

Raisio

Laaja raportti

22.8.2021



Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

Valmiina uuden kasvun aikakauteen

Raisio on vuonna 1939 perustettu elintarvikealan yhtiö, joka tarjoaa tuotteitaan kuluttajille ja muulle elintarviketeollisuudelle. Raision liikevaihto laski 2010-luvulla trendinomaisesti, mikä johtui strategiaan heikosti istuvien liiketoimintojen divestoinneista. Viime vuosina valmistuneet merkittävät tuotantolaitosinvestoinnit, Verso Food -yritysosto ja uusi terveelliseen ruokaan keskittyvä strategia sisältävät hyvät rakennuspalikat, joiden avulla yhtiö on valmiina uuden kasvun aikakauteen. Raision sijoitusprofiilissa yhdistyvät vahvat kuluttajabrändit, vakaa tuloksentekokyky, vahva tase ja houkutteleva asemoituminen kasvavaan terveellisen syömisen megatrendiin. Raision sijoitustarinassa tai arvostuksessa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia viimeisen päivityksemme jälkeen, minkä takia toistamme 3,60 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen. Yhtiöstä julkaistu laaja raportti on luettavissa [täällä](#).

Vastuulliseen ruokaan keskittyvä elintarvikealan bränditalo

Raisio on vuodesta 2018 lähtien keskittynyt terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Tätä ennen yhtiö siivosi liiketoimintaportfoliotaan ja divestoi strategiaan heikosti istuvia liiketoimintoja, mikä johti huomattavaan liikevaihdon laskuun ja paisuneeseen nettokassaan. Strategiakaudelle 2022-2025 yhtiö määritteli kolme liiketoiminnan strategista kasvualuetta, jotka ovat Benecol-, kaura- ja kasvipohjaiset tuotteet. Kasvualueet palvelevat sekä kuluttajia että muita elintarviketeollisuuden toimijoita ja niiden pääbrändit ovat kolesterolia alentava Benecol, kaurabrändi Elovena ja härkäpapatuotteista tunnettu Beanit/Härkis. Pääbrändien lisäksi yhtiön salkussa on myös muita paikallisesti suosittuja kuluttajabrändejä kuten Nordic, Sunnuntai, Nalle ja Torino. B2B-puolella Raision liiketoiminnat sisältävät kalanrehujen myynnin kalankasvattamoille, Benecol-ainesosan myynnin lisenssipartnereille, viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden myynnin teollisuuteen ja suurkeittiöille.

Uuden kasvun aikakausi on valmiina alkamaan

Uudella strategiakaudella 2022-2025 Raisio tavoittelee 7 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua liiketoiminnan kolmella kasvualueella ja 5 %:n kasvua koko konsernin tasolla. Strategiset kasvualueet kattavat noin 2/3 konsernin liikevaihdesta, mutta yhtiön muita liiketoimintoja esim. Raisioaquaa ei toimialan haastavan kasvunäkymän seurauksena määritetty strategiseksi kasvualueeksi. Yhtiö odottaa strategiakauden kasvuinvestointien painavan suhteellista kannattavuutta lyhyellä aikavälillä ja yhtiö tavoittelee yli 10 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025. Raisiolla on tuhti 52 MEUR:n nettokassa, joka mahdollistaa tasaisen osingonjaon strategiakauden kasvuinvestoinneista huolimatta ja mahdollistaa houkutteleviin epäorgaanisiin kasvumahdollisuuksiin tarttumisen. Vuonna 2021 yhtiö ohjeistaa liikevaihdon kasvavan (2020: 234 MEUR) ja kasvuinvestointien painavan kannattavuutta edellisvuoteen nähden (2020 oik. EBIT: 11,9 %). Odotamme 2021-liikevaihdon kasvavan 9 % vertailukaudesta 255 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton laskevan 25 % tasolle 20,9 MEUR (EBIT 8,2 %). Vaikka odotamme liikevaihdon vuotuisen kasvun olevan noin 7 % välillä 2021-2025, tulee ennustamamme heikkenevä suhteellinen kannattavuus painamaan oikaistun liikevoiton vuotuisen kasvuvauhdin noin 3 %:iin välillä 2021-2025.

Osakkeen arvostus vaatii ennusteitamme ripeämpää tuloskasvua

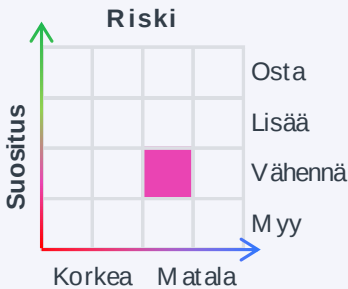
Hyvistä kasvunäkymistä huolimatta Raisio saavuttaa ennusteissamme 2020 liikevoittotason (28 MEUR) vasta vuonna 2023. Ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 P/E-luvut ovat 34x ja 30x, jotka ovat ~80 verrokkiryhmän yläpuolella. EV/EBITDA-kertoimet ovat 17x ja 16x, jotka ovat ~50 verrokkiryhmän yläpuolella. Raision suuresta nettokassasta johtuen suosimme EV-pohjaisia kertoimia. Lähivuosille ennustamamme 7-10 %:n oman pääoman tuotot eivät riitä tasepohjaisen arvostuksen (P/B 2,2x) perustelemiseksi, eikä 3,5 %:n osinkotuotto tarjoa riittävää tukea positiiviselle suositukselle. Raisio on mielestämme asemoitunut houkuttelevasti toimialallaan ja omaa hyvät kilpailuasetelmat kasvavissa tuotekategorioissa. Yhtiöllä on kuitenkin edessä voimakkaita kasvupanostuksia vaativa strategiakausi, mikä painaa tuloskuntoa ja toimii eräänlaisena lyhyen aikavälin rajoittimena kurssinousulle. Suuret kasvupanostukset ja osakkeen korkea arvostus saavat meidät puoltamaan varovaisuutta.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

3,60 EUR
(aik. 3,60 EUR)

Osakekurssi:
3,73



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	233,6	255,4	275,4	297,4
kasvu-%	-1 %	9 %	8 %	8 %
EBIT oik.	27,7	20,9	24,2	27,7
EBIT-% oik.	11,9 %	8,2 %	8,8 %	9,3 %
Nettotulos	23,4	19,6	20,0	22,6
EPS (oik.)	0,14	0,11	0,13	0,14

P/E (oik.)	22,5	33,7	29,5	26,2
P/B	1,9	2,2	2,2	2,2
Osinkotuotto-%	4,1 %	3,5 %	3,5 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	15,2	25,3	22,2	19,5
EV/EBITDA	12,0	17,0	15,5	14,0
EV/Liikevaihto	1,8	2,1	2,0	1,8

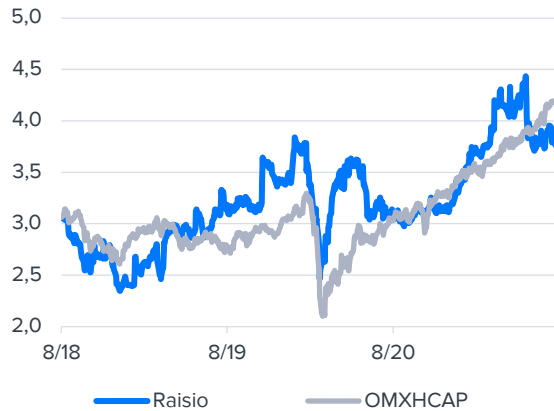
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

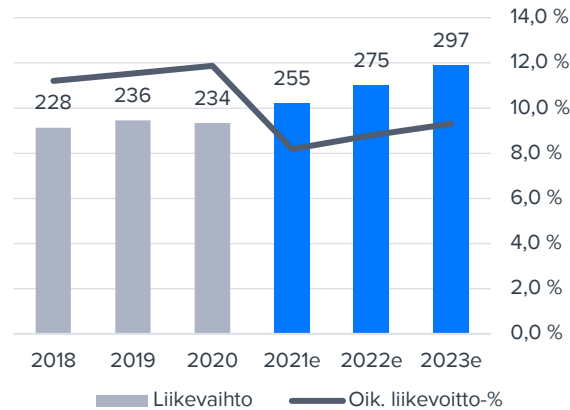
Vuonna 2021 Raisio arvioi liikevaihdon kasvavan (2020: 233,6 MEUR). Kasvuinvestointien etupainotteisesti syntyvät kulut aiheuttavat vuonna 2021 painetta kannattavuuteen verrattuna vuoteen 2020.

Osakekurssi



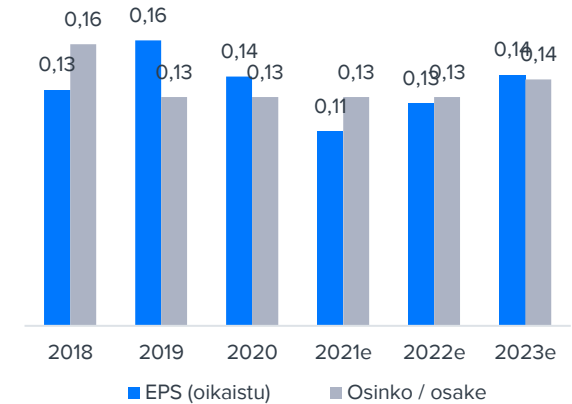
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin
- Juuri valmistuneet investoinnit Nokian kauramyllyyn ja kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden laitokseen tarjoavat lisää kapasiteettia ja kasvumahdollisuuksia
- Hyvät ja arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omista tuotekategorioissa
- Potentiaalinen arvonaluonti vahvan kassan ja strategiaan sopivien yritysostojen kautta
- Verso Food -oston tarjoama pääsy uusi kasvaviin tuotekategorioihin



Riskitekijät

- Koronaviruksen aiheuttama taloustilanteen ja kuluttajien ostovoiman heikentyminen
- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Raaka-ainehintoihin ja saatavuuteen liittyvät riskit
- Hinnoitteluvoima keskittynyttä päivittäistavarakauppaa kohtaan ja kiristytvä kilpailu
- Ison tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen ja ylösajo
- Riippuvuus elintarvikesektorin kilpailukykyistä Suomessa

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,73	3,73	3,73
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	592	592	592
Yritysarvo (EV)	528	539	539
P/E (oik.)	33,7	29,5	26,2
P/E	30,2	29,5	26,2
P/Kassavirta	neg.	60,3	30,1
P/B	2,2	2,2	2,2
P/S	2,3	2,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,1	2,0	1,8
EV/EBITDA (oik.)	17,0	15,5	14,0
EV/EBIT (oik.)	25,3	22,2	19,5
Osinko/tulos (%)	105,1 %	102,9 %	98,2 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,5 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Terveelliset elintarvikkeet -segmentti	7-12
Terveelliset ainesosat -segmentti	13-15
Liiketoimintamalli	16-17
Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt	18-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-30
Osakkeen arvostus	31-35
Sijoitusprofiili	36-39
Osaketuoton ajurit	40
Yhteenveto	41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Raisio lyhyesti

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

234 MEUR (-1,2 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

27,7 MEUR (2019: 27,3 MEUR)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2020 (EBIT 12,4 %)

11,1 % (13,9 %)

Sijoitetun pääoman tuotto ROIC 2020 (2019)

403

Henkilöstömäärä Q2'2021

6 tuotantolaitosta

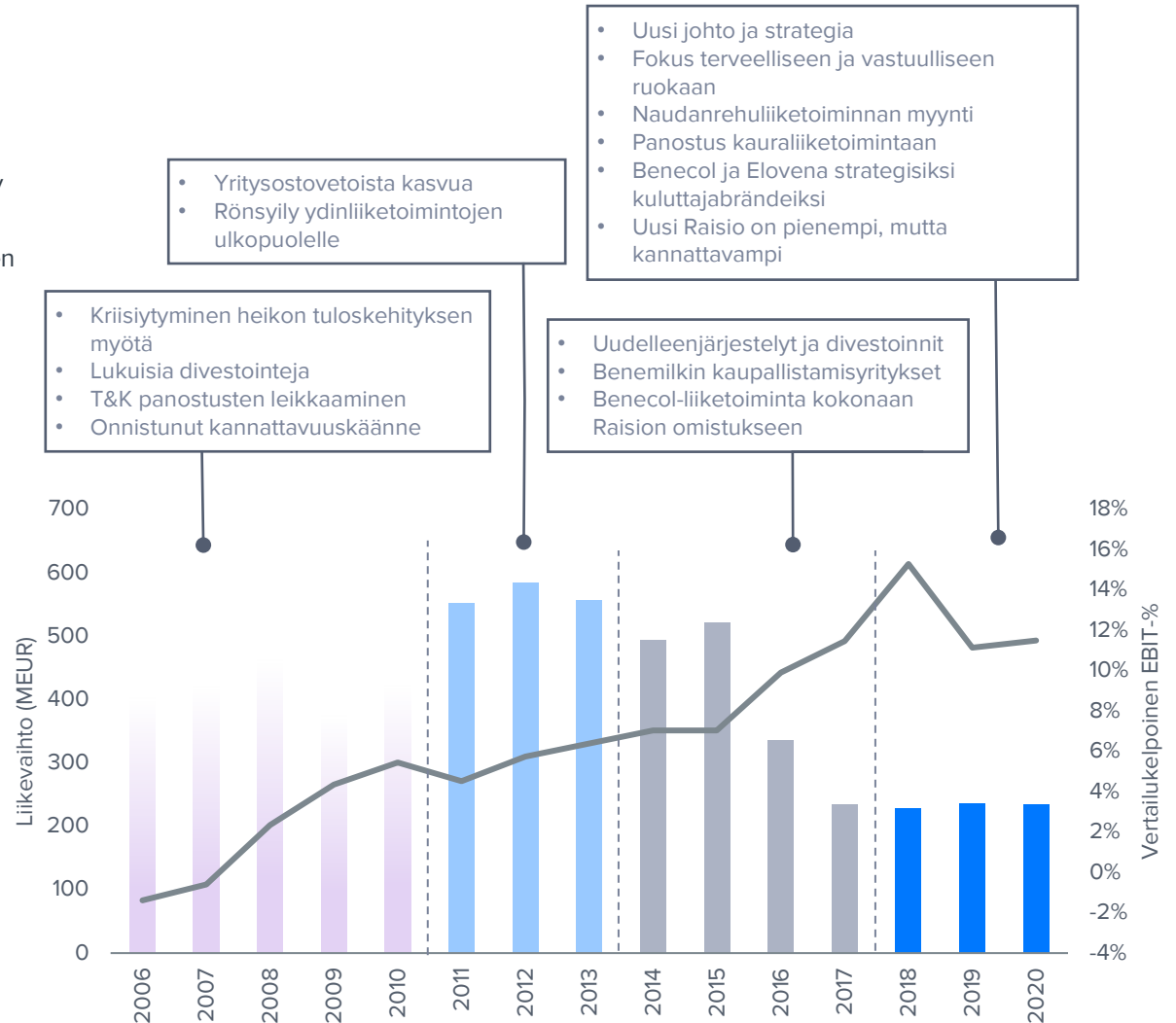
Kaikki tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa

62 % liikevaihdosta

Suomen ulkopuolisilta markkinoilta

~592 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssi 3,73 euroa)



Yhtiökuvaus

Kansainvälinen elintarvikeyhtiö

Raisio on vuonna 1939 perustettu elintarvikeyhtiö. Raisiolla on laaja portfolio elintarvikebrändejä, jotka ovat suunnattu sekä kuluttajille että yrityksille. Viime vuosien uudelleenfokusoitumisen ja vuonna 2018 julkistetun uuden strategisen suunnan myötä Raisio on keskittynyt terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Yhtiöllä on tällä hetkellä 6 tuotantolaitosta Suomessa ja sen tuotteita viedään noin 40 maahan.

Vuonna 2020 Raisio-konsernin liikevaihto oli 234 MEUR, oikaistu liikevoitto 27,7 MEUR (EBIT 12,4 %) ja yhtiön palveluksessa työskenteli 348 henkilöä.

Kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä

Vuonna 2018 toteutetun organisaatiouudistuksen myötä Raisiolla on nyt kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä 1) Terveelliset elintarvikkeet ja 2) Terveelliset ainesosat. Muut toiminnot - segmentti käsittää lähinnä konsernin toimintaa tukevat palvelufunktiot.

Terveelliset elintarvikkeet keskittyy Raision kuluttajabrändeihin (mm. Benecol, Elovina, Nordic, Beanit, Nalle ja Torino). Päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteiden pääasiallinen myyntikanava on päivittäistavarakaupat. Vuonna 2020 segmentin liikevaihto oli 135,3 MEUR (2019: 137,5 MEUR) ja vertailukelpoinen liikevoitto 18,6 MEUR (2019: 18,2 MEUR), mikä tarkoittaa 13,7 %:n liikevoittomarginaalia.

Terveelliset ainesosat käsittää monta eri liiketoimintaa. Näitä ovat 1) kalanrehujen myynti 2) Benecol-ainesosan lisenssimyynti ja 3) viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti teollisuudelle ja suurkeittiöille. Vuonna 2020 segmentin liikevaihto oli 125,6 MEUR (2019: 124,6 MEUR) ja

vertailukelpoinen liikevoitto 12,6 MEUR (2019: 12,5 MEUR), mikä tarkoittaa 10,0 %:n liikevoittomarginaalia. Operaatiot - johon kuuluvat tuotanto, hankinta ja toimitusketju - raportoidaan osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä.

Muut toiminnot sisältää konsernin palvelufunktiot mm. talous-, tieto- ja henkilöstöhallinto, lakiasiat, viestintä, kiinteistöjen hallinta- ja huoltopalvelut. Vuonna 2020 segmentin liikevaihto oli 1,5 MEUR (2019: 1,5 MEUR) ja vertailukelpoinen operatiivinen liiketulos -3,4 MEUR (2019: -3,4 MEUR ilman alaskirjauksia).

Kaksi osakesarjaa

Raisiolla on kaksi osakesarjaa: kantaosakkeiden K-sarja ja vaihto-osakkeiden V-sarja. Molemmilla sarjoilla on samat oikeudet yhtiön pääomaan ja voitonjakoon, mutta K-osake tuottaa 20 ääntä ja V-osake yhden äänen yhtiökokouksessa. K-osakkeiden osuus Raision osakekannasta on 19 % ja äänimäärästä 82 %. V-osakkeiden osuus osakekannasta on vastaavasti 81 % ja äänimäärästä 18 %. Nykyisellä 3,73 euron osakekurssilla Raision markkina-arvo on 592 MEUR.

Omistus ja johto

Raision suurimmat omistajat osakkeiden määrällä mitattuna ovat (pl. hallintarekisteröidyt osakkeet) 1) Raisio Oyj (4,1 % osakkeista ja 1,4 % äänistä), 2) Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varmia (3,2 % osakkeista ja 0,7 % äänistä), 3) Norjan Pankki (2,5 % osakkeista ja 0,5 % äänistä) ja 4) Maa- ja Metsätaloustuottajain keskusliitto (2,4 % osakkeista ja 10,0 % äänistä). Raision toimitusjohtajana on toiminut marraskuusta 2017 alkaen Pekka Kuusniemi.



Segmentit		
Terveelliset elintarvikkeet	Terveelliset ainesosat	Muut toiminnot
- Kolesteria alentava Benecol - Välipalatuotteet - Hiutaleet, jauhot, patukat, keksit jne. - Leivontatuotteet - Härkäpapu-tuotteet	- Kalanrehut - Benecol-ainesosa - Elintarvikkeet teollisuudelle - Viljakauppa	- Taloushallinto - Lakiasiat - Viestintä - Kiinteistöt - Huoltopalvelut
Brändit B2C	Ainesosat B2B	Palvelufunktiot

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

Terveelliset elintarvikkeet

Raision kuluttajabrändiliiketoiminta

Terveelliset elintarvikkeet on keskittynyt Raision kuluttajabrändiliiketoimintaan. Päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteita myydään pääosin isojen päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Segmentin liikevaihto raportoidaan kolmelta maantieteelliseltä alueelta, jotka ovat Länsi-Eurooppa (2020: 44 % liikevaihdosta), Pohjois-Eurooppa (2020: 41 % liikevaihdosta) sekä Keski- ja Itä-Eurooppa (2020: 15 % liikevaihdosta).

Vuonna 2020 segmentin liikevaihto oli 135 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 18,6 MEUR (EBIT 13,7 %). Segmentissä työskenteli vuoden 2020 lopussa 129 henkilöä. Raisio ei avaa miten liikevaihto jakautuu eri brändien kesken, mutta arviomme mukaan suurimmat ovat 1) Benecol 2) Elovena ja 3) Nordic. Muut brändit ovat pääosin paikallisia ja melko pieniä.

Länsi-Eurooppa (44 % segmentin liikevaihdosta)

Länsi-Euroopan toiminta käsittää Benecol-tuotteiden myynnin Iso-Britanniaan, Belgiaan ja Irlantiin. Länsi-Euroopan liikevaihto vuonna 2020 oli 59 MEUR (2019: 64 MEUR). Raisiolla on vahva asema Iso-Britanniassa ja Irlannissa, sillä sen markkinaosuus kolesterolia alentavissa elintarvikkeissa on molemmissa maissa yli 60 %.

Iso-Britannian Benecol-myynti jäi selvästi vertailukaudesta vuonna 2020. Benecolin myynti laski rajoitusten seurauksena myynnin painottuessa uusiin kanaviin. Benecolin myynti online kanavassa kasvoi peräti 66 % ja vastasi lähes viidennestä markkina-alueen myynnistä. Pitkän laskun jälkeen Raisio on saanut Iso-Britannian Benecol-myyntiin takaisin kasvuun vuoden 2021 aikana. Belgiassa Benecol-tuotteiden

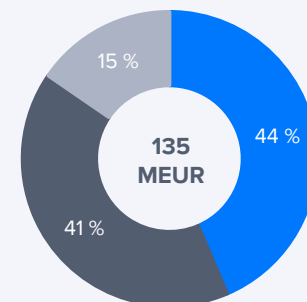
myynti on ollut laskutrendillä jakeluun ja myyntiin liittyvistä haasteista johtuen. Koronatilanne on entisestään hankaloittanut uusien listausten ja kampanjoiden toteuttamista. Yhtiöllä on käynnissä korjaavat toimenpiteet liiketoiminnan kääntämiseksi takaisin kasvu-uralle, mutta Belgian vakava koronatilanne on aiheuttanut omat haasteensa. Kannattavuus on siitä huolimatta parantunut myynnistä ja markkinoinnista syntyneiden säästöjen seurauksena. Irlannissa Raisio otti Benecol-liiketoiminnan oman myyntiorganisaationsa haltuun syksyllä 2018. Irlannin liikevaihto on sittemmin kasvanut tasaisesti, mutta kasvu ei vielä ole heijastunut liikevoittoon.

Pohjois-Eurooppa (41 % segmentin liikevaihdosta)

Pohjois-Eurooppa käsittää Suomen, Skandinavian ja Baltian. Raision tunnetuimmat brändit alueella ovat Elovena, Benecol, Nordic, Beanit, Sunnuntai, Nalle ja Torino. Vuonna 2020 Pohjois-Euroopan liikevaihto oli 56 MEUR (2019: 50 MEUR).

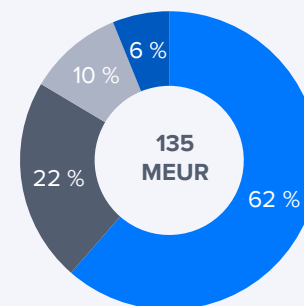
Raisio on tehnyt Suomessa viime vuosina panostuksia pääbrändien (Elovena ja Benecol) kehittämiseen ja uutuustuotelanseerauksiin (mm. Elovena Kaurajauhis ja kaurajuomat ja Benecolia sisältävät kauratuotteet). Molempien brändien myynti on ollut Suomessa viime vuodet kasvu-uralla. Benecol-tuotteiden myynti kasvoi Suomessa vuonna 2020 yli 16 % ja Elovena-tuotteiden myynti kasvoi yli 5 %. Vuonna 2021 myös kasviproteiiniin keskittyvä Beanit nostettiin pääbrändiksi omassa tuotekategoriassaan. Beanit-tuotteita valmistavan Verso Foodin liikevaihto kasvoi 20 % vuonna 2020, mutta yhtiö ei tuolloin vielä kuulunut Raisio-konserniin.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liikevaihto vuonna 2020



■ Länsi-Eurooppa ■ Pohjois-Eurooppa ■ Keski ja Itä-Eurooppa

Vuoden 2020 liikevaihto brändeittäin (Inderes arvio)



■ Benecol ■ Elovena ■ Nordic ■ Muut

Terveelliset elintarvikkeet - Brändiportfolio

Brändi	Osuus segmentin liikevaihdosta ¹	Brändin ydin	Tuotekategoriat	Tuote-esimerkkejä
	~ 60 %	Alentaa tehokkaasti kolesterolia	Levitteet, tehojuomat, jogurtit ja välipalapatukat	
	~ 20 %	Luonnollisesti terveellistä kaurasta	Kaurahiutaleet, pikapuurot, kaurajuomat, välipalapatukat- ja juomat sekä kaurajauhis	
	~ 10 %	Arktista kauraa puhtaasta luonnosta	Hiutaleet, jauhot, puurot, välipalapatukat	
	2)	Linkki vastuullisen ja herkullisen välillä	Härkäpapusuikaleet, granolat, valmisateriat, ateriapakkaukset kastikkeella, härkäpapururu	
	< 5 %	Sunnuntai on herkkuhetki	Jauhot, leivontamargariinit, leivontamixit, pakastetaikinat	
	< 5 %	Lempeä lapsiperheiden kumppani	Murot, myslit, hiutaleet ja välipalakeksit	
	< 5 %	Runsaskuituiset pastat	Pastat ja makaronit	
	< 5 %	Puhdasta kauranautintoa	Gluteenittomat jauhot, hiutaleet, leivät ja keksit	

1) Inderesin vuoden 2020 arvio

2) Osa konsernia vuodesta 2021 lähtien

3) Provena-tuotteet muuttuivat Elovena Gluten free-tuotteiksi vuoden 2020 aikana

Terveelliset elintarvikkeet

Keski- ja Itä-Eurooppa (15 % segmentin liikevaihdosta)

Keski- ja Itä-Eurooppa käsittää Venäjän, Ukrainan ja Puolan, ja alueen liikevaihto vuonna 2020 oli 21 MEUR (2019: 23 MEUR). Keski- ja Itä-Euroopassa Raision tunnetuimpia brändejä ovat Benecol ja premium-hinnoiteltu Nordic. Venäjällä ja Ukrainassa Raision päätuotteita ovat Nordic-hiutaleet ja Puolassa Raisio on keskittynyt pääosin Benecol-kuluttajaliiketoimintaan. Osana Keski- ja Itä-Euroopan toimintasegmenttiä raportoidaan myös Euroopan ja Hong Kongin Benecol-lisenssikumppanuudet. Arviomme mukaan Venäjä on Raisiolle Keski- ja Itä-Euroopan markkina-alueista selvästi suurin.

Vuonna 2020 Raision Venäjän liiketoiminta kärsi ruplan heikentymisestä ja kuluttajien ostovoiman heikentymisestä. Valuuttakurssimuutokset johtivat liikevaihdon ja kannattavuuden laskuun, vaikka volyymit ja liikevaihto nousivatkin merkittävästi paikallisessa valuutassa. Volyymien kehitystä tuki laajentunut myymäläpeitto ja brändien tunnettuuden lisääntyminen Moskovan ja Pietarin alueella. Ukrainassa liikevaihto ja kannattavuus laskivat merkittävästi negatiivisten valuuttakurssimuutosten ja tilapäisistä toimitus- sekä jakeluvaikeuksista.

Raision Benecol-kuluttajatuotteiden jakelu on Puolassa keskittynyt suurempiin kauppoihin, joihin koronalla on ollut negatiivinen vaikutus. Puolassa liiketoiminta on viime vuosina ollut tappiollista. Puolan haasteiden taustalla on ollut käsityksemme mukaan ankara kilpailutilanne ja raskas organisaatio- ja kulurakenne. Yhtiö aloitti Puolassa vuoden 2018 lopulla organisaation ja kulurakenteen uudistamisen. Puolassa tehtyjen

tehostamistoimenpiteiden avulla kannattavuus on parantunut, mutta arviomme liiketoiminnan olevan Puolassa edelleen tappiollista.

Dr Schär-yhteistyöstä laajentumispotentiaalia

Raisio kertoi allekirjoittaneensa maaliskuussa 2019 pitkäaikaisen puitesopimuksen gluteenittomiin elintarvikkeisiin erikoistuneen Dr. Schär AG:n kanssa. Strategisen alianssin tavoitteena on kartoittaa mahdollisuuksia mm. tuotekehitysyhteistyön ja valmistuksen saralla. Raision mukaan yhteistyö avaa mahdollisuuksia Elovena- ja Benecol-brändeille Dr. Schärin vahvoilla markkina-alueilla Saksassa, Italiassa, Ranskassa ja Espanjassa. Dr. Schär taas on kiinnostunut Raision kauraosaamisesta. Ensimmäinen konkreettinen askel Dr. Schär-yhteistyöstä nähtiin Q3'19, kun Raisio sai Benecol-patukat Espanjassa kaupan hyllyille. Dr. Schär hoitaa Raisiolle Benecol-patukoiden jakelua, eikä yhteistyö kata esim. kylmästä myytäviä tuotteita. Koronan aiheuttamien rajoitusten seurauksena yhteistyön kehittäminen on toistaiseksi ollut tauolla.

Näemme Dr. Schär -tyylisten yhteistyökuvioiden hyvänä tapana laajentaa liiketoimintaa uusille alueille ja/tai asiakkuuksiin, ja yhtiöllä voi olla monta erilaista polkua jatkaa yhteistyötä. Nokian kauramylyinvestointi, uusi lisäarvotuotteiden tehdas ja Verso Food -yrityskauppa antavat Raisiolle lisää kyvykkyyttä hakea aiempaa vahvempaa kasvua kasvavissa tuoteryhmissä. Raisio on maininnut erilaisten yhteistyökuvioiden olevan potentiaalinen kasvun lähde. Näiden käynnistäminen ja tulosten näkyminen on kuitenkin aikaa vievää puuhaa.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin eri brändien markkina-alueet

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

Terveelliset elintarvikkeet

Mittavat investoinnit kasvipohjaisiin lisäarvotuotteisiin

Raision tehdasalueelle valmistui kesällä 2021 kasvipohjaisia lisäarvotuotteita valmistava tuotantolaitos. 45 MEUR:n investoinnilla yhtiö pyrkii vastaamaan kasvipohjaisen ruoan kysynnän kasvuun erityisesti Euroopan markkinoilla. Tämä on Raision suurin tuotannollinen investointi vuosikymmeniin ja se on merkittävässä roolissa yhtiön tulevien vuosien kasvun kannalta.

Ensimmäiset tuotteet uudelta tehtaalta tulevat myyntiin Q3'21. Tehtaalla valmistetaan Benecol- ja Elovena-brändien kasvipohjaisia ja gluteenittomia kauratuotteita. Yhtiö ei ole vielä paljastanut kaikkia uuden tuotantolaitoksen tuotteita, mutta uusiin tuotteisiin kuuluvat ainakin kasvipohjaiset Benecol-tuotteet, ja kaurajuomat sekä -jogurtit.

Kaurapohjaisten tuotteiden kysyntänäkymät ovat tällä hetkellä varsin hyvät ja suhtaudumme investointiin positiivisesti. Investoinnilla on näkemysemme mukaan edellytykset yltää konsernin nykyistä tasoa korkeampaan sijoitetun pääoman tuottoon (ROIC 2020: 11,1 %), kun se pääsee kunnolla käyntiin. Tämä johtuu siitä, että modernilla ja tehokkaalla tehtaalla tullaan arviomme mukaan valmistamaan korkean lisäarvon tuotteita yhtiön vahvimille brändeille (Benecol- ja Elovena), joilla on myös omilla päämarkkinoillaan hyvä hinnoitteluvoima.

Uuden tehtaan ylösajo vie kuitenkin aikaa ja yhtiön arvion mukaan sen tuotanto kääntyy EBIT-tasolla voitolliseksi vuonna 2024. Tämän takia ainakin lyhyellä aikavälillä kulurakenne on korkea suhteessa tehtaasta tuotettuun liikevaihtoon.

Verso Food -yrityskauppa vahvisti Raision asemaa kasvisproteiinimarkkinalla

Raisio osti 2021 huhtikuussa Verso Foodin, joka on tunnettu härkäpapatuotteistaan. Verso Foodin liikevaihto kasvoi 8 MEUR:oon vuonna 2020 (+20 %), mutta yhtiö teki vielä 4,5 MEUR:n liiketappion. Verson myynnistä 80 % on kuluttajatuotteiden myyntiä, joten yrityskauppa vaikuttaa pääsääntöisesti Terveelliset elintarvikkeet -segmenttiin. Kaupan seurauksena Raisio sai käsiinsä uutta tuotantoteknologiaa ja tuoteportfolioonsa tuotteita, joiden markkina kasvaa selvästi yleistä elintarvikemarkkinaa nopeammin. Verso Foodin odotetaan yrityskaupan myötä hyötyvän Raision osaamisesta, asiakassuhteista ja taloudellisista muskeleista. Raisio odottaa Verso Foodin tekävän positiivista liikevoittoa vuodesta 2024 lähtien, joten yrityskauppa aiheuttaa väliaikaisesti lievää painetta konsernin kannattavuuteen.

Markkina- ja kilpailuympäristö

Keskeiset raaka-aineet ovat viljat ja sterolit

Terveelliset elintarvikkeet -segmentti käyttää tuotteidensa raaka-aineena pääosin viljoja (mm. kaura) ja steroleita (puu, rypsi tai soija), joita hankitaan sekä Suomesta että ulkomailta maailmanmarkkinahintaan. Raisio valmistaa tuotteensa Suomessa omilla tehtaillaan ja yhtiöllä on pitkän viljakauppaosaamisen takia hyvä osaaminen tehokkaasta viljanhankinnasta.

Keskittynyt päivittäistavarakauppa on intensiivinen neuvottelukumppani

Raision kuluttajatuotteiden jakelu tapahtuu pääosin suurten eurooppalaisten

päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Raision tuotekategorioissa on useita kilpailijoita ja yhtiön kilpailuympäristö ei ole helppo. Päämarkkina-alueilla (mm. Suomi ja Iso-Britannia) kauppa on keskittynyt muutamien isojen pelureiden käsiin, mikä johtaa yleensä intensiivisiin neuvotteluihin. Raision tulee onnistua pitämään brändit relevantteina, tuotekehitys hereillä trendeistä ja valmistus kilpailukykyisenä, jotta marginaaleista kyetään pitämään kiinni.

Private label ja kiristytvä kilpailu hyllytilasta testaavat brändien hinnoitteluvoimaa

Kolesterolia alentavissa tuotteissa (Benecol) Raisiolla on vahva markkina-asema. Tunnettu brändi ja tuotteen funktionaalisuuteen perustuva kilpailuetu antaa sille hyvän hinnoitteluvoiman. Myös Elovena-brändillä on uskollinen kuluttajakunta (Suomen arvostetuin kaurabrändi 2019, Taloustutkimus) ja hyvä hinnoitteluvoima. Raisio onnistui näiden brändien kanssa mm. viljan hintojen noustessa rajusti vuosien 2017-2018 heikkojen satokausien takia siirtämään nousseet raaka-ainehinnat eteenpäin säilyttääkseen hyvän kannattavuuden.

Kireä kilpailu ja viime vuosina kaupan omien merkkien (private label) kasvanut osuus myynnistä osuu eniten Raision pieniin ja heikosti tunnettuihin brändeihin (mm. Sunnuntai), joilla ei ole kuluttajien silmissä erityistä lisäarvoa. Esim. jauhoissa on hyvin vaikea luoda kilpailuetua, jonka avulla voi viedä nousseita raaka-ainekustannuksia tuotteen hintoihin, jos kaupalta löytyy lähes identtinen vaihtoehto omalla merkillä, eikä kuluttajat ole valmiita maksamaan brändistä ylimääristä.

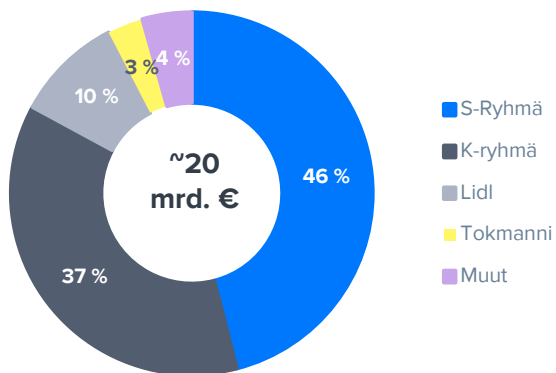
Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



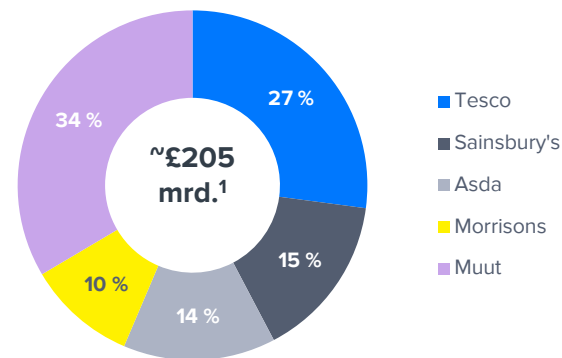
* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin markkinaympäristö

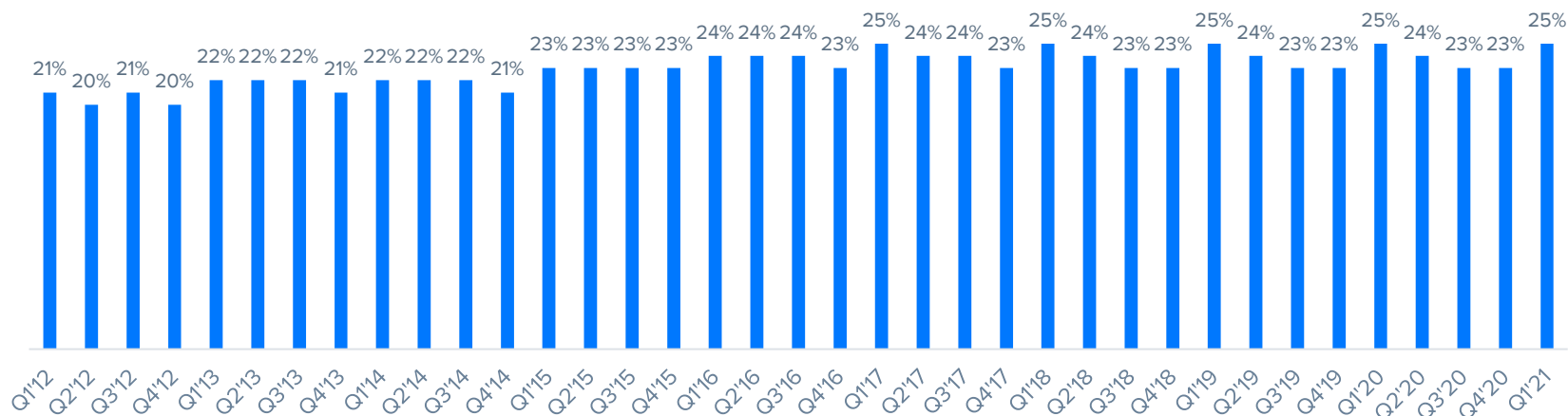
Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2020)



Iso-Britannian PT-kaupan markkinaosuudet (2020)



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa



Terveelliset ainesosat

Terveelliset ainesosat -segmentti sisältää monta eri liiketoimintaa

Terveelliset aineosat -segmentti sisältää hyvin erilaisia liiketoimintoja. Ne ovat:

- Benecol-ainesosan (kasvistanoliesteri) lisenssimyynti
- Kalanrehujen myynti (Raisioaqua)
- Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti B2B-asiakkaille (mm. teollisuus ja suurkeittiöt).

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

Segmentin liikevaihto vuonna 2020 oli 126 MEUR (2019: 125 MEUR) ja liikevoitto 12,6 MEUR (2019: 12,5 MEUR) eli 10,0 % liikevaihdosta. Segmentissä työskenteli vuoden 2020 lopussa 167 (2019: 139) henkilöä.

Benecol-ainesosan lisenssimyynti

Benecol-ainesosan, eli kolesterolia alentavan kasvistanoliesterin, myynti suuntautuu Raision lisenssikumppaneille Eurooppaan, Aasiaan ja Amerikkaan. Lisensointimalli on hyvä keino tarjota Benecol-tuotteita siellä, missä Raisiolla ei ole omaa liiketoimintaa. Benecol-ainesosan lisenssimyynti koostuu sekä Raision itse valmistaman kasvistanoliesterin myynnistä että Benecol-nimen käyttöoikeudesta. Lisenssikumppani voi olla esimerkiksi meijeri, joka haluaa laajentaa oman tuoteportfolionsa sisältämään myös kolesterolia alentavia levitteitä, juomia tai välipalapatukoita ja käyttää myynnin avittamiseksi tunnettua Benecol-brändiä.

Raisio on kertonut arvioivansa nykyisen lisenssimallin toimivuutta, sillä Benecol-ainesosan myynti ja lisenssikumppaneiden määrä on viime vuosina vähentynyt. Arviomme mukaan Benecol-lisenssikumppaneita on tällä hetkellä vajaa 20, joista 6-8 edustaa yhtiölle merkittäviä volyymeja.

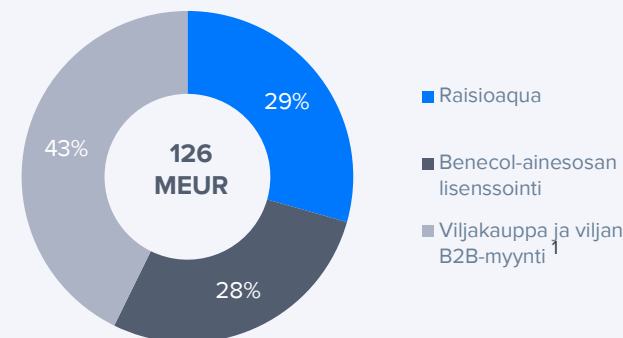
Raisio ei avaa tarkemmin miten Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihto jakautuu eri toimintojen kesken, mutta arviomme mukaan Benecol-ainesosan liikevaihto vuonna 2020 oli noin 35 MEUR (28 % segmentin liikevaihdosta). Kannattavuus on lisensointimallin luonteesta johtuen hyvä ja arviomme ainesosan liikevoittomarginaalin olevan noin 20 %.

Kalanrehujen myynti (Raisioaqua)

Raisioaqua tarjoaa tuotantotehokkuutta ja vastuullista kalankasvatusta edistäviä kalanrehutuotteita. Tuotetarjontaan kuuluvat mm. kirjolohenkasvatuksen fosforikuormitusta pienentävä Hercules-tuotesarja ja Baltic Blend-rehut, joissa käytetään raaka-aineina Itämeren kaloista tehtyä kalajauhoja ja -öljyä.

Raisioaquan myynnistä noin 2/3 suuntautuu vientiin (pääosin Luoteis-Venäjälle) ja 1/3 Suomeen. Käsityksemme mukaan Raisio on ainoa suomalainen kalanrehuntuottaja ja yhtiöllä on Suomessa noin 50 %:n markkinaosuus. Luoteis-Venäjällä markkinaosuus on noin 45 % ja Latvian ja Viron alueella noin 20 %. Arviomme mukaan Raisioaquan liikevaihto on noin 37 MEUR (eli 29 % segmentin liikevaihdosta). Raisioaquan liikevoittomarginaali on arviomme mukaan noin 4-8 %.

Terveelliset ainesosat liikevaihtojakauma 2020 (Inderesin arvio)



1) Viljakauppa ja viljan B2B-myynti koostuu konsernin sisäisestä myynnistä (raaka-aineita Terveelliset elintarvike-yksikölle) ja myynnistä konsernin ulkopuolisille asiakkaille (esim. leipomot).

Terveelliset ainesosat brändit ja tuotesovellukset



Kauratuotteet teollisuudelle



Hercules-kalanrehut



Kasvuluotain-sovellus kalojen ruokinta- ja kasvatustulosten seurantaan



Benecol-ainesosan lisensointi (kasvistanoliesteri)



Itämerirehulla kasvatettu kirjolohi ja siika



Itämeren ravinnekuormitusta vähentävä kalanrehu

Terveelliset ainesosat

Kalanrehujen kysyntä on melko syklistä ja siihen vaikuttavat erityisesti sääolosuhteet sesongin painoutuessa keväästä syksyyn. Kysyntää voivat heiluttaa myös poliittiset päätökset ja mm. 2018 Raisioaquan liikevaihto laski merkittävästi, kun Venäjä asetti yhtiön tuotteille tuontikiellon. Tämä johtui siitä, että Raisioaquan kalanrehuista löytyi muuntogeenistä soijaa yli sallittujen pitoisuuksien. Raisio korjasi asian pian ja Venäjän rajat avautuivat tuotteille jälleen 2018 lopussa. Raisiolle määrättiin 3 MEUR:n korvaus liiketoiminnan keskeytymisestä, jonka seurauksena yhtiö kirjasi 2,8 MEUR:n kertaluonteisen kulun Q1*2021.

Suurin kalankasvatuksen kysyntänäkymiin vaikuttava tekijä on regulaatio. Kasvatetun kalan kulutuksen ennustetaan jatkuvan ja EU on asettanut tavoitteeksi lisätä kasvatetun kalan tuotantoa noin 5 %/vuosi. Tiukan regulaation seurauksena Raisioaquan on kuitenkin haastavaa kasvattaa liiketoimintaansa kohdemarkkinoillaan nykyisen lupapolitiikan alla. Raisioaquan liiketoiminta on kausiluonteisesti hiljaista Q4-Q1 aikana ja vilkasta Q2-Q3 aikana. Raisioaqua solmi vuonna 2019 uusia asiakkuuksia Ruotsista ja Puolasta. Uusilla markkinoilla olevat asiakkaat tukevat liiketoiminnan kasvunäkymiä ja myös pidentävät sesonkia vuoden alku- ja loppupäästä, sillä ne toimivat lämpimämmillä alueilla kuin nykyiset asiakkaat (Suomi ja Luoteis-Venäjä).

Benella-brändi

Raisioaqua ei itse toimi kalankasvatuksessa, mutta yhtiö on luonut Benella-brändin edistääkseen suomalaisten kalankasvattajien myyntiä. Benella-merkin saamiseksi kotimaiset Benella Kirjolohen ja Benella Siian kasvattajat

ovat sitoutuneet noudattamaan Raisioaquan määrittämää ruokintakonseptia ja ruokkimaan kalat Raisioaquan Itämeren ravinteita kierrättävällä Baltic Blend -kalanrehulla. Valvottu kasvatusprosessi pitää huolen, että Benella-merkillä varustetut kalat kasvatetaan ympäristöystävällisesti ja kaloissa on rasvahapot hyvällä tasolla. Benella-merkki auttaa kuluttajia tunnistamaan vastuullisesti tuotetun kalan, mikä auttaa sekä kalankasvattajia että Raisiota myymään omia tuotteitaan ja saamaan niistä hyvän hinnan.

Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

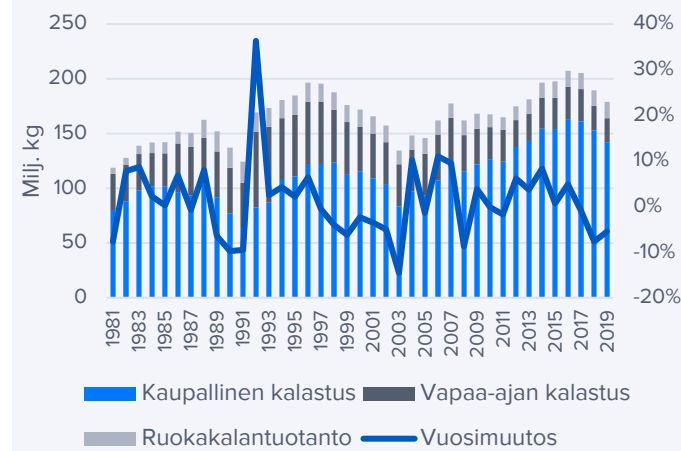
Viljanhankinta ja viljakauppa

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

Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti käsittää myynnin mm. leipomo-, teollisuus- ja suurtalousasiakkaille. B2B-tarjontaan kuuluu mm. matalan katetason jauhomyynti ja korkean lisäarvon myynti (mm. gluteeniton kaura).

Suomen kokonaiskalantuetanto



Lähde: Luonnonvarakeskus

Kauran hinta (€/tn.)



Terveelliset ainesosat

Kaurapohjaisten tuotteiden kysyntänäkymät ovat hyvät ja Raision strategisena tavoitteena on rakentaa kauraliiketoiminnasta toinen tukijalka Benecol-liiketoiminnan rinnalle.

Viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti on yhteenlaskettuna arviomme mukaan Terveelliset ainesosat -segmentin suurin liiketoiminta liikevaihdolla mitattuna. Arviomme mukaan sen liikevaihto vuonna 2020 oli noin 54 MEUR eli 43 % segmentin liikevaihdosta. Tämä luku sisältää sekä konsernin sisäisen myynnin (raaka-ainemyynti Terveelliset elintarvikkeet -yksikölle) että myynnin konsernin ulkopuolisille asiakkaille. Vuonna 2020 Raision segmenttien välinen myynti oli 28,9 MEUR (2019: 27,3 MEUR), mikä koostuu pääosin sisäisestä raaka-ainemyynnistä Terveelliset elintarvikkeet-segmentille.

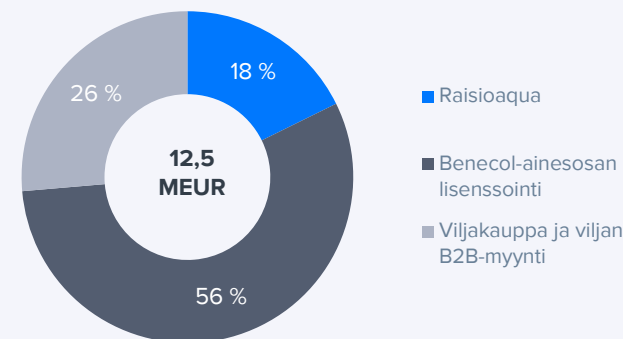
Raisio investoi vuonna 2019 noin 8 MEUR Nokian kauramylyn modernisointiin ja kapasiteetin kasvattamiseen. Yhtiö on myös tehnyt panostuksia markkinointi- ja myyntikonseptien kehittämiseen valmistautuakseen erityisesti gluteenittomien kauratuotteiden kysynnän kasvuun sekä Suomessa että muualla Euroopassa. Tavalliseen kauraan verrattuna Raisio pystyy veloittamaan teollisuusasiakkaalta jopa moninkertaisen hinnan gluteenittomalla kaurallaan. Raisio pyrkii vastaamaan Nokian kauramylyninvestoinnilla selvästi kasvaneeseen lisäarvokauran kysyntään ja näemme tämän tekevän myös pitkässä tähtäimessä hyvää yhtiön kannattavuudelle.

Perinteisen viljakaupan ja matalakatteisen B2B-myyntin heikon kannattavuusprofiilin vuoksi arvioimme tämän liiketoiminnan kannattavuusprofiilin olevan Terveelliset ainesosat -yksikön heikoin. Arviomme viljakaupan ja viljan B2B-myyntin liikevoittomarginaalin olevan noin 4-7 %:n välillä. Raisio on systemaattisesti pienentänyt perinteisen viljakaupan osuutta konsernin liikevaihdosta. Arviomme mukaan ulkoisen viljakaupan kokoluokka on laskenut jo alle 10 MEUR:oon ja odotamme kehityssuunnan jatkuvan myös tulevaisuudessa, minkä pitäisi tukea tämän liiketoimintasegmentin suhteellista kannattavuutta.

Benecol-ainesosan myynti tuo arviomme mukaan leijonaosan segmentin tuloksesta

Raisio ei tarkemmin avaa miten Terveelliset ainesosat -segmentin myynti tai tulos kehittyvät. Perustuen liiketoimintojen luonteeseen ja arvioon niiden kokoluokasta, olemme myös pyrkineet arvioimaan segmentin tuloksen muodostumista. Arviomme mukaan 56 % segmentin vuoden 2020 liikevoitosta syntyi Benecol-ainesosan lisenssimyynnistä. Tämä tarkoittaa, että yhtiö myy arviomme mukaan noin 35 MEUR:lla aineosaa tehden ~20 %:n liikevoittomarginaalia (~7,0 MEUR). Liikevoitosta ~18 % tulee arviomme mukaan Raisioaquasta, jonka liikevaihto on arviomme mukaan 37 MEUR ja liikevoittomarginaali ~6 % (~2,2 MEUR). Arviomme viljakaupan ja viljan B2B-myyntin tuovan 26 % Terveelliset ainesosat -segmentin liikevoitosta (~3,3 MEUR) ja tekevän ~6 %:n EBIT-marginaalia.

Terveelliset ainesosat EBIT-jakauma 2020
(Inderesin arvio)



Raision liiketoimintamalli

Raaka-aine

Raision valmistuksessa käytettävät raaka-aineet

Euromääräisesti suurimmat ovat:

1. viljapohjaiset raaka-aineet (mm. kaura)
2. sterolit (puusta, rypistä tai soijasta)

Valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista 72 % ovat viljoja, joista noin 97 % ostetaan suomalaisilta viljelijöiltä.

Tuotanto

Tehdasalue Raisiossa (42 hehtaaria)

sisältää yhtiön pääkonttorin ja tuotantolaitoksia (4 kpl).

Raisio-konsernin tuotantolaitokset:

1. Vehnämylly ja pastatehdas (1 tehdas, 2 eri teknologiaa)
2. Raisioaquan kalanrehutehdas
3. Esteröintilaitos (sterolista valmistetaan kasvistanolia)
4. Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitos
5. Nokian kauramylly
6. Verso Foodin kasvipohjaisen ruoan tehdas Kauhavalla

Asiakkaat

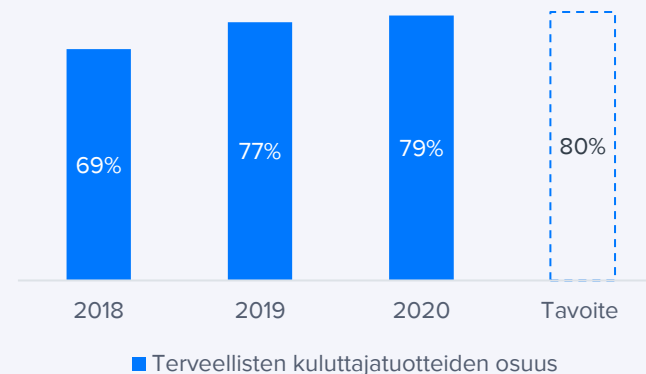
Raisio-konsernin suurimmat asiakasryhmät:

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

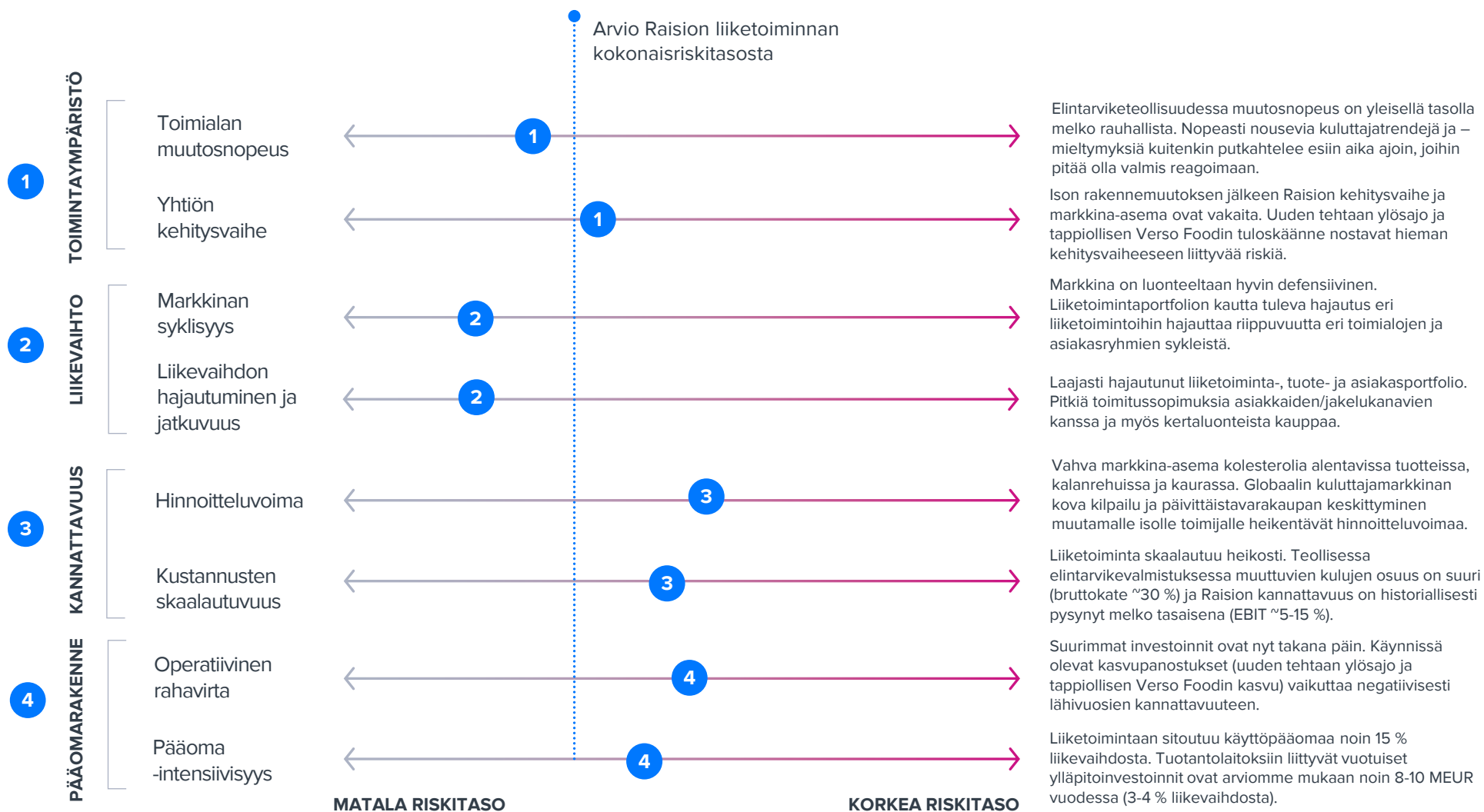
Tuotantosijainnit



Terveellisten kuluttajatuotteiden osuus tuotevalikoimasta



Raision liiketoimintamallin riskiprofiili



Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt

Raisiolla on värikäs yritysjärjestelyjen historia

Nykytuotoinen Raisio on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyjen myötä ja yhtiö on muuttanut muotoaan moneen kertaan 2000-luvulla. Raision lähihistorian kehitys voidaan jakaa mielestämme viiteen varsin selvään ajanjaksoon, jotka ovat olleet 1) vuosien 2005-2009 kriisiytyminen ja sitä seurannut kannattavuuskäännös, 2) vuosien 2010-2012 yritysostovetoinen kasvu, 3) vuosien 2013-2017 divestoinnit ja panostukset Benemilk-naudanrehuun, 4) vuosina 2018-2019 nähty fokusoituminen nykyisiin ydinliiketoimintoihin eli terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan sekä 5) uuteen kasvuvaiheeseen siirtyminen.

2005-2009: Kriisi ja kannattavuuskäännös

Raision tuloskehitys oli ollut jo usean vuoden ajan heikkoa ja vuonna 2006 yhtiö ajautui kriisiin raportoidun liikeluokituksen painuttua mittavien kertaerien myötä yli 28 MEUR tappiolle. Yhtiön pitkään jatkuneen heikon tuloskehityksen taustalla oli mm. mallas-, margariini- ja perunamarkkinoiden haastava markkinatilanne, Diagnostiikkaliiketoiminnan heikko kilpailukyky ja kapea tuoteportfolio sekä yhtiön johtamista vaikeuttanut hajanainen konsernirakenne.

Raisio käynnisti vuonna 2006 kannattavuuden parantamiseksi mittavat toimenpiteet, johon kuului mm. liiketoimintarakenteen virtaviivaistamispäätökset, johtoryhmässä ja hallituksessa tehdyt merkittävät henkilöstövaihdokset, Diagnostiikka-liiketoiminnan strateginen arviointi ja T&K-toiminnan keskittäminen.

Vuosina 2007-2009 Raisio sopeutti ja uudelleenjärjesteli toimintojaan määrätietoisesti. Tehostamistoimenpiteet näkyivät mm. henkilöstövähennyksinä, tutkimus- ja kehitysmenojen leikkauksina (2009: 1,6 MEUR vs. 2006: 9,8 MEUR) sekä kannattamattomien liiketoimintojen myynteinä. Raision vuosien 2007-2009 keskeisimpiin divestointeihin lukeutuivat:

- Perunaliiketoiminnan myynti Profood Oy:lle (2007)
- Diagnostiikkaliiketoiminnan myynti yhdysvaltalaiselle BioControlille (2007)
- Erikoisrehuja valmistavan Monäs Feed Oy Ab:n divestointi (2007) ja
- Margariiniliiketoiminnan myynti yhdysvaltalaiselle Bungelle (2009).

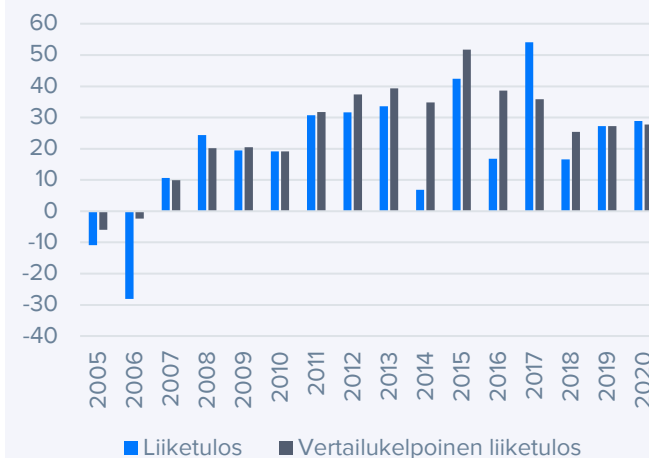
Tehtyjä divestointeja voidaan pitää mielestämme sekä strategisesti että taloudellisesti järkevinä ja erityisesti Margariiniliiketoiminnan myynnistä saatu 80 MEUR:n kauppahinta (EV/Sales ~1,8x) oli liiketoiminnan heikot kysyntänäkymät huomioiden näkemyksemme mukaan erinomainen.

Raisio onnistui finanssikriisistä, ruokatoimijoiden haastavasta tilanteesta ja raaka-aineiden voimakkaasta hinnannoususta huolimatta aikaansaamaan vuosina 2007-2009 merkittävän kannattavuuskäänteen ja vuonna 2009 vertailukelpoinen liikevoitto nousi 21 MEUR:oon (EBIT-% 5,5 %). Lukuisten divestointien myötä yhtiön tuloskunto parani, vaikka jatkuvien toimintojen liikevaihto laskikin vuonna 2009 reippaasti 376 MEUR:oon (2008: 463 MEUR).

Jatkuvien toimintojen liikevaihto (MEUR)



Jatkuvien toimintojen liiketulos (MEUR)



Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt

2010-2012: Yritystovetoista kasvua

Onnistuneen kannattavuuskäänteen jälkeen Raisio siirsi strategisen fokuksensa takaisin kasvuun. Strategiassa keskeistä roolia näyttelivät orgaanisen kasvun lisäksi yritysostot.

Yhtiö asetti silloin yritysostoille neljä kriteeriä 1) tuoteapplikaatio, 2) kuluttajabrändi, 3) asiakaskontakti ja 4) ostohinta. Raision pyrkimyksenä oli päästä yritysostojen avulla mukaan erityisesti pieniin ja kasvaviin tuotesegmentteihin ja kiinnostaviksi applikaatioiksi mainittiin mm. ekologiset ja terveelliset välipalatuotteet. Yhtiöllä oli käytettävissään yrityskauppoihin vuoden 2009 lopussa noin 400 MEUR, mikä myös näkyi sitä seuranneiden vuosien aikana voimakkaasti kasvaneissa bruttoinvestoinneissa.

Vuonna 2010 Raisio osti ~85 MEUR:n liikevaihtoa tekevän välipalatuotteisiin erikoistuneen englantilaisen Glistenin 53 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla. Yritystoston myötä Isosta-Britanniasta tuli Raisiolle yksittäinen suurin brändimarkkina. Vuonna 2011 Raisio vahvisti edelleen jalansijaansa Ison-Britannian aamias- ja välipalamarkkinalla ostamalla ~65 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Big Bearin, joka oli keskittynyt aamiais- ja välipalatuotteiden lisäksi myös makeisvalmistukseen. Raisio teki Big Bear-yritystoston lisäksi vuonna 2011 myös uudelleenjärjestelyjä (viljakaupan yhdistäminen rehuliiketoimintaan) ja divestointeja myymällä Mallasliiketoiminnan suomalaiselle Viking Maltille 17 MEUR:n kauppahinnalla.

Vuonna 2012 yritysostot saivat jatkoa Raision

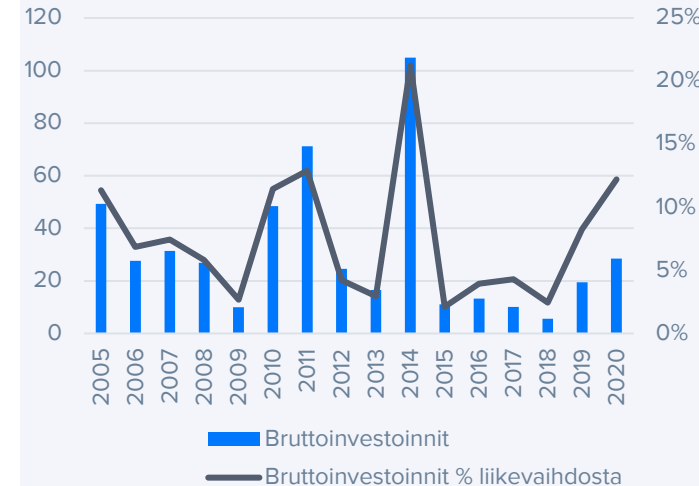
hankittua puolalaisen Sulman pasta- ja suurimoliiketoiminnan (liikevaihto 4 MEUR) ja tsekkiläisen Candy Plusin makeisliiketoiminnan (liikevaihto 23 MEUR). Sulman velaton kauppahinta 2,1 MEUR tarkoitti EV/Sales 0,6x-kerrointa. Tsekkiläisestä makeisvalmistaja Candy Plusista Raisio maksoi puolestaan 20,5 MEUR:n kauppahinnan, mikä vastasi EV/Sales- ja EV/EBIT-kertoimia 0,9x ja 9,8x. Candy Plus-yritystostolla Raisio kertoi tavoittelevansa synergiahyötyjä jo olemassa olevien makeisliiketoimintojen kanssa. Yritystoston logiikka oli mielestämme erikoinen, sillä makeisliiketoiminta oli varsin kaukana yhtiön asettamista yritysostokriteereistä (ekologiset ja terveelliset välipalatuotteet).

Raision kasvu oli vuosina 2010-2012 vahvaa. Konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna näiden vuosien aikana peräti 55 % tasolle 584 MEUR (2009: 376 MEUR). Kasvu oli myös kannattavaa, sillä vastaavalla ajanjaksolla vertailukelpoinen liike-tulos lähes kaksinkertaistui 37 MEUR:oon (2009: 21 MEUR).

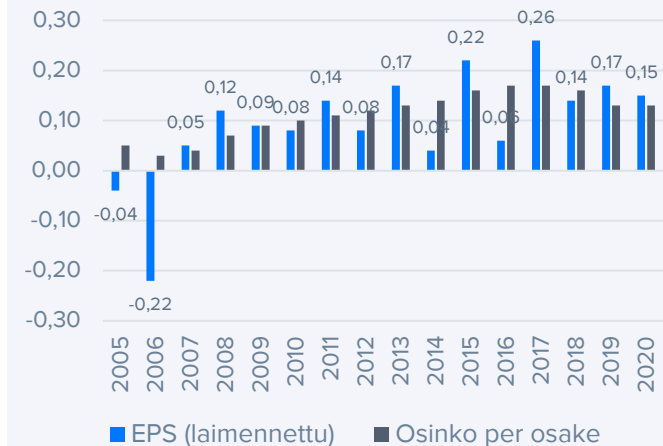
2013-2017: Divestointeja ja panostuksia Benemilk-innovaatioon

Yritystovetoisen kasvun jälkeen Raisio siirsi fokuksen jälleen takaisin ydinliiketoimintoihinsa eli terveellisiin kuluttajabrändeihin ja 2013-2017 aikana yhtiö järjesteli liiketoimintaportfoliotaan voimakkaasti. Näkemyksemme mukaan lukuisat divestoinnit ja niistä saadut kauppahinnat osoittivat, etteivät kaikki aiempien vuosien yritysostot olleet täyttäneet niille etukäteen annettuja kriteereitä.

Bruttoinvestoinnit



EPS ja osinko



Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt

Raision vuosien 2013-2017 keskeisimpiin divestointeihin lukeutuivat:

- Sian- ja siipikarjanrehujen valmistuksesta sekä kasviöljyjen tuotannosta luopuminen (2014)
- Sulman pastaliiketoiminnan myynti (2015)
- Iso-Britannian tappiollisen välipalapatukkaliiketoiminnan myynti (2016)
- Makeisliiketoiminnan myynti Valeo Foodsille (2017)

Raisio luopui sian- ja siipikarjanrehujen valmistuksesta sekä kasviöljyjen tuotannosta vuonna 2014, koska markkinoilla vallitsi ylikapasiteettitilanne ja rehuliiketoiminnan kannattavuusnäkymät olivat heikot. Sulman pastaliiketoiminnan divestoinnin taustalla oli puolestaan Raision päätös keskittyä Puolassa Benecol-tuotteisiin, joilla yhtiö näki olevan selvästi pastoja paremmat kasvumahdollisuudet. Pastaliiketoiminnan divestoinnista Raisio kirjasi noin 1,5 MEUR:n luovutustappion.

Vuoden 2010 Glisten-yrityssoston mukana tullut Iso-Britannian välipalapatukkaliiketoiminta oli kärsinyt usean vuoden ajan vähittäiskaupan murroksesta ja kovasta kilpailutilanteesta ja liiketoiminta oli tappiollista. Raisio kirjasi Iso-Britannian välipalapatukkaliiketoiminnan myynnistä vuonna 2016 noin 19 MEUR:n luovutustappion. Vuonna 2017 toteutetusta makeisliiketoiminnan myynnistä Raisio kirjasi puolestaan noin 38 MEUR:n luovutustappion.

Benecol-liiketoiminnan takaisinosto

Lukuisten divestointien vastapainoksi Raisio hankki vuonna 2014 kokonaan takaisin omistukseensa Benecol-liiketoiminnan yhdysvaltalaiselta Johnson & Johnsonilta 88,4 MEUR:n kauppahinnalla. Kaupan myötä Raisio sai takaisin itsellensä kaikki Benecol-brändiin ja Benecol-tuotteiden ainesosaan liittyvät oikeudet ja pääsi kehittämään liiketoimintaa globaalisti uusista lähtökohdista.

Raisio pyrki rakentamaan vuosina 2014-2017 kasvujalkaa kehittämästään Benemilk-naudanrehuinnovaatiosta. Raisio perusti yhdysvaltalaisen Intellectual Venturesin kanssa vuonna 2013 yhteisyrityksen Benemilkin immateriaalioikeuksien kehittämistä ja kaupallistamista varten. Benemilkin operatiivinen liiketoiminta saatiin käyntiin vuonna 2015 Primafat-ainesosatilauksen myötä ja Benemilkille myönnettiin ensimmäiset patentit. Benemilk aloitti samana vuonna prosessin rahoitusmahdollisuuksien selvittämiseksi.

Vuonna 2016 yhtiö kuitenkin kertoi, ettei edellytyksiä Benemilkin oman pääoman ehtooselle rahoitukselle löytynyt ja Raision hallitus päätti supistaa Benemilkin toiminnan innovaation kansainväliseksi kaupallistamiseksi. Lopullisesti Benemilk haudattiin vuonna 2017, jolloin Raisio alaskirjasi Benemilkin käyttöomaisuuden kokonaisuudessaan (7,5 MEUR), sillä Benemilk-innovaation kansainväliseen kaupallistamiseen ja suojaamiseen sijoitettuihin varoihin ei voitu katsoa enää liittyvän merkittäviä tulonodotuksia.

2018-2020: Fokusoituminen ydinliiketoimintaan

Raisio jatkoi uudistumistaan vuonna 2018 myymällä maidontuotannon rakennemuutoksesta ja kireästä hintakilpailusta kärsineen naudanrehuliiketoiminnan Lantmännen Agrolle 34 MEUR:n kauppahinnalla (2018 EV/Sales 0,6x ja EV/EBIT 9x). Raisio kirjasi kaupasta noin 12,5 MEUR:n myyntivoiton.

Vuoden 2018 lopussa julkistetun uuden strategian myötä Raisio siirsi fokuksensa ydinliiketoimintaan eli terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Uuden strategian keskeisenä tavoitteena on kasvattaa kauraliiketoiminnasta toinen kansainvälinen tukijalka Benecol-liiketoiminnan rinnalle. Strategiseksi tavoitteeksi asetettiin myös liiketoiminnan kasvattaminen sekä organisaatiolla että yritysostoin.

Vuonna 2019 Raisio keskittyi strategiansa mukaisesti ydinliiketoimintojensa kasvun ja kannattavuuden turvaamiseen. Yhtiö lisäsi panostuksia tutkimus- ja kehitystyöhön, sai päätökseen 8 MEUR:n kauramyllyinvestoinnin Nokialle ja käynnisti 45 MEUR:n investoinnin kasvipohjaisia lisäarvotuotteita valmistavaan Raision tuotantolaitokseen.

Ydinliiketoiminnan ympäriltä kaiken ylimääräisen ja yhtiöllä on sellainen liiketoimintaportfolio, jonka kaikki toiminnot sopivat yhtiön nykyiseen strategiaan ja arvoihin. Vahvan taseen avulla Raisiolla on mahdollisuus tehdä kannattavaa kasvua tukevia investointeja.

Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt

2021-: Siirtyminen kasvumoodiin

Liiketoimintaportfolion terävöittämisen jälkeen Raision kaikki liiketoiminnot olivat linjassa yhtiön strategian kanssa. Nokialle valmistunut kauramylyinvestointi ja Raision tehdasalueelle rakennettu uusi lisäarvotehdas antoivat Raisiolle uutta tuotantokapasiteettia ja hyvät valmiudet rakentaa liiketoimintaansa Benecol- ja kauratuotteiden ympärille.

Vuonna 2021 Raisio aloitti uuden strategiakauden, jonka keskeisenä teemana on kasvu liiketoiminnan kolmen kasvualueen vetämänä. Yhtiön määrittämät kolme kasvualuetta ovat Benecol, kaura ja kasvipohjaiset tuotteet.

Verso Food sopii loistavasti Raision strategiaan

Huhtikuussa 2021 Raisio osti norjalaiselta Kavlilta härkäpaputuotteita valmistavan Verso Foodin. Yrityskauppa antoi Raisiolle markkinajohtajan aseman (noin ~25 %:n markkinaosuudella) Suomen noin 25-30 MEUR:n kasviproteiinimarkkinalla. Yrityskaupan velaton kauppahinta oli 7 MEUR ja miljoona kappaletta Raision hallussa olevia vaihto-osakkeita, jotka ostohetkellä käytetyllä kaupankäyntimäärällä painotetulla keskihinnalla nostivat velattoman kauppahinnan 10,9 MEUR:oon. Hankintahinta vastasi 1,4x liikevaihtokerrointa. Tappiollisesta tuloksesta johtuen Verso Foodille ei voinut laskea tulospohjaisia arvostuskertoimia.

Kasviproteiinimarkkinan odotetaan jatkavan vahvaa kasvua Euroopassa ja Raisio suunnittelee Verson tuotteiden viemistä konsernin yhteistyökumppaneiden kautta muihin vientimaihin.

Raision lähihistorian ajanjaksot



Raision yritysjärjestelyt 2005-2021

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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Terveellisen kasvun strategia 2022-2025

Raisio päivitti kesäkuussa 2021 järjestetyllä CMD:llään ”Terveellisen kasvun” strategiaansa vuosille 2022-2025. Strategian keskiössä on edelleen fokusoituminen ydinliiketoimintaan ja keskittyminen terveellisiin, kasvupohjaisiin elintarvikkeisiin ja ainesosiin. Uudella strategiakaudella Raisio pyrkii siirtymään kasvuvaiheeseen nojaamalla kolmeen strategiseen kasvualueeseen.

Päivitetyt strategian kolme kasvualuetta ovat Benecol-, kaura- ja kasvupohjaiset tuotteet. Kasvukategoriat kattavat noin 2/3 Raision liiketoiminnoista ja ne tukevat sekä terveelliset elintarvikkeet- että terveelliset ainesosat -segmenttiä. Määritellyissä kasvukategorioissa yhtiö pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan 7 % vuodessa 2020-2025. Muissa liiketoiminnoissa (esim. RaisioAqua) kehityksen odotetaan olevan vakaata, mikä laskee konsernin liikevaihdon kasvutavoitteen 5 %:iin vuodessa.

Kasvua strategisten liiketoimintojen kautta

Benecol-tuoteryhmässä Raisio pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan 3 %:n vuosivauhtia strategiakauden aikana. Kardiovaskulaarista terveyttä tukevien tuotteiden markkina kasvaa yhtiön arvion mukaan noin 2 % vuodessa. Kasvua tavoitellaan uusien tuotekategorioiden lanseeraamalla, vahvistamalla tietoisuutta Benecolin terveyshyödyistä ja tuotekategoriaan liittyvän tutkimuksen sekä tuotekehityksen avulla.

Kauraliiketoiminnoissa Raisio tavoittelee 12 %:n vuotuista kasvua, arvioidun markkinakasvun

ollessa noin 5 % vuodessa, joten Raisio tavoittelee selvästi markkinaa nopeampaa kasvua. Elovena on Raision kauraliiketoimintojen kärkibrändi ja odotamme yhtiön keskittyvän aikaisemman strategiakauden tapaan kansainvälisten kärkibrändien vahvistamiseen ja brändiportfolion terävöittämiseen. Näemme yhtiöllä hyvät mahdollisuudet kasvaa kauraliiketoiminnassa palvelemalla teollisuusasiakkaita ja laajentamalla kuluttajaliiketoimintaa uusille maantieteellisille alueille Elovena-brändin alla.

Kuluvalla strategiakaudella Raisio pyrkii tekemään kasvupohjaisista tuotteista uutta tukijalkaa liiketoimintaansa. Uutta tuotekategoriaa rakennetaan Verso Foodin Beanit-brändin ja Elovena kaurajauhiksen ympärille ja kategorian myynnin alhainen lähtötaso saa sen kasvutavoitteet näyttämään erittäin kunnianhimoisilta. Yhtiö tavoittelee tuotekategoriassa noin 38 %:n vuotuista kasvua, arvioidun markkinakasvun ollessa noin 8 % vuodessa. Itse kasviproteiinimarkkina kokee vahvaa rakenteellista kasvua ja BCG on arvioinut kasvun olevan keskimäärin noin 14 % vuodessa vuoteen 2035 saakka. Keskeiset ajurit Raision kasvutavoitteille tuotekategoriassa ovat uusien tuoteinnovaatioiden kehittäminen ja tuotteiden lanseeraaminen uusille markkinoille.

Omia brändejä pyritään laajentamaan

Raision strategisena tavoitteena on kasvaa Euroopassa laajentamalla brändien peittoa ja lanseeraamalla uusia tuotekategorioita nykyisillä markkina-alueilla. Tuotemixiä pyritään kehittämään terveellisemmäksi, ja yhtiö asetti strategiakauden

tavoitteeksi, että 80 % sen tuotteista ovat vuoden 2025 loppuun mennessä terveellisiä vaihtoehtoja omissa tuotekategorioissaan.

Yritysoistoilla on paikkansa Raision strategiassa

Myös yritysoistoilla on roolinsa yhtiön strategiassa ja Raisio on määritellyt ideaalisen ostokohteiden piirteitä. Ostokohteen on luotava konsernille arvoa joko avaamalla uusia markkinoita Euroopassa, antamalla pääsyn uuteen asiakasryhmään tai tuomalla uusia terveellisiä ruokainnovaatioita ja/tai -kategorioita osaksi tarjontaa. Kooltaan ihanteellinen yrityskaupan kohde tekisi noin 25-100 MEUR liikevaihtoa ja toimisi alalla, joka on megatrendien myötätulessa.

Arvioimme yritysoistojen olevan strategiakaudella todennäköisiä. Emme näe yhtiön lähtevän yritysostorintamalla sellaisille aktiivisille ”shoppailukierroksille”, mitä yhtiöltä on joskus historiassa nähty, vaan odotamme mahdollisten yritysoistojen täydentävän yhtiön strategia kasvualueita.

Strategiakauden kasvu painaa kannattavuutta

Mittavien kasvupanostusten seurauksena Raisio odottaa konsernin kannattavuuden kokevan painetta uuden strategiakauden aikana. Raision johto arvioi viimeisimpien kasvuihastointien (uuden tehtaan ylösajo ja tappiollisen Verso Foodin yritysosto) laskevan vuoden 2021 liikevoittoa noin 7 MEUR:lla ja vuoden 2022 liikevoittoa noin 5 MEUR:lla. Yhtiö tavoittelee yli 10 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025. Verso Foodin ja uuden tuotantolaitoksen odotetaan kääntyvän EBIT-tasolla voitolliseksi vuonna 2024.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Raision strategiakauden tavoitteet

Kasvu



5 % vuotuinen orgaaninen liikevaihdon kasvu
7 % vuotuinen kasvu liiketoiminnan kolmella kasvualueella

Kannattavuus



Yli 10 % EBIT vuonna 2025
Kasvuinvestoinnit ja Verso Food -hankinta painavat kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä

Osinkopolitiikka

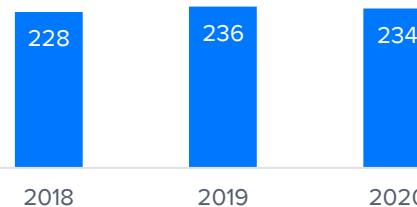


50-100 %:n osingonjakosuhte
Pyrkimys tasaisiin ylimääräisiin osinkoihin ja säännöllisiin omien osakkeiden mitätöinteihin

Historia

Raision liikevaihto (MEUR)

1% CAGR



2018	2019	2020
7,2 %	11,5 %	12,4 %

2018	2019	2020
210 % (0,16 €)	82 % (0,13 €)	87 % (0,13 €)

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin likvidi

Raision taseen loppusumma oli Q2'21 lopussa 333 MEUR (Q2'20: 299 MEUR). Likvidin rahoitusomaisuuden ja kassavarojen yhteenlaskettu määrä on taseessa korkea (Q2'21: 74,6 MEUR). Korollista rahoitusvelkaa oli Q2 lopussa vain 22,3 MEUR (Q2'20: 4,8 MEUR), joten yhtiön nettokassa on tukeva (52,3 MEUR).

Raision likvidi rahoitusomaisuus koostuu rahavaroista (Q2'21: 18,9 MEUR) ja käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavista rahoitusvaroista (55,7 MEUR). Näiden lisäksi Raisiolla on listatuista ja listaamattomista osakkeista koostuva arvopaperisalkku (Q2'21: 2,9 MEUR).

Pitkäaikaiset varat ovat käyttöomaisuutta ja aineetonta omaisuutta

Taseen aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (Q2'21: 95,3 MEUR) koostuvat pääasiassa Raision 42 hehtaarin tehdasalueesta ja sinne kuuluvista rakennuksista ja tuotantolaitoksista.

Taseen aineeton omaisuus koostuu liikearvosta (Q2'21: 48,6 MEUR) ja muista aineettomista hyödykkeistä (Q2'21: 35,8 MEUR). Liikearvo liittyy pääosin Länsi-Euroopan Benecol-liiketoimintaan. Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liiketoimintaan liittyvistä aineettomista oikeuksista (tavaramerkit).

Liiketoiminta on sitonut viime vuosina kasvavasti käyttöpääomaa

Taseen muu varallisuus koostuu pääasiassa

käyttöpääomaan liittyvistä eristä eli vaihto-omaisuudesta (2020: 37,1 MEUR) ja saamisista (28,0 MEUR). Käyttöpääoman suhteellinen osuus on noussut viime vuosina selvästi (2020: 15,7 % liikevaihdosta vs. 2016 10,0 % liikevaihdosta) mm. kohonneista varastotasosta johtuen.

Varastotasojen nousu selittyy pääasiassa Benecol-liiketoimintaan liittyvillä kohonneilla sterolivarastoilla, sillä yhtiön mukaan sterolivarastot kävivät pari vuotta sitten alle oman mukavuusalueen, eikä sellaista riskiä haluta liiketoiminnassa pitää, että varastot loppuisivat kesken. Näkemyksemme mukaan nykyiset varastotasot heijastelevat yhtiön tavoitetilaa samoin kuin myyntisaamiset ja ostovelat. Näemme kuitenkin mahdollisena, että uuden tuotannon ylösajon yhteydessä varastotasot kohoavat väliaikaisesti nykyistä tasoa korkeammalle.

Taseasema on erittäin vahva

Raisiolla on erittäin vahva tase, mitä yhtiön nettovelkaantumisaste (Q2'21: -20 %) ja omavaraisuusaste (2020: 81 %) heijastavat. Vahva tase antaa yhtiölle hyvin liikkumavaraa kannattavan kasvustrategian vaatimiin investointeihin ja potentiaalisesti myös yritysostoihin.

Vuoden 2021 huhtikuussa ostettu Verso Food oli Raision kokoiselle yhtiölle pelkkä suupala, kun yhtiöllä oli vielä H2'21'lopussa 52,3 MEUR:n nettokassa. Vahva tase ja strategiassa esiin nostettu epäorgaanisen kasvun mahdollisuus kertovat mielestämme siitä, että Raisiolta voidaan

melko korkealla todennäköisyydellä odottaa lisää yritysostoja nykyisen strategiakauden aikana.

Kassavirta, investoinnit ja osinko

Mittavien divestointien myötä Raision vapaa kassavirta oli vuosina 2015-2018 selvästi raportoitua tulosta suurempi. Vuosina 2019-2020 kassavirtaa heikensivät kuitenkin merkittävät investoinnit Nokian kauramyllyyn (~8 MEUR) ja Raision uuteen tuotantolaitokseen (~45 MEUR).

Raisio on mielletty historiassa hyväksi kasvavaa osinkoa maksavaksi yhtiöksi, sillä yhtiö korotti vuotuista osakekohtaista osinkoaan kymmenen vuoden ajan aina kevääseen 2017 asti. Nykyisen osinkopolitiikan mukaan yhtiön tavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen osakekohtaisesta tuloksesta. Osakkeenomistajat voivat myös odottaa ylimääräisiä osinkoja uudella strategiakaudella. CMD:llään Raisio kertoi laittavansa tasettaan aktiivisemmin töihin jakamalla ylimääräisiä osinkoja ja mitätöimällä yhtiön hallussa olevia omia osakkeita tulevaisuudessa.

Näkemyksemme mukaan Raisio kykenee lähivuosina jakamaan lähes koko tuloksensa osinkona uusista kasvutavoitteista huolimatta vahvan taseensa ansiosta.

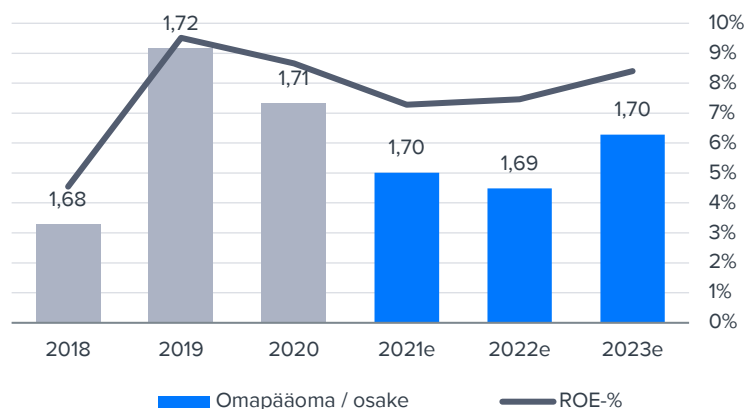
Taloudellinen tilanne

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	141	156	175	182	187
Liikearvo	48,5	45,9	47,9	47,9	47,9
Aineettomat hyödykkeet	33,5	32,0	35,0	38,6	41,6
Muut sijoitukset	3,0	2,8	2,8	2,8	2,8
Laskennalliset verosaamiset	4,9	2,3	2,3	2,3	2,3
Vaihtuvat vastaavat	168	158	147	144	140
Vaihto-omaisuus	37,6	37,1	39,6	41,9	44,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	309	315	322	326	327

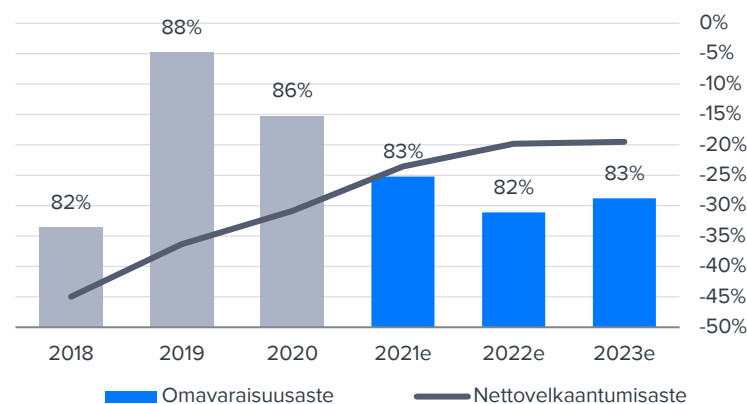
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	271	269	269	268	270
Osakepääoma	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Kertyneet voittovarot	180	183	182	182	184
Muu oma pääoma	63,8	58,4	58,4	58,4	58,4
Pitkäaikaiset velat	6,8	15,9	6,3	6,3	6,3
Laskennalliset verovelat	5,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Varaukset	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,3	9,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	30,4	29,2	46,9	51,9	50,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,8	0,6	13,4	15,7	6,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	29,3	28,2	33,2	35,8	43,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	309	315	322	326	327

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Ennusteet perustuvat nykyiseen liiketoimintaportfolioon

Liikevaihto- ja tulosenusteemme perustuvat Raision nykyisen liiketoimintaportfolion odotettuun kehitykseen. Emme huomioi mahdollisia yritysostoja, sillä niiden kohteita, ajoituksia, hintoja ja muita vaikutuksia on mahdoton ennakoita. Sijoittajien kannattaa kuitenkin tiedostaa, että yritysjärjestelyt ovat aina olleet osa Raision liiketoimintaa ja ne ovat elintarviketeollisuudessa yleinen keino hakea lisää kasvua. Hiljattain valmistuneesta tuotantolaitosinvestoinnista ja Verso Food -yritysostosta huolimatta pidämme yritysostoja lähivuosina jopa todennäköisinä, mitä puoltavat yhtiön vahva tase ja strategiassa määritelty tavoite hakea kasvua myös yritysostoin.

Vuoden 2021 ennusteita ajavat uudet kasvuinvestoinnit

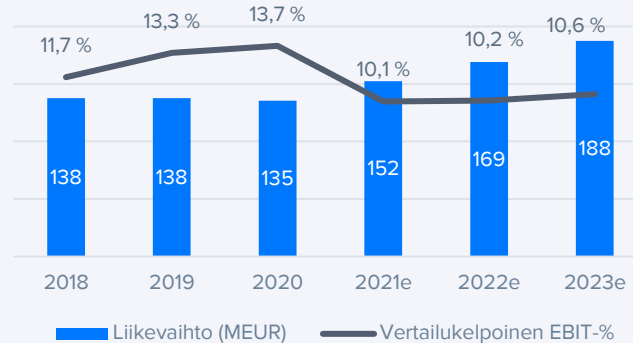
Raisio arvioi liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 (2020: 234 MEUR) ja kasvuinvestointien aiheuttavan painetta kannattavuuteen edellisvuoteen verrattuna. Ennustamme liikevaihdon olevan 255 MEUR (kasvu 9 %) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan 20,9 MEUR (EBIT 8,2 %). Kasvu saa tukea kesällä valmistuneen uuden tuotantolaitoksen tuotannosta, huhtikuussa toteutetusta Verso Food -yrityskaupasta (2020: liikevaihto 8 MEUR, liiketappio 4,5 MEUR) ja vuonna 2020 valmistuneesta Nokian kauramylllyn laajennusinvestoinnista. Yhtiö arvioi toteutettujen kasvuinvestointien painavan liikevoittoa noin 7 MEUR:lla vuonna 2021.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liikevaihto nousee ennusteessamme 152 MEUR:oon (2020:

135 MEUR) uuden tuotantokapasiteetin ja Verso Food -yritysoston tukemana. Raision kannalta liiketoiminnan olosuhteet paranivat Britannian markkinalla vuoden vaihteessa saavutetun suotuisa Brexit-sopimuksen seurauksena, mikä vähentää epävarmuutta yhdessä yhtiön päämarkkinoista. Odotamme segmentin liikevoittomarginaalin painuvan 10,1 %:iin (2020: 13,7 %) uusien kasvupanostusten takia sekä myynti- sekä markkinointikulujen normalisoituessa. Vuosi 2020 oli poikkeuksellinen koronarajoitusten painaessa myynti ja markkinointipanostuksia selvästi tavallista alhaisemmalle tasolle. Lisäksi yhtiön uudelta tuotantolaitokselta tulevat kokonaan uudet tuotekategoriat (esim. Benecol oat) vaativat merkittäviä lanseerauskuuluja.

Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihdon ennustamme kasvavan 6 % 133 MEUR:oon. Odotamme Raision B2B kauraliiketoiminnalta selvää kasvua. Gluteenittoman kauran kysyntä on hyvässä kasvussa, mikä tukee liiketoiminnan kasvunäkymää. Lyhyellä aikavälillä liiketoiminnan kasvu saa tukea myös foodservice-kanavan kysynnän normalisoitumisesta heikon koronavuoden jälkeen. Arviomme mukaan Raisio jatkaa ulkoisen viljakaupan systemaattista alasajoa, mikä hidastaa kasvua lievästi. Odotamme Benecolin lisensoinnista syntyvän liikevaihdon laskevan Raision terävöittäessä jakelijaverkostoaan. Yhtiö on maininnut tavoitteen panostaa harvempiin suurempiin asiakkaisiin ja karsivan pienempiä jakelijoita verkostostaan. RaisioAquan kohdalla odotamme liikevaihdon laskevan lievästi vuoden 2020 tasosta.

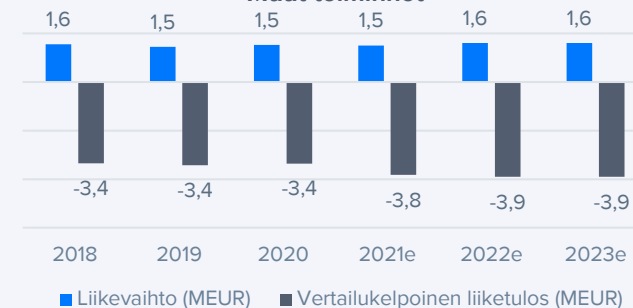
Terveelliset elintarvikkeet



Terveelliset ainesosat



Muut toiminnot



Ennusteet

Vuonna 2021 odotamme kasvupanostusten painavan segmentin vertailukelpoisen liikevoiton 8,2 %:iin (2020: 10,0 %). Myyntimixiä parantaa se, että odotamme matalakatteisen viljakaupan osuuden jatkavan laskua yhtiön keskittyessä parempikatteiseen lisäarvokauraan. Raisioaquan ja Benecol-ainesosan liikevaihdon lasku vaikuttavat ennusteissamme segmentin liikevaihtoon negatiivisesti.

Muut toiminnot -segmentin ("konsernikulujen") negatiivinen vaikutus tulokseen on viime vuosina ollut hieman reilu 3 MEUR vuodessa, emmekä odota tähän tulevan lähivuosina suuria muutoksia. Ennusteemme Muut toiminnot -segmentin liiketulokselle vuonna 2021 on -3,8 MEUR.

Ennustamme tavoitteet ylittävää liikevaihdon kasvua lähivuosille

Raisio toimii pääasiassa eurooppalaisilla elintarvikemarkkinoilla, missä kasvu on vakaata, mutta hidasta. Yli 60 % konsernin liikevaihdosta tulee Suomesta ja Iso-Britanniasta, missä sekä BKT:n että päivittäistavarakaupan kasvuluvut ovat matalia yksinumeroisia prosentteja. Tämä markkina toimii myös Raision pitkän aikavälin kasvuajurina, mistä yhtiö tietysti pyrkii jatkuvasti löytämään nopeasti kasvavia tuoteryhmiä (kuten kauratuotteet ja kasviproteiini). Kilpailu on alalla kuitenkin kovaa, ja nämä realiteetit vaikuttavat myös Raision pitkän aikavälin kasvunäkymiin.

Raision vuotuinen liikevaihdon kasvutavoite strategiakaudelle 2022-2025 on konsernitasolla yli 5 %. Meidän ennusteissamme liikevaihto kasvaa noin 6 % vuodessa vuosina 2021-2025 ja on 328

MEUR 2025 lopussa. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia yritysjärjestelyitä, jotka voivat nostaa liikevaihtoa nopeasti.

Kannattavuusennusteet

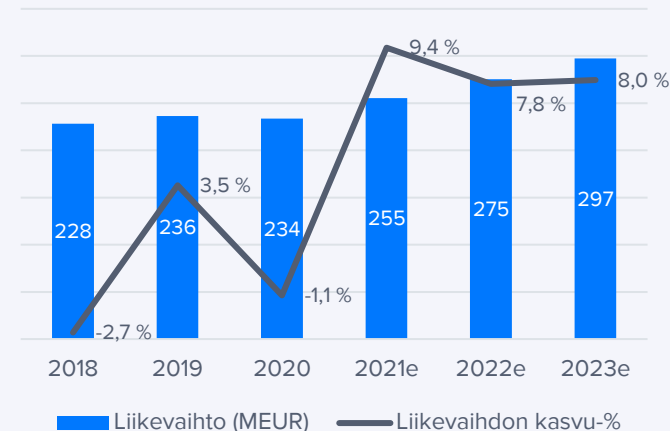
Raision uudella strategiakaudella yhtiö odottaa kasvupanostusten painavan kannattavuutta, mutta yhtiö tavoittelee yli 10 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025. Vuosina 2021 ja 2022 yhtiö odottaa kasvuinvestointien laskevan liikevoittoa 7 MEUR ja 5 MEUR. Yhtiö odottaa uuden lisäarvotehtaan ja Verso Foodin tekevän positiivista liikevoittoa vuodesta 2024 lähtien. Uuden tuotantolaitoksen alhainen käyttöaste, kasvanut poistomassa ja uusien tuotteiden myynti-, tuotekehitys ja markkinointikustannukset painavat yhtiön kannattavuutta lähivuosina myös ennusteissamme.

Vuosina 2022-2025 Raisio tekee noin 9-10 %:n liikevoittoa ennusteissamme (2020: 12,4 %), joten kasvaneista kuluista huolimatta odotamme kannattavuuden valahtavan vain lievästi vuoden 2025 tavoitetason alapuolelle. Raision lähivuosien kannattavuus riippuu pitkälti siitä, kuinka nopeasti yhtiö onnistuu saamaan uusia asiakkaita Nokian kauramyllylle, uudelle kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitokselle ja Verso Foodin tuotteille.

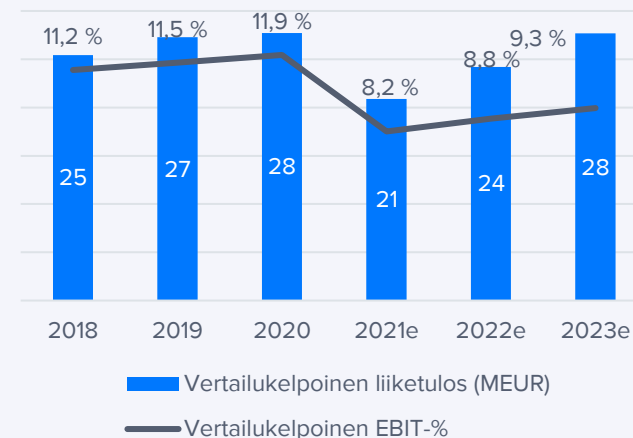
Osakekohtaisen tuloksen ja osingon ennusteet

Ennustamme vuonna 2021 Raision osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,12 euroon (2020: 0,15 euroa). Osakekohtaisen tuloksen laskun taustalla on ennusteissamme vertailukautta alhaisempi operatiivinen kannattavuus ja matalammat rahoitustuotot.

Konsernin liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



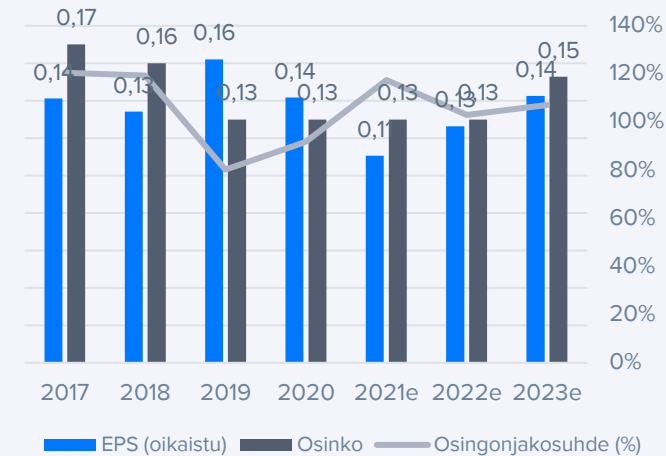
Ennusteet

Operatiivisen kannattavuuden lisäksi odotamme Raision sijoitussalkun tuottojen laskevan pienenevän nettokassan seurauksena yhtiön tehostaessa tasettaan. Laskeneesta osakekohtaisesta tuloksesta huolimatta ennustamme osingon pysyvän ennallaan osingonjakosuhteen noustessa väliaikaisesti jopa yli 100 %:n. Raisio haluaa maksaa ylimääräisiä osinkoja strategiakauden aikana ylikapitalisoituneen taseen keventämiseksi, mikä mahdollistaa jopa osakekohtaista tulosta suurempien osinkojen jakamisen. Lähivuosina odotamme yhtiön jakavan 98-105 % tuloksestaan osinkona, mikä on noin 0,13-0,15 euroa osakkeelta.

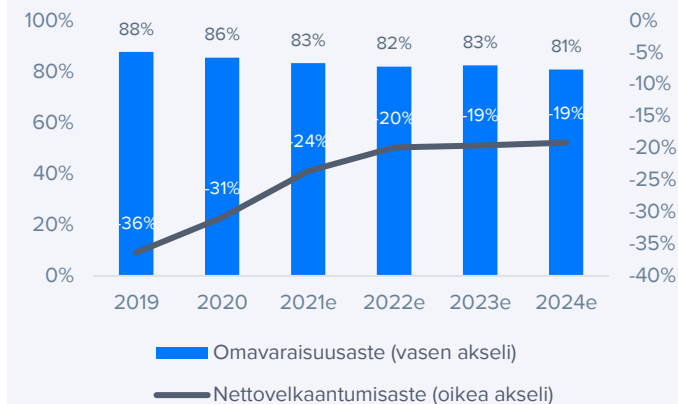
Taseasema on vahva

Korkeasta osingonjakosuhteesta ja mittavista kasvupanostuksista huolimatta Raision tase säilyy ennusteissamme nettovelattomana koko strategiakauden ajan, mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet toteuttaa kasvustrategiaansa. Ennusteissamme yhtiön omavaraisuusaste säilyy vahvalla yli 80 %:n tasolla koko strategiakauden ajan.

EPS ja osinko



Taseaseman kehittyminen



Segmenttikohtaiset ennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	236	54,7	59,9	65,1	53,9	234	50,0	66,7	75,3	63,5	255	275	297	312
Terveelliset elintarvikkeet	138	37,3	31,6	32,5	33,9	135	34,4	34,7	41,2	42,1	152	169	188	197
Terveelliset ainesosat	125	25,6	34,3	39,2	26,4	126	22,3	38,9	42,2	29,4	133	138	143	150
Muut toiminnot	1,5	0,4	0,3	0,3	0,5	1,5	0,4	0,3	0,3	0,5	1,5	1,6	1,6	1,7
Käyttökate	33,7	8,2	8,5	11,4	7,0	35,1	9,0	6,4	9,4	6,2	31,1	34,6	38,6	42,3
Poistot ja arvonalennukset	-6,4	-1,6	-1,5	-1,6	-1,5	-6,2	-1,5	-1,9	-2,4	-2,4	-8,2	-10,4	-10,9	-11,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,3	6,6	7,0	9,8	4,4	27,7	4,7	5,3	7,1	3,8	20,9	24,2	27,7	31,2
Liikevoitto	27,3	6,6	7,0	9,8	5,5	28,9	7,5	4,5	7,1	3,8	23,0	24,2	27,7	31,2
Terveelliset elintarvikkeet	18,2	5,3	4,0	5,1	4,2	18,6	4,8	3,9	3,6	3,1	15,4	17,2	19,8	19,7
Terveelliset ainesosat	12,5	2,2	3,7	4,8	1,8	12,5	3,5	1,7	3,7	2,5	11,4	10,9	11,7	15,0
Muut toiminnot	-3,4	-0,9	-0,8	-0,1	-0,5	-2,2	-0,8	-1,1	-0,2	-1,8	-3,8	-3,9	-3,9	-3,5
Nettorahoituskulut	1,2	-3,9	2,5	0,8	1,2	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	1,6	0,8	0,6	0,6
Tulos ennen veroja	28,4	2,7	9,5	10,6	6,7	29,4	7,8	5,1	7,5	4,2	24,6	25,0	28,2	31,8
Verot	-2,9	-0,6	-2,1	-2,2	-1,1	-6,0	-1,6	-1,1	-1,5	-0,8	-5,0	-5,0	-5,6	-6,4
Nettotulos	25,5	2,1	7,4	8,4	5,6	23,4	6,2	4,0	6,0	3,4	19,6	20,0	22,6	25,5
EPS (oikaistu)	0,16	0,01	0,05	0,05	0,03	0,14	0,02	0,03	0,04	0,02	0,11	0,13	0,14	0,16
EPS (raportoitu)	0,16	0,01	0,05	0,05	0,04	0,15	0,04	0,03	0,04	0,02	0,12	0,13	0,14	0,16
1,03														
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	3,5 %	9,7 %	-4,6 %	-6,0 %	-1,1 %	-1,2 %	-8,7 %	11,3 %	15,7 %	17,7 %	9,4 %	7,8 %	8,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	6,5 %	31,6 %	-2,8 %	-9,6 %	3,3 %	1,8 %	-28,0 %	-24,7 %	-27,6 %	-13,2 %	-24,7 %	15,9 %	14,3 %	12,8 %
Käyttökate-%	14,2 %	15,0 %	14,2 %	17,5 %	13,0 %	15,0 %	18,1 %	9,6 %	12,5 %	9,8 %	12,2 %	12,6 %	13,0 %	13,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,5 %	12,0 %	11,6 %	15,0 %	8,2 %	11,9 %	9,5 %	7,9 %	9,4 %	6,0 %	8,2 %	8,8 %	9,3 %	10,0 %
Nettotulos-%	10,8 %	3,8 %	12,3 %	12,8 %	10,4 %	10,0 %	12,5 %	6,0 %	8,0 %	5,3 %	7,7 %	7,3 %	7,6 %	8,2 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Markkina-arvo on noin 600 MEUR

Raision markkina-arvo 3,73 euron osakekurssilla on 592 MEUR. Konsernilla on taseessa tuhti nettokassa, minkä takia velaton yritysarvo (EV) on huomattavasti markkina-arvoa matalampi. Raision isosta nettokassasta johtuen sijoittajien kannattaa kiinnittää huomioita erityisesti velattomaan yritysarvoon ja EV-pohjaisiin tunnuslukuihin.

Tulospohjainen arvostus

Ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 P/E-kertoimet ovat noin 30x. Kuluvaan vuoden tulosta paisuttaa 2,8 MEUR:n kertaluonteinen korvaus, jonka yhtiö kirjasi Q1'21-tulokseen, mutta sitä myös laskee 0,7 MEUR:n kertaluonteinen kulu liittyen Verso Foodin yrityskauppaan. Tämän seurauksena 2021 oikaistu P/E-kerroin on 34x. Vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet ovat 17x ja 16x. P/E-luvut näyttävät korkeilta suhteessa EV-pohjaisiin lukuihin, koska 52 MEUR:n nettokassa (~9 % markkina-arvosta) tekee tällä hetkellä yhtiölle hyvin vaatimatonta tuottoa. Tämän takia EV-pohjaisista tunnusluvuista saa paremman käsityksen, miten yhtiön nykyisiä liiketoimintoja arvostetaan. Kassa toimii Raisiolle hyvänä mahdollisuutena, jos se kohdistetaan investointeihin ja/tai yritysostoihin, jotka auttavat yhtiötä tekemään selvästi parempaa tulosta.

Tasepohjainen arvostus

Raision oma pääoma oli Q2 lopussa 268 MEUR eli 1,69 euroa/osake. Tase on vahva ja siellä on hyvin paljon likvidiä omaisuutta, minkä takia P/B-luvun katsominen on mielestämme aiheellista. P/B-kerroin on lähivuosien ennusteillamme 2,2x. Vahvan taseen ja vakaan tulostuksen omaavalle

kuluttajabrändiyhtiölle se ei ole erityisen korkea. Pitää kuitenkin huomioida, että taseessa on myös liikearvoa ja muita aineettomia eriä, joita on viime vuosina kirjattu alas yritysostojen kautta konserniin tulleiden brändien alentuneiden tulosodotusten takia. P/B-luvun yhteydessä kannattaa kiinnittää huomiota oman pääoman tuottoon (ROE-%), joka oli vuonna 2020 8,7 %. Raision oman pääoman tuotto ei ole viime vuosina ollut kuitenkaan erityisen mairitteleva (2019: 9,5 %, 2018: 4,6 %), eikä tällaisilla luvuilla voi ansaita kovin korkeaa P/B-arvostusta. Meidän ennusteemme Raision 2021-2023 oman pääoman tuotoista ovat 7-8 %:n tasolla, mihin peilattuna nykyinen P/B-arvostus on mielestämme haastava.

Osinkopohjainen arvostus

Raision osinkotavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen tuloksesta. Meidän ennusteissamme lähivuosien Raisio jakaa lähes koko tuloksensa osinkoina ja osinkotuotot ovat ennusteillamme 3,5 %. Nämä ovat neutraalilla tasolla ottaen huomioon yhtiön riskiprofiiliin ja nykyisen nollakorkoympäristön, mutta arvostuskertoimien nousu vaatii mielestämme ennusteitamme vahvempaa kasvua.

Liikevaihtopohjainen arvostus

Ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 EV/S -kertoimet ovat 2,1x ja 2,0x. Raision kasvunäkymät ovat maltilliset ja yhtiön toiminta on pääosin elintarviketeollisuuteen liittyvää tuotemyyntiä, missä se tekee noin 10 %:n EBIT-marginaalia ja alle 10 %:n oman pääoman tuottoa. Raisio ei näistä lähtökohdista ansaitse kovin korkeaa liikevaihtopohjaista arvostusta ja mielestämme nykyinen EV/S-taso on korkeahko.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,73	3,73	3,73
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	592	592	592
Yritysarvo (EV)	528	539	539
P/E (oik.)	33,7	29,5	26,2
P/E	30,2	29,5	26,2
P/Kassavirta	neg.	60,3	30,1
P/B	2,2	2,2	2,2
P/S	2,3	2,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,1	2,0	1,8
EV/EBITDA (oik.)	17,0	15,5	14,0
EV/EBIT (oik.)	25,3	22,2	19,5
Osinko/tulos (%)	105,1 %	102,9 %	98,2 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,5 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Valitsimme Raision verrokkiryhmään useita kansainvälisiä elintarviketeollisuuden yhtiöitä, joilla on ainakin joitain seuraavista ominaisuuksista: vahvat kuluttajabrändit, kyky tehdä hyvää kannattavuutta, ainakin osittain samat markkina-alueet, tuoteryhmät ja/tai myyntikanavat kuin Raisiolla.

Ulkomaisista yhtiöistä verrokkiryhmään valikoituivat mm. Orkla, Nestle ja Danone, jotka ovat kaikki selvästi Raisiota suurempia ja tekevät hyvää kannattavuutta. Suomesta verrokkiryhmään valikoituivat Fodelia ja Apetit. Keskimääräisiin suomalaisiin elintarviketeollisuuden yhtiöihin verrattuna Raision kannattavuusluvut ovat hyvät, minkä takia emme valinneet mm. Atriaa tai HKScanian verrokkiryhmään. Fodelian kasvuprofiili on Raision yläpuolella, mutta esim. Apetitin kannattavuusprofiili on selvästi Raisiota heikompi. Yleisesti voidaan sanoa, että parhaimmat verrokut Raisiolle löytyvät enemmän ulkomaisista kuin kotimaisista yhtiöistä.

Raision arvostus EV-pohjaisilla arvostusmittareilla on selvästi kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Raision EV/EBIT- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 2021 ja 2022 ennusteillamme verrokkiryhmän yläpuolella (~50 %). EV/S-kertoimilla mitattuna Raisio on 2021 ja 2022 ennusteillamme verrokkiryhmää selvästi hintavampi (~20 %).

Arvostuskuva muuttuu Raision kannalta kireämmäksi, kun katsotaan P/E-lukuja. Tämä korostaa sitä ”ongelmaa”, että Raisiolla on vahva nettokassa ja se on tällä hetkellä tehottomassa

käytössä. Yhtiön tuloskuntoa painaa lähivuosina myös merkittävä tuotantolaitosinvestointi, sen ylösajon kustannukset ja tappiollinen Verso Food.

Raision P/E-luvut ovat 2021 ja 2022 ennusteillamme 80-90 % verrokkiryhmän yläpuolella. Kuten aiemmin totesimme, sijoittajien kannattaa katsoa Raisiossa vahvan kassa-aseman takia EV-pohjaisia tunnuslukuja, sillä yhtiöllä on mahdollisuus laittaa kassa töihin lähivuosina investointien ja/tai yritysostojen avulla.

Raisio on tunnettu osinkoystävällisenä yhtiönä, mitä myös nykyinen osinkopolitiikka heijastelee. Ennustamamme osinkotuotot Raision 2021 ja 2022 tuloksista ovat 3,5 %, mikä on 17 % ja 16 % verrokkiryhmän yläpuolella. Korkea osinkotuotto johtuu osittain verrokkeja korkeammasta osingonjakosuhteesta. Raision tasepohjainen P/B-luku (2,2x) on verrokkiryhmän yläpuolella (~6 %).

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa Raision oman pääoman arvoksi 561 MEUR eli 3,5 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 5 %:n laskuvaraa nykyiseen 3,73 euron kurssitasoon nähden.

DCF-mallissamme liikevaihdon vuotuinen kasvu välillä 2021-2025 on keskimäärin noin 7 %. Kasvuvauhti hidastuu 2026-2030 aikana 4 %:n tasolle. Terminaalijakson kasvuennustemme on 2 %. Odotamme liikevoittomarginaalin painuvan 2021-2025 aikana 9-10 %:n tasolle ja pysyvän 10-11 %:n tasolla 2026-2030 aikana uuden kasvupohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan noustessa täyteen kapasiteettiin ja parantaen sitä

kautta koko konsernin kannattavuutta. Kassavirta alkaa myös parantua merkittävästi vuodesta 2022 lähtien, kun isoin investointivaihe on ohi ja vuotuiset investoinnit putoavat ennusteissamme 14 MEUR:n tasolle niiden olleessa keskimäärin 24 MEUR per vuosi välillä 2020-2021.

Terminaalijakson ennusteemme liikevoittomarginaalille on 10,5 %. Mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 6,5 % ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 71 %.

Tavoitehintaa ja suositus

Raision sijoitusprofiilissa yhdistyvät vahvat kuluttajabrändit, vakaa tuloksentekokyky, vahva tase ja hyvä asemoituminen kasvavaan terveellisen syömisen megatrendiin. Useat eri liiketoiminnot ja asiakasryhmät tarjoavat myös hyvän riskiprofiilia madaltavan hajautuksen, mikä yhdessä defensiivisen elintarvikealan kanssa tukevat osakkeen arvostusta. Osake on kuitenkin haastavasti hinnoiteltu verrokkiryhmään ja historialliseen arvostustasoon nähden, joten säilyttämme osakkeen vähennä-suosituksen ja toistamme 3,6 euron tavoitehintamme.

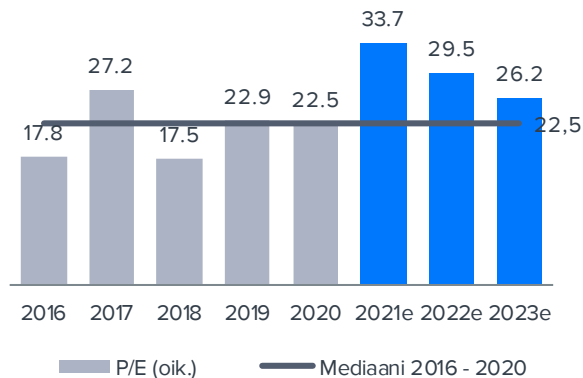
Raisio on mielestämme asemoitunut houkuttelevasti toimialallaan ja omaa hyvät kyvykkyydet ja kasvunäkymät kasvavissa tuotekategorioissa. Yhtiöllä on kuitenkin edessä voimakkaita kasvupanostuksia vaativa strategiakausi, mikä painaa tuloskuntoa ja toimii eräänlaisena lyhyen aikavälin rajoittimena kurssinousulle. Strategiakauden suuret kasvupanostukset ja osakkeen korkea arvostus saavat meidät puoltamaan varovaisuutta.

Arvostustaulukko

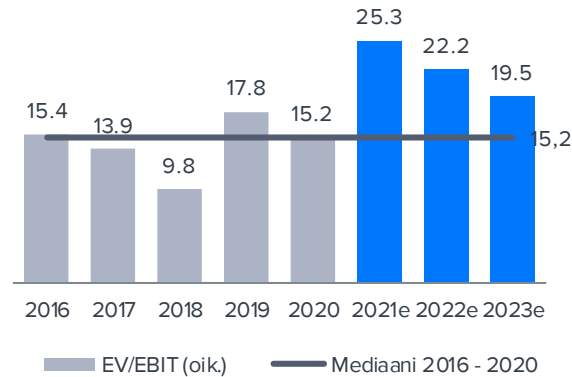
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,57	3,84	2,35	3,72	3,19	3,73	3,73	3,73	3,73
Osakemäärä, milj. kpl	157,5	157,3	157,3	157,4	157,4	158,4	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	571	604	369	585	504	592	592	592	592
Yritysarvo (EV)	596	499	250	486	421	528	539	539	540
P/E (oik.)	17,8	27,2	17,5	22,9	22,5	33,7	29,5	26,2	23,2
P/E	58,0	15,0	30,8	22,9	21,4	30,2	29,5	26,2	23,2
P/Kassavirta	7,8	3,7	8,1	neg.	54,2	neg.	60,3	30,1	28,0
P/B	1,8	2,3	1,4	2,2	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2
P/S	1,7	2,6	1,6	2,5	2,2	2,3	2,1	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	1,8	2,1	1,1	2,1	1,8	2,1	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA (oik.)	14,5	7,3	8,1	14,5	12,0	17,0	15,5	14,0	12,8
EV/EBIT (oik.)	15,4	13,9	9,8	17,8	15,2	25,3	22,2	19,5	17,3
Osinko/tulos (%)	276,0 %	66,2 %	209,8 %	80,2 %	87,4 %	105,1 %	102,9 %	98,2 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	4,4 %	6,8 %	3,5 %	4,1 %	3,5 %	3,5 %	3,7 %	4,1 %

Lähde: Inderes

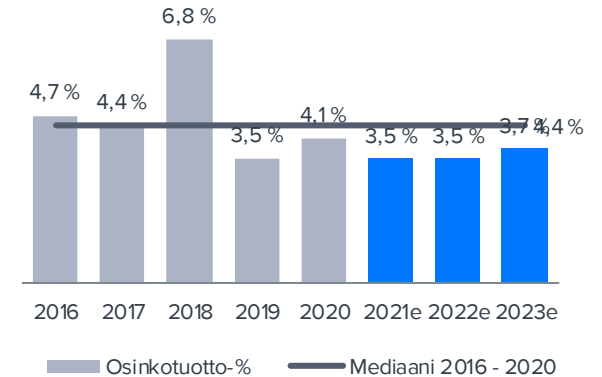
P/E(oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
AAK AB (publ)	210,50	5256	5607	25,6	21,7	18,6	16,6	1,8	1,7	34,6	27,9	1,2	1,3	5,0
Associated British Foods PLC	2015,00	18601	21820	19,9	11,8	10,5	7,6	1,3	1,1	27,9	14,3	1,2	2,4	1,6
Archer-Daniels-Midland Co	58,94	28188	35835	12,0	13,4	9,4	9,5	0,5	0,5	12,3	12,9	2,5	2,6	1,6
Apetit Oyj	13,30	84	105	19,6	15,3	8,8	8,1	0,3	0,3	19,4	14,5	4,3	4,9	0,9
Aryzta AG	1,16	1072	1885	72,0	23,5	10,5	9,3	1,1	1,1		58,2			0,9
Bunge Ltd	73,62	8920	15062	9,0	10,6	7,3	8,3	0,3	0,3	8,2	9,6	2,9	3,0	1,4
Bonduelle SA	21,25	692	1587	16,4	14,0	7,7	7,2	0,6	0,6	11,6	9,8	2,2	2,5	0,9
Cloetta AB	29,36	807	1018	17,1	14,5	11,8	10,5	1,7	1,7	18,6	16,4	3,2	3,6	1,9
Campbell Soup Co	43,28	11214	15484	13,1	13,3	10,6	10,7	2,2	2,2	14,9	14,9	3,4	3,5	4,3
Danone SA	63,60	43652	54699	17,1	15,9	12,5	11,9	2,3	2,2	19,7	17,9	3,1	3,3	2,5
Ebro Foods SA	17,04	2617	3373	13,6	13,2	9,4	9,2	1,2	1,2	16,2	15,8	3,6	3,7	1,3
Fodelia Oyj	7,88	58	69	68,6	22,9	22,9	13,7	2,0	1,6	43,8	28,1	1,0	1,6	6,3
General Mills Inc	60,30	31257	41222	15,5	15,8	12,9	13,2	2,7	2,7	16,2	16,2	3,4	3,5	4,0
Greencore Group PLC	131,40	807	1193	26,8	12,8	11,0	7,5	0,8	0,7	37,6	13,1	0,6	2,7	1,8
Kellogg Co	66,16	19282	25883	16,7	16,4	13,3	13,0	2,2	2,1	16,1	15,8	3,5	3,6	6,1
Kerry Group PLC	125,80	22202	24186	29,7	27,4	22,3	20,9	3,3	3,3	32,9	30,0	0,8	0,8	4,3
Mondelez International Inc	63,49	75878	90545	21,7	20,3	17,8	16,7	3,7	3,6	21,8	20,3	2,1	2,3	3,2
Nestle SA	116,42	304995	342118	24,5	23,2	19,9	18,9	4,3	4,1	26,3	24,4	2,5	2,6	7,4
Orkla ASA	79,80	7562	8990	16,5	15,7	12,3	11,7	1,9	1,9	15,9	15,6	3,6	3,7	2,1
Premier Foods PLC	113,00	1128	1514	8,9	9,3	7,7	8,1	1,4	1,4	10,7	10,0		1,2	0,5
Tate & Lyle PLC	722,80	3948	4393	11,3	12,1	7,6	7,9	1,3	1,4	11,5	13,4	4,3	4,0	2,1
Unilever PLC	56,37	125316	150234	13,1	12,6	11,1	10,7	2,5	2,4	18,9	18,1	3,5	3,6	
Raisio (Inderes)	3,73	592	528	25,3	22,2	17,0	15,5	2,1	2,0	33,7	29,5	3,5	3,5	2,2
Keskiarvo				22,2	16,2	12,5	11,4	1,8	1,7	20,7	19,0	2,6	2,9	2,9
Mediaani				16,9	14,9	11,1	10,6	1,8	1,6	18,6	15,8	3,0	3,0	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				50 %	49 %	54 %	47 %	17 %	19 %	81 %	87 %	17 %	16 %	6 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

DCF-laskelma

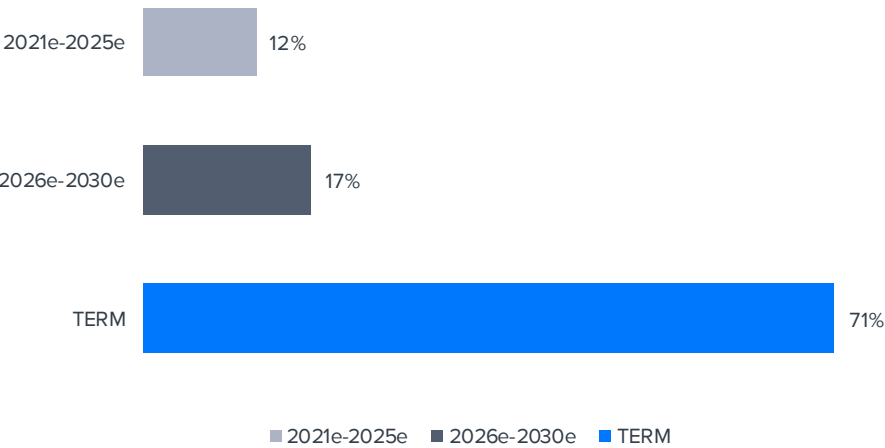
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	28,9	23,0	24,2	27,7	31,2	32,8	35,8	37,2	38,3	39,5	40,3	
+ Kokonaispoistot	6,2	8,2	10,4	10,9	11,1	11,2	11,4	11,5	12,4	12,3	12,2	
- Maksetut verot	-2,4	-5,0	-5,0	-5,6	-6,4	-6,7	-7,2	-7,5	-7,7	-8,0	-8,1	
- verot rahoituskuluista	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	1,6	-0,1	-2,1	1,9	-0,3	-1,9	-1,6	-1,6	-1,3	-1,3	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	34,4	26,3	27,7	35,0	35,7	35,6	38,5	39,6	41,8	42,6	43,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-23,9	-27,0	-17,9	-15,3	-14,6	-14,8	-13,6	-13,6	-13,2	-13,0	-15,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,3	-0,7	9,8	19,7	21,1	20,8	24,8	26,0	28,7	29,7	28,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,3	-0,7	9,8	19,7	21,1	20,8	24,8	26,0	28,7	29,7	28,4	642
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,7	9,0	16,9	17,0	15,7	17,7	17,3	18,0	17,5	15,7	355
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		499	499	490	473	456	441	423	406	388	370	355
Velaton arvo DCF		499										
- Korolliset velat		-10,2										
+ Rahavarat		93,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-20,5										
Oman pääoman arvo DCF		561										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	6,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Laaja liiketoimintaportfolion hajautus

Raisiolla on laaja portfolio erilaisia liiketoimintoja. Kaikissa näissä on yhdistävänä tekijänä terveellisesti ja vastuullisesti tuotettu ruoka. Raision liiketoiminnat hajautuvat eri maihin, eri tuotekategorioihin ja erilaisiin sykleihin. Tämän lisäksi yhtiöllä on monia eri asiakasryhmiä ja eri toimialoilla, joten se ei ole riippuvainen vain yhdestä tietyistä asiakasryhmästä. Tämä madaltaa Raision riskiä sijoituskohteena ja antaa hyvän hajautuksen erilaisiin liiketoimintoihin ja markkinoihin.

Vahvat kuluttajabrändit

Raisiolla on vahvoja brändejä mm. kansainvälisesti menestynyt kolesterolia alentava Benecol ja paikalliset brändit kuten Elovena, Beanit, Sunnuntai ja Nordic. Teollisella puolella yhtiö tunnetaan mm. laadukkaista kauratuotteista sekä Baltic Blend -kalanrehuista. Raisio on mukana myös kalojen kuluttajatuotteissa Benella-brändillä, vaikka ei sitä itse valmistakaan. Vahvat brändit ovat kilpailluilla kuluttajatuotemarkkinoilla tärkeitä ja ne antavat hinnoitteluvoimaa, mikä on tärkeää yrityksen pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta.

Kasvunäkymät ovat maltilliset

Raisio toimii pääosin Euroopassa, missä yhtiön liiketoimintaportfolion kasvunäkymät ovat pitkälti kiinni BKT:n ja päivittäistavarakaupan kasvusta sekä kuluttajien ostovoiman kehityksestä. Raision liikevaihdosta yli 60 % tulee Suomen ja Iso-Britannian markkinoilta, missä elintarvikesektorin kasvunäkymät ovat matalia pieninumeroisia prosentteja. Raision kasvunäkymät ovat tästä

syystä hyvin maltilliset, mutta vakaat.

Vakaa ja defensiivinen vahvoilla kuluttajabrändeillä varustettu osinkoyhtiö

Kaikki edellä mainitut tekijät huomioiden, meidän mielestämme Raision sijoitusprofiilia parhaiten kuvaava termi on ”vakaa ja defensiivinen vahvoilla kuluttajabrändeillä varustettu maltillista kasvua tarjoava osinkoyhtiö”. Raision sijoitusprofiilissa yhdistyy liiketoiminnan defensiivinen luonne ja maltillinen riskiprofiili. Raisiolla on vakaa tuloksetekokyky ja vahva tase. Raisio tunnetaan myös hyvänä osingonmaksajana, mitä näkyy yhtiön osingonmaksuhistoriassa sekä nykyisessä osingonjakopolitiikassa. Liiketoiminnan vakaa tuloksetekokyky, hyvä portfoliohajautus, vahvat kuluttajabrändit ja erinomaisessa kunnossa oleva tase tarjoavat mielestämme houkuttelevan sijoitusprofiilin.

Positiiviset arvoajurit

Raisio asemoituu hyvin nykyisiin megatrendeihin

Raisio on käynyt viime vuosina läpi merkittävän muodonmuutoksen. Yhtiö on nyt pienempi, kannattavampi ja selkeämmin organisoitu kuin muutama vuosi sitten. Raisio on terveelliseen ruokaan keskittyvä yhtiö, jonka tavoitteena on olla innovatiivinen ja yhä kansainvälisempi bränditalo. Toiminnassa on tarkempi fokus ja kaikki konsernin liiketoiminnat ovat linjassa Raision uuteen tarkoitukseen (”Ruokaa suurella sydämellä. Terveyttä meille ja maapallolle.”) sekä kasvaviin megatrendeihin, kuten terveellinen ja vastuullisesti tuotettu ruoka, syömisestä helpous ja vaivattomuus, kasvipohjaisten ruokien kulutuksen lisääntyminen ja yleinen hyvinvointi.

Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin on positiivinen asia

Raisio keskittyy uudessa strategiassaan erityisesti kahteen kansainväliseen brändiin (Benecol ja Elovena) sekä paikalliseen Beanittiin. Raisiolla on näiden lisäksi monia pienempiä paikallisia brändejä, joita yhtiö on alkanut jo sulauttaa isompien brändien alle. Tämä näkyy vuonna 2020 siten, että mm. Provena-tuotteet sulautuvat Elovena Gluten Free -brändin alle. Elovena on valittu Raision kansainvälisen kauraliiketoiminnan pääbrändiksi, joten arvioimme Provena-tyylisiä sulautumisia tapahtuvan lähivuosina myös muillekin Raision pienemmille brändeille.

Brändien määrän supistaminen tuo portfolioon lisää selkeyttä, pienentää SKU-määriä ja vähentää tuotannon, markkinoinnin yms. monimutkaisuutta. Harvempiin ja vahvempiin brändeihin keskittyminen on mielestämme pidemmällä aikavälillä hyvä päätös tehokkuuden ja kannattavuuden näkökulmasta, sillä isommilla brändeillä on tyypillisesti myös paremmat skaalaedut puolellaan sekä parempi hinnoitteluvoima.

Isot investoinnit tarjoavat lisää kapasiteettia ja hyviä kasvumahdollisuuksia

Raisiolle valmistui 2019 lopulla 8 MEUR:n investointi Nokian kauramyllyn modernisointiin ja kapasiteetin lisäykseen. Tämän lisäksi 45 MEUR:n investointi kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden uuteen tuotantolaitokseen valmistui 2021 aikana. Em. investoinnit ja Verso Food -yrityskauppa ovat merkittäviä pitkän aikavälin panostuksia ja ne tarjoavat yhtiölle lisäkapasiteettia ja hyviä kasvumahdollisuuksia vuosiksi eteenpäin.

Sijoitusprofiili

Hyvät ja arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omista tuotekategorioissa

Raision strategiset kuluttajabrändit (Benecol, Elovena ja Beanit) ovat vahvoja ja kuluttajien arvostamia omista tuotekategorioissaan. Benecol-brändillä on Iso-Britanniassa ja Irlannissa markkinajohtajan asema kolesterolia alentavissa elintarvikkeissa. Elovena on tehnyt terveellisiä kauratuotteita jo vuodesta 1925 lähtien ja lähes kaikki tuotteet valmistetaan suomalaisesta kaurasta. Elovenalla on vahva arvostus suomalaisten kuluttajien keskuudessa se on Suomen arvostetuin kaurabrändi (Taloustutkimuksen Brändien arvostus -tutkimus 2019). Beanitin tuotteet ovat innovatiivisia ja Raision tarjoamien taloudellisten muskelien ansiosta brändillä on valmiudet laajentua Euroopassa. Suomessa Raision markkinaosuus kasvisproteiineissa on noin 25 %.

Potentiaalinen arvonluonti vahvan kassan ja strategiaan sopivien yritysostojen kautta

Raisiolla on vahva tase ja tuhti nettokassa. Se mahdollistaa kasvun vaatimat investoinnit ja tarjoaa mahdollisuuden toteuttaa eteen osuvia houkuttelevia ja strategiaan sopivia yritysostoja. Vahva tase tuo myös turvaa erilaisten vaikeiden markkinatilanteiden keskellä ja turvaa yhtiön hyvän osingonmaksukyvyn myös vaikeina aikoina.

Raisio on määritellyt uudessa strategiassaan melko selvästi, että kasvua voidaan hakea sekä organisaation että yritysostoin. Tase mahdollistaisi helposti 50-150 MEUR:n arvoisen yritysoston, mutta jos jotain erittäin hyvin kohdalle osuu löytyisi, näkisimme yhtiöllä olevan mahdollisuudet

venyttää yritysoston kokoa jopa 300 MEUR:oon.

Pienemmällä yritysostolla (50-150 MEUR) Raisio voisi laittaa nyt vaatimatonta tuottoa tekevän nettokassan töihin ja parantaa selvästi tulosta ja pääoman tuottoa. Yritysoston venyttäminen isompaan kokoluokkaan (150-300 MEUR) voisi muuttaa sijoitusprofiilia jo selvästi, sillä liikevaihto voisi kasvaa tällaisella ostolla melkein kaksinkertaiseksi ja samalla velkaantumisaste nousisi selvästi nykyiseltä tasolta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä

Raision uusi Terveellisen kasvun strategia rakentuu kolmelle tukijalalle. Yksi näistä on kolesterolia alentavan Benecol-brändin kasvattaminen, toinen on Benecolin rinnalle rakennettu vahvaan kauraosaamiseen perustuva eurooppalainen liiketoiminta ja kolmas on Beanitin ja Elovena kaurajauhiksen ympärille rakennettu kasvipohjainen tuoteperhe.

Benecol on tällä hetkellä Raision tuloksenteon kannalta selvästi yhtiön tärkein brändi, mutta sen myynnissä on näkynyt hiipumista joillain markkinoilla. Yhtiö on tekemässä vahvoja panostuksia Elovenan brändiuudistukseen ja laajentumiseen uusiin tuotekategorioihin, asiakkuuksiin ja maihin. Myös Beanit-brändiä pyritään viemään Suomen ulkopuolelle. Beanitin viennissä voi ilmetä haasteita, sillä Raisio rakentaa uutta kategorialaajennusta joillain markkinoilla kuluttajat saattavat vieroksua härkäpapua lihan korvikkeena. Elintarvikesektorin kuluttajabrändeillä on vastassa

kova kilpailu ja brändien kasvattamisessa onnistuminen vaatii ylivoimaisen tuotteen lisäksi paljon muitakin resursseja ja onnistumisia.

Raision tuloskehityksen kannalta on tärkeää, että yhtiön strategiset kuluttajabrändit pysyvät relevantteina ja kilpailukykyisinä. Tämä näkyy erityisesti sellaisessa tilanteessa, kun esim. raaka-aineiden hintojen nousun takia pitää neuvotella kaupan kanssa omien tuotteiden hintojen korotuksista. Tämä voi onnistua paremmin Benecolilla ja Elovenalla, joilla on vahva brändi, kilpailukykyinen tuote ja luontaista kysyntää. Mutta esim. Sunnuntai-brändin leivontajauhoissa asian laita on kuitenkin toinen, sillä kauppa (ja kuluttaja) siirtyy hyvin nopeasti käyttämään halvempia private label -tuotteita, jos brändituote ei tuo kuluttajalle lisäarvoa ja hintoihin yritetään tehdä isoja korotuksia.

Koronaviruspandemian pitkittyminen

Yksi riskitekijä Raision lähikvartaalien kehityksessä on mielestämme koronaviruspandemia, millä voi olla pitkittyessään merkittäviä negatiivisia vaikutuksia sekä koko maailman että Suomen talouteen. Pitkään kestävä viruksen aiheuttama erikoistilanne saa ihmiset pysymään poissa töistä, minkä lisäksi mahdolliset tehtaiden sulkemiset, lomautukset jne. voivat aiheuttaa kolhuja kuluttajaluottamukseen ja häiriöitä arvoketjun eri osiin, vaikka Raision oma toiminta pystyttäisiin pitämään käynnissä lähes normaalisti. Elintarviketeollisuus on kuitenkin defensiivistä luonteeltaan, joten emme näe Raision olevan ainakaan pahimpia kärsijöitä uuden korona-aallon iskiessä.

Sijoitusprofiili

Tärkeimpien raaka-aineiden hintoihin ja saatavuuteen liittyvät riskit

Raisiolle tärkeimpiä raaka-aineita ovat viljat ja sterolit. Rasion valmistuksessa käyttämistä raaka-aineista noin 70 % ovat viljoja, joista yhtiön mukaan lähes kaikki tulee Suomesta. Erityisesti viime vuosina nähdyt poikkeuksellisen heikot satokaudet saivat Rasion kärsimään raaka-aineiden nousseista kustannuksista sekä heikosta saatavuudesta. Yhtiö toimii hankinnassa raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen ehdoilla ja niiden hintojen heilahteluilta on hyvin vaikea suojautua. Raisio on siinä mielessä myös vaikeassa paikassa arvoketjua, koska kallistuneen raaka-ainehintojen siirtämisestä omien tuotteiden hintoihin pitää aina neuvotella omien asiakkaiden kanssa, eikä tämä ole yhtiön osalta aina kovinkaan helppoa, kun vastassa on mm. isot kaupan alan toimijat (K- ja S-Ryhmä, Tesco ja Sainsbury's).

Hinnoitteluvoima päivittäistavarakauppaa kohtaan ja kiristynyt kilpailu hyllytilasta

Rasion valmistamien elintarvikkeiden pääasiallinen myyntikanava on eurooppalaiset päivittäistavarakauppa- ja elintarvikeketjut. Konsernitason Rasion liikevaihdosta yli 60 % tulee Suomesta ja Iso-Britanniasta, missä päivittäistavarakauppa on hyvin keskittynyttä ja isoilla ketjuilla on vahva neuvotteluvoima elintarviketeollisuutta kohtaan. Suomessa S- ja K-ryhmän yhteenlaskettu markkinaosuus päivittäistavarakaupasta vuonna 2020 oli yli 80 %. Iso-Britanniassa neljä isoa toimijaa (Tesco, Sainsbury's, Asda ja Morrisons) pitää hallussa noin 70 % päivittäistavarakaupan markkinasta.

Ison tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen, ylösajo ja vaikutus kassavirtaan/tulokseen

Rasion 45 MEUR:n investointi uuteen kasvipohjaisiin lisäarvotuotteita valmistavaan tuotantolaitokseen on yhtiön mittakaavassa todella iso. Investointi pitää arviomme mukaan lähivuosina Rasion kulurakenteen korkealla verrattuna tehtaasta saatavaan liikevaihtoon ja sen takia sillä on suhteellista kannattavuutta heikentävä vaikutus strategiakauden alkupäässä. Yhtiö odottaa uuden tuotantolaitoksen ja Verso Foodin kääntyvän voitolliseksi vuonna 2024, minkä takia sijoittajilta vaaditaan kärsivällisyyttä ja pitkän horisontin sijoitusnäkemystä. Kyseiset investoinnit tulevat painamaan konsernin kannattavuutta tulevina vuosina, mutta niiden onnistuessa luovat pidemmällä aikavälillä omistaja-arvoa.

Riippuvuus suomalaisesta elintarvikesektorista ja sen kilpailukyvyistä

Vaikka Raisio on kansainvälinen yhtiö, on se silti vahvasti riippuvainen suomalaisesta elintarvikesektorista ja sen kilpailukyvyistä. Yhtiön kaikki tehtaat sijaitsevat Suomessa ja konsernin liikevaihdosta 37 % tulee Suomesta. Raisio on myös riippuvainen kotimaisesta raaka-aineesta, sillä lähes kaikki tuotannossa käytetty vilja tulee suomalaisilta viljelijöiltä. Suomalaisilla viljelijöillä on pitkään mennyt heikosti ja varsinkin muutaman viime vuoden aikana nähdyt poikkeuksellisen vaikeat satokaudet ovat edelleen kiristäneet toimintaympäristöä. Suomen elintarvikesektorin dynamiikka on muutenkin haastava, sillä se koostuu keskittyneen päivittäistavarakaupan

vahvasta neuvotteluasemasta, korkeista tuotantokustannuksista ja ulkoisten toimijoiden sekä private labelin kasvavasta kilpailu-uhasta.

Kuluttajamieltymysten ja -trendien ennakoitiin ja niihin vastaaminen

Kuluttajajäntien ennakoitiin on elintarvikealalla hyvin tärkeää samoin kuin sen ennakoitiin, mitkä ainekset ja/tai tuoteriymät ovat milloinkin epäsuosiossa. Ruuan laatu, terveys, luomu, vastuullisuus jne. ovat tällä hetkellä voimakkaasti kuluttajavalintoja ohjaavia tekijöitä. Jos Rasion tuotekehityksessä epäonnistutaan huomioimaan näitä, voi sillä olla haitallinen vaikutus yhtiön menestymiseen.

Ulkomaantoimintojen aiheuttama valuuttariski

Rasion liikevaihtoon ja tuloskehitykseen vaikuttavat oleellisesti valuuttakurssimuutokset (erityisesti Iso-Britannian punta). Vaikutukset suoraan valuuttakonversion kautta ja välillisesti Benecol-liiketoiminnan ostojen ja tuotantolaitosten käyttöasteiden kautta.

Sijoitusprofiili

1.

Vakaa ja defensiivinen elintarvikeyhtiö vahvoilla kuluttajabrändeillä

2.

Laaja liiketoimintaportfolion hajautus luo maltillisen riskiprofiilin

3.

Ydinmarkkinoiden kasvunäkymät ovat vaatimattomat ja kilpailu kireää, mutta Raisio asemoituu hyvin megatrendeihin

4.

Vahva kassa mahdollistaa arvonluonnin investointien ja potentiaalisten yritysostojen kautta

5.

Vakaa tuloskunto ja vahva tase pitävät osingonmaksukyvyn hyvänä

6.

Osakkeen arvostus on kansainvälisistä elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän yläpuolella

Potentiaali



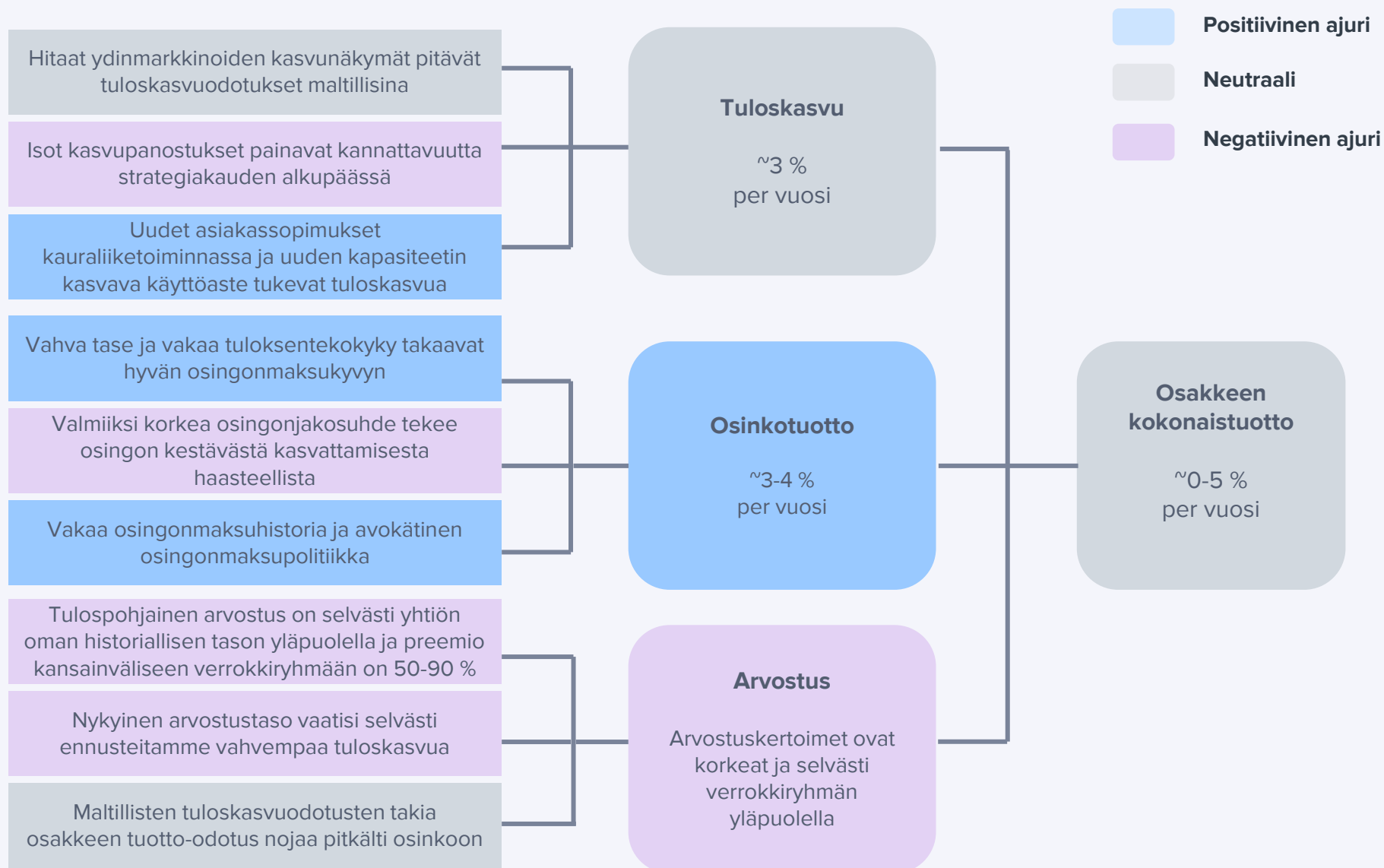
- Raisio on asemoitunut hyvin nykyisiin megatrendeihin (mm. terveellinen ja vastuullisesti tuotettu ruoka)
- Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin tuo tehokkuutta ja kannattavuutta
- Isot investoinnit kauramyllyyn, kasvipohjaiseen tuotantolaitokseen ja Verso Food -hankinta tarjoavat hyviä kasvumahdollisuuksia
- Hyvät ja arvostetut brändit sekä vahva markkinaosuus omista tuotekategorioissa
- Potentiaalinen arvonluonti vahvan kassan ja strategiaan sopivien yritysostojen avulla

Riskit



- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Tärkeimpien raaka-aineiden hinta- ja saatavuusriskit
- Hinnoitteluvoima keskittyntä päivittäistavarakauppaa kohtaan
- Ison tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen ja ylösajo
- Verso Foodin kääntäminen voitolliseksi
- Riippuvuus suomalaisen elintarvikesektorin kilpailukykyistä
- Kuluttajamieltymysten ja -trendien ennakointi

Osaketuoton ajurit 2021e-2024e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	228,3	236,3	233,6	255,4	275,4	EPS (raportoitu)	0,08	0,16	0,15	0,12	0,13
Käyttökate	30,9	33,7	35,1	31,1	34,6	EPS (oikaistu)	0,13	0,16	0,14	0,11	0,13
Liikevoitto	16,5	27,3	28,9	23,0	24,2	Operat. kassavirta / osake	0,12	0,15	0,22	0,17	0,18
Voitto ennen veroja	15,7	28,4	29,4	24,6	25,0	Vapaa kassavirta / osake	0,29	-0,02	0,06	0,00	0,06
Nettovoitto	27,7	25,5	23,4	19,6	20,0	Omapääoma / osake	1,68	1,72	1,71	1,70	1,69
Kertaluontoiset erät	-9,1	0,0	1,1	2,1	0,0	Osinko / osake	0,16	0,13	0,13	0,13	0,13
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	324,4	308,5	314,6	321,8	326,2	Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	3 %	-1 %	9 %	8 %
Oma pääoma	264,8	271,3	269,5	268,6	268,0	Käyttökateen kasvu-%	-55 %	9 %	4 %	-11 %	11 %
Liikearvo	46,1	48,5	45,9	47,9	47,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	-29 %	6 %	2 %	-25 %	16 %
Nettovelat	-119,1	-98,6	-83,1	-63,2	-53,1	EPS oik. kasvu-%	-5 %	21 %	-13 %	-22 %	14 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	13,5 %	14,2 %	15,0 %	12,2 %	12,6 %
Käyttökate	30,9	33,7	35,1	31,1	34,6	Oik. Liikevoitto-%	11,2 %	11,5 %	11,9 %	8,2 %	8,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,7	-6,5	1,6	-0,1	-2,1	Liikevoitto-%	7,2 %	11,5 %	12,4 %	9,0 %	8,8 %
Operatiivinen kassavirta	19,1	23,1	34,4	26,3	27,7	ROE-%	4,5 %	9,5 %	8,7 %	7,3 %	7,5 %
Investoinnit	10,5	-25,8	-23,9	-27,0	-17,9	ROI-%	6,0 %	10,8 %	11,2 %	8,6 %	8,9 %
Vapaa kassavirta	45,3	-2,6	9,3	-0,7	9,8	Omavaraisuusaste	81,6 %	87,9 %	85,7 %	83,5 %	82,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-45,0 %	-36,3 %	-30,8 %	-23,5 %	-19,8 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	1,1	2,1	1,8	2,1	2,0						
EV/EBITDA (oik.)	8,1	14,5	12,0	17,0	15,5						
EV/EBIT (oik.)	9,8	17,8	15,2	25,3	22,2						
P/E (oik.)	17,5	22,9	22,5	33,7	29,5						
P/B	1,4	2,2	1,9	2,2	2,2						
Osinkotuotto-%	6,8 %	3,5 %	4,1 %	3,5 %	3,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/03/2020	Lisää	3,00 €	2,79 €
06/05/2020	Vähennä	3,40 €	3,56 €
06/08/2020	Lisää	3,30 €	3,08 €
06/11/2020	Lisää	3,20 €	3,14 €
11/02/2021	Vähennä	3,40 €	3,75 €
06/04/2021	Vähennä	3,70 €	4,20 €
05/05/2021	Vähennä	3,70 €	4,33 €
11/06/2021	Myy	3,60 €	4,21 €
10/07/2021	Vähennä	3,60 €	3,77 €
05/08/2021	Vähennä	3,60 €	3,93 €
22/08/2021	Vähennä	3,60 €	3,73 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**