

# HKFoods

Seurannan aloitus

3.6.2024 7:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kotipesä kuntoon

Keskittyminen Suomen liike-toimintoihin mahdollistaa HKFoodsille taseen velkakuorman vähentämisen ja tukee yhtiön investointikykyä. Jatkuvien toimintojen kannattavuus on ollut selkeästi parantuvalla trendillä vuodesta 2023 alkaen, mutta kannattavuuskäänteen kestävydestä kaivataan vielä mielestämme lisää näyttöjä. Myös rahoitusaseman järjestelmiseen liittyy vielä haasteita, jotka voivat viivyttää osingonmaksun käynnistämistä muutaman vuoden ajan. Aloitamme seurannan vähennä-suosituksella ja 0,65 euron tavoitehinnalla.

## Suuri suomalainen liha- ja ruoka-alan yhtiö

HKFoods on suuri, nykyisin pääasiallisesti Suomeen keskittyvä liha- ja ruoka-alan yhtiö, jolla on useita tunnettuja kuluttajabrändejä. Vähittäiskauppa on yhtiölle tärkein jakelukanava, minkä lisäksi tuotteita myydään foodservice-kanavaan, teollisuusasiakkaille sekä vientiin mm. Kaukoitään ja Eurooppaan. Toimialalle tyypilliseen tapaan HKFoodsilla on vahva integraatio paikalliseen alkutuotantoon, mikä tukee näkyvyyttä raaka-aineen saatavuuteen ja hintaan. Yhtiö pyrkii kasvamaan monipuoliseksi ruokataloksi ja potentiaalisiksi kasvusegmenteiksi tunnistetaan mm. siipikarja, valmisruoat ja erilaiset valmiit tai puolivalmiit ateriakomponentit.

## Investointien keskittäminen ja toiminnan tehostaminen voisivat mahdollistaa tulostason pysyvän noston

Yhtiö on pitkään kärsinyt negatiivisesta kierteestä, johon on liittynyt korkea velkaisuus, matala investointikyky ja kannattavuushaasteet. Irtautuminen Baltian, Ruotsin ja Tanskan liike-toiminnoista vuosina 2022-24 ovat auttaneet vähentämään velkataakkaa ja lisäämään tehokkuutta parantavia investointeja Suomeen vuosikymmenten ali-investoinnin jälkeen. Yhtiö on toteuttanut vuosina 2023-24 säästötoimia ja tehokkuusinvestointeja, joilla pyritään yhteensä 12 MEUR:n vuotuisen tehokkuusparannukseen sekä investoinut kasvuun puolivalmiissa foodservice-tuotteissa. Kannattavuus onkin toipunut vuoden 2022 inflaatiohaasteiden jälkeen. Ennustamme vuoden 2024 oik. liikevoitoksi jo 20,0 MEUR (2023 jatkuvat toiminnot: 11,6 MEUR). Sisäisen parantamisen lisäksi tulostason kasvua tukee yhtiön omistaman Puolassa toimivan pekoniliiketoiminnan ulkoisen liikevaihdon kirjanpito-tekniinen kasvu Ruotsin ja Tanskan divestointien toteuduttua. Tulostason pöyvyteen liittyy kuitenkin vielä mielestämme epävarmuutta historiallisten haasteiden ja markkinan kireän kilpailutilanteen valossa.

## Korkeat rahoituskulut ja taseriski painavat vaakakupissa

Vaikka velkaisuus on vähentymässä sekä absoluuttisesti (2024e: nettovelkaa 147 MEUR ja hybridilainaa 26 MEUR) että suhteessa käyttökatteeseen (nettovelka/EBITDA 2024e: 2,9x), liittyy yhtiön rahoitusasemaan edelleen mielestämme epävarmuutta. 90 MEUR:n joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoittaminen maaliskuuhun 2025 mennessä vähintäänkin nostaa rahoituskustannuksia. HKFoods on viestinyt aikeestaan lunastaa 26 MEUR:n hybridilainaa vuoden 2024 syksyllä, minkä toteutumisen ennustamme venyvän vuoteen 2026 olettaen, että yhtiö ei hyödynnä oman pääoman ehtoisia ratkaisuja, kuten osakeantia, uutta hybrididiä tai treasure-osakkeita (9 % osakekannasta). Mikäli kannattavuuskäänteen osoittautuu kestäväksi ja tulos paranee lähivuosina kuten ennustamme, laskisivat tulospohjaiset arvostuskertoimet kohtuullisiksi (2024-25: 11,5x ja 8,7x). Varsinaista nousuvaraa kertoimissa ei kuitenkaan nykyisilläkään ennusteillamme ole, sillä kotimaisten maltillisesti kasvavien ja parempaa pääoman tuottoa tekevien elintarvike-yhtiöiden 2024e EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10-11x. Divestointien kauppahinnat ja todennäköisesti parantuva kannattavuus tukevat kassavirtoja, mutta toistaiseksi yhtiöllä ei ole varaa osingonmaksuun ja merkittävä osa vapaasta kassavirrasta kuluu rahoituskustannuksiin.

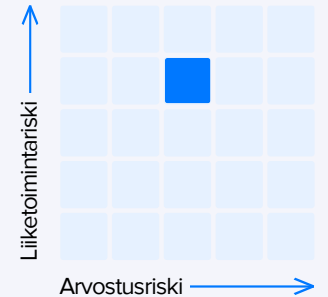
## Suositus

Vähennä

0,65 EUR

Osakekurssi:

0,70



## Avainluvut

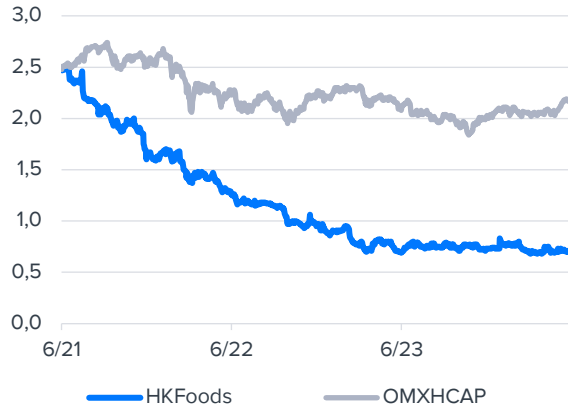
	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	1163,2	1000,5	1051,0	1072,0
<b>kasvu-%</b>	-37 %	-14 %	5 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	14,9	20,0	24,7	25,7
<b>EBIT-% oik.</b>	1,3 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %
<b>Nettotulos</b>	-21,6	-5,0	2,9	6,6
<b>EPS (oik.)</b>	-0,25	-0,05	0,03	0,07
<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	21,7	9,5
<b>P/B</b>	0,5	0,4	0,4	0,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	26,0	11,5	8,7	8,1
<b>EV/EBITDA</b>	7,3	4,6	3,6	3,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,3	0,2	0,2	0,2

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

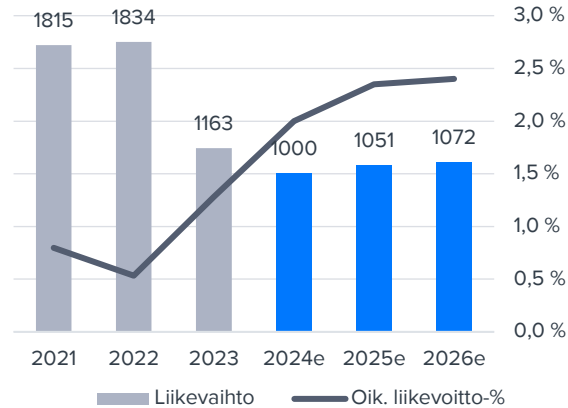
HKFoods arvioi konsernin jatkuvien toimintojen vertailukelpoisen liiketuloksen paranevan vuodesta 2023.

## Osakekurssi



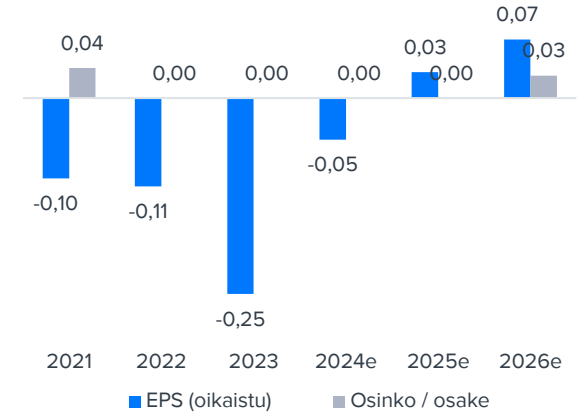
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Kaupallisesti vahva asema Suomessa mittakaavan ja tunnettujen brändien kautta
- Panostukset siipikarjaan sekä muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokaan
- Keskittyminen Suomeen mahdollistaa investointien keskittämisen ja teollisen tehokkuuden vahvistamisen
- Tase vahvistuu divestointien myötä



### Riskitekijät

- Punaisen lihan kulutus laskussa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu elintarvikealalla sekä vähittäiskaupan vahva neuvotteluasema rajoittavat kannattavuutta
- Kuluttajakysynnän ja kustannusympäristön muutokset voivat heiluttaa tulostasoa
- Eläintaudit voivat vaikuttaa vientilupiin
- Velkaisuus yhä korkea suhteessa tulostasoon

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,70	0,70	0,70
Osakemäärä, milj. kpl	89,9	89,9	89,9
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	231	214	207
P/E (oik.)	neg.	21,7	9,5
P/E	neg.	21,7	9,5
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,6	3,6	3,5
EV/EBIT (oik.)	11,5	8,7	8,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	38,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-11</b>
Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema	<b>12-15</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>16-17</b>
Markkina ja toimintaympäristö	<b>18-20</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>21</b>
Ennusteet	<b>22-26</b>
Osakkeen arvostus	<b>27-29</b>
Osaketuoton ajurit	<b>30</b>
Taulukot ja liitteet	<b>31-37</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>38</b>

# HKFoods lyhyesti

## Yhteenveto ja keskeiset luvut

HKFoods on johtava suomalainen liha- ja ruoka-alan yhtiö, jonka tuotantoketju on vahvasti integroitunut kotimaiseen alkutuotantoon.

**1913**

Perustamisvuosi

**933 MEUR** (+7 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023<sup>1</sup>

**11,6 MEUR** (1,2 % liikevaihdosta)

Oikaistu liiketulos 2023<sup>1</sup>

**2946 hlö**

Henkilöstön määrä 2023 (FTE)<sup>1</sup>

**15,9 MEUR** (2022: 17,3 MEUR)

Bruttoinvestoinnit 2023<sup>1</sup>

**208 MEUR**

Nettovelka 31.3.2024

Lisäksi 26 MEUR hybridilaina

## Yhtiö keskittyy jatkossa Suomen liiketoimintoihin ja tehokkuuden parantamiseen

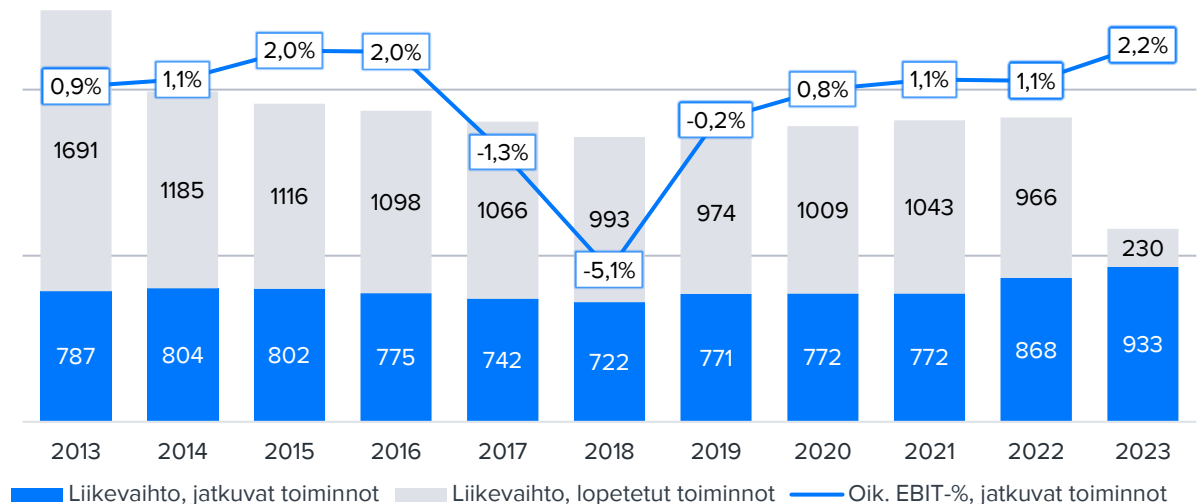
### Yritysostovetoinen kasvu (1998-2010)

- 1997: HK Ruokatalo listautuu pörssiin
- 1998: HK ostaa enemmistön Baltiassa toimivasta AS Rakvere Lihakombinaatista
- 2002-06: Puolalaisen Sokolowin osto Varsovan pörssistä yhdessä Danish Crownin kanssa
- 2006-07: HK Ruokatalo osti Scan AB:n osakekannan ja yhdistyneen kokonaisuuden nimeksi tulee HKScan
- 2010: Tanskan siipikarjaliiketoiminnan osto

### Kansainvälisistä toiminnoista luopuminen (2014-2024)

- 2014: Yhtiö myy osuutensa Puolassa toimivasta Sokolowista
- 2018: Uusi kallis siipikarjatehdas Raumalle, jonka heikot tuotantoprosessit painavat raskaasti kannattavuutta
- Rajalliset taloudelliset resurssit yhdessä matalan kannattavuuden kanssa pakottavat yhtiön keskittymään Suomen liiketoimintoihin
- 2022: Yhtiö sopimukseen Baltian liiketoimintojen myynnistä (toteutui elokuussa 2023)
- 2023: Yhtiö sopimukseen Ruotsin liiketoimintojen myynnistä (toteutui maaliskuussa 2024)
- 2024: Yhtiö sopimukseen Tanskan liiketoimintojen myynnistä (toteutuu arviolta 2024 aikana)
- 2024: HKScan vaihtaa nimekseen HKFoods

### Liikevaihdon ja oikaistun liikevoittomarginaalin kehitys, MEUR



1) Jatkuissa toiminnoissa (Suomi)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

## Paluu juurille

HKFoods on suuri, nykyisin pääasiallisesti Suomessa toimiva liha- ja ruoka-alan yhtiö. Yhtiön tausta on suomalaisten lihantuottajien osuuskuntamuotoisessa teollisessa ja kaupallisessa toiminnassa. Toiminta kasvoi 1900-luvulla useiden yritysjärjestelyiden kautta lihateollisuuden keskittyessä paikallisista yksiköistä valtakunnallisiin tuotantoketjuihin. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin vuonna 1997. Listautumisen jälkeen yhtiö laajentui yrityskauppojen avulla mm. Baltiaan, Puolaan ja Ruotsiin 2000-luvun taitteen molemmin puolin sekä viimeisimpänä Tanskaan vuonna 2010.

Kannattavuushaasteet ja taseen velkaantuminen ovat kuitenkin myöhemmin ajaneet yhtiön irtautumaan Suomen ulkopuolisista toiminnoista ja keskittämään investoinnit Suomeen. Irtautuminen Baltian liiketoiminnoista toteutui elokuussa 2023, irtautuminen Ruotsin liiketoiminnoista maaliskuussa 2024 ja irtautuminen Tanskan liiketoiminnoista toteutuu yhtiön arvion mukaan vuoden 2024 aikana, mikäli kilpailuviranomaiset hyväksyvät kaupan, mitä pidämme todennäköisenä. Rajallisten taloudellisten resurssien jakaminen usean eri markkina-alueen kesken on historiassa rajoittanut yhtiön investointikykyä ja ajan myötä myös heikentäneet operaatioiden tehokkuutta. Divestoinneilla pyritään mahdollistamaan investointien kasvattaminen ja kannattavuuden vahvistaminen Suomen markkinalla.

## Vahva markkina-asema Suomen vähittäiskaupassa

HKFoodsilla on Suomessa vahva markkina-asema monipuolisen tuotevalikoiman, tunnettujen kuluttajabrändien ja laajojen teollisten operaatioiden ansiosta. Vähittäiskauppa on yhtiön tuotteiden tärkein myyntikanava pitäen sisällään sekä katetasoltaan parempaa brändimyyntiä että matalakatteisempaa private label –myyntiä. Tuotteita myydään myös

foodservice-kanavaan ja teollisuuteen sekä viedään ulkomaille (viennin osuus vaihdellut 5-8 % välillä). Yhtiön suurin kuluttajabrändi Suomessa on perinteikäs HK, jota käytetään mm. punaisen lihan myynnissä, lihavalmisteissa ja valmisaterioissa. Siipikarjatuotteita myydään Kariniemen-brändillä. Via-tuotemerkin alla puolestaan myydään premium-kategorian valmisruokia.

## Tavoitteena kasvaa monipuoliseksi ruokataloksi

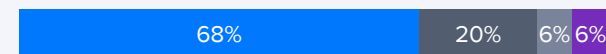
Yhtiön tavoitteena on olla monipuolinen ruokatalo, jonka laaja tuoteportfolio vastaa hyvin kuluttajien tarpeisiin. Esimerkiksi siipikarja, valmisruoat ja erilaiset valmiit tai puolivalmiit ateriakomponentit ovat yhtiölle kasvun näkökulmasta kiinnostavia kategorioita. Toisaalta punaisen lihan kysyntä on ollut Suomessa maltillisella laskutrendillä viime vuosina, mihin on osaltaan vaikuttanut mm. inflaatio sekä siirtymä terveellisemmäksi tai ympäristöystävällisemmäksi koettuihin proteiineihin kuten siipikarjaan ja kasvipohjaisiin tuotteisiin.

Osana ruokavalikoiman monipuolistamista HKFoods on solminut strategisia kumppanuuksia pienempien kotimaisten ruokayhtiöiden kanssa, joihin kuuluvat mm. Kivikylä, Tamminen, Boltsi ja Mäkitalon Maistuvat. HKFoods on myös osaomistajana näissä yhtiöissä. Kivikylä, Tamminen ja Boltsi konsolidoidaan HKFoodsin konsernitilinpäätökseen, sillä HKFoodsilla on hallitustyön kautta määräysvalta yhtiöissä, vaikka sen omistusosuus kyseisissä yhtiöissä on vain 49 %. Kivikylä ja Tamminen toimivat yrittäjävetoisesti, mutta Boltsin operaatiot kuten tuotanto ja jakelu on täysin integroitu HKFoodsin toimintoihin. Kumppanuudet mahdollistavat HKFoodsille kasvua laajemmalla tuotevalikoimalla ja brändiportfoliolla. Kumppanit puolestaan hyötyvät mm. hankintayhteistyön ja muiden operatiivisten synergien kautta.

## Strategian ydinkohdat



## Myyntikanavat<sup>1</sup>



■ Vähittäiskauppa ■ Food service ■ Teollisuus ■ Vienti

## Tuotekategoriat<sup>1</sup>



■ Naudan- ja sianliha  
■ Leikkeleet, makkarat ja pekoni  
■ Siipikarjanliha  
■ Ateriat ja ateriakomponentit

<sup>1</sup> Osuus liikevaihdosta Q1 2024 (jatkuvat toiminnot)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

## Lihataseen hallinta liiketoiminnan perusedellytys

Lihanjalostusliiketoiminnassa pyritään maksimoimaan tuotantoeläinten arvoa kaikkia osia myöten. Lihatasetta pyritään hallitsemaan suunnittelemalla tuotanto ja myynti kuukausiksi eteenpäin eläin- ja ruhonosakohtaisesti. Tuotetusta lihasta mahdollisimman suuri osa pyritään myymään kotimarkkinoille, sillä lihan vienti Suomesta ulkomaille on suurelta osin matalakatteista tai tappiollista toimintaa. Kotimaisen kuluttajakäyttäytymisen muutokset vaikuttavat toisinaan eri ruhonosien kotimaiseen kysyntään, jolloin lihatasetta voidaan joutua tasapainottamaan tappiollisella viennillä. Suomessa matala-arvoisten osien, kuten sianpäiden, sorkkien ja saporoiden vienti Kaukoitään on HKFoodsille tyyppillistä toimintaa ja auttaa yhtiötä parantamaan ruhosta saatavaa kokonaiskatetta. Myös mm. korkealuokkaisia naudan osia viedään tervein kattein ulkomaisiin ravintoloihin Euroopassa. Suuri osa viennistä on kuitenkin arviomme mukaan varsin matalakatteista.

## Tuotantoketju tiiviisti sidoksissa alkutuotantoon

HKFoodsin toiminta Suomessa on vahvasti sidoksissa alkutuotantoon. Yhtiö ostaa sopimustuottajiltaan eläviä eläimiä ja vastaa itse teurastus- ja leikkausoperaatioista. Sopimustuottajat sitoutuvat noudattamaan sovitun vastuullisuus- ja laatuvaatimuksia. HKFoodsin tuottajaverkoston kuului vuonna 2023 jopa 2083 suomalaista lihatilallista. Tyyppillisesti lihasta tuottajille maksettava hinta vaihtelee jatkuvasti markkinatilanteen mukaan, vaikka kotimaassa hintatason vaihtelu on maltillisempaa verrattuna esimerkiksi EU:n lihakaupan keskeisiin maihin Tanskaan ja Saksaan. Oma sopimustuottajaverkosto tuo HKFoodsille näkyvyyttä

lihan saatavuuteen ja raaka-aineen kustannustasoon. Yhtiö saattaa toisinaan solmia myös pidempiaikaisia ostosopimuksia yksittäisten tuottajien kanssa tarjotakseen tuottajalle näkyvyyttä liiketoimintaan investointien mahdollistamiseksi.

Alkutuotantoon ulottuva lihateollisuus on Suomessa keskittynyt pääasiallisesti kolmelle yhtiölle, joista kaksi muuta ovat Atria ja Snellman. Lisäksi Kivikylällä on omaa sikojen hankintaa. Muut lihaa käyttävät elintarvikeyritykset hankkivat lihansa edellä mainituilta yhtiöiltä tai ulkomailta. Suomessa kulutetusta lihasta noin 80 % on kotimaista. Vähittäiskaupan valikoimissa kotimaisen lihan osuus on erittäin korkea ja ulkomaisen lihan rooli puolestaan korostuu suhteellisesti foodservice-kanavassa.

## Teolliset prosessit kaipaavat tehokkuutta parantavia investointeja

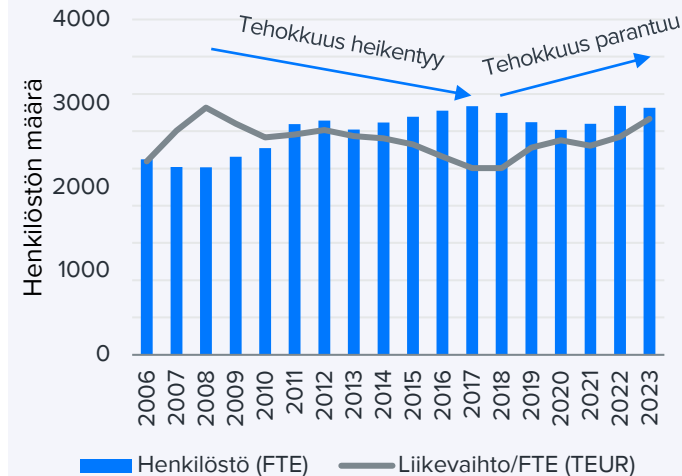
Lihateollisuus on kilpailtu ja suhteellisen matalakatteinen toimiala, jossa tehokkaat lihankäsittelyoperaatiot ja mittakaava ovat keskeisessä asemassa kilpailukykyyn kannalta. HKFoods on Suomessa keskittänyt lihankäsittelytoimintaansa valtakunnallisesti suuriin yksiköihin. Yhtiön haastava taloudellinen tilanne on kuitenkin historiassa rajoittanut operaatioiden tehostamiseen tarvittavien investointien tekemistä. Suomen investointitaso on useimpina vuosina alittanut poistojen määrän (mm. 2009-14 ja 2018-23). Vuosina 2015-17 yhtiö teki merkittävän kasvuinvestoinnin uuteen siipikarjatehtaaseen Raumalle. Suomen liiketoimintojen käyttöomaisuuteen on investoitu keskimäärin 16 MEUR vuosina 2018-23, kun esimerkiksi vuoden 2023 poistotaso oli 21 MEUR (ilman leasing-poistoja).

## Investoinnit (MEUR)<sup>1</sup>



1) Suomen liiketoimintoihin kohdistuvat investoinnit ilman Vantaan tontin ostoa 2020 (38 MEUR) ja Vantaan yksikön takaisinvuokrausta (71 MEUR). Ei sisällä IFRS 16 -investointeja tai -poistoja. Poistotaso laskee 2022 Vantaan kiinteistön myynnin ja takaisinvuokrauksen myötä.

## Henkilöstön määrän kehitys<sup>2</sup>



2) Sisältää Suomessa työskentelevän henkilökunnan, eli Suomen lisäksi myös konsernihallinnon resursseja.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Arvioimme HKFoodsin pyrkivän kasvattamaan Suomen liiketoimintoihin kohdistuvia vuotuisia investointeja tulevina vuosina tuotannollisen tehokkuuden vahvistamiseksi. Yhtiö pyrkii jatkuvasti vahvistamaan tehokkuutta mm. parantamalla saantoa ja vähentämällä manuaalisen työn tarvetta tuotannossa ja logistiikassa. Vuosille 2023-24 yhtiö on eritellyt suurempia tehokkuutta vahvistavia toimenpiteitä, joilla tavoitellaan yhteensä noin 12 MEUR:n säästöjä. Näistä säästöistä noin puolet saavutettiin vuoden 2023 aikana sisältäen pääasiallisesti toiminnan sopeuttamiseen ja uudelleenorganisointiin liittyviä toimia sekä konsernihallinnossa että Rauman ja Euran yksiköissä. Vuodelle 2024 suunnitellut tehostustoimet pitävät sisällään noin 10 MEUR:n investoinnit Forssan ja Rauman tehtaiden tuotantolaitteistoihin. Ruotsin ja Tanskan liiketoimintojen divestoinnit mahdollistavat konsernihallinnon kustannusten vähentämisen edelleen vuoden 2024 aikana.

## HKFoodsin tuotantolaitokset

HKFoods operoi lukuisia tuotantolaitoksia Suomessa. Tuotantolaitokset ovat pääosin erikoistuneita tiettyihin toimintoihin ja tuotteisiin, mutta päällekkäisyyksiäkin löytyy jossain määrin. Esimerkiksi nautojen ja sikojen teurastustoiminnassa voisi olla vielä keskittämisellä saavutettavia tehostusmahdollisuuksia, joita tulee harkita erityisesti, mikäli kyseisten lihalajien kulutusvolyymien lasku jatkuu. Teurastustoiminnan keskittämiskysymykset ovat monitahoisia, sillä ne voivat esimerkiksi kasvattaa tuotantoeläinten kuljetusmatkoja tai vaatia merkittäviä investointeja. HKFoods omistaa suurimman osan operoimisestaan tehdaskiinteistöistä, mutta Vantaan yksikkö myytiin vuonna 2021 kiinteistösijoittajalle ja vuokrattiin HKFoodsin käyttöön 20 vuodeksi.

HKFoodsin **Vantaan** yksikössä valmistetaan mm.

aterioita, lihavalmisteita ja jauhelihaa. Lisäksi HKFoodsin kaikki vähittäiskauppoihin suuntautuva logistiikka on keskitetty Vantaalle. Logistiikkakeskuksen sijainti on suotuisa Suomen väestön painopistettä ajatellen, mikä tukee kuljetusten tehokkuutta ja minimoi kuljetuksesta aiheutuvia päästöjä.

**Forssassa** sijaitsee sikateurastamo, -leikkaamo ja –pakkaamo. Lisäksi yksikön pakkauskapasiteettia hyödynnetään myös siipikarjan lihan pakkaamiseen. Pakkaustoiminnan automatisointiin investoitiin 5 MEUR vuosina 2023-24, jolla tavoitellaan noin 2 MEUR:n vuotuisia säästöjä.

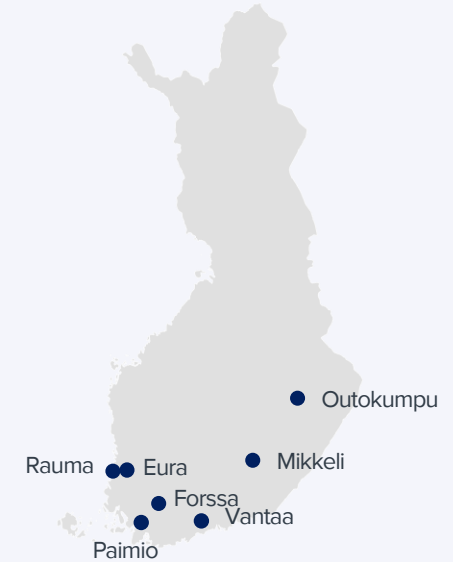
**Raumalla** sijaitsee siipikarjan teurastamo, leikkaamo ja pakkaamo. Uusi tehdas rakennettiin vuosina 2017-18 investoinnilla, joka lopulta ylitti selvästi alkuperäisen kustannusarvion (80 MEUR). Tehtaan tuotantolinjat toimivat ensimmäisinä vuosina tehottomasti, millä oli merkittävä negatiivinen vaikutus vuosien 2018-19 kannattavuuteen. Laitteistoon tehtiin pian vuonna 2020 noin 6 MEUR:n jatkoinvestointi, jolla uusittiin uudehkon tehtaan tuotantolinjoja. Tämän jälkeen tuottavuus on parantunut selvästi. Raumalle on vuoden 2024 aikana investoitu noin 5 MEUR leikkaamon automatisoimiseksi, jolla arvioidaan saavutettavan noin 3 MEUR:n vuotuiset säästöt H2 2024 alkaen.

**Outokummussa** sijaitsee nautateurastamo ja –leikkaamo.

**Paimiossa** tehdään nautojen ja emakoiden teurastusta. Kahden nautateurastamon malli lyhentää kuljetusmatkoja, mutta toisaalta aiheuttaa päällekkäisyyttä operaatioissa.

**Mikkelin** ruokatehdas valmistaa mm. hampurilaisia, nugetteja ja muita ateriakomponentteja sekä lihavalmisteita.

## HKFoodsin Suomen tuotantolaitokset kartalla



Kartta: Microsoft ja OpenStreetMap



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

**Euran** tehdas on ollut pitkään vajaalla käytöllä. HKFoodsin strategiset kumppanit Kivikylä ja Mäkitalo operoivat tehtaalla pizzalinjastoa ja salaattilinjastoa. HKFoods on päättänyt investoida Euran tehtaalle noin 8 MEUR kypsien tuotteiden valmistukseen sekä pikapakastuslinjaan, joiden avulla voidaan vastata erityisesti foodservice-asiakkaiden tarpeisiin.

**Puolassa** Swinoujscieissä toimiva pekonitehdas on arviomme mukaan jäämässä osaksi HKFoodsin tehdasportfoliota, vaikka muiden ulkomaiden operaatioiden divestoinneista on sovittu. Tehdas toimittaa enemmistön tuotteistaan Suomen ja Ruotsin markkinoille hyödyntäen Suomesta ja Ruotsista tuotua raaka-ainetta. Pitkästä logistiikkaketjusta huolimatta liiketoiminta on voitollista. Tehtaalla on myös investoitu kasvuun pidemmälle jalostettujen tuotteiden, kuten salaatteihin käytettävien kypsien pekonihippujen valmistamiseksi. Tehdas palvelee myös Puolan ja Baltian markkinoita tyypillisesti puolalaista tai muuta EU-alueelta hankittua raaka-ainetta hyödyntäen. HKScan Poland –yhtiön liikevaihto oli vuosina 2021-22 69 ja 80 MEUR sekä liikevoitto 4,1 ja 3,1 MEUR. Yhtiön ulkoinen liikevaihto raportoitiin ennen osana Ruotsin liiketoimintaa, mutta vuoden 2023 tilinpäätöksestä alkaen osana Suomea.

## Honkajoki huolehtii tuotannon sivuvirroista

Teurastamoilla ja lihanleikkaamoilla syntyneet eläinperäiset sivutuotteet myydään Honkajoki Oy:lle, jonka HKFoods omistaa yhdessä Atrian kanssa (HKFoodsin omistusosuus 50 %). Honkajoki jalostaa sivutuotteista erilaisia raaka-aineita hyötykäyttöön, kuten energia-, kosmetiikka-, lannoite- ja rehuteollisuudelle. Honkajoki on HKFoodsille keskeinen osa tuotantoketjua, sillä se varmistaa materiaalien tehokkaan hyötykäytön. Honkajoen

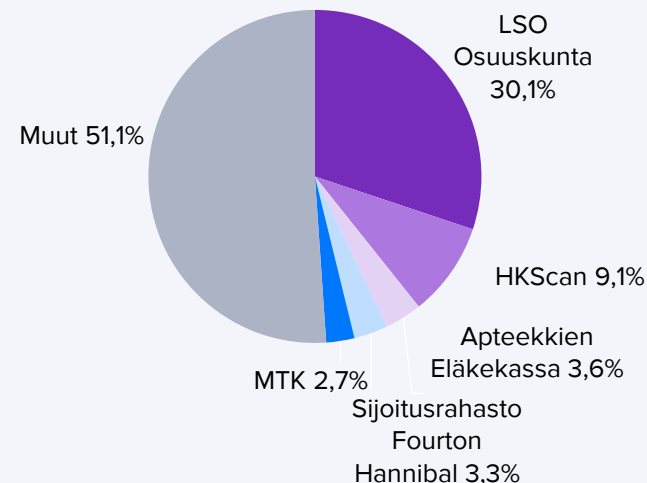
liikevaihtoa ja liikevoittoa ei konsolidoida HKFoods-konserniin, vaan HKFoodsin tulososuus raportoidaan osakkuusyhtiöriivillä. Vuonna 2023 Honkajoen liikevaihto oli 60 MEUR, liikevoitto 4,8 MEUR ja HKFoodsin osuus yhtiön tilikauden tuloksesta 1,9 MEUR (2022: 4,9). Tulos kävi poikkeuksellisen korkeana vuoden 2022 aikana, kun korkea energian hinta tuki rasvapohjaisten biopolttoaineisiin soveltuvien materiaalien myyntihintoja. Vuosina 2017-2020 HKFoodsin osuus Honkajoen tilikauden tuloksesta oli keskimäärin 0,8 MEUR, eli tulos on vaihdellut selvästi markkinatilanteen mukana.

## Omistus ja päätäntävalta tuottajien käsissä

HKFoodsin hallitukseen kuuluu 8 jäsentä, joista 3 edustavat yhtiön suurinta osakkeenomistajaa LSO Osuuskuntaa. Hallituksen puheenjohtajana on toiminut vuodesta 2018 lähtien Reijo Kiskola, joka on riippumaton merkittävistä osakkeenomistajista. HKFoodsin johtoryhmään kuuluu 5 henkilöä. Yhtiön toimitusjohtaja Juha Ruohola aloitti tehtävässään maaliskuussa 2023 ja on aiemmin toiminut mm. HKFoodsin Baltian, Puolan ja ulkomaankaupan toimintojen parissa liittyttyään yhtiöön vuonna 2019.















HKFoodsilla on kaksi osakesarjaa, A ja K, joista A-osakkeet oikeuttavat yhtiökokouksessa yhteen ääneen ja K-osakkeet kahteenkymmeneen ääneen per osake. HKFoodsin suurin osakkeenomistaja LSO Osuuskunta omistaa 30,1 % kaikista osakkeista ja heidän omistamansa osakkeet oikeuttavat 59,4 %:n äänivaltaan yhtiökokouksessa. HKFoods omistaa 9,1 % omista osakkeistaan, joista valtaosa saatiin Lantmännenilta Ruotsin liiketoimintojen myynnin yhteydessä. Muita merkittäviä osakkeenomistajia ovat mm. Apteekkien Eläkekassa (3,6 %), Sijoitusrahasto Fourton Hannibal (3,3 %) ja MTK (2,7 %).

## Osakkeiden omistus



30.4.2024

# Brändit ja tuotteet

	Brändi	Osuus liikevaihdosta vähittäiskaupassa <sup>1</sup>	Brändin ydin	Tuotekategoriat	Tuote-esimerkkejä
Strategiset kumppanuudet <sup>2</sup>		~ 45 %	Hyvä maku, korkea laatu, kotimaisuus ja perinteet	Sianliha, naudanniha, makkarat, leikkeleet, pekoni, valmisateriat ja ateriakomponentit	
		~ 25 %	Hyvä maku, korkea laatu, vastuullisuus ja kotimaisuus	Siipikarjatuotteet, kuten lihat, nuggetit, makkarat ja leikkeleet	
		< 5 %	Herkullisuus, tuoreus ja autenttisuus	Valmisateriat, pizzat ja keitot	
		< 1 %	Hyvä maku ilman lihaa ja lisäaineita	Kaura-siemenpyörökät	
		< 20 %	Aitous, perinteet, käsityö	Mm. makkarat, lihapullat, leikkeleet, tuorelihat ja välipalatuotteet	
		< 10 %	Perinteet ja korkea laatu	Lihat, leikkeleet ja jalostetut jauhelihatuotteet	
		~1 %	Tuoreet raaka-aineet, helppous	Annossalaatit	

1) Inderesin arvio HKFoodsin brändimyyntin jakautumisesta eri tuotemerkkien välillä.

2) HKFoodsin omistusosuus strategisista kumppaniyhtiöistä 49 % (paitsi Mäkitalon Maistuvat Oy:stä vain ~25 %). Kumppanien liikevaihto konsolidoidaan konsernin tilinpäätökseen, sillä HKFoodsilla on määräysvalta kumppaniyhtiöissä hallitustyön kautta.

# Lihaelintarvikkeiden arvoketju



Listatut logot edustavat esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/4

## Suomen liikevaihdon kasvu ollut pitkällä aikavälillä matalalla tasolla

Suomen liiketoimintojen liikevaihdon kasvu on ollut pitkällä aikavälillä melko maltillista. Viimeisten kymmenen vuoden (2014-23) otannalla liikevaihto on kasvanut keskimäärin 1,8 %/v. Tarkasteluvälin kasvu on kuitenkin painottunut vuosille 2022-23, jolloin elintarvikkeiden inflaatio oli päivittäistavara-kaupoissa kahden vuoden aikana yhteensä 19 % (Lähde: PTY). Ilman vuosien 2022-23 hintavetoista nousua liikevaihto on käytännössä polkenut paikallaan. Yritysostoilla ei ole ollut merkittävää vaikutusta Suomen liikevaihtoon viimeisen vuosikymmenen aikana.

Liikevaihdon lasku vuosina 2016-18 selittyi mm. Rauman uuden siipikarjajyksikön tuotannollisilla haasteilla, mutta myös punaisen lihan myynnin laskulla, mihin vaikutti kauppojen halpuutus-kampanjat, nautanlihan laskenut saatavuus ja yleisesti kireä kilpailutilanne lihajalosteissa. Liikevaihto toipui selvästi vuonna 2019, pysyi koronapandemiassa vakaana ja nousi karkeasti ruoan inflaation verran vuosina 2022-23.

## Siipikarja ja pidemmälle jalostetut tuotteet kasvussa

Kasvuun on viimeisten viiden vuoden aikana vaikuttanut positiivisesti siipikarjanlihan sekä korkeammin jalostettujen tuotteiden, kuten valmisaterioiden ja ateriakomponenttien volyymikasvu. Sian- ja nautanlihan kuluttajakysyntä on puolestaan ollut laskussa Suomessa. Inflaation nousun myötä (2022-23) kuluttajakysyntää on siirtynyt nautasta sianlihaan ja lihajalosteisiin. Foodservice-myynti laski rajusti koronapandemian aikaan, mutta on tämän jälkeen kasvanut nopeasti vuoden 2023 alkupuolelle saakka, minkä jälkeen kehitys on ollut vakaampaa.

## Tulostaso toipunut selvästi heikoista lähtökohdista

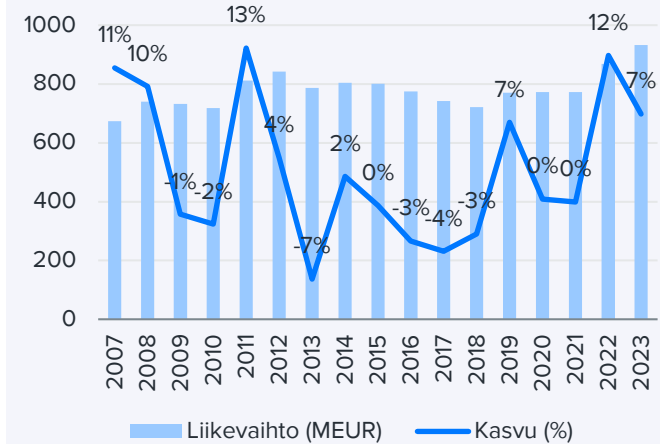
Suomen liiketoimintojen kannattavuus on heitellyt historiassa ja kokonaisuudessaan 2010-luvun tulossaldo jäi varsin heikoksi (2010-19 oikaistu liikevoitto yhteensä ~41 MEUR). Suurimmat takaiskut nähtiin vuosina 2017-18, jolloin yhtiöllä oli suuria tuotannollisia vaikeuksia Raumalle rakennetun uuden siipikarjatehtaan kanssa. Rauman tehtaan teurastuspään tuotantolinjastoja uusittiin vuonna 2020, mikä tuki tehokkuuden parantumista. Vuosina 2021-22 tulostaso on kärsinyt mm. koronapandemiasta, kustannusinflaatiosta ja Ukrainan sodan aiheuttamasta markkinashokista. Vuonna 2023 tulostaso parantui merkittävästi mm. toteutettujen tehostustoimien myötä. Myös myyntihintoja saatiin korotettua vastaamaan kohonnutta kustannustasoa selvästi paremmin verrattuna vuoteen 2022.

HKFoodsin bruttomarginaali on ollut historiassa varsin matala, konsernitasolla 3,2-6,8 % vuosina 2018-23 ja Suomen liiketoiminnoissa 7,0 % vuonna 2023. Kilpailijoilla, kuten Atrialla bruttomarginaali oli samalla aikavälillä 9,6-11,2 %, eli selvästi korkeampi, joskin kustannusrakenteet voivat hieman vaihdella eri maiden ja segmenttien välillä. HKFoodsin bruttokate on kuitenkin parantunut viime vuosina ja mm. alkuvuonna 2024 yhtiö raportoi kaupallisten onnistumisten ja tehostamistoimien tukevan kannattavuutta.

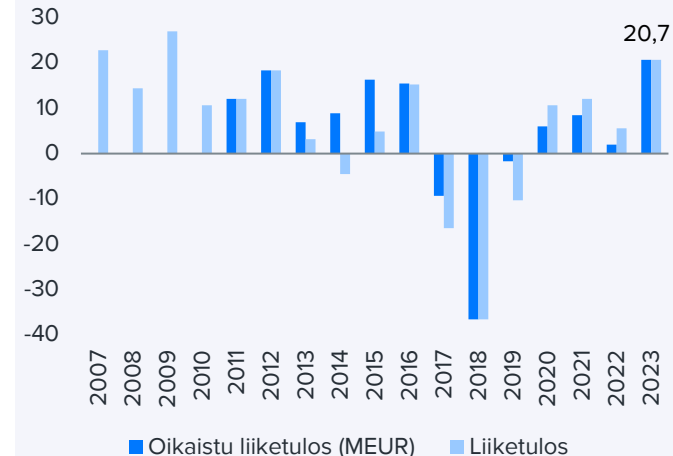
## Toimintojen tehostaminen edelleen prioriteetti

HKFoodsin korkea velkaisuustaso on rajoittanut tehokkuutta parantavien investointien tekemistä lähihistoriassa. Vuosien 2017-18 siipikarjainvestoinnin jälkeen HKFoodsin tuotantoinvestoinnit Suomen liiketoimintoihin ovat olleet poistoja matalammat, minkä seurauksena poistojen määrä (Suomi ja konsernihallinto) on laskenut vuoden 2020 35,5 MEUR:osta 30,8 MEUR:oon vuonna 2023.

## Liikevaihdon kehitys, HKFoods Suomi



## Liiketuloksen kehitys, HKFoods Suomi



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/4

Suomen ulkopuolisten osien divestoinnit ovat kuitenkin mahdollistamassa kehitysinvestointien keskittämisen Suomeen sekä konsernihallinnon kulumassan keventämisen. HKFoods on esitellyt sarjan tehostamistoimia vuosille 2023-24, joilla tavoitellaan yhteensä noin 12 MEUR:n säästöjä. Tehostustoimet ovat koskeneet sekä konsernihallintoa että tuotantoa. Tuotannon puolella tehostamissuunnitelmaan on sisältynyt myös investointeja mm. Rauman siipikarjatehtaan leikkuun automatisointiin sekä Forssan pakkaustoimintoihin. Tavoitelluista säästöistä noin puolet saavutettiin vuoden 2023 loppuun mennessä pitäen sisällään mm. henkilöstövähennyksiä konsernihallinnossa sekä Rauman ja Euran tuotantoyksiköissä.

## Velkaisuus ollut koholla yhtiön historiassa

HKFoods on historiassa hyödyntänyt merkittävää velkarahoitusta yritysostovetoisen kasvun ja investointien rahoittamiseksi. Luopuminen puolalaisen lihajätin Sokolowin omistajuudesta korjasi taseen velkaisuuden terveelle tasolle ja vuoden 2014 lopussa yhtiön nettovelkaantuneisuusaste oli vain 31,8 % ja nettovelka 142 MEUR. Vuosina 2015-17 toteutettu suuri investointi uuteen Rauman siipikarjanlihayksikköön sekä yksikön käynnistysvaikeuksiin liittynyt operatiivisen tulostason lasku johtivat jälleen velkatasojen merkittävään nousuun. Vuoden 2018 lopun nettovelkaisuusaste oli kohonnut 89 %:iin ja nettovelka 289 MEUR:oon. Vuoden 2019 aikana yhtiö vahvisti tasetaan osakeannilla, jossa yhtiö keräsi yhteensä 72 MEUR:n bruttovarat ja samalla osakkeiden lukumäärä kasvoi 83 %:lla.

Osakeannin jälkeen yhtiön velkaisuustaso pysyi melko kireänä, joskin itse nettovelkaisuusaste säilyi vuodet 2020-21 yhtiön asettaman tavoitteen mukaisesti alle 100 %:ssa. Tasetta kevennettiin vuonna 2021 yhtiön Vantaalla sijaitsevan tehdas- ja logistiikkakiinteistön

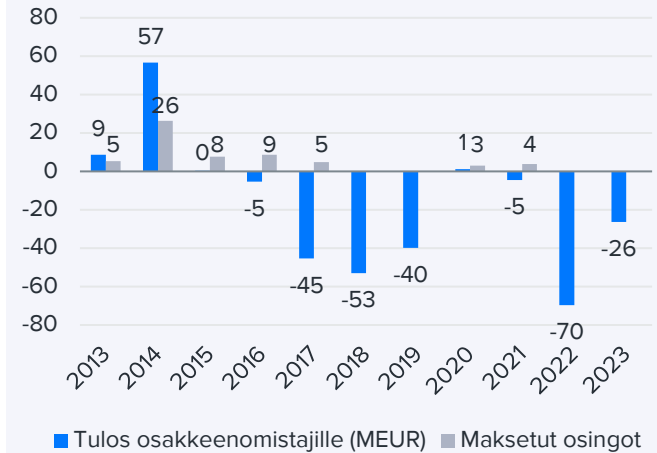
myynnillä. HKFoods sai kauppahintana 77 MEUR ja jäi vuokralle myymiinsä tiloihin, minkä johdosta vuokrasopimusvelat kasvoivat liki kauppahintaa vastaavalla summalla. Liiketoiminnan heikohko kannattavuus ja käyttöpääoman sitoutuminen Ukrainan sodan ja kustannusten nousun keskellä paisuttivat velkaa ja nostivat konsernin nettovelkaisuusasteen jälleen 124 %:iin vuoden 2022 aikana.

## Divestoinneista ratkaisu velan vähentämiseksi

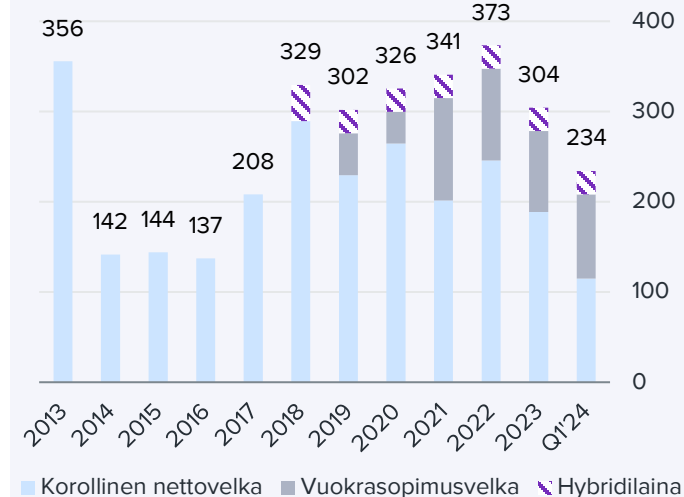
Velan noustua jälleen kestävämmälle tasolle, HKFoods alkoi divestoidaan Suomen ulkopuolisia toimintoja vuodesta 2022 alkaen. Baltian liiketoimintojen myynnistä virolaiselle AS Maag Gruppenille sovittiin joulukuussa 2022 ja kauppa toteutui elokuussa 2023. Baltian liiketoimintojen liikevaihto vuonna 2022 oli 196 MEUR ja oikaistu liikevoitto vaihdellut nollan molemmin puolin vuosina 2020-22. Divestoinnin kiinteä kauppahinta oli 70 MEUR, josta 15 MEUR maksetaan myöhemmin (2024-25). HKFoods saa kaupasta myös korkeintaan 20 MEUR:n lisäkauppahinnan vuosina 2025-27, jonka lopullinen suuruus on riippuvainen ostajan ja myydyn liiketoiminnan tuloksen kehittymisestä. Kauppahinta oli mielestämme hyvä myydyn liiketoiminnan heikkoon tulostasoon nähden.

Ruotsin liiketoimintojen myynnistä ruotsalaiselle Lantmännen ek förille tiedotettiin 2023 joulukuussa ja kauppa toteutui maaliskuussa 2024. Ruotsin liiketoimintojen liikevaihto vuonna 2022 oli 745 MEUR ja oikaistu liikevoitto keskimäärin noin 20 MEUR vuosina 2020-22. Divestoinnin velaton kauppahinta oli laskujemme mukaan noin 129 MEUR, mihin sisältyi 60 MEUR:n käteisvastike, 50 MEUR velan takaisinmaksu, 13 MEUR leasing-velkojen siirtyminen sekä 5-6 MEUR:n arvosta HKFoodsin osakkeita (7,5 miljoonaa osaketta).

## Nettotulos ja osinko (sisältäen lopetetut toiminnot)



## Korollinen nettovelka (MEUR)<sup>1</sup>



1) Hybridilaina luetaan omaan pääomaan kuuluvaksi, mutta osakkeenomistajien näkökulmasta erä on rinnastettavissa muihin korollisiin velkoihin.

# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/4

Edellämainittujen yhteensä 129 MEUR erien lisäksi Lantmännen otti myös vastatakseen Ruotsin liiketoimintojen 50 MEUR:n factoring-velat. Ruotsin divestoinnin kauppahinta oli mielestämme melko matala suhteessa liiketoiminnan tulostasoon (EV/EBIT alle 10x riippumatta huomioiko factoring-velan osana kauppahintaa).

Viimeisimpänä vuorossa olevan Tanskan liiketoimintojen myynti hollantilaiselle Plukon Food Groupille arvioidaan toteutuvan vuoden 2024 aikana. Pidämme kaupan toteutumista todennäköisenä, sillä ostajalla ei ole ennestään kovin merkittävää myyntiä Tanskan vähittäiskauppoihin tai foodservice-kanavaan. Tanskan liiketoimintojen velaton kauppahinta on noin 45 MEUR. Liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2023 oli 230 MEUR ja vuosien 2021-23 oikaistu liikevoitto on ollut välillä 0-3 MEUR. Siipikarjaan keskittynyt liiketoiminta oli kilpailukyvyttään heikkoa ja tuloksen kasvattaminen olisi vaatinut HKFoodsilta merkittäviä kehitysinvestointeja, joten luopuminen oli mielestämme looginen päätös yhtiön taloudellinen tilanne huomioiden. Divestoinnin kauppahinta alittaa selvästi hinnan, jolla HKFoods osti liiketoiminnan itselleen vuonna 2010 (velaton kauppahinta 71 MEUR). HKFoodsin yhteenlaskettu oikaistu liiketulos Tanskasta vuosina 2011-23 oli yhteensä -34 MEUR.

## Velkaisuus yhä korkeahko divestointien jälkeen

Ruotsin ja Baltian divestointien toteuduttua HKFoodsin nettovelka laski 208 MEUR:oon maaliskuussa 2024 (115 MEUR ilman vuokrasopimusvelkoja). Lisäksi yhtiöllä on taseessa 26 MEUR:n hybridilaina (korko 16 %/v vuoden 2023 lopulta alkaen, aiemmin 8 %/v). Nettovelkaantumisaste laski 94 %:iin (Q1'23: 140 %, tavoite: alle 100 %).

Nettovelkaisuus suhteessa käyttökatteeseen on yhä korkea. Yhtiön raportoimaan nettovelan ja

käyttökatteen suhdetta kuvaavaan tunnuslukuun (Q1'24: 2,5x) luetaan mukaan myös lopetettujen toimintojen käyttökatteet viimeiseltä 12 kuukaudelta (sisältäen Ruotsin ja Baltian). Kun mukaan lasketaan vain Suomen ja Tanskan käyttökatteet, olisi nettovelan ja käyttökatteen suhde arviomme mukaan noin 3,5x. Mikäli Tanskan divestointi olisi jo toteutunut, olisi nettovelan ja käyttökatteen suhde laskenut 3,1:een.

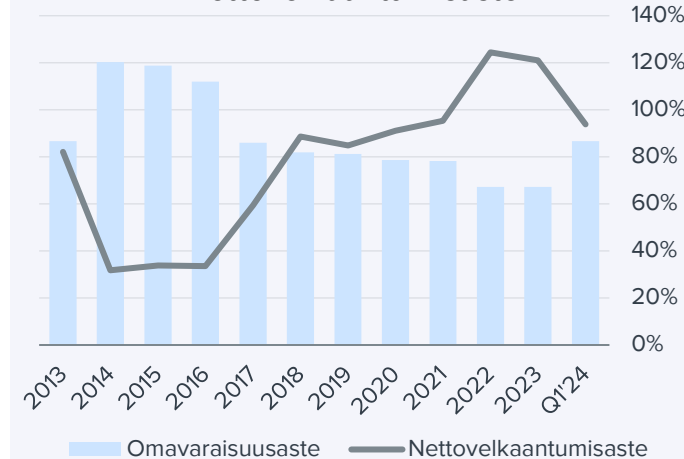
Velkaisuutta kuvaavat tunnusluvut täyttävät yhtiön lainoja koskevat kovenanttiehdot. Pankkilainojen ja joukkovelkakirjalainan kovenantit edellyttävät nettovelkaantumisasteen pitämistä alle 125-130 %:n. Nettovelan ja käyttökatteen suhteen kovenanttiraja on 4,5x. Lisäksi pankkilainojen ja valmiusluottolainojen kovenantit edellyttävät yhtiöltä vähintään 15 MEUR:n likviditeettiä.

HKFoodsilla on vielä kauppahintasaamisia Baltian ja Tanskan divestointeihin liittyen yhteensä korkeintaan 80 MEUR vuosina 2024-27, josta 45 MEUR Tanskan liiketoimintojen myyntiin liittyvää kiinteää kauppahintaa, 15 MEUR Baltian liiketoimintoihin liittyvää kiinteää kauppahintaa ja korkeintaan 20 MEUR Baltian liiketoimintoihin liittyvää lisäkauppahintaa (tasearvo 10,5 MEUR).

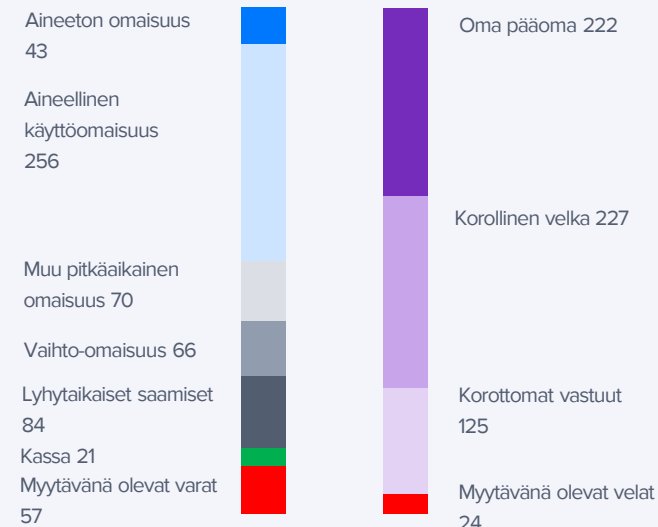
## Hybridin lunastaminen voi venyä

Mikäli Tanskan liiketoimintojen divestointi toteutuu vuoden 2024 aikana, laskisi konsernin nettovelka ennusteemme mukaan 148 MEUR:oon vuoden 2024 lopussa (54 MEUR ilman IFRS 16 – vuokrasopimusvelkoja), jolloin nettovelan ja käyttökatteen suhde olisi 3,0x. Lisäksi oletamme, että hybridilainaa ei lunasteta vuoden 2024 aikana, vaikka yhtiö on ilmaissut pyrkimyksensä hybridilainan lunastamiseen. Olemme avanneet ennusteitamme tarkemmin sivuilla 22-25.

## Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste



## Tase Q1 2024 lopussa (MEUR)



Taseen kokonaissumma 598 MEUR



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 4/4

## Velkojen uudelleenrahoitus lähiaikojen haasteena

HKFoodsin 90 MEUR:n joukkovelkakirjalaina erääntyy 24.3.2025, minkä jälleenerahoittaminen voi osoittautua haastavaksi, mikäli markkina epäilee yhtiön kykyä kestävään tulokäanteeseen. Rahoituksen uudelleenjärjestely vähintäänkin kasvattaa rahoituskustannuksia. Lainan nykyinen korko on vain 5 % (kiinteä). Nykyisessä korkoympäristössä mahdollisen uuden rahoitusratkaisun korko nousisi selvästi olemassa olevaa lainaa korkeammaksi.

HKFoods julkisti 31.5.2024 takaisinostotarjouksen 90 MEUR:n joukkovelkakirjalainalleen preemiolla lainan nimellisarvoon ja markkina-arvoon. Yhtiö pyrkii samalla laskemaan liikkeelle uusia vakuudellisia velkakirjoja ja siten pidentämään velkojensa maturiteettiprofilia. Tarjous ja uusien velkakirjojen liikkeelle lasku ovat ehdollisia sille, että enemmistö nykyisen joukkovelkakirjalainan haltijoista hyväksyy vakuusjärjestelyn.

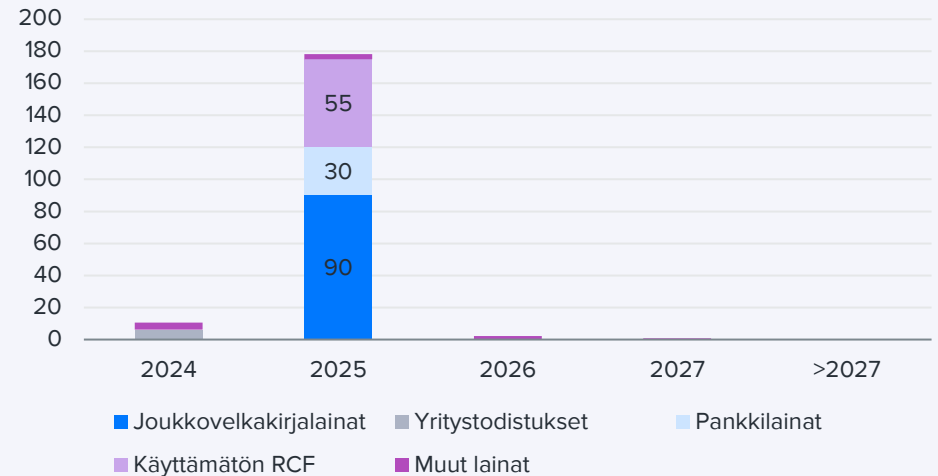
## Käyttöpääoma tehostunut viime aikoina

Kustannusinflaation vaikutuksesta HKFoodsin taseen käyttöpääomaan sitoutui vuoden 2022 aikana lähes 21 MEUR enemmän rahaa kuin vuotta aikaisemmin (sisältäen lopetetut toiminnot). Kustannustason tasaantuminen ja yhtiön varastotasojen lasku käänsivät kehityksen vuonna 2023, jolloin käyttöpääomaa vapautui 6 MEUR (sisältäen lopetetut toiminnot). Käyttöpääoman vapautuminen jatkui myös vuoden 2024 Q1:llä.

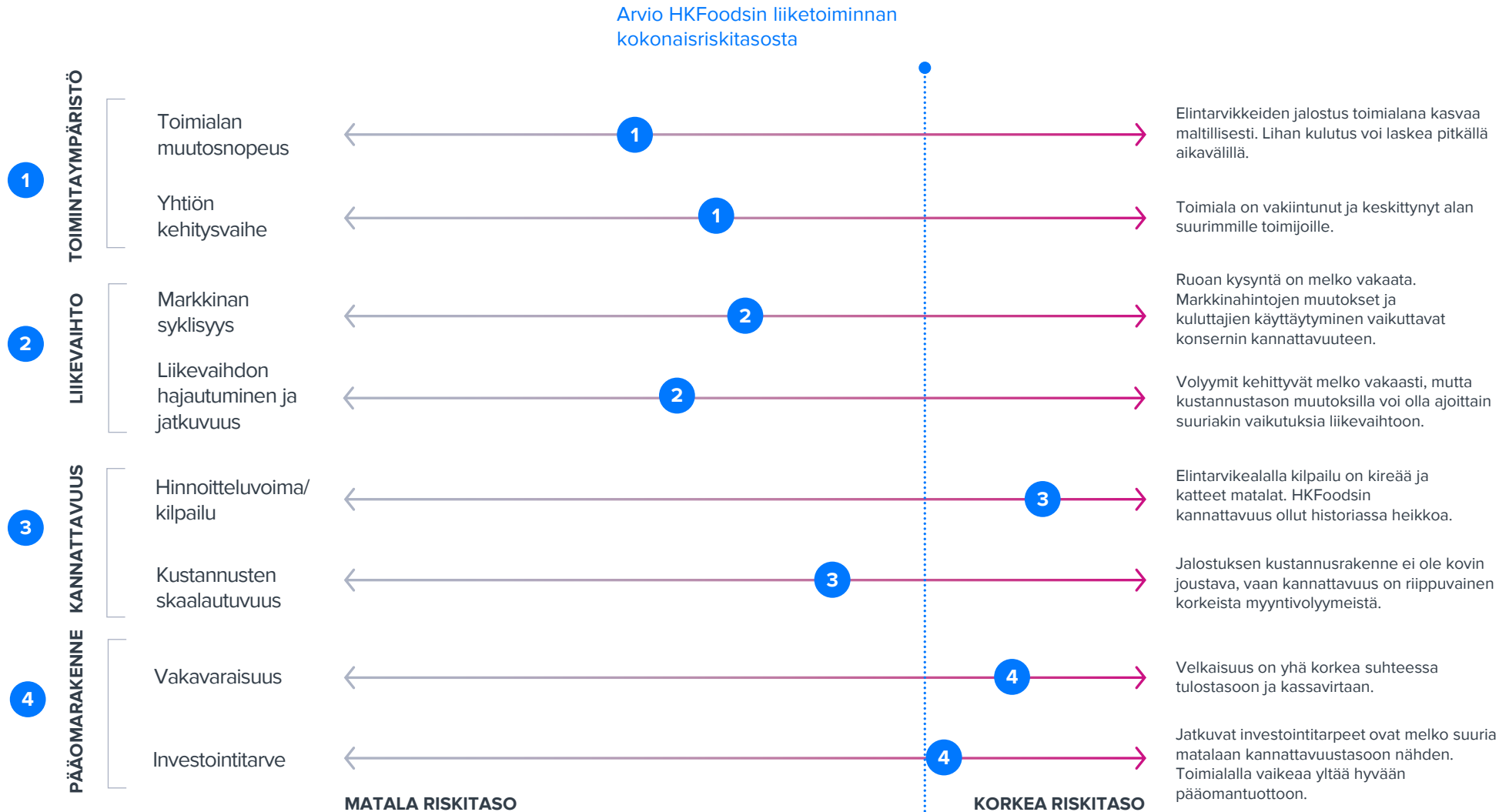
## Käyttöpääomaa rahoitetaan factoringilla

Monien elintarvikealan yhtiöiden tapaan HKFoods hyödyntää factoring-rahoitusta osana liiketoimintaansa. Merkittävä osa HKFoodsin myyntisaamisista liittyy vakavaraisille kaupan alan yhtiöille, kuten Keskolle ja S-ryhmälle toimitettaviin tuotteisiin. Kyseisten asiakkaiden vakavaraisuus on HKFoodsia parempi ja rahoitusriski siten matalampi, joten saamisten myynti factoring-rahoittajille on siksi järkevää. Factoring-rahoituksen tarkkaa määrää ei raportoida julkisuuteen. Ruotsin toimintojen Factoring-velat olivat divestoinnin aikaan noin 50 MEUR, mikä voi antaa suuntaa HKFoodsin Suomen factoring-rahoituksen mittakaavasta. Emme ole sisällyttäneet factoring-rahoitusta velkalaskelmiimme.

## Korollisten velkojen erääntymisjakauma (MEUR)



# Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Sijoitusprofiili

1.

**Investointien keskittäminen Suomeen mahdollistaa tehokkuuden vahvistamisen**

2.

**Markkinan kokonaiskasvu on hidasta, mutta HKFoods panostaa kasvaviin alasegmentteihin**

3.

**Ohuet marginaalit alttiita kärsimään toimintaympäristön muutoksista**

4.

**Tase on yhä velkainen ja rahoituskulut korkeat suhteessa operatiiviseen tulokseen**

5.

**Nousujohteinen tulosnäkyminen ja divestoinnit mahdollistavat velkaisuuden vähentämisen**

## Potentiaali



- Kaupallisesti vahva asema Suomessa mittakaavan ja tunnettujen brändien kautta
- Panostukset siipikarjaan sekä muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokaan
- Keskittyminen Suomeen mahdollistaa investointien keskittämisen ja teollisen tehokkuuden vahvistamisen
- Suomen ulkopuolisten operaatioiden myynnit mahdollistavat velkaisuuden vähentämisen

## Riskit



- Punaisen lihan kulutus laskussa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu elintarvikealalla sekä vähittäiskaupan vahva neuvotteluasema rajoittavat kannattavuutta
- Kuluttajakysynnän ja kustannusympäristön muutokset voivat heiluttaa tulostasoa
- Eläintaudit voivat vaikuttaa vientilupiin
- Velkaisuus yhä korkea suhteessa tulostasoon
- Tuottajien vahva rooli yhtiön päätöksenteossa voi tarkoittaa kompromisseja sijoittajien ja muiden sidosryhmien intressien välillä

# Markkina ja toimintaympäristö 1/3

## Kohdemarkkina PT-kaupassa noin 4 miljardia euroa

HKFoodsin päätuoteryhmien markkinan koko päivittäistavarakaupassa (PT) oli 4,0 miljardia euroa vuonna 2023. Olemme laskeneet HKFoodsin päätuoteryhmiksi naudanlihan, sianlihan, siipikarjan lihan, makkarat ja leikkeleet, muut lihatuotteet, valmisruoat sekä pizzat ja suolaiset piirakat. Määritelmän ulkopuolelle jää joitakin HKFoodsille vähemmän olennaisia kohdemarkkinoita, kuten esimerkiksi kalatuotteet, joita yhtiö tuottaa vuonna 2021 ostetun Jokisen Eväät -yhtiön kautta. Myös foodservice-kanava jää määrittelyn ulkopuolelle.

Päivittäistavarakaupassa HKFoodsin kohdemarkkinat jakautuvat useisiin eri kategorioihin. Makkarat, leikkeleet ja muut lihajalosteet muodostavat jopa noin 1,3 miljardin euron kohdemarkkinan. Tuoreen punaisen lihan myynti on lisäksi reilun 0,5 miljardin ja siipikarjan myynti vajaan 0,5 miljardin markkina Suomessa. Myös valmisruoat muodostavat merkittävän, noin 1,2 miljardin markkinasegmentin. Pizza- ja piirassegmentti on vajaan 0,5 miljardia.

## Foodservice-kanava vajaa viidennes PT-markkinasta

Arvioimme HKFoodsille merkittävän foodservice-markkinan kooksi Suomessa noin 600-700 MEUR, eli noin 15-18 % suhteessa vähittäiskaupparakkinan. Foodservice-tukkukaupan kokonaisliikevaihto Suomessa on noin 17 % suhteessa elintarvikemyynnin arvoon PT-kaupassa, mikä tukee arviotamme. Arviomme on myös linjassa pääkilpailijan Atrian esittämään arvioon lihan ja lihatuotteiden markkinan koosta Suomen foodservice-kanavassa (~600 MEUR).

## Merkittävä osuus kohdemarkkinan viime vuosien kasvusta syntynyt hintojen noususta

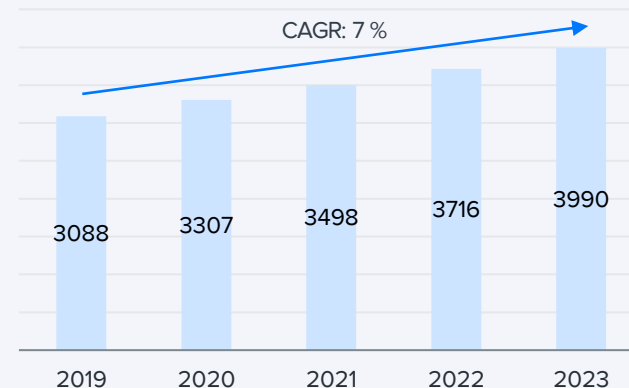
PT-markkinan päätuoteryhmien liikevaihtoon katsottuna HKFoodsin kohdemarkkina kasvoi PTY:n tilastojen perusteella keskimäärin 6,6 %/v vuosien 2019-23 välillä. Kasvusta peräti 5,3 %-yksikköä on syntynyt hintojen nousun vaikutuksesta. Hintojen nousu on ollut erityisen voimakasta vuosien 2022 ja 2023 aikana, jolloin hintataso nousi noin 9-10 %: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 naudan kulutus pysynyt isossa kuvassa vakaana, vaikka vuositasolla vaihtelu on ollut ajoittain merkittävää.

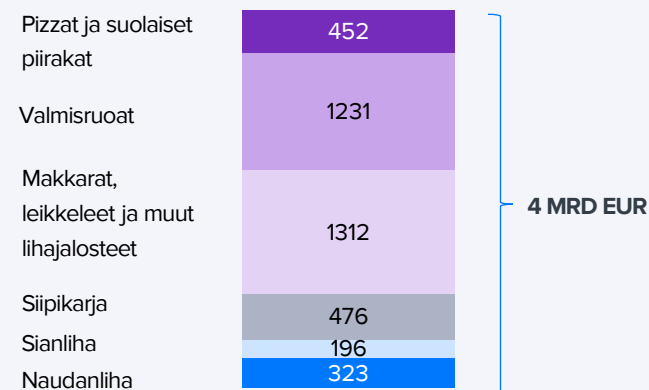
## Vientimarkkinat ovat erittäin suuret

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. HKFoodsin viennistä suuri osa kohdistuu korkean elintason maihin, kuten EU-maihin ja Japaniin. Näillä markkinoilla HKFoodsin vientilihan kilpailukyky perustuu ainakin osittain sen korkeaan laatuun ja antibioottivapauteen. Myös esimerkiksi Kiina on HKFoodsille merkittävä, joskin selvästi hintavetoisempi vientimarkkina.

## Markkinan koko HKFoodsin päätuoteryhmissä PT-kanavassa (MEUR)<sup>1</sup>



## Markkinan jakautuminen tuoteryhmiin (MEUR, 2023)<sup>2</sup>



# Markkina ja toimintaympäristö 2/3

## Kulutustottumusten muutos on suosinut siipikarjaa

Tilastojen valossa siipikarjan lihan kulutus on ollut kasvussa jo pitkään Suomessa. Vuonna 2022 keskimääräinen suomalainen söi siipikarjan lihaa 28 kg, kun vielä vuonna 2000 vastaava luku oli 13 kg. 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 naudanlihan kulutuksen laskusta valtaosa toteutui vuoden 2022 inflaatiopiikin yhteydessä.

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 jännteellä kehitys on melko vakaata

Arviot lihan kulutuksen kehityksestä ovat hieman vaihdelleet viime vuosina. Luonnonvarakeskus arvioi vuonna 2021 lihan kokonaiskulutuksen per henkilö

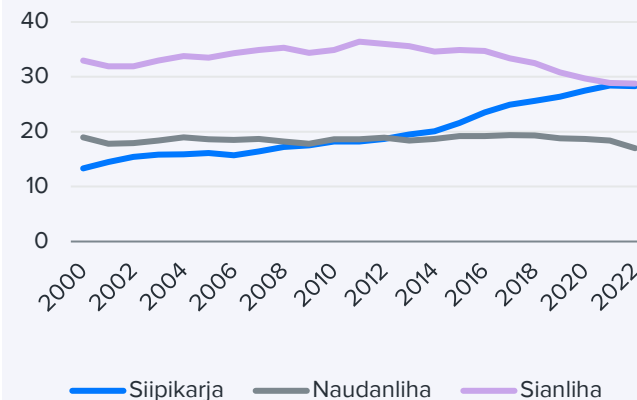
(sisältäen mm. siipikarjan lihan) laskevan Suomessa yhteensä noin 1-2 % kuluvaan vuosikymmeneen aikana, mikä tarkoittaisi muutoksen olevan vuositasolla erittäin pientä. Myös koko Euroopan tasolla kuluttajakohdaisen lihan kulutuksen arvioidaan laskevan vain noin yhden prosentin vuosien 2021-31 välillä<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 lihan kulutukseen 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 HKFoodsin kohdemarkkinat voivat kasvaa mm. korkeamman lisäarvon tuotteiden, kuten valmisruokien ja muiden jalosteiden kautta. Siksi arvioimme kohdemarkkinan kehittyvän keskipitkällä aikavälillä pitkälti linjassa muun perinteisen elintarviketeollisuuden kanssa eli karkeasti Suomen BKT:n kehityksen mukaisesti.

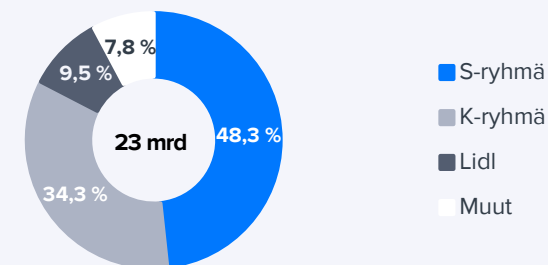
## Vähittäiskauppa keskittynyt isoille toimijoille

Yksi Suomen elintarvikemarkkinan erityispiirteistä on päivittäistavarakaupan 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 %.

## Lihan kulutus Suomessa (kg/henkilö)



## Suomen PT-kaupan markkinaosuudet 2023



<sup>1</sup>) Lähde: EU Agricultural outlook 2021 ja Eurostat

# Markkina ja toimintaympäristö 3/3

Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija vajaan 10 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä rajoittaa HKFoodsin ja muiden toimijoiden neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa. HKFoods pyrkii painottamaan tässä asetelmassa brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa.

## Private labelin osuus ruokaostoksista kasvanut

Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi HKFoodsin hinnoitteluvoimaa heikentävät kaupan omat merkit (mm. Suomessa Pirkka, K-Menu, Kotimaista ja Coop). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuonna 2022 PTY:n tilastojen mukaan 24 %. Tilastot eivät kuitenkaan vielä anna täysin ajantasaisista kuvaa viime aikojen kehityksestä, sillä kuluttajien ostovoiman heikentyminen on kasvattanut private labelin osuutta entisestään vuosien 2022-23 aikana. Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden katteet ovat brändituotteita heikommalla. HKFoods ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä.

## Investointikyky rajoittanut kasvua suhteessa markkinaan

HKFoodsin Suomen liikevaihto on kasvanut vuosien 2020-23 aikana keskimäärin 5,0 %, eli hitaammin kuin yhtiön kohdesegmentit Suomessa (6,6 %). Samalla pääkilpailija Atria on oman raportointinsa perusteella onnistunut kasvattamaan valmistajaosuuttaan Suomessa. Arvioimme

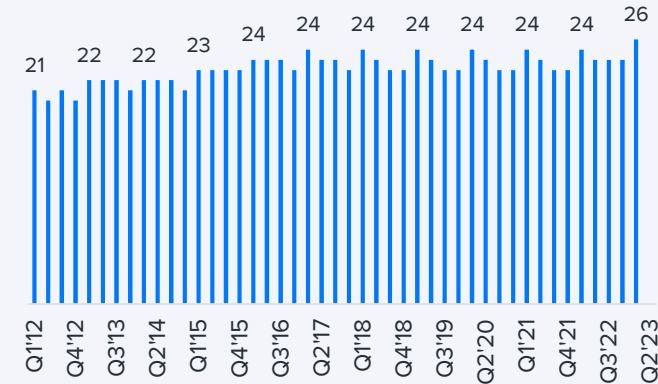
HKFoodsin tiukan taloudellisen tilanteen ja matalahkon investointikyvyyden painaneen kasvumahdollisuuksia viime vuosina. Vuoden 2024 Q1:llä yhtiö kuitenkin kertoi kaupallisista onnistumisista ja raportoi markkinoita vahvempaa kasvua, joten tilanne näyttäisi ainakin lyhyellä aikavälillä kehittyvän parempaan suuntaan. Taseen vahvistuminen ja investointikyvyn parantuminen voisi tukea yhtiön kilpailuasemaa pitkällä aikavälillä.

Arvioimme HKFoodsin kilpailuvahvuusiksi suuren mittakaavan ja tunnetut brändit Suomessa suhteessa pienempiin kotimaisiin lihajalosteiden valmistajiin tai tuontilihaan. Kotimaisiin pääkilpailijoihin nähden emme kuitenkaan näe merkittäviä kilpailuetuja. Lihan hinnan nousu kansainvälisillä markkinoilla ja sitä kautta tuonnin lasku ovat viime vuosina tukeneet HKFoodsia, joka nojaa läheisiin suhteisiin kotimaisten lihantuottajien kanssa. Samalla tuontiraaka-ainetta hyödyntävät toimijat ovat kärsineet. Hintojen suhteellinen tasapaino voi kuitenkin ajan saatossa vaihdella.

## Kilpailu, mutta vakaa markkinaympäristö

HKFoodsin merkittävimpiä kilpailijoita ovat Suomessa Atria, Snellman ja Saarioinen. Kilpailu on lihanjalostuksessa kireää, mutta emme odota kilpailuympäristön muuttuvan merkittävästi lähitulevaisuudessa. Matalakatteinen ja perinteinen toimiala ei varsinaisesti houkuttele ulkomaisia toimijoita investoimaan Suomeen paikalliseen tuotantoon. Arvioimme pohjoismaisen lihanjalostusteollisuuden keskittyvän tulevina vuosina entisestään alan suurimmille toimijoille.

Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Tavoitteena kasvu monipuoliseksi ruokataloksi

HKFoodsin pitkän aikavälin strateginen tavoite on kasvaa monipuoliseksi ruokataloksi. Lyhyellä aikavälillä strategiassa on korostunut taloudellisen perustan vahvistaminen sekä ydinliiketoiminnan kannattavuuden parantaminen, joissa onnistuminen on myös edellytys pidemmän aikavälin strategian edistämiseksi.

## Divestoinnit tukevat taloudellista asemaa

Yhtiön taloudellinen asema heikentyi vuosien 2020-22 aikana mm. kannattavuushaasteiden seurauksena, mikä on aiheuttanut tarpeen priorisoida velkaisuuden vähentämistä lyhyellä aikavälillä. Yhtiö on toteuttanut merkittäviä velkaisuutta vähentäviä divestointeja viime vuosina sisältäen Baltian ja Ruotsin toimintojen myynnit vuosien 2023-24 aikana sekä Tanskan toimintojen myynnin, jonka arvioidaan toteutuvan vuoden 2024 aikana. Q1 2024 lopussa yhtiön nettovelkaisuusaste oli enää 94 % eli alle 100 % tavoitetason (2022: 124 %). Arvioimme velankantokyvyn riittävän nykyisen velkamäärän asteittaiseen vähentämiseen olettaen, että Suomen liiketoimintojen kannattavuustason parantuminen vuosina 2023-24 osoittautuu kestäväksi. Tase mahdollistaa myös ainakin maltillisten korvaus- ja tehostusinvestointien toteuttamisen, mutta suuriin kasvuhankkeisiin tai yritysostoihin on toistaiseksi niukasti edellytyksiä.

## Kannattavuuden parantaminen keskiössä

HKFoods on kärsinyt historiassa merkittävistä kannattavuushaasteista Suomen liiketoiminnoissaan. Vuosina 2017-19 Suomen oikaistu liiketulos painui negatiiviseksi Rauman uuden siipikarjatehtaan käynnistyshaasteiden vuoksi. Kannattavuus on sittemmin toipunut parannusinvestointien ja tehostamistoimien avulla, vaikka kehitys ei ole ollut

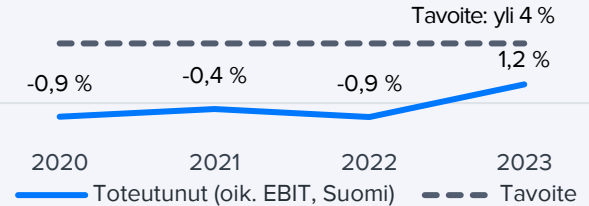
lineaarista ja välillä tehostamistoimien vaikutukset ovat jääneet väliaikaisiksi. Vuosille 2023-24 on erikseen esitetty tehostustoimia, joiden yhteenlaskettu säästöavoite on noin 12 MEUR. Toimista noin puolet toteutui jo vuonna 2023 ja puolet tulevat yhtiön arvion mukaan toteutumaan 2024-H1 2025 aikana. Konsernihallinnon kulurakenteesta löytynee lisää tehostettavaa Ruotsin ja Tanskan divestointien myötä. Kannattavuuden parantaminen on osittain riippuvaista investointikyvystä. Toiminnan ja investointien keskittäminen Suomeen nähdäksemme tukee mahdollisuuksia kannattavuuden parantamiseen. Tavoitellun 4 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen on vielä kaukana toteutuneesta tasosta (2023 oik. EBIT: 1,2 %) ja toimialan kilpailutilanne sekä liiketoimintojen historiallinen kannattavuus huomioiden pidämme tavoitetta haastavana. Samoin perustein toteamme myös 12 %:n ROCE-tavoitteen erittäin haastavaksi saavuttaa (2023: 3,0 %).

## Kasvua siipikarjasta ja jalostusasteen nostamisesta

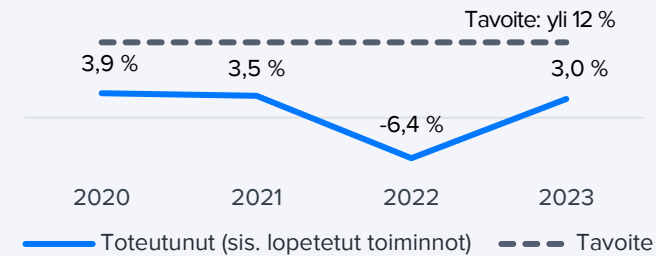
HKFoodsin tavoitteena on olla monipuolinen ruokatalo, jonka tuoteportfolio tarjoaa kuluttajille ratkaisuja erilaisiin ruokahetkiin. Kasvun kannalta yhtiön tärkeimpiä segmenttejä ovat siipikarja, valmisruoat ja erilaiset valmiit tai puolivalmiit ateriakomponentit. Yhtiö tiedotti maaliskuussa 2024 investoivansa 8 MEUR kypsien tuotteiden linjastoon Euran tehtaalla, jolla pyritään vastaamaan erityisesti foodservice-asiakkaiden tarpeisiin. Matalakatteista lihan vientiä pyritään puolestaan vähentämään mm. sovittamalla tuotanto vastaamaan paremmin kotimaan kysyntää. Arvioimme yhtiön pystyvän kasvamaan karkeasti elintarvikemarkkinan keskimääräisen maltillisen kasvutahdin mukaisesti (pitkällä aikavälillä noin 2 %/v). Kasvu syntyy pääasiassa korkeamman jalostusasteen kautta.

## Taloudelliset tavoitteet

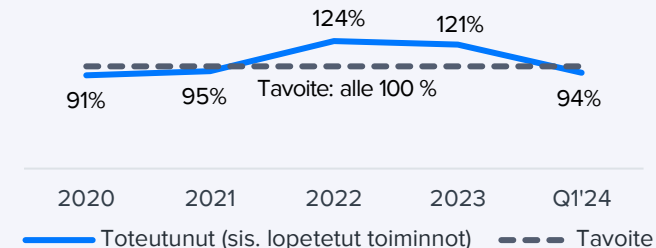
### Liikevoitto-%



### Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE)



### Nettovelkaantumisaste



### Osingonjakosuhte

Tavoite: yli 30 %  
Osinkoa ei ole viime vuosina jaettu matalasta tuloksesta ja haastavasta taloudellisesta tilanteesta johtuen.

# Ennusteet 1/5

## Hintatason nopea nousu ohii

HKFoods ei anna numeerista ohjeistusta liikevaihdon kasvulle. Jatkuvien toimintojen kasvu nousi vuosina 2022-23 korkeaksi erityisesti kustannusinflaation ja tätä seuranneen myyntihintojen nousun johdosta, mutta markkinan tasolla hintojen nousu on vuoden 2024 alussa pysähtynyt. Arvioimme HKFoodsin liikevaihdon orgaanisen kasvun siksi hiipuvan 3 %:iin vuosina 2024-25 ja edelleen 2 %:iin vuonna 2026. Ennustamamme orgaaninen kasvu vastaa pitkälti markkinan kasvuvauhtia. Kasvu syntyy lyhyellä aikavälillä pienestä volyymin kasvusta ja isossa kuvassa tuotemixin parantumisesta kohti korkeamman lisäarvon ja jalostusasteen tuotteita. Kohdemarkkinan euromääräinen kasvu jäänee lähivuosina muutaman prosentin tasolle, ellei kuluttajien ostovoimaan tai toimialan kustannustasoon kohdistu suuria muutoksia. HKFoods on viime aikoina kuvailut kuluttajakysyntää kohtuullisen positiivisin sanankääntein, mutta käsityksemme mukaan esimerkiksi nautan arvo-osien kysyntä on edelleen heikkoa kuluttajien laskeneesta ostovoimasta johtuen.

## Jalostusasteen kasvattaminen tukee kasvua

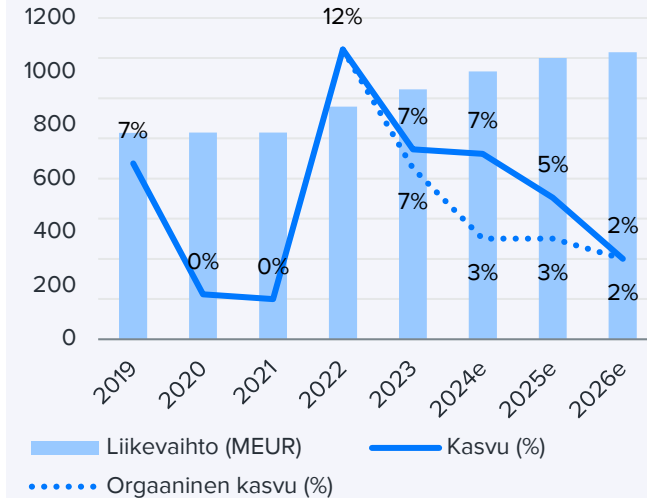
HKFoodsin kokonaismyyntivolyymit eivät ole kasvaneet merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana, sillä mm. punaisen lihan kulutus on ollut maltillisessa laskussa. Toisaalta siipikarjan kulutus, valmisruoat ja erilaiset pidemmälle jalostetut valmiimmat raaka-aineet ovat kasvavia segmenttejä. Myös yhtiön keskittyminen Suomeen ja investointikyvykkyyden parantuminen voisivat tukea jatkuvien toimintojen kasvua kilpailukykyisempien teollisten toimintojen kautta. Euraan valmistella oleva erityisesti foodservice-kanavaa palveleva uusi kypsien tuotteiden tuotelinja toteutetaan vuoden 2024 aikana

ja uusien linjastoilta tulevien tuotteiden on tarkoitus tulla myyntiin vuoden 2025 Q1:ltä alkaen, mikä voisi tukea myyntivolyymejä. Kyseinen 8 MEUR:n investointi osittain korvaa aiemmin alihankintana teetettyjä tuotteita.

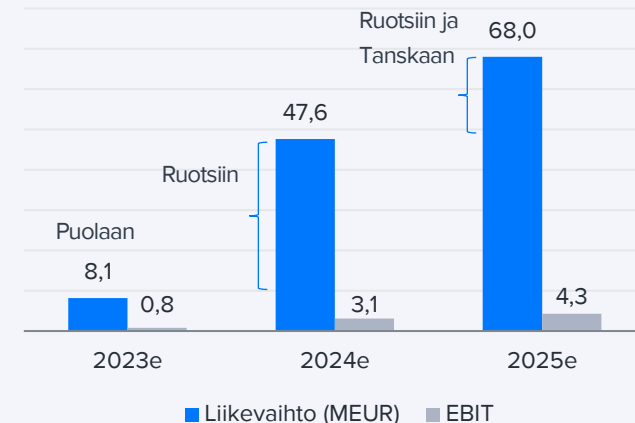
## Puolan liikevaihdon raportoinnilla osana Suomea merkittävä vaikutus lähivuosien lukuihin

Puolan pekoniliiketoiminnan ulkoinen liikevaihto kirjattiin aikaisemmin osana Ruotsin liiketoimintoja, mutta 2023 tilinpäätöksestä alkaen ulkoinen liikevaihto on kirjattu Suomen lukuihin. Valtaosa Puolan myynnistä on kuitenkin ollut sisäistä liikevaihtoa ja kohdistunut lähinnä Ruotsiin, mutta myös Tanskaan. Ruotsin divestoinnin myötä ulkoinen liikevaihto kasvaa huomattavasti 2024 maaliskuun lopusta alkaen, sillä arvioimme toimitusten Ruotsiin jatkuvan normaalisti. Arvioimme tällä olevan noin 53 MEUR:n liikevaihtoa kasvattava vaikutus vuositasona, josta noin 40 MEUR vuonna 2024 ja loput 13 MEUR vuoden 2025 Q1:llä. Tanskan liiketoimintojen myynnin toteutuessa vuoden 2024 loppuun mennessä tulisi Puolan ulkoisen liikevaihdon kasvusta arvioimme mukaan noin 7 MEUR:n liikevaihtoa kasvattava vaikutus vuoden 2025 lukuihin. Puolan yhtiön kannattavuus on konsernia korkeampi. Arvioimme Ruotsiin ja Tanskaan kohdistuvan ulkoisen liikevaihdon kasvun tukevan liikevoittoa noin 3,5 MEUR:lla, josta 2,3 MEUR vuonna 2024.

## Liikevaihdon kehitys<sup>1</sup>



## Puolan ulkoisen liikevaihdon vaikutus suhteessa 2022 lukuihin



Lähde: Inderesin arvio

<sup>1</sup>) Sisältää vain jatkuvat toiminnot (HKFoods Suomi). Orgaanisesta kasvusta korjattu pois Puolan liikevaihdon raportointiin liittyvät muutokset.



# Ennusteet 2/5

## Tehostamisen tulisi tukea kannattavuutta

Jatkuvien toimintojen bruttokate vuonna 2023 oli 7,0 % liikevaihdosta ja vuoden 2024 Q1:llä bruttokatteen kehityssuunta oli positiivinen. Arvioimme katetason parantuvan vuosina 2024-25 mm. tuotannon tehostamistoimien ja investointien ansiosta. Lisäksi HKFoods raportoi vuoden 2024 alkupuolella, että kaupalliset onnistumiset kotimaassa sekä viennin väheneminen tukevat marginaalin parantumista myynnin jakauman kautta. Kaupalliset olosuhteet voivat toki vaihdella ajoittain, mutta ainakin toistaiseksi näkymä on melko positiivinen. Myös Puolan ulkoisen liikevaihdon kasvu nostaa arvioimme mukaan konsernin katetasoa. Arvioimme vuosien 2024-25 bruttokatemarginaaliksi 7,3-7,4 %.

Konsernin ainoan jäljellä olevan liiketoiminta-alueen, Suomen oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme 27,9 MEUR:oon vuoden 2024 aikana (2023: 20,5 MEUR). Tulosparannus syntyy lähinnä bruttokatteen kasvun myötä ja tästä 2,3 MEUR liittyy Puolasta kirjattavan ulkoisen liikevaihdon kasvuun eli vertailukelpoinen ennustamamme liikevoiton kasvu on 5,1 MEUR vuonna 2024 (pelkästään Q1:llä oik. liiketulos parantui 2,9 MEUR v/v). Vuonna 2025 Suomen oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme edelleen 31,7 MEUR:oon, mihin vaikuttaa mm. vuoden 2024 aikana päätökseen saatavat tehostusinvestoinnit ja 1,2 MEUR:n lisätuloskontribuutio Puolasta.

Arvioimme HKFoodsin toteuttavan lisää henkilöstövähennyksiä konsernihallinnossa konsernin koon kutistuttua Ruotsin ja Tanskan divestointien myötä. Arvioimme konsernihallinnon vertailukelpoisten kustannusten laskevan 7,9 MEUR:oon 2024e ja 7,0 MEUR:oon 2025e (2023: 8,9 MEUR). HKFoods-konsernin oikaistu liikevoitto kasvaisi siten 20,0

MEUR:oon 2024e ja 24,7 MEUR:oon 2025e (2023: 11,6 MEUR). HKFoods ohjeistaa oikaistun liikevoiton paranevan vuonna 2024 suhteessa vuoteen 2023, minkä toteutuminen vaikuttaa ennusteidemme valossa todennäköiseltä. Ennusteemme olettavat HKFoodsin kysyntä- ja kustannusympäristön pysyvän vakaina.

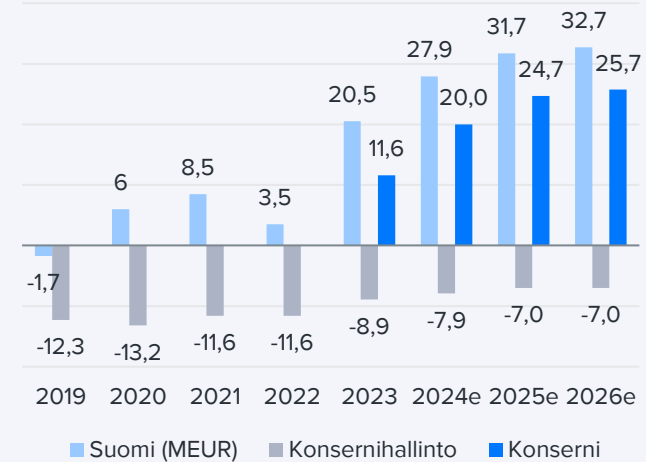
Tulostason ennustamiseen liittyy merkittävästi epävarmuutta, sillä yhtiön historiallinen kannattavuus on ollut heikko ja meneillään oleva suuri muutos konsernirakenteessa vaikeuttaa lukujen vertailukelpoisuuden arviointia. Toisaalta yhtiön tulos on viime aikoina kehittynyt positiivisesti ja tuotantoinvestointien kasvattaminen voisi pitkällä tähtäimellä parantaa selvästi yhtiön kilpailukykyä heikkoon lähtötasoon nähden.

## Investoinnit voivat hieman ylittää poistotason

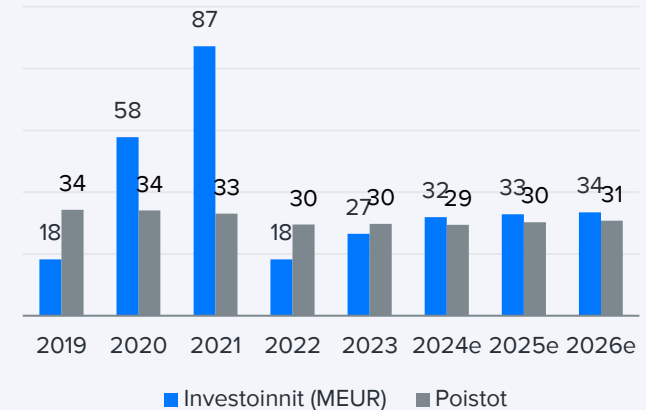
HKFoods näyttäisi kasvattavan tuotannollisia investointejaan. Arvioimme investointitason kohoavan 32 MEUR:oon vuonna 2024 (2023: 27 MEUR), sisältäen vuokrasopimusten kapitalisointien lisäykset. Vuoden 2024 investointeihin sisältyy mm. noin 8 MEUR:n tuotantolinjainvestointi kypsien tuotteiden valmistukseen Euran yksikköön, Forssan pakkaustoimintaan kohdistuvan 5 MEUR:n investoinnin loppuosa sekä Rauman siipikarjaleikkaamon noin 5 MEUR:n automaatioinvestoinnin loppuosa.

Vuokrasopimusvelkojen kapitalisointiin liittyvien investointien arvioimme kehittyvän täsmälleen linjassa poistotason kanssa (2024-26: ~9 MEUR/v). Muiden poistojen oletamme kasvavan maltillisesti suhteessa vuoden 2023 tasoon (21 MEUR) nähden.

## Oikaistun liikevoiton kehitys



## Investoinnit ja poistot<sup>1,2</sup>



1) Sisältää vuokrasopimuspoistot ja käyttöoikeuserien lisäykset. Vuosien 2020-21 investointeihin sisältyy Vantaan toimitilojen tontin osto (2020: 38 MEUR) sekä takaisinvuokraus (2021: 71 MEUR).  
2) Jatkuissa toiminnoissa.

# Ennusteet 3/5

## Rahoituskulut laskevat hieman korkealta tasolta

Arvioimme rahoituskulujen vuotuisen rullaavan tason olevan Ruotsin divestoinnin jälkeen noin 11,5 MEUR. Velkamäärä laskee entisestään Tanskan liiketoimintojen divestoinnin toteutuessa vuoden 2024 aikana, mikä laskee rahoituskuluja. Toisaalta HKFoodsin 90 MEUR:n joukkovelkakirjalaina eräänäyksi maksettavaksi vuonna 2025 ja arvioimme lainan uusimisen tarkoittavan koron nousua arviolta 9 %:n tasolle (nykyisen JVK:n korko 5 %), jolloin rahoituskulujen rullaava taso nousisi jopa noin 3 MEUR:lla.

Ennustamme vuoden 2024 nettorahoituskuluiksi 14,5 MEUR, mihin vaikuttaa vielä Q1:n korkeat rahoituskulut, joihin sisältyi mm. Ruotsin liiketoiminnan velat ja factoring-rahoituksen kustannukset. Arvioimme nettorahoituskulujen laskevan vuonna 2025 12,0 MEUR:oon, mikä vastaa 8,7 %:n keskimääräistä nettokustannusta suhteessa nettovelan keskimääräiseen tasoon (sisältäen IFRS 16 -velan). Hybridilainan kustannusta (4,1 MEUR/v) ei lasketa mukaan korkokustannuksiin, mutta oletamme tämän kustannuksen rullaavan vuoden 2026 syyskuuhun saakka.

## Verojen ennakointi haastavaa

Verotason ennakointi on HKFoodsin kohdalla jokseenkin haastavaa, sillä konserniin kuuluu useita yhtiötä eri tasoilla omistusosuuksilla, joista osalla tulokset voivat olla positiiviset ja aiheuttaa siten verokuluja, vaikka konsernin tulos onkin vielä tappiollinen. Liiketoiminnan keskittyminen pääosin Suomeen vuodesta 2024 alkaen helpottaa tulosten nettottamista, jolloin verokulujen tulisi laskea. Olemme arvioineet verokuluiksi 4 MEUR vuosille 2024-25 (2023: 6,6 MEUR). Olemme olettaneet pitkän aikavälin

veroasteeksi 20 % vuodesta 2026 alkaen. Tuloksen kääntyessä positiiviseksi HKFoods voi tulevaisuudessa hyödyntää aiempia tappioitaan verojen maksun vähentämiseksi.

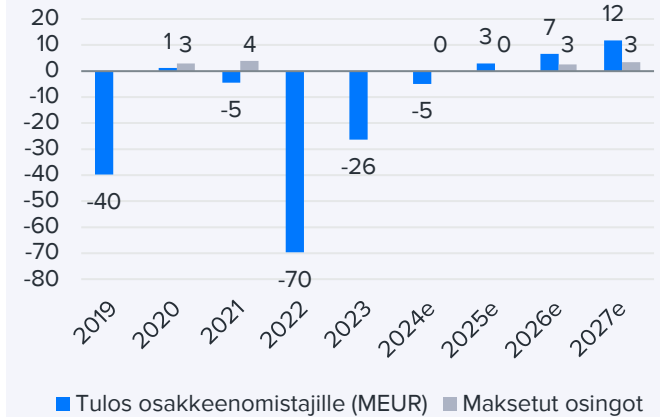
## Nettotulos voisi kääntyä positiiviseksi lähivuosina

Nettotulos osakkeenomistajille parantuu ennusteissamme ja kääntyy positiiviseksi vuonna 2025. Tulosta tukee operatiivisen tuloskasvun lisäksi mm. rahoituskulujen pieni lasku ja hybridilainan ennustettu takaisinmaksu vuoden 2026 aikana (vain 1 MEUR vaikutus 2026 tulokseen, mutta täysimääräinen 4 MEUR:n vaikutus 2027 alkaen). Arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset osingonmaksun jatkamiseen, kun hybridi on lunastettu. Olettaen, että hybridiä ei lunasteta vielä 2024-25, osingonmaksu voisi jatkua vuoden 2026 tuloksesta. Ennustamme vuodelle 2026 0,03 euron osakekohtaista osinkoa (yhteensä 2,5 MEUR). Arvioimme osingon kasvavan 0,04-0,05 euroon vuosilta 2027-28. Aikaisempikin osingonmaksun aloittaminen voisi olla mahdollista, mutta rahoitusasemaan liittyvästä epävarmuudesta johtuen emme pidä sitä todennäköisenä.

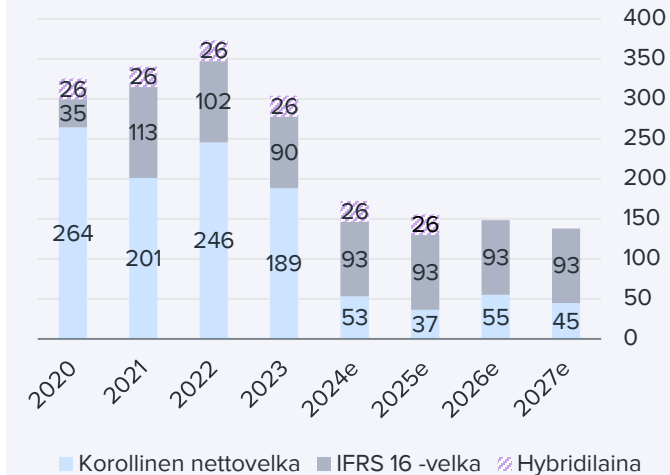
## Divestointien käteisvastikkeita maksetaan todennäköisesti vuoteen 2027 saakka

Olemme olettaneet Tanskan liiketoimintojen divestoinnin toteutuvan vuoden 2024 aikana HKFoodsin arvion mukaisesti, jolloin yhtiö saisi 44 MEUR:n kauppahinnan vuoden 2024 aikana. Lisäksi Baltian liiketoimintojen myyntiin liittyviä vastikkeita on vielä saatavana. Baltiaan liittyvien kiinteiden saatavien määrä on 15 MEUR, josta 5 MEUR maksetaan vuoden 2024 elokuussa ja 10 MEUR vuoden 2025 elokuussa. Lisäkauppahinta on puolestaan korkeintaan 20 MEUR ja sen maksut jakautuvat vuosille 2025-27.

## Nettotulos ja osinko<sup>1</sup>



## Velkaisuuden kehitys (MEUR)



1) Vuodet 2019-23 sisältävät lopetettujen toimintojen tuloksen. 2024-27 vain jatkuvien toimintojen tuloksen.



# Ennusteet 4/5

Olemme olettaneet HKFoodsin saavan lisäkauppahintana 10,5 MEUR (vastaa saamisen viimeisintä raportoitua tasearvoa 31.3.2024) ja maksujen jakautuvan tasaisesti vuosille 2025-27 (3,5 MEUR per vuosi). Kauppahintojen maksut luonnollisesti auttavat velkaisuuden vähentämisessä lähivuosien aikana.

## Rahoitusjärjestelyissä voidaan joutua turvautumaan oman pääoman ehtoisin ratkaisuihin

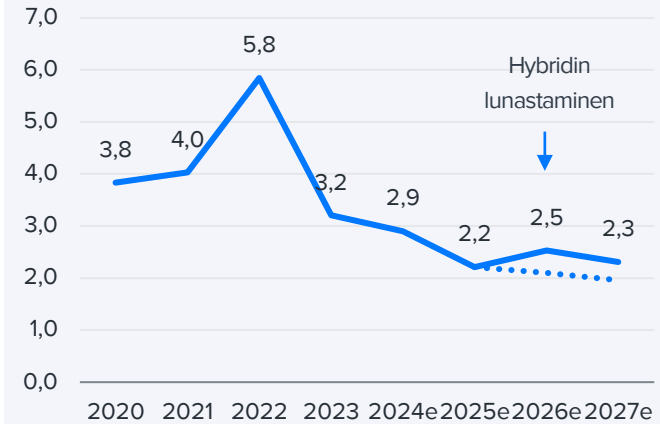
HKFoods on viestinyt aikeensa lunastaa 25,9 MEUR:n hybridilainansa vuoden 2024 elokuussa. Hybridilainan korko on noussut alkuperäisestä 8 %:sta 16 %:iin syyskuussa 2023, sillä yhtiön taloudellinen tilanne ei ole mahdollistanut lainan lunastamista. Nykyisillä ennusteillamme vuoden 2024 lopun nettovelan ja käyttökäteen suhde olisi 2,9x tai 3,4x jos hybridi lunastettaisiin. Arvioimme, ettei lunastaminen onnistu vuoden 2024 aikana. Yhtiö joutuu myös uudelleenrahoittamaan 90 MEUR:n joukkovelkakirjalainan maaliskuuhun 2025 mennessä ja käytännössä sopiva uudelleenrahoitusratkaisu tulee sorvata jo pääosin vuoden 2024 puolella. Hybridin lunastaminen heikentäisi taseen omavaraisuutta ja kasvattaisi velkaisuutta velkasijoittajien näkökulmasta, mikä vaikuttaisi negatiivisesti 90 MEUR:n joukkovelkakirjan uudelleenrahoitusmahdollisuuksiin ja ehtoihin. Myös itse joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoittaminen voi osoittautua haastavaksi, vaikka hybridiä ei vielä lunastettaisi. Osakeanti, yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden tarjoaminen tai uuden edullisemmän hybridilainan liikkeelle laskeminen voisivat tarvittaessa olla mahdollisia ratkaisuja osana yhtiön rahoitusjärjestelyitä, joilla hybridilainaa pyrittäisiin korvaamaan tai toisaalta omavaraisuutta vahvistamaan velkarahoituksen

saatavuuden tueksi.

## Tulosparannus voisi mahdollistaa velkatason laskun sisäisen kassavirran kautta

Emme ole sisällyttäneet osakepohjaisten rahoituskeinojen käyttöä ennusteisiimme, vaan olemme olettaneet ennusteissamme HKFoodsin pystyvän jälleenrahoittamaan 90 MEUR:n JVK:n ja ajan myötä vähentämään velkaisuutta sisäisen kassavirran avulla. Tämä edellyttäisi kannattavuustason merkittävää ja kestävää parantumista suhteessa aiempiin vuosiin, mistä on nähty alustavia merkkejä vuonna 2023 ja alkuvuonna 2024. Olemme siten olettaneet ennusteissamme hybridilainan lunastettavan vuonna 2026, jolloin nettovelan ja käyttökäteen suhde nousisi 2,5x:een 2026 lopussa (ilman lunastusta 2,1x). Esimerkiksi Atrialla vastaava luku oli vuoden 2023 lopussa 2,7x, mikä ei näyttäydy erityisen ongelmallisena rahoittajille, koska he luottavat yhtiön tulostason kestävä. Myös HKFoodsin tuloksen kestävä parantuminen tukisi edullisempien rahoitusratkaisujen saatavuutta ja voisi mahdollistaa kalliin hybridin lunastamisen. Mikäli tuloksen epävakaa kehitys jatkuu kuten historiassa, voi yhtiö joutua turvautumaan kalliiseen velkarahaan vielä useita vuosia, jolloin myös osingonmaksukyky jäisi heikoksi.

## Nettovelka/EBITDA<sup>1</sup>



1) Vuosien 2022-23 luvut laskettu sisältäen lopetettujen toimintojen käyttökäteen koko vuodelta. Katkoviiva esittää skenaariota, jossa hybridilainaa ei lunasteta lainkaan.

# Ennusteet 5/5

## Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1715</b>	<b>1744</b>	<b>1781</b>	<b>1815</b>	<b>1834</b>	<b>1163</b>	<b>1000</b>	<b>1051</b>	<b>1072</b>
-kasvu	-5,1 %	1,7 %	2,1 %	1,9 %	1,0 %	-36,6 %	-14,0 %	5,0 %	2,0 %
HKScan Suomi	722	771	772	772	868	933	1000	1051	1072
-kasvu	-2,7 %	6,7 %	0,2 %	0,0 %	12,4 %	7,5 %	7,2 %	5,0 %	2,0 %
-josta orgaanista kasvua					12,4 %	6,5 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %
-josta Puolan raportoinnin muutokseen liittyvää kasvua						0,9 %	4,2 %	2,0 %	0,0 %
<b>Bruttokate</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>117</b>	<b>110</b>	<b>97</b>	<b>79</b>	<b>73</b>	<b>78</b>	<b>79</b>
-% liikevaihdosta	3,2 %	4,2 %	6,6 %	6,1 %	5,3 %	6,8 %	7,3 %	7,4 %	7,4 %
Kiinteät kustannukset (ei sis. poistoja)	-37	-17	-39	-32	-42	-26	-23	-21	-21
<b>Käyttökate</b>	<b>18</b>	<b>57</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>57</b>	<b>58</b>
-% liikevaihdosta	1,0 %	3,3 %	4,4 %	4,3 %	3,0 %	4,5 %	5,0 %	5,4 %	5,4 %
Poistot	-67	-80	-57	-60	-46	-35	-31	-32	-33
Liikevoitto	-49	-23	21	18	10	17	20	25	26
-% liikevaihdosta	-2,9 %	-1,3 %	1,2 %	1,0 %	0,6 %	1,5 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto</b>	<b>-48</b>	<b>-2</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
-% liikevaihdosta	-2,8 %	-0,1 %	1,0 %	0,8 %	0,5 %	1,3 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %
HKScan Suomi	-37	-2	6	9	4	21	28	32	33
-% liikevaihdosta	-5,1 %	-0,2 %	0,8 %	1,1 %	0,4 %	2,2 %	2,8 %	3,0 %	3,1 %
Konsernihallinto	-14	-12	-13	-12	-12	-9	-8	-7	-7
Nettorahoituskulut	-10	-12	-11	-15	-16	-28	-15	-12	-11
PTP	-59	-35	12	7	-1	-9	7	14	17
Verot	7	-3	-8	-8	-4	-7	-4	-4	-3
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>-51</b>	<b>-38</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-16</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>13</b>
Vähemmistöosuus	-2	-2	-4	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Hybridilainan korot	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-4	-4	-3
<b>Osakkeenomistajien osuus nettotuloksesta</b>	<b>-54</b>	<b>-42</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-22</b>	<b>-5</b>	<b>3</b>	<b>7</b>
Kyseiseltä vuodelta maksettu osinko yhteensä	0	0	3	4	0	0	0	0	3
Investoinnit	41	43	91	121	46	27	32	33	33
Nettovelka	289	276	300	315	347	278	147	130	148
Nettovelka / EBITDA		4,8x	3,8x	4,0x	5,8x	3,2x	2,9x	2,2x	2,5x

Vuosien 2018-23 konsernitason luvut sisältävät toimintoja, jotka on myöhemmin luokiteltu lopetetuiksi.

# Arvonmääritys (1/3)

## Sijoitusprofiili

### Potentiaalia defensiiviseksi osinkoyhtiöksi

HKFoodsin liiketoiminnoissa on pitkällä aikavälillä potentiaalia defensiiviseksi ja osinkoa maksavaksi, joskin pääomantuoltaan keskinkertaiseksi liiketoiminnaksi. Punaisen lihan kulutuksen vähentyminen toteutuu hitaasti ja siipikarjan sekä pidemmälle jalostettujen ruokien kulutus kasvaa, mutta pitkällä aikavälillä markkina ei kuitenkaan tarjoa merkittävää kasvua. Maltillista kasvua voidaan yhä saavuttaa mm. panostamalla tiettyihin kasvusegmentteihin, kuten siipikarjaan ja valmisruokaan. Lihateollisuus ja elintarvikeala yleisesti ovat kilpailtuja ja pääomavaltaisia toimialoja, joilla on vaikeaa saavuttaa kestävästi tuottovaatimuksen ylittävää tuottoa sijoitetulle pääomalle.

### Kannattavuuskäänteestä kaivataan lisää näyttöjä

Viimeaikojen positiivisesta tuloskehityksestä ja meneillään olevista tehostustoimista huolimatta tuloskäänteen pysyvyyteen liittyy vielä jonkin verran epävarmuutta. Markkinoiden luottamus tuloskäänteeseen edellyttää näyttöjä pidemmältä ajanjaksolta. Historiassa HKFoodsin kannattavuus on ollut erittäin matala ja vaihdellut vuosien välillä mm. kustannusympäristön muutosten ja tuotannollisten haasteiden vuoksi. HKFoodsin teollinen kilpailukyky on ollut historiassa heikohko, mihin voitaisiin saada muutos investointien ja liiketoiminnan fokuksen keskittämällä Suomeen, joka on toteutumassa vuosien 2023-24 aikana.

### Taseasema nostaa sijoituksen riskitasoa

Velan määrää taseessa on saatu vähennettyä divestoinneilla sekä absoluuttisesti että suhteessa käyttökatteeseen, mutta rahoitusasemaan liittyy silti yhä epävarmuustekijöitä. Vuoden 2024 lopun nettovelan ja käyttökateen suhde on

ennusteissamme yhä korkeahko 2,9x. Emme odota yhtiön pystyvän lunastamaan hybridilainaa vuosien 2024-25 aikana ilman osakeveitoisia rahoitusratkaisuja, mikä voisi tarkoittaa että kallis hybridilaina painaa kassavirtaa vielä lähivuosina. Myös maaliskuussa 2025 erääntyvän 90 MEUR:n joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoittaminen voi negatiivisessa skenaariossa osoittautua haastavaksi ja kalliiksi, mikä lisää osakkeen riskitasoa.

## Arvonmääritys

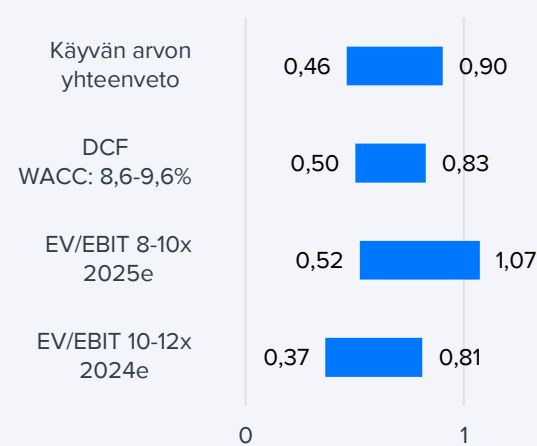
### Yhteenveto

Kolmen eri arvostusmenetelmän yhteenvetona määritämme HKFoodsin osakkeen käyväksi arvoksi 0,46-0,90 euroa per osake. Arvio perustuu DCF-laskelmaan ja käypien arvostuskerrointen soveltamiseen vuosien 2024-25 ennusteisiimme. Käyvän arvon vaihteluvälin suhteellinen laajuus selittyy pääosin yhtiön korkealla velkataakalla (nettovelan ja hybridilainan osuus vuoden 2024 lopun ennustetusta EV:stä 75 %) sekä osittain myös tuloskäänteeseen ja rahoitusasemaan liittyvällä epävarmuudella (toimialalle korkea 9,1 %:n WACC DCF-laskelmassa).

### Tulospohjaiset arvostuskertoimet laskeneet kohtuullisiksi

HKFoodsin tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet viime vuosina erittäin korkeita korkeasta velkataakasta ja heikosta kannattavuustasosta johtuen. Erityisesti Baltian ja Tanskan divestoinnit vapauttivat taseesta piilevää arvoa, sillä kyseisten maiden liiketoimintojen heikkoihin tulostasoihin verrattuna kauppahinnat näyttäytyivät suotuisina HKFoodsille. Myös Suomen liiketoiminnan tuloksen parantuminen on laskenut tulospohjaisia arvostuskertoimia. EV/EBIT on nyt vuoden 2024 ennusteilla 11,5x ja vuoden 2025 ennusteilla 8,7x.

## Arvostusmenetelmien yhteenveto



## HKFoodsin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Kannattavuuden positiivinen kehityssuunta
- Potentiaali vakaaksi osinkoyhtiöksi

## Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Matalat pääomantuotot kilpaillulla markkinalla
- Historialliset kannattavuushaasteet
- Korkea velkaisuus

## Arvonmääritys (2/3)

Kyseiset arvostustasot eivät kuitenkaan mielestämme ole erityisen edullisia, sillä myös muita suomalaisia maltillisen kasvuprofiilin elintarvikeyhtiöitä arvostetaan pörssissä karkeasti EV/EBIT-kertoimilla 10-11x vuodelle 2024. HKFoodsia voitaisiin mielestämme toistaiseksi hinnoitella hieman muita kotimaisia verrokkeja edullisemmin, kun huomioidaan yhtiön tuloskäänteeseen liittyvä epävarmuus, heikko sijoitetun pääoman tuotto-profiili ja rahoitusasemaan liittyvä riskitaso. Pitkäaikaiset näytöt tulostason pysyvistä parantamisesta ja taseen vahvistuminen ovat mahdollisia ajureita, jotka voisivat nostaa yhtiön käyvän arvostusprofiilin verrokkiyhtiöiden tasolle.

Muista tulos pohjaisista arvostuskertoimista HKFoodsin P/E-luku on erittäin korkea, sillä rahoituskulut painavat merkittävästi tulosta. Tähän voisi tulla helpotusta, jos kallis 16 %:n korolla juokseva 26 MEUR:n hybridilaina saadaan lunastettua tulevina vuosina (ennusteissamme lunastus toteutuu 2026). EV/EBITDA 2024-25e kertoimet 4,6x ja 3,6x, jotka jäävät alle kotimaisten verrokkien tason. Emme tosin pidä EV/EBITDA-kerrointa parhaana mahdollisena työkaluna, sillä se ei ota huomioon yhtiöiden pääomankäytön tehokkuutta. Näkemysemme mukaan HKFoodsin kohdalla korkea poistomassa ja investointitaso suhteessa käyttökäyttöön sekä korkeat rahoituskulut 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 yhdysvaltalaisista liha-alan yhtiötä, Tyson Foodsin ja Hormel Foodsin, joiden pääomantuottoluvut ovat

olleet pitkällä aikavälillä selvästi HKFoodsia ja myös Atriaa vahvemmat. Rajauksesta huolimatta emme näe, että HKFoodsiin kannattaisi suoraan soveltaa verrokkiryhmän arvostuskertoimia. Verrokkiryhmää hieman matalampi käypä arvostustaso HKFoodsille on mielestämme perusteltavissa mm. keskittyneellä omistusrakenteella, rahoitusasemaan liittyvillä riskeillä ja historiallisesti vaatimattomalla sijoitetun pääoman tuotolla.

### Tase pohjainen arvostus on matala johtuen historiallisesti heikosta pääomantuotosta

HKFoodsin tase pohjainen arvostustaso on edelleen absoluuttisesti matala (2024e: 0,4x) ja myös koko verrokkiryhmän matalin (Atria: 0,7x). Matalalle tase pohjaiselle arvostukselle on kuitenkin mielestämme vahvat perusteet historiallisesti heikon sijoitetun pääoman tuoton kautta (2010-23 ROCE keskimäärin: 1,6 %). Myös oman pääoman tuotto on kärsinyt heikon operatiivisen tuloksen lisäksi mm. korkeista rahoituskuluista. Tase pohjaisessa arvostuksessa voisi olla nousuvaraa, mikäli HKFoods pystyisi ennusteidemme mukaisesti nostamaan sijoitetun pääoman tuoton ~7 %:iin vuosina 2025-26 ja hybridin lunastamisen avulla myös oman pääoman tuotto nousisi 6,8 %:iin vuonna 2027. HKFoodsin taseessa ei ole merkittäviä aineettomia oikeuksia, joiden alaskirjauksia sijoittajan tarvitsisi pelätä. Toistaiseksi korkeat rahoituskulut painavat tuloksen kuitenkin negatiiviseksi vuoden 2024 ennusteissamme (nettotulos osakkeenomistajille -5 MEUR), mikä painaa hieman oman pääoman kehitystä lyhyellä aikavälillä.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,70	0,70	0,70
Osakemäärä, milj. kpl	89,9	89,9	89,9
Markkina-arvo	63	63	63
Yritysarvo (EV)	231	214	207
P/E (oik.)	neg.	21,7	9,5
P/E	neg.	21,7	9,5
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,6	3,6	3,5
EV/EBIT (oik.)	11,5	8,7	8,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	38,2 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	4,0 %

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys (3/3)

## Osinkotuotto jää lähivuosina nolnaan tai matalaksi

Pidämme osinkotuottoa merkittävänä arvostusta ohjaavana ajurina HKFoodsin sijoitusprofiilin omaavalle yhtiölle. Taseen velkaisuus ei toistaiseksi salli osingonmaksua. Mielestämme kalliin hybridilainan lunastaminen olisi järkevää toteuttaa ennen kuin osinkoa aletaan jälleen maksamaan, jotta yhtiön pitkään jatkuneet rahoitushaasteet saataisiin varmuudella hallintaan ja rahoituskuluja painettua matalammaksi. Siksi arvioimmekin yhtiön maksavan osinkoa vasta vuodelta 2026. Samoja sijoittajia kiinnostavista osakkeista Atrian osinkotuotto vuodelta 2024 on ennustemme mukaan 6,7 %, mihin yltäminen keskipitkällä aikavälillä edellyttäisi HKFoodsilta huomattavaa tulostason parantamista.

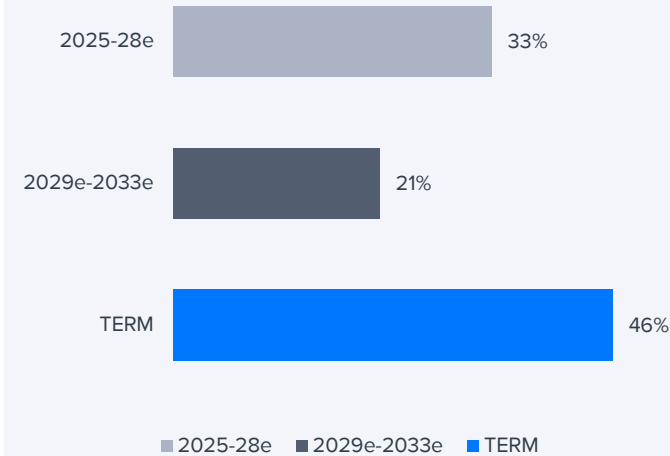
## Arvonmääritys DCF-menetelmällä

Kassavirtaennusteisiimme perustuvan arvonmääritysmallimme mukainen HKFoodsin oman pääoman arvo on 59 MEUR eli 0,65 euroa per osake. Malli olettaa liiketuloksen parantuvan 2,4 %:n tasolle vuosiksi 2025-31 ja laskevan vuodesta 2032 alkaen 1,8 %:iin, mikä sekin ylittää selvästi HKFoodsin Suomen liiketoimintojen viimeisen viiden vuoden keskiarvon (2019-23: oik. EBIT 0,9 % ilman konsernin kuluja). Pitkän aikavälin liikevaihdon kasvuennusteemme on 2 %/v.

Olemme käyttäneet laskelmassa 9,9 % oman pääoman kustannusta ja 9,1 % keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme HKFoodsin liiketoiminnan riskitasoa toimialaa korkeampana historiallisesti heikon kannattavuuden ja toistaiseksi haasteellisen rahoitusaseman vuoksi, joten toimialaa korkeamman pääoman kustannuksen soveltaminen on mielestämme perusteltua. Olemme käyttäneet

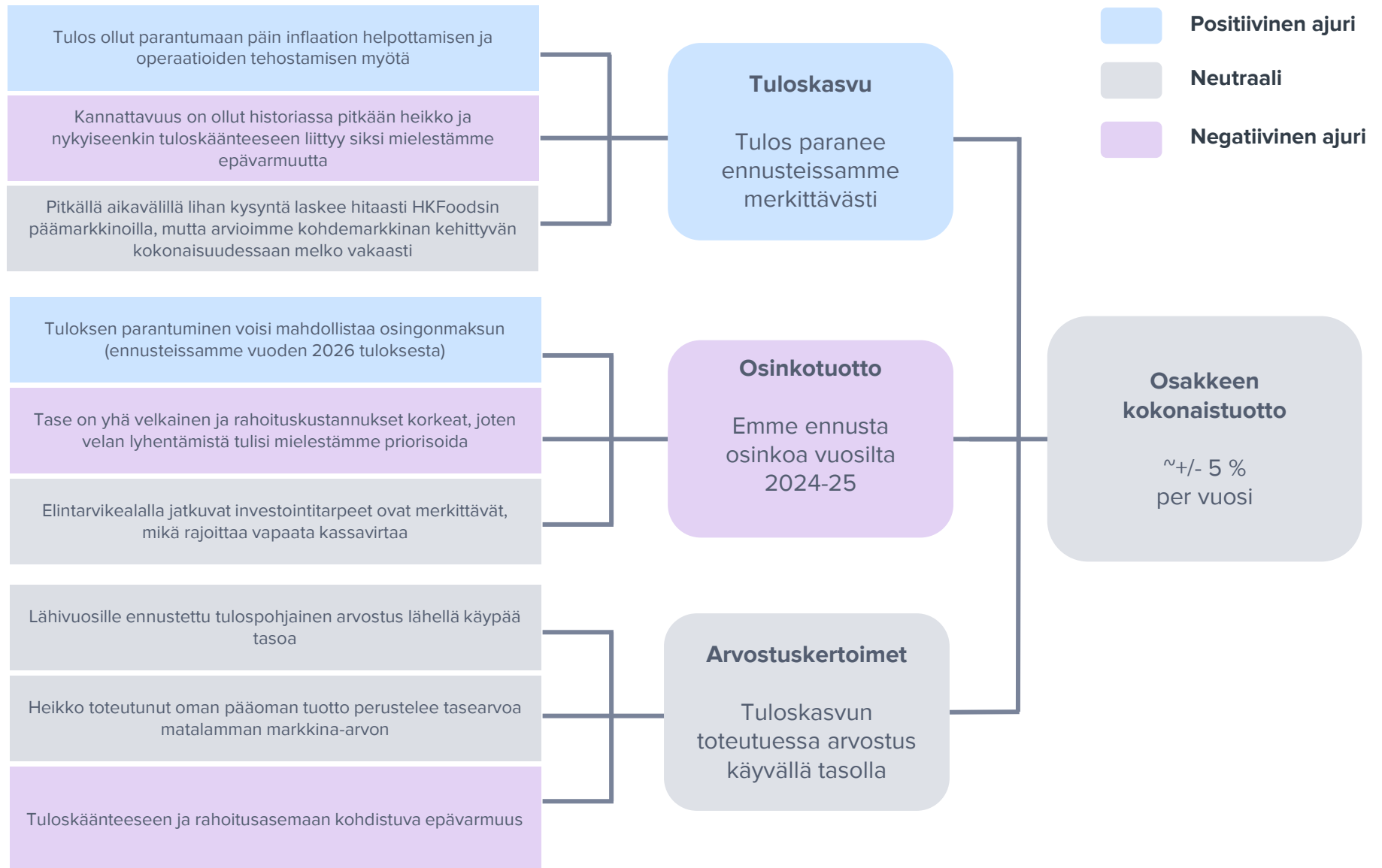
muiden vakiintunutta liiketoimintaa harjoittavien suomalaisten elintarvikeyritysten arvonmäärityksessä WACC-tasoa 7,6-8,0 %.

## DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Vuosien 2025-28e rahavirran osuutta kasvattaa Baltian liiketoimintojen myynnistä saatavat kauppahintojen maksut.

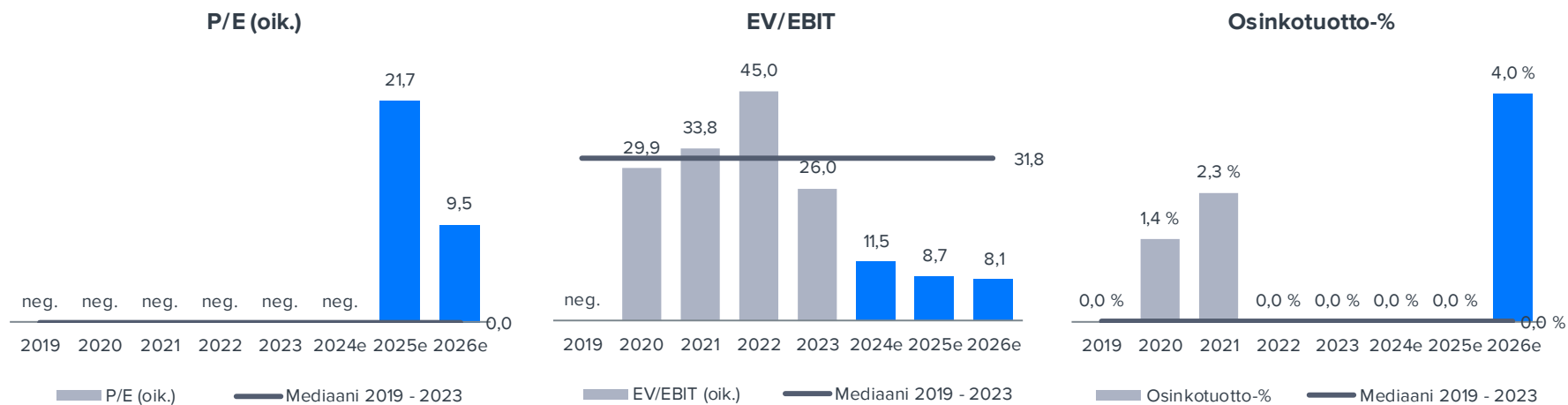
# Osaketuoton ajurit



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,76	1,96	1,66	0,87	0,89	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>
Osakemäärä, milj. kpl	99,0	97,0	97,1	97,3	97,4	<b>89,9</b>	<b>89,9</b>	<b>89,9</b>	<b>89,9</b>
Markkina-arvo	273	190	161	85	87	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
Yritysarvo (EV)	529	508	490	441	387	<b>231</b>	<b>214</b>	<b>207</b>	<b>197</b>
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>21,7</b>	<b>9,5</b>	<b>5,4</b>
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>21,7</b>	<b>9,5</b>	<b>5,4</b>
P/B	0,8	0,7	0,6	0,4	0,5	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
P/S	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA	9,3	6,5	6,3	7,9	7,3	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	29,9	33,8	45,0	26,0	<b>11,5</b>	<b>8,7</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	neg.	neg.	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>38,2 %</b>	<b>28,7 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,4 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,3 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus 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
Atria	274	599	11,8	10,1	5,3	4,8	0,3	0,3	10,4	8,0	6,6	7,1	0,7
Apetit	88	82	10,2	11,7	5,9	5,9	0,5	0,5	12,3	13,5	5,4	5,4	0,8
Raisio	312	247	10,7	9,3	7,5	6,6	1,1	1,0	16,5	15,0	6,9	7,1	1,2
Hilton Foods	941	1379	11,5	11,1	7,2	7,0	0,3	0,3	15,2	14,2	3,9	4,1	2,4
Scandi Standard	446	596	13,2	12,2	7,3	7,0	0,5	0,5	16,3	14,5	3,6	4,1	1,9
Cranswick	2817	2937	14,0	13,1	9,8	9,2	1,0	0,9	19,0	17,8	2,0	2,1	2,6
Societe LDC	2778	2397	6,5	6,7	3,9	4,0	0,4	0,4	9,8	9,9	1,9	1,9	1,3
Bell Foods	1826	2645	15,2	15,0	7,4	7,1	0,6	0,6	12,6	12,8	2,5	2,5	1,1
Orior	412	530	15,6	14,5	8,5	8,0	0,8	0,8	16,2	14,9	4,1	4,2	4,3
Prima Meat Packers	700	804			5,7	5,3	0,3	0,3	15,0	14,0	2,8	2,8	1,0
NH Foods	2907	3821			8,0	7,4	0,5	0,5	16,7	14,8	2,3	2,7	1,0
<b>HKFoods (Inderes)</b>	<b>63</b>	<b>231</b>	<b>11,5</b>	<b>8,7</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-13,3</b>	<b>21,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,1</b>	<b>11,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>14,5</b>	<b>13,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>1,7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,8</b>	<b>11,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>15,2</b>	<b>14,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>1,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-3 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-58 %</b>	<b>-188 %</b>	<b>52 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-71 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>1815</b>	<b>1834</b>	<b>279</b>	<b>293</b>	<b>289</b>	<b>302</b>	<b>1163</b>	<b>229</b>	<b>252</b>	<b>251</b>	<b>268</b>	<b>1000</b>	<b>1051</b>	<b>1072</b>	<b>1093</b>
Suomi	772	868	218	234	231	250	933	229	252	251	268	1000	1051	1072	1093
Tanska	173	220	61,4	59,1	57,5	52,2	230	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>78,1</b>	<b>56,0</b>	<b>9,3</b>	<b>14,1</b>	<b>17,2</b>	<b>12,2</b>	<b>52,8</b>	<b>8,9</b>	<b>13,4</b>	<b>15,9</b>	<b>12,3</b>	<b>50,5</b>	<b>58,7</b>	<b>58,7</b>	<b>59,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-60,2	-45,8	-8,4	-8,7	-9,0	-9,2	-35,3	-7,7	-7,7	-7,7	-7,6	-30,7	-34,0	-33,0	-33,7
<b>Liikevoitto ilman kertaerä</b>	<b>14,5</b>	<b>9,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>5,2</b>	<b>7,7</b>	<b>2,8</b>	<b>14,9</b>	<b>1,4</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>4,7</b>	<b>20,0</b>	<b>24,7</b>	<b>25,7</b>	<b>26,2</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>17,9</b>	<b>10,2</b>	<b>0,9</b>	<b>5,4</b>	<b>8,2</b>	<b>3,0</b>	<b>17,5</b>	<b>1,2</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>4,7</b>	<b>19,8</b>	<b>24,7</b>	<b>25,7</b>	<b>26,2</b>
Suomi	12,1	5,6	0,5	6,2	7,6	6,3	20,6	3,4	7,6	9,8	7,1	27,9	31,7	32,7	33,4
Tanska	0,0	1,4	1,2	1,1	1,1	-0,1	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsernihallinto	5,8	3,2	-0,8	-1,9	-0,5	-3,2	-6,4	-2,2	-1,9	-1,6	-2,4	-8,1	-7,0	-7,0	-7,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	3,4	5,4	1,0	0,3	0,3	-0,2	1,3	0,1	0,3	0,6	0,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Nettorahoituskulut	-14,7	-16,3	-6,7	-7,0	-7,1	-6,9	-27,7	-4,9	-3,5	-3,2	-2,9	-14,5	-12,0	-11,0	-9,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>-4,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,5</b>	<b>5,6</b>	<b>2,3</b>	<b>6,7</b>	<b>14,1</b>	<b>16,2</b>	<b>18,7</b>
Verot	-7,8	-4,0	0,0	-2,0	-1,3	-3,3	-6,6	-0,1	-0,6	-1,6	-1,7	-4,0	-3,5	-2,9	-3,4
Vähemmistöosuudet	-3,2	-3,7	-0,4	-1,1	-0,9	-1,6	-4,0	-0,1	-0,8	-0,5	-2,1	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
<b>Nettotulos</b>	<b>-4,4</b>	<b>-8,4</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-9,0</b>	<b>-19,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,7</b>	<b>11,8</b>
Hybridilainan korot	-2,1	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,2	-4,2	-3,1	0,0
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,03</b>	<b>0,07</b>	<b>0,13</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,03</b>	<b>0,07</b>	<b>0,13</b>

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	1,9 %	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-83,5 %	-36,6 %	-18,1 %	-14,1 %	-12,9 %	-11,1 %	-14,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-32,4 %				-71,4 %	52,0 %	-275,0 %	9,0 %	6,8 %	68,5 %	34,3 %	23,4 %	4,2 %	2,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,3 %	3,1 %	3,3 %	4,8 %	6,0 %	4,0 %	4,5 %	3,9 %	5,3 %	6,3 %	4,6 %	5,0 %	5,6 %	5,5 %	5,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	0,8 %	0,5 %	-0,3 %	1,8 %	2,7 %	0,9 %	1,3 %	0,6 %	2,3 %	3,3 %	1,8 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	-0,4 %	-0,6 %	-2,1 %	-1,7 %	-0,5 %	-3,2 %	-1,9 %	-2,2 %	0,0 %	1,0 %	-0,9 %	-0,5 %	0,3 %	0,6 %	1,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>679</b>	<b>651</b>	<b>371</b>	<b>358</b>	<b>356</b>
Liikearvo	46,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Aineettomat hyödykkeet	67,0	16,2	15,9	15,3	16,3
Käyttöomaisuus	379	285	257	258	258
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	41,1	24,3	24,0	24,0	24,0
Muut sijoitukset	102	246	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	12,2	26,2	21,2	7,7	4,2
Laskennalliset verosaamiset	31,8	25,1	25,1	25,1	25,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>297</b>	<b>201</b>	<b>184</b>	<b>162</b>	<b>166</b>
Vaihto-omaisuus	124	75,2	60,0	63,1	65,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	156	97,3	74,0	77,8	79,3
Likvidit varat	17,2	28,7	50,0	21,0	21,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>976</b>	<b>852</b>	<b>555</b>	<b>519</b>	<b>522</b>

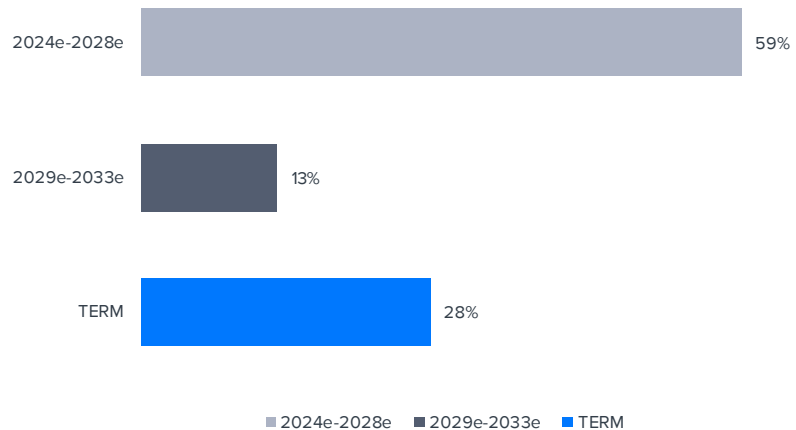
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>286</b>	<b>238</b>	<b>211</b>	<b>214</b>	<b>195</b>
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	0,0	0,0	-26,7	-23,7	-17,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,9	25,9	25,9	25,9	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	235	185	185	185	185
Vähemmistöosuus	24,6	26,9	26,9	26,9	26,9
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>417</b>	<b>434</b>	<b>25,7</b>	<b>142</b>	<b>159</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	334	289	19,7	136	153
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	82,7	145	6,0	6,0	6,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>274</b>	<b>179</b>	<b>318</b>	<b>163</b>	<b>168</b>
Korolliset velat	30,6	17,9	177	15,1	17,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	243	162	141	148	151
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>976</b>	<b>852</b>	<b>555</b>	<b>519</b>	<b>522</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-36,6 %	-14,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,5 %	2,0 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>17,5</b>	<b>19,8</b>	<b>24,7</b>	<b>25,7</b>	<b>26,2</b>	<b>26,8</b>	<b>27,3</b>	<b>27,8</b>	<b>28,4</b>	<b>21,7</b>	<b>22,2</b>	
+ Kokonaispoistot	35,3	30,7	34,0	33,0	33,7	34,1	34,4	34,8	35,2	35,6	35,7	
- Maksetut verot	0,1	-4,0	-3,5	-2,9	-3,4	-3,8	-4,0	-4,1	-4,6	-3,3	-3,5	
- verot rahoituskuluista	-5,5	-2,9	-3,3	-2,2	-1,8	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1	-1,0	-1,0	
+ 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	25,1	18,0	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>72,5</b>	<b>61,6</b>	<b>52,3</b>	<b>52,7</b>	<b>53,7</b>	<b>54,5</b>	<b>55,2</b>	<b>56,0</b>	<b>56,8</b>	<b>53,0</b>	<b>53,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	62,6	-139,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-29,9	249	-20,7	-31,4	-31,8	-35,7	-36,1	-36,5	-36,9	-37,3	-37,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>105</b>	<b>171</b>	<b>31,6</b>	<b>21,3</b>	<b>22,0</b>	<b>18,8</b>	<b>19,1</b>	<b>19,5</b>	<b>19,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,2</b>	
+/- Muut	-6,9	-27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	98,3	143	31,6	21,3	22,0	18,8	19,1	19,5	19,9	15,7	16,2	233
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>136</b>	<b>27,5</b>	<b>17,0</b>	<b>16,1</b>	<b>12,6</b>	<b>11,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>101</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		358	222	194	177	161	148	137	126	115	108	101
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>358</b>										
- Korolliset velat		-332,8										
+ Rahavarat		28,7										
-Vähemmistöosuus		-9,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>58,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>0,65</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



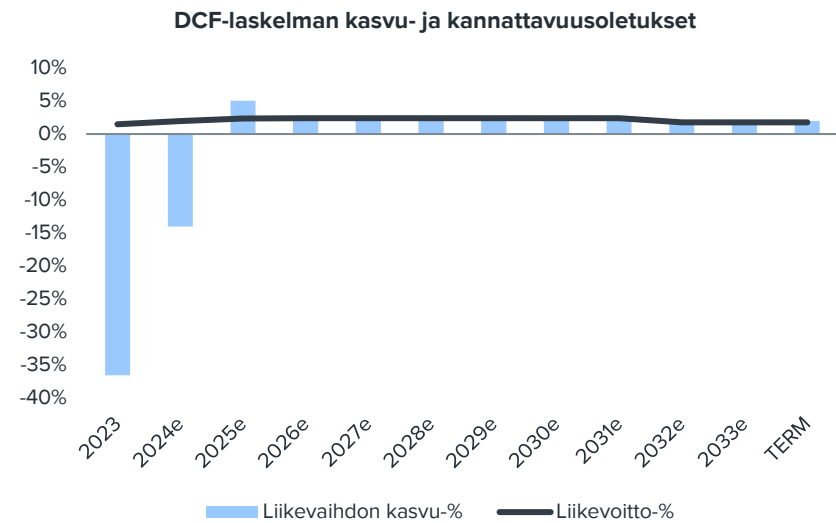
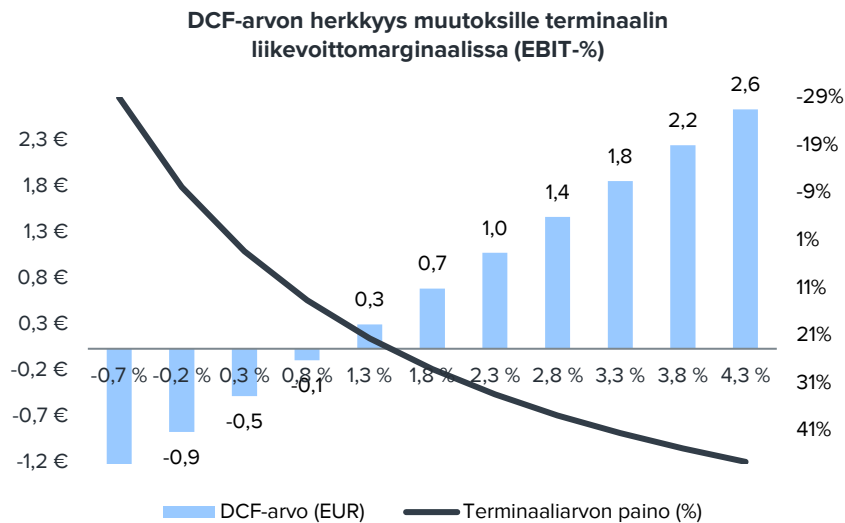
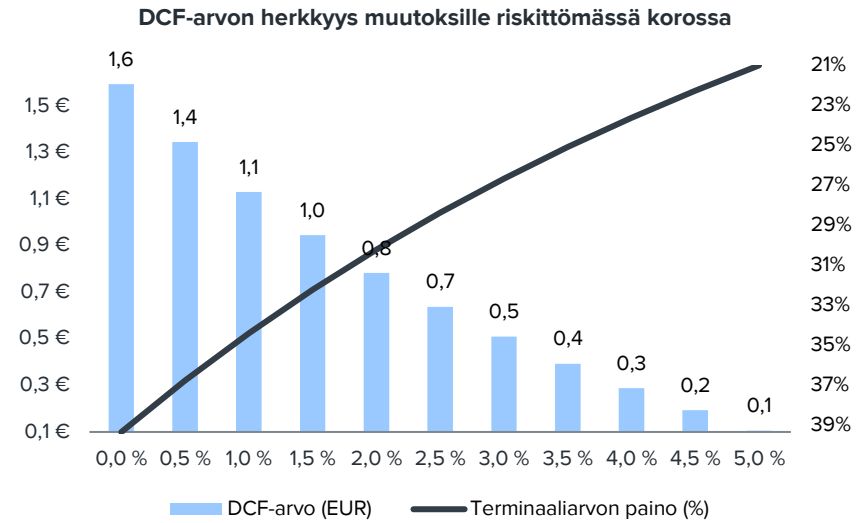
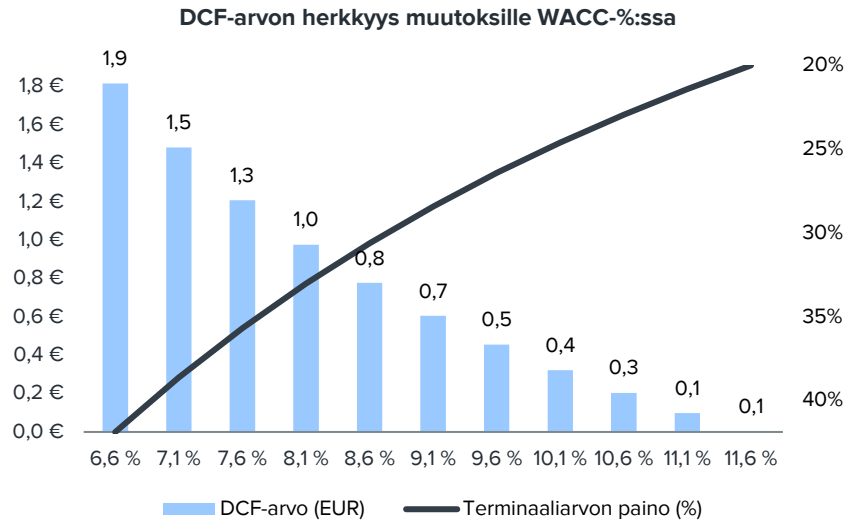
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,1 %</b>

Lähde: Inderes

Baltian kauppahintojen maksut vaikuttavat bruttoinvestointit-riviin investointeja pienentävästi 2025-27

# 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	1815,4	1833,8	1163,2	1000,5	1051,0	EPS (raportoitu)	-0,07	-0,11	-0,22	-0,06	0,03
Käyttökate	78,1	56,0	52,8	50,5	58,7	EPS (oikaistu)	-0,10	-0,11	-0,25	-0,05	0,03
Liikevoitto	17,9	10,2	17,5	19,8	24,7	Operat. kassavirta / osake	0,61	0,41	0,74	0,69	0,58
Voitto ennen veroja	6,6	-0,7	-8,9	6,7	14,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,05	-0,45	1,01	1,59	0,35
Nettovoitto	-6,5	-71,6	-28,5	-26,7	2,9	Omapääoma / osake	3,17	2,68	2,17	2,05	2,08
Kertaluontoiset erät	3,4	0,4	2,6	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	985,6	976,0	851,7	555,0	519,4	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	1 %	-37 %	-14 %	5 %
Oma pääoma	330,3	285,5	238,0	211,3	214,3	Käyttökateen kasvu-%	0 %	-28 %	-6 %	-4 %	16 %
Liikearvo	71,3	46,8	27,8	27,8	27,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-15 %	-32 %	52 %	34 %	23 %
Nettovelat	314,7	347,3	278,2	146,5	129,9	EPS oik. kasvu-%	87 %	10 %	122 %	-79 %	-162 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	4,3 %	3,1 %	4,5 %	5,0 %	5,6 %
Käyttökate	78,1	56,0	52,8	50,5	58,7	Oik. Liikevoitto-%	0,8 %	0,5 %	1,3 %	2,0 %	2,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-12,4	-13,5	25,1	18,0	0,4	Liikevoitto-%	1,0 %	0,6 %	1,5 %	2,0 %	2,4 %
Operatiivinen kassavirta	59,5	39,7	72,5	61,6	52,3	ROE-%	-2,1 %	-3,7 %	-9,1 %	-2,5 %	1,6 %
Investoinnit	-58,5	-41,1	-29,9	248,6	-20,7	ROI-%	3,2 %	2,4 %	3,2 %	4,5 %	6,8 %
Vapaa kassavirta	-4,5	-43,3	98,3	143,2	31,6	Omavaraisuusaste	33,5 %	29,3 %	27,9 %	38,1 %	41,3 %
						Nettovelkaantumisaste	95,3 %	121,6 %	116,9 %	69,3 %	60,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2						
EV/EBITDA	6,3	7,9	7,3	4,6	3,6						
EV/EBIT (oik.)	33,8	45,0	26,0	11,5	8,7						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	21,7						
P/B	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3						
Osinkotuotto-%	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/06/2024	Vähennä	0,65 €	0,70 €

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

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

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**