

ATRIA

16.06.2025 20.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Vakaa ja kannattava ruokatalo

Atria on Pohjois-Euroopan johtavia ruoka-alan yrityksiä ja suuri toimija lihateollisuudessa. Yhtiön investoinnit kohdistuvat erityisesti kasvaviin segmentteihin, kuten siipikarjaan ja valmisruokiin, mikä mahdollistaa pientä kasvua, vaikka punaisen lihan kulutus laskeekin hitaasti pitkällä aikavälillä. Viime aikojen ripeä tuloskasvu todennäköisesti hiipuu loppuvuonna, mutta odotamme silti ohjeistusnostoa vuodelle 2025 vahvan Q1:n myötä. Pääomavaltaisen toimialan arvonluontiprofiili on maltillinen, mutta osakkeen edullinen tulos pohjainen arvostus ja hyvä osinkotuotto tekevät siitä mielestämme houkuttelevan. Nostamme suosituksen tasolle lisää (aik. vähennä) ja pidämme tavoitehinnan 14,0 eurossa.

Vahva pohjoiseurooppalainen ruokatalo

Atria on teollisen mittakaavansa ja tunnettujen kuluttajabrändiensä ansiosta suuri ruoka- ja liha-alan toimija kotimarkkinoillaan Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa. Yhtiön valmistamia elintarvikkeita myydään erityisesti vähittäiskaupan kautta, mutta myös foodservice-kanavaan sekä teollisuusasiakkaille. Lisäksi yhtiön tuotteita viedään myös mm. Kaukoitään ja Eurooppaan. Vaikka pääosa myynnistä syntyykin elintarvikkeista, yhtiöllä on Suomessa myös merkittävää rehun ja tuotantoeläinten myynnistä koostuvaa liiketoimintaa, joka vastaa 17 % konsernin liikevaihdosta. Toimialalle tyypilliseen tapaan myös Atrialla on vahva integraatio paikalliseen alkutuotantoon ja se omistaa jonkin verran omaa alkutuotantoa Ruotsissa ja Virossa. Mittakaavaltaan suuret ja tehokkaat teolliset operaatiot ovat mahdollistaneet yhtiölle vakaan kannattavuuden Suomen ja Viron markkinoilla.

Odotamme tuloskehityksen tasaantuvan nousun jälkeen

Onnistuneet investoinnit siipikarjaan Suomessa ja tuotannon tehostamiseen Ruotsissa ovat vahvistaneet Atrian tulostasoa viimeisen vuoden aikana. Pääosa toteutettujen tehostamistoimien hyödyistä on kuitenkin jo nähty.

Odotammekin tuloskasvun pysähtyvän loppuvuonna 2025 huhtikuun lakkojen, vaisumman grillikauden kysynnän ja naudanlihan heikon saatavuuden myötä. Ripeän tuloskasvun jatkaminen lähivuosina nähdäksemme edellyttää Atrialta uusia merkittäviä investointeja, joita yhtiö suunnittelee mm. valmisruokiin, joka on siipikarjan tavoin ollut markkinasegmenttinä voimakkaassa kasvussa viime vuodet.

Uusi strategia tuloillaan

Atria valmistautuu päivittämään strategiansa 2025 H2:lla nykyisen strategiakauden tullessa päätökseen. Odotamme yhtiön jatkavan kehitystä kohti monipuolista ruokataloa, jonka kasvu ei ole pelkästään lihateollisuuden varassa. Odotamme sen myös ottavan kantaa liiketoimintojen kehittämiseen Ruotsissa ja Tanskassa, missä yhtiön kilpailukyky on ollut toistaiseksi heikohko.

Ohjeistusnoston toteutuessa arvostus olisi edullinen

Atria on sijoitusprofiililtaan melko vakaa ja toimialaan nähden kannattava yhtiö, jonka arvonluontipotentiaali on kuitenkin markkinan näkymistä ja toimialan pääomaintensiivisyydestä johtuen melko maltillinen. P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat vuoden 2025 ennusteillamme 9x, mikä on käyväksi arvioimamme vaihteluvälin alalaidassa (9-11x). Arvostuksessa on mielestämme kohtuullista nousuvaraa ottaen lisäksi huomioon lähes 6 %:n ennustetun osinkotuoton vuodelta 2025. Tulosennusteemme ylittävät yhtiön antaman laskevaa liikelulosta indikoivan ohjeistuksen vuodelle 2025, jota pidämme varovaisena vahvan alkuvuoden tuloskehityksen valossa. Tasepohjainen arvostus (P/B 0,9x) on suhteellisen matala pääoman tuottoon verrattuna (ROI ja ROE 2025e: ~10 %), mikä tulkintamme mukaan voi osittain heijastella Ruotsin ja Tanskan toimintojen pitkän aikavälin kilpailukykyä koskevaa epävarmuutta ja historiassa nähtyjä merkittäviä aineettomien oikeuksien alaskirjauksia.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

14,00 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

12,80 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1755,4	1777,9	1816,6	1853,0
kasvu-%	0 %	1 %	2 %	2 %
EBIT oik.	65,4	67,5	68,0	69,7
EBIT-% oik.	3,7 %	3,8 %	3,7 %	3,8 %
Nettotulos	39,7	42,3	44,4	46,2
EPS (oik.)	1,37	1,50	1,57	1,63

P/E (oik.)	7,9	8,5	8,2	7,8
P/B	0,8	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	6,4 %	5,7 %	5,9 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	8,7	8,9	8,7	8,5
EV/EBITDA	4,4	4,6	4,5	4,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

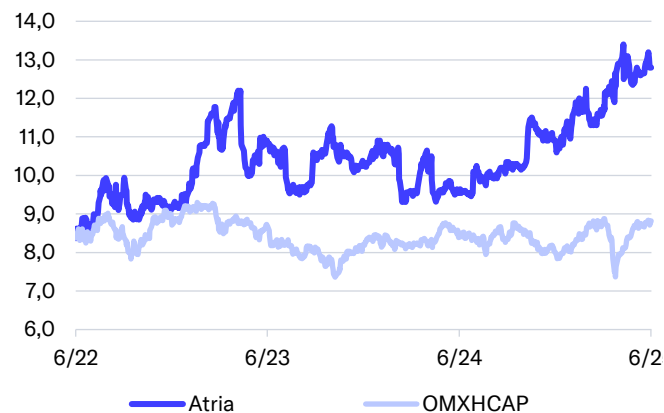
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

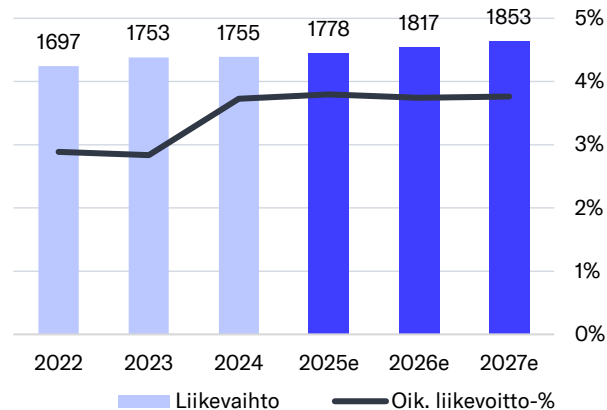
Oikaistun liikevoiton vuonna 2025 arvioidaan olevan edellisvuotta alhaisempi (65,4 milj. euroa).

Osakekurssi



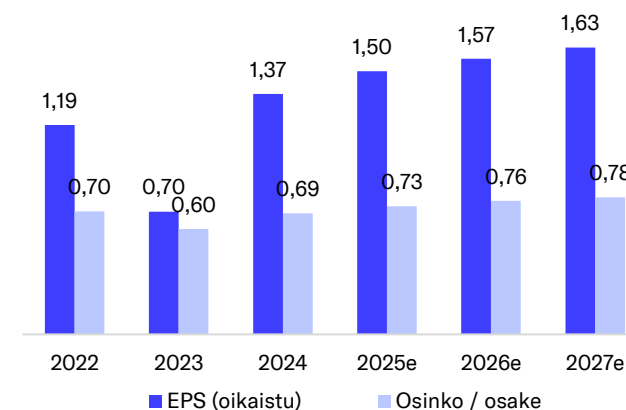
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Punaisen lihan kulutus hitaassa laskusuunnassa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu elintarvikealalla sekä vähittäiskaupan vahva neuvotteluvoima rajoittavat kannattavuutta
- Kuluttajakysyntä ja raaka-aineiden hintojen kehitys voivat heiluttaa tulostasoa
- Eläintaudit ja geopolitiikka voivat vaikuttaa vientilupiin tai paikallisiin lihamarkkinoihin

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,8	12,8	12,8
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	362	362	362
Yritysarvo (EV)	600	595	589
P/E (oik.)	8,5	8,2	7,8
P/E	8,5	8,2	7,8
P/B	0,85	0,81	0,76
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,6	4,5	4,4
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,7	8,5
Osinko/tulos (%)	48,7 %	48,4 %	47,7 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,9 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Raportin sisältö

Yhtiökuvaus	5-9
Atria Suomi	10
Atria Ruotsi	11
Atria Tanska ja Viro	12
Liiketoimintamallin riskiprofiili	13
Markkina- ja toimintaympäristö	14-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Historiallinen kehitys	20-21
Ennusteet	22-25
Sijoitusprofiili ja arvonmääritys	26-30
Taulukot ja liitteet	31-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Atria lyhyesti

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

1994

Listautuminen pörssiin

1755 MEUR (+0 % v/v)

Liikevaihto 2024

65,4 MEUR (2023: 49,6 MEUR)

Oikaistu liikevoitto 2024

3864 hlö

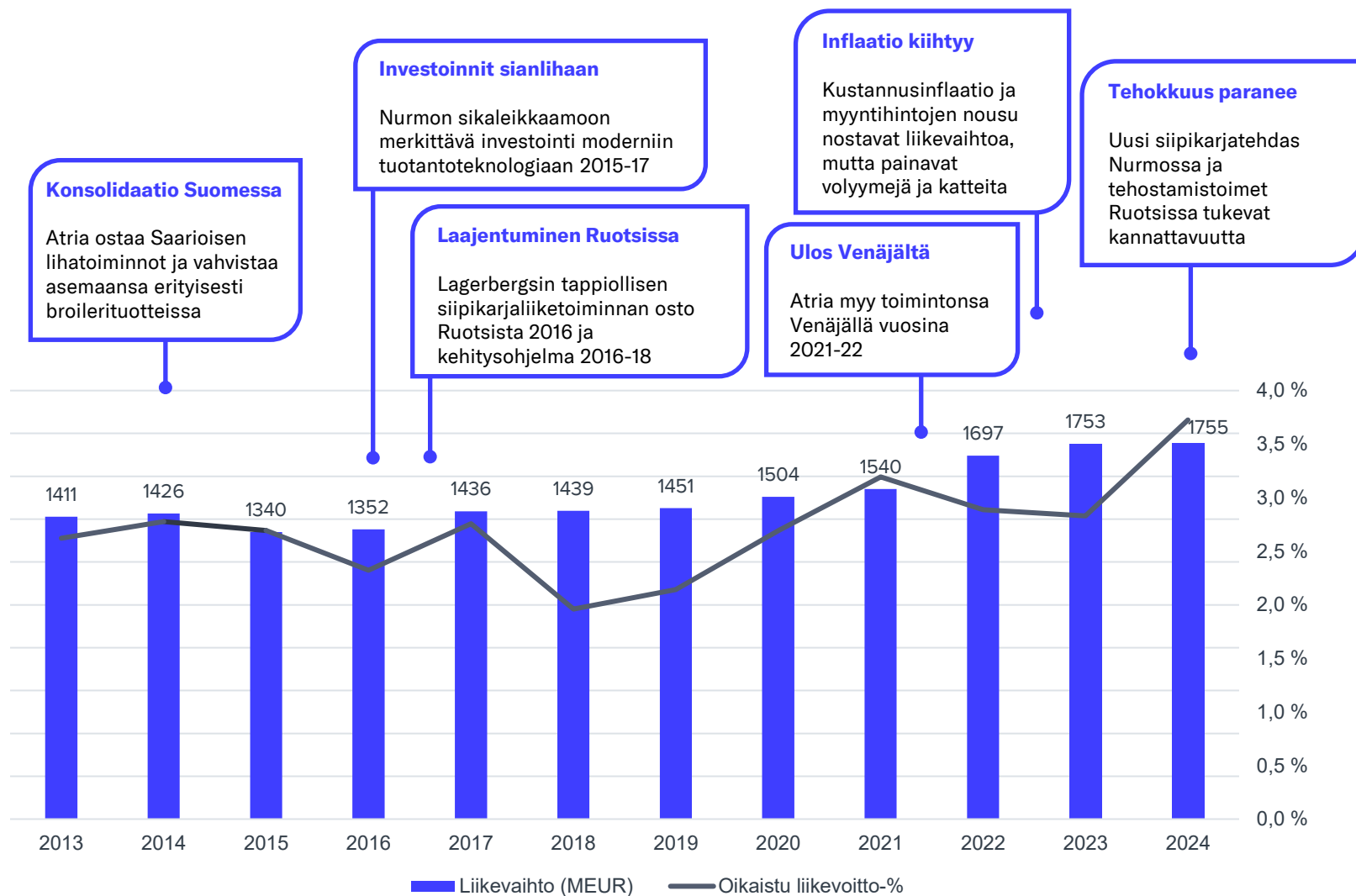
Henkilöstön määrä 2024 (keskimäärin)

40 MEUR (2023: 111 MEUR)

Bruttoinvestoinnit 2024

402 MEUR oma pääoma*

2024 lopussa (14,3 euroa per osake)



*Ei sisällä määräysvallattomien osuutta

Yhtiökuvaus 1/3

Johtava pohjoiseurooppalainen ruokatalo

Atria on yksi suurimpia Pohjois-Euroopassa toimivia elintarvikealan yrityksiä. Yhtiö on muodostunut usean osuuskuntamuotoisen lihanjalostajan yhdistymisen kautta ja listautui Helsingin pörssiin vuonna 1994. Yhtiöllä on teollista toimintaa kotimarkkinoillaan Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa. Lisäksi arviolta vajaat 10 % myynnistä kohdistuu vientimarkkinoille Eurooppaan ja Aasiaan. Yhtiöllä on kotimarkkinoillaan useita tunnettuja kuluttajabrändejä vähittäiskaupassa, minkä lisäksi tuotteita myydään myös foodservice-kanavaan ja teollisuuteen. Elintarvikkeiden tuotannon lisäksi 17 % kokonaisliikevaihdosta koostuu rehun ja tuotantoeläinten myynnistä pääasiassa suomalaisille alkutuottajille.

Panostukset kohdistuvat kasvaviin tuoteryhmiin

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

Raaka-aineen hankinnassa erilaisia toimintamalleja

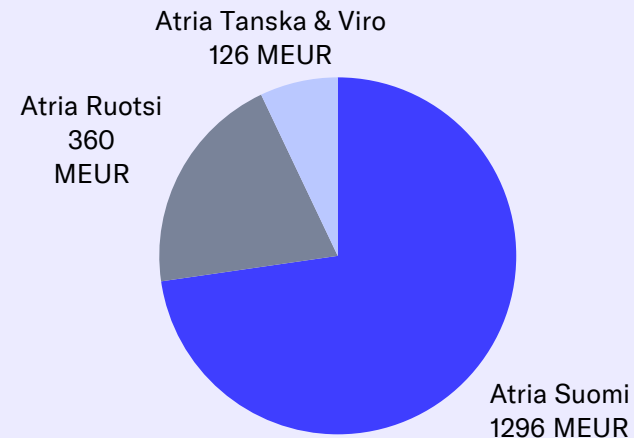
Atrialla on hieman poikkeavia toimintamalleja raaka-aineen hankinnan ja alkutuotantoon integroitumisen suhteen. Suomessa raaka-aineet hankitaan elävinä tuotantoeläiminä

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

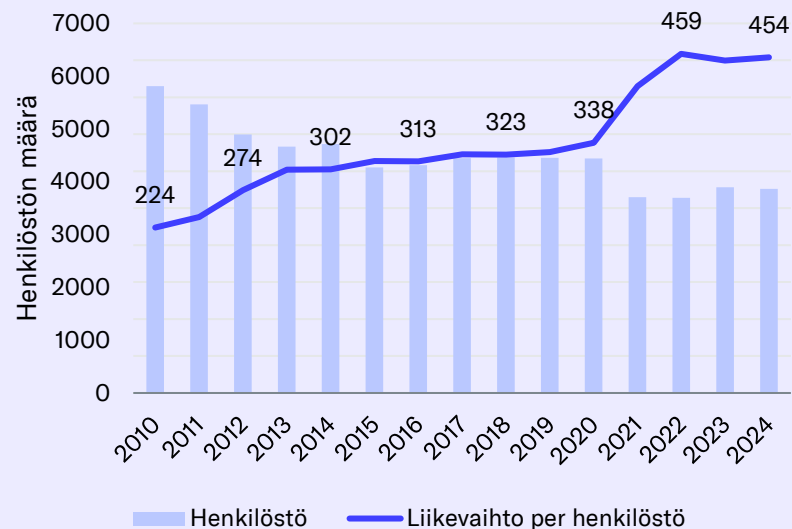
Tuotannollinen tehokkuus kilpailukyvyyn ytimessä

Elintarviketeollisuus on kilpailtu toimiala, jossa tehokkaat operaatiot ja mittakaava ovat keskeisessä asemassa kilpailukyvyn kannalta. Atria on Suomessa keskittänyt tuotantoaan valtakunnallisesti suuriin ja moderneihin yksiköihin. Myös Ruotsissa elintarvikkeiden valmistusta ja logistiikkaa on keskitetty viime vuosina. Trendi alueellisista jalostamoista kohti valtakunnallisesti keskitettyä toimintaa on muuttanut toimialaa viimeisten vuosikymmenten aikana, mikä näkyy myös Atrian työntekijäkohtaisen liikevaihdon trendinomaisena kasvuna. Tuotantolaitosten uudelleenjärjestelyt voivat vaatia merkittäviäkin investointeja ja keskittäminen voi vaikuttaa negatiivisesti esimerkiksi alueelliseen lihanhankintaan, joten laitosten keskittämispäätöksiä arvioidaan tilannekohtaisesti ja toteutetaan asteittain. Lihateollisuus käyttää merkittäviä määriä energiaa erityisesti jäähdyttämiseen, mutta Atria on onnistunut asteittain vähentämään tuotantoon suhteutettua energiankulutusta. Lisäksi Nurmon tehdasalueen ympäristöön on kumppanien toimesta rakennettu aurinko-, tuuli- ja bioenergiahankkeita, jotka auttavat Atriaa vähentämään päästöjä omassa tuotannossa ja arvoketjussa.

Liikevaihto liiketoiminta-alueittain, 2024



Henkilöstön määrän kehitys



Yhtiökuvaus 2/3

Vähittäiskauppa tärkein myyntikanava

Atrian liikevaihdosta valtaosa koostuu kuluttajatuotteista, jotka myydään vähittäiskaupan kautta. Oman arvionsa mukaan Atrian päätuotesegmenttien kohdemarkkinan koko vähittäiskaupassa on yhteensä noin 5,5 miljardia euroa yhtiön kotimarkkinoilla¹, josta Atrian osuus on noin 24 %². Lisäksi arvioimme foodservice-kanavan kasvattavan yhtiön kohdemarkkinaa noin 1 miljardilla eurolla. Kaupan keskusliikkeet ovat Atrian suurimpia suoria asiakkaita. Vähittäiskaupan keskittyminen muutamille isoille toimijoille Suomessa ja Ruotsissa tekee Atrian ja muiden valmistajien neuvotteluasemasta haastavan.

Honkajoki huolehtii tuotannon sivuvirroista

Teurastamoilla ja lihanleikkaamoilla syntyneet eläinperäiset sivutuotteet myydään Honkajoki Oy:lle, jonka Atria omistaa yhdessä HKFoodsin kanssa (Atrian omistusosuus 50 %). Honkajoki jalostaa sivutuotteista erilaisia raaka-aineita hyötykäyttöön, kuten energia-, kosmetiikka-, lannoite- ja rehuteollisuudelle. Honkajoki on Atrialle keskeinen osa tuotantoketjua, sillä se varmistaa materiaalien tehokkaan hyötykäytön. Vuonna 2024 Honkajoen liikevaihto oli 58 MEUR, liikevoitto 3,6 MEUR ja Atrian osuus yhtiön tilikauden tuloksesta 1,2 MEUR (2023: 1,9 MEUR). Keskimääräinen tulososuus on ollut 1,8 MEUR vuosien 2017-24 välillä, mutta vuosien 2021-22 poikkeuksellisen vahva tulostaso (osuus 3,3-4,9 MEUR) nostaa keskiarvoa. Tuolloin korkea energian hinta tuki rasvapohjaisten biopolttoaineisiin soveltuvien materiaalien myyntihintoja. Honkajoki Oy on Atrian useista yhteis- ja osakkuusyrityksestä ainoa, jonka Atria on luokitellut konsernille merkittäväksi sijoitukseksi.

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

2) Liikevaihdolla painotettu keskiarvo eri yksiköiden tuottajaosuuksista.

Atria omistaa myös rehu- ja välityseläinkauppaa

Atria-konsernin liikevaihdosta 17 % vuonna 2024 koostui alkutuottajille kohdistuvasta myynnistä, mihin sisältyy rehukauppaa ja tuotantoeläinten välitystä pääosin Suomessa. Liiketoiminta on luonteeltaan matalakatteista ja muutokset rehukaupan hintatasossa tai marginaaleissa voivat ajoittain heiluttaa konsernin lukuja. Alkutuotantoasiakkaita palvellaan tytäryhtiöiden A-Tuottajat Oy:n ja A-Rehu Oy:n kautta. Jälkimmäisestä Atria omistaa vain 51 % ja muita omistajia ovat alkutuottajia edustavat osuuskunnat Itikka, Pohjanmaan Liha ja Lihakunta.

Omistus ja päätäntävalta tuottajien käsissä

Atrian hallitukseen kuuluu 9 jäsentä, joista 5 edustavat alkutuottajien omistamia osuuskuntia tai toimivat itse alkutuottajina, joten alkutuottajilla on merkittävästi valtaa yhtiön päätöksenteossa. Hallituksen puheenjohtajana toimii Itikka osuuskuntaa edustava maatalousyrittäjä Seppo Paavola. Atrian johtoryhmään kuuluu 9 henkilöä. Atrian toimitusjohtajana aloitti Kai Gyllström kesäkuussa 2023, toimittuaan aiemmin mm. maajohtajana Arlassa sekä Suomen että Ruotsin yksiköissä.

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

Liikevaihto asiakaskunnittain, 2024

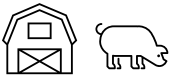


1456 MEUR

83 % liikevaihdosta

Kuluttajatuoteasiakkaat

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



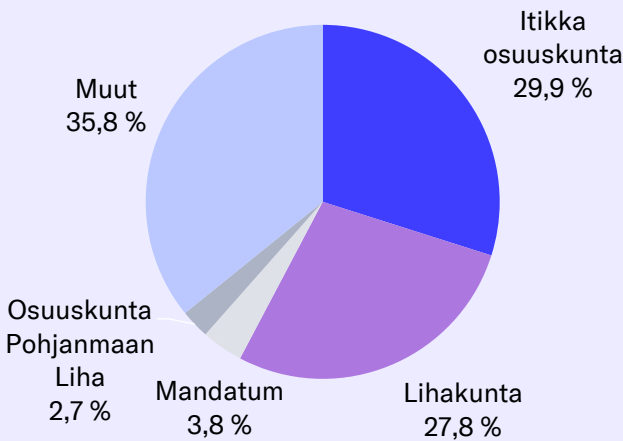
299 MEUR

17 % liikevaihdosta

Alkutuotantoasiakkaat

Rehun ja tuotantoeläinten myyntiä. Matalakatteista liikevaihtoa joka syntyy lähes täysin Suomesta.

Osakkeenomistajat



31.5.2025. Sisältää sekä A- että KII-osakkeet yhteenlaskettuna. A-osake on pörssilistattu.

Yhtiökuvaus 3/3

Atrian liiketoiminta-alueet

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

Atrian tuotantolaitokset

Useita tuotantolaitoksia Pohjois-Euroopassa

Suomi

- Seinäjoki/Nurmo: Sianlihan ja siipikarjan käsittely kokonaisvaltaisesti teurastuksesta lopputuotteeksi sekä valmisruokatehdas. Lisäksi logistiikkakeskus, jonka kautta kaikki Suomen tuotteet kulkevat.
- Kauhajoki: Moderni nautateurastamo ja -leikkaamo
- Jyväskylä: Naudanlihan teurastusta
- Forssa: Majoneesipohjaisten salaattien valmistusta
- Turku (Kaivon Liha): Lihavalmisteiden kuten hampurilaispihvien ja kebabin jalostusta
- Pietarsaari (Korv-Görans): Pakastettujen lihatuotteiden kuten kebabin valmistusta.
- Kauhava (Domretor): Elintarvikkeita foodservice-sektorille
- Koskenkorva ja Varkaus: Rehutehtaat

Ruotsi

- Sköllersta: Ruokamakkaroiden, hampurilaispihvien ja leivänpäällisten valmistusta. Lisäksi 2023 valmistunut logistiikkakeskus, jonka kautta kaikki Ruotsin tuotteet kulkevat.
- Sölvesborg: Siipikarjatehdas. Lähialueilla myös omaa siipikarjan kasvatusta
- Moheda: Lihahyytelön ja Isterband-makkaroiden valmistusta
- Tranås: Maksatuotteiden ja veripalttuan valmistusta
- Borås: Kuivattujen makkaroiden valmistusta (mm. olutmakkarat)
- Skene: Vihanneksia öljypohjaisessa liemessä (oliiveja, kuivattuja tomaatteja, artisokkaa)
- Järna: Valmisruokatehdas, joka saatiin Gooh!-yrityskaupassa

Tanska

- Horsens: Leivänpäällistutuotteiden valmistusta

Viro

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

Tuotantolaitokset kartalla



Atria Suomi

Konsernin merkittävien liiketoiminta-alue

Atrian konsernin vuoden 2024 liikevaihdosta 75 % ja oikaistusta liikevoitosta 86 % syntyi Suomesta. Korkea liikevaihto on seurausta Atrian laajasta tuotevalikoimasta sekä korkeista markkinaosuuksista Suomen markkinalla. Atrian toiminta Suomessa poikkeaa muista maista, sillä yhtiöllä on Suomessa vahva sidos alkutuotantoon sekä merkittävää tuotantoeläinten ja rehun myyntiä alkutuotantoasiakkaille. Atria Suomen vuoden 2024 liikevaihdosta 23 % (299 MEUR) syntyi alkutuotantoasiakkailta ja 75 % (977 MEUR) kuluttajatuoteasiakkailta. Valtaosa Atrian viennistä toimitetaan Suomesta. Viennin osuus liikevaihdosta on arviomme mukaan lähellä 10 %:n tasoa ja kasvusuunnassa.

Vahva markkina-asema Suomessa

Atrian vahva kaupallinen asema sekä tehokkaat teolliset operaatiot Suomen markkinalla selittävät liiketoiminta-alueen hyvää kannattavuutta. Atrian päätuoteryhmissä yhtiön valmistajaosuus Suomen päivittäistavarakaupassa oli 25,4 % vuonna 2024. Suomen markkinan mittakaavassa suurena toimijana Atrialla on skaalaetu paikallisiin kilpailijoihinsa nähden. Atria Suomen sijoitetun pääoman tuotto on ollut jo pitkään kohtuullisen hyvällä tasolla (oik. EBIT/bruttovarot 2024: 8,9 %). Kilpailu Suomen markkinoilla on hivenen maltillisempaa verrattuna esimerkiksi Ruotsiin tai Tanskaan mm. maantieteellisestä syrjäisyydestä sekä markkinan erityispiirteistä johtuen. Suomessa suurten ruoantuottajien logistiikka on lähtevien tuotteiden osalta valmistajalle haastavampaa toteuttaa, mikä voi osaltaan rajoittaa kilpailua ja suojata Atrian kaltaista kokemusta ja tehokasta toimijaa. Lisäksi private label –tuotteiden ja tuontielintarvikkeiden osuus on Suomessa hieman

matalampi kuin esimerkiksi Ruotsissa ja Tanskassa.

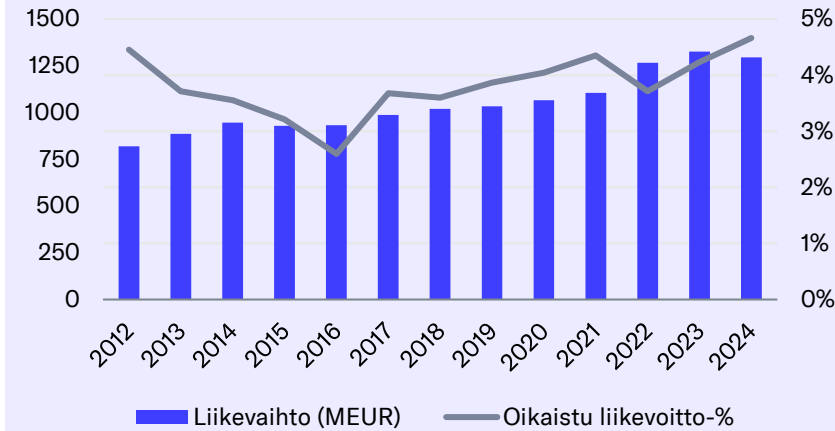
Operaatioita keskitetään suuriin tehokkaisiin yksiköihin

Atria on historiassa konsolidoinut Suomen lihateollisuutta ostamalla mm. Liha-Poutun vuonna 2007 ja Saarioisten lihankäsittelytoiminnot vuonna 2014. Laitoksia on suljettu asteittain ja tuotantoa keskitetty suuriin ja tehokkaisiin laitoksiin. Yhtiö sai kesällä valmiiksi suuren investoinnin uuteen siipikarjatehtaaseen Nurmon tehdasalueelle, jonka kustannus oli noin 165 MEUR. Investointi on tukenut Atrian tehokkuutta ja auttaa varautumaan kasvavaan broilerituotteiden kysyntään. Yhtiön seuraavat mittavat investointisuunnitelmat liittyvät valmisruokaan, mihin yhtiö suunnittelee noin 60-90 MEUR:n investointeja. Olemme tulkinneet yhtiön pyrkivän tulevaisuudessa tavoittelemaan tuotannon skaalaetuja Suomen ja Ruotsin välillä, tarkoittaen että Suomesta voitaisiin valmistaa tuotteita myös Ruotsiin.

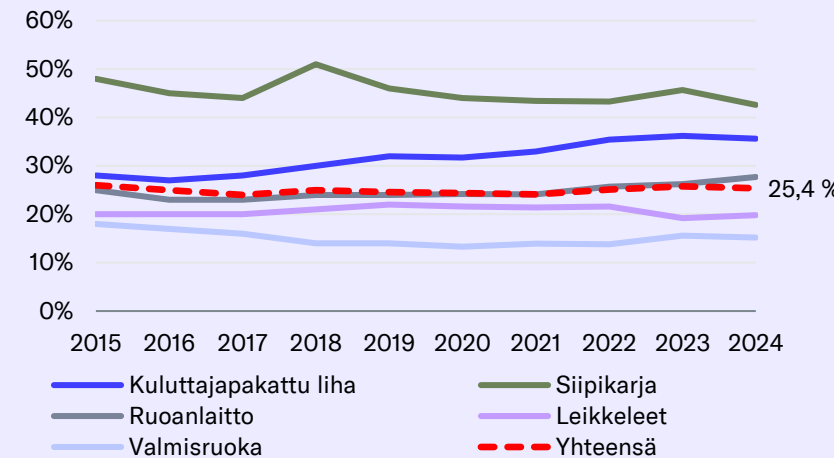
Lähihistorian kasvusta valtaosa on orgaanista

Atria Suomen liikevaihto on kasvanut viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin 4,6 %/v, mihin sisältyy sekä orgaanista kehitystä että pientä vaikutusta yrityskaupoista. Yhtiö vahvisti asemiaan valmisruoissa ja foodservice-kanavassa vuoden 2022 lopussa ostamalla 51 %:n enemmistöosuuden Korv-Görans Kebab Oy:stä (liikevaihto 2021: 17 MEUR). Toisaalta Atria myi vuoden 2024 alussa 70 % lemmikkieläinten ruokaa valmistavan Best-In Oy:n osakkeista (liikevaihto 2023: 5 MEUR), koska liiketoiminta ei kuulunut sen strategian ydinalueisiin. Epäorgaanisen kasvun osuus on siten ollut viiden vuoden tarkastelujaksolla keskimäärin vain muutaman prosentin kymmenyksen verran. Merkittävä osa orgaanisesta kasvusta liittyy vuosien 2022-23 hintavetoiseen markkinakasvuun.

Atria Suomi liikevaihto ja liikevoitto



Valmistajaosuus vähittäiskaupassa¹



¹⁾ Sisältää private label -myynnin.

Lähde: Atria ja Inderesin arvio

Atria Ruotsi

Kooltaan merkittävä, mutta heikosti kannattava yksikkö

Ruotsi on konsernin toiseksi suurin yksikkö ja 360 MEUR:n liikevaihdollaan vastasi 20 % Atrian liikevaihdosta vuonna 2024. Toiminnan mittakaava on kuitenkin selvästi Suomea pienempi, sillä Atrialla on Ruotsissa kapeampi tuoteportfolio ja vähemmän alasegmenttejä. Ruotsin liiketoiminnat ovat päätyneet osaksi Atriaa historiassa useiden yrityskauppojen seurauksena. Liiketoiminta-alueen tulokunto on ollut historiassa huomattavasti muuta konsernia heikompi (oik. EBIT 2024: 1,2 %, EBIT/bruttovarot: 2,0 %). Ruotsin liiketoimintaan kohdistuvia aineettomia tase-eriä, kuten liikearvoa ja tuotemerkkejä, jouduttiin alaskirjaamaan merkittävästi vuosina 2022-23 (yht. 71 MEUR), mikä liittyi mm. heikkoon kannattavuuteen, kohonneeseen korkotasoon sekä Venäjän pikaruokatoiminnasta luopumiseen.

Foodservice-segmentin osuus korostuu Atrialla Ruotsissa. Yhtiön keskeisiä prioriteetteja on ollut kannattavuuden lisäksi vahvistaa sen tuotteiden ja brändien asemaa vähittäiskaupassa. Atrian valmistajaosuus onkin ollut kokonaisuudessaan kasvussa Ruotsissa viimeisten viiden vuoden aikana. Lisäksi Atria laajentui Ruotsissa valmisruokiin ostamalla tunnetun Gooh!-valmisruokayhtiön toukokuussa 2024 (liikevaihto 16 MEUR).

Markkinalla suuri potentiaali, mutta kireä kilpailu

Elintarvikeala on Ruotsissa erittäin kilpailtua, mikä rajoittaa Atrian hinnoitteluvoimaa markkinalla. Private labelin ja tuontielintarvikkeiden osuus on Ruotsissa hieman Suomea korkeampi, minkä lisäksi keskittynyt vähittäiskauppa vaikeuttaa hyvien katteiden tavoittelua. Atrialla ei ole Ruotsissa punaisen lihan osalta samanlaista tiivistä

integraatiota paikalliseen tuotantoeläinten kasvatukseen kuin Suomessa, vaan yhtiö ostaa lihaa Ruotsin lihateollisuuden lisäksi kansainvälisiltä markkinoilta (esim. Tanska ja Saksa). Kannattavuus on siten hieman Suomea alttiimpi raaka-aineiden hintojen muutoksille ja esimerkiksi maiden välisillä hintaeroilla sekä valuuttakurssien vaihteluilla on vaikutusta marginaaleihin.

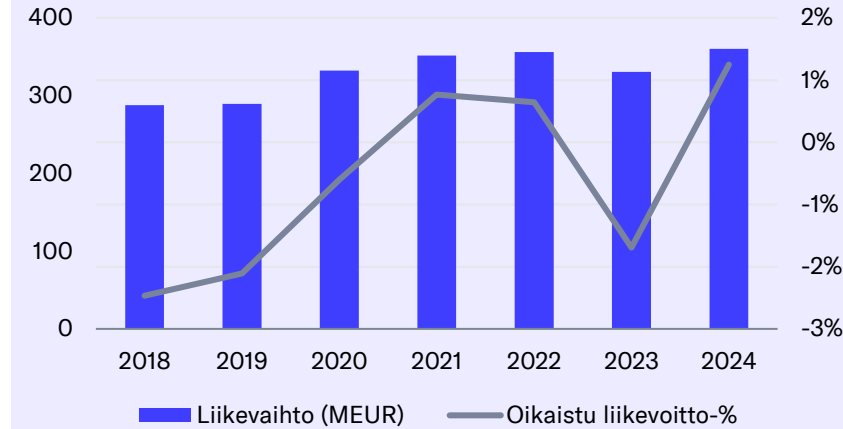
Tehostaminen tukenut kannattavuutta asteittain

Atria on pyrkinyt parantamaan Ruotsin tehokkuutta ja onnistunutkin siinä ainakin jossain määrin viime vuosina. Yhtiö investoi vuosina 2022-23 noin 35 MEUR keskittääkseen tuotantoa ja logistiikkaa Sköllerstaan Ruotsissa, minkä myötä Malmön tehdas suljettiin. Lisäksi liiketoimintaa on tehostettu uudelleenjärjestelyin ja henkilöstövähennyksin.

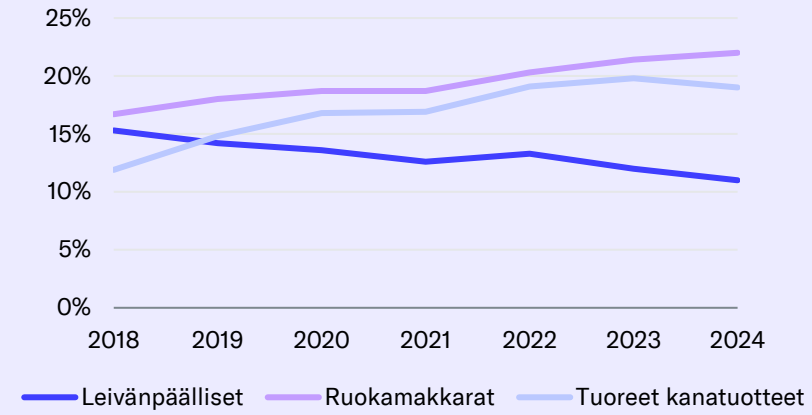
Siipikarjaliiketoiminnan kilpailukyky kysymysmerkki

Yksi osa Ruotsin heikkoa kannattavuutta on Atrian siipikarjaliiketoiminta, jonka yhtiö osti tappiollisena vuonna 2016 (Lagerbergs, liikevaihto tuolloin 30 MEUR). Kaupan myötä Atria sai omaa siipikarjankasvatusta, joka vastaa noin 25 % yhtiön hankkimasta siipikarjanlihasta Ruotsissa. Liiketoiminnasta maksetun 19 MEUR:n kauppahinnan lisäksi Atria käynnisti 14 MEUR:n kehitysohjelman vahvistaakseen koko siipikarjaliiketoiminnan tuotantoketjua. Siipikarjaliiketoiminnan kannattavuus on parantunut asteittain ja ollut merkittävimpiä tekijöitä liikevoiton parantumisessa. Ruotsin siipikarjaliiketoiminnan markkinaosuus on kuitenkin selvästi Suomea matalampi ja operaatioihin on investoitu vähemmän, mitkä rajoittajat Ruotsin liiketoiminnan kilpailukykyä ja kannattavuuspotentiaalia.

Liikevaihto ja liikevoitto



Valmistajaosuus vähittäiskaupassa¹



1) Sisältää private label -myynnin.
Lähde: Atria

Atria Tanska ja Viro

Kaksi yritysostolla hankittua pientä liiketoimintaa

Tanska ja Viro ovat Atrian kotimarkkinoista pienikokoisimmat. Maiden liiketoimintojen välillä ei ole erityistä operatiivista yhteistyötä, mutta ne on yhdistetty yhdeksi raportoitavaksi liiketoiminta-alueeksi, koska kahden pienen maan raportointia erillisinä yksiköinä ei ole nähty järkevänä. Tanskan ja Viron vuoden 2024 liikevaihto oli 126 MEUR (7 % konsernista), joka arvioimme mukaan jakautui melko tasaisesti kahden maan välille. Molempien maiden liiketoiminnot siirtyivät Atrialle yrityskauppojen kautta, Tanska osana ruotsalaista Sardus AB:ta vuonna 2007 ja Viro vuosien 2004 ja 2008 yrityskauppojen myötä. Tanskan liiketoimintaa vauhditettiin vuonna 2015 luomu- ja erikoistuotteita valmistavan Aalbaek Specialiteterin ostolla.

Kannattavuus ollut pääosin kohtuullisella tasolla

Tanskan ja Viron muodostama liiketoiminta-alue on ollut liikevoittomarginaaliltaan konsernin parhaimmistoa useimpina vuosina, lukuunottamatta vuosien 2022-23 heikompaa tulosta, jolloin mm. voimakas kustannusinflaatio heikensi tulosedellytyksiä. Vuosina 2018-21 EBIT-marginaali oli 5,0 % ja vuonna 2024 4,2 %. Taseeseen suhteutettuna Tanska & Viron tulostaso on parempi kuin Ruotsissa, mutta heikempi kuin Suomessa (oik. EBIT/bruttovarot 2024: 5,4 %).

Kahdesta markkina-alueesta Tanska on selkeästi voimakkaammin kilpailtu ja myöskin vahvemmin integroitunut kansainväliseen lihakauppaan, mikä tekee paikallisesta hintatasosta herkän reagoimaan globaaleihin hinnanmuutoksiin. Vuosien 2022-23 inflaation vaikutukset osuivat selkeämmin juuri Tanskan liiketoimintaan. Tanskan tulostaso on sittemmin toipunut asteittain mm.

tehostamistoimien seurauksena.

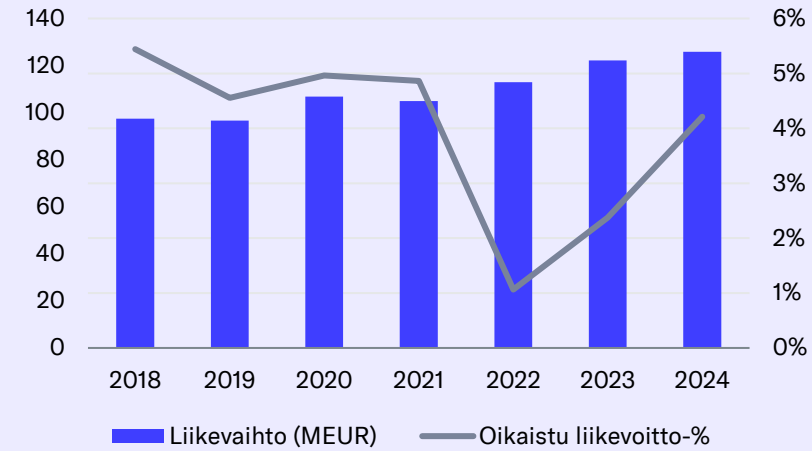
Arvioimme Viron markkinan olevan vähemmän kilpailtu ja mahdollistavan kohtuullista hinnoitteluvoimaa Atrialle. Virossa Atrian neuvotteluasemaan vaikuttaa suotuisasti mm. oma sianlihan tuotanto, hajautuneempi vähittäiskaupan toimiala sekä vahvat brändit. Toisaalta vertikaalinen integroituminen alkutuotantoon sitoo enemmän pääomaa ja siten rasittaa hieman sijoitetun pääoman tuottoa.

Tuottajaosuus parantunut Virossa, heikentynyt Tanskassa

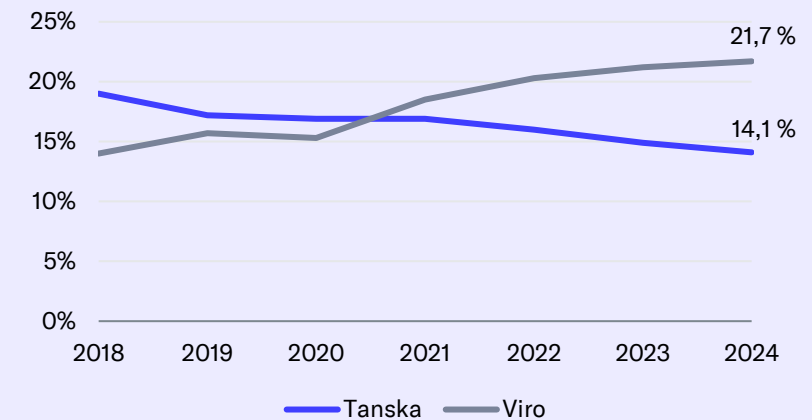
Atria on voittanut selvästi valmistajaosuutta Virossa viimeisten vuosien aikana. Valmistajaosuus on kasvanut 14 %:sta vuonna 2018 lähes 22 %:iin vuoteen 2024 mennessä. Atria on tuonut Virossa viime vuosina markkinoille mm. erilaisia jauhelihatuotteita ja sen pääbrändi Max & Moorits on kehittynyt vahvasti. Pääbrändin alle lanseerattiin vuoden 2022 aikana edullisempi Kodu-tuotesarja, mikä onnistui vastaamaan hyvin vallitsevaan markkinatilanteeseen.

Vastaavasti Tanskassa Atrian kilpailuasema on heikentynyt lähihistoriassa valmistajaosuudella mitattuna. Yhtiö on pudonnut leivänpäällist tuotteissa markkinajohtajan paikalta ja valmistajaosuus on laskenut 19 %:ista reiluun 14 %:iin vuosina 2018-24. Markkinaosuuden taustalla on markkinan lisääntynyt hinta- ja kampanjavetoisuus. Yhtiön tuotanto ei ole optimaalisesti asemoitunut hintavetoiseen kilpailuun, vaan painottuu enemmän premium-segmenttiin. Pizzanpäällist tuotteiden vienti Tanskasta esimerkiksi Iso-Britanniaan on kuitenkin kehittynyt hyvin.

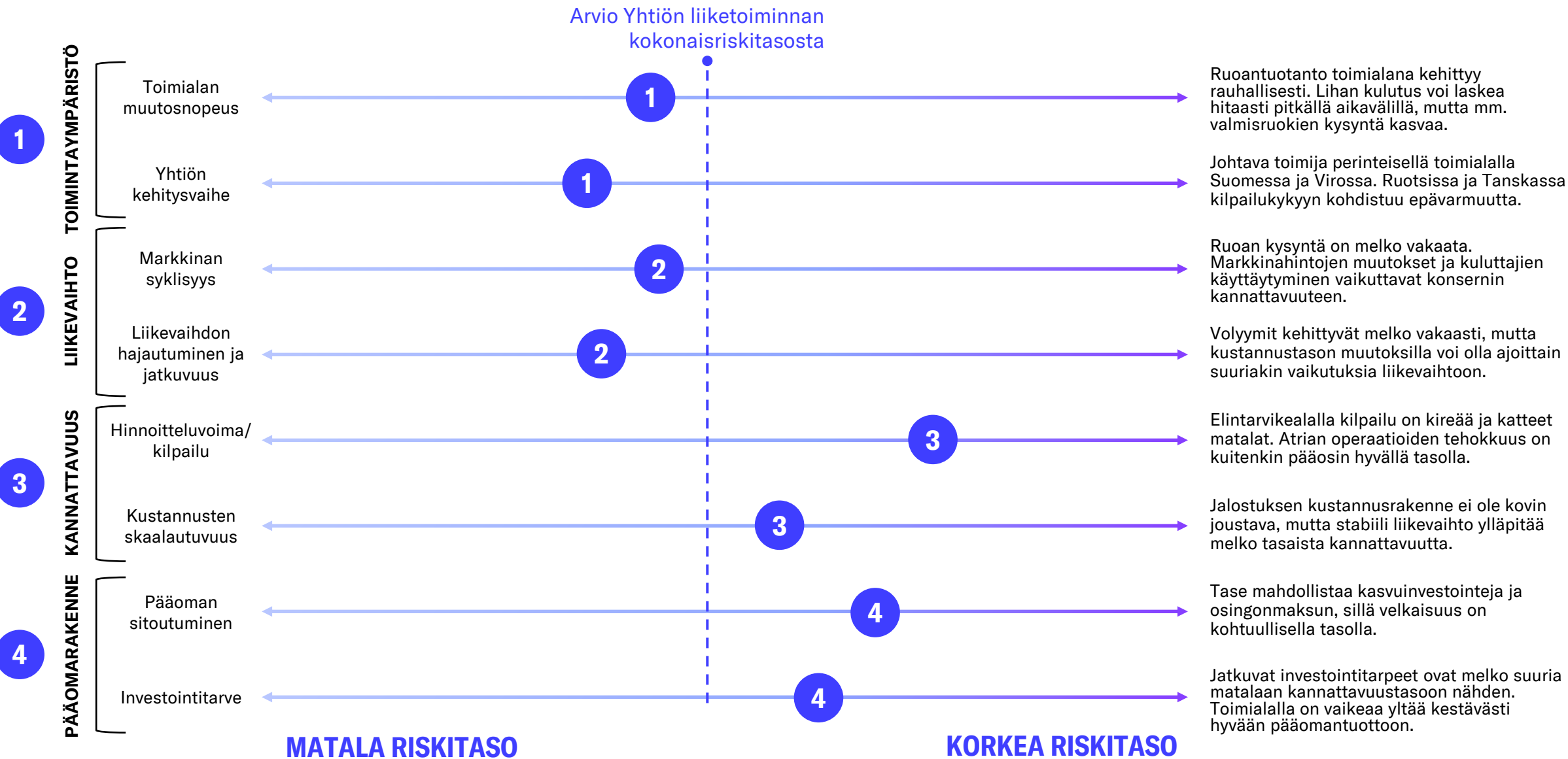
Liikevaihto ja liikevoitto



Valmistajaosuus vähittäiskaupassa



Liiketoiminnan riskiprofiili



Lihaelintarvikkeiden arvoketju



Markkina 1/3

Kohdemarkkina PT-kaupassa noin 5,5 miljardia euroa

Atrian päätuoteryhmien markkinan koko päivittäistavarakaupassa (PT) oli 5,5 miljardia euroa vuonna 2024, kun lasketaan yhteen yhtiön esittämät arviot sen kolmen liiketoiminta-alueen kohdemarkkinoista. Atrian päätuoteryhmät eroavat toisistaan eri maantieteillä. Yhtiöllä on Suomessa selvästi laajin tuotevalikoima, minkä johdosta myös kohdemarkkina on Suomessa selvästi suurin (3,2 mrd). Määritelty kohdemarkkina ei sisällä alkutuotantoon liittyviä segmenttejä, kuten rehukauppaa ja poikaseläinten välitystä. Lisäksi foodservice-kanava jää määrittelyn ulkopuolelle.

Päivittäistavarakaupassa Atrian kohdemarkkinat jakautuvat useisiin eri kategorioihin. Makkarat ja leikkeleet muodostavat lähes miljardin kohdemarkkinan sekä Suomessa että Ruotsissa. Tuoreen punaisen lihan myynti sekä siipikarjan myynti ovat molemmat noin 0,5 miljardin segmenttejä Suomessa. Myös valmisruoat ja muut lihatuotteet, kuten einespörykät, muodostavat yhdessä merkittävän, yli 1 miljardin markkinasegmentin Suomessa.

Foodservice-kanava noin viidennes PT-markkinasta

Arvioimme foodservice-kanavan kooksi Atrian neljällä kotimarkkinalla yhteensä reilut 1 miljardi euroa, eli noin 20 % suhteessa PT-markkinaan. Arvioimme vastaa Atrian omaa arviota, jonka mukaan Suomen liha- ja lihatuotemarkkinan kokonaisarvo oli 3,9 miljardia euroa vuonna 2024, eli noin 20 % korkeampi verrattuna Atrian päätuoteryhmien PT-markkinaan. Foodservice-tukkukaupan kokonaisliikevaihto Suomessa on noin 16 % suhteessa elintarvikemyynnin arvoon PT-kaupassa, mikä myös pääosin tukee arviotamme.

Valmisruoka ja siipikarja merkittävimmät kasvusegmentit

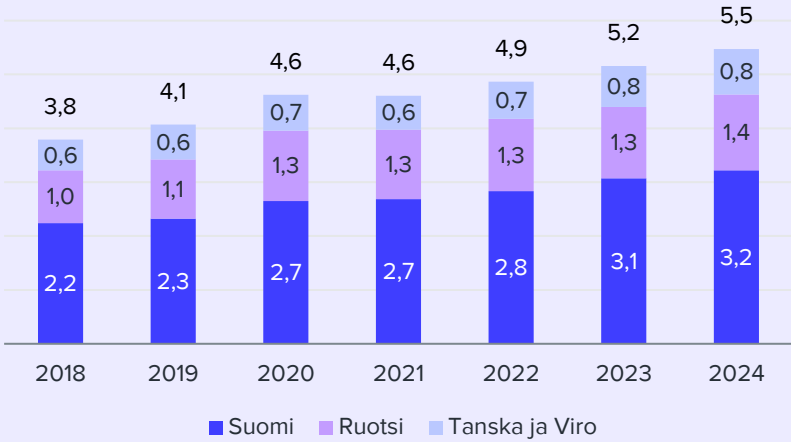
PT-markkinan päätuoteryhmien liikevaihtoon katsottuna Atrian kohdemarkkina kasvoi keskimäärin 6,0 %/v vuosien 2018-24 välillä. Kasvusta 4,4 %-yksikköä on syntynyt hintojen nousun vaikutuksesta. Hintojen nousu on ollut erityisen voimakasta vuosien 2022 ja 2023 aikana, jolloin hintataso nousi Atrian kohdemarkkinoilla noin 8 %:n vuosivauhtia. Inflaatio on sittemmin hidastunut erityisesti Suomessa.

Volyymikasvun näkökulmasta merkittävimpiä kasvusegmenttejä Suomen vähittäiskaupassa ovat viime vuosina (2020-24) olleet mm. valmisruoat (8 %/v) ja siipikarja (4 %/v). Sianlihan myynti on sen sijaan laskenut samana ajanjaksona keskimäärin 3 %/v. Naudanlihan myynnissä on ollut merkittävää vaihtelua vuositasolla, mutta isossa kuvassa suunta on ollut maltillisen positiivista PTY:n myyntitilastojen perusteella.

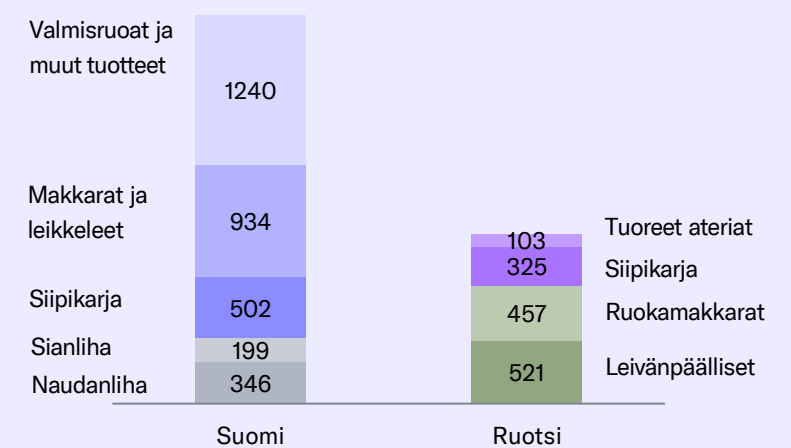
Vientimarkkinat ovat suuret

Globaalit lihan ja lihajalosteiden markkinat ovat valtavat, sillä FAO:n mukaan lihaa tuotettiin noin 373 miljoonaa tonnia vuonna 2024. Tästä noin 42 miljoonaa tonnia kulutettiin eri maassa, kuin missä liha oli tuotettu. Lihan kulutuksen arvioidaan kasvavan maltillista vauhtia. Kulutuksen kasvusta suurin osa syntyy kehittyvillä markkinoilla. Korkean elintason maissa lihan kulutuksen arvioidaan pysyvän vakaana tai jopa laskevan hieman. Atrian viennistä suuri osa kohdistuu korkean elintason maihin, kuten EU-maihin, Japaniin ja Koreaan. Näillä markkinoilla Atrian vientilihan kilpailukyky perustuu ainakin osittain sen korkeaan laatuun ja antibioottivapauteen. Myös esimerkiksi Kiina on Atrialle merkittävä kohdema, sillä kyseiseen maahan voidaan myydä sellaisia lihatuotteita, joille ei ole länsimaissa kysyntää.

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



Markkinan jakautuminen alakategorioihin (MEUR)²



1) Atria. Vuoden 2024 kohdemarkkinan kasvuun vaikuttaa Gooh!-yritysosto noin 100 MEUR verran.

2) PTY, Atria ja Inderes

Kohdemarkkinan määritelmä poikkeaa maiden välillä

Markkina 2/3

Kulutustottumusten muutos on suosinut siipikarjaa

Tilastokeskuksen ruokailutottumuksia koskevien tilastojen valossa siipikarjan lihan kulutus on ollut kasvussa jo pitkään Atrian päämarkkinoilla. Vuonna 2023 keskiarvo suomalainen söi siipikarjan lihaa 30 kilogrammaa, kun vielä vuonna 2000 vastaava luku oli 13 kilogrammaa. Sian- ja naudanlihan kulutus on sen sijaan laskenut. Sianlihan keskimääräinen kulutus Suomessa on laskenut vuoteen 2023 mennessä 21 % vuoden 2013 tasolta. Naudanlihan kulutus puolestaan kääntyi Suomessa hienoiseen laskuun vuonna 2018 ja on laskenut yhteensä 8 % viimeisen vuosikymmenen aikana. Naudanlihan kulutuksen kehityksen trendi ei ole aivan selkeä, sillä myynti on vaihdellut vuositason tasolla mm. kuluttajien ostovoiman vaikutuksesta. Merkittävin lasku tapahtui vuoden 2022 inflaatiopiikkiin yhteydessä.

Ruotsin markkina noudattelee karkeasti samanlaisia trendejä kuin Suomenkin markkina. Ruotsissa naudanlihan kuluttajakohtaisen kulutuksen lasku alkoi hieman Suomea aiemmin ja on laskenut yhteensä 11 % viimeisen 10 vuoden aikana. Ruotsissa siipikarjan lihan kulutuksen kasvutrendi ollut keskimäärin Suomea loivempaa viime vuosina.

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. Naudanlihan yleisesti korkeampi hintataso tekee siitä muita lihalajeja herkemmän kuluttajien ostovoiman muutoksille. Naudanlihan tuotanto laskee rakenteellisesti mm. osana maidon kulutuksen laskua, mikä rajoittaa tuotantoa ja nostaa naudanlihan

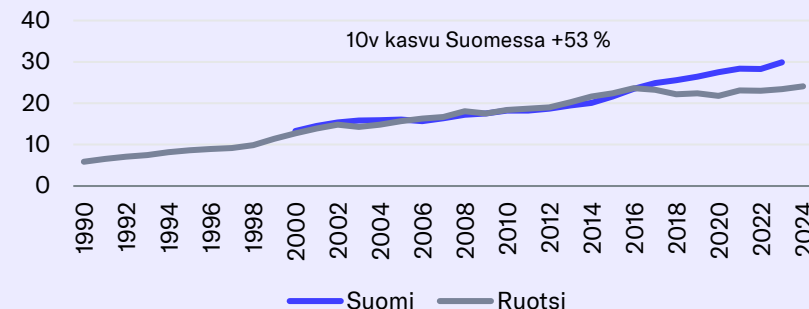
kustannusta kuluttajille.

Lihan kokonaiskulutus ei kasva Suomessa tai muualla Euroopassa

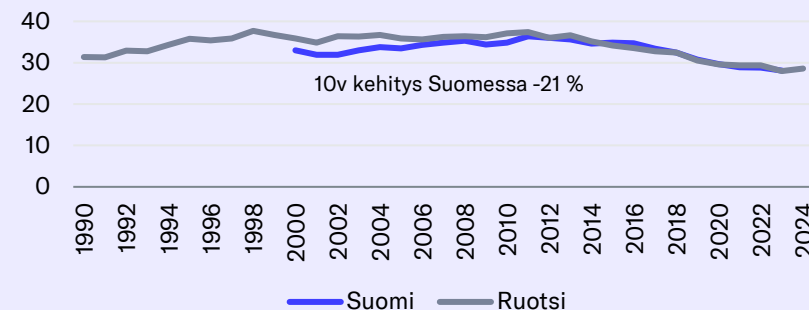
Arviot lihankulutuksen kehityksestä ovat hieman vaihdelleet viime vuosina. Luonnonvarakeskus arvioi vuonna 2021 lihan kokonaiskulutuksen per henkilö (sisältäen mm. siipikarjan lihan) laskevan Suomessa yhteensä noin 1-2 % kuluvan vuosikymmenen aikana, missä huomioitiin toisaalta siipikarjan kysynnän kasvu sekä punaisen lihan kysynnän lasku. Vuositasolla kokonaislihankulutuksen muutos on siten erittäin pientä. Myös koko Euroopan tasolla kuluttajakohtaisen lihankulutuksen arvioidaan laskevan hieman punaisen lihan kulutuksen laskiessa¹.

Toistaiseksi ilmaston huomioiminen ei ole merkittävästi vaikuttanut lihankulutukseen. Uudet ravitsemussuosituksot vaikuttivat leikkeleiden kysyntää heikentävästi Suomessa vuoden 2024 lopulla, mutta on epäselvää kauanko vaikutus kestää. Vaihtoehtoisten kasviproteiinien kulutus on isossa kuvassa kasvanut, mutta trendi 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, joskin muutos toteutunee hitaasti. Lihan kulutuksen laskusta huolimatta Atrian kohdemarkkinat voivat kasvaa mm. korkeamman lisäarvon tuotteiden, kuten valmisruokien ja muiden jalosteiden kautta. Siksi arvioimme Atrian kohdemarkkinan kehittyvän keskipitkällä aikavälillä pitkälti linjassa muun perinteisen elintarviketeollisuuden kanssa eli karkeasti kohdemarkkinoiden BKT:n kehityksen mukaisesti.

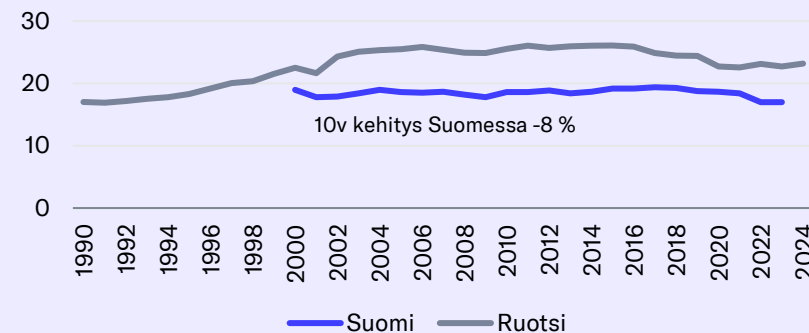
Siipikarjan kulutus (kg/henkilö)



Sianlihan kulutus (kg/henkilö)



Naudanlihan kulutus (kg/henkilö)



Markkina 3/3

Vähittäiskauppa keskittynyt isoille toimijoille

Yksi Atrian kotimarkkinoiden päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on vahva keskittyminen muutamalle suurelle toimijalle. Vuonna 2024 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä noin 23,5 miljardia euroa, josta S-ryhmän markkinaosuus oli 49 % ja K-ryhmän 34 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 9 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Myös Ruotsissa markkina on erittäin keskittynyt, sillä ICA:n markkinaosuus on noin 50 % ja kolmen suurimman toimijan yhteenlaskettu osuus lähes 90 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä rajoittaa Atrian ja muiden toimijoiden neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa Suomessa ja Ruotsissa. Atria pyrkii painottamaan tässä asetelmassa brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Atrialla on korkea markkinaosuus Suomessa useissa eri kategorioissa, mikä arvioimme mukaan jossain määrin tukee yhtiön neuvotteluvoimaa. Viron markkina poikkeaa selvästi Suomesta ja Ruotsista siten, että vähittäiskaupan kenttä on hajautuneempi, mikä tukee Atrian neuvotteluasemaa markkinalla.

Private labelin osuus kasvanut maltillisesti

Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi Atrian hinnoitteluvoimaa haastavat kaupan omat merkit (mm. Suomessa Pirkka, K-Menu, Kotimaista, Coop ja Ruotsissa ICA Selection, Xtra, Garant). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuonna 2023 PTY:n tilastojen mukaan 25 %. Ruotsissa ja Tanskassa private label –tuotteiden osuus on hieman korkeampi kuin

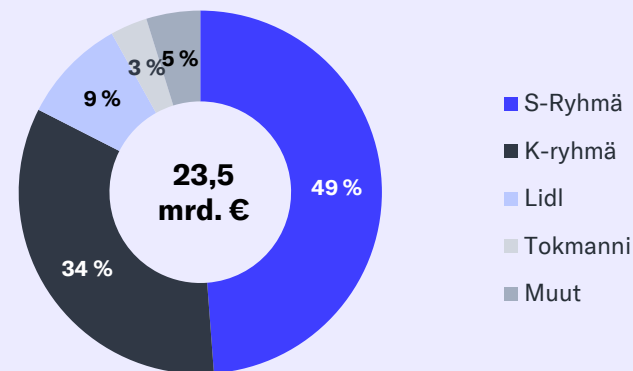
Suomessa, mutta kuitenkin matalampi kuin Länsi- ja Keski-Euroopassa. Kaupan omien merkkien osuus kasvoi Suomessa hieman inflaation kiihtyessä vuosina 2022-23, mutta ainakin 2024 alkuvuoden perusteella kehitys olisi pysähtynyt. Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden katteet ovat brändituotteita heikommät. Atria ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä.

Atria on menestynyt kilpailussa

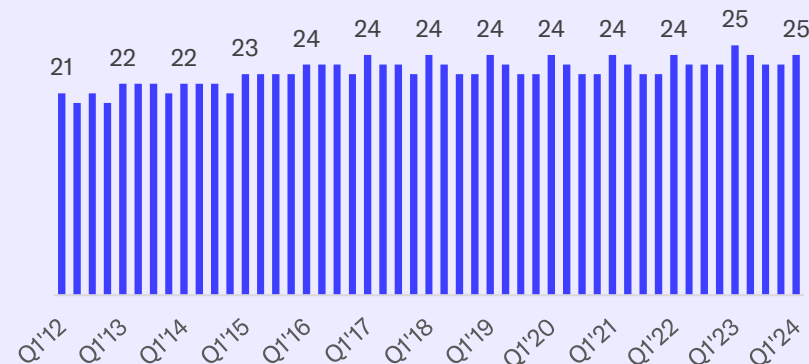
Atria on pystynyt pitkällä aikajänteellä (2019-24) kasvattamaan valmistajaosuuttaan Suomen. Ruotsin ja Viron markkinoilla. Tanskassa valmistajaosuudet ovat sen sijaan laskeneet. Arvioimme Atrian vahvuudeksi teollisen tehokkuuden, tunnetut brändit ja onnistuneet investoinnit etenkin Suomessa. Myös lihan hinnan nousu kansainvälisillä markkinoilla ja sitä kautta tuonnin lasku ovat tukeneet Suomen ja Viron liiketoimintoja, joissa Atria nojaa läheisiin suhteisiin paikallisten lihantuottajien kanssa.

Atrian merkittävimpiä kilpailijoita ovat Suomessa HKFoods, Snellman ja Saarioinen, mutta Atria on useimmissa segmenteissään kilpailijoitaan suurempi ja yhtiön brändituotteilla on Suomessa johtava asema. Ruotsissa, Tanskassa ja Virossa Atria on useimmissa päätuotesegmenteissä markkinan toiseksi suurin brändi. Ruotsissa ja Tanskassa yhtiön keskeisimpiä kilpailijoita ovat mm. Scan ja Danish Crown. Lisäksi Scandi Standard kilpailee siipikarjassa kaikissa Pohjoismaissa. Arvioimme pohjoismaisen lihanjalostusteollisuuden keskittyvän tulevana vuosina entisestään alan suurimmille toimijoille.

Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2024)



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Missio ja visio

Atrian visiona on olla johtava pohjoiseurooppalainen ruokatalo. Yhtiö haluaa tarjota hyvää ruokaa kaikkiin ruokahetkiin ja palvella kuluttajia laajalla tuotevalikoimalla. Yhtiön missio tiivistyy myös markkinoinnin kautta tunnetuksi tulleeeseen lausahdukseen, hyvä ruoka parempi mieli.

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

1. Voitamme siipikarjassa

Siipikarjan kysyntä on ollut kasvussa viimeiset vuosikymmenet ja sen ennustetaan kasvavan edelleen. Atria on viime vuosina panostanut siipikarjaliiketoimintaan voimakkaasti, mistä tärkeimpinä osoituksina noin 160 MEUR:n suuri ja moderni siipikarjatehdas Nurmoon (valmistui 2024) sekä yli 30 MEUR:n panostukset Ruotsin siipikarjaliiketoimintaan vuodesta 2016 alkaen. Näemme siipikarjan luonnollisena kasvukohteena Atrialle, sillä punaisen lihan kysyntä ei enää kasva Atrian päämarkkinoilla, vaan voi jopa laskea pitkällä aikavälillä. Siipikarjaan pätee sama lainalaisuus kuin muuhunkin lihateollisuuteen – suuri koko ja tehokas tuotantoketju ovat kilpailukyvyn avain. Yhtiö onkin saavuttanut siipikarjassa korkean valmistajaosuuden Suomessa (2024: 43 %). Ruotsissa osuus on kasvanut (19 %), mutta asema ei ole yhtä vahva kuin Suomessa eikä liiketoimintaan ole myöskään investoitu yhtä paljoa kuin Suomessa.

2. Laajennamme valmisruoassa

Valmisruokien myynti on kasvanut voimakkaasti vähittäisruokakaupoissa, mikä tekee niistä potentiaalisen kasvusegmentin myös Atrialle. Kuluttajiin vetoavien ja

taloudellisesti kannattavien valmisruokien kehittäminen vaatii ymmärrystä kuluttajien tottumuksista ja koko tuotantoketjusta, mihin arvioimme Atrialla suurena yhtiönä olevan hyvät resurssit. Pidemmälle jalostetuissa ja brändätyissä valmisruoissa kasvaminen tarjoaa Atrialle myöskin mahdollisuuden kasvattaa myyntikatteita suhteessa matalakatteisiin perusruokatuotteisiin. Gooh-liiketoiminnan osto Ruotsista toukokuussa 2024 oli konkreettinen kasvuaskel valmisruokamarkkinalla. Lisäksi Atria investoi 7 MEUR ohukaistuotannon uudistamiseen vuosina 2025-26 sekä harkitsee peräti 60-90 MEUR:n investointikokonaisuutta muihin valmisruokiin Nurmassa.

3. Vahvistamme foodservice- ja pikaruokatarjontaa

Foodservice- ja pikaruokasegmentit tarjoavat lihan jalostajille kohtuullista kasvupotentiaalia, mihin vaikuttaa mm. ulkona syömisen ja aterioiden kotiinkuljetusten yleistyminen sekä toisaalta pidemmälle jalostettujen lihatuotteiden käytön yleistyminen ammattikeittiöissä. Atria on vahvistanut foodservice- ja pikaruokatarjontaansa viime vuosina erityisesti yritysostojen avulla (mm. Kaivon Liha ja Korv-Görans Kebab).

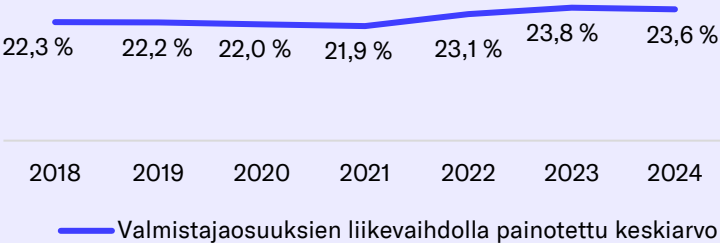
4. Kasvamme kannattavasti Ruotsissa

Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden parantaminen on yksi olennaisimpia tekijöitä Atrian osakkeen sijoitustarinan kannalta. Ruotsi on suuri markkina ja siten merkittävä kasvumahdollisuus. Markkina on myös erittäin kilpailtu ja Atria ei historiassa ole pystynyt operoimaan markkinalla riittävän kannattavasti. Atria on viime vuosina pyrkinyt tehostamaan Ruotsin liiketoimintaa keskittämällä tuotantoa ja logistiikkaa Sköllerstaan ja sulkemalla Malmön yksikön, mihin liittyi 35 MEUR:n investointi vuosien 2022-23 aikana.

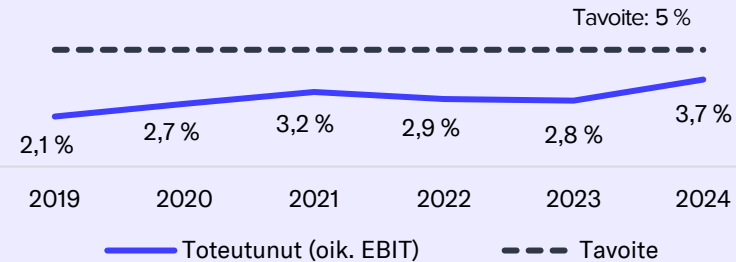
Atrian strategian painopisteet

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

Tavoite: Markkinaa nopeampi kasvu



Tavoite: Liikevoitto yli 5 %



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Lisäksi Ruotsin prosesseja on muutoinkin tehostettu ja henkilökuntaa vähennetty, minkä johdosta kannattavuus saatiin käännettyä positiiviseksi vuoden 2024 aikana. Kaupallisella puolella Atria on viime vuosina kasvattanut markkinaosuuttaan foodservice-segmentissä, mutta vähittäiskaupassa on ollut parantamisen varaa. Arvioimme, että Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden nostaminen kestävästi lähelle muiden yksiköiden tasoa edellyttäisi Atrialta merkittäviä tuotannollisia investointeja Ruotsiin ja näiden toteuttaminen voisi toisaalta olla riskialtista. Toistaiseksi tahtotila tämäntyypiseen laajentumiseen on epäselvä. Yhtiö voisi mahdollisesti ottaa kantaa aiheeseen syksyllä 2025 julkaistavassa uudessa strategiassa.

5. Parannamme punaisen lihan kannattavuutta

Punaisen lihan kulutus on ollut viime vuosina pienessä laskussa Pohjoismaissa. Hiilidioksidipäästöjen vähentäminen ja kulutustottumusten muutos voi johtaa kulutuksen laskun jatkumiseen pitkällä aikavälillä. Merkittävän volyymikasvun puuttuessa on loogista, että Atria keskittyy punaisen lihan osalta erityisesti kannattavuuteen ja lisäarvon kasvattamiseen. Korkeampaa lisäarvoa tavoitellaan mm. kasvattamalla vientiä ja korostamalla suomalaisen lihan vahvuuksia kuten antibiootti- ja hormonivapautta sekä jäljitettävyyttä ja eläinten hyvinvointia. Kaukoidän vientimaiden lisäksi suomalaisen lihan myyntiä pyritään vahvistamaan erityisesti Ruotsissa.

6. Parannamme toimitusketjun tehokkuutta

Toimitusketjun tehokkuuden parantamiseen liittyvät toimenpiteet koostuvat osittain samoista asioista aiempien painopisteiden kanssa. Siipikarjatuotannon keskittäminen Nurmoon ja Sahalahden tehtaan sulkeminen on ollut viime vuosien merkittävin teko Suomessa. Lisäksi Suomessa on investoitu päästöjä vähentäviin ja kustannustehokkaisiin

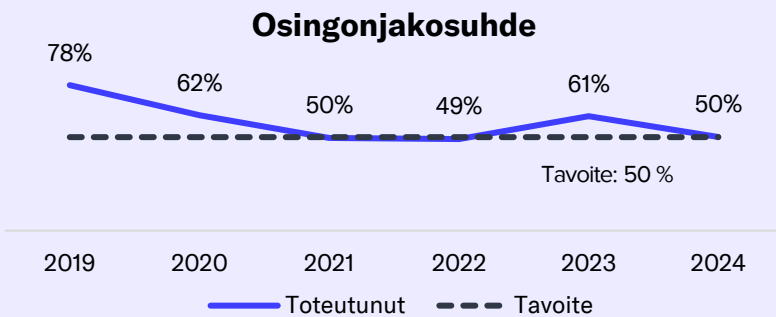
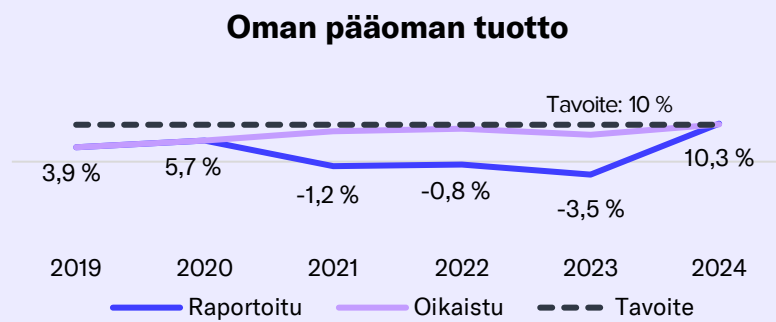
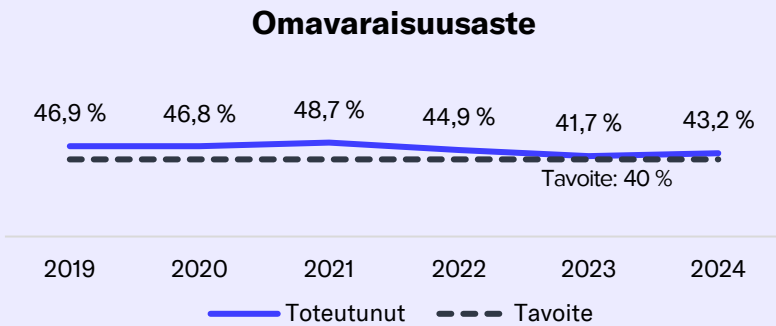
energiaratkaisuihin. Ruotsissa puolestaan Sköllerstan uusi logistiikkakeskus ja Malmön tehtaan sulkeminen vuonna 2023 olivat merkittäviä toimenpiteitä. Myös Tanskassa operaatioita on tehostettu ja henkilöstöä vähennetty kannattavuuden vahvistamiseksi. Virossa Atria puolestaan osti vuoden 2024 aikana 2 uutta sikatilaa, mitkä ovat auttaneet yhtiötä tehostamaan lihanhankintaa markkinalla.

Taloudelliset tavoitteet

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

Osaketarinan kannalta kiinnostavimmat tavoitteet liittyvät liikevoittoon ja kasvuun. 5 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen on vielä melko kaukana toteutuneesta tasosta (2024 oik. EBIT: 3,7 %). Toimialan kilpailutilanne sekä Ruotsin heikko lähtötaso huomioiden pidämme tavoitetta haastavana. Markkinaa nopeamman kasvun osalta voidaan todeta, että Atrian valmistajaosuus on kehittynyt viime vuosina pääosin nousujohteisesti ja tämä kehitys voi hyvin jatkua yhtiön toteuttaessa kohdennettuja kasvuinvestointeja.

Kannattavuuden parantaminen ja markkina-aseman vahvistaminen edellyttävät pitkällä aikavälillä merkittäviä tuotannollisia investointeja, mutta sekä tase että sisäiset resurssit luonnollisesti rajoittavat kykyä investoida nopeasti useille eri osa-alueille. Näemme Atrian taseen ja organisaation sisäiset kyvykkyydet kuitenkin verrattain vahvoina toimialalla, mistä osoituksena mm. hyvin sujunut Nurmon siipikarjatehtaan ylösajo.



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Liikevaihto kasvanut pääosin maltillisesti

Atrian liikevaihto on kehittynyt pääosin maltillisen nousujohteisesti viimeisen vuosikymmenen aikana. Vuosi 2015 oli merkittävä poikkeus tästä trendistä, sillä liikevaihdon laski tuolloin Falbygdens-juustoliiketoiminnan myynnin, valuuttakurssien heikkenemisen ja grillituotteiden heikon kysynnän vuoksi. Vuosina 2016-21 ja 2023-24 liikevaihdon kasvu oli keskimäärin 2,2 %. Vuosi 2022 oli poikkeus, jolloin kasvu kohosi peräti 10 %:n tasolle, mikä johtui erityisesti hintojen korotuksista vastauksena kohonneille tuotantokustannuksille. Vuoden 2024 kasvu jäi nollaan erityisesti rehukaupan hintatason laskun vuoksi.

Atrian markkinaosuudet ovat viime vuosina kehittyneet vahvasti Virossa, maltillisen positiivisesti Suomessa ja Ruotsissa, mutta laskeneet Tanskassa. Koska Tanska ja Viro raportoidaan yhdessä, ovat liiketoiminta-alueiden orgaaniset kasvuluvut olleet melko linjassa keskenään vuosina 2019-24 keskimäärin. Kaikkien yksiköiden orgaaninen kasvu on ollut keskimäärin 4-5 %, josta toki suuri osa syntyi vuosien 2022-23 hinnankorotusten seurauksena. Atria Ruotsin kokonaiskasvu on kärsinyt Venäjän pikaruokaliiketoiminnan myynnistä, joka raportoitui osana liiketoiminta-aluetta ennen sen divestointia toukokuussa 2022. Suomen kokonaiskasvu puolestaan sai pientä epäorgaanista tukea Korv-Görans Kebabin yritysostosta vuonna 2023 (ostetun liiketoiminnan liikevaihto 2022: 17 MEUR).

Venäjän liiketoimintojen myynnit vuosien 2021 ja 2022 aikana johtivat yhteensä noin 80 MEUR:n liikevaihdon menetykseen. Venäjän liiketoiminnoista ruokatuotteita valmistavan OOO Pit-Produktin myynti ajoittui keväälle 2021 ja pikaruokaliiketoiminta Sibylla Rusin myynti keväälle 2022.

Konsernin oikaistu tulos kehittynyt melko vakaasti

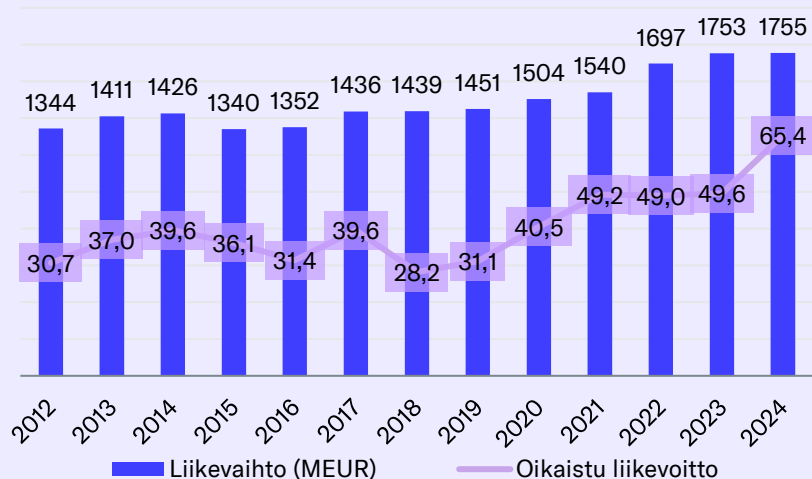
Atrian kannattavuus on parantunut viime vuosina, mikä on syntynyt sekä Suomen että Ruotsin toiminnan tehostumisen ja kaupallisen kehittämisen kautta. Atria Suomen sekä Tanskan ja Viron kannattavuudet ovat olleet läpi historian pääasiassa kohtuullisen hyvillä tasoilla. Ruotsin kannattavuus on puolestaan ollut historiassa heikko. Ruotsin siipikarjaliiketoiminta oli jo ostohetkellä tappiollinen ja sitä on pyritty vuosien aikana kehittämään kannattavammaksi. Ruotsin kannattavuus on noussut ajoittain positiiviseksi, ja vuosi 2024 oli jo hieman aikaisempia parempi, vaikka Ruotsin kannattavuus olikin yhä selvästi alle muiden liiketoiminta-alueiden.

Kertaluontoisia raportoituun liikevoittoon vaikuttavia negatiivisia eriä on kirjattu merkittävästi vuosina 2021-23. Vuonna 2021 raportoitua liikevoittoa painoi 45 MEUR:n muuntoeron realisoituminen Venäjän ruokaliiketoiminnan myyntiin liittyen. Vuoden 2022 raportoitua liikevoittoa puolestaan painoivat Ruotsissa kirjatut 51 MEUR:n arvonalentumiset liittyen liikearvoon ja brändeihin. Vuonna 2023 puolestaan kirjattiin 42 MEUR arvonalentumisia, jotka kohdistuivat pääosin Ruotsin ja Tanskan liikearvoihin sekä tuotemerkkeihin. 2022-23 alaskirjausten taustalla on vaikuttanut Ruotsin ja Tanskan kannattavuushaasteiden lisäksi mm. kohonnut korkotas, joka vaikuttaa merkittävästi arvonalentumislaskelmiin. Atrialla on vielä taseessa Ruotsin ja Tanskan liiketoimintoihin liittyvää liikearvoa 54 MEUR ja tavaramerkkejä 32 MEUR:n edestä.

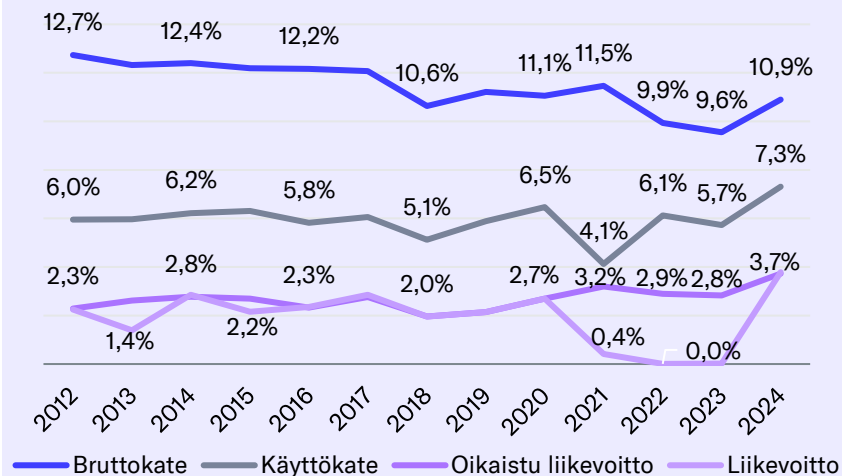
Bruttokatteet laskeneet pitkällä aikavälillä

Historiallinen kehitys osoittaa, että liiketoiminnan suhteellinen bruttokate on ollut asteittaisessa laskussa pitkällä aikavälillä.

Liikevaihdon ja oik. liikevoiton kehitys



Kannattavuuden kehitys (% liikevaihdesta)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Laskevia katteita on kuitenkin onnistuttu kompensoimaan kasvaneella liikevaihdolla ja suhteellisesti laskeneilla myynti- ja markkinointikuluilla. Bruttokate laski vuosina 2022-23 mm. korkean inflaation ja kuluttajien heikentyneen ostovoiman vuoksi, mutta katetaso toipui vuonna 2024 maltillisemmän kustannusympäristön ja kaupallisten onnistumisten tuella. Bruttokateprosentin pienen laskun voisi nähdä neutraalina kehityskulkuna inflatorisessa ympäristössä, sillä myyntihintojen ja liikevaihdon nousu kasvattavat absoluuttisia bruttokatteita, jolloin kateprosentti voi olla hieman matalampi heikentämättä kokonaiskannattavuutta. Myös yritysjärjestelyillä, kuten Venäjältä luopumisella on voinut olla vaikutusta kustannusrakenteen muutokseen.

Alaskirjaukset rasittaneet viime vuosien nettotuloksia

Atrian nettorahoituskulut ovat vaihdelleet 3-6 MEUR:n välillä vuosina 2018-22, mutta nousivat jopa 14-15 MEUR:oon vuosina 2023-24 korkotason nousun ja velan määrän kasvun myötä. Lainasalkun keskikorko oli 3,7 % maaliskuun lopussa 2025 (Q1'24: 4,6 %) ja rahoituskulut laskusuunnassa korkojen laskun ja taseen vahvistumisen myötä. Konsernitasolla efektiivinen veroaste on ollut noin 25 % niinä vuosina, jolloin yhtiöllä ei ole ollut merkittäviä kertaluonteisia tappioita. Atrian nettotulos on ollut historiassa pääosin positiivinen, mutta vuosina 2021-23 nettotulokset jäivät negatiivisiksi mm. Ruotsiin, Tanskaan ja Venäjään kohdistuneiden alaskirjausten myötä. Nettotuloksesta keskimäärin 8 % on mennyt määräysvallattomille omistajille ja 92 % Atrian osakkeenomistajille vuosina 2016-20 ja 2024 (vuosien 2021-23 tarkastelu on haastavaa alaskirjausten vuoksi). Määräysvallattomien omistajien osuus syntyy pääosin A-Rehu Oy:n tuloksesta, josta Atria omistaa 51 % ja

lihatuottajien osuuskunnat 49 %.

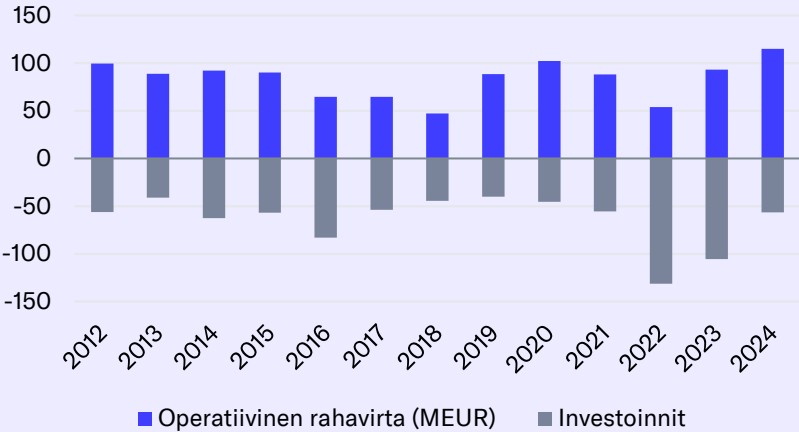
Investointien ajoitukset vaikuttavat rahavirtaan

Lihanjalostus on pääomaa sitovaa liiketoimintaa ja tuotantolaitoksiin tulee investoida jatkuvasti. Pitkällä aikavälillä Atria on pystynyt tuottamaan positiivista kassavirtaa, sillä vuosina 2012-24 liiketoiminnan rahavirta ylitti investoinnit keskimäärin 20 MEUR:lla per vuosi, sisältäen vuosien 2022-23 poikkeuksellisen suuret investoinnit. Vuosina 2022-23 Atria toteutti suuret teolliset investoinnit Nurmoon ja Ruotsin Sköllerstaan, mikä nosti investointitasoa yli 100 MEUR:oon vuodessa. Ilman suuria hankkeita investointitaso on ollut noin 50 MEUR:n vuotuisella tasolla. Atrian suunnitelman mukaiset poistot ovat nousseet viime vuosien investointien myötä (2024: 62 MEUR).

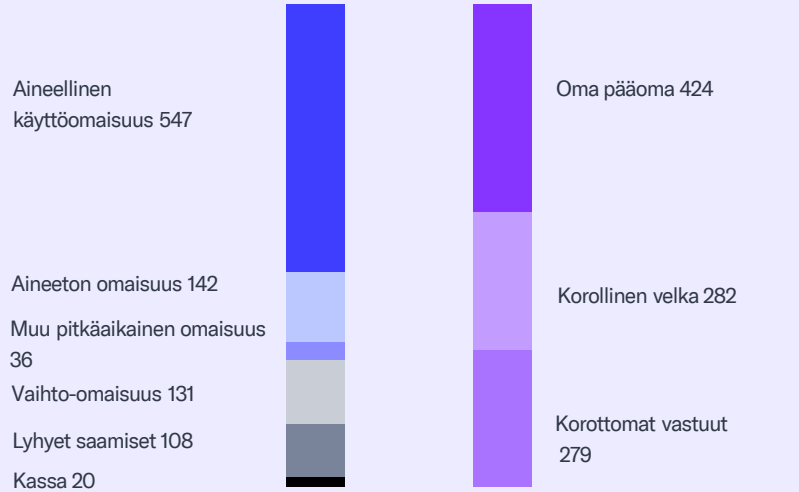
Taseessa on taas liikkumavaraa

Atrialla on taseessa merkittävästi korollista nettovelkaa (2024: 262 MEUR), mutta velkaisuus on tulostasoon nähden kohtuullisella tasolla (2,0x käyttökatte) - etenkin kun huomioidaan yhtiön suhteellisen vakaa tulostaso historiassa. Velkaisuus on laskenut viime vuosien tasoihin nähden (2023: 2,7x) tuloksen parantumisen ja investointien normalisoitumisen myötä. Yhtiön omavaraisuusaste oli 2024 lopussa 43,2 %, kun yhtiö tavoittelee vähintään 40 %:n tasoa. Tyypillisesti yhtiön liiketoiminta ei sido valtavasti käyttöpääomaa, sillä saamia ja vaihto-omaisuutta voidaan rahoittaa ostovelooilla ja muilla veloilla. Käyttöpääomaa sitoutui merkittävästi vuonna 2022 inflaation vaikutuksesta, mutta tämä on purkautunut sittemmin vuosien 2023-24 aikana. Arvioimme taseen mahdollistavan pienten tai keskisuurten yritysostojen tekemisen tai suurehkojenkin teollisten investointien toteuttamisen lähivuosina.

Kassavirran kehitys



Tase maaliskuun 2024 lopussa (MEUR)



Taseen kokonaissumma 985 MEUR

Ennusteet 1/4

Ennustemalli

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

Kuluttajakysyntä näyttää lähiaikoina varovaiselta

Lyhyellä aikavälillä Atrian liikevaihdon kasvunäkymiin vaikuttaa erityisesti markkinakysynnän kehitys ja inflaatio. Yhtiön kotimarkkinoiden kuluttajakysyntä on kehittynyt vuodesta 2023 alkaen hieman tavanomaista vaisummin mm. kuluttajien laskeneen ostovoiman myötä. Odotamme kysynnän säilyvän jossain määrin vaisuna myös vuoden 2025 aikana erityisesti Atria Suomen ja Tanska&Viron osalta. Vuoden 2025 liikevaihdon kasvuennusteemme on 1,3 %, joka syntyy pääosin orgaanisesti.

Ennakoimme Suomelle vuoteen 2025 heikohkoa 0,5 %:n kasvua, mihin vaikuttaa mm. kohonnut työttömyys sekä rehun hinnan lasku, joka painaa myynnin arvoa. Lisäksi vähittäiskaupassa on kesäkauden osalta tyypillisesti vaihtelua kaupallisissa voimasuhteissa suurimpien jalostajien välillä. Atrian asema vähittäiskaupan grillikampanjoissa vuonna 2024 oli nähdäksemme vahva, mikä voi puolestaan kuluvana vuonna näkyä pehmeämpänä vähittäiskaupan volyymikehityksenä. Myös pula naudanlihasta voi osaltaan heikentää vuoden 2025 liikevaihtoa. Toisaalta uusi siipikarjatehdas ja Kiinan vientilupa siipikarjan lihalle mahdollistavat mahdollistavat kannattavaa kasvua kyseisessä kategoriassa.

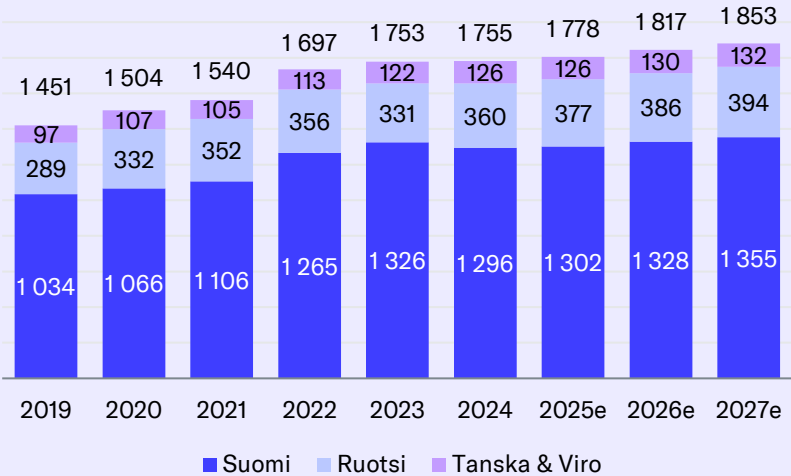
Ruotsin kasvuennusteemme vuodelle 2025 on 4,6 %, mihin vaikuttaa toisaalta Gooh-yrityskaupan häntä alkuvuodesta (1,7 %-yksikön vaikutus) sekä inflaation tukema markkinakasvu. Orgaaninen kasvuennusteemme Ruotsille on noin 3 % ja syntyy pääosin inflaatiovetoisen markkinakasvun myötä. Atrialla on ollut Ruotsissa viime vuosina positiivinen vire markkinaosuuksien osalta, mutta yhtiö kertoi huhtikuussa 2025 menettäneensä muutaman asiakkuuden, mitkä todennäköisesti painavat kasvua vuoden jälkipuoliskolla.

Atria Tanskan ja Viron 2025 kasvuennusteemme on 0 %, mikä olettaa kasvun parantuvan hieman loppuvuonna (Q1: -3 % v/v). Virossa suunta on edelleen suotuista vahvan markkinaosuuden kehityksen myötä, mutta Tanskassa kehitys on ollut päinvaistaista hintavetoisen kilpailun vuoksi. Tanskan uusi kokolihalleikkeitä linjasto voisi tukea yksikön liikevaihtoa lähitulevaisuudessa.

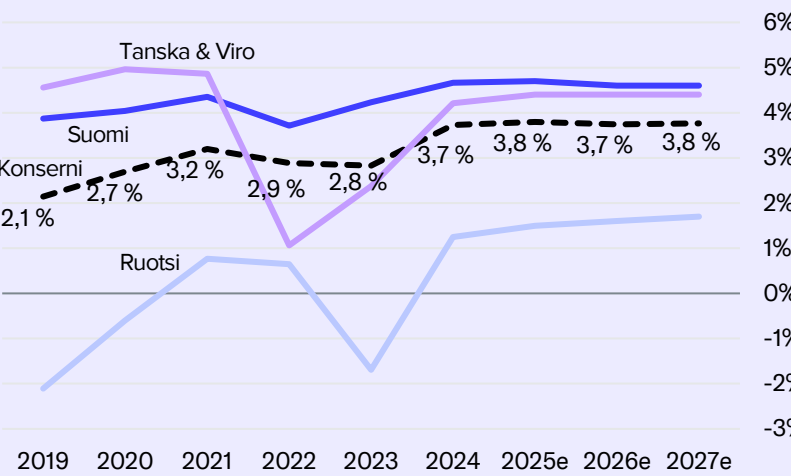
Paluu maltilliseen kasvuun keskipitkällä aikavälillä

Ennustamme liikevaihdon kasvun toipuvan noin 2 %:iin vuosina 2026-27, mikä vastaa pitkälti yhtiön historiallista kasvuvauhtia ja on lähellä oletettua inflaation pitkän aikavälin tasoa. Ennustamme kasvun syntyvän melko tasaisesti eri yksiköistä. Odotamme Atrian markkinaosuuksien kehittyvän kokonaisuudessaan vakaasti. Investoinnit kasvusegmentteihin siipikarjassa ja valmisruoissa tukevat pitkän aikavälin kasvua, mutta samalla punaisen lihan kysyntä laskee maltillisesti. Kasvuennusteissa voisi olla nousuvaraakin, mikäli yhtiön valmisruokaan kohdistuvat investointisuunnitelmat sekä tuotannolliset synergiat Suomen ja Ruotsin välillä toteutuvat täydessä mittakaavassa.

Liikevaihdon kehitys (MEUR)



Oikaistu liikevoitto (% liikevaihdosta)



Ennusteet 2/4

Vahva tuloskehitys voi hiipua loppuvuonna, mutta pidämme ohjeistusta silti varovaisena

Atria antoi 13.2.2025 ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön oikaistu liikevoitto on vuonna 2025 pienempi edellisvuoteen nähden (2024: 65,4 MEUR). Varovaiseen ohjeistukseen vaikuttaa arviomme mukaan mm. vahva vertailukausi, heikentynyt kysyntäkuva Suomessa sekä toimintaympäristöstä kumpuavat riskit esimerkiksi raaka-aineen hankinnan ja työtaistelutoimien osalta. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö nostaa ohjeistustaan vuoden edetessä. Nykyinen ennustemme olettaa maltillista tulospuskua koko vuoden osalta (2025e EBIT: 67,5 MEUR). Q1:llä oik. EBIT kasvoi lähes 5 MEUR v/v, mutta loppuvuodelle ennustamme maltillista tulostason laskua, joka kohdistuu lähinnä Atria Suomeen ja kesäkvartaaleihin Q2-Q3.

Loppuvuoden tulostasoa painaa Suomessa mm. Q2:n lakot (vaikutus arviolta noin 2 MEUR), pula naudanlihasta sekä liharaaka-aineen hinnan nousu. Toisaalta Kiinan viennin kasvu ja operaatioiden tehostaminen voivat osaltaan tukea kannattavuutta. Ruotsin tulos on parantunut tehostamistoimien myötä vuonna 2024, mutta odotamme suotuisan kehityksen hidastuvan lähiaikoina, mihin vaikuttaa raaka-aineiden hintojen nousu sekä muutama asiakasmenetykset. Tanska & Viron kannattavuuden arvioimme säilyvän melko vakaana.

Merkittävämpi tulospuskus edellyttää investointeja

Ennustamme vuosille 2026-27 vain maltillista tulospuskua (EBIT 2026-27e: 68,0-69,7 MEUR) ja vakaata kannattavuusmarginaalia. Tulospuskus syntyy pääosin inflaation mukaisen liikevaihdon kasvun kautta. Kysyntä- ja kustannusympäristön suotuisa kehitys voisi tuoda tulokseen pientä ja todennäköisesti hetkellistä lisäkasvua, mutta

nykyoletuksissamme ei ole sisällä merkittävää myötätuulta. Suuremman ja kestävämmän tulospuskun saavuttaminen edellyttää kuitenkin investointeja kasvuun ja toiminnan tehostamiseen. Erityisesti Ruotsin kannattavuus on yhä matala viimeaikaisesta parantamisesta huolimatta (EBIT 2024-27e: 1,2-1,7 %) ja yksikön selkeämpi tulospuskus edellyttäisi arviomme mukaan merkittäviä lisäinvestointeja, joiden onnistumiseen liittyy myös riskejä. Emme ole toistaiseksi sisällyttäneet vuoden 2027 tulospuskuihin merkittävää positiivista tulospuskua yhtiön kaavailmiin valmisruokainvestointeihin liittyen, sillä näkyvyys investointien toteutumiseen sekä tulospuskutukseen on toistaiseksi rajallinen.

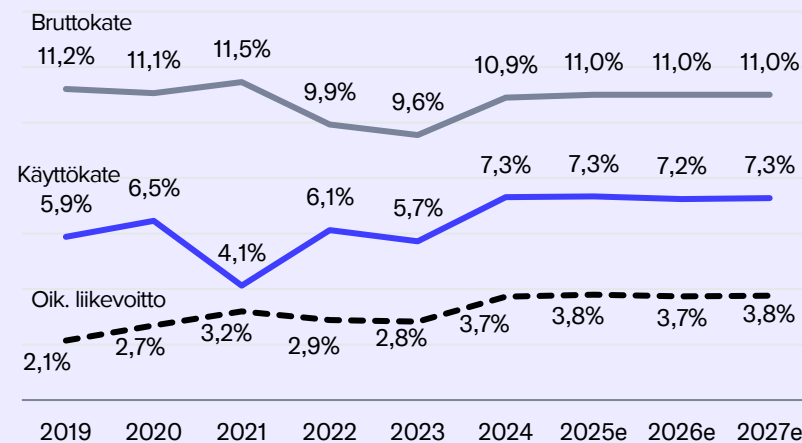
Rahoituskulut laskusuunnassa

Liikevoiton alapuolisista riveistä arvioimme yhteis- ja osakkuusyhtiöistä (merkittävimpana Honkajoki) saatavan tuloksen olevan 1,3-1,5 MEUR vuosina 2025-27. Tämä on hieman alle 10v keskiarvon (1,7 MEUR), joka on koholla vuosien 2021-22 poikkeuksellisen vahvan markkinaympäristön takia. Honkajoen tulos on riippuvainen mm. rasvapohjaisten biopoltoaineisiin soveltuvien materiaalien myyntihinnoista, jotka vaihtelevat energiamarkkinan mukana.

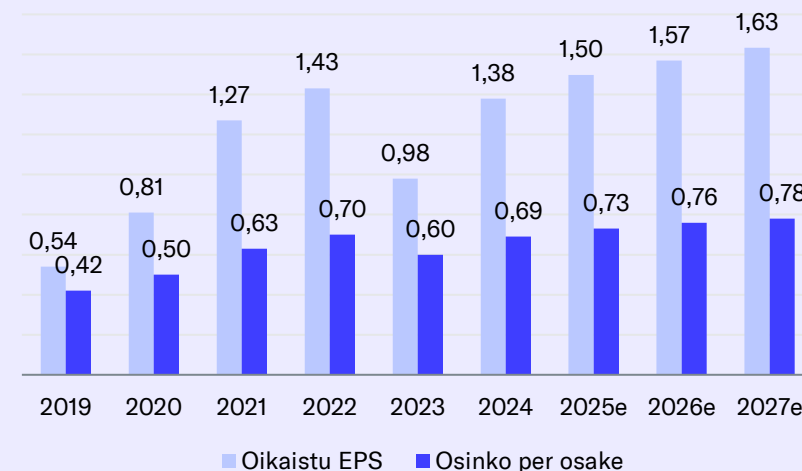
Rahoituskulujen arvioimme laskevan 12,4 MEUR:oon 2025 (2024: 15,4 MEUR) ja edelleen noin 10 MEUR:oon vuosina 2026-27. Kehitykseen vaikuttaa mm. korkotason lasku ja arvioitu velkakuorman asteittainen lasku.

Veroprosentiksi olemme olettaneet 20 % vuosina 2025-26, mikä karkeasti vastaa liikevaihdolla painotettua yhteisöverojen keskiarvoa Atrian kotimarkkinoilla. Oletamme veroasteen laskevan 19 %:iin vuonna 2027 Suomen yhteisöverokannan laskiessa 18 %:iin.

Kannattavuusrakenteen kehitys (% liikevaihdosta)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet 3/4

Verojen jälkeen tulos olisi siis 45 MEUR vuonna 2025 ja kasvaisi 50 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä. Vähemmistöosuudeksi arvioimme 3,0-3,7 MEUR jaksolla 2025-27. Vähemmistöosuuden määrä riippuu mm. A-Rehun tuloskehityksestä. Vuosien 2025-27e nettotulos Atrian osakkeenomistajille olisi siis 42-46 MEUR eli 1,50-1,63 euroa per osake.

Odotamme osingon kasvavan

Atrian osingonjakosuhde on ollut lähihistoriassa useimpina vuosina noin 50 % oikaistusta nettotuloksesta yhtiön tavoitteen mukaisesti. Tästä on toisinaan myös poikettu (esim. 2023: 60 % heikentyneen tuloksen myötä). Ennustamme vuosille 2025-27 0,73-0,78 euron osinkoja, mitkä vastaavat noin 48 % ennustetusta osakekohtaisesta tuloksesta. Vahvistuva tase ja mahdollinen tuloskasvu tarjoavat mielestämme yhtiölle hyvät edellytykset osingon kasvattamiselle vuodelta 2025. Vuosien 2026-27 tasekehitykseen liittyy sen sijaan enemmän epävarmuutta, mikäli yhtiö käynnistyy kaavailemansa suurehkot investoinnit valmisruokaan. Olemme kuitenkin huomioineet kyseiset investoinnit pääosin tase-ennusteissamme.

Ennustamme kassavirran olevan pääosin positiivinen, vaikka kaavaillut suuret investoinnit toteutuisivat

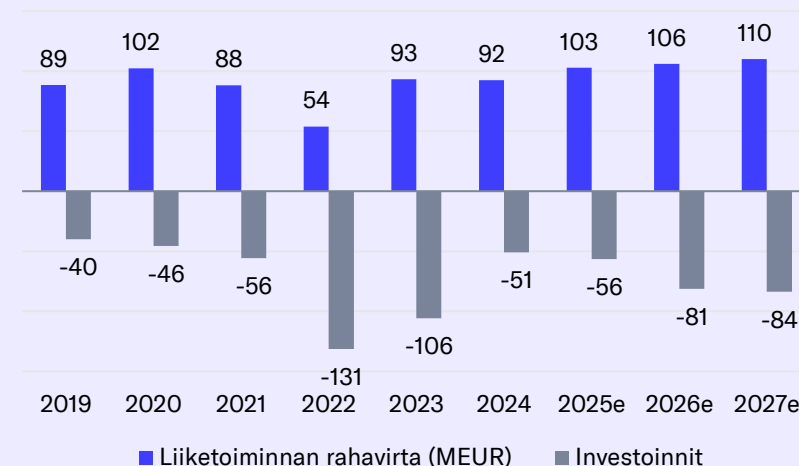
Ennakoimme Atrian liiketoiminnan rahavirran parantuvan hieman lähivuosina, mihin vaikuttaa mm. pieni operatiivinen tulosparannus ja rahoituskustannusten lasku. Investoinnit ovat laskeneet vuosina 2024-25 maltilliselle tasolle, koska yhtiöllä ei ole aktiivisesti käynnissä suuria investointihankkeita. Vuosien 2024-25e investoinnit (51-56 MEUR) ovat siten alle yhtiön poistotason (2025e: 63 MEUR) Ennustamme investointitason kasvavan merkittävästi

vuosina 2026-27 Atrian valmisruokien investointiohjelman toteutuessa. Ohjelman arvioitu koko on 60-90 MEUR ja nykyinen ennusteemme vastaa vaihteluvälin matalampaa päätä. Ennusteita on tarvetta mahdollisesti korottaa sekä investointien että tuloskasvun osalta, mikäli suunnitelmat toteutuvat täysimääräisesti ja Atria antaa mahdollisista tulosvaikutuksista lisää informaatiota julki. Sijoitetun pääoman tuoton ennusteemme on vakaa (ROI 2024-27e: 9,6-9,8 %).

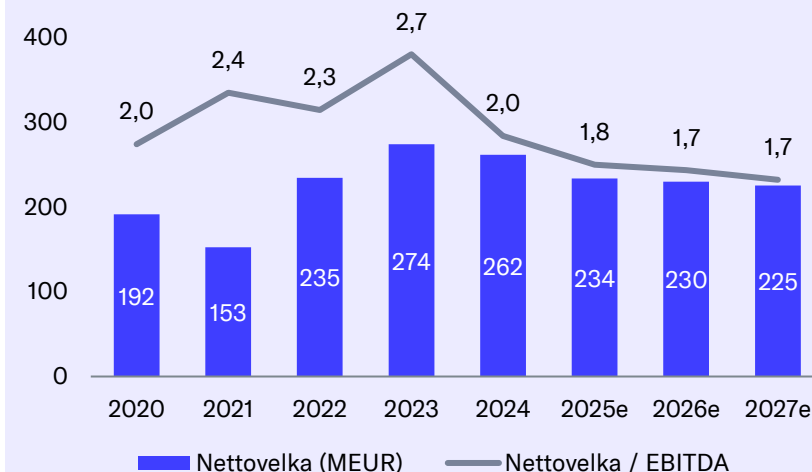
Vahvistunut tase mahdollistaa investoinnit

Ennustamme Atrian velkaisuuden jatkavan maltillista laskua lähivuosina, vaikka investointitaso hieman kohoaisi suhteessa vuoden 2024 matalaan tasoon. Ennustamme käyttöpääoman kehittyvän vuonna 2025 melko vakaasti, mutta raaka-ainekustannusten inflaation kiihtyminen on potentiaalinen riski kassavirran osalta. Oletamme ennusteissamme omavaraisuusasteen pysyvän yhtiön tavoittelemalla yli 40 %:n tasolla (2024: 43 %) ja parantuvan 45-48 %:iin vuosina 2025-27. Aineettomien erien alaskirjausten jatkuminen voisi teoriassa uhata omavaraisuusasteen kehittymistä, mutta turvamarginaali yhtiön tavoitetasoon on kohtuullisen hyvä. Emme myöskään pidä aineettomien erien alaskirjauksia todennäköisenä lähivuosina, sillä esimerkiksi Ruotsin kannattavuus on viime aikoina vahvistunut jonkin verran.

Kassavirran kehitys



Nettovelkaisuuden kehitys



Ennusteet 4/4

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1439	1451	1504	1540	1697	1753	1755	1778	1817	1853
-kasvu	0,2 %	0,9 %	3,6 %	2,4 %	10,2 %	3,3 %	0,2 %	1,3 %	2,2 %	2,0 %
-orgaaninen kasvu	0,2 %	0,9 %	3,6 %	3,8 %	12,4 %	3,0 %	0,2 %	1,3 %	2,2 %	2,0 %
Atria Suomi	1019	1034	1066	1106	1265	1326	1296	1302	1328	1355
-kasvu	3 %	1 %	3 %	4 %	14 %	5 %	-2 %	1 %	2 %	2 %
Atria Ruotsi	288	289	332	352	356	331	360	377	386	394
-kasvu		1 %	15 %	6 %	1 %	-7 %	9 %	5 %	3 %	2 %
Atria Tanska ja Viro	97	97	107	105	113	122	126	126	130	132
-kasvu		-1 %	11 %	-2 %	8 %	8 %	3 %	0 %	3 %	2 %
Eliminoinnit ja kohdistamattomat	34,0	31,5	-1,2	-22,1	-37,7	-25,9	-26,3	-26,8	-27,4	-27,9
Bruttokate	153	163	166	177	169	167	191	196	200	204
-% liikevaihdosta	10,6 %	11,2 %	11,1 %	11,5 %	9,9 %	9,6 %	10,9 %	11,0 %	11,0 %	11,0 %
Käyttökate	74	85	97	64	104	100	128	130	132	135
-% liikevaihdosta	5,1 %	5,9 %	6,5 %	4,1 %	6,1 %	5,7 %	7,3 %	7,3 %	7,2 %	7,3 %
Poistot	45	54	57	57	104	100	62	63	64	65
Liikevoitto	28	31	41	6	0	0	66	67	68	70
-% liikevaihdosta	2,0 %	2,1 %	2,7 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,8 %
Oikaistu liikevoitto	28	31	41	49	49	50	65	67	68	70
-% liikevaihdosta	2,0 %	2,1 %	2,7 %	3,2 %	2,9 %	2,8 %	3,7 %	3,8 %	3,7 %	3,8 %
Atria Suomi	37	40	43	48	47	56	60	61	61	62
-% liikevaihdosta	3,6 %	3,9 %	4,0 %	4,4 %	3,7 %	4,2 %	4,7 %	4,7 %	4,6 %	4,6 %
Atria Ruotsi	-7	-6	-2	3	2	-6	5	6	6	7
-% liikevaihdosta	-2,5 %	-2,1 %	-0,6 %	0,8 %	0,6 %	-1,7 %	1,2 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
Atria Tanska ja Viro	5	4	5	5	1	3	5	6	6	6
-% liikevaihdosta	5,4 %	4,6 %	5,0 %	4,9 %	1,1 %	2,4 %	4,2 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %
Kohdistamattomat	-7	-7	-6	-7	-4	-4	-5	-5	-5	-5
Rahoituskulut	-6	-6	-5	-5	-3	-14	-15	-12	-10	-10
PTP	22	26	37	5	2	-11	52	56	59	62
Verot	-5	-9	-13	-10	-6	-4	-9	-11	-12	-12
Nettotulos (sisältäen vähemmistöosuuden)	18	17	25	-5	-4	-15	43	45	48	50
Vähemmistöosuus	1	2	2	2	2	5	3	3	3	4
Osakkeenomistajien osuus nettotuloksesta	16	15	23	-7	-5	-20	40	42	44	46
	11	12	14	18	20	17	20	21	21	22
Kyseiseltä vuodelta maksettu osinko yhteensä										
Investointien rahavirta	45	40	46	56	131	106	51	56	81	84
Nettovelka	223	224	153	235	274	262	262	234	230	225
Nettovelka / EBITDA	3,0x	2,0x	2,4x	2,3x	2,7x	2,0x	2,0x	1,8x	1,7x	1,7x

Sijoitusprofiili

1

Johtava toimija kilpailluilla markkinoilla tehokkaiden operaatioidensa ansiosta

2

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

3

Ohuet marginaalit alttiita kärsimään toimintaympäristön muutoksista

4

Terve tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat osingonmaksun kasvattamisen ja kasvuinvestointeja

5

Tuloksen merkittävä parantaminen edellyttää pääomaa sitovia investointeja

Potentiaali

- Teollisesti ja kaupallisesti vahva asema Suomessa ja Virossa
- Tunnetut kuluttajabrändit
- Tehokkuuden jatkuva vahvistaminen investoinnein ja säästötoimin
- Panostukset kasvaviin segmentteihin kuten siipikarjaan, valmisruokiin ja pikaruokaan tukevat kasvua
- Korkea oman pääoman kirja-arvo voisi välittyä vahvemmin osakekurssiin, jos sijoitetun pääoman tuotto paranisi kestävästi tuottovaatimuksen tasolle tai sen yläpuolelle

Riskit

- Punaisen lihan kulutus hitaassa laskusuunnassa pitkällä aikavälillä
- Kireä kilpailu ja keskittynyt vähittäiskauppa
- Kuluttajakysyntä ja raaka-aineiden hintojen kehitys voivat ajoittain heiluttaa tulostasoa
- Eläintaudit ja geopolitiikka voivat vaikuttaa vientilupiin tai markkinatasapainoon
- Tuottajien vahva rooli päätöksenteossa voi tarkoittaa kompromisseja sijoittajien ja muiden sidosryhmien intressien välillä

Arvostus 1/3

Sijoitusprofiili

Atria on sijoitusprofiililtaan melko defensiivinen ja vakaa yhtiö, jonka liikevaihdon kasvuprofiili on varsin maltillinen. Punaisen lihan kulutus vähentyy hitaasti, mutta toisaalta siipikarjan sekä pidemmälle jalostettujen ruokien kulutus kasvaa. Tuloskasvua voidaan edelleen saavuttaa mm. panostamalla kyseisiin kasvusegmentteihin sekä parantamalla kannattavuutta investoinnein. Lihateollisuus ja elintarvikeala yleisesti ovat kilpailtuja ja pääomavaltaisia toimialoja, joilla on vaikeaa saavuttaa kestävästi korkeaa pääoman tuottoa. Atria on päämarkkinoillaan suuri toimija ja onnistunut rakentamaan etenkin Suomessa kilpailukykyiset ja tehokkaat teolliset operaatiot, jotka mahdollistavat yhtiölle kohtuullisen hyvän kannattavuuden sekä tuoton sijoitetulle pääomalle. Emme kuitenkaan näe yhtiöllä vastaavia tuotantoketjun ja teollisten operaatioiden mittakaavaan sekä tehokkuuteen perustuvia kilpailuetuja kireästi kilpailluilla Ruotsin ja Tanskan markkinoilla. Atrialla on tunnettuja brändejä kaikilla päämarkkinoillaan, mutta emme näe brändien merkitystä toimialalla ratkaisevana.

Arvonmäärityksen yhteenveto

Useiden eri arvostusmenetelmien yhteenvetona määritämme Atrian osakkeen käyväksi arvoksi 12,6-16,5 euroa per osake. Arvio perustuu DCF-laskelmaan, käypien arvostuskerrointen soveltamiseen vuoden 2025 ennusteisiimme sekä tasepohjaisiin arvostuskertoimiin. Neljästä eri arvostusmenetelmästä nostamme esiin erityisesti tulospohjaisiin arvostuskertoimiin (EV/EBIT) perustuvan lähestymistavan vuoden 2025 ennusteilla, jotka arviomme mukaan kuvastavat hyvin yhtiön pitkän aikavälin normalisoitua tuloksentelekkyä.

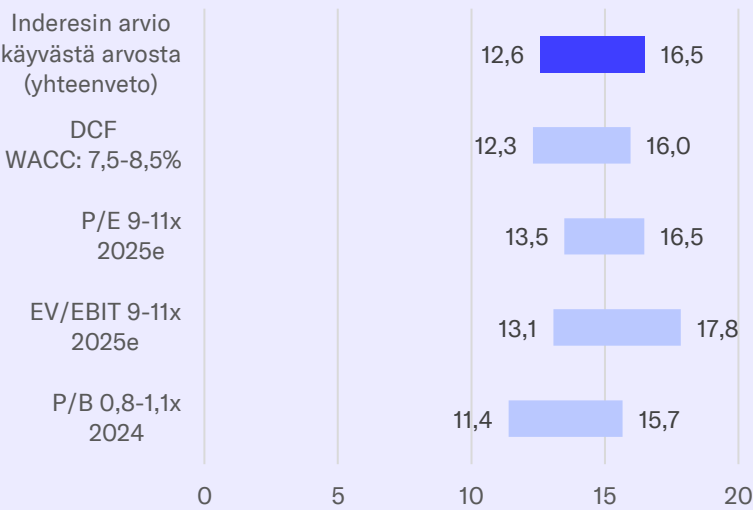
Tulospohjainen arvostus on melko matala

Vuodelle 2025 ennustamamme tulos edustaa mielestämme Atrian normalisoitua tulostasoa, josta yhtiön on nähdäksemme melko vaikeaa parantaa merkittävästi ilman poistotason ylittäviä investointeja. Ennusteeseemme liittyvää epävarmuutta hieman kohottaa se, että yhtiön ohjeistus on ennustettamme varovaisempi. Toisaalta olemme mielestämme huomioineet ennusteessamme myös toimintaympäristössä pinnalla olevia haasteita, kuten heikohkoa kuluttajakysyntää ja lakkojen aiheuttamaa pientä tulosmenetystä Q2:lla.

Mielestämme käypä arvostustaso Atrialle on noin 9-11x EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla. Vuoden 2025 ennusteillamme Atrian osaketta hinnoitellaan EV/EBIT-kertoimella 9x, joka asettuu käyvän vaihteluvälin alalaitaan. Taso on selvästi matalampi suhteutettuna Atrian historialliseen arvostustasoon (11x) ja rajattuun verrokkiryhmään (~12x). Myös osakkeen P/E-kerroin on noin 9x ja siten nähdäksemme suhteellisen edullinen.

Muista tulospohjaisista arvostuskertoimista Atrian EV/EBITDA 2025e kerroin on vain vajaa 5x eli varsin matala verrokkiryhmään nähden (~7x). Emme tosin pidä EV/EBITDA-kerrointa parhaana mahdollisena työkaluna, sillä se ei ota huomioon yhtiöiden pääomankäytön tehokkuutta. Atrian kohdalla suhteellisesti korkea poistomassa ja investointitaso painavat käypiä EV/EBITDA-kertoimia.

Arvostusmenetelmien yhteenveto



Atrian arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat teolliset operaatiot ja vakaa operatiivinen kannattavuus Suomessa ja Virossa
- Viime vuosien merkittävät investoinnit ja tehostustoimet tukevat kannattavuutta
- Kasvu mm. siipikarjassa ja valmisruoissa

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Liiketoiminnan pääomavaltaisuus ja matalahko sijoitetun pääoman tuotto
- Ruotsin ja Tanskan historiallisesti heikko kannattavuus ja vuosina 2022-23 nähdyt alaskirjaukset

Arvostus 2/3

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 Atriaa vahvemmat. Rajauksesta huolimatta emme näe, että Atriaan kannattaisi suoraan soveltaa verrokkiryhmän arvostuskertoimia. Verrokkiryhmää hieman matalampi käypä arvostustaso Atrialle on mielestämme perusteltavissa mm. keskittyneellä omistusrakenteella, historiallisesti vaatimattomalla sijoitetun pääoman tuotolla sekä kohdemarkkinoiden maltillisella kasvuprofiililla. Arvioimamme käypä EV/EBIT Atrialle on 9-11x, mikä on noin 20 % verrokkiryhmää (~12x) edullisempi taso.

Kurssi noussut lähemmäksi oman pääoman tasearvoa

Atrian tasepohjainen arvostustaso on kohonnut merkittävästi matalilta lähtötasoilta viime vuosien tulokasvun myötä. Nykyinen taso (P/B 2024: 0,90x) olisi edelleen jopa houkutteleva, mikäli tuotto-odotus pysyisi myös pitkällä aikavälillä vuoden 2025-26 ennustetulla tasolla. Ennusteidemme mukainen ROI on 9,8 % ja ROE 10,1-10,2 % (2025-26), mitä voidaan pitää elintarvikealan kontekstissa hyvinä tasoina ja yleisesti kohtuullisina. Molemmat ylittävät hieman vaaditun tuottotason (WACC: 8,0 %, CoE: 8,9 %), mikä puoltaisi käyväksi P/B-tasoksi vähintään 1,0x. Pitkällä aikavälillä toteutuneiden tuottojen heikompi taso (2018-24 ROI: 4,6 % ja oik. ROI: 7,3 %), ei kuitenkaan puolla yhtä vahvaa tasepohjaista arvostuskuvaa. Historiassa raportoitu ROI on kärsinyt erityisesti

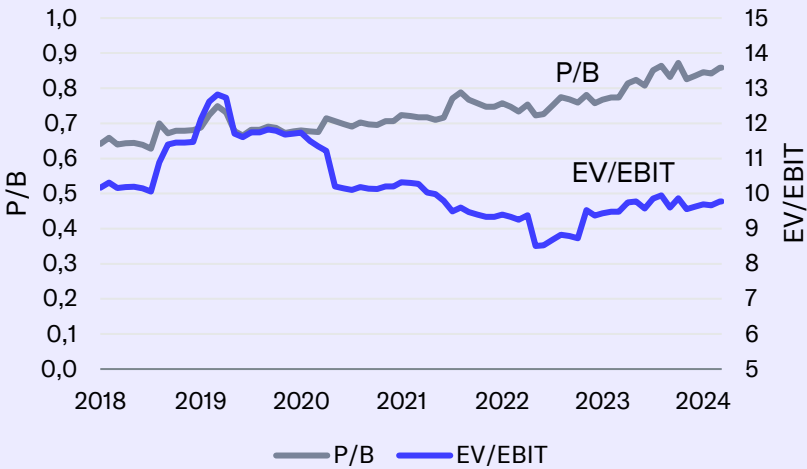
yrittyskauppojen kautta hankittujen ulkomaan liiketoimintojen aineettomien varallisuuserien alaskirjauksista. Tällaisten alaskirjausten jatkumista ei voida täysin sulkea pois, sillä taseessa on yhä Ruotsin ja Tanskan liiketoimintoihin liittyvää liikearvoa 54 MEUR ja tavaramerkkejä 32 MEUR:n edestä. Atrian kannattavuus Ruotsissa on toki parantunut, mutta on edelleen matalahko eikä liiketoiminnan kilpailukyvyyn pysyvästä parantumisesta vielä ole selkeitä näyttöjä. Myös Tanskassa markkinaosuudet ovat kehittyneet jo pitkään alavireisesti. Emme pidä uusia alaskirjauksia todennäköisenä lähiaikoina, mutta niiden mahdollisuutta ei voida isossa kuvassa sulkea pois. Atria on jatkanut kansainvälisten yritysostojen toteuttamista, mikä osaltaan kasvattaa alaskirjausten riskiä pitkällä aikavälillä.

Käypää arvoa määrittäessämme olemme arvioineet käyväksi P/B-kertoimeksi Atrialle 0,8-1,1x. Operatiivisen tuloksen parantumisen välittyminen raportoituihin pääomantuottolukuihin voisi edelleen hieman tukea Atrian tasepohjaista arvostusta tulevina vuosina, mikäli kertaluonteisia kustannuksia ei enää tarvitse kirjata. Arvioimme tasepohjaisen arvostuksen merkityksen osakekurssiin kuitenkin melko vähäiseksi.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,8	12,8	12,8
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	362	362	362
Yritysarvo (EV)	600	595	589
P/E (oik.)	8,5	8,2	7,8
P/E	8,5	8,2	7,8
P/B	0,85	0,81	0,76
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,6	4,5	4,4
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,7	8,5
Osinko/tulos (%)	48,7 %	48,4 %	47,7 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,9 %	6,1 %

Lähde: Inderes

EV/EBIT- ja P/B-luvun kehitys¹



1) Perustuu Bloombergin keräämään konsensusukseen eikä vastaa täysin Inderesin ennustetta

Arvostus 3/3

Osinkotuotto nyt melko tyypillisellä tasolla

Arvioimme osingon kehityksellä olevan vaikutusta Atrian kaltaisen maltillisesti arvostetun yhtiön osakekurssiin. Pidämme nykyistä osinkotuottoa yhtiölle melko tyypillisenä tasona. Osinkotuoton nykyinen ennustettu taso ei siis mielestämme ole vahva signaali osakkeen yli- tai aliarvostuksen suhteen.

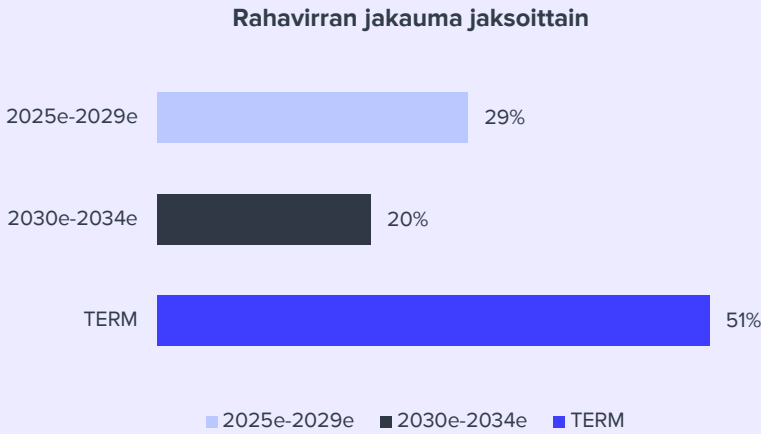
Atrian osakkeen osinkotuotto (2025e: 5,7 %) on Helsingin pörssin mittapuulla korkeahko ja ylittää selvästi verrokkiryhmän keskimääräisen tason (3,7 %). Arvioimme Atrian pystyvän kasvattamaan osinkoaan keskipitkällä aikavälillä mm. rahoituskulujen laskun ja taseen vahvistumisen myötä. Mikäli yhtiö toteuttaisi suuria, selkeästi poistotasoa suurempia investoiteja, pystyisi yhtiö silti arviomme mukaan vähintäänkin pitämään osingonmaksua vakaana nykyisellä tasollaan. Osinkoennusteemme vuosille 2025-27 vastaavat 5,7-6,1 %:n osinkotuottoa ja olettavat osingonjakosuhteeksi noin 48 % (jakosuhde viime vuosina ollut tyypillisimmin 50 %).

Arvonmääritys DCF-menetelmällä

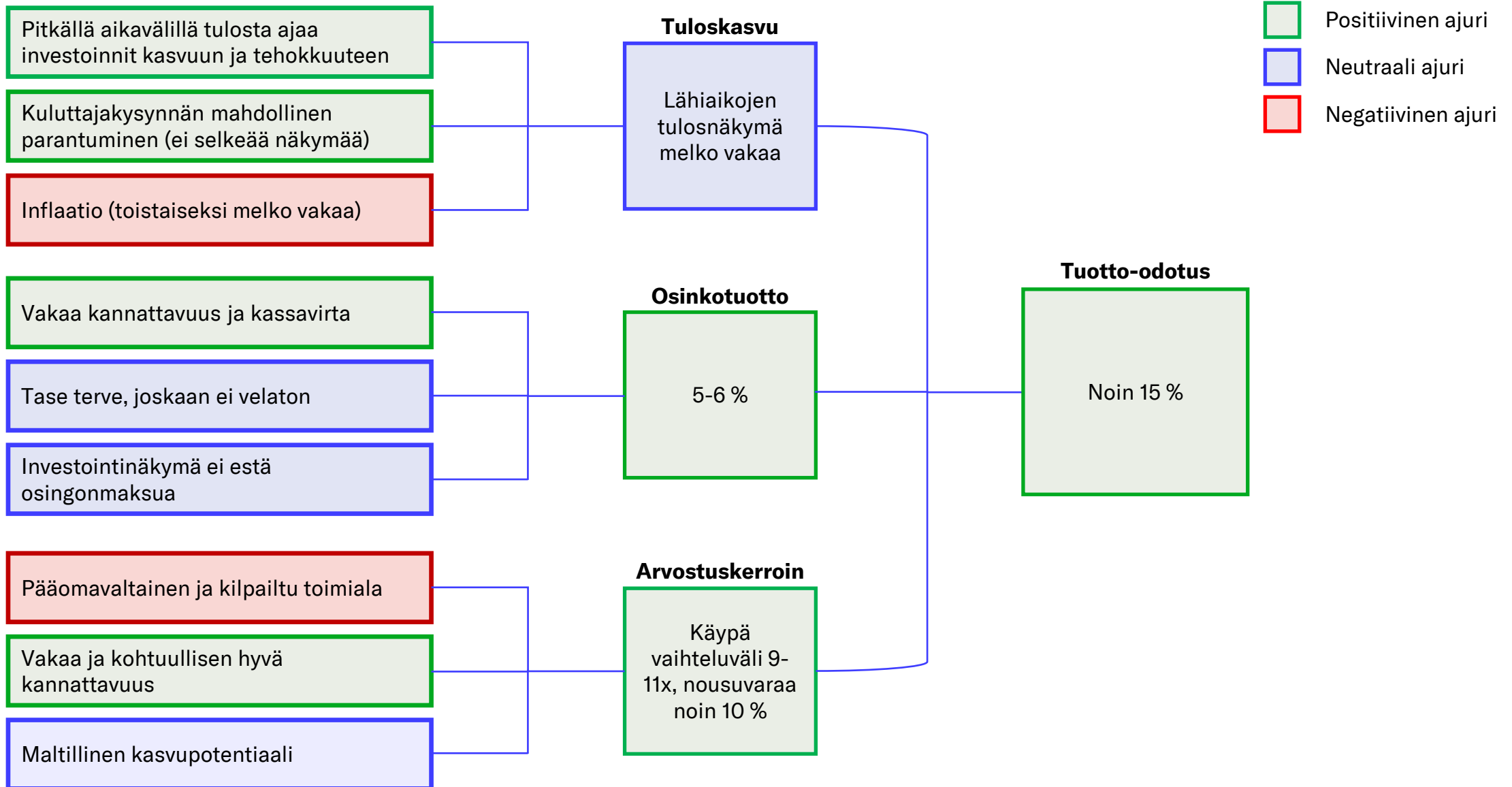
Kassavirtaennusteisiimme perustuvan arvonmääritysmallimme mukainen Atrian oman pääoman arvo on 396 MEUR eli 14,0 euroa per osake. Malli olettaa EBIT-marginaalin vaihtelevan keskipitkällä aikavälillä haarukassa 3,5-3,8 % ja laskevan terminaalissa tasolle 2,8 %, mikä on hieman alle viimeisten viiden vuoden oikaistun liikevoittomarginaalin keskiarvon (3,1 %), mutta selvästi yli vastaavan raportoidun liikevoittomarginaalin keskiarvon (1,4 %). Pitkän aikavälin kasvuennusteemme on 2 %/v.

Olemme käyttäneet laskelmassa 8,9 % oman pääoman

kustannusta ja 8,0 % keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme Atrian liiketoiminnan riskitasoa yleisesti ottaen melko maltillisena, sillä yhtiö on kookas ja johtava toimija päämarkkinoillaan, minkä lisäksi sillä on näytöt suhteellisen vakaasta kannattavuudesta pitkältä aikaväliltä. Yhtiön taseessa on toki merkittävästi velkaa, mikä voisi ainakin teoriassa osoittautua ongelmaksi, jos yhtiön tulos kärsisi esimerkiksi poikkeuksellisen markkinahäiriön seurauksena.



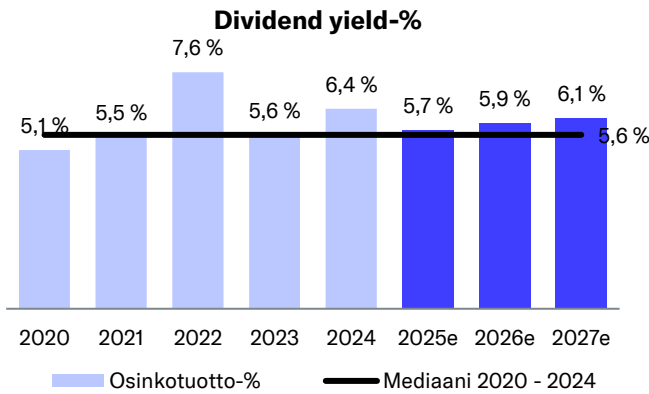
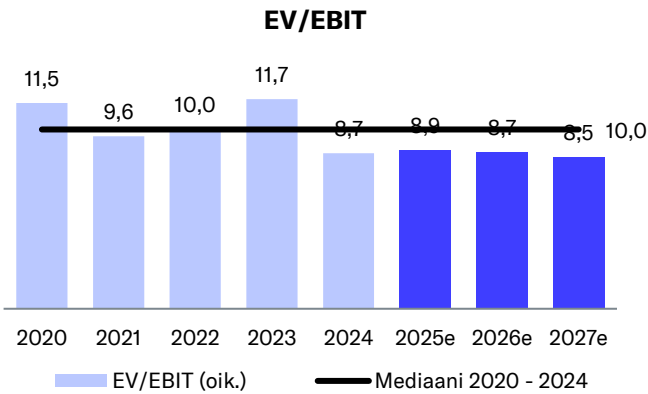
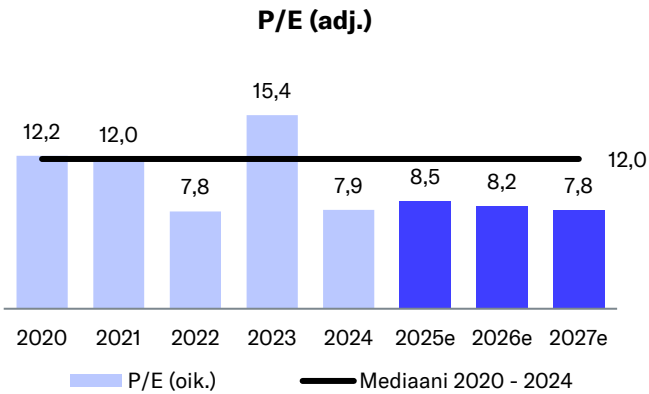
Osaketuoton ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,85	11,5	9,27	10,8	10,8	12,8	12,8	12,8	12,8
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3
Markkina-arvo	278	326	262	305	305	362	362	362	362
Yritysarvo (EV)	466	473	491	583	569	600	595	589	564
P/E (oik.)	12,2	12,0	7,8	15,4	7,9	8,5	8,2	7,8	7,6
P/E	12,2	neg.	neg.	neg.	7,7	8,5	8,2	7,8	7,6
P/B	0,7	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,8	7,5	4,7	5,8	4,4	4,6	4,5	4,4	4,1
EV/EBIT (oik.)	11,5	9,6	10,0	11,7	8,7	8,9	8,7	8,5	7,9
Osinko/tulos (%)	62,0 %	neg.	neg.	neg.	49,1 %	48,7 %	48,4 %	47,7 %	47,4 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,5 %	7,6 %	5,6 %	6,4 %	5,7 %	5,9 %	6,1 %	6,3 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
HKFoods	136	351	11,0	10,6	5,4	5,3	0,3	0,3	13,8	10,8	6,3		0,9
Apetit	90	93	11,7	10,4	5,8	5,8	0,6	0,5	13,1	11,3	4,9	5,3	0,8
Raisio	393	310	10,9	10,2	8,2	7,7	1,3	1,3	14,8	14,5	5,4	5,8	1,5
Scandi Standard	556	733	14,2	11,9	8,0	7,2	0,6	0,6	18,2	14,3	3,2	4,0	2,3
Cranswick	3331	3534	15,0	13,8	10,5	9,7	1,1	1,0	19,7	18,4	1,9	2,0	2,8
Societe LDC	3012	2707	8,2	7,5	5,1	4,6	0,4	0,4	12,0	10,9	1,9	2,6	1,3
Hilton Foods	906	1315	10,4	10,1	6,8	6,5	0,3	0,3	13,7	12,8	4,2	4,4	2,3
Bell Foods	1734	2648	15,0	15,1	7,0	6,6	0,5	0,5	12,3	12,5	2,7	2,7	1,0
Orior	85	278	27,2	20,3	7,2	6,5	0,4	0,4	21,9	12,2			2,4
Prima Meat Packers	692	817			6,5	5,9	0,3	0,3	17,8	16,6	3,5	3,5	0,9
Atria (Inderes)	362	600	8,9	8,7	4,6	4,5	0,3	0,3	8,5	8,2	5,7	5,9	0,9
Keskiarvo			13,7	12,2	7,2	6,7	0,6	0,6	16,0	13,7	3,7	3,7	1,5
Mediaani			11,7	10,6	7,0	6,5	0,5	0,5	14,8	12,8	3,4	3,5	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-24 %	-18 %	-34 %	-31 %	-30 %	-30 %	-42 %	-36 %	69 %	69 %	-34 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1697	1753	417	454	439	445	1755	420	459	445	453	1778	1817	1853	1890
Atria Suomi	1265	1326	310	336	319	331	1296	308	336	322	336	1302	1328	1355	1382
Atria Ruotsi	356	331	82,1	93,8	95,0	89,3	360	88,9	99,0	97,4	91,5	377	386	394	402
Atria Tanska & Viro	113	122	30,7	32,1	32,4	30,7	126	29,8	32,1	32,9	31,1	126	130	132	135
Kohdistamattomat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	-37,7	-25,9	-5,8	-7,7	-7,2	-5,6	-26,3	-6,0	-7,9	-7,3	-5,6	-26,8	-27,4	-27,9	-28,5
Käyttökate	104	100	23,0	33,4	42,0	29,9	128	28,4	32,8	40,1	29,2	130	132	135	139
Poistot ja arvonalennukset	-103,8	-99,9	-15,0	-15,0	-15,2	-16,7	-61,9	-15,6	-15,7	-15,7	-16,0	-63,0	-63,6	-65,5	-67,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	49,0	49,7	8,0	18,4	25,8	13,2	65,4	12,8	17,1	24,4	13,2	67,5	68,0	69,7	71,1
Liikevoitto	0,1	0,5	8,0	18,4	26,8	13,2	66,4	12,8	17,1	24,4	13,2	67,5	68,0	69,7	71,1
Atria Suomi	49,4	50,5	7,2	17,1	24,3	12,8	61,4	11,2	15,1	21,9	13,0	61,2	61,1	62,3	63,6
Atria Ruotsi	-37,8	-28,2	0,0	1,6	2,4	0,5	4,5	0,7	1,7	2,3	0,9	5,7	6,2	6,7	6,8
Atria Tanska & Viro	1,3	-17,1	1,4	1,5	1,2	1,2	5,3	1,8	1,5	1,3	1,0	5,5	5,7	5,8	5,9
Kohdistamattomat	-12,8	-4,7	-0,6	-1,7	-1,1	-1,4	-4,8	-0,9	-1,2	-1,1	-1,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	4,9	2,1	0,1	0,3	0,3	0,4	1,1	0,5	0,3	0,3	0,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Nettorahoituskulut	-3,4	-13,6	-4,2	-4,2	-3,9	-3,1	-15,4	-3,2	-3,1	-3,1	-3,0	-12,4	-10,0	-9,9	-9,4
Tulos ennen veroja	1,6	-11,0	3,9	14,5	23,2	10,5	52,1	10,1	14,2	21,6	10,5	56,4	59,4	61,3	63,3
Verot	-5,5	-4,1	-0,1	-2,6	-3,9	-2,5	-9,1	-1,7	-2,8	-4,3	-2,2	-11,1	-11,6	-11,4	-11,7
Vähemmistöosuudet	-1,5	-4,5	-1,0	-1,0	-0,9	-0,4	-3,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-3,0	-3,4	-3,7	-3,8
Nettotulos	-5,4	-19,6	2,8	11,0	18,3	7,6	39,7	7,9	10,6	16,5	7,4	42,3	44,4	46,2	47,7
EPS (oikaistu)	1,19	0,70	0,10	0,39	0,61	0,27	1,37	0,28	0,37	0,58	0,26	1,50	1,57	1,63	1,69
EPS (raportoitu)	-0,19	-0,69	0,10	0,39	0,65	0,27	1,40	0,28	0,37	0,58	0,26	1,50	1,57	1,63	1,69

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	10,2 %	3,3 %	-2,6 %	-0,6 %	2,2 %	1,7 %	0,2 %	0,9 %	1,1 %	1,3 %	1,8 %	1,3 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		1,4 %	-26,6 %	84,7 %	33,4 %	38,9 %	31,6 %	60,0 %	-7,2 %	-5,4 %	0,0 %	3,2 %	0,7 %	2,6 %	2,0 %
Käyttökate-%	6,1 %	5,7 %	5,5 %	7,4 %	9,6 %	6,7 %	7,3 %	6,8 %	7,1 %	9,0 %	6,4 %	7,3 %	7,2 %	7,3 %	7,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,9 %	2,8 %	1,9 %	4,1 %	5,9 %	3,0 %	3,7 %	3,0 %	3,7 %	5,5 %	2,9 %	3,8 %	3,7 %	3,8 %	3,8 %
Nettotulos-%	-0,3 %	-1,1 %	0,7 %	2,4 %	4,2 %	1,7 %	2,3 %	1,9 %	2,3 %	3,7 %	1,6 %	2,4 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	729	725	719	736	755
Liikearvo	81,0	82,3	82,3	82,3	82,3
Aineettomat hyödykkeet	53,8	59,7	60,5	61,8	63,0
Käyttöomaisuus	561	547	549	566	583
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	20,4	21,3	21,3	21,3	21,3
Muut sijoitukset	11,2	2,8	2,8	2,8	2,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	9,3	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5
Vaihtuvat vastaavat	260	260	263	268	274
Vaihto-omaisuus	129	126	128	130	133
Muut lyhytaikaiset varat	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3
Myyntisaamiset	116	108	110	112	114
Likvidit varat	10,1	19,9	20,2	20,6	21,0
Taseen loppusumma	989	985	982	1005	1028

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	411	424	447	470	495
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	389	402	425	449	474
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	22,4	21,3	21,3	21,3	21,3
Pitkäaikaiset velat	316	316	290	286	282
Laskennalliset verovelat	32,7	34,0	34,0	34,0	34,0
Varaukset	5,7	5,4	5,4	5,4	5,4
Korolliset velat	272	268	242	238	234
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,2	8,5	8,5	8,5	8,5
Lyhytaikaiset velat	261	246	245	248	251
Korolliset velat	12,6	13,9	12,5	12,4	12,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	249	232	233	236	239
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	989	985	982	1005	1028

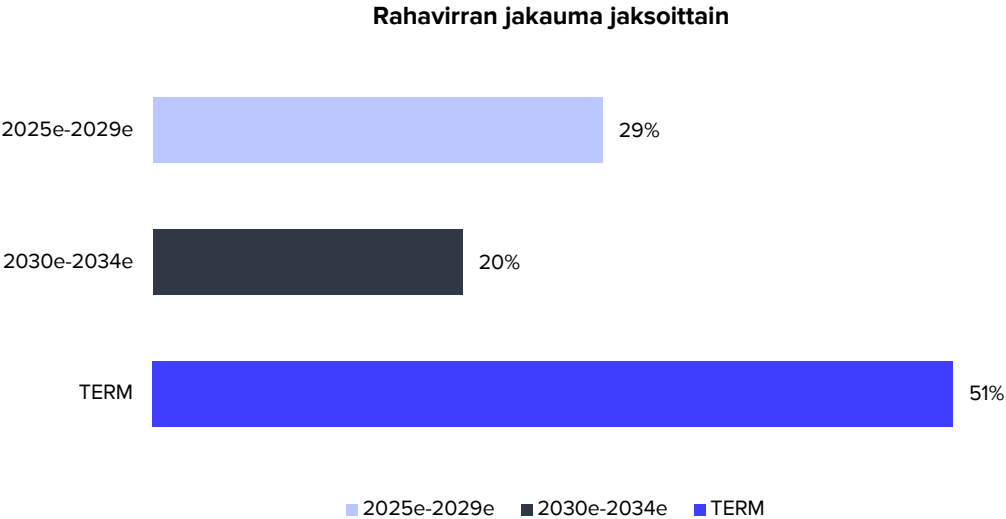
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	0,2 %	1,3 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,8 %	3,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Liikevoitto	66,4	67,5	68,0	69,7	71,1	67,8	69,5	71,2	73,0	58,8	60,0	
+ Kokonaispoistot	61,9	63,0	63,6	65,5	67,4	67,2	67,1	67,3	67,8	68,4	69,2	
- Maksetut verot	-8,3	-11,1	-11,6	-11,4	-11,7	-11,3	-11,7	-12,2	-12,7	-10,1	-10,4	
- verot rahoituskuluista	-2,7	-2,5	-2,0	-1,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-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	-7,1	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	110	115	116	120	123	120	123	125	127	116	118	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-56,3	-56,5	-81,3	-83,6	-66,3	-68,6	-70,6	-72,7	-74,9	-77,1	-74,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	55,7	58,7	34,7	36,4	56,7	51,3	52,5	52,0	51,7	38,6	42,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	55,7	58,7	34,7	36,4	56,7	51,3	52,5	52,0	51,7	38,6	42,8	727
Diskontattu vapaa kassavirta		56,3	30,8	29,9	43,2	36,2	34,3	31,4	28,9	20,0	20,5	349
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		681	625	594	564	521	484	450	419	390	370	349
Velaton arvo DCF		681										
- Korolliset velat		-281,7										
+ Rahavarat		19,9										
-Vähemmistöosuus		-18,1										
-Osinko/pääomapalautus		-19,5										
Oman pääoman arvo DCF		396										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,0										

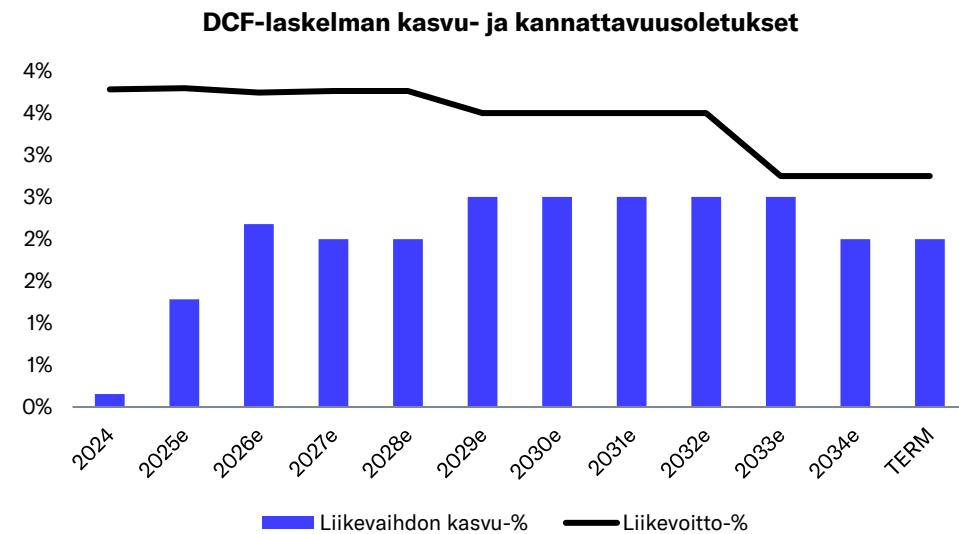
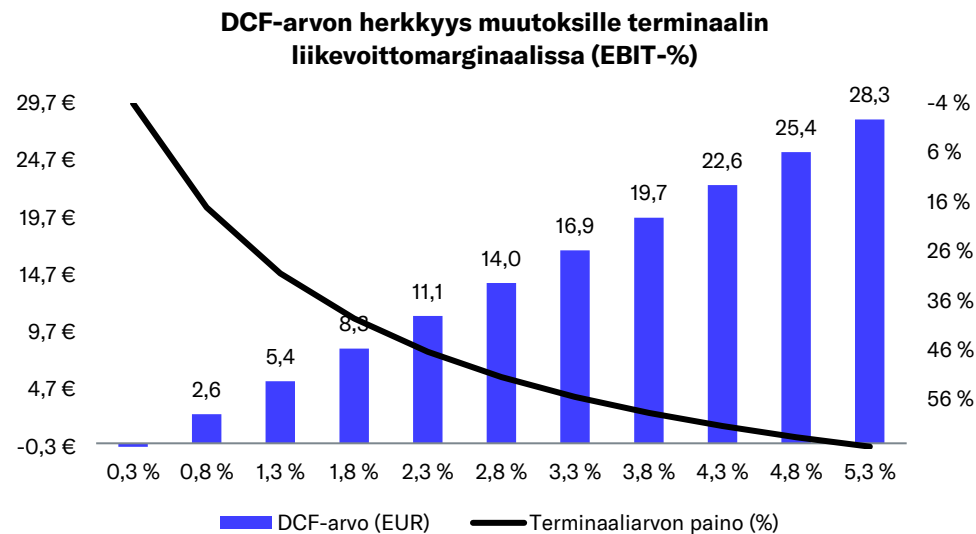
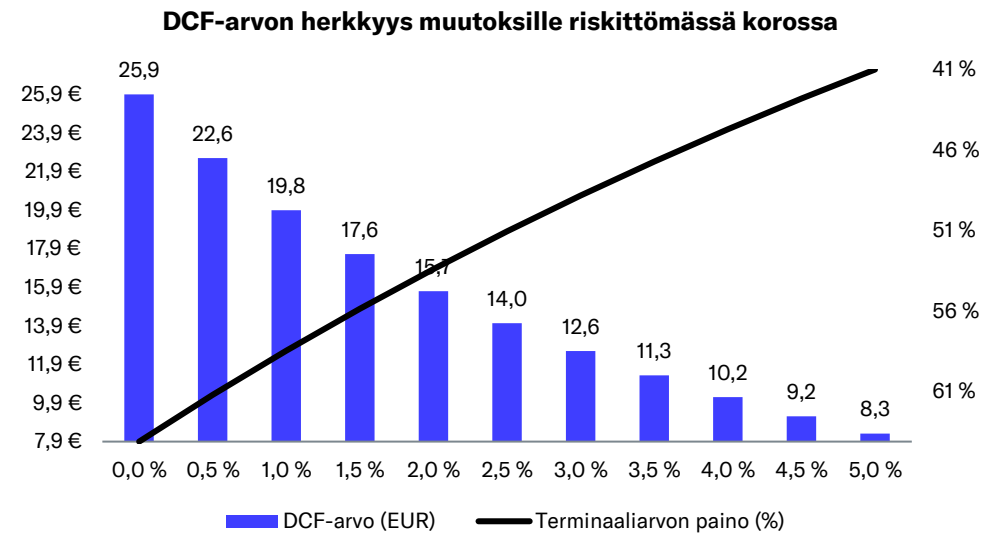
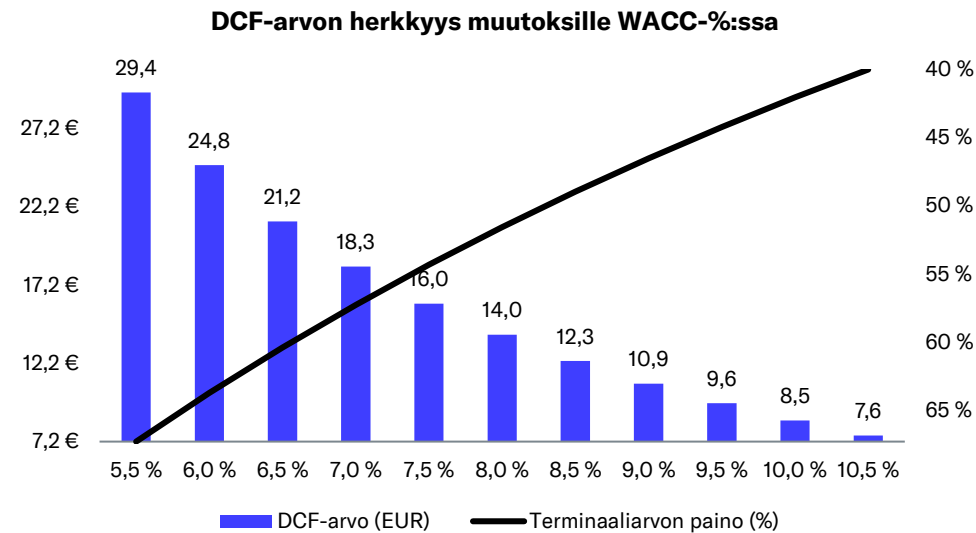
Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1696,8	1752,7	1755,4	1777,9	1816,6
Käyttökate	103,9	100,4	128,3	130,5	131,6
Liikevoitto	0,1	0,5	66,4	67,5	68,0
Voitto ennen veroja	1,6	-11,0	52,1	56,4	59,4
Nettovoitto	-5,4	-19,6	39,7	42,3	44,4
Kertaluontoiset erät	-48,9	-49,2	1,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	1040,0	989,0	984,8	981,5	1004,9
Oma pääoma	464,4	411,4	423,7	446,5	470,3
Liikearvo	125,0	81,0	82,3	82,3	82,3
Nettovelat	234,7	274,2	261,8	234,1	230,1

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	103,9	100,4	128,3	130,5	131,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-46,6	30,4	-7,1	-1,8	-1,9
Operatiivinen kassavirta	50,9	119,3	110,1	115,1	116,0
Investoinnit	-135,9	-111,3	-56,3	-56,5	-81,3
Vapaa kassavirta	-82,4	7,7	55,7	58,7	34,7

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,7	5,8	4,4	4,6	4,5
EV/EBIT (oik.)	10,0	11,7	8,7	8,9	8,7
P/E (oik.)	7,8	15,4	7,9	8,5	8,2
P/B	0,6	0,8	0,8	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	7,6 %	5,6 %	6,4 %	5,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,19	-0,69	1,40	1,50	1,57
EPS (oikaistu)	1,19	0,70	1,37	1,50	1,57
Operat. Kassavirta / osake	1,80	4,22	3,90	4,07	4,10
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-2,91	0,27	1,97	2,08	1,23
Omapääoma / osake	15,90	13,76	14,24	15,04	15,88
Osinko / osake	0,70	0,60	0,69	0,73	0,76

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	3 %	0 %	1 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	64 %	-3 %	28 %	2 %	1 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	0 %	1 %	32 %	3 %	1 %
EPS oik. kasvu-%	24 %	-41 %	96 %	9 %	5 %
Käyttökate-%	6,1 %	5,7 %	7,3 %	7,3 %	7,2 %
Oik. Liikevoitto-%	2,9 %	2,8 %	3,7 %	3,8 %	3,7 %
Liikevoitto-%	0,0 %	0,0 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %
ROE-%	-1,2 %	-4,7 %	10,0 %	10,2 %	10,1 %
ROI-%	0,7 %	0,4 %	9,6 %	9,8 %	9,8 %
Omavaraisuusaste	44,7 %	41,6 %	43,0 %	45,5 %	46,8 %
Nettovelkaantumisaste	50,5 %	66,7 %	61,8 %	52,4 %	48,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17/04/2023	Vähennä	11,50 €	11,94 €
25/04/2023	Vähennä	12,00 €	12,20 €
20/07/2023	Vähennä	10,50 €	10,28 €
11/09/2023	Lisää	11,50 €	10,60 €
25/10/2023	Vähennä	11,50 €	10,80 €
22/02/2024	Vähennä	10,50 €	9,89 €
23/04/2024	Vähennä	10,50 €	9,89 €
07/05/2024	Lisää	10,50 €	9,46 €
12/07/2024	Lisää	11,00 €	10,10 €
19/07/2024	Lisää	11,00 €	10,40 €
15/10/2024	Lisää	11,50 €	10,20 €
23/10/2024	Osta	13,00 €	10,80 €
13/02/2025	Lisää	13,00 €	11,75 €
25/04/2025	Vähennä	14,00 €	13,40 €
16/06/2025	Lisää	14,00 €	12,80 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, 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.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**