

# Atria

## Laaja raportti

7.5.2024 08:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Investoinnit ja tehostamistoimet näkyvät pian

Atria on Pohjois-Euroopan johtavia liha- ja ruoka-alan yrityksiä. Yhtiö on viime vuosina toteuttanut merkittäviä investointeja ja tehostamistoimia, joiden positiivisen kannattavuusvaikutuksen odotamme näkyvän lähes täysimääräisesti liikevoitossa vuoden 2024 jälkipuoliskolta alkaen. Tulospohjainen arvostus on laskenut kuluvan vuoden ennusteilla historiallisen keskitason alapuolelle ja vuoden 2025 ennusteilla suorastaan edulliseksi. Nostamme suosituksen tasolle lisää (aik. vähennä) ja pidämme tavoitehinnan ennallaan 10,5 eurossa.

## Vahva pohjoiseurooppalainen liha- ja ruokatalo

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 yhtiön tuotteita viedään myös mm. Kaukoitään ja Eurooppaan. Vaikka pääosa myynnistä syntyykin elintarvikkeista, yhtiöllä on Suomessa myös merkittävää rehun ja tuotantoeläinten myynnistä koostuvaa liiketoimintaa, joka vastaa 18 % konsernin liikevaihdosta. Toimialalle tyypilliseen tapaan myös Atrialla on vahva integraatio paikalliseen alkutuotantoon ja se omistaa jonkin verran omaa alkutuotantoa Ruotsissa ja Virossa. Mittakaavaltaan suuret ja tehokkaat teolliset operaatiot ovat mahdollistaneet yhtiölle vakaan kannattavuuden Suomen ja Viron markkinoilla.

## Tehostamistoimet ja suuri kasvuinvestointi valmiiksi vuoden 2024 aikana

Lähivuosien tulospöytäkuva on nousujohteinen, sillä Atria on saamassa vuoden 2024 aikana valmiiksi suuren, noin 160 MEUR:n investoinnin moderniin siipikarjatehtaaseen Nurmassa. Lisäksi yhtiö on viime vuoden aikana toteuttanut tehostamistoimia ja investointeja heikosta kannattavuudesta kärsineissä Ruotsin ja Tanskan liiketoiminnoissa, joiden tulokset ovat näyttäneet parantumisen merkkejä alkuvuonna 2024. Vuoden 2024 oikaistu liikevoitto jää vielä heikokkon H1:n takia arviomme mukaan vuoden 2023 tasolle (yhtiö ohjeistaa sen laskevan), mutta H2:n nouseva tuloskehitys ja vuodelle 2025 ennustamamme selkeä tuloskasvu voisivat toimia positiivisina ajureina osakekurssille. Liha-alan kasvunäkymät ovat varsin maltilliset, sillä punaisen lihan kulutuksen arvioidaan laskevan hitaasti pitkällä aikavälillä Suomessa ja muissa kehittyneissä talouksissa. Atrian strategiset kasvupanostukset kohdistuvat kuitenkin kasvaviin tuotesegmentteihin, kuten siipikarjaan, valmisruokiin ja pikaruokaan, minkä vuoksi arviomme liikevaihdon pitkän aikavälin kehityksen noudattavan yleistä elintarvikemarkkinan kasvuvauhtia (~2,5 %/v).

## Tuloskasvun laskemat arvostuskertoimet ja osinko tarjoavat houkuttelevan tuoton

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. Oikaistu EV/EBIT-kerroin on vuoden 2024 ennusteillamme 11x, mikä vastaa mielestämme karkeasti käypää tasoa. Vuodelle 2025 ennustamamme tuloskasvun myötä arvostus laskee kuitenkin houkuttelevaksi (EV/EBIT 9x, P/E 7,4x), jolloin osakkeessa on mielestämme nousuvaraa ottaen lisäksi huomioon lähes 7 %:n ennustetun osinkotuoton vuodelta 2024. Atria Suomen heikko kysyntätilanne ja Nurmon siipikarjatehtaan volyymien kasvattamisen aiheuttamat mahdolliset lisäkustannukset voivat heikentää vuoden 2024 tulosta, mikä on mielestämme merkittävin lyhyen aikavälin riski sijoitustarinan kannalta. Nurmon hanke on kuitenkin tähän saakka edennyt hyvin ja odotamme mahdollisten volyymien kasvattamiseen liittyvien tehokkuustappioiden jäävän lyhytaikaisiksi.

## Suositus

### Lisää

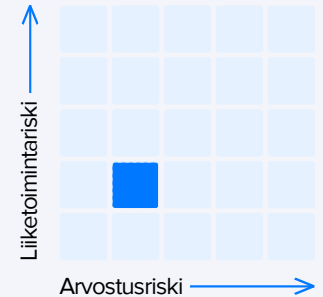
(aik. Vähennä)

**10,50 EUR**

(aik. 10,50 EUR)

### Osakekurssi:

9,46



## Avainluvut

|                       | 2023   | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b>    | 1752,7 | 1758,7 | 1803,5 | 1842,6 |
| <b>kasvu-%</b>        | 3 %    | 0 %    | 3 %    | 2 %    |
| <b>EBIT oik.</b>      | 49,7   | 50,1   | 58,2   | 59,4   |
| <b>EBIT-% oik.</b>    | 2,8 %  | 2,9 %  | 3,2 %  | 3,2 %  |
| <b>Nettotulos</b>     | -19,6  | 27,7   | 36,1   | 38,6   |
| <b>EPS (oik.)</b>     | 0,70   | 0,98   | 1,28   | 1,37   |
| <b>P/E (oik.)</b>     | 15,4   | 9,7    | 7,4    | 6,9    |
| <b>P/B</b>            | 0,8    | 0,7    | 0,6    | 0,6    |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 5,6 %  | 6,9 %  | 7,4 %  | 7,9 %  |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 11,7   | 10,9   | 9,2    | 8,7    |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 5,8    | 4,9    | 4,4    | 4,2    |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    |

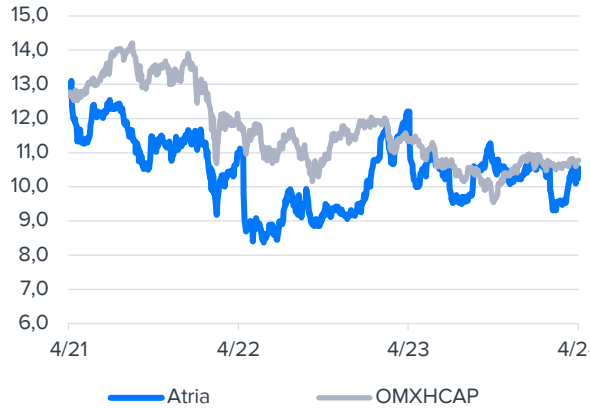
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

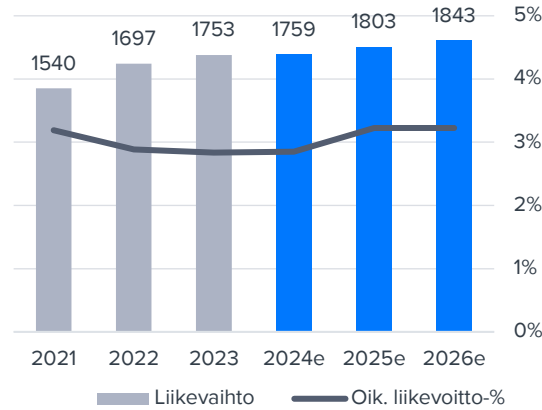
Vuonna 2024 Atria-konsernin oikaistun liikevoiton arvioidaan olevan pienempi kuin edellisvuonna (49,6 MEUR).

## Osakekurssi



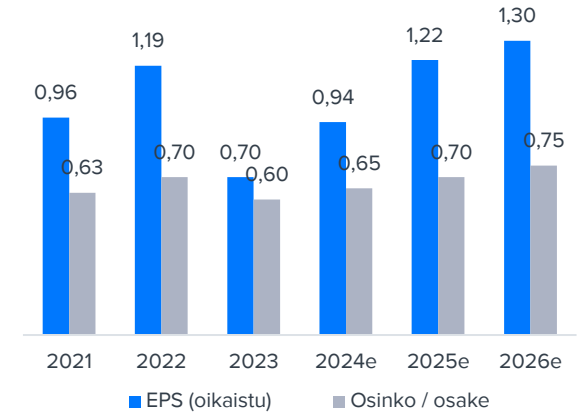
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Teollisesti ja kaupallisesti vahva asema Suomen ja Viron lihanjalostusmarkkinoilla
- Tunnetut kuluttajabrändit
- Panostukset siipikarjaan sekä muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokaan
- Tehokkuuden jatkuva parantaminen investointien ja säästötoimien kautta



### Riskitekijät

- Lihan kulutus hitaassa laskusuunnassa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu elintarvikealalla sekä vähittäiskaupan vahva neuvotteluvoima rajoittavat kannattavuutta
- Kuluttajakysyntä ja raaka-aineiden hintojen kehitys voivat heiluttaa tulostasoa
- Eläintaudit voivat vaikuttaa vientilupiin tai liharaaka-aineen saatavuuteen

| Arvostustaso          | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 10,6   | 10,6   | 10,6   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 28,3   | 28,3   | 28,3   |
| Markkina-arvo         | 298    | 298    | 298    |
| Yritysarvo (EV)       | 580    | 568    | 556    |
| P/E (oik.)            | 11,2   | 8,7    | 8,1    |
| P/E                   | 11,2   | 8,7    | 8,1    |
| P/B                   | 0,7    | 0,7    | 0,7    |
| P/S                   | 0,2    | 0,2    | 0,2    |
| EV/Liikevaihto        | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 5,2    | 4,7    | 4,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 11,6   | 9,8    | 9,4    |
| Osinko/tulos (%)      | 68,9 % | 57,5 % | 57,5 % |
| Osinkotuotto-%        | 6,2 %  | 6,6 %  | 7,1 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Yhtiökuvaus                             | <b>5-9</b>   |
| Atria Suomi                             | <b>10</b>    |
| Atria Ruotsi                            | <b>11</b>    |
| Atria Tanska ja Viro                    | <b>12</b>    |
| Liiketoimintamallin riskiprofiili       | <b>13</b>    |
| Elintarvikemarkkinan arvoketju          | <b>14</b>    |
| Markkina- ja toimintaympäristö          | <b>15-17</b> |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet   | <b>18-19</b> |
| Historiallinen kehitys                  | <b>20-21</b> |
| Ennusteet                               | <b>22-25</b> |
| Osakkeen arvonmääritys                  | <b>26-28</b> |
| Sijoitusprofiili                        | <b>29-30</b> |
| Ilmastotavoite ja taksonomia            | <b>31</b>    |
| Taulukot ja liitteet                    | <b>32-38</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>39</b>    |

# 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

**1753 MEUR (+3 % vs. 2022)**

Liikevaihto 2023

**49,6 MEUR (2022: 49,0 MEUR)**

Oikaistu liiketulos 2023

**298 MEUR markkina-arvo**

Osakekurssilla 10,6 euroa

**3898 hlö**

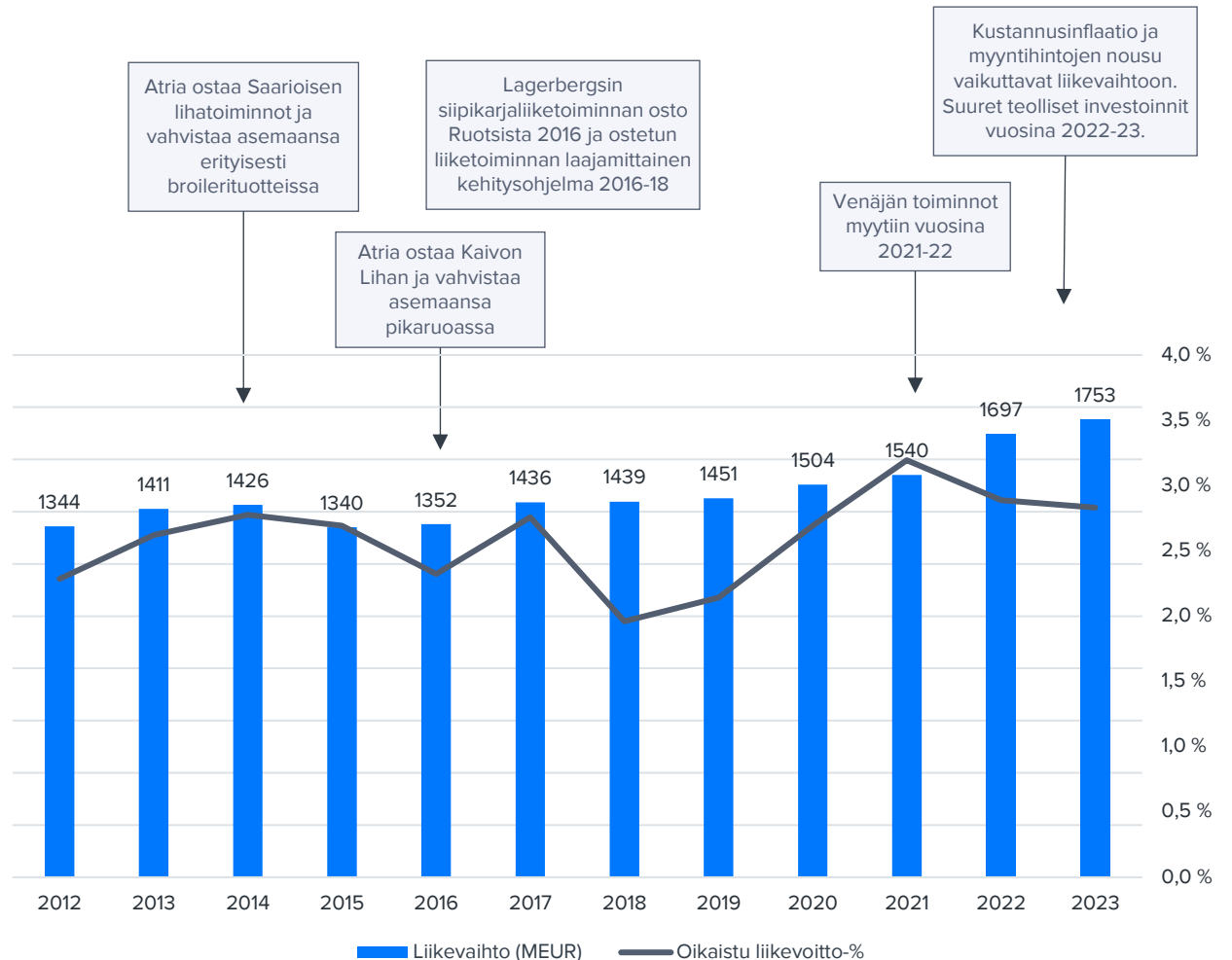
Henkilöstön määrä 2023 aikana keskimäärin

**111 MEUR (2022: 131 MEUR)**

Bruttoinvestoinnit 2023

**389 MEUR oma pääoma\***

2023 lopussa (13,7 euroa per osake)



\*Ei sisällä määräysvallattomien osuutta

# 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 kotimarkkinoilla Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa. Lisäksi alle 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 18 % 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

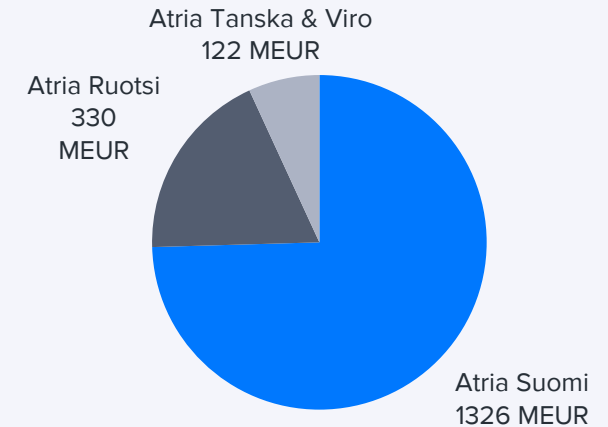
Atrialla on hieman poikkeavia toimintamalleja raaka-aineen hankinnan ja alkutuotantoon integroitumisen suhteen. Suomessa raaka-aineet hankitaan elävänä tuotantoeläiminä sopimustiloilta, jotka sitoutuvat

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 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.

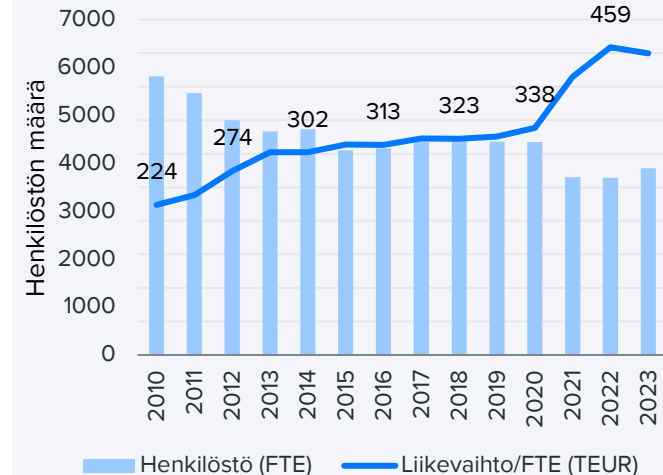
## Tuotannollinen tehokkuus kilpailukyvyyn ytimessä

Lihateollisuus on kilpailtu toimiala, jossa tehokkaat lihankäsittelyoperaatiot ja mittakaava ovat keskeisessä asemassa kilpailukyvyyn kannalta. Atria on Suomessa keskittänyt lihankäsittelytoimintaansa valtakunnallisesti suuriin ja moderneihin yksiköihin. Myös Ruotsissa elintarvikkeiden valmistusta ja logistiikkaa on keskitetty viime vuosina. Trendi alueellisista jalostamoista kohti valtakunnallisesti keskitettyä toimintaa on muuttanut toimialaa viimeisten vuosikymmenten aikana, mikä näkyy myös Atrian työntekijäkohtaisen liikevaihdon trendinomaisena kasvuna. Tuotantolaitosten uudelleenjärjestelyt voivat vaatia merkittäviäkin investointeja ja keskittäminen voi vaikuttaa negatiivisesti esimerkiksi alueelliseen lihanhankintaan, joten laitosten keskittämispäätöksiä arvioidaan tilannekohtaisesti ja toteutetaan 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, 2023



## Henkilöstön määrän kehitys



# Yhtiökuvaus (2/3)

## Vähittäiskauppa tärkein myyntikanava

Atrian liikevaihdosta valtaosa koostuu kuluttajatuotteista, jotka myydään vähittäiskaupan kautta. Oman arvionsa mukaan Atrian päätuotesegmenttien kohdemarkkinan koko vähittäiskaupassa on yhteensä reilut 5 miljardia euroa yhtiön kotimarkkinoilla<sup>1</sup>, 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 2023 Honkajoen liikevaihto oli 60 MEUR, liikevoitto 4,8 MEUR ja Atrian osuus yhtiön tilikauden tuloksesta 1,9 MEUR (2022: 4,9 MEUR). Tulos kävi poikkeuksellisen korkeana vuoden 2022 aikana, kun korkea energian hinta tuki 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 liikevaihdosta 18 % vuonna 2023 koostui alkutuottajille kohdistuvasta myynnistä, mihin sisältyy rehukauppaa ja tuotantoeläinten välitystä pääosin Suomessa. Liiketoiminta on luonteeltaan matalakatteista ja muutokset rehukaupan hintatasossa tai marginaaleissa voivat ajoittain heiluttaa konsernin lukuja. Alkutuotantoasiakkaita palvelee tytäryhtiöiden A-Tuottajat Oy:n ja A-Rehu Oy:n kautta. Jälkimmäisestä Atria omistaa vain 51 % ja 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. Atrian toimitusjohtajana aloitti Kai Gyllström kesäkuussa 2023, toimittuaan aiemmin 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, 2023

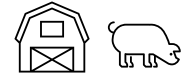


**1434 MEUR**

82 % liikevaihdosta

### Kuluttajatuoteasiakkaat

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



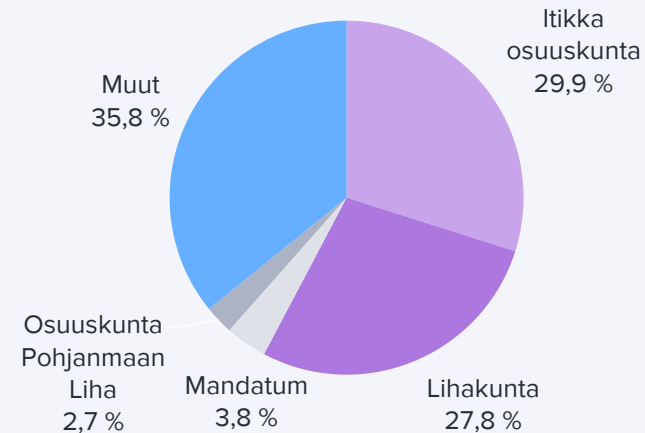
**319 MEUR**

18 % liikevaihdosta

### Alkutuotantoasiakkaat

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

## Osakkeiden omistus<sup>2</sup>








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

2) 30.4.2024

# Yhtiökuvaus (3/3)

## Atrian liiketoiminta-alueet

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



# Atrian tuotantolaitokset

## Useita tuotantolaitoksia Pohjois-Euroopassa

### Suomi

- Seinäjoki/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
- Turku (Kaivon Liha): Lihavalmisteiden kuten pihvien ja kebabin jalostusta
- Koskenkorva ja Varkaus: Rehutehtaat

### Ruotsi

- Sköllersta: Ruokamakkaroiden ja hampurilaispihvien valmistusta suuressa mittakaavassa. Lisäksi 2023 valmistunut 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)
- Järna: Valmisruokatehdas, joka saatiin Gooh!-yrityskaupassa

### Tanska

- Horsens: Leivänpäällistuotteiden valmistusta

### Viro

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

## Tuotantolaitokset kartalla



# Atria Suomi

## Konsernin merkittävin liiketoiminta-alue

Atrian konsernin vuoden 2023 liikevaihdosta 76 % ja oikaistu liikevoitto lähes kokonaan 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 2023 liikevaihdosta 24 % (316 MEUR) syntyi alkutuotantoasiakkailta ja 76 % (991 MEUR) kuluttajatuoteasiakkailta. Valtaosa Atrian viennistä toimitetaan Suomesta. Viennin osuus Atria Suomen liikevaihdosta oli alle 10 % vuonna 2023, sillä heikko hintataso kansainvälisillä markkinoilla johti vientivolyymien laskuun.

## 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 25,8 % vuonna 2023. Markkinan mittakaavassa suhteellisen suurena toimijana Atria Suomella on mittakaavaetu paikallisiin kilpailijoihinsa nähden. Atria Suomen sijoitetun pääoman tuotto (oik. EBIT / varat) vuonna 2023 oli 7,9 %, mitä voidaan pitää kohtuullisen hyvänä elintarviketeollisuudessa. Kilpailu Suomen markkinoilla on hivenen maltillisempaa verrattuna esimerkiksi Ruotsiin tai Tanskaan mm. maantieteellisestä syrjäisyydestä sekä markkinan erityispiirteistä johtuen. Suomessa suurten ruoantuottajien logistiikka on lähteiden tuotteiden osalta valmistajalle haastavampaa toteuttaa, mikä voi osaltaan rajoittaa kilpailua ja suojata Atrian kaltaista kokemusta ja tehokasta toimijaa. Lisäksi private label -tuotteiden ja

tuontielintarvikkeiden osuus on Suomessa hieman matalampi kuin esimerkiksi Ruotsissa ja Tanskassa.

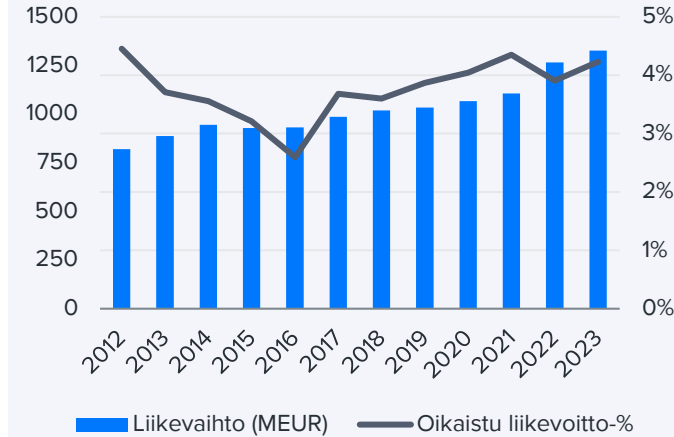
## Lähihistoriassa yritysostot olleet melko pieniä

Atria Suomen liikevaihto on ollut kasvussa jo seitsemän vuoden ajan (keskimäärin 4,5 %/v), mihin sisältyy sekä orgaanista kehitystä että pienehköjä yritysostoja. Vuonna 2016 Atria osti enemmistöosuuden burgerpihvejä ja kebab-tuotteita valmistavasta Kaivon Lihasta, jonka liikevaihto oli ostohetkellä noin 40 MEUR. Omistusosuus nousi 100 %:iin vuoden 2024 huhtikuussa. Atria tavoitteli Kaivon lihan ostolla merkittäviä synergioita mm. jalostuksen saralla. Atria vahvisti asemaansa valmisruoissa ja foodservice-kanavassa edelleen vuoden 2022 lopussa ostamalla 51 %:n enemmistöosuuden Korv-Görans Kebab Oy:stä (liikevaihto 2021: 17 MEUR). Atria myi vuoden 2024 alussa 70 % lemmikkieläinten ruokaa valmistavan Best-In Oy:n osakkeista, koska liiketoiminta ei kuulunut sen strategian ydinalueisiin.

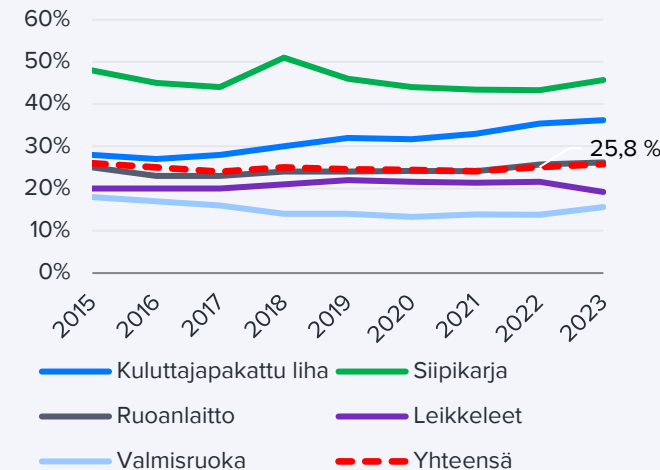
## Teollista toimintaa keskitetään suurin yksiköihin

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. Yhtiö on kesällä 2024 saamassa valmiiksi erittäin suuren investoinnin uuteen siipikarjatehtaaseen Nurmon tehdasalueelle. Uuden tehtaan kustannukseksi on arvioitu jopa noin 160 MEUR. 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.

## Atria Suomi liikevaihto ja liikevoitto



## Valmistajaosuus vähittäiskaupassa<sup>1</sup>



1) Sisältää private label -myynnin.

Lähde: Atria ja Inderesin arvio

# Atria Ruotsi

## Ruotsin kannattavuus ollut murheenkryyni

Ruotsi on Atrian toiseksi suurin markkina-alue ja 330 MEUR:n liikevaihdollaan vastasi 19 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2023. 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 saatiinkin käännettyä positiiviseksi vuosiksi 2021-22. Vuonna 2023 tulos laski jälleen negatiiviseksi mm. kuluttajien ostovoiman heikentymisen seurauksena. Segmentin raportoituihin lukuihin vaikuttaa Venäjän pikaruokaliiketoiminnan myynti vuoden 2022 aikana, millä oli negatiivinen vaikutus sekä liikevaihtoon että liikevoittoon.

Arvioimme siipikarjaliiketoiminnan kehitysvaiheen olleen vuosina 2018-19 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.

## Kilpailukykyä on pyritty vahvistamaan

Elintarvikeala on Ruotsissa erittäin kilpailtua, mikä rajoittaa Atrian hinnoitteluvoimaa markkinalla. Private labelin ja tuontielintarvikkeiden osuus on Ruotsissa hieman Suomea korkeampi, minkä lisäksi keskittynyt vähittäiskauppa vaikeuttaa hyvien katteiden tavoittelua. Atrialla ei ole Ruotsissa samanlaista tiivistä integraatiota paikalliseen tuotantoeläinten kasvatukseen kuin Suomessa, vaan yhtiö ostaa lihaa

Ruotsin lihateollisuuden lisäksi kansainvälisiltä markkinoilta (esim. Tanska ja Saksa), jolloin maiden väliset hintaerot ja valuuttakurssien vaihtelut vaikuttavat liiketoiminnan kannattavuuteen.

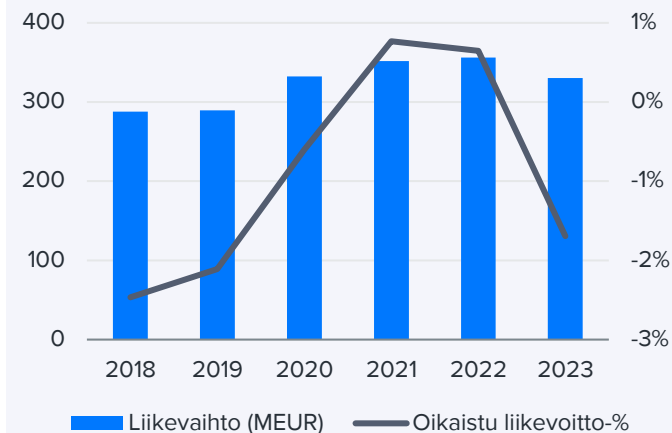
Atrian myynnistä merkittävä osa Ruotsissa syntyy foodservice-kanavasta, joka kärsi huomattavasti koronapandemian aikana vuosina 2020-21. Aseman vahvistaminen vähittäiskaupassa ja omien brändien myynnissä on yksi liiketoiminta-alueen prioriteeteista. Atrian valmistajaosuus on ollut kokonaisuudessaan kasvussa Ruotsissa viimeisten viiden vuoden aikana. Lisäksi Atria laajentui Ruotsissa valmisruokiin ostamalla tunnetun Gooh!-valmisruokayhtiön toukokuussa 2024 (liikevaihto 16 MEUR).

Atria on pyrkinyt viime aikoina parantamaan Ruotsin kustannustehokkuutta. Yhtiö investoi vuosina 2022-23 noin 35 MEUR keskittääkseen tuotantoa ja logistiikkaa Sköllerstaan Ruotsissa, minkä myötä Malmön tehdas suljettiin. Toimenpiteen arvioitiin tuovan noin 3,5 MEUR:n vuotuiset säästöt. Ruotsin liiketoimintaa on myös tehostettu uudelleenjärjestelyin ja henkilöstövähennyksin, joiden positiiviset vaikutukset näkyivät jo 2024 Q1:n kannattavuudessa.

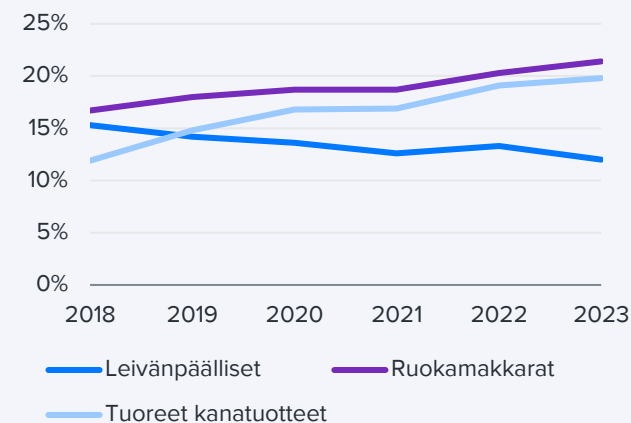
## Merkittävät alaskirjaukset vuosina 2022-23

Atria on alaskirjannut liikearvoa ja tuotemerkkien tasearvoa Ruotsin liiketoiminnasta yhteensä 71 MEUR:n edestä vuosina 2022-23. Atria päätti vuonna 2022 keskittää brändipanostuksia Lönneberga ja Lithells –brändien ympärille ja lopettaa markkinointituen neljän muun tuotemerkin osalta. Lopetettavien brändien tasearvoa alaskirjattiin 16 MEUR:n edestä. Ruotsin tytäryhtiön liikearvoa alaskirjattiin 35 MEUR vuonna 2022 ja 20 MEUR vuonna 2023, mitkä liittyivät mm. korkojen nousuun, kuluttajakysynnän heikentymiseen sekä Venäjän pikaruokatoimintoista luopumiseen.

## Liikevaihto ja liikevoitto



## Valmistajaosuus vähittäiskaupassa<sup>1</sup>



1) Sisältää private label -myynnin.

Lähde: Atria

# 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 2023 liikevaihto oli 122 MEUR (7 % konsernista), joka arvioimme 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 valmistavan Aalbaek Specialiteterin ostolla.

## Kannattavuus ollut pääosin kohtuullisella tasolla

Tanskan ja Viron muodostama liiketoiminta-alue on ollut liikevoittomarginaaliltaan konsernin parhaimmistoa vielä ennen vuotta 2022. Vuosina 2018-21 EBIT-marginaali oli keskimäärin 5 %.

Kannattavuus kärsi vuoden 2022 aikana mm. raaka-aineiden ja energian hinnan nousun vuoksi. Myyntihintoja ei ehditty nostaa riittävästi kulujen kompensoimiseksi. Samalla kuluttajat siirtyivät heikentyneen ostovoimansa vuoksi ostamaan enemmän edullisempia tuotteita, kuten kaupan omia merkkejä. Kustannusten nousu iski erityisesti Tanskaan 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. Tulostaso on sittemmin toipunut asteittain mm. Tanskan tehostamistoimien seurauksena sekä Viron hyvän kehityksen jatkumisen myötä.

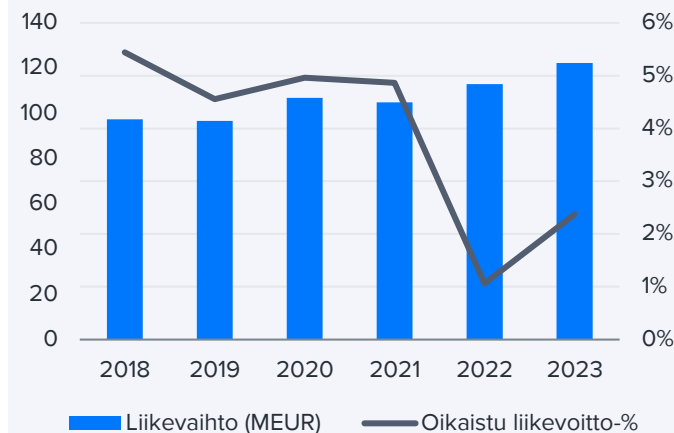
Arvioimme Viron markkinan olevan vähemmän kilpailtu ja mahdollistavan kohtuullista hinnoitteluvoimaa Atrialle, mutta näemme Tanskan Ruotsin tavoin kilpailullisesti haastavana markkinana. Arvioimme oman sianlihan tuotannon tukevan Viron liiketoiminnan suhteellista kannattavuutta, mutta huomautamme että vertikaalinen integroituminen alkutuotantoon sitoo runsaasti pääomaa ja heikentää sijoitetun pääoman tuottoa (Tanska & Viro ROA 2021: 4,9 %, 2023: 3,2 %).

## Tuottajaosuus parantunut Virossa, heikentynyt Tanskassa

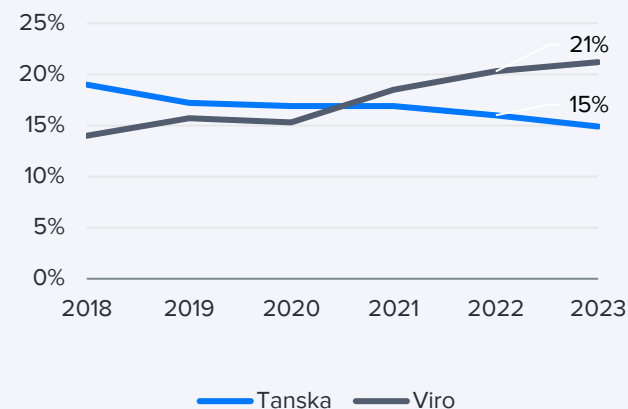
Atria on voittanut viimeisten 4 vuoden aikana selvästi valmistajaosuutta Virossa. Valmistajaosuus on kasvanut 14 %:sta vuonna 2018 jopa 21 %:iin vuoteen 2023 mennessä. Atria on tuonut Virossa viime vuosina markkinoille mm. erilaisia jauhelihatuotteita ja sen pääbrändi Max & Moorits on kehittynyt hyvin. 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 leivänpäällistutuotteissa markkinajohtajan paikalta ja valmistajaosuus on laskenut 19 %:ista 15 %:iin vuosina 2018-23. Pizzanpäällistutuotteiden vienti Englantiin on kuitenkin kehittynyt hyvin.

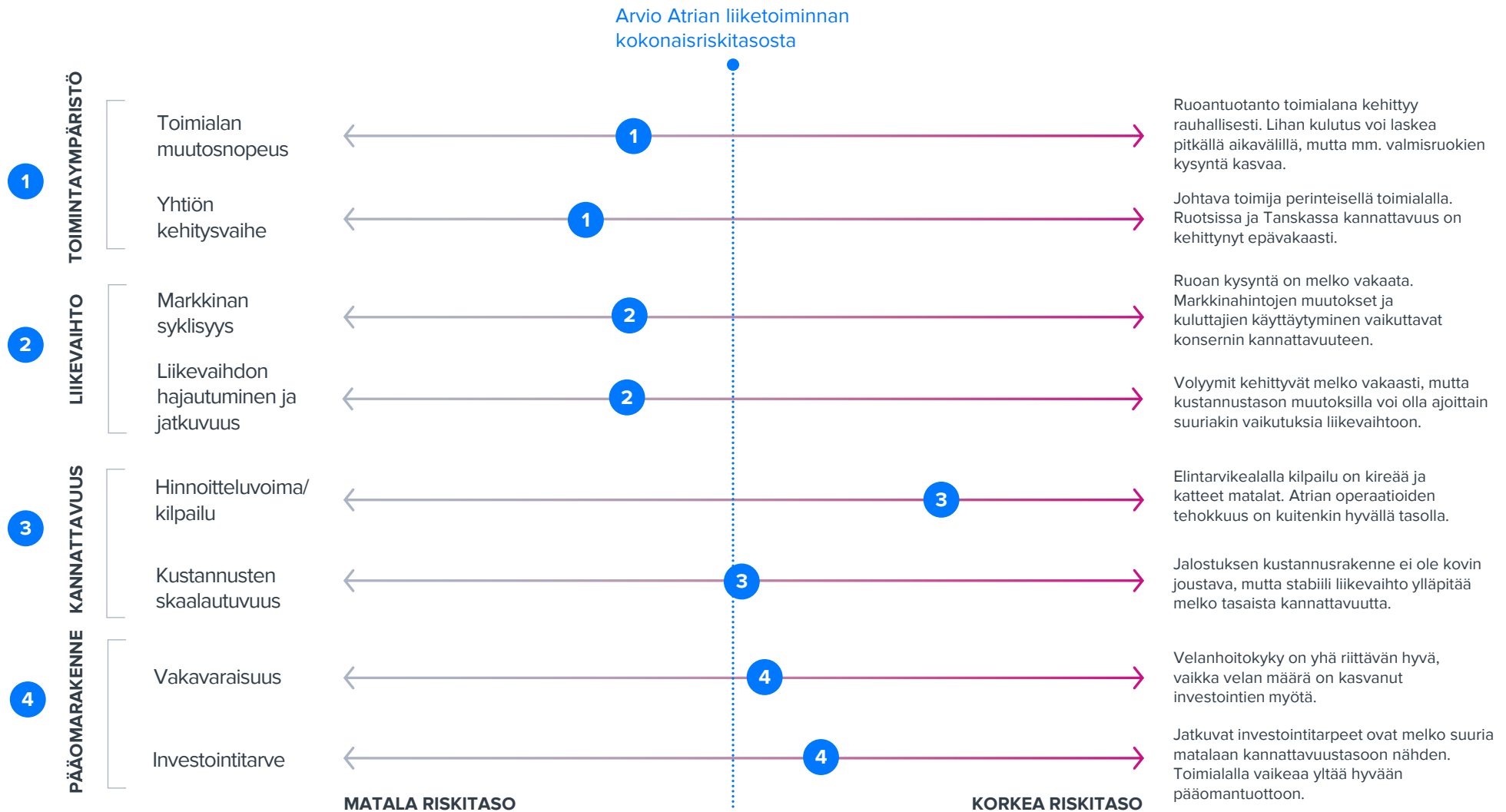
## Liikevaihto ja liikevoitto



## Valmistajaosuus vähittäiskaupassa



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Lihaelintarvikkeiden arvoketju



Listatut logot edustavat esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä.

# Markkina (1/3)

## Kohdemarkkina PT-kaupassa reilut 5 miljardia euroa

Atrian päätuoteryhmien markkinan koko päivittäistavara-kaupassa (PT) oli 5,2 miljardia euroa vuonna 2023, 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 (3,1 mrd). Määrittely 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 reilun 0,5 miljardin ja siipikarjan myynti vajaan 0,5 miljardin markkina Suomessa. Myös valmisruoat ja muut lihatuotteet, kuten einespöyrykät, muodostavat yhdessä merkittävän, noin 1 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 3,7 miljardia euroa vuonna 2022, eli noin 20 % korkeampi verrattuna Atrian päätuoteryhmien PT-markkinan. Foodservice-tukkukaupan kokonaisliikevaihto Suomessa on noin 17 % suhteessa elintarvikemyyntiin arvoon PT-kaupassa, mikä myös pääosin tukee

arviotamme.

## Merkittävä osuus kohdemarkkinan viime vuosien kasvusta syntynyt hintojen noususta

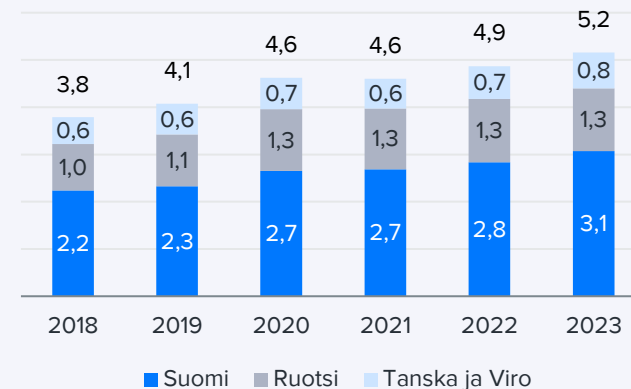
PT-markkinan päätuoteryhmien liikevaihtoon katsottuna Atrian kohdemarkkina kasvoi keskimäärin 6,5 %/v vuosien 2018-23 välillä. Kasvusta peräti 4,9 %-yksikköä on syntynyt hintojen nousun vaikutuksesta. Hintojen nousu on ollut erityisen voimakasta vuosien 2022 ja 2023 aikana, jolloin hintataso nousi Atrian kohdemarkkinoilla noin 8 %:n vuosivauhtia.

Volyymikasvun näkökulmasta merkittävimpiä kasvusegmenttejä Suomen vähittäiskaupassa ovat viime vuosina (2020-23) olleet mm. valmisruoat (6 %/v) ja siipikarja (2,5 %/v). Sianlihan myynti on sen sijaan laskenut samana ajanjaksona keskimäärin 4 %/v ja nautan kulutus pysynyt isossa kuvassa vakaana, vaikka vuositasolla vaihtelu on ollut ajoittain merkittävää.

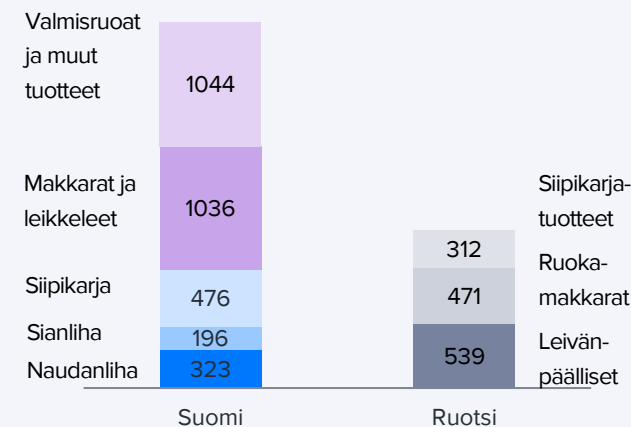
## Vientimarkkinat ovat erittäin suuret

Globaalit lihan ja lihajalosteiden markkinat ovat valtavat, sillä FAO:n mukaan lihaa tuotettiin noin 365 miljoonaa tonnia vuonna 2023. Tästä noin 41 miljoonaa tonnia kulutettiin eri maassa, kuin missä liha oli tuotettu. Lihan kulutuksen arvioidaan kasvavan maltillista vauhtia. Kulutuksen kasvusta suurin osa syntyy kehittyvillä markkinoilla. Korkean elintason maissa lihan kulutuksen arvioidaan pysyvän vakaana tai jopa laskevan hieman. Atrian viennistä suuri osa kohdistuu korkean elintason maihin, kuten EU-maihin, Japaniin ja Koreaan. Näillä markkinoilla Atrian vientilihan kilpailukyky perustuu ainakin osittain sen korkeaan laatuun ja antibioottivapauteen. Myös esimerkiksi Kiina on Atrialle merkittävä, joskin selvästi hintavetoinen vientimarkkina.

## Markkinan koko Atrian päätuoteryhmissä PT-kanavassa (MRD EUR)<sup>1</sup>



## Markkinan jakautuminen alakategorioihin (MEUR)<sup>2</sup>



Lähteet: 1) Atria, 2) PTY, Atria ja Inderes

Kohdemarkkinan määrittelmä poikkeaa maiden välillä

# Markkina (2/3)

## Kulutustottumusten muutos on suosinut siipikarjaa

Tilastojen valossa siipikarjan lihan kulutus on ollut kasvussa jo pitkään Atrian päämarkkinoilla. Vuonna 2022 keskiarvo 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 vuoteen 2022 mennessä 21 % vuoden 2011 huipputasolta. Naudanlihan kulutus puolestaan kääntyi Suomessa hienoiseen laskuun vuonna 2018 ja on laskenut 12 % huipputasoltaan. Muutaman vuoden negatiivisesta kehityksestä ei kuitenkaan voida vielä vetää johtopäätöstä merkittävästi laskevasta trendistä naudanlihan kulutuksessa. Tähänastisesta naudan kulutuksen laskusta valtaosa toteutui vuoden 2022 inflaatiopiikin yhteydessä. Ruotsin markkina noudattelee karkeasti samanlaisia trendejä kuin Suomenkin markkina. Ruotsissa naudanlihan kuluttajakohtainen kulutus kääntyi laskuun jo 2016 ja on sittemmin laskenut yhteensä 13 %. Ruotsissa myös siipikarjan lihan kulutuksen kasvutrendi ollut keskimäärin Suomea hitaampaa vuosina 2017-22.

Arvioimme kulutustottumusten toteutuneiden muutosten johtuvan mm. terveydellisistä syistä, inflaatiosta ja eläinproteiineihin liittyvien vastuullisuuskysymysten nousemisesta esiin aiempaa voimakkaammin. Siipikarjan liha on vähärasvaisempaa ja sillä on terveellisempi maine verrattuna punaiseen lihaan. Lihan tuottajahinnat ovat nousseet merkittävästi vuosina 2022-23, mutta lihalajien välillä ei ole nähtävissä valtavia eroja, jotka voisivat selittää viimeisimpiä kulutustottumusten muutoksia. Naudanlihan yleisesti korkeampi hintataso kuitenkin tekee siitä muita lihalajeja herkemmän kuluttajien

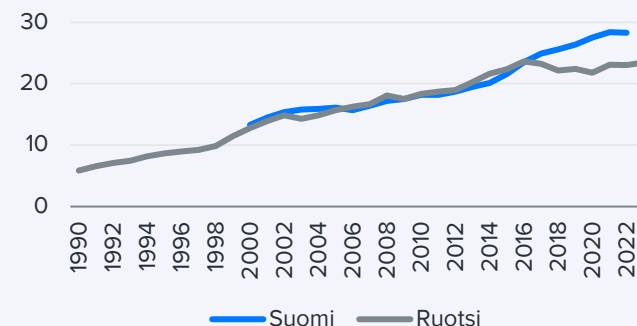
ostovoiman muutoksille.

## Lihan kokonaiskulutus ei kasva, mutta pitkällä jäniteellä kehitys on melko vakaata

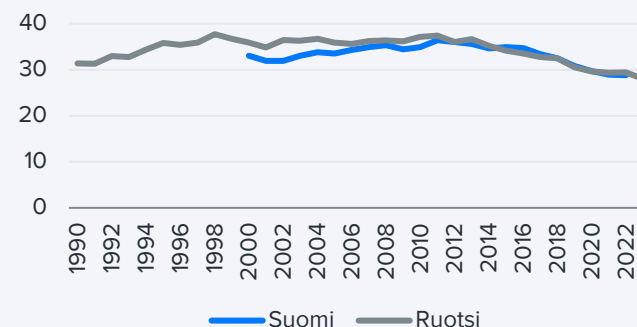
Arviot lihankulutuksen kehityksestä ovat hieman vaihdelleet viime vuosina. Luonnonvarakeskus arvioi vuonna 2021 lihan kokonaiskulutuksen per henkilö (sisältäen mm. siipikarjan lihan) laskevan Suomessa yhteensä noin 1-2 % kuluvaan vuosikymmenen aikana, mikä tarkoittaisi muutoksen olevan vuositasolla erittäin pientä. Myös koko Euroopan tasolla kuluttajakohtaisen lihankulutuksen arvioidaan laskevan vain noin yhden prosentin vuosien 2021-31 välillä<sup>1</sup>. Onkin mielenkiintoista nähdä kuinka pysyväksi vuosien 2022-23 inflaatiopiikin aiheuttaman lihan kulutuksen nopeahkon laskun vaikutus tulee jäämään, vai palautuuko kulutus jälleen, mikäli kuluttajien ostovoima vahvistuu.

Toistaiseksi ilmaston huomioiminen ei ole merkittävästi vaikuttanut lihankulutukseen ja toisaalta vaihtoehtoisten kasviproteiinien kasvutrendi ei ole kehittynyt lineaarisesti. Kasviproteiinituotteiden kysynnän kasvu hidastui Suomessa vuosina 2021-23 ja kääntyi ainakin osittain laskuun. Arvioimme kasviperäisten tai vaihtoehtoisten proteiinien 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.

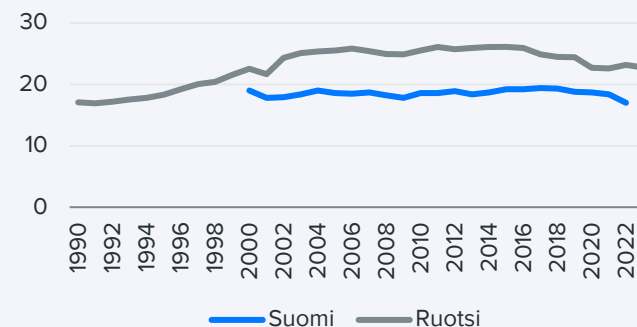
## Siipikarjan kulutus (kg/henkilö)



## 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 2023 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä noin 23 miljardia euroa, josta S-ryhmän markkinaosuus oli 48 % ja K-ryhmän 34 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija vajaan 10 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Myös Ruotsissa markkina on erittäin keskittynyt, sillä ICA:n markkinaosuus on noin 50 % ja kolmen suurimman toimijan yhteenlaskettu osuus 88 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä rajoittaa Atrian ja muiden toimijoiden neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa. Atria pyrkii painottamaan tässä asetelmassa brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Atrialla on korkea markkinaosuus Suomessa useissa eri kategorioissa, mikä arvioimme mukaan tukee yhtiön neuvotteluvoimaa.

## Private labelin osuus ruokaostoksista kasvanut

Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi Atrian hinnoitteluvoimaa heikentävät kaupan omat merkit (mm. Suomessa Pirkka, K-Menu, Kotimaista, Coop ja Ruotsissa ICA Selection, Xtra, Garant). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuonna 2022 PTY:n tilastojen mukaan 24 %. Ruotsissa ja Tanskassa private label –tuotteiden osuus oli vuonna 2022 korkeampi kuin Suomessa, 30 %:n molemmin puolin<sup>1</sup>. Tilastot eivät kuitenkaan vielä anna täysin ajantasaista kuvaa viime aikojen kehityksestä, sillä kuluttajien ostovoiman heikentyminen on kasvattanut private labelin

1) Lähde: PLMA

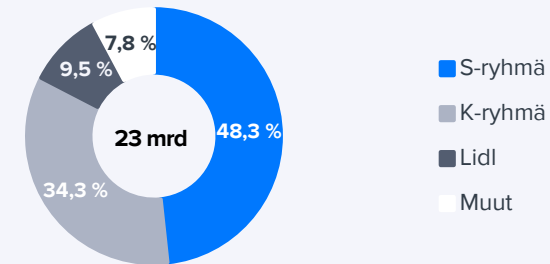
osuutta entisestään vuosien 2022-23 aikana. Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden katteet ovat brändituotteita heikommät. Atria ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä.

## Atria onnistunut kasvattamaan valmistajaosuuksia

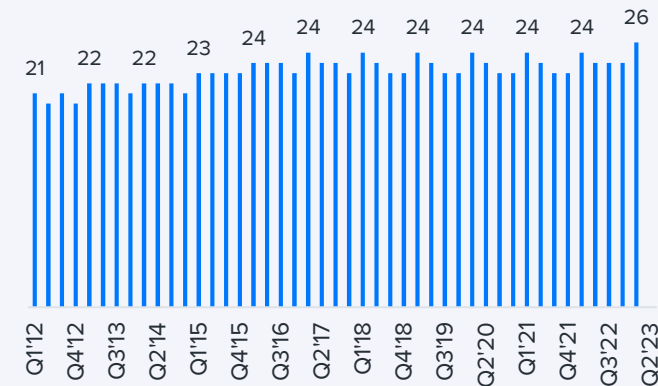
Atria on pystynyt kasvattamaan valmistajaosuuksiaan Suomen. Ruotsin ja Viron markkinoilla viimeisen viiden vuoden aikana. Tanskassa valmistajaosuudet ovat sen sijaan laskeneet. Arvioimme Atrian vahvuudeksi teollisen tehokkuuden, tunnetut brändit ja onnistuneet investoinnit etenkin Suomessa. Myös lihan hinnan nousu kansainvälisillä markkinoilla ja sitä kautta tuonnin lasku ovat tukeneet Suomen ja Viron liiketoimintoja, joissa Atria nojaa läheisiin suhteisiin paikallisten lihantuottajien kanssa.

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. Scan ja Danish Crown. Paikallisten kilpailijoiden taloudellinen asema on rajoittanut kykyä investoida suuriin teollisiin yksiköihin, eikä matalakatteinen ja perinteinen toimiala varsinaisesti houkuttele ulkomaisia toimijoita investoimaan paikalliseen tuotantoon. HK:n keskittyminen jatkossa selkeämmin Suomen toimintoihin, voi tosin mahdollistaa investointikyvyn parantumisen pitkällä aikavälillä. Arvioimme pohjoismaisen lihanjalostusteollisuuden keskittyvän tulevina vuosina entisestään alan suurimmille toimijoille.

## Suomen PT-kaupan markkinaosuudet 2023



## Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

## Missio ja visio

Atrian visiona on olla johtava pohjoiseurooppalainen ruokatalo. Yhtiö haluaa tarjota hyvää ruokaa kaikkiin ruokahetkiin ja palvella kuluttajia laajalla tuotevalikoimalla. 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 noin 160 MEUR:n suuri ja moderni siipikarjatehdas Nurmoon (volyynejä ajetaan ylös 2024 aikana) sekä yli 30 MEUR:n panostukset Ruotsin siipikarjaliiketoimintaan vuodesta 2016 alkaen. Näemme siipikarjan luonnollisena kasvukohteena Atrialle, sillä punaisen lihan kysyntä ei enää kasva Atrian päämarkkinoilla, vaan voi jopa laskea pitkällä aikavälillä. Yhtiö onkin saavuttanut segmentissä korkean valmistajaosuuden etenkin Suomessa (2023: 46 %) 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 kilpailukyyn 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. Gooh-liiketoiminnan osto Ruotsista toukokuussa 2024 oli konkreettinen kasvuaskel valmisruokamarkkinalla. Brändi ja konsepti tarjoavat alustan lisäkasvun hakemiseksi esimerkiksi uusien tuotteiden kautta.

### 3. Vahvistamme foodservice- ja pikaruokatarjontaa

Foodservice- ja pikaruokasegmentit ovat arvioimme mukaan melko matalakatteisia, mutta niiden avulla voidaan saada suuria toimitusvolyynejä ja siten parantaa tuotannon käyttöasteita ja tehokkuutta. Atria on vahvistanut foodservice- ja pikaruokatarjontaansa viime vuosina erityisesti yritysstojen 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.

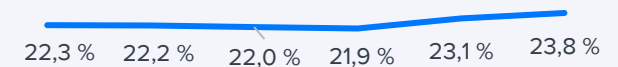
### 4. Kasvamme kannattavasti Ruotsissa

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. Atria on pyrkinyt tehostamaan Ruotsin liiketoimintaa keskittämällä tuotantoa ja logistiikkaa Sköllerstaan ja sulkemalla Malmön yksikön, mihin liittyi 35 MEUR:n investointi vuosien 2022-23 aikana.

## Atrian strategian painopisteet

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

## Tavoite: markkinaa nopeampi kasvu



2018 2019 2020 2021 2022 2023

— Valmistajaosuuksien liikevaihdolla painotettu keskiarvo

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)

Lisäksi Ruotsin prosesseja on muutoinkin tehostettu ja henkilökuntaa vähennetty, mikä johdosta kannattavuus on näyttänyt parantumisen merkkejä vuoden 2024 alkupuolella. Kaupallisella puolella Atria on menestynyt jo pidempään hyvin foodservice-segmentissä, mutta vähittäiskaupassa ja kuluttajabrändien osalta on ollut parantamisen varaa. Yhtiön valmistajaosuudet Ruotsin vähittäiskaupassa ovat kuitenkin kehittyneet positiivisesti viime vuosina. 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 viime vuosina pienessä laskussa Pohjoismaissa. Hiilidioksidipäästöjen vähentäminen ja kulutustottumusten muutos voi johtaa kulutuksen laskun jatkumiseen 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 vuonna 2023 olivat merkittäviä toimenpiteitä, joiden hyödyt ovat vielä pääosin edessä päin. Myös Tanskassa operaatioita on tehostettu ja henkilöstöä vähennetty kannattavuuden vahvistamiseksi.

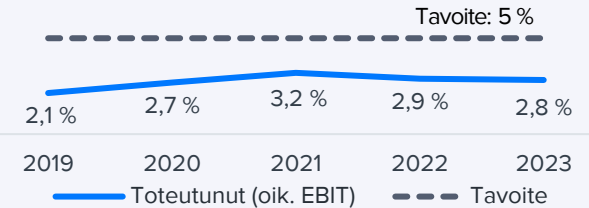
### Taloudelliset tavoitteet

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

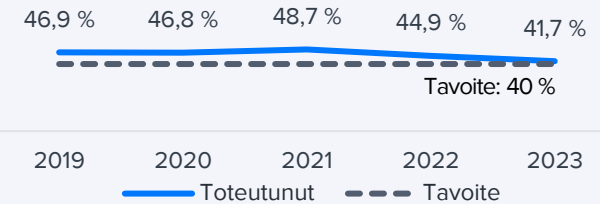
Osaketarinan kannalta kiinnostavimmat tavoitteet liittyvät liikevoittoon ja kasvuun. 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen on vielä kaukana toteutuneesta tasosta (2023 oik. EBIT: 2,8 %) ja toimialan kilpailutilanne huomioiden pidämme tavoitetta haastavana. Teollisen toiminnan tehostamisesta saatavat hyödyt Suomessa ja Ruotsissa voisivat mahdollistaa EBIT-marginaalin parantamisen pitkällä aikavälillä. Etenkin Ruotsin kannattavuus on ollut historiallisesti heikko, joskin vuoden 2024 suunta näyttää positiiviselta tehostustoimien ansiosta. Markkinakysynnän heikkous ja kuluttajien varovaisuus voivat osaltaan painaa lähivuosien tulostasoa.

Markkinaa nopeamman kasvun osalta voidaan todeta, että Atrian valmistajaosuus on kehittynyt viime vuosina nousujohteisesti. Pidämme positiivisena, että Atria panostaa kasvusegmentteihin ja yhtiöllä on teollisten panostustensa vuoksi hyvä asema siipikarjassa sekä Suomessa että Ruotsissa.

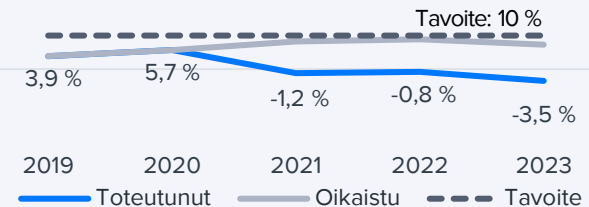
### Liikevoitto-%



### Omavaraisuusaste



### Oman pääoman tuotto



# 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 2016-21 ja 2023 liikevaihdon kasvu oli keskimäärin 2,5 %. Vuosi 2022 oli poikkeus, jolloin kasvu kohosi peräti 10 %:n tasolle, mikä johtui erityisesti hintojen korotuksista vastauksena kohonneille tuotantokustannuksille. Myyntivolyymit eivät kuitenkaan kasvaneet vuoden 2022 aikana.

Liiketoiminta-alueittain tarkasteltuna orgaanisessa kasvussa ei ole ollut suuria eroja yksiköiden välillä keskimäärin ajanjaksolla 2019-23. Kaikkien yksiköiden orgaaninen kasvu on ollut keskimäärin 5 %, josta toki suuri osa syntyi vuosien 2022-23 hinnankorotusten seurauksena. Atria Ruotsin kokonaiskasvu on kärsinyt Venäjän pikaruokaliiketoiminnan myynnistä, joka raportoitiin osana liiketoiminta-aluetta ennen sen divestointia toukokuussa 2022. Suomen kokonaiskasvu puolestaan sai pientä epäorgaanista tukea Korv-Görans Kebabin yritysostosta vuonna 2023 (ostetun liiketoiminnan liikevaihto 2022: 17 MEUR). Yleisesti voidaan todeta, että Atrian markkinaosuudet ovat viime vuosina kehittyneet positiivisesti Suomessa, Virossa ja Ruotsissa, mutta laskeneet 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.

## Konsernin oikaistu tulos kehittynyt melko vakaasti

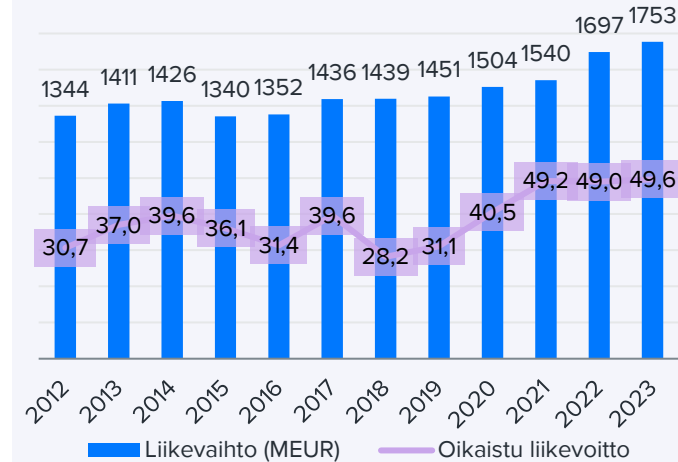
Atrian oikaistu liikevoittomarginaali on säilynyt melko vakaana viimeisten kymmenen vuoden aikana. Atria Suomen sekä Tanskan ja Viron kannattavuudet ovat olleet pääosin kohtuullisen hyvillä tasoilla. Ruotsin siipikarjaliiketoiminnan kehitysvaiheeseen liittyvät haasteet heikensivät kannattavuutta erityisesti vuosina 2018-19 ja Ruotsin oikaistu EBIT kääntyi uudestaan negatiiviseksi vuonna 2023 mm. operaatioiden uudelleenjärjestelyistä johtuvista kertaluonteisista kuluista sekä haastavasta markkinatilanteesta johtuen.

Kertaluonteisia raportoituun liikevoittoon vaikuttavia negatiivisia eriä on kirjattu merkittävästi vuosina 2021-23. 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. Vuonna 2023 puolestaan kirjattiin 42 MEUR arvonalentumisia, jotka kohdistuivat pääosin Ruotsin ja Tanskan liikearvoihin sekä tuotemerkkeihin. 2022-23 alaskirjausten taustalla on vaikuttanut Ruotsin ja Tanskan kannattavuushaasteiden lisäksi mm. kohonnut korkotaso, joka vaikuttaa merkittävästi arvonalentumislaskelmiin. Atrialla on vielä taseessa Ruotsin ja Tanskan liiketoimintoihin liittyvää liikearvoa 52,6 MEUR ja tavaramerkkejä 32,6 MEUR:n edestä.

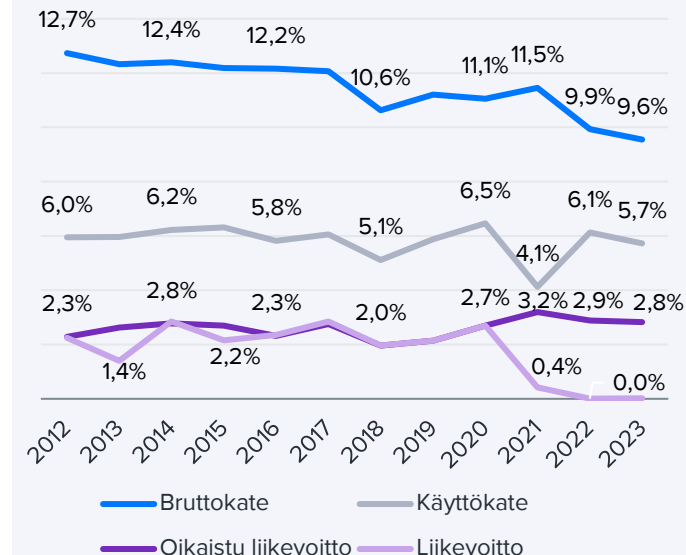
## Bruttokatteet laskeneet pitkällä aikavälillä

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.

## Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



## Kannattavuuden kehitys (% liikevaihdosta)



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne (2/2)

Bruttokate laski vuosina 2022-23 ja oli vuonna 2023 9,6 % (2021: 11,5 %). Laskuun vaikutti mm. kustannusten nousu toimintaympäristössä sekä lihan heikentynyt kysyntä. Bruttokateprosentin pienen laskun voisi nähdä neutraalina kehityskulkuna inflatorisessa ympäristössä, sillä myyntihintojen ja liikevaihdon nousu kasvattavat absoluuttisia bruttokatteita, jolloin kateprosentti voi olla hieman matalampi heikentämättä kokonaiskannattavuutta. Myös yritysjärjestelyillä, kuten Venäjältä luopumisella on voinut olla vaikutusta kustannusrakenteen muutokseen.

## Alaskirjaukset rasittaneet viime vuosien nettotuloksia

Atrian nettorahoituskulut ovat vaihdelleet 3-6 MEUR:n välillä vuosina 2018-22, mutta nousivat lähes 14 MEUR:oon vuonna 2023 korkotason nousun ja velan määrän kasvun myötä. Lainasalkun keskikorko oli 4,6 % maaliskuun lopussa 2024. Konsernitasolla efektiivinen veroaste on ollut noin 25 % niinä vuosina, jolloin yhtiöllä ei ole ollut merkittäviä kertaluonteisia tappioita.

Nettotulos on ollut historiassa merkittävän positiivinen, mutta viime vuosina nähdyt alaskirjaukset ovat painaneet 2021-23 nettotulokset negatiivisiksi. Nettotuloksesta keskimäärin 8 % meni määräysvallattomille omistajille ja 92 % Atrian osakkeenomistajille vuosina 2016-20 (vuosien 2021-23 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

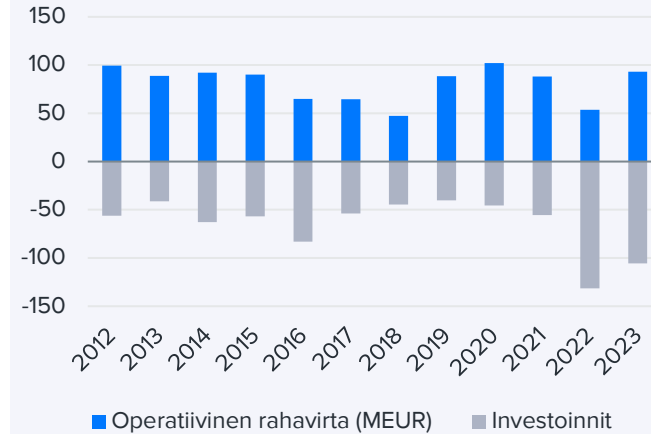
liiketoiminnan rahavirta ylitti investoinnit keskimäärin 29 MEUR:lla per vuosi. Käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet pitkällä aikavälillä vuosina 2012-21 keskimäärin 4 % liikevaihdosta (2021: 56 MEUR). Vuodet 2022-23 olivat kassavirtojen osalta poikkeavia, sillä suuret teolliset investoinnit Nurmossa ja Ruotsin Sköllerstassa nostivat bruttoinvestoinnit peräti 111-131 MEUR:oon, jolloin liiketoiminnan ja investointien kokonaiskassavirta kääntyi negatiiviseksi. Investoinnit on saatu valmiiksi, joten lähivuosina investointitasot voisivat arviomme mukaan palata lähemmäs poistotasoa. Atrian suunnitelman mukaiset poistot ovat nousseet viime vuosien investointien myötä noin 60 MEUR:n paikkeille (2023: 57,4 MEUR). Lihanjalostus on pääomaa sitovaa liiketoimintaa ja tuotantolaitoksiin tulee investoida jatkuvasti tehokkuuden ja kasvun mahdollistamiseksi.

## Taseen velkaisuus korkeahko, mutta hallinnassa

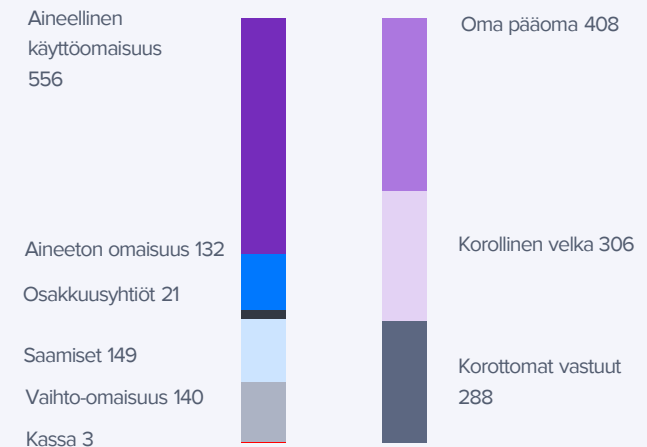
Atrialla on taseessa merkittävästi korollista nettovelkaa (2023: 274 MEUR), mutta velkaisuus on yhä niukasti yhtiön tavoitteiden asettamissa rajoissa. Vuoden 2023 omavaraisuusaste oli 41,7 %, kun yhtiö tavoittelee vähintään 40 %:n tasoa. Nettovelan suhde käyttökatteeseen oli 2,6x, mitä voidaan mielestämme pitää korkeahkona, mutta hallittavissa olevana tasona Atrian kaltaiselle vakaalle ja kohtuullisen hyvin kannattavalle yhtiölle.

Kustannusinflaation vaikutuksesta Atrian taseen käyttöpääomaan sitoutui vuoden 2022 aikana lähes 40 MEUR enemmän rahaa kuin vuotta aikaisemmin. Tästä kuitenkin valtaosa purkautui vuoden 2023 aikana kustannustason tasaantumisen ja varastojen normalisoitumisen myötä. Tyypillisesti yhtiön liiketoiminta ei sido valtavasti käyttöpääomaa, sillä saamisista ja vaihto-omaisuutta voidaan rahoittaa ostovelkoilla ja muilla veloilla.

## Kassavirran kehitys



## Tase maaliskuun 2024 lopussa (MEUR)



Taseen kokonaissumma 1 001 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.

## Markkinan heikkous painaa kasvua lyhyellä aikavälillä etenkin Atria Suomen kautta

Liikevaihdon kasvulle ei anneta numeerista ohjeistusta yhtiön puolelta. Lyhyellä aikavälillä Atrian kasvunäkymiin vaikuttaa erityisesti markkinakysynnän kehitys, sillä kotimarkkinoiden kuluttajakysyntä on kehittynyt vuodesta 2023 alkaen melko vaisusti. Myös lihan vientimarkkinoilla kysyntä ja hintataso ovat painuneet heikoiksi. Punaisen lihan tuotantokapasiteettia on kuitenkin vähennetty Euroopassa viime aikoina, minkä tulisi ajan myötä auttaa korjaamaan kysynnän ja tarjonnan välistä tasapainoa. Arvioimme myös, että mahdollinen korkotason lasku ja kuluttajien ostovoiman vahvistuminen voisivat vahvistaa kysyntää 1-2 vuoden aikajänteellä. Vuoden 2024 osalta ennustamme liikevaihdon pysyvän konsernitason vakaana lähellä edellisvuoden tasoa. Kasvua painaa etenkin Atria Suomi (ennustettu kasvu -1%), jossa vertailuluvut ovat muita markkinoita haastavimmat ja edellä avattu kysynnän hidastuminen näkyy selkeimmin.

Atria Ruotsille ennustamme 4 %:n kasvua, josta 3 % yksikköä syntyy rakenteellisesti toukokuussa 2024 toteutetun Gooch-yrityskaupan kautta. Ruotsin kasvu on ollut viimeisen vuoden aikana alavireistä mm. tuoteportfolion kaventamisen seurauksena. Atria on

kuitenkin saanut vahvistettua markkinaosuuksiaan vähittäiskaupassa ydinsegmenteissään sekä kasvattanut foodservice-myyntiä.

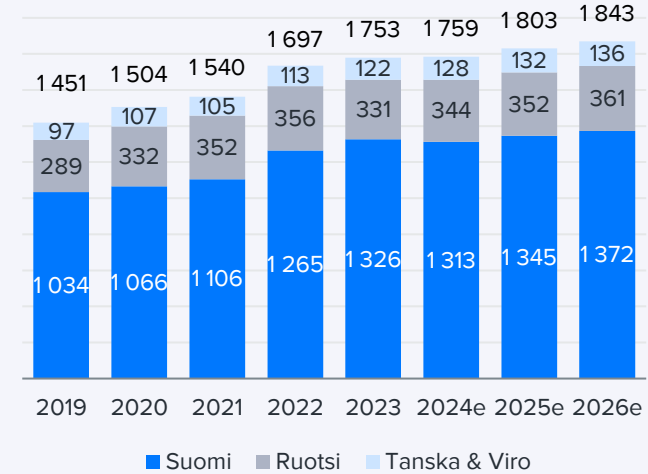
Atria Tanskan ja Viron kasvuennusteemme on 4%, mikä on selvästi maltillisempi kasvuvauhti viimeisten kahden vuoden keskimääräiseen 8 %:n kasvuun nähden. Kasvuarvio olettaa inflaation hidastuvan ja vahvojen vertailulukujen alkavan näkyä kasvussa. Viime vuosien kasvu on syntynyt etenkin Virossa, missä Atria on sekä voittanut markkinaosuuksia että markkina on itsessään kasvanut varsinkin hintojen nousun myötä.

## Kasvu voisi vakiintua 2-3 %:n tasolle lähivuosina

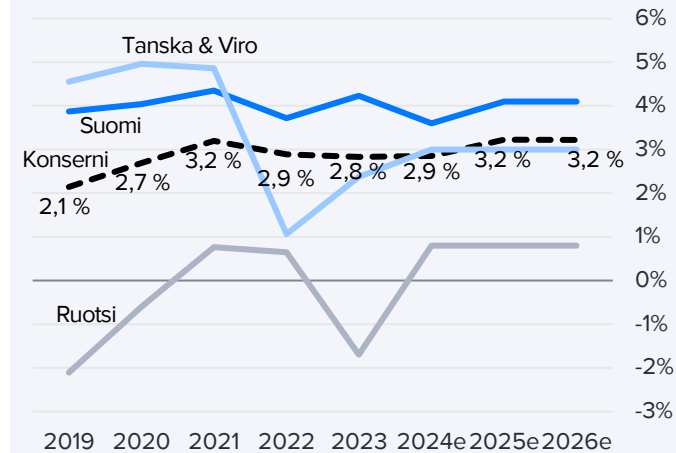
Vaikka Atrian kotimarkkinoiden kasvukehitykset ovat aivan viime aikoina poikenneet selvästi toisistaan, ovat ne pitkällä aikavälillä kehittyneet melko yhtenäisesti. Arvioimmekin kaikkien segmenttien kasvuvauhdin tasaantuvan vuosina 2025-26. Suomen ja Ruotsin osalta normalisoituminen tarkoittaa orgaanisen kasvun vahvistumista 2,5 %:n tasolle. Atria Tanskan ja Viron osalta normalisoituminen tarkoittaa kasvuvauhdin hidastumista 3 %:iin vuositasolla. Odotamme myyntihintojen kehityksen normalisoituvan tulevina vuosina.

Arvioimme Atrian liikevaihdon kehittyvän pitkällä aikavälillä varsin maltillisesti, pääosin markkinan mukana, joka kasvaa arvioimme mukaan noin 2 %:n vuotuisa tahtia volyyminkehityksen ollessa vakaana. Panostukset kasvaviin segmentteihin, kuten siipikarjaan ja valmisruokaan tukevat kasvua. Punaisen lihan kulutuksen oletettu hidastuminen pitkän aikavälin laskutrendi puolestaan toimii negatiivisena ajurina kasvulle.

## Liikevaihdon kehitys (MEUR)



## Oikaistu liikevoitto (% liikevaihdosta)



# Ennusteet (2/4)

## Atria ohjeistaa laskevaa liikevoittoa vuodelle 2024

Atria antoi 22.2.2024 ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön oikaistu liikevoitto on vuonna 2024 pienempi edellisvuoteen nähden (2023: 49,6 MEUR). Oikaistun liikevoiton laskua perustellaan heikohkolla kuluttajakysynnällä sekä Nurmon uuden siipikarjatehtaan ylösajovaiheen suorituskykyyn liittyvällä epävarmuudella.

Nurmon siipikarjatehdas on valmistunut tavoitteiden ja aikataulujen mukaisesti, mutta tuotantovolyymien kasvattaminen kesällä 2024 voi aiheuttaa väliaikaista tehottomuutta, mikäli prosessit eivät vielä toimi optimaalisesti. Sahalahden vanha siipikarjatehdas tullaan sulkemaan 2024 Q2:n aikana, mikä leikkaa kiinteää kulumassaa loppuvuodelle. Atria on arvioinut saavuttavansa noin 5 MEUR:n vuotuiset säästöt siipikarjatuotannon keskittämisestä Nurmoon, mutta säästöjen syntyminen riippuu millä aikataululla uuden tehtaan prosessit saadaan toimimaan tehokkaasti ja optimaalisesti. Myös esimerkiksi siipikarjatuotteiden viennin käynnistyminen Kiinaan voisi osaltaan parantaa toiminnan kannattavuutta, kun kanan eri osat pystytään hyödyntämään aikaisempaa paremmin. Viennin käynnistymisestä on poliittisen tason päätös, mutta käytännön tason byrokratian valmistumisen aikataulu on vielä epäselvä.

## Tuloksen tulisi kehittyä nousujohteisesti vuoden loppua kohden

Edellä mainitun siipikarjatuotannon tehostumisen sekä Ruotsissa ja Tanskassa toteutettujen tehostamistoimien vuoksi odotamme Atrian tulokunnan vahvistuvan loppuvuotta 2024 kohden. Ennustamme 2024 oikaistuksi liikevoitoksi 50,1 MEUR. Ennusteemme on siis jopa hieman yhtiön omaa ohjeistusta positiivisempi, sillä ennustamme tuloksen pysyvän 2023 tasolla (ohjeistus laskeva).

Myös kysyntätilanteen kehityksellä tulee olemaan merkitystä tuloksen suunnan kannalta. Nykyinen ennusteemme olettaa, että kuluttajakysyntä ei heikenny loppuvuoden aikana, mutta mitään erityisen vahvaa markkinanäkymää ennusteemme eivät sisällä. Nousujohteinen tuloskehitys tarkoittaisi, että vuosien 2025-26 oikaistu liikevoitto nousisi jo merkittävästi vuoden 2023 tasoon nähden (ennusteemme 58,2-59,4 MEUR).

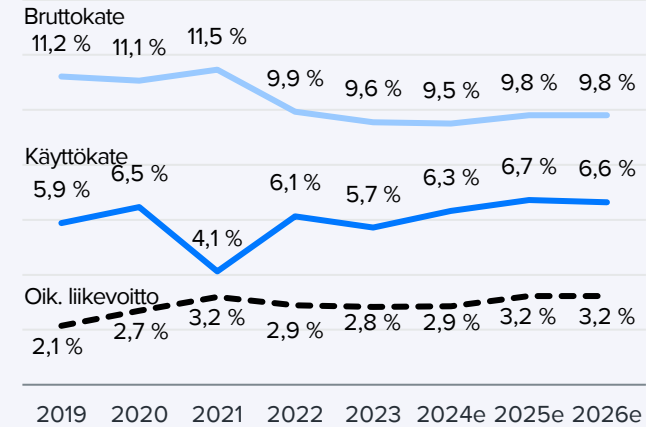
Liiketoiminta-alueittain tarkasteltuna Atria Suomen oikaistu liikevoitto laskisi vuonna 2024 47 MEUR:oon (2023: 56 MEUR) ja nousisi siipikarjan tehostumisen myötä jälleen 55-56 MEUR:oon vuosina 2025-26. Atria Ruotsin osalta odotamme liiketuloksen parantuvan 3 MEUR:oon vuonna 2024 (2023: -6 MEUR) ja jatkavan vakaana 2025-26. Atria Tanska ja Viron osalta odotamme liiketuloksen parantuvan 4 MEUR:oon 2023 ja pysyvän melko vakaana 2025-26.

## Korkeaksi nousseet rahoituskulut painavat nettutulosta

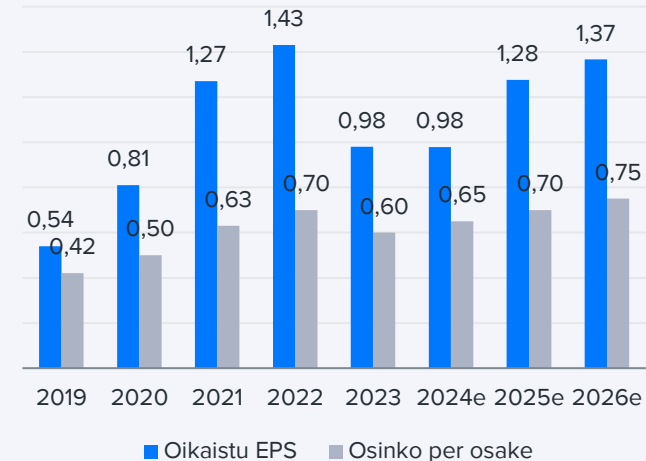
Liikevoiton alapuolisista riveistä arvioimme yhteis- ja osakkuusyhtiöistä saatavan tuloksen laskevan tulevina vuosina normalisoidulle noin 1,8 MEUR:n tasolle. Yhteisyritys Honkajoen tulos nousi 2021-22 poikkeuksellisen korkeaksi (3,4-4,9 MEUR), mutta laski vuonna 2023 2,1 MEUR:oon. Honkajoen tulos on riippuvainen mm. rasvapohjaisten biopolitoaineisiin soveltuvien materiaalien myyntihinnoista, jotka vaihtelevat energiamarkkinan mukana.

Rahoituskulujen arvioimme saavuttaneen lakipisteen vuoden 2023 aikana (nettorahoituskulut 13,6 MEUR). Velkakuorman asteittaisen laskun ja korkotason kääntymisen laskuun vuoden 2024 jälkipuoliskolla tulisi hillitä korkokulujen kehitystä. Ennustamme vuoden 2024 nettorahoituskuluiksi 13,0 MEUR ja vuosille 2025-26 11 ja 9 MEUR.

## Kannattavuusrakenteen kehitys (% liikevaihdosta)



## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Ennusteet (3/4)

Veroprosentiksi olemme olettaneet 20 %, mikä karkeasti vastaa liikevaihdolla painotettua yhteisöverojen keskiarvoa Atrian kotimarkkinoilla, vaikka onkin aikaisempien vuosien toteutuneita veroasteita matalampi taso. Verojen jälkeen tulos olisi siis 31 MEUR vuonna 2024 ja kasvaisi 42 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä. Vähemmistöosuuden määrä nousi vuonna 2023 peräti 4,5 MEUR:oon, minkä arvioimme liittyvän alkutuotantoasiakkaita palvelevien liiketoimintojen (A-Rehu) parantumiseen. Odotamme näiden tuloksen normalisoituvan ja vähemmistöosuuden olevan vuonna 2024 enää 3,5 MEUR ja vuosina 2025-26 3,0 MEUR. Vuosien 2024-26 nettotulos Atrian osakkeenomistajille olisi siis 28-39 MEUR eli 0,98-1,37 euroa per osake.

### Osinko voisi kasvaa tuloksen mukana

Atria on historiassa ollut melko antelias osingonmaksaja ja sen osingonjakosuhte oli vuosina 2019-23 keskimäärin 60 % oikaistusta tuloksesta, vaikka tavoite on vain 50 %. Nykyinen osinkoennusteemme olettaa vuoden 2024 osingon kasvavan 0,65 euroon, mikäli tulos pysyy vuoden 2023 tasolla ja velkaisuus- sekä investointitarve vähenevät kuten oletamme. Mikäli edellä mainittuihin tekijöihin liittyy heikkoutta, voisi osinko hyvin jäädä vuoden 2023 tasollekin (0,60 euroa). Arvioimme kuitenkin, että Atrialla on lähivuosina hyvät mahdollisuudet kasvattaa osinkoa, viimeistään vuosina 2025-26, kun velkataakka laskee selvemmin ja viime vuosien suurten investointien tuomat hyödyt saadaan kokonaisuudessaan näkyviin tulokseen. Ennustamme 2025-26 osingoksi 0,70-0,75 euroa. Vuosien 2024-26 osinkoennusteemme vastaavat keskimäärin osingonjakosuhdetta 59 %.

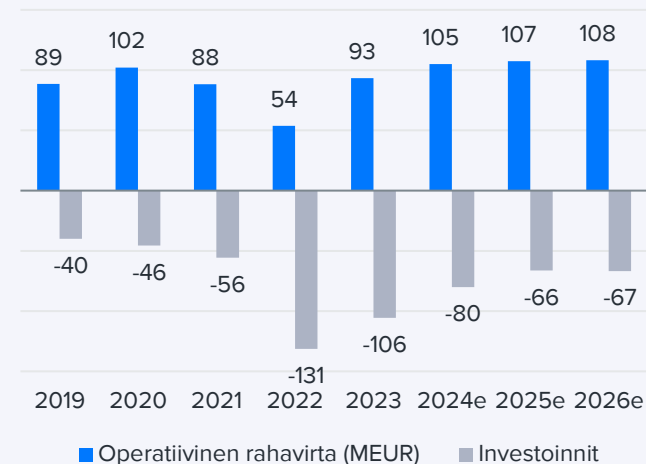
### Kassavirtojen tulisi parantua investointien valmistuttua

Kassavirta jäi investointien jälkeen negatiiviseksi vuosina 2022-23, jolloin Atrian investointitasot olivat noin kaksinkertaiset suhteessa poistotasoon. Sköllerstan ja Nurmon investointien valmistuttua odotamme liiketoiminnan rahavirran ylittävän investointitason vuosina 2024-26. Arvioimme investointien olevan lähivuosina lähellä poistotasoa. Käyttöpääoma paisui vuonna 2022 ja tehostui merkittävästi vuoden 2023 aikana, mutta arvioimme käyttöpääoman tehostuvan vielä hieman vuoden 2024 aikana (4,5 MEUR positiivinen kassavirtavaikutus).

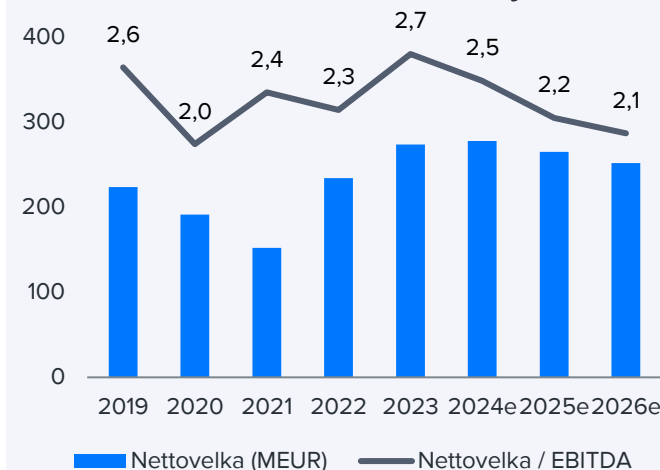
### Nettovelka saavuttanut lakipisteensä

Viime vuosien suurinvestoinnit ovat kasvattaneet Atrian nettovelkaisuutta (2023: 274 MEUR). Atrian velanhoitokyky on edelleen hyvällä tasolla tehokkaiden operaatioiden ja vakaan kannattavuuden ansiosta, mutta arvioimme ettei yhtiö halua enää kasvattaa velan määrää nykytasolta. Velkataakka voisi osoittautua riskiksi siinä tapauksessa, jos Atrian operatiivinen kannattavuus häiriintyisi esimerkiksi toimintaympäristön voimakkaan heikentymisen tai teollisia prosesseja koskevien haasteiden myötä. Myös aineettomien erien alaskirjausten jatkuminen aiheuttaisi riskin, että omavaraisuusaste laskisi alle tavoitellun 40 %:n tason. Odotamme velkaisuuden laskevan asteittain lähivuosina investointitason normalisoituessa lähemmäs poistotasoa ja operatiivisen kannattavuuden vahvistuessa. Oletamme ennusteissamme omavaraisuusasteen pysyvän yhtiön tavoittelemalla yli 40 %:n tasolla (2023: 41,6 %) ja parantuvan 42-45 %:iin vuosina 2024-26. Velkaisuuden paisumisesta huolimatta arvioimme taseen mahdollistavan edelleen pienten yritysostojen toteuttamisen.

### Kassavirran kehitys



### Nettovelkaisuuden kehitys





# Ennusteet (4/4)

## Yksityiskohtaiset ennusteet

| MEUR                                            | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                              | <b>1439</b> | <b>1451</b> | <b>1504</b> | <b>1540</b> | <b>1697</b> | <b>1753</b> | <b>1759</b> | <b>1803</b> | <b>1843</b> |
| -kasvu                                          | 0,2 %       | 0,9 %       | 3,6 %       | 2,4 %       | 10,2 %      | 3,3 %       | 0,3 %       | 2,5 %       | 2,2 %       |
| -organainen kasvu                               | 0,2 %       | 0,9 %       | 3,6 %       | 3,8 %       | 12,4 %      | 3,0 %       | 0,3 %       | 2,5 %       | 2,2 %       |
| <b>Atria Suomi</b>                              | <b>1019</b> | <b>1034</b> | <b>1066</b> | <b>1106</b> | <b>1265</b> | <b>1326</b> | <b>1313</b> | <b>1345</b> | <b>1372</b> |
| -kasvu                                          | 3 %         | 1 %         | 3 %         | 4 %         | 14 %        | 5 %         | -1 %        | 3 %         | 2 %         |
| <b>Atria Ruotsi</b>                             | <b>288</b>  | <b>289</b>  | <b>332</b>  | <b>352</b>  | <b>356</b>  | <b>331</b>  | <b>344</b>  | <b>352</b>  | <b>361</b>  |
| -kasvu                                          |             | 1 %         | 15 %        | 6 %         | 1 %         | -7 %        | 4 %         | 3 %         | 3 %         |
| <b>Atria Tanska ja Viro</b>                     | <b>97</b>   | <b>97</b>   | <b>107</b>  | <b>105</b>  | <b>113</b>  | <b>122</b>  | <b>128</b>  | <b>132</b>  | <b>136</b>  |
| -kasvu                                          |             | -1 %        | 11 %        | -2 %        | 8 %         | 8 %         | 5 %         | 3 %         | 3 %         |
| Eliminoinnit ja kohdistamattomat                | 34,0        | 31,5        | -1,2        | -22,1       | -37,7       | -25,9       | -26,0       | -26,5       | -27,0       |
| <b>Bruttokate</b>                               | <b>153</b>  | <b>163</b>  | <b>166</b>  | <b>177</b>  | <b>169</b>  | <b>167</b>  | <b>167</b>  | <b>177</b>  | <b>181</b>  |
| -% liikevaihdosta                               | 10,6 %      | 11,2 %      | 11,1 %      | 11,5 %      | 9,9 %       | 9,6 %       | 9,5 %       | 9,8 %       | 9,8 %       |
| <b>Käyttökate</b>                               | <b>74</b>   | <b>85</b>   | <b>97</b>   | <b>64</b>   | <b>104</b>  | <b>100</b>  | <b>111</b>  | <b>121</b>  | <b>122</b>  |
| -% liikevaihdosta                               | 5,1 %       | 5,9 %       | 6,5 %       | 4,1 %       | 6,1 %       | 5,7 %       | 6,3 %       | 6,7 %       | 6,6 %       |
| Poistot                                         | 45          | 54          | 57          | 57          | 104         | 100         | 61          | 63          | 63          |
| Liikevoitto                                     | 28          | 31          | 41          | 6           | 0           | 0           | 50          | 58          | 59          |
| -% liikevaihdosta                               | 2,0 %       | 2,1 %       | 2,7 %       | 0,4 %       | 0,0 %       | 0,0 %       | 2,9 %       | 3,2 %       | 3,2 %       |
| <b>Oikaistu liikevoitto</b>                     | <b>28</b>   | <b>31</b>   | <b>41</b>   | <b>49</b>   | <b>49</b>   | <b>50</b>   | <b>50</b>   | <b>58</b>   | <b>59</b>   |
| -% liikevaihdosta                               | 2,0 %       | 2,1 %       | 2,7 %       | 3,2 %       | 2,9 %       | 2,8 %       | 2,9 %       | 3,2 %       | 3,2 %       |
| Atria Suomi                                     | 37          | 40          | 43          | 48          | 47          | 56          | 47          | 55          | 56          |
| -% liikevaihdosta                               | 3,6 %       | 3,9 %       | 4,0 %       | 4,4 %       | 3,7 %       | 4,2 %       | 3,6 %       | 4,1 %       | 4,1 %       |
| Atria Ruotsi                                    | -7          | -6          | -2          | 3           | 2           | -6          | 3           | 3           | 3           |
| -% liikevaihdosta                               | -2,5 %      | -2,1 %      | -0,6 %      | 0,8 %       | 0,6 %       | -1,7 %      | 0,8 %       | 0,8 %       | 0,8 %       |
| Atria Tanska ja Viro                            | 5           | 4           | 5           | 5           | 1           | 3           | 4           | 4           | 4           |
| -% liikevaihdosta                               | 5,4 %       | 4,6 %       | 5,0 %       | 4,9 %       | 1,1 %       | 2,4 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       |
| Kohdistamattomat                                | -7          | -7          | -6          | -7          | -4          | -4          | -4          | -4          | -4          |
| Rahoituskulut                                   | -6          | -6          | -5          | -5          | -3          | -14         | -13         | -11         | -9          |
| PTP                                             | 22          | 26          | 37          | 5           | 2           | -11         | 39          | 49          | 52          |
| Verot                                           | -5          | -9          | -13         | -10         | -6          | -4          | -8          | -10         | -10         |
| <b>Nettotulos (sisältäen vähemmistöosuuden)</b> | <b>18</b>   | <b>17</b>   | <b>25</b>   | <b>-5</b>   | <b>-4</b>   | <b>-15</b>  | <b>31</b>   | <b>39</b>   | <b>42</b>   |
| Vähemmistöosuus                                 | 1           | 2           | 2           | 2           | 2           | 5           | 4           | 3           | 3           |
| <b>Osakkeenomistajien osuus nettotuloksesta</b> | <b>16</b>   | <b>15</b>   | <b>23</b>   | <b>-7</b>   | <b>-5</b>   | <b>-20</b>  | <b>28</b>   | <b>36</b>   | <b>39</b>   |
| Kyseiseltä vuodelta maksettu osinko yhteensä    | 11          | 12          | 14          | 18          | 20          | 17          | 18          | 20          | 21          |
| Investointien rahavirta                         | 45          | 40          | 46          | 56          | 131         | 106         | 80          | 66          | 67          |
| Nettovelka                                      | 223         | 224         | 192         | 153         | 235         | 274         | 278         | 266         | 252         |
| Nettovelka / EBITDA                             | 3,0x        | 2,6x        | 2,0x        | 2,4x        | 2,3x        | 2,7x        | 2,5x        | 2,2x        | 2,1x        |

# Arvonmääritys (1/3)

## Sijoitusprofiili

Atria on sijoitusprofiililtaan melko defensiivinen ja vakaa yhtiö, jonka liikevaihdon kasvuprofiili on varsin maltillinen. Punaisen lihan kulutuksen vähentyminen toteutuu hitaasti ja siipikarjan sekä pidemmälle jalostettujen ruokien 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 melko hyvän kannattavuuden. 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.

## Arvonmäärityksen yhteenveto

Useiden eri arvostusmenetelmien yhteenvetona määritämme Atrian osakkeen käyväksi arvoksi 8,6-12,3 euroa per osake. Arvio perustuu DCF-laskelmaan, käypien arvostuskerrointen soveltamisen vuosien 2024-25 ennusteisiin sekä tasepohjaisiin arvostuskertoimiin. Neljästä eri arvostusmenetelmästä nostamme esiin erityisesti tulospohjaisiin arvostuskertoimiin (EV/EBIT) perustuvan lähestymistavan vuoden 2025 ennusteilla, jotka arvioimme mukaan kuvastavat hyvin yhtiön pitkän

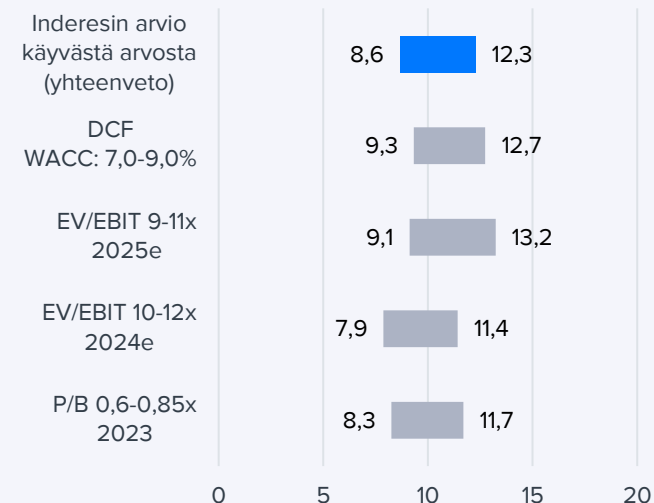
aikavälin normalisoitua tuloksetekokykyä.

## Vuoden 2025 tulosparannus laskee tulospohjaiset arvostuskertoimet mataliksi

Vakaiden ja kasvuprofiililtaan maltillisten elintarvikeyhtiöiden kohdalla markkina ja osakekurssit tyypillisesti seuraavat melko tiiviisti kuluvan vuoden tulosennusteita. Atrian kohdalla on mielestämme tällä hetkellä mielekästä katsoa myös vuoden 2025 tulosennusteisiin, joiden tulisi markkinakysynnän pysyessä nykyisellä heikohkolla tasolla, silti parantua merkittävästi liiketoiminnan operatiivisen tehostumisen ansiosta. Atrian liiketulos kärsii vuonna 2024 Nurmon siipikarjatehtaan loppuvaiheen ylösajosta sekä vanhan Sahalahden siipikarjatehtaan aiheuttamista päällekkäisistä kustannuksista, joista päästään eroon kesällä 2024. Vuodelle 2025 asettamamme oikaistu liikevoittoennuste on 58 MEUR (2024e: 50 MEUR). 2025-ennuste ei vielä olela markkinan parantuvan erityisen vahvaksi, vaan Atria Suomelle arvioimamme oikaistu liikevoitto on operatiivisesta tehostumisesta huolimatta aavistuksen alle vuoden 2023 tason, koska oletamme markkinatilanteen säilyvän Suomessa kyseistä vuotta vaikeampana.

Mielestämme käypä arvostustaso Atrialle on noin 10-12x EV/EBIT. Vuoden 2024 ennusteillamme Atrian osaketta hinnoitellaan EV/EBIT-kertoimella 11x, joka on hieman matalampi suhteutettuna Atrian historialliseen arvostustasoon (12x) ja rajattuun verrokkiryhmään (12x). Emme kuitenkaan näe vuoden 2024 kertoimen tarjoavan osakkeelle merkittävää nousupotentiaalia. Vuoden 2025 EV/EBIT-kerroin sen sijaan laskee jo 9x tasolle, joka on mielestämme houkutteleva taso ottaen lisäksi huomioon lähes 7 %:n ennustetun osinkotuoton.

## Arvostusmenetelmien yhteenveto



## Atrian arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat teolliset operaatiot ja vakaa operatiivinen kannattavuus Suomessa ja Virossa
- Viime vuosien merkittävät investoinnit ja tehostustoimet tukevat kannattavuutta

## Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Liiketoiminnan pääomavaltaisuus ja matalahko sijoitetun pääoman tuotto
- Ruotsin ja Tanskan historiallisesti heikko kannattavuus ja viime vuosina toistuneet alaskirjaukset

# Arvonmääritys (2/3)

Muista tulos pohjaisista arvostuskertoimista Atrian P/E-luku (2024-25e: 10x ja 7x) on selvästi verrokkiryhmää (15x ja 14x) edullisempi, mihin vaikuttaa osaltaan myös Atrian nettovelan määrä, joka on korkea suhteessa osakkeiden markkina-arvoon (nettovelkaa karkeasti markkina-arvon verran). Myös EV/EBITDA 2024-25e kertoimet 4,9x ja 4,4x jäävät selvästi alle verrokkiryhmän tason (~7x). Emme tosin pidä EV/EBITDA-kerrointa parhaana mahdollisena työkaluna, sillä se ei ota huomioon yhtiöiden pääomankäytön tehokkuutta. Atrian kohdalla suhteellisesti korkea poistomassa ja investointitaso painavat EV/EBITDA-kertoimet oikeutetusti mataliksi.

## Verrokkiryhmä

Olemme valinneet verrokkiryhmäämme sekä kotimaisia elintarvikealan yhtiöitä että kansainvälisiä liha- ja ruoka-alan yhtiöitä. Olemme kuitenkin jättäneet verrokkiryhmän ulkopuolelle kaksi erittäin suurta yhdysvaltalaista liha-alan yhtiötä, Tyson Foodsin ja Hormel Foodsin, joiden pääomantuottoluvut ovat olleet pitkällä aikavälillä selvästi Atriaa vahvemmat. Lisäksi olemme jättäneet HKFoodsin pois, sillä Refinitivin tarjoamat vuosien 2024-25 EV/EBIT-kertoimet ovat yhtiölle korkeat (~18x), mikä arvioimme mukaan johtuu yhtiön toistaiseksi moninkertaisesta nettovelasta suhteessa markkina-arvoon ja keskeneräisestä rakennemuutoksesta. Rajauksesta huolimatta emme näe, että Atriaan kannattaisi suoraan soveltaa verrokkiryhmän arvostuskertoimia. Verrokkiryhmää hieman matalampi käypä arvostustaso Atrialle on mielestämme perusteltavissa mm. keskittyneellä omistusrakenteella, historiallisesti vaatimattomalla sijoitetun pääoman tuotolla sekä kohdemarkkinoiden maltillisella kasvuprofiililla. Arvioimamme käypä EV/EBIT Atrialle on 11x, mikä on

noin 10 % verrokkiryhmää (12x) edullisempi taso.

## Tase pohjainen arvostus on matala johtuen historiallisesti heikosta pääomantuotosta

Atrian tase pohjainen arvostustaso on edelleen absoluuttisesti matala (2024e: 0,67x), mutta ylittää viimeisten viiden vuoden keskiarvon (0,63x). Mielestämme yhtiön operatiivisen kannattavuuden parantuminen puoltaa P/B-luvun positiivista kehitystä. P/B-luvun käypä taso on kuitenkin arviomme mukaan alle yhden, koska Atrian viimeisten viiden vuoden keskimääräinen ROE on ollut vain 0,3 % ja kertaluontoisilla erillä oikaistunakin 6,6 %, mikä alittaa arvioimamme oman pääoman tuotto vaatimuksen (8,9 %). Taseessa on lisäksi vielä noin 85 MEUR:n verran liikearvoa ja tavaramerkkejä Ruotsin ja Tanskan liiketoimintoihin liittyen (22 % Atrian omasta pääomasta). Näihin eriin voisi negatiivisessa skenaariossa kohdistua lisää alaskirjauksia viime vuosina nähtyjen alaskirjausten lisäksi. Uudet alaskirjaukset kuitenkin todennäköisesti vaatisivat nyt nähtävillä olevan positiivisen kannattavuuskehityksen kääntymistä tai korkotason nousua, jotka eivät ainakaan tällä hetkellä ole näköpiirissä.

Myös sijoitetun pääoman tuotto (ROI) on kärsinyt huomattavasti alaskirjauksista, oltuaan keskimäärin 2,7 % vuosina 2019-23 tai 7,0 % kertaluontoisilla erillä oikaistuna. Käypää arvoa määrittäessämme olemme arvioineet käyväksi P/B-kertoimeksi Atrialle 0,6-0,85x. Operatiivisen tuloksen parantumisen välittyminen raportoituihin pääomantuottolukuihin voisi tukea Atrian tase pohjaista arvostusta tulevinä vuosina. Arvioimme tase pohjaisen arvostuksen merkityksen osakekurssiin kuitenkin melko vähäiseksi.

| Arvostustaso          | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 9,46   | 9,46   | 9,46   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 28,3   | 28,3   | 28,3   |
| Markkina-arvo         | 267    | 267    | 267    |
| Yritysarvo (EV)       | 546    | 533    | 519    |
| P/E (oik.)            | 9,7    | 7,4    | 6,9    |
| P/E                   | 9,7    | 7,4    | 6,9    |
| P/B                   | 0,7    | 0,6    | 0,6    |
| P/S                   | 0,2    | 0,1    | 0,1    |
| EV/Liikevaihto        | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 4,9    | 4,4    | 4,2    |
| EV/EBIT (oik.)        | 10,9   | 9,2    | 8,7    |
| Osinko/tulos (%)      | 66,4 % | 54,9 % | 54,9 % |
| Osinkotuotto-%        | 6,9 %  | 7,4 %  | 7,9 %  |

Lähde: Inderes

## P/B-luvun kehitys



Lähde: Inderes ja Bloomberg

# Arvonmääritys (3/3)

## Osinkotuotto noussut korkeaksi kurssilaskun myötä

Atrian osakkeen osinkotuotto (2024e: 6,9 %) on yksi Helsingin pörssin korkeimpia ja ylittää myöskin selvästi verrokkiryhmän keskimääräisen tason (3,5 %).

Arvioimme osinkotuoton tukevan arvostusta ja olevan kohtuullisen merkittävä ajuri osakekurssille.

Vuoden 2024-osinkoennusteeseemme kohdistuu jonkun verran riskiä, sillä olemme ennustaneet osingon kasvavan 0,65 euroon nousujohteisen tuloksen tukemana. Mikäli absoluuttinen osinko säilyisi vuoden 2023 tasolla, olisi osinkotuotto silti korkea 6,3 %.

Arvioimme Atrian pystyvän kasvattamaan osinkoaan keskipitkällä aikavälillä kannattavuuden parantumisen sekä investointitarpeiden normalisoitumisen myötä.

Osinkoennusteemme vuosille 2024-25 vastaavat 6,9-7,4 %:n osinkotuottoa ja olettavat osingonjakosuhteeksi 66 % ja 55 %. Yhtiön osinkopolitiikkaan kuuluu vähintään 50 %:n jakosuhte (toteutunut jakosuhte 2018-22: keskimäärin 61 % oikaistusta tuloksesta).

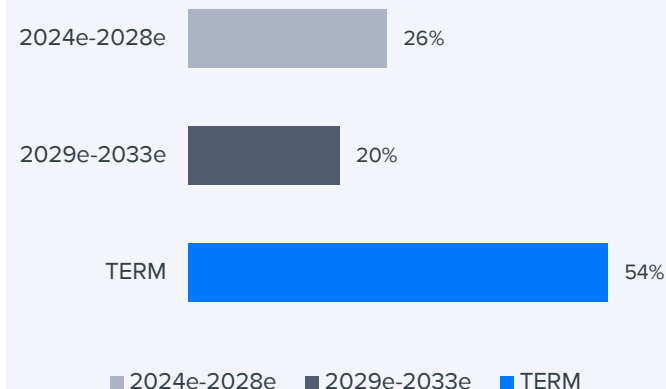
## Arvonmääritys DCF-menetelmällä

Kassavirtaennusteisiimme perustuvan arvonmääritysmallimme mukainen Atrian oman pääoman arvo on 308 MEUR eli 10,9 euroa per osake. Malli olettaa EBIT-marginaalin parantuvan vuoden 2021 ennätystasoa vastaavalle 3,2 %:in tasolle vuosiksi 2025-31 ja laskevan vuodesta 2032 alkaen 2,5 %:iin, mikä on hieman alle viiden vuoden oikaistun keskiarvon (2019-23: oik. EBIT 2,8 %, raportoitu EBIT 1,1 %). Pitkän aikavälin kasvuennusteemme on 2 %/v.

Olemme käyttäneet laskelmassa 8,9 % oman pääoman kustannusta ja 8,0 % 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



# Sijoitusprofiili

1.

**Johtava toimija kilpailluilla markkinoilla tehokkaiden operaatioidensa ansiosta**

2.

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

3.

**Ohuet marginaalit alttiita kärsimään toimintaympäristön muutoksista**

4.

**Tuloksen tulisi parantua lähivuosina suurten tehokkuutta parantavien investointien ansiosta**

5.

**Suuret investoinnit kasvattaneet velkaisuutta, mikä voi rajoittaa osinkokehitystä**

## Potentiaali



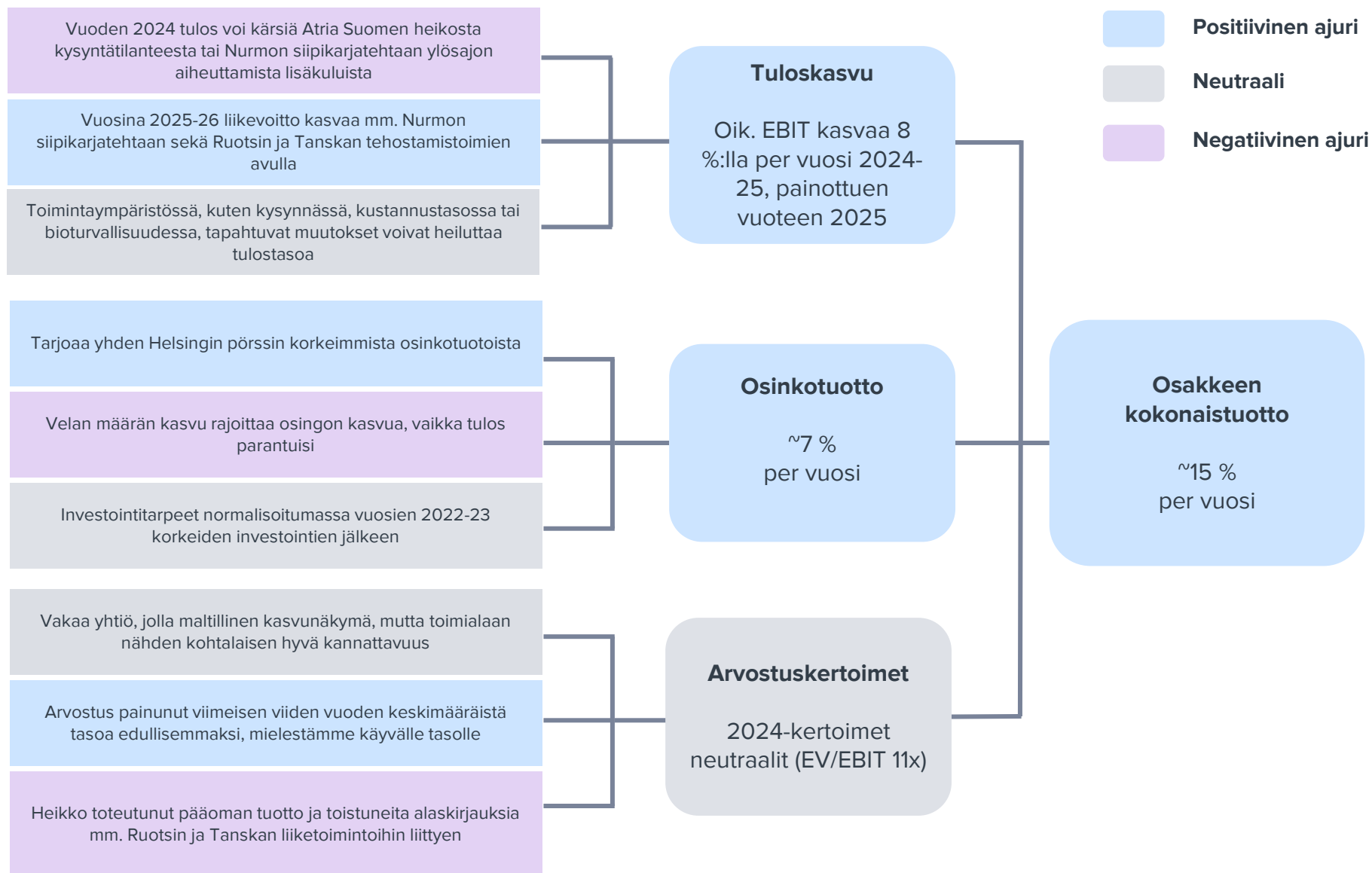
- Teollisesti ja kaupallisesti vahva asema Suomen lihanjalostusmarkkinoilla
- Tunnetut kuluttajabrändit
- Tehokkuus parantuu viime vuosien investointien ja kustannussäästöjen ansiosta
- Panostukset kasvaviin segmentteihin kuten siipikarjaan, valmisruokiin ja pikaruokaan tukevat kasvua
- Korkea oman pääoman kirja-arvo voisi välittyä vahvemmin osakekurssiin, jos 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



# Ilmastotavoite ja taksonomia

## Elintarviketuotanto ei kuulu taksonomian piiriin

Elintarviketuotanto ei kuulu EU-taksonomian piiriin, eli sitä ei tarkastella EU:n taksonomiaviitekehyksessä. Sen sijaan Atrian vuoden 2023 pääomamenoista 67 % kuului EU-taksonomian piiriin sisältäen pääasiassa uusien rakennusten rakentamiseen liittyviä pääomamenoja (66 %). Pieni osa taksonomian piiriin kuuluvista pääomamenoista syntyi myös energiatehokkuuslaitteiden asennukseen, huoltoon ja korjaukseen liittyvistä investoinneista (1 %). Pääomamenoja ei kuitenkaan ole arvioitu taksonomian mukaisiksi, koska luokitusjärjestelmäkelpoisuuden arviointikriteerit eivät olleet Atrian tiedossa investointien suunnitteluvaiheessa ja kaikkien kriteerien jälkikäteen tapahtuva tarkistaminen ei ole mahdollista.

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

## Valtaosa päästöistä syntyy alkutuotannossa

Atrian oman toiminnan kasvihuonepäästöt (Scope 1 ja Scope 2) olivat vuonna 2023 yhteensä 71 084 tonnia, josta valtaosa koostui Scope 2 –päästöistä eli ostetun sähkön-, höyryn- ja lämmöntuotannon sekä jäähdytyksen aiheuttamista päästöistä. Atrian tuotteiden elinkaarenaikaiset ympäristövaikutukset painottuvat tuotteiden pääraaka-aineen eli lihan tuotantoon. Siten Scope 3 –päästöjen rooli on kokonaisuutta katsoen kaikkein merkittävin.

## Päästöjä vähennetään uusiutuvan energian käyttöön otolla ja yhteistyöllä tuottajien kanssa

Atria on asettanut itselleen tieteeseen perustuvat päästövähennystavoitteet ja hyväksyttänyt ne SBTi-järjestöllä (Science Based Targets initiative), joka auttaa yrityksiä vähentämään päästöjään linjassa Pariisin ilmastositoumuksen tavoitteiden kanssa. Atria on sitoutunut vähentämään Scope 1 ja 2 –päästöjään 42 % vuoteen 2030 mennessä vuoden 2020 tasosta. Tavoitteen kannalta keskeisin toimenpide on fossiilisten polttoaineiden korvaaminen uusiutuvalla energialla. Atria Suomen kohdalla tämä tarkoittaa aurinko- ja tuulivoiman käytön lisäämistä ja Atria Ruotsin kohdalla biopohjaisten polttoaineiden käyttöä. Lisäksi Atria tavoittelee vähentävänsä Scope 3 – kasvihuonepäästöjä 20 % prosessoitua lihatonnia kohden vuoteen 2030 mennessä. Scope 3 – päästöjen vähentämisessä yhteistyö alkutuottajien kanssa on avainasemassa.

Päästövähennykset voivat aiheuttaa joitakin kustannuksia joko suoraan tai epäsuorasti toimitusketjun kautta, mutta emme odota kustannusten nousun aiheuttavan nopeita tai odottamattomia muutoksia yhtiön kustannusympäristöön.

| Taksonomiakelpoisuus | 2023 |
|----------------------|------|
| Liikevaihto          | 0 %  |
| OPEX                 | 0 %  |
| CAPEX                | 67 % |

| Taksonomian mukaisuus | 2023 |
|-----------------------|------|
| Liikevaihto           | 0 %  |
| OPEX                  | 0 %  |
| CAPEX                 | 0 %  |

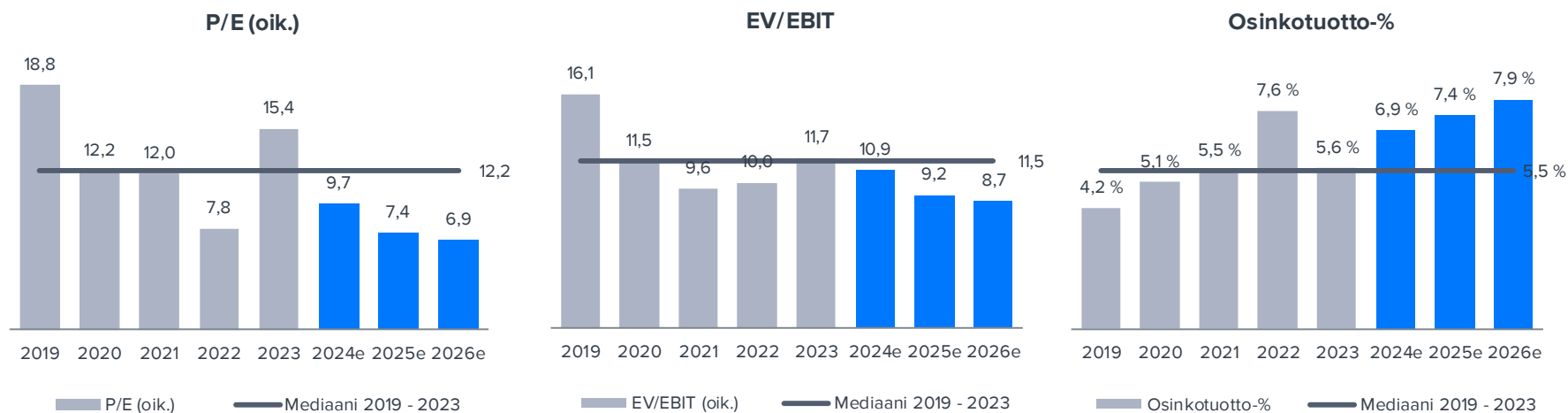
## Ilmasto

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

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2019   | 2020   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-----------------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Osaakekurssi          | 10,0   | 9,85   | 11,5  | 9,27  | 10,8  | 9,46   | 9,46   | 9,46   | 9,46   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 28,3   | 28,3   | 28,3  | 28,3  | 28,3  | 28,3   | 28,3   | 28,3   | 28,3   |
| Markkina-arvo         | 284    | 278    | 326   | 262   | 305   | 267    | 267    | 267    | 267    |
| Yritysarvo (EV)       | 503    | 466    | 473   | 491   | 583   | 546    | 533    | 519    | 506    |
| P/E (oik.)            | 18,8   | 12,2   | 12,0  | 7,8   | 15,4  | 9,7    | 7,4    | 6,9    | 6,7    |
| P/E                   | 18,8   | 12,2   | neg.  | neg.  | neg.  | 9,7    | 7,4    | 6,9    | 6,7    |
| P/B                   | 0,7    | 0,7    | 0,7   | 0,6   | 0,8   | 0,7    | 0,6    | 0,6    | 0,6    |
| P/S                   | 0,2    | 0,2    | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,1    |
| EV/Liikevaihto        | 0,3    | 0,3    | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3    | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 5,9    | 4,8    | 7,5   | 4,7   | 5,8   | 4,9    | 4,4    | 4,2    | 4,1    |
| EV/EBIT (oik.)        | 16,1   | 11,5   | 9,6   | 10,0  | 11,7  | 10,9   | 9,2    | 8,7    | 8,3    |
| Osinko/tulos (%)      | 78,6 % | 62,0 % | neg.  | neg.  | neg.  | 66,4 % | 54,9 % | 54,9 % | 57,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,2 %  | 5,1 %  | 5,5 % | 7,6 % | 5,6 % | 6,9 %  | 7,4 %  | 7,9 %  | 8,5 %  |

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E          |              | Osinkotuotto-% |              | P/B          |
|----------------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
|                                  | MEUR          | MEUR       | 2024e        | 2025e        | 2024e        | 2025e        | 2024e          | 2025e        | 2024e        | 2025e        | 2024e          | 2025e        | 2024e        |
| Apetit                           | 88            | 83         | 10,3         | 11,8         | 5,9          | 5,9          | 0,5            | 0,5          | 12,4         | 13,6         | 5,4            | 5,4          | 0,8          |
| Raisio                           | 316           | 258        | 11,1         | 9,7          | 7,7          | 6,8          | 1,2            | 1,1          | 15,2         | 13,9         | 6,9            | 7,1          | 1,2          |
| Scandi Standard                  | 423           | 558        | 12,6         | 11,7         | 7,0          | 6,7          | 0,5            | 0,5          | 15,1         | 13,6         | 3,8            | 4,2          | 1,9          |
| Cranswick                        | 2667          | 2836       | 13,5         | 12,8         | 9,5          | 9,2          | 0,9            | 0,9          | 18,2         | 17,3         | 2,0            | 2,2          | 2,4          |
| Societe LDC                      | 2584          | 2203       | 6,0          | 6,1          | 3,5          | 3,5          | 0,4            | 0,3          | 9,1          | 9,4          | 2,1            | 2,0          | 1,2          |
| Hilton Foods                     | 962           | 1397       | 11,7         | 11,3         | 7,3          | 7,1          | 0,3            | 0,3          | 15,5         | 14,6         | 3,7            | 3,9          | 2,6          |
| Bell Foods                       | 1723          | 2547       | 14,5         | 14,4         | 7,1          | 6,8          | 0,5            | 0,5          | 11,8         | 12,0         | 2,6            | 2,6          | 1,1          |
| Orior                            | 437           | 556        | 16,3         | 15,1         | 8,9          | 8,4          | 0,8            | 0,8          | 17,1         | 15,7         | 3,9            | 4,0          | 4,5          |
| Prima Meat Packers               | 712           | 748        |              |              | 5,1          | 4,8          | 0,3            | 0,3          | 14,7         | 13,7         | 2,8            | 2,8          | 1,0          |
| NH Foods                         | 3244          | 4190       |              |              | 8,4          | 7,9          | 0,5            | 0,5          | 18,0         | 15,7         | 2,2            | 2,4          | 1,0          |
| <b>Atria (Inderes)</b>           | <b>267</b>    | <b>546</b> | <b>10,9</b>  | <b>9,2</b>   | <b>4,9</b>   | <b>4,4</b>   | <b>0,3</b>     | <b>0,3</b>   | <b>9,7</b>   | <b>7,4</b>   | <b>6,9</b>     | <b>7,4</b>   | <b>0,7</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |               |            | <b>12,0</b>  | <b>11,6</b>  | <b>7,0</b>   | <b>6,7</b>   | <b>0,6</b>     | <b>0,6</b>   | <b>14,7</b>  | <b>13,9</b>  | <b>3,5</b>     | <b>3,7</b>   | <b>1,8</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |               |            | <b>12,1</b>  | <b>11,7</b>  | <b>7,2</b>   | <b>6,8</b>   | <b>0,5</b>     | <b>0,5</b>   | <b>15,2</b>  | <b>13,8</b>  | <b>3,3</b>     | <b>3,4</b>   | <b>1,2</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |               |            | <b>-10 %</b> | <b>-22 %</b> | <b>-32 %</b> | <b>-35 %</b> | <b>-40 %</b>   | <b>-41 %</b> | <b>-36 %</b> | <b>-46 %</b> | <b>111 %</b>   | <b>121 %</b> | <b>-45 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2021         | 2022         | 2023         | Q1'24       | Q2'24e      | Q3'24e      | Q4'24e      | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>1540</b>  | <b>1697</b>  | <b>1753</b>  | <b>417</b>  | <b>447</b>  | <b>440</b>  | <b>454</b>  | <b>1759</b> | <b>1803</b> | <b>1843</b> | <b>1889</b> |
| Atria Suomi                        | 1106         | 1265         | 1326         | 310         | 332         | 328         | 343         | 1313        | 1345        | 1372        | 1407        |
| Atria Ruotsi                       | 352          | 356          | 331          | 82,1        | 90,9        | 85,5        | 85,3        | 344         | 352         | 361         | 370         |
| Atria Tanska & Viro                | 105          | 113          | 122          | 30,7        | 32,7        | 33,3        | 31,7        | 128         | 132         | 136         | 140         |
| Kohdistamattomat                   | 15,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Eliminoinnit                       | -37,1        | -37,7        | -25,9        | -5,8        | -7,7        | -6,8        | -5,7        | -26,0       | -26,5       | -27,0       | -27,7       |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>63,4</b>  | <b>104</b>   | <b>100</b>   | <b>23,0</b> | <b>26,7</b> | <b>34,0</b> | <b>27,4</b> | <b>111</b>  | <b>121</b>  | <b>122</b>  | <b>124</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -57,1        | -103,8       | -99,9        | -15,0       | -15,5       | -15,5       | -15,0       | -61,0       | -63,0       | -63,0       | -63,3       |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>49,1</b>  | <b>49,0</b>  | <b>49,7</b>  | <b>8,0</b>  | <b>11,2</b> | <b>18,5</b> | <b>12,4</b> | <b>50,1</b> | <b>58,2</b> | <b>59,4</b> | <b>61,0</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>6,3</b>   | <b>0,1</b>   | <b>0,5</b>   | <b>8,0</b>  | <b>11,2</b> | <b>18,5</b> | <b>12,4</b> | <b>50,1</b> | <b>58,2</b> | <b>59,4</b> | <b>61,0</b> |
| Atria Suomi                        | 48,1         | 49,4         | 50,5         | 7,2         | 10,3        | 16,4        | 13,4        | 47,3        | 55,2        | 56,3        | 57,7        |
| Atria Ruotsi                       | 5,0          | -37,8        | -28,2        | 0,0         | 0,9         | 1,7         | 0,1         | 2,7         | 2,8         | 2,9         | 3,0         |
| Atria Tanska & Viro                | 5,1          | 1,3          | -17,1        | 1,4         | 1,0         | 1,5         | 0,0         | 3,8         | 4,0         | 4,1         | 4,2         |
| Kohdistamattomat                   | -51,9        | -12,8        | -4,7         | -0,6        | -1,0        | -1,1        | -1,0        | -3,7        | -3,8        | -3,9        | -3,9        |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta | 3,5          | 4,9          | 2,1          | 0,1         | 0,8         | 0,8         | 0,1         | 1,8         | 1,8         | 1,8         | 1,8         |
| Nettorahoituskulut                 | -5,0         | -3,4         | -13,6        | -4,2        | -3,5        | -3,5        | -1,8        | -13,0       | -11,0       | -9,0        | -9,0        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>4,8</b>   | <b>1,6</b>   | <b>-11,0</b> | <b>3,9</b>  | <b>8,5</b>  | <b>15,8</b> | <b>10,7</b> | <b>38,9</b> | <b>49,0</b> | <b>52,2</b> | <b>53,8</b> |
| Verot                              | -10,2        | -5,5         | -4,1         | -0,1        | -1,7        | -3,2        | -2,8        | -7,8        | -9,9        | -10,6       | -10,9       |
| Vähemmistöosuudet                  | -1,6         | -1,5         | -4,5         | -1,0        | -0,6        | -0,6        | -1,4        | -3,5        | -3,0        | -3,0        | -3,2        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-7,0</b>  | <b>-5,4</b>  | <b>-19,6</b> | <b>2,8</b>  | <b>6,2</b>  | <b>12,1</b> | <b>6,5</b>  | <b>27,7</b> | <b>36,1</b> | <b>38,6</b> | <b>39,7</b> |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,96</b>  | <b>1,19</b>  | <b>0,70</b>  | <b>0,10</b> | <b>0,22</b> | <b>0,43</b> | <b>0,23</b> | <b>0,98</b> | <b>1,28</b> | <b>1,37</b> | <b>1,40</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,25</b> | <b>-0,19</b> | <b>-0,69</b> | <b>0,10</b> | <b>0,22</b> | <b>0,43</b> | <b>0,23</b> | <b>0,98</b> | <b>1,28</b> | <b>1,37</b> | <b>1,40</b> |

| Tunnusluvut                   | 2021   | 2022   | 2023   | Q1'24   | Q2'24e | Q3'24e | Q4'24e | 2024e | 2025e  | 2026e | 2027e |
|-------------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 2,4 %  | 10,2 % | 3,3 %  | -2,6 %  | -2,1 % | 2,5 %  | 3,7 %  | 0,3 % | 2,5 %  | 2,2 % | 2,5 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% |        | -0,2 % | 1,4 %  | -26,6 % | 12,1 % | -4,2 % | 31,0 % | 0,9 % | 16,0 % | 2,1 % | 2,7 % |
| Käyttökate-%                  | 4,1 %  | 6,1 %  | 5,7 %  | 5,5 %   | 6,0 %  | 7,7 %  | 6,0 %  | 6,3 % | 6,7 %  | 6,6 % | 6,6 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 3,2 %  | 2,9 %  | 2,8 %  | 1,9 %   | 2,5 %  | 4,2 %  | 2,7 %  | 2,9 % | 3,2 %  | 3,2 % | 3,2 % |
| Nettotulos-%                  | -0,5 % | -0,3 % | -1,1 % | 0,7 %   | 1,4 %  | 2,8 %  | 1,4 %  | 1,6 % | 2,0 %  | 2,1 % | 2,1 % |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2022        | 2023       | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|--------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>717</b>  | <b>729</b> | <b>749</b>  | <b>752</b>  | <b>756</b>  |
| Liikearvo                      | 125         | 81,0       | 81,0        | 81,0        | 81,0        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 54,0        | 53,8       | 54,0        | 55,4        | 56,6        |
| Käyttöomaisuus                 | 498         | 561        | 580         | 582         | 585         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 20,0        | 20,4       | 20,4        | 20,4        | 20,4        |
| Muut sijoitukset               | 19,2        | 11,2       | 11,2        | 11,2        | 11,2        |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,9         | 2,0        | 2,0         | 2,0         | 2,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>323</b>  | <b>260</b> | <b>254</b>  | <b>261</b>  | <b>266</b>  |
| Vaihto-omaisuus                | 153         | 129        | 125         | 128         | 131         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 4,3         | 4,9        | 4,9         | 4,9         | 4,9         |
| Myyntisaamiset                 | 135         | 116        | 114         | 117         | 120         |
| Likvidit varat                 | 31,0        | 10,1       | 10,1        | 10,4        | 10,6        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>1040</b> | <b>989</b> | <b>1003</b> | <b>1013</b> | <b>1022</b> |

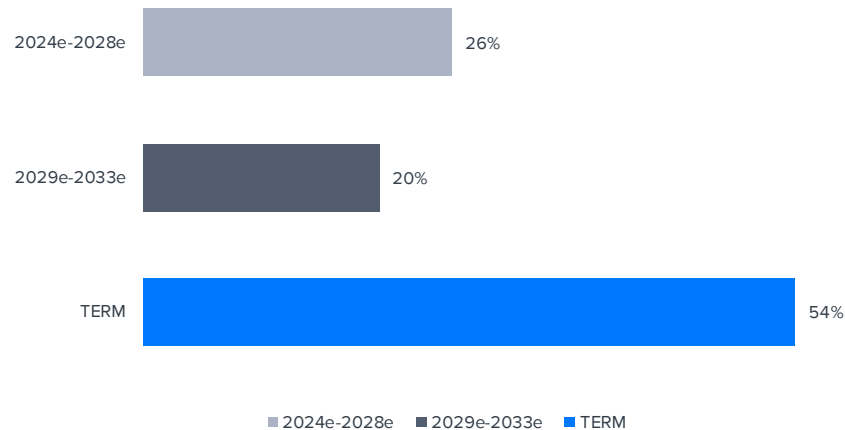
Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2022        | 2023       | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|--------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>464</b>  | <b>411</b> | <b>422</b>  | <b>440</b>  | <b>459</b>  |
| Osakepääoma                    | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kertyneet voittovarot          | 449         | 389        | 400         | 417         | 436         |
| 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                | 15,0        | 22,4       | 22,4        | 22,4        | 22,4        |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>302</b>  | <b>316</b> | <b>320</b>  | <b>308</b>  | <b>296</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 36,3        | 32,7       | 32,7        | 32,7        | 32,7        |
| Varaukset                      | 5,4         | 5,7        | 5,7         | 5,7         | 5,7         |
| Korolliset velat               | 253         | 272        | 276         | 264         | 251         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 6,9         | 6,2        | 6,2         | 6,2         | 6,2         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>274</b>  | <b>261</b> | <b>261</b>  | <b>264</b>  | <b>268</b>  |
| Korolliset velat               | 12,5        | 12,6       | 12,8        | 12,3        | 11,7        |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 261         | 249        | 248         | 252         | 256         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>1040</b> | <b>989</b> | <b>1003</b> | <b>1013</b> | <b>1022</b> |

# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2023       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | TERM       |
|-----------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 3,3 %      | 0,3 %       | 2,5 %       | 2,2 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,0 %       | 2,0 %      |
| Liikevoitto-%                           | 0,0 %      | 2,9 %       | 3,2 %       | 3,2 %       | 3,2 %       | 3,2 %       | 3,2 %       | 3,2 %       | 3,2 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,5 %      |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>0,5</b> | <b>50,1</b> | <b>58,2</b> | <b>59,4</b> | <b>61,0</b> | <b>61,9</b> | <b>63,5</b> | <b>65,1</b> | <b>66,7</b> | <b>53,4</b> | <b>54,5</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 99,9       | 61,0        | 63,0        | 63,0        | 63,3        | 63,6        | 64,0        | 64,4        | 64,8        | 65,3        | 66,0        |            |
| - Maksetut verot                        | -8,8       | -7,8        | -9,9        | -10,6       | -10,9       | -11,2       | -11,6       | -12,0       | -12,5       | -9,7        | -9,5        |            |
| - verot rahoituskuluista                | -2,7       | -2,7        | -2,3        | -1,9        | -1,9        | -1,8        | -1,7        | -1,6        | -1,5        | -1,5        | -1,4        |            |
| + 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                  | 30,4       | 4,5         | -1,6        | -1,7        | -1,8        | -1,8        | -1,9        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>119</b> | <b>105</b>  | <b>107</b>  | <b>108</b>  | <b>110</b>  | <b>111</b>  | <b>112</b>  | <b>116</b>  | <b>118</b>  | <b>108</b>  | <b>110</b>  |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,4       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -111,3     | -80,2       | -66,4       | -66,9       | -67,7       | -68,4       | -69,1       | -69,8       | -71,2       | -72,7       | -69,2       |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>7,7</b> | <b>24,9</b> | <b>41,0</b> | <b>41,4</b> | <b>42,0</b> | <b>42,3</b> | <b>43,1</b> | <b>46,0</b> | <b>46,3</b> | <b>34,9</b> | <b>40,4</b> |            |
| +/- 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                        | 7,7        | 24,9        | 41,0        | 41,4        | 42,0        | 42,3        | 43,1        | 46,0        | 46,3        | 34,9        | 40,4        | 687        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |            | <b>23,7</b> | <b>36,1</b> | <b>33,7</b> | <b>31,7</b> | <b>29,6</b> | <b>27,9</b> | <b>27,6</b> | <b>25,7</b> | <b>17,9</b> | <b>19,2</b> | <b>327</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |            | 600         | 576         | 540         | 506         | 475         | 445         | 417         | 390         | 364         | 346         | 327        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |            | <b>600</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| - Korolliset velat                      |            | -284,3      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Rahavarat                             |            | 10,1        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Vähemmistöosuus                        |            | -15,0       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |            | -17,0       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |            | <b>308</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |            | <b>10,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |

Rahavirran jakauma jaksoittain

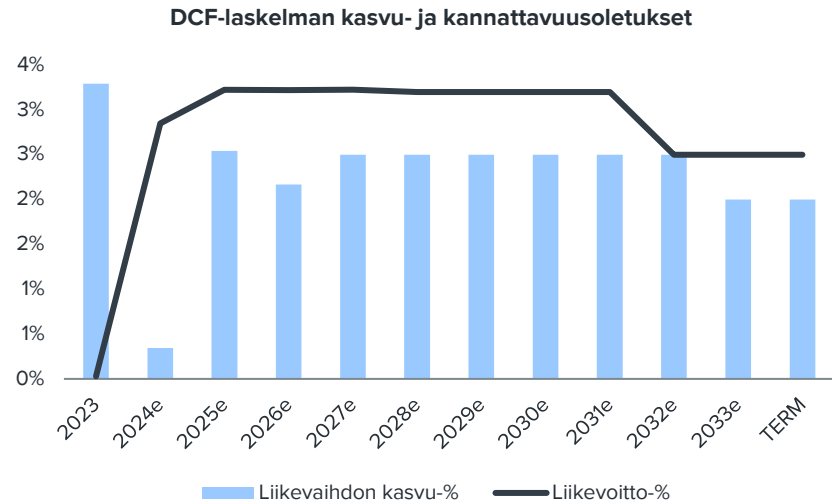
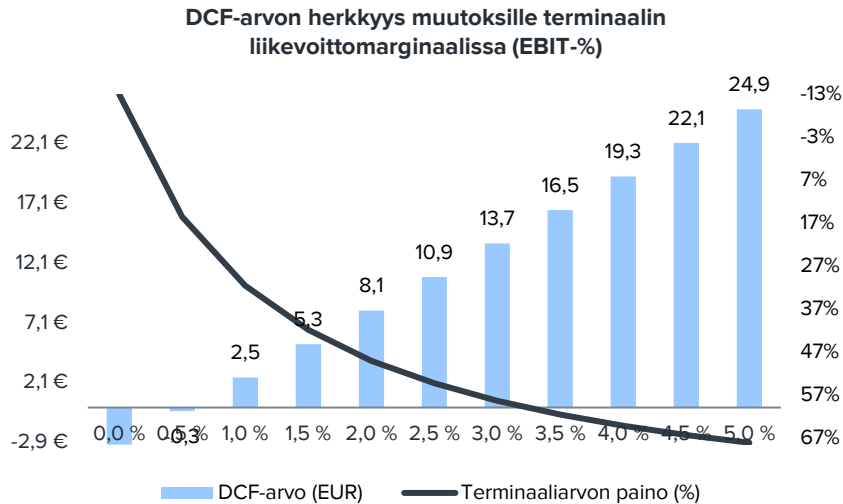
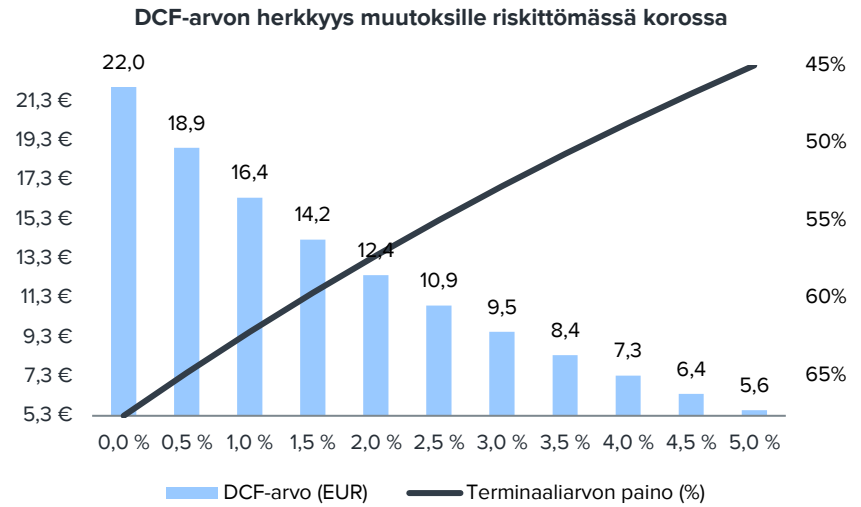
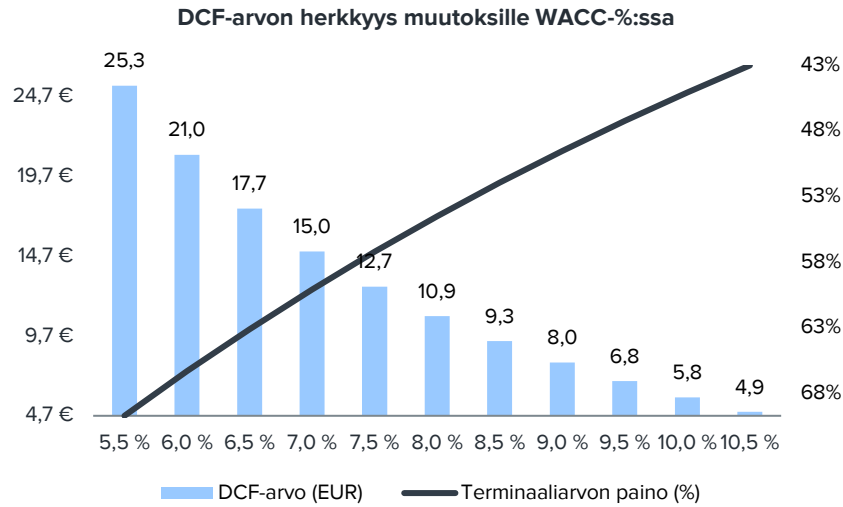


## Pääoman kustannus (WACC)

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 15,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 3,5 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,35         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 0,00 %       |
| Riskitön korko                          | 2,5 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>8,9 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>8,0 %</b> |

Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e         | 2025e         | Osakekohtaiset luvut       | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e         | 2025e         |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|----------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|
| Liikevaihto               | 1540,2 | 1696,8 | 1752,7 | <b>1758,7</b> | <b>1803,5</b> | EPS (raportoitu)           | -0,25  | -0,19  | -0,69  | <b>0,98</b>   | <b>1,28</b>   |
| Käyttökate                | 63,4   | 103,9  | 100,4  | <b>111,1</b>  | <b>121,2</b>  | EPS (oikaistu)             | 0,96   | 1,19   | 0,70   | <b>0,98</b>   | <b>1,28</b>   |
| Liikevoitto               | 6,3    | 0,1    | 0,5    | <b>50,1</b>   | <b>58,2</b>   | Operat. kassavirta / osake | 1,56   | 1,80   | 4,22   | <b>3,72</b>   | <b>3,80</b>   |
| Voitto ennen veroja       | 4,8    | 1,6    | -11,0  | <b>38,9</b>   | <b>49,0</b>   | Vapaa kassavirta / osake   | 0,28   | -2,91  | 0,27   | <b>0,88</b>   | <b>1,45</b>   |
| Nettovoitto               | -7,0   | -5,4   | -19,6  | <b>27,7</b>   | <b>36,1</b>   | Omapääoma / osake          | 16,08  | 15,90  | 13,76  | <b>14,14</b>  | <b>14,77</b>  |
| Kertaluontoiset erät      | -42,8  | -48,9  | -49,2  | <b>0,0</b>    | <b>0,0</b>    | Osinko / osake             | 0,63   | 0,70   | 0,60   | <b>0,65</b>   | <b>0,70</b>   |
| Tase                      | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e         | 2025e         | Kasvu ja kannattavuus      | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e         | 2025e         |
| Taseen loppusumma         | 961,4  | 1040,0 | 989,0  | <b>1002,9</b> | <b>1012,6</b> | Liikevaihdon kasvu-%       | 2 %    | 10 %   | 3 %    | <b>0 %</b>    | <b>3 %</b>    |
| Oma pääoma                | 467,5  | 464,4  | 411,4  | <b>422,1</b>  | <b>439,8</b>  | Käyttökateen kasvu-%       | -35 %  | 64 %   | -3 %   | <b>11 %</b>   | <b>9 %</b>    |
| Liikearvo                 | 162,7  | 125,0  | 81,0   | <b>81,0</b>   | <b>81,0</b>   | Liikevoiton oik. kasvu-%   | 21 %   | 0 %    | 1 %    | <b>1 %</b>    | <b>16 %</b>   |
| Nettovelat                | 152,6  | 234,7  | 274,2  | <b>278,3</b>  | <b>265,6</b>  | EPS oik. kasvu-%           | 19 %   | 24 %   | -41 %  | <b>40 %</b>   | <b>30 %</b>   |
| Kassavirta                | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e         | 2025e         | Käyttökate-%               | 4,1%   | 6,1%   | 5,7%   | <b>6,3 %</b>  | <b>6,7 %</b>  |
| Käyttökate                | 63,4   | 103,9  | 100,4  | <b>111,1</b>  | <b>121,2</b>  | Oik. Liikevoitto-%         | 3,2 %  | 2,9 %  | 2,8 %  | <b>2,9 %</b>  | <b>3,2 %</b>  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -6,1   | -46,6  | 30,4   | <b>4,5</b>    | <b>-1,6</b>   | Liikevoitto-%              | 0,4 %  | 0,0 %  | 0,0 %  | <b>2,9 %</b>  | <b>3,2 %</b>  |
| Operatiivinen kassavirta  | 44,0   | 50,9   | 119,3  | <b>105,1</b>  | <b>107,4</b>  | ROE-%                      | -1,6 % | -1,2 % | -4,7 % | <b>7,0 %</b>  | <b>8,8 %</b>  |
| Investoinnit              | -36,4  | -135,9 | -111,3 | <b>-80,2</b>  | <b>-66,4</b>  | ROI-%                      | 1,5 %  | 0,7 %  | 0,4 %  | <b>7,4 %</b>  | <b>8,4 %</b>  |
| Vapaa kassavirta          | 8,0    | -82,4  | 7,7    | <b>24,9</b>   | <b>41,0</b>   | Omavaraisuusaste           | 48,6 % | 44,7 % | 41,6 % | <b>42,1 %</b> | <b>43,4 %</b> |
|                           |        |        |        |               |               | Nettovelkaantumisaste      | 32,6 % | 50,5 % | 66,7 % | <b>65,9 %</b> | <b>60,4 %</b> |
| Arvostuskertoimet         | 2021   | 2022   | 2023   | 2024e         | 2025e         |                            |        |        |        |               |               |
| EV/Liikevaihto            | 0,3    | 0,3    | 0,3    | <b>0,3</b>    | <b>0,3</b>    |                            |        |        |        |               |               |
| EV/EBITDA (oik.)          | 7,5    | 4,7    | 5,8    | <b>4,9</b>    | <b>4,4</b>    |                            |        |        |        |               |               |
| EV/EBIT (oik.)            | 9,6    | 10,0   | 11,7   | <b>10,9</b>   | <b>9,2</b>    |                            |        |        |        |               |               |
| P/E (oik.)                | 12,0   | 7,8    | 15,4   | <b>9,7</b>    | <b>7,4</b>    |                            |        |        |        |               |               |
| P/B                       | 0,7    | 0,6    | 0,8    | <b>0,7</b>    | <b>0,6</b>    |                            |        |        |        |               |               |
| Osinkotuotto-%            | 5,5 %  | 7,6 %  | 5,6 %  | <b>6,9 %</b>  | <b>7,4 %</b>  |                            |        |        |        |               |               |

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauselu ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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

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

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 17/04/2023 | Vähennä  | 11,50 € | 11,94 €     |
| 25/04/2023 | Vähennä  | 12,00 € | 12,20 €     |
| 20/07/2023 | Vähennä  | 10,50 € | 10,28 €     |
| 11/09/2023 | Lisää    | 11,50 € | 10,60 €     |
| 25/10/2023 | Vähennä  | 11,50 € | 10,80 €     |
| 22/02/2024 | Vähennä  | 10,50 € | 9,89 €      |
| 23/04/2024 | Vähennä  | 10,50 € | 9,89 €      |
| 07/05/2024 | Lisää    | 10,50 € | 9,46 €      |

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.**