja, joista nykyinen Sköllerstan logistiikkakeskuksen rakentaminen ja Malmön tehtaan tuotannon uudelleenjärjestely (yhteensä 35 MEUR) on hyvä esimerkki.

Atrian strategian painopisteet

- Voitamme siipikarjassa
- Laajennamme valmisruoassa
- Vahvistamme foodservice- ja pikaruokatarjontaa
- Kasvamme kannattavasti Ruotsissa
- Parannamme punaisen lihan kannattavuutta
- Parannamme toimitusketjun tehokkuutta

Tavoite: markkinaa nopeampi kasvu¹



1) Laskettu Atrian kolmen liiketoimintayksikön liikevaihdolla painotettuna keskiarvona

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Siipikarjaliiketoiminnan keskeneräinen kehitysvaihe on ollut toinen merkittävä kannattavuutta rajoittava tekijä lähihistoriassa. Lisäksi yhtiö haluaa parantaa asemaansa Ruotsin vähittäiskaupassa, jossa sillä ei ole toistaiseksi ollut yhtä vahvaa asemaa kuin Suomessa. Uskomme Ruotsin kannattavuuden ja tuloksen tulevan parantumaan tulevina vuosina erityisesti kustannuskilpailukyvyyn parantumisen kautta, mutta emme odota kannattavuuden tai pääoman tuoton yltävän Suomen tasolle.

5. Parannamme punaisen lihan kannattavuutta

Punaisen lihan kulutus on ollut toistaiseksi melko vakaata tai jopa pienessä laskussa Pohjoismaissa. Hiilidioksidipäästöjen vähentäminen tulee kuitenkin todennäköisesti vauhdittamaan kulutuksen laskua pitkällä aikavälillä. Merkittävän volyymikasvun puuttuessa on loogista, että Atria keskittyy punaisen lihan osalta erityisesti kannattavuuteen ja lisäarvon kasvattamiseen. Korkeampaa lisäarvoa tavoitellaan mm. kasvattamalla vientiä ja korostamalla suomalaisen lihan vahvuuksia kuten antibiootti- ja hormonivapautta sekä jäljitettävyyttä ja eläinten hyvinvointia. Kaukoidän vientimaiden lisäksi suomalaisen lihan myyntiä pyritään vahvistamaan erityisesti Ruotsissa.

6. Parannamme toimitusketjun tehokkuutta

Toimitusketjun tehokkuuden parantamiseen liittyvät toimenpiteet koostuvat osittain samoista asioista aiempien painopisteiden kanssa. Siipikarjatuotannon keskittäminen Nurmooon ja Sahalahden tehtaan sulkeminen ovat tällä hetkellä merkittävimpiä tehostustoimia Suomessa. Ruotsissa puolestaan Sköllerstan uusi logistiikkakeskus ja Malmön tehtaan sulkeminen ovat merkittäviä toimenpiteitä. Pidämme

mahdollisena että tuotantoa tullaan jatkossakin keskittämään pois pienistä laitoksista kustannuskilpailukyvyyn vahvistamiseksi.

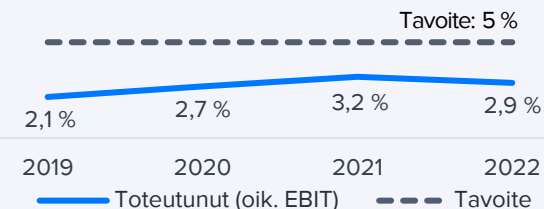
Taloudelliset tavoitteet

- **Liikevoitto 5 %**
- **Omavaraisuusaste 40 %**
- **Oman pääoman tuotto 10 %**
- **Osingonjakosuhte 50 %**
- **Markkinaa nopeampi kasvu**

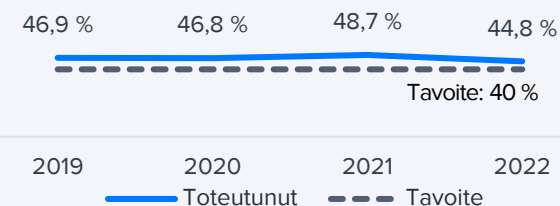
Osaketarinan kannalta kiinnostavimmat tavoitteet liittyvät liikevoittoon ja kasvuun. 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen on vielä kaukana toteutuneesta tasosta (2022 oik. EBIT: 2,9 %) ja toimialan kilpailutilanne huomioiden pidämme tavoitetta haastavana. Markkinatilanteen parantuminen ja onnistumiset erityisesti teollisen toiminnan kehittämisessä Suomessa ja Ruotsissa mahdollistaisivat liikevoittomarginaalin parantamisen pitkällä aikavälillä. Erityisesti Ruotsin kannattavuudessa on edelleen varaa parantaa (2022 oik. EBIT: 0,6 %). Lyhyellä aikavälillä kannattavuudessa on kuitenkin ennemminkin lasku- kuin nousupainetta Suomen ja Ruotsin suurinvestointien vuoksi. Myöskään markkinatilanne ei vielä vuoden 2023 alkupuolella vaikuta olevan helpottamaan päin.

Markkinaa nopeamman kasvun osalta voidaan todeta, että Atrian valmistajaosuus on kehittynyt viime vuosina melko vakaasti, joskin vuosi 2022 toi nousua ja siten markkinaa nopeampaa kasvua. Pidämme positiivisena, että Atria panostaa kasvusegmentteihin ja yhtiöllä on teollisten panostustensa vuoksi hyvä asema siipikarjassa sekä Suomessa että Ruotsissa.

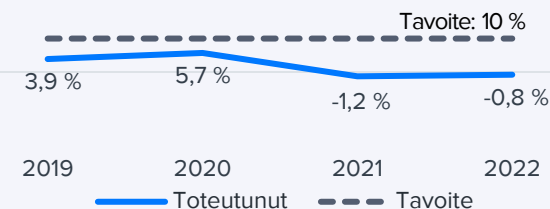
Liikevoitto-%



Omavaraisuusaste



Oman pääoman tuotto¹



1) Kertaluonteisia eriä ei ole oikaistu

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (1/2)

Liikevaihto kasvanut pääosin maltillisesti

Atrian liikevaihto on kehittynyt pääosin maltillisen nousujohteisesti viimeisen vuosikymmenen aikana. Vuosi 2015 oli merkittävä poikkeus tästä trendistä, sillä liikevaihto laski tuolloin Falbygdens-juustoliiketoiminnan myynnin, valuuttakurssien heikkenemisen ja grillituotteiden heikon kysynnän vuoksi. Vuosina 2016-22 liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin 3,5 %. Vuoden 2022 voimakas 10 %:n kasvu johtui erityisesti hintojen korotuksista vastauksena kohonneille tuotantokustannuksille. Myyntivolyymit eivät kuitenkaan kasvaneet vuoden 2022 aikana.

Liiketoiminta-alueittain tarkasteltuna Atria Suomen orgaaninen kasvu on ollut noin 6 % vuosina 2019-22, eli konsernin keskiarvoa vastaavalla tasolla. Atria Ruotsin orgaaninen kasvu on ollut samana ajanjaksona hieman korkeampi, noin 7 %, mikä on selittynyt mm. siipikarjaliiketoiminnan kehityksellä. Atria Ruotsin kokonaiskasvu on kuitenkin kärsinyt Venäjän pikaruokaliiketoiminnan myynnistä, joka raportoitiin osana liiketoiminta-aluetta ennen sen divestointia toukokuussa 2022. Tanskan ja Viron orgaaninen kasvu jäi vuosina 2019-22 noin 4 %:iin eli hieman konsernin keskiarvoa matalammaksi. Yleisesti voidaan todeta, että Atrian markkinaosuudet ovat viime vuosina kehittyneet positiivisesti Virossa, vakaasti tai hieman positiivisesti Suomessa ja Ruotsissa sekä negatiivisesti Tanskassa.

Venäjän liiketoimintojen myynnit vuosien 2021 ja 2022 aikana johtivat yhteensä noin 80 MEUR:n liikevaihdon menetykseen, mikä ei kuitenkaan näkynyt vielä kokonaan vuoden 2022 liikevaihdossa. Venäjän liiketoiminnoista ruokatuotteita valmistavan OOO Pit-Produktin myynti ajoittui keväälle 2021 ja

pikaruokaliiketoiminta Sibylla Rusin myynti keväälle 2022.

Oikaistu kannattavuus kehittynyt melko vakaasti

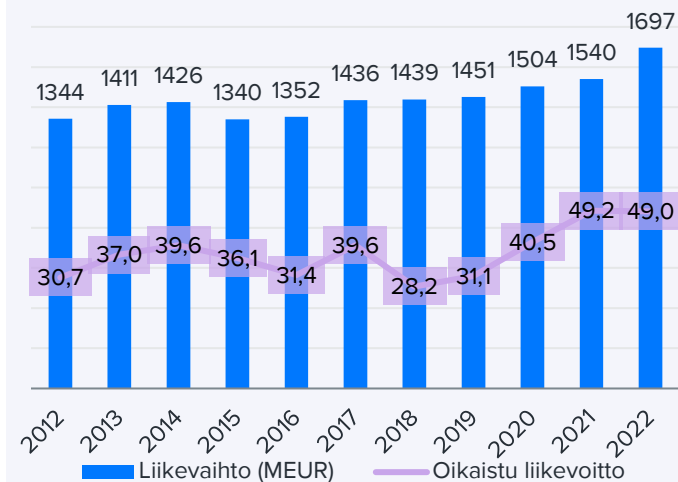
Atrian oikaistu liikevoittomarginaali on säilynyt melko vakaana viimeisten kymmenen vuoden aikana. Atria Suomen sekä Tanskan ja Viron kannattavuudet ovat olleet pääosin kohtuullisen hyvillä tasoilla. Ruotsin siipikarjaliiketoiminnan kehitysvaiheeseen liittyvät haasteet heikensivät konsernin kannattavuutta erityisesti vuosina 2018-19.

Kertaluontoisia raportoituun liikevoittoon vaikuttavia negatiivisia eriä sattui erityisesti vuosille 2021-22. Vuoden 2021 raportoitua liikevoittoa painoi 45 MEUR:n muuntoeron realisoituminen Venäjän ruokaliiketoiminnan myyntiin liittyen. Vuoden 2022 raportoitua liikevoittoa puolestaan painoivat Ruotsissa kirjatut 51 MEUR:n arvonalentumiset liittyen liikearvoon ja brändeihin.

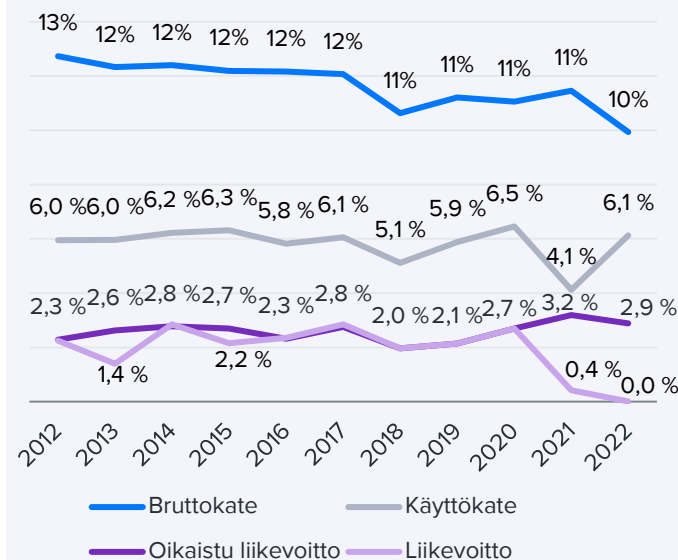
Bruttokatteet pitkällä aikavälillä pienessä laskussa

Historiallinen kehitys osoittaa, että liiketoiminnan suhteellinen bruttokate on ollut asteittaisessa laskussa pitkällä aikavälillä. Laskevia katteita on kuitenkin onnistuttu kompensoimaan kasvaneella liikevaihdolla ja suhteellisesti laskeneilla myynti- ja markkinointikuluilla. Bruttokate laski vuonna 2022 9,9 %:iin, sillä myyntihintojen korotukset eivät vielä riittäneet kattamaan poikkeuksellisesta markkinatilanteesta, kuten Ukrainan sodasta johtunutta kohonnutta kustannustasoa. Myös yritysjärjestelyillä, kuten Venäjältä luopumisella on voinut olla vaikutusta kustannusrakenteen muutokseen.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Kannattavuuden kehitys (% liikevaihdosta)



Lähde: Atria

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (2/2)

Alaskirjaukset rasittaneet viime vuosien nettotuloksia

Atrian nettorahoituskulut ovat viimeisten viiden vuoden aikana vaihdelleet 3-6 MEUR:n välillä ja olleet keskimäärin 2,5 % korollisesta nettovelasta. Konsernitasolla efektiivinen veroaste on ollut noin 25 % niinä vuosina, jolloin yhtiöllä ei ole ollut merkittäviä kertaluonteisia tappioita. Nettotulos on ollut tyypillisesti merkittävän positiivinen, poikkeuksena kertaluonteisia tappioita sisältävät 2021-22. Vuoden 2020 nettotulos oli vielä 25 MEUR, mutta vuonna 2022 tulos jäi alaskirjauksista johtuen -4 MEUR:oon. Nettotuloksesta keskimäärin 8 % meni määräysvallattomille omistajille ja 92 % Atrian osakkeenomistajille vuosina 2016-20 (vuosien 2021-22 tarkastelu on haastavaa alaskirjausten vuoksi). Määräysvallattomien omistajien osuus syntyy pääosin A-Rehu Oy:n tuloksesta, josta Atria omistaa 51 % ja lihatuottajien osuuskunnat 49 %.

Jätti-investoinnit painaneet kassavirtoja hetkellisesti

Pitkällä aikavälillä Atria on pystynyt tuottamaan positiivista kassavirtaa, sillä vuosina 2012-21 liiketoiminnan rahavirta ylitti investoinnit keskimäärin 29 MEUR:lla per vuosi. Käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet pitkällä aikavälillä vuosina 2012-21 keskimäärin 4 % liikevaihdosta (2021: 56 MEUR). Vuosi 2022 oli kassavirtojen osalta poikkeus, sillä suuret teolliset investoinnit Nurmossa ja Ruotsin Sköllerstassa nostivat bruttoinvestoinnit peräti 131 MEUR:oon. Investoinnit eivät ole vielä valmistuneet. Nurmon siipikarjalinjaston kokonaiskustannukseksi on arvioitu 155 MEUR ja Ruotsin järjestelyiden kustannukseksi 35 MEUR. Atrian suunnitelman mukaiset poistot ovat viime vuosina olleet noin 55 MEUR:n paikkeilla, joten tämänhetkinen

investointitaso ylittää poistot yli kaksinkertaisesti. Lihanjalostus on pääomaa sitovaa liiketoimintaa, joten kasvun tavoittelu vaatii myös järeitä investointeja.

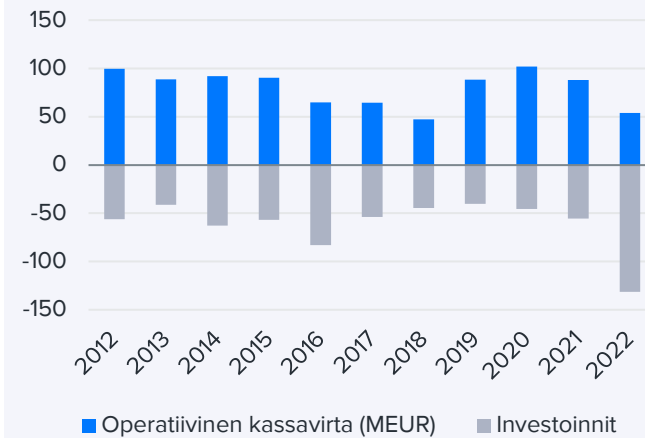
Taseen velkaisuus hallinnassa

Atrialla on taseessa merkittävästi korollista velkaa (2022: 266 MEUR), mutta velkaisuus on kuitenkin yhtiön tavoitteiden mukaisella tasolla. Vuoden 2022 omavaraisuusaste oli 44,8 %, kun yhtiö tavoittelee vähintään 40 %:n tasoa. Nettovelan suhde käyttökatteeseen oli 2,3x, mitä voidaan mielestämme pitää kohtuullisena tasona Atrian kaltaiselle vakaalle ja kohtuullisen hyvin kannattavalle yhtiölle.

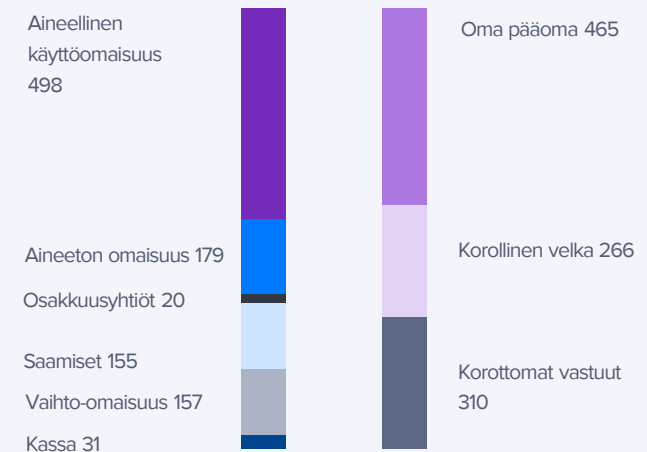
Kustannustason nousu kasvattanut varastoja

Kustannusinflaation vaikutuksesta Atrian taseen käyttöpääomaan sitoutui vuoden 2022 aikana lähes 40 MEUR enemmän rahaa kuin vuotta aikaisemmin. Kustannustason nouseminen edelleen voisi jatkaa kyseistä trendiä ja kustannustason laskeminen puolestaan kääntää käyttöpääoman sitoutumisen laskevalle uralle. Tyypillisesti yhtiön liiketoiminta ei sido valtavasti käyttöpääomaa, sillä saamia ja vaihtomaisuutta voidaan rahoittaa ostovelvoilla ja muilla veloilla.

Kassavirran kehitys



Tase 2022 lopussa (MEUR)



Taseen kokonaissumma 1 040 MEUR

Lähde: Atria

Ennusteet (1/4)

Ennustemalli

Olemme ennustaneet Atrian tuloslaskelmaa ensisijaisesti liiketoiminta-alueittain liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kautta. Lisäksi olemme pyrkineet hahmottelemaan myös eri kululajien kehitystä konsernitason tasolla. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia tulevia yritysostoja. Tarkemmat yksityiskohtaiset ennusteet löytyvät kootusti taulukosta sivulta 25.

Maltillista kasvua ennusteissa

Liikevaihdon kasvulle ei anneta numeerista ohjeistusta yhtiön puolelta. Lyhyellä aikavälillä Atrian kasvunäkymiin vaikuttavat erityisesti myyntihintojen nousu ja kuluttajien ostovoiman heikentyminen. Pidämme todennäköisenä, että vuoden 2023 liikevaihto kasvaa edellisvuoteen nähden, vaikka volyymeissä nähtäneen laskua. Ennusteemme konsernitason kasvuksi on 2,5 %, mikä vastaa noin 9 %:n kasvua myyntihinnoissa, noin 6 %:n laskua volyymeissä ja pientä negatiivista nettovaikutusta yritysjärjestelyihin liittyen. Segmentikohtaisesti katsottuna ennustamme Suomen liikevaihdon kasvuksi 3,5 %. Joulukuussa 2022 toteutuneella Korv-Görans Kebabin ostolla on arviomme mukaan noin yhden prosenttiyksikön vaikutus Suomen liikevaihdon kasvuun. Ruotsin kasvua painaa erityisesti toukokuussa 2022 myyty, osana Ruotsin yksikköä raportoitu Venäjän pikaruokaliiketoiminta Sibylla Rus. Arvioimme divestoinnilla olevan Ruotsin liikevaihtoon noin 6 %:n laskeva vaikutus, jolloin Ruotsin liikevaihdon kokonaiskehitys jäisi vuonna 2023 -1,5 %:iin. Ennustamme Tanskan ja Viron liikevaihdon kasvavan 4 %, mikä koostuu täysin organisaatiosta kehityksestä.

Arvioimme Atrian liikevaihdon kehittyvän pitkällä aikavälillä varsin maltillisesti, pääosin markkinan mukana, joka kasvaa arviomme mukaan noin 2 %:n vuotuisa tahtia volyymikkehityksen ollessa vakaata. Panostukset kasvaviin segmentteihin, kuten siipikarjaan ja valmisruokaan tukevat kasvua. Punaisen lihan kulutuksen oletettu hidaskasvu pitkällä aikavälillä laskutrendi puolestaan toimii negatiivisena ajurina kasvuun.

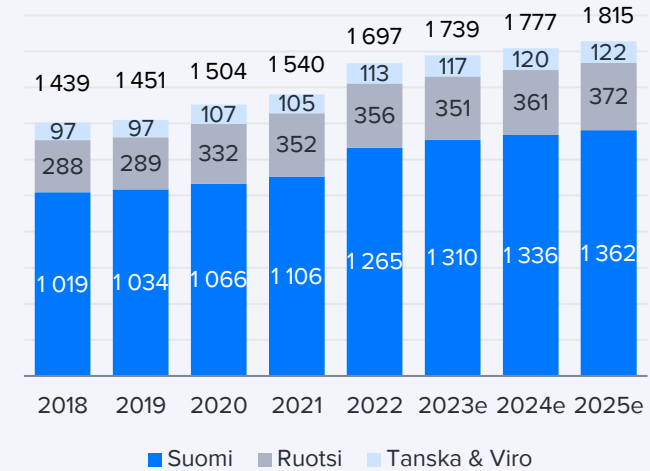
Oikaistu liikevoitto laskee vuonna 2023

Atria antoi 22.2.2023 ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön oikaistu liikevoitto laskee vuonna 2023 edellisvuoteen nähden (2022: 49,0 MEUR). Arvioimme liikevoiton laskevan 46 MEUR:oon mm. tuotannon uudelleenjärjestelyiden, kustannusinflaation sekä kuluttajien heikentyneen ostovoiman aiheuttamien haasteiden vuoksi. Arvioimme oikaistun liikevoiton laskevan Suomessa ja Ruotsissa, mutta parantuvan Tanskassa ja Virossa heikkoihin vertailulukuihin nähden.

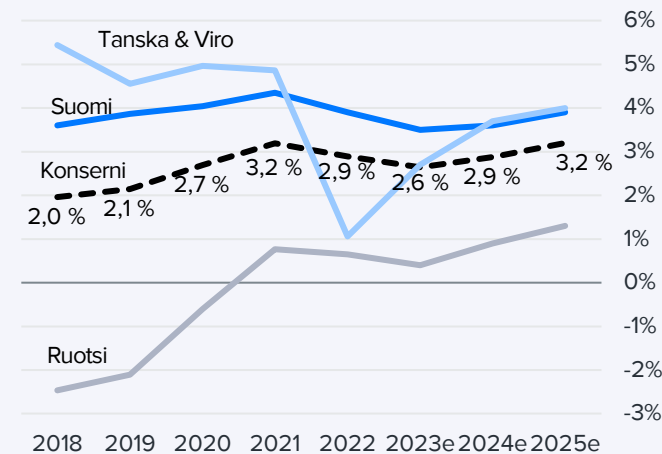
Kustannusten nousu lähiaikojen haasteena

Tuotantokustannusten nopea kohoaminen vuoden 2022 alkupuolella rajoitti aluksi Atrian kannattavuutta, mutta yhtiö onnistui parantamaan kannattavuustasoaan vuoden 2022 loppua kohden. Vuoden 2023 alussa olemme tilanteessa, jossa lihan hinta on jäänyt korkealle tasolle ja samalla lihan kulutus laskee mm. kuluttajien ostovoiman heikentyessä. Uusien hinnankorotusten läpi puskeminen tulee vuoden 2023 aikana aiempaa vaikeammaksi. Arvioimme näiden tekijöiden painavan Atrian vuoden 2023 bruttokatteen 10,2 %:iin (2022: 9,9 %).

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (% liikevaihdosta)



Lähde: Inderesin arvio

Ennusteet (2/4)

Tuotannon uudelleenjärjestelyt painavat lähivuosien kannattavuutta, tukevat pitkää aikaväliä

Atrialla on vuoden 2023 aikana käynnissä kaksi suurta tuotannon uudelleenjärjestelyyn liittyvää investointia, jotka tulevat etenkin siirtymävaiheen aikana aiheuttamaan ylimääräisiä kustannuksia ja painamaan kannattavuutta. Ruotsin Sköllerstassa uudet yksiköt otetaan käyttöön jo vuoden 2023 aikana ja toiminta Malmön tehtaalla lakkaa. Suomessa Nurmon siipikarjatehtaan käyttöönotto ja Sahalahden vanhan laitoksen alasajo ajoittuvat vuoden 2024 puolelle, joten Atrian kannattavuuteen kohdistunee uudelleenjärjestelyihin liittyvää tilapäistä haittaa sekä 2023 että 2024. Pitkällä aikavälillä investoinneilla on arviomme mukaan positiivinen vaikutus Atrian kustannuskilpailukykyyn, sillä toiminnan keskittäminen uusiin moderneihin yksiköihin tehostaa tuotantoa. Erityisesti Ruotsissa Atrian tuotanto on hajautunut usean pienen ja erikoistuneen laitoksen välille, mutta jatkossa ainakin suuren volyymin lihatuotteet kuten makkarat, leivänpäälliset ja pihvit valmistetaan mittakaavaltaan suuressa Sköllerstan yksikössä.

Liikevoitto paranee vuodesta 2024 alkaen

Arvioimme Atrian liikevoiton parantuvan vuodesta 2024 alkaen. Ennusteissamme vuoden 2024 liikevoitto nousee 51 MEUR:oon pääosin Ruotsin sekä Tanskan ja Viron vetämänä. Arvioimme kustannusinflaation aiheuttamien kannattavuus- ja volyyymihaasteiden helpottavan vuonna 2024 hintatason vakautumisen ja kulutuskäyttäytymisen normalisoitumisen myötä. Sen sijaan Suomen tulos kärsii edelleen vuonna 2024 Nurmon siipikarjatehtaan ylösajon ja Sahalahden alasajon aiheuttamista lisäkustannuksista. Vuoden 2025 liikevoittoennusteemme on jo 58 MEUR, mikä vaatisi

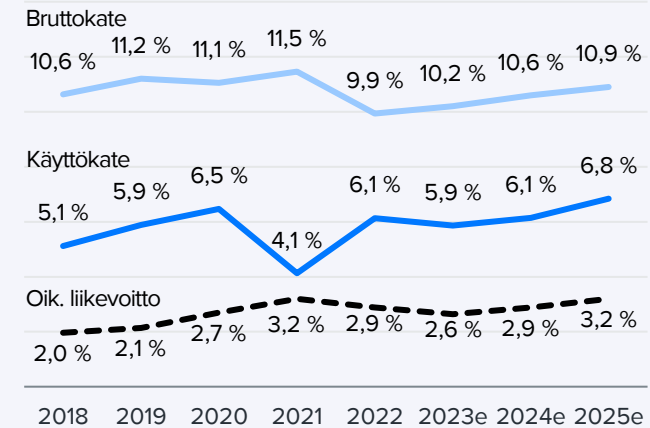
että Nurmon ja Sköllerstan investoinnit on saatu onnistuneesti päätökseen ja tuotanto pyörisi tehokkaasti. Lisäksi ennuste vaatii jokseenkin normalisoitunutta kuluttajakysyntää, sekä vakaata hintatasoa. Vaikka Atrian bruttokatetaso on ollut pitkällä aikavälillä laskussa, niin uskomme yhtiön pystyvän parantamaan katteita vuoden 2022 matalalta tasolta ja tässä mm. tuotannon tehostamistoimenpiteillä on merkittävä rooli. Vuoden 2025 liikevoittomarginaaliennusteemme on 3,2 %, mikä olisi samalla tasolla kuin viimeisen vuosikymmenen aikana saavutettu ennätystaso (2021: 3,2 %), joskin kustannustason nousun myötä kohonneella liikevaihtotasolla.

Meneillään olevien suurinvestointien myötä selvästi kohoava poistotaso vaikuttaa lähivuosien liikevoittomarginaaliin laskevasti. Erityisesti Nurmon investointi tehdään vahvasti siipikarjan kysynnän pitkän aikavälin kasvua ajatellen ja poistomassan kattaminen voi vielä alkuvuosina olla haastavaa. Ennustamme poistojen kasvavan vuoden 2021 57 MEUR:osta 66 MEUR:oon vuonna 2025. Käyttökate ja operatiivinen kassavirta kehittynevät siis tulevana vuosina paremmin kuin liikevoitto-tason kannattavuus.

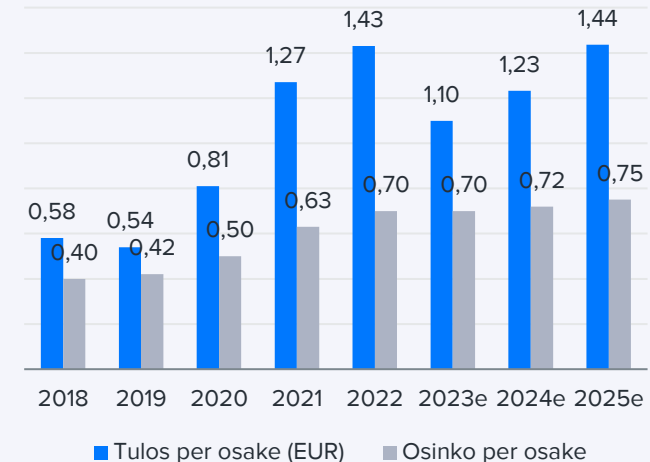
Rahoituskulujen nousu ja Honkajoen tuloksen normalisoituminen hidastavat tuloskasvua

Ennustamme tuloksen osakkuusyhtiöistä laskevan asteittain tulevana vuosina ja olevan pitkällä aikavälillä 2 MEUR vuodesta 2025 lähtien. Osakkuusyhtiöistä saatava tulos on ollut viime vuosina koholla, koska yhteisyritys Honkajoki on hyötynyt korkeista energian ja biopolttoaineiden hinnoista. Pitkän aikavälin tulosletuksemme ylittää vuosien 2017-20 keskiarvon (1,0 MEUR), mutta jää alle vuoden 2022 tason (4,9 MEUR).

Kannattavuusrakenteen kehitys (% liikevaihdosta)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet (3/4)

Arvioimme rahoituskuluiksi vuosina 2023-25 noin 8 MEUR, mikä vastaa noin 3 %:n kustannusta suhteessa yhtiön korolliseen velkaan ja merkitsee selkeää nousua suhteessa aiempiin vuosiin (2019-22: ~5 MEUR). Veroprosentiksi olemme olettaneet 20 %. Verojen jälkeen tulos olisi siis 33 MEUR vuonna 2023 ja kasvaisi 43 MEUR:oon vuoteen 2025 mennessä. Vähemmistöosuudeksi olemme olettaneet 2023-25 aikana keskimäärin 2,2 MEUR per vuosi (2022: 1,5), mitä kasvattaa mm. Korv-Görans Kebab, josta Atria osti 51 % vuoden 2022 lopussa. Vuosien 2023-25 nettotulos olisi siis 31-41 MEUR.

Osingon kasvattaminen voi hidastua lähivuosina

Atria on historiassa ollut melko antelias osingonmaksaja ja sen osingonjakosuhte oli vuosina 2018-22 keskimäärin 67 % oikaistusta tuloksesta, vaikka tavoite on vain 50 %. Lyhyellä aikavälillä nettotuloksen heikko kehitys voi hidastaa osingon kehitystä. Täytyy myös huomioida, että tase on viime vuosina velkaantunut suurinvestointien myötä, mikä voi johtaa konservatiivisempaan osinkopolitiikkaan – etenkin mikäli toimintaympäristö säilyy haastavana. Pitkällä aikavälillä tulokasvu kuitenkin tukee osingon kasvattamista Vuosien 2023-25 osinkoennusteemme vastaavat keskimäärin osingonjakosuhdetta 58 %.

Kassavirrat hetkellisesti heikot

Kassavirta kehittyi heikosti vuonna 2022 ja arvioimme vuoden 2023 olevan edelleen kassavirtojen näkökulmasta heikko. Käyttöpääoma paisui peräti 47 MEUR vuoden 2022 aikana, eikä korkealle jämähtänyt kustannustaso tarjoa helpotusta vuoden 2023 aikana. Tulostason lasku painaa hieman vuoden 2023 operatiivista rahavirtaa.

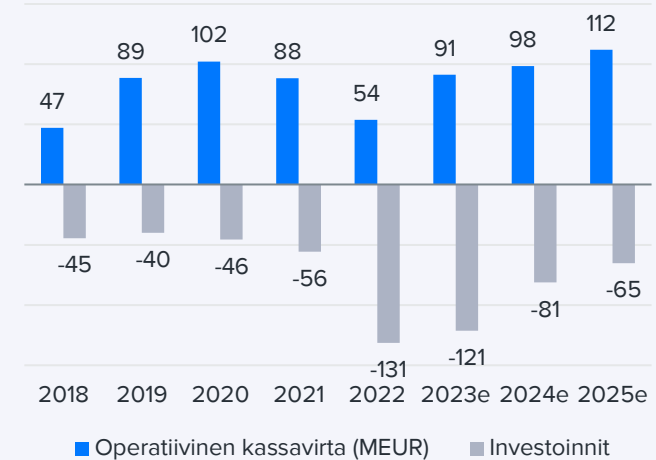
Investointien osalta vuodet 2022-23 ovat

poikkeuksellisia, sillä Nurmon ja Sköllerstan suurinvestoinnit nostavat investoinnit väliaikaisesti paljon poistoja suuremmiksi. Arvioimme investointitason laskevan vuonna 2024 ja normalisoituvan lähelle poistotasoa vuonna 2025.

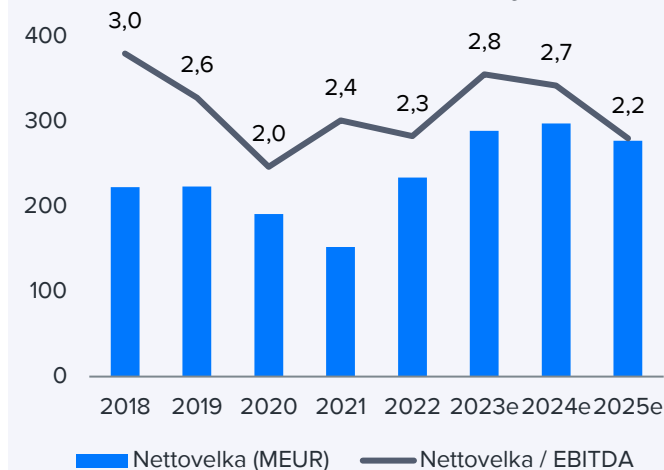
Nettovelka pysyy siedettävällä tasolla

Heikko kassavirtakehitys on kasvattanut Atrian nettovelkaisuutta ja arvioimme nettovelan kasvavan edelleen lähes 300 MEUR:oon vuosien 2023-24 aikana (2022: 235 MEUR). Nettovelan suhde käyttökatteeseen pysyy kuitenkin siedettävällä tasolla ja kääntyy selvään laskuun vuosina 2024-25. Atrian liiketoiminnan kannattavuus on historiassa kehittynyt vakaasti, joten emme pidä velkaisuuden väliaikaista kohoamista huolestuttavana, mikäli yhtiö ei kohtaa muita erityisiä takaiskuja, kuten entisestään heikentyvää toimintaympäristöä tai ennakoitua suurempia operatiivisia haasteita uusien tehdasinvestointien käyttöönotossa. Ennustamme myös omavaraisuusasteen pysyvän yhtiön tavoittelemalla yli 40 %:n tasolla. Taseen väliaikaisesta heikentymisestä huolimatta arvioimme taseen mahdollistavan edelleen pienten yritysostojen toteuttamisen.

Kassavirran kehitys



Nettovelkaisuuden kehitys



Ennusteet (4/4)

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	1439	1451	1504	1540	1697	1739	1777	1815
-kasvu	0,2 %	0,9 %	3,6 %	2,4 %	10,2 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %
-orgaaninen kasvu	0,2 %	0,9 %	3,6 %	3,8 %	12,4 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Atria Suomi	1019	1034	1066	1106	1265	1310	1336	1362
-kasvu	3 %	1 %	3 %	4 %	14 %	4 %	2 %	2 %
Atria Ruotsi	288	289	332	352	356	351	361	372
-kasvu		1 %	15 %	6 %	1 %	-2 %	3 %	3 %
Atria Tanska ja Viro	97	97	107	105	113	117	120	122
-kasvu		-1 %	11 %	-2 %	8 %	4 %	2 %	2 %
Eliminoinnit ja kohdistamattomat	34,0	31,5	-1,2	-22,1	-37,7	-38,8	-40,1	-41,4
Bruttokate	153	163	166	177	169	177	188	198
-% liikevaihdosta	10,6 %	11,2 %	11,1 %	11,5 %	9,9 %	10,2 %	10,6 %	10,9 %
Käyttökate	74	85	97	64	104	102	109	124
-% liikevaihdosta	5,1 %	5,9 %	6,5 %	4,1 %	6,1 %	5,9 %	6,1 %	6,8 %
Poistot	45	54	57	57	104	56	58	66
Liikevoitto	28	31	41	6	0	46	51	58
-% liikevaihdosta	2,0 %	2,1 %	2,7 %	0,4 %	0,0 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %
Oikaistu liikevoitto	28	31	41	49	49	46	51	58
-% liikevaihdosta	2,0 %	2,1 %	2,7 %	3,2 %	2,9 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %
Atria Suomi	37	40	43	48	49	46	48	53
-% liikevaihdosta	3,6 %	3,9 %	4,0 %	4,4 %	3,9 %	3,5 %	3,6 %	3,9 %
Atria Ruotsi	-7	-6	-2	3	2	1	3	5
-% liikevaihdosta	-2,5 %	-2,1 %	-0,6 %	0,8 %	0,6 %	0,4 %	0,9 %	1,3 %
Atria Tanska ja Viro	5	4	5	5	1	3	4	5
-% liikevaihdosta	5,4 %	4,6 %	5,0 %	4,9 %	1,1 %	2,7 %	3,7 %	4,0 %
Kohdistamattomat	-7	-7	-6	-7	-4	-4	-5	-5
Rahoituskulut	-6	-6	-5	-5	-3	-8	-8	-7
PTP	22	26	37	5	2	41	46	53
Verot	-5	-9	-13	-10	-6	-8	-9	-11
Nettotulos (sisältäen vähemmistöosuuden)	18	17	25	-5	-4	33	37	42
Vähemmistöosuus	1	2	2	2	2	2	2	2
Osakkeenomistajien osuus nettotuloksesta	16	15	23	-7	-5	31	34	40
Kyseiseltä vuodelta maksettu osinko yhteensä	11	12	14	18	20	20	20	21
Investoinnit	45	40	46	56	131	121	81	65
Nettovelka	223	224	192	153	235	290	298	278
Nettovelka / EBITDA	3,0x	2,6x	2,0x	2,4x	2,3x	2,8x	2,7x	2,2x

Lähde: Inderesin arvio

Arvostus (1/2)

Sijoitusprofiili ja arvostuksen yhteenveto

Atria on sijoitusprofiilitaan melko defensiivinen ja vakaa yhtiö, jonka liikevaihdon kasvuprofiili on varsin maltillinen. Punaisen lihan kulutuksen vähentyminen toteutuu hitaasti ja siipikarjan kulutus kasvaa, mutta pitkällä aikavälillä markkina ei kuitenkaan tarjoa merkittävää kasvua. Maltillista tuloskasvua voidaan edelleen saavuttaa mm. parantamalla kannattavuutta ja panostamalla tiettyihin kasvusegmentteihin kuten siipikarjaan ja valmisruokaan. Lihateollisuus ja elintarvikeala yleisesti ovat kilpailuja ja pääomavaltaisia toimialoja, joilla on vaikeaa saavuttaa kestävästi hyvää pääoman tuottoa. Atria on päämarkkinoillaan johtava toimija ja onnistunut rakentamaan Suomessa kilpailukykyiset ja tehokkaat teolliset operaatiot, jotka mahdollistavat yhtiölle hyvän kannattavuuden etenkin kilpailijoihin verrattuna. Emme kuitenkaan näe yhtiöllä vastaavia tuotantoketjun ja teollisten operaatioiden mittakaavaan sekä tehokkuuteen perustuvia kilpailuetuja kireästi kilpailluilla Ruotsin ja Tanskan markkinoilla. Atrialla on tunnettuja brändejä kaikilla markkinoillaan, mutta arvioimme brändien merkityksen olevan liha-alalla rajallinen.

Tulospohjainen arvostus hieman koholla

Pidämme oikaistua EV/EBIT-lukua parhaana arvostuksen mittarina Atrialle, sillä se ottaa parhaiten huomioon taserakenteen sekä poistojen kautta myös pitkän aikavälin investointitarpeen. Atrian tulospohjainen arvostustaso on tällä hetkellä hieman koholla suhteessa yhtiön historialliseen keskiarvoon sekä verrokkiryhmään, joka koostuu kotimaisista elintarvikealan yhtiöistä sekä liha-alan toimijoista eri puolilta Eurooppaa ja Pohjois-Amerikkaa. Ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-luvut ovat 13,3x

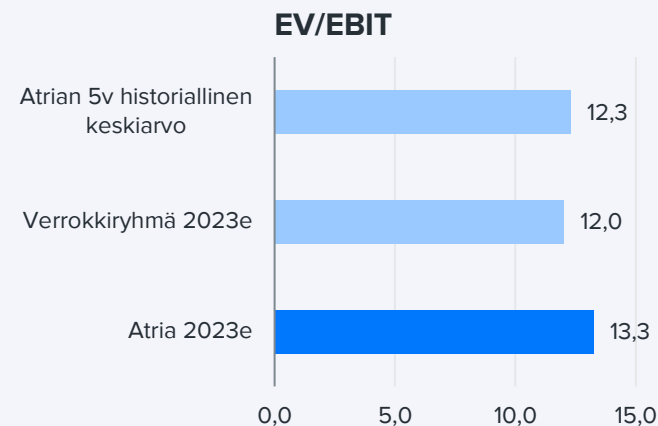
vuodelle 2023 ja 12,1x vuodelle 2024. Verrokkiryhmän arvostus on hieman matalampi, keskimäärin 12,0x vuodelle 2023. Vuodelle 2024 vastaava verrokkien keskiarvo on 10,8x. Atrian arvostus on tällä hetkellä hieman koholla myös suhteessa yhtiön omaan historialliseen keskiarvoon. Yhtiön historiallinen rullaava seuraavien 12 kuukauden konsensusennusteeseen pohjautuva EV/EBIT-luku on ollut keskimäärin noin 12,3x vuosina 2018-23.

Vuosien 2023-24 tulosta heikentää kaksikin merkittävää ja todennäköisesti väliaikaista tekijää, joita ovat teollisten investointien aiheuttamat hetkelliset lisäkustannukset sekä pehmeä kysyntä haastavassa markkinatilanteessa. Historiallista tasoa hieman korkeampi arvostus on siis jokseenkin perusteltu ja nykyistä arvostustasoa voi pitää käypänä, mikäli uskoo, ettei lähiaikojen tulos laske ennusteitamme enempää ja toisaalta, mikäli uskoo tuloksen parantuvan selvästi muutaman vuoden aikajänteellä. Emme kuitenkaan pidä nykyistä arvostustasoa houkuttelevana, sillä haastavia aikoja on vielä edessä mahdollisesti yli vuoden ajan ja tuloskehityksen ennakointiin liittyy epävarmuutta. Lisäksi yhtiön pitkän aikavälin arvonluontipotentiaali on maltillinen, joten emme halua antaa suositukseksamme erityisen paljon painoarvoa usean vuoden päähän ulottuville ennusteille ja arvostustasoille.

Muista tulospohjaisista arvostuskertoimista P/E-luku vaikuttaa melko edulliselta, mutta ylittää kuitenkin Atrian historiallisen keskiarvon (2023e: 10,9x vs. viiden vuoden keskiarvo 9,7x). Myös EV/EBITDA 2023e 6,0x ylittää hieman viimeisten viiden vuoden keskimääräisen tason (5,5x). P/E ja EV/EBITDA-kertoimet ovat kuitenkin verrokkiryhmän keskiarvojen alapuolella.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	11,9	11,9	11,9
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	338	338	338
Yritysarvo (EV)	609	618	597
P/E (oik.)	10,9	9,7	8,3
P/E	10,9	9,7	8,3
P/Kassavirta	neg.	19,7	7,2
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,7	4,8
EV/EBIT (oik.)	13,3	12,1	10,3
Osinko/tulos (%)	63,7 %	58,4 %	52,2 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,0 %	6,3 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes, Refinitiv ja Bloomberg

Arvostus (2/2)

Tasepohjainen arvostus matala, mutta koholla historialliseen tasoon nähden

Atrian tasepohjainen arvostustaso on edelleen absoluuttisesti matala, mutta ylittää viimeisten viiden vuoden keskiarvon. P/B-luku on nykyisellä osakekurssilla ja vuoden 2022 lopun tasearvolla mitattuna 0,74x, kun vuosina 2018-22 arvostus on ollut keskimäärin 0,62x. Tasearvon alittava arvostus kertoo, että markkinoiden luottamus yhtiön kyvyllä säilyttää tai luoda arvoa osakkeenomistajille on melko matala. Parantunut oikaistu tulostaso on arviomme mukaan tukenut P/B-luvun kehitystä.

Pääomantuottolukujen tarkastelu osoittaa, että markkinoiden epäluulo ja matala P/B-luku ovat jossain määrin ansaittuja, erityisesti mikäli viime vuosien kertaluontoisia alaskirjauksia ei oikaista pois tarkastelun piiristä. Vuosien 2018-22 raportoitu tuotto sijoitetulle pääomalle (ROI) on ollut keskimäärin vain 4,1% ja omalle pääomalle (ROE) keskimäärin 2,3%. Jos kuitenkin tarkastellaan oikaistuja pääomantuottolukuja, tilanne näyttää selvästi paremmalta (oik. ROI: 6,7%, oik. ROE: 6,2%). Ilman kertaluonteisia eriä yhtiö on siis pystynyt lähes tuottovaatimuksen tasoiseen pääoman tuottoon. Inderesin määrittämä keskimääräinen pääoman tuottovaatimus on 7,8% ja oman pääoman tuottovaatimus on 8,7%. Kokonaiskuvaa katsottaessa voidaan kuitenkin todeta, että tasearvoa alhaisempi markkina-arvo on ansaittu ja nykyinen arvostustaso ei arviomme mukaan tarjoa selkeää nousu- tai laskupainetta osakekurssille.

Osingon kasvattaminen voi olla lähivuosina hidasta, mutta nykyinen tasokin on hyvä

Atrian osakkeen osinkotuotto (2022: 5,9%) on yksi Helsingin pörssin korkeimpia ja ylittää myöskin selvästi verrokkiryhmän keskimääräisen tason (3,6%).

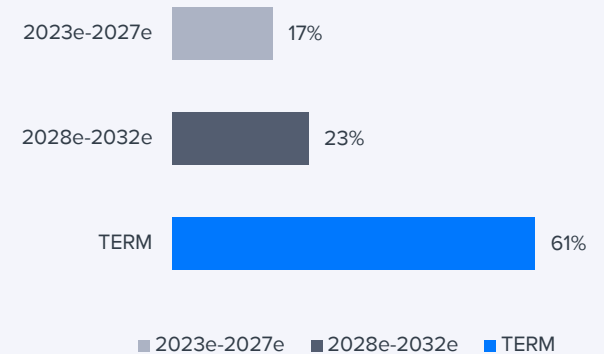
Arvioimme osinkotuoton tukevan arvostusta ja olevan merkittävä ajuri osakekurssille. Emme kuitenkaan odota yhtiön pystyvän kasvattamaan osingonmaksua merkittävässä määrin seuraavien kahden vuoden aikana, sillä odotamme tuloksen heikentyvän väliaikaisten tekijöiden kuten tuotannollisten investointien ja haastavan markkinakysynnän vuoksi. Lisäksi suuret investoinnit heikentävät tasetta ja siten myös osingonmaksukykyä lyhyellä aikavälillä. Osinkoennusteemme vuosille 2023-24 vastaavat 5,9-6,0%:n osinkotuottoa ja olettavat osingonjakosuhteeksi 64% ja 58%. Yhtiön osinkopolitiikkaan kuuluu vähintään 50%:n jakosuhte (toteutunut jakosuhte 2018-22: keskimäärin 67% oikaistusta tuloksesta).

Arvonmääritys DCF-menetelmällä

Kassavirtaennusteisiimme perustuvan arvonmääritysmallimme mukainen Atrian oman pääoman arvo on 339 MEUR eli 12,0 euroa per osake. Malli olettaa EBIT-marginaalin parantuvan vuoden 2021 ennätystasoa vastaavalle 3,2%:in tasolle vuosiksi 2025-29 ja laskevan vuodesta 2030 alkaen 2,6%:iin, mikä vastaa viimeisten viiden vuoden oikaistua keskiarvoa (2018-22). Pitkän aikavälin kasvuennusteemme on 2%/v.

Olemme käyttäneet laskelmassa 8,7% oman pääoman kustannusta ja 7,8% keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme Atrian liiketoiminnan riskitasoa yleisesti ottaen melko maltillisena, sillä yhtiö on melko kookas ja johtava toimija päämarkkinoillaan. Oleellimmat liiketoimintaan liittyvät riskit koskevat arviomme mukaan teollisen toiminnan sujuvaa jatkumista, toimialan kilpailukykyä (erityisesti lihan kysynnän ja tuotantokustannusten kehitys) sekä rahoitusasemaa.

DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



P/B-luvun kehitys



Sijoitusprofiili

1.

Johtava toimija kilpailluilla markkinoillaan suuren teollisen mittakaavansa ansiosta

2.

Markkinan kokonaiskasvu on hidasta, mutta Atrialla on vahvat panostukset kasvaviin alasegmentteihin

3.

Ohuet marginaalit alttiita kärsimään toimintaympäristön muutoksista

4.

Tase heikentyy väliaikaisesti suurten investointien vuoksi, mikä voi rajoittaa osinkokehitystä lähivuosina

5.

Vuosien 2023-24 tuloskehitystä painaa mm. haastava markkinasuhdanne ja kertaluonteiset kulut tuotannon uudelleenjärjestelyihin liittyen

Potentiaali



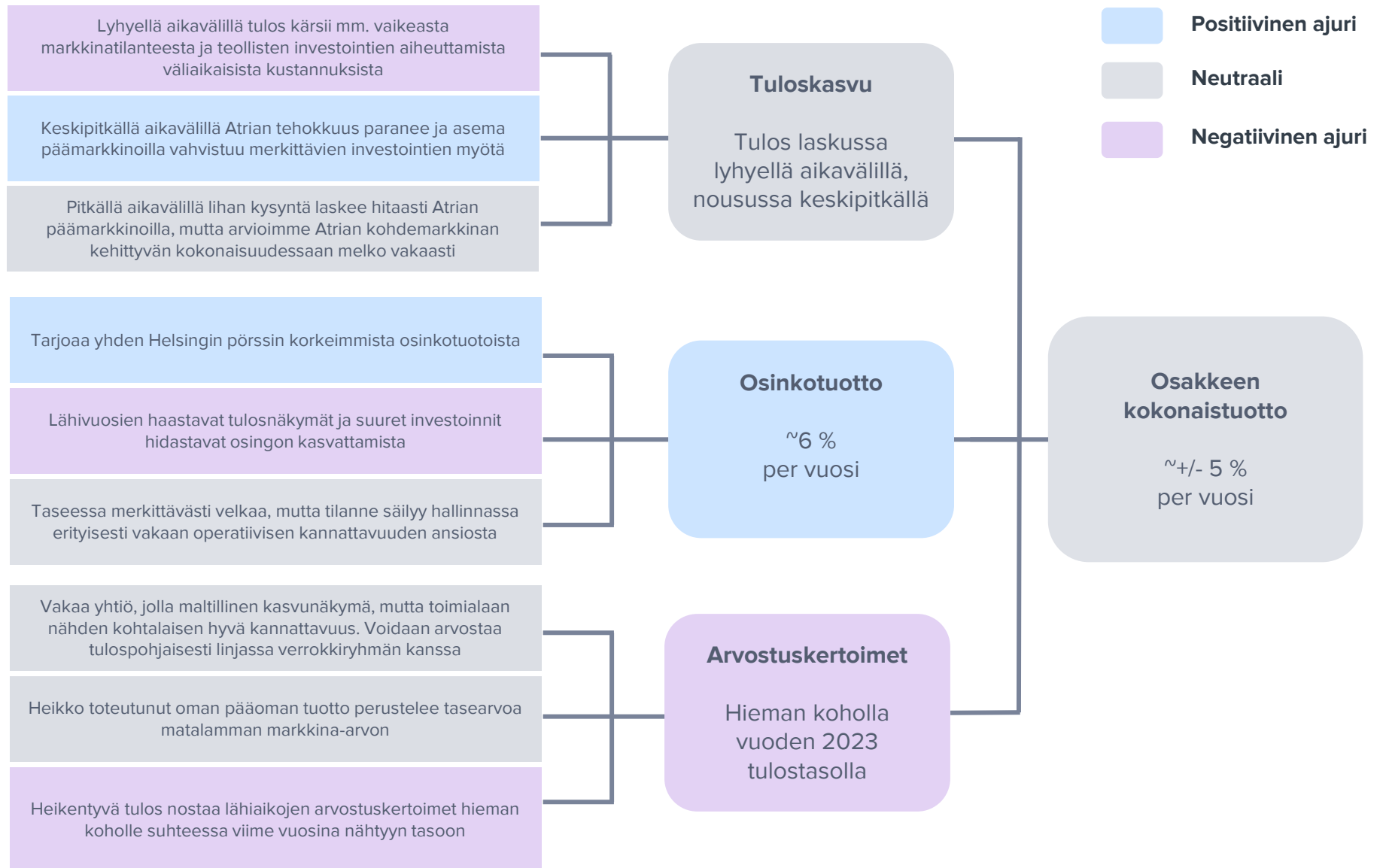
- Teollisesti ja kaupallisesti vahva asema Suomen lihanjalostusmarkkinoilla
- Tunnetut kuluttajabrändit
- Vahvat panostukset siipikarjaan, jonka kulutus on kasvussa
- Panostukset muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokiin ja pikaruokaan tukevat kasvua
- Korkea oman pääoman kirja-arvo voisi välittyä vahvemmin osakekurssiin, mikäli sijoitetun pääoman tuotto paranisi selvemmin tuottovaatimuksen tasolle tai sen yläpuolelle

Riskit



- Lihan kulutus hitaassa laskusuunnassa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu elintarvikealalla sekä vähittäiskaupan vahva neuvotteluvoima rajoittajat kannattavuutta ja sijoitetun pääoman tuottoa
- Kuluttajien ostovoiman heikentyminen uhkaa volyymejä ja katteita lyhyellä aikavälillä
- Tuottajien vahva rooli yhtiön päätöksenteossa voi tarkoittaa kompromisseja sijoittajien ja muiden sidosryhmien intressien välillä

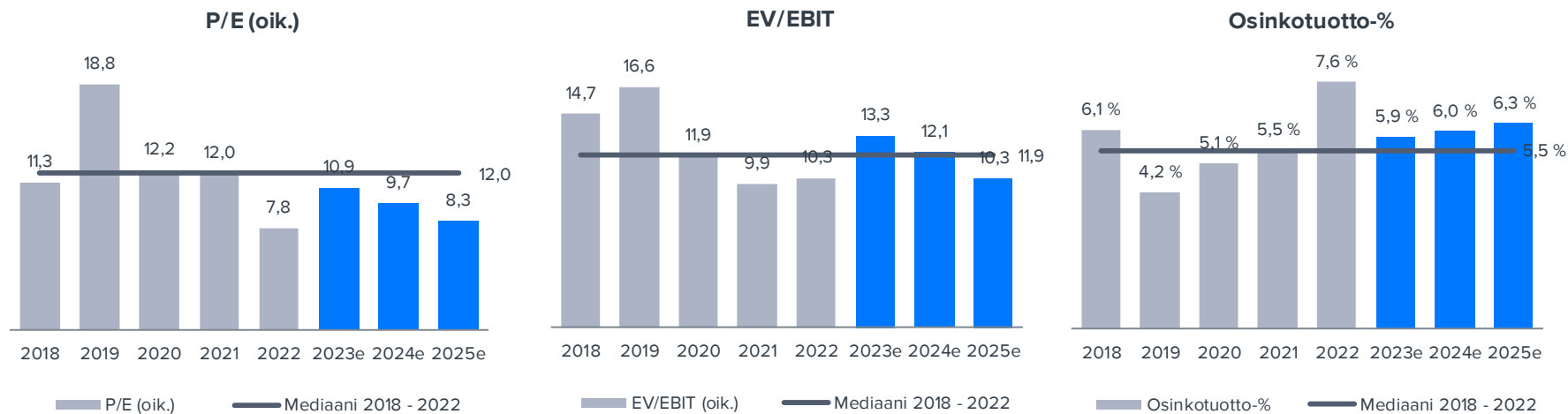
Osaketuoton ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,58	10,0	9,85	11,5	9,27	11,9	11,9	11,9	11,9
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	186	284	278	326	262	338	338	338	338
Yritysarvo (EV)	415	518	481	487	505	609	618	597	576
P/E (oik.)	11,3	18,8	12,2	12,0	7,8	10,9	9,7	8,3	8,0
P/E	11,3	18,8	12,2	neg.	neg.	10,9	9,7	8,3	8,0
P/Kassavirta	14,7	19,5	5,1	40,7	neg.	neg.	19,7	7,2	7,2
P/B	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	5,6	6,1	4,9	7,7	4,9	6,0	5,7	4,8	4,6
EV/EBIT (oik.)	14,7	16,6	11,9	9,9	10,3	13,3	12,1	10,3	9,7
Osinko/tulos (%)	68,5 %	78,6 %	62,0 %	neg.	neg.	63,7 %	58,4 %	52,2 %	51,4 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	4,2 %	5,1 %	5,5 %	7,6 %	5,9 %	6,0 %	6,3 %	6,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Apetit	78	65	13,1	10,9	5,4	5,4	0,3	0,3	16,0	16,3	4,5	4,9	0,8
Raisio	410	366	14,9	13,0	10,5	9,3	1,6	1,5	21,4	18,0	5,3	5,5	1,6
Tyson Foods	15781	22883	11,3	9,1	7,0	6,0	0,5	0,5	14,0	11,2	3,2	3,4	1,1
Scandi Standard	305	484	12,4	12,0	6,6	6,4	0,4	0,4	13,4	12,8	3,2	4,6	1,4
Cranswick	1846	2002	12,4	11,8	8,4	8,0	0,8	0,8	14,9	15,0	2,6	2,7	1,9
Societe LDC	2028	1826	6,6	6,5	3,7	3,6	0,3	0,3	9,5	9,3	2,1	2,1	1,1
Hilton Foods	668	1198	13,4	12,3	7,3	7,0	0,3	0,3	13,5	11,8	4,4	4,8	1,7
Atria (Inderes)	338	609	13,3	12,1	6,0	5,7	0,4	0,3	10,9	9,7	5,9	6,0	0,7
Keskiarvo			12,0	10,8	7,0	6,5	0,6	0,6	14,7	13,4	3,6	4,0	1,4
Mediaani			12,4	11,8	7,0	6,4	0,4	0,4	14,0	12,8	3,2	4,6	1,4
Erotus-% vrt. mediaani			7 %	3 %	-15 %	-11 %	-17 %	-15 %	-22 %	-24 %	81 %	31 %	-47 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	1504	1540	1697	389	439	450	461	1739	1777	1815	1855
Atria Suomi	1066	1106	1265	294	331	334	352	1310	1336	1362	1390
Atria Ruotsi	332	352	356	76,2	89,9	95,9	88,9	351	361	372	383
Atria Tanska & Viro	107	105	113	27,6	29,8	30,3	29,8	117	120	122	125
Kohdistamattomat	51,8	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	-53,0	-37,1	-37,7	-7,8	-11,2	-10,5	-9,4	-38,8	-40,1	-41,4	-42,8
Käyttökate	97,2	63,4	104	16,5	25,2	29,0	31,3	102	109	124	125
Poistot ja arvonalennukset	-56,7	-57,1	-103,8	-13,2	-13,5	-13,5	-15,8	-56,0	-58,0	-66,0	-66,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,5	49,1	49,0	3,3	11,7	15,5	15,5	46,0	51,2	58,1	59,3
Liikevoitto	40,5	6,3	0,1	3,3	11,7	15,5	15,5	46,0	51,2	58,1	59,3
Atria Suomi	43,1	48,1	49,4	5,0	11,6	14,0	15,3	45,8	48,1	53,1	54,2
Atria Ruotsi	-2,0	5,0	-37,8	-1,1	0,4	1,6	0,5	1,4	3,3	4,8	5,0
Atria Tanska & Viro	5,3	5,1	1,3	0,6	0,7	0,9	0,9	3,2	4,4	4,9	5,0
Kohdistamattomat	-5,9	-51,9	-12,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,4	-4,6	-4,7	-4,9
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	1,2	3,5	4,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,5	2,5	2,0	2,0
Nettorahoituskulut	-4,5	-5,0	-3,4	-1,3	-1,4	-1,6	-3,7	-8,0	-8,0	-7,0	-6,0
Tulos ennen veroja	37,2	4,8	1,6	2,9	11,2	14,7	12,7	41,5	45,7	53,1	55,3
Verot	-12,6	-10,2	-5,5	-0,6	-2,2	-2,9	-2,5	-8,3	-8,6	-10,2	-10,7
Vähemmistöosuudet	-1,8	-1,6	-1,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3
Nettotulos	22,8	-7,0	-5,4	1,8	8,4	11,2	9,6	31,1	34,8	40,6	42,3
Nettotulos	22,8	-7,0	-5,4	1,8	8,4	11,2	9,6	31,1	34,8	40,6	42,3
EPS (oikaistu)	0,81	0,96	1,19	0,06	0,30	0,40	0,34	1,10	1,23	1,44	1,50
EPS (raportoitu)	0,81	-0,25	-0,19	0,06	0,30	0,40	0,34	1,10	1,23	1,44	1,50

Tunnusluvut	2020	2021	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	3,6 %	2,4 %	10,2 %	3,9 %	1,7 %	2,4 %	2,1 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		21,2 %	-0,2 %	43,4 %	-15,4 %	-4,4 %	-7,1 %	-6,2 %	11,4 %	13,6 %	2,0 %
Käyttökate-%	6,5 %	4,1 %	6,1 %	4,2 %	5,7 %	6,4 %	6,8 %	5,9 %	6,1 %	6,8 %	6,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,7 %	3,2 %	2,9 %	0,8 %	2,7 %	3,4 %	3,4 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %
Nettotulos-%	1,5 %	-0,5 %	-0,3 %	0,5 %	1,9 %	2,5 %	2,1 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	683	717	782	805	804
Liikearvo	163	125	125	125	125
Aineettomat hyödykkeet	77,5	54,0	55,3	56,5	57,8
Käyttöomaisuus	417	498	562	584	582
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	17,2	20,0	20,0	20,0	20,0
Muut sijoitukset	6,9	19,2	19,2	19,2	19,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	279	323	331	338	346
Vaihto-omaisuus	110	153	157	160	163
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	4,3	4,3	4,3	4,3
Myyntisaamiset	108	135	139	142	145
Likvidit varat	57,3	31,0	31,8	32,5	33,2
Taseen loppusumma	961	1040	1113	1144	1150

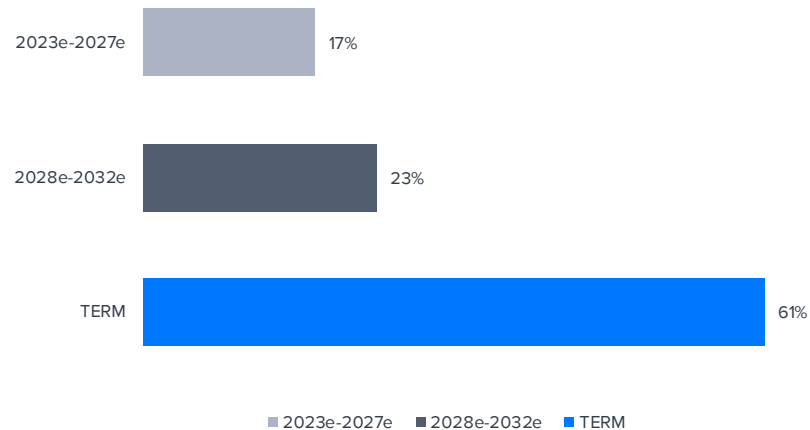
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	468	464	476	491	511
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	455	449	461	476	496
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	12,9	15,0	15,0	15,0	15,0
Pitkäaikaiset velat	245	302	338	346	329
Laskennalliset verovelat	37,4	36,3	36,3	36,3	36,3
Varaukset	6,7	5,4	5,4	5,4	5,4
Lainat rahoituslaitoksilta	197	253	289	298	280
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,0	6,9	6,9	6,9	6,9
Lyhytaikaiset velat	249	274	300	306	310
Lainat rahoituslaitoksilta	12,5	12,5	32,1	33,1	31,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	237	261	268	273	279
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	961	1040	1113	1144	1150

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,2 %	2,5 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,0 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Liikevoitto	0,1	46,0	51,2	58,1	59,3	60,7	62,3	63,8	65,4	54,6	55,7	
+ Kokonaispoistot	104	56,0	58,0	66,0	66,0	65,8	65,8	65,8	65,9	66,0	66,3	
- Maksetut verot	-5,7	-8,3	-8,6	-10,2	-10,7	-10,2	-10,6	-11,0	-11,4	-9,3	-9,6	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-1,7	-1,6	-1,4	-1,2	-2,0	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-46,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	
Operatiivinen kassavirta	50,9	91,2	98,3	112	113	114	115	116	117	109	110	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-135,9	-121,3	-81,2	-65,2	-65,9	-66,8	-67,5	-68,1	-68,9	-70,2	-70,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-82,4	-30,1	17,1	46,6	46,9	46,9	47,4	47,9	48,6	38,6	39,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-82,4	-30,1	17,1	46,6	46,9	46,9	47,4	47,9	48,6	38,6	39,4	696
Diskontattu vapaa kassavirta		-28,5	15,1	38,1	35,5	33,0	30,9	29,0	27,3	20,1	19,0	336
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		556	584	569	531	496	463	432	403	376	355	336
Velaton arvo DCF		556										
- Korolliset velat		-265,7										
+ Rahavarat		31,0										
-Vähemmistöosuus		-11,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		339										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	1504,1	1540,2	1696,8	1739,0	1776,8	EPS (raportoitu)	0,81	-0,25	-0,19	1,10	1,23
Käyttökate	97,2	63,4	103,9	102,0	109,2	EPS (oikaistu)	0,81	0,96	1,19	1,10	1,23
Liikevoitto	40,5	6,3	0,1	46,0	51,2	Operat. kassavirta / osake	4,12	1,56	1,80	3,23	3,48
Voitto ennen veroja	37,2	4,8	1,6	41,5	45,7	Vapaa kassavirta / osake	1,92	0,28	-2,91	-1,06	0,61
Nettovoitto	22,8	-7,0	-5,4	31,1	34,8	Omapääoma / osake	14,96	16,08	15,90	16,30	16,83
Kertaluontoiset erät	0,0	-42,8	-48,9	0,0	0,0	Osinko / osake	0,50	0,63	0,70	0,70	0,72
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	939,5	961,4	1040,0	1113,3	1143,6	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	2 %	10 %	2 %	2 %
Oma pääoma	438,9	467,5	464,4	475,7	490,7	Käyttökateen kasvu-%	14 %	-35 %	64 %	-2 %	7 %
Liikearvo	164,8	162,7	125,0	125,0	125,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	30 %	21 %	0 %	-6 %	11 %
Nettovelat	191,5	152,6	234,7	289,6	298,4	EPS oik. kasvu-%	51 %	19 %	24 %	-8 %	12 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	6,5 %	4,1 %	6,1 %	5,9 %	6,1 %
Käyttökate	97,2	63,4	103,9	102,0	109,2	Oik. Liikevoitto-%	2,7 %	3,2 %	2,9 %	2,6 %	2,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	31,8	-6,1	-46,6	-0,7	-0,6	Liikevoitto-%	2,7 %	0,4 %	0,0 %	2,6 %	2,9 %
Operatiivinen kassavirta	116,5	44,0	50,9	91,2	98,3	ROE-%	5,4 %	-1,6 %	-1,2 %	6,8 %	7,4 %
Investoinnit	-57,0	-36,4	-135,9	-121,3	-81,2	ROI-%	6,3 %	1,5 %	0,7 %	6,5 %	6,6 %
Vapaa kassavirta	54,3	8,0	-82,4	-30,1	17,1	Omavaraisuusaste	46,7 %	48,6 %	44,7 %	42,7 %	42,9 %
						Nettovelkaantumisaste	43,6 %	32,6 %	50,5 %	60,9 %	60,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	4,9	7,7	4,9	6,0	5,7						
EV/EBIT (oik.)	11,9	9,9	10,3	13,3	12,1						
P/E (oik.)	12,2	12,0	7,8	10,9	9,7						
P/B	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7						
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,5 %	7,6 %	5,9 %	6,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17/04/2023	Vähennä	11,50 €	11,94 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

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.**