

HKFOODS

04.09.2025 08.00 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kannattavuuskäänteestä totta

HKFoods on toteuttanut viime vuosina vakuuttavan tuloskäänteen, minkä taustalla on mm. investointikyvyn vahvistuminen Suomen ulkopuolisten operaatioiden divestoinnin myötä. Vaikka suurin nousu kannattavuudessa on arvioimme mukaan jo takana päin, näemme yhtiöllä olevan edelleen rahkeita maltilliseen kannattavuustason nostoon, minkä johdosta arvostus näyttäytyy kohtalaisen edullisena. Mikäli kannattavuus nousisi pääkilpailijoiden tasolle, olisi osakkeessa huomattavaakin nousuvaraa. Korkeahko velkaisuus ja historialliset haasteet kannattavuudessa toisaalta kohottavat osakkeen riskitasoa suhteessa defensiivisen toimialan keskiarvoon. Toistamme lisää-suosituksen ja 1,70 euron tavoitehinnan.

Suuri suomalainen liha- ja ruoka-alan yhtiö

HKFoods on suuri, nykyisin pääasiallisesti Suomeen keskittyvä liha- ja ruoka-alan yhtiö, jolla on useita tunnettuja kuluttajabrändejä. Vähittäiskauppa on yhtiölle tärkein jakelukanava, minkä lisäksi tuotteita myydään foodservice-kanavaan, teollisuusasiakkaille sekä vientiin mm. Kaukoitään ja Eurooppaan. Toimialalle tyypilliseen tapaan HKFoodsilla on vahva integraatio paikalliseen alkutuotantoon, mikä tukee näkyvyyttä raaka-aineen saatavuuteen ja hintaan. Suomen toimintojen lisäksi yhtiöllä on myös Puolassa kannattava pekoniin keskittynyt yksikkö, jonka osuus konsernin kokonaisuudesta on kuitenkin pieni. Toimialan kasvuprofiili on maltillinen, sillä punaisen lihan kulutus on pitkällä aikavälillä maltillisessa laskussa. HKFoods tavoittelee strategiassaan kasvua erityisesti siipikarjasta, valmisaterioista ja ateriakomponenteista, jotka ovat ripeästi kasvavia markkinasegmenttejä.

Pientä tehostamisvaraa löytyy yhä

HKFoods on pystynyt kasvattamaan oikaistua liiketulosta jo 10 perättäisen kvartaalin ajan, minkä myötä oik. EBIT-marginaali on nousemassa arvioimme mukaan jo 3,2 %:iin vuoden 2025

aikana (2020-23 keskiarvo: 0,9 %). Kotimaisten kilpailijoiden kannattavuustasot ovat vajaan 5 %:n tasolla ja myös HKFoods itse nosti elokuun strategiapäivityksessään EBIT-marginaalitavoitteensa yli 5 %:iin (aik. yli 4 %). Arvioimme yhtiöllä olevan edelleen tehostamispotentiaalia mm. kesän aikana valmistuneiden tuotannollisten investointien, kulusäästöjen ja Kiinan siipikarjaviennin tukemana. Näkemyksemme mukaan suurimmat ja suoraviivaisimmat kannattavuuteen vaikuttavat toimenpiteet ovat kuitenkin jo toteutettu ja näkyvät pääosin toteutuneessa tuloksessa. Lisäksi toimialan kannattavuus voi ajoittain heilahdella toimintaympäristön muutosten, kuten inflaation tai eläintautien vaikutuksesta. Ennustamme EBIT-marginaalin parantuvan 3,4-3,5 %:iin 2026-27. Lisäksi rahoituskulujen lasku taseen riskien helpottaessa tukee EPS-kasvua merkittävästi. Velkaisuus on edelleen korkeahko (nettovelka/EBITDA H1'25: 2,5x), mutta jatkaa ennusteissamme maltillisella laskutrendillä lähivuosina.

Tuloskehitys näkyy arvostuksessa vahvalla vivulla

Näemme HKFoodsissa potentiaalia defensiiviseksi osinkoyhtiöksi, jonka arvonluonti on kuitenkin rajallista toimialan maltillisten kasvunäkymien sekä pääomaintensiivisyyden vuoksi. Nykyinen tulospohjainen arvostustaso (oik. EV/EBIT 2025e: 10x, P/E: 21x) ei ole kovin houkutteleva, mutta rahoituskulujen laskiessa P/E-pohjaiset kertoimet laskevat nopeasti. Vuodelle 2027 sovelletulla käyvällä P/E-kertoimella 10x (nykykurssilla P/E 2027e: 8x) osakkeessa olisi karkeasti 10 %:n vuotuinen tuotto-odotus. Näemme nykyiset ennusteemme suhteellisen vähäriskisinä ja positiivisessa skenaariossa tuloskasvu voisi edelleen jatkua ennusteitamme vahvempana, jolloin vipuvaikutus kurssiin olisi voimakas. Kannattavuuden nouseminen kilpailijoiden tasolle tarkoittaisi jopa tuplauspotentiaalia osakkeessa, joskin näemme tämän toteutumisen erittäin epätodennäköisenä ja tämä vähintäänkin edellyttäisi nykyistä suurempia teollisia investointeja, joilla olisi lyhyellä aikavälillä negatiivinen vaikutus kassavirtaan.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,70 EUR

(aik. 1,70 EUR)

Osakekurssi:

1,52 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	1001,8	1005,1	1030,2	1050,8
kasvu-%	-14 %	0 %	2 %	2 %
EBIT oik.	27,7	32,2	35,2	36,3
EBIT-% oik.	2,8 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %
Nettotulos	-5,3	9,4	13,6	18,6
EPS (oik.)	-0,05	0,07	0,13	0,19

P/E (oik.)	neg.	22,4	11,5	8,1
P/B	0,4	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	11,1 %	3,1 %	5,0 %	6,2 %
EV/EBIT (oik.)	8,7	9,8	8,8	8,4
EV/EBITDA	4,3	5,1	4,8	4,5
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,3

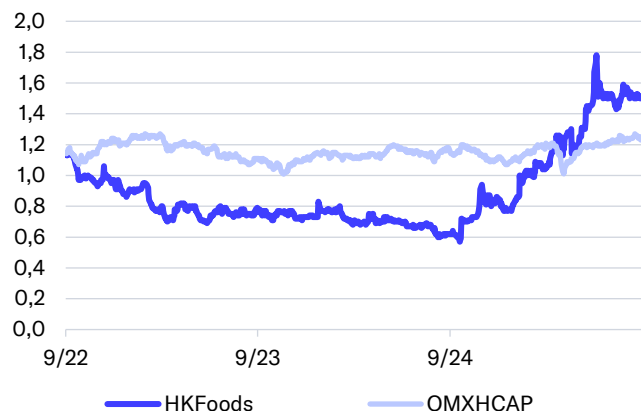
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

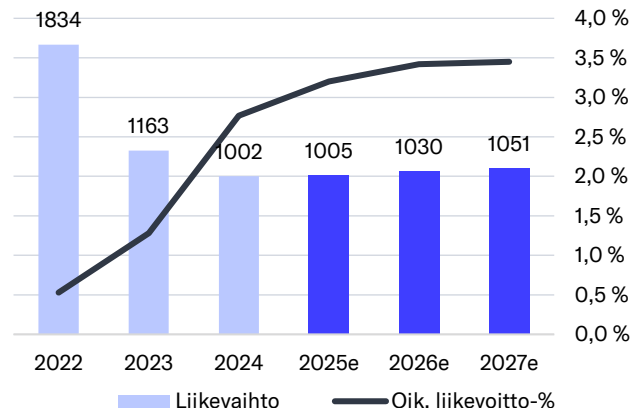
Vuonna 2025 HKFoods arvioi konsernin vertailukelpoisen liiketuloksen kasvavan vuodesta 2024 (27,7 MEUR).

Osakekurssi



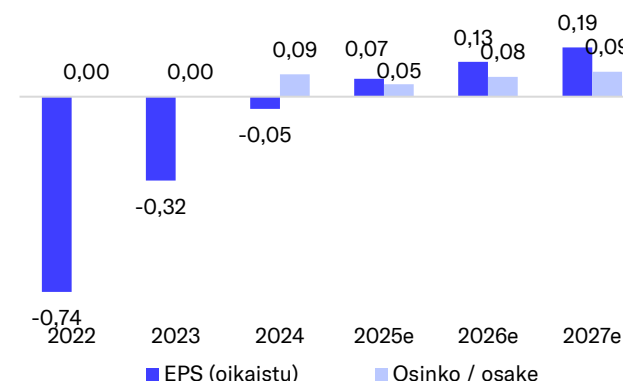
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kaupallisesti vahva asema Suomessa mittakaavan ja tunnettujen brändien kautta
- Panostukset siipikarjaan sekä muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokaan
- Keskittyminen Suomeen mahdollistanut investointien keskittämisen ja teollisen tehokkuuden vahvistamisen
- Taseen vahvistuessa mahdollisuus alentaa merkittävästi rahoituskustannuksia

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,52	1,52	1,52
Osakemäärä, milj. kpl	89,9	89,9	89,9
Markkina-arvo	137	137	137
Yritysarvo (EV)	315	311	304
P/E (oik.)	22,4	11,5	8,1
P/E	71,8	11,5	8,1
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,1	4,8	4,5
EV/EBIT (oik.)	9,8	8,8	8,4
Osinko/tulos (%)	236,1 %	60,7 %	53,4 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	5,0 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Raportin sisältö

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

HKFoods lyhyesti

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

1997

Listautuminen pörssiin

1002 MEUR (+7 % v/v)

Liikevaihto 2024

27,7 MEUR (2023: 11,6 MEUR)

Oikaistu liike-tulos 2024

3000 hlö

Henkilöstön määrä 2024 (keskimäärin)

25,5 MEUR (2023: 15,9 MEUR)

Bruttoinvestoinnit 2024

177 MEUR oma pääoma¹

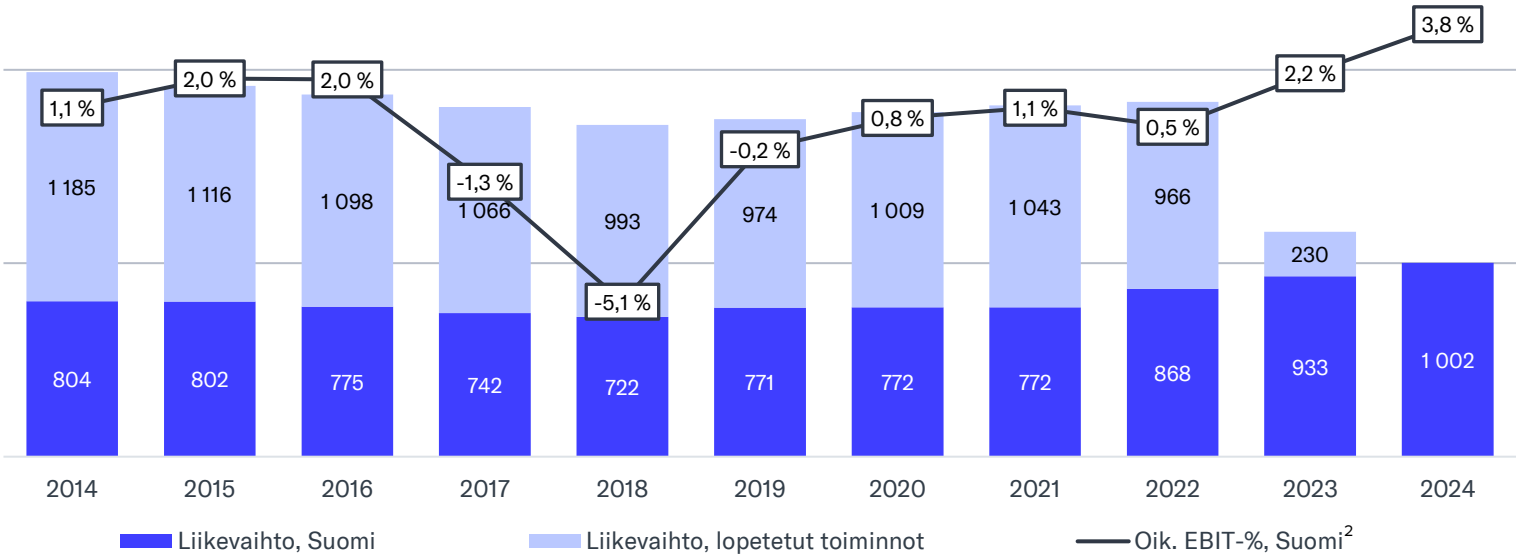
H1 2025 lopussa (1,97 euroa per osake)

Yritysostovetoinen kasvu (1998-2010)

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

Kansainvälisistä toiminnoista luopuminen (2014-2024)

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



1) Ei sisällä määräysvallattomien osuutta eikä hybridilainaa

2) Ei sisällä konsernihallinnon kuluja

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Keskittyminen Suomeen auttanut tulokäänteessä

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

Kannattavuushaasteet ja velkaantuminen ovat kuitenkin myöhemmin ajaneet yhtiön irtautumaan kansainvälisistä toiminnoista ja keskittämään investoinnit Suomeen. Irtautumiset Baltian, Ruotsin ja Tanskan liiketoiminnoista toteutuivat vuosien 2023-24 aikana. Rajallisten resurssien jakaminen usean eri markkina-alueen kesken on historiassa rajoittanut yhtiön investointikykyä ja ajan myötä myös heikentänyt operaatioiden tehokkuutta. Divestoinnit ovat mahdollistaneet investointien kasvattamisen ja kannattavuuden vahvistamisen Suomen markkinalla. Suomen toimintojen lisäksi yhtiöön kuuluu myös pienehkö, mutta kannattava pekonin valmistukseen keskittynyt tytäryhtiö Puolassa.

Vahva markkina-asema Suomen vähittäiskaupassa

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

teollisuuteen sekä viedään ulkomaille (viennin osuus 16 % viimeisen 12kk aikana). Yhtiön suurin kuluttajabrändi Suomessa on perinteikäs HK, jota käytetään mm. punaisen lihan myynnissä, lihavalmisteissa ja valmisaterioissa. Siipikarjatuotteita myydään Kariniemen-brändillä. Via-tuotemerkin alla puolestaan myydään premium-kategorian valmisruokia.

Tavoitteena kasvaa monipuoliseksi ruokataloksi

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

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

Strategian ydinkohdat



Myyntikanavat¹



■ Vähittäiskauppa ■ Food service ■ Teollisuus ■ Vienti

Tuotekategoriat¹



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

1) Keskiarvo 12kk jaksolla Q3 2024 – Q2 2025

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Lihataseen hallinta liiketoiminnan perusedellytys

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

Tuotantoketju tiiviisti sidoksissa alkutuotantoon

HKFoodsin toiminta Suomessa on vahvasti sidoksissa alkutuotantoon. Yhtiö ostaa sopimustuottajiltaan eläviä eläimiä ja vastaa pääosin itse teurastus- ja leikkausoperaatioista. Sopimustuottajat sitoutuvat noudattamaan sovittuja vastuullisuus- ja laatuvaatimuksia. Tuottajaverkostoon kuuluu noin 2000 suomalaista lihatilallista. Lihasta tuottajille maksettava hinta vaihtelee jatkuvasti markkinatilanteen mukaan, vaikka kotimaassa hintatason vaihtelu on maltillisempaa verrattuna esimerkiksi EU:n lihakaupan keskeisiin maihin Tanskaan ja Saksaan. Oma sopimustuottajaverkosto tuo HKFoodsille näkyvyyttä lihan saatavuuteen ja raaka-aineen kustannustasoon. Yhtiö

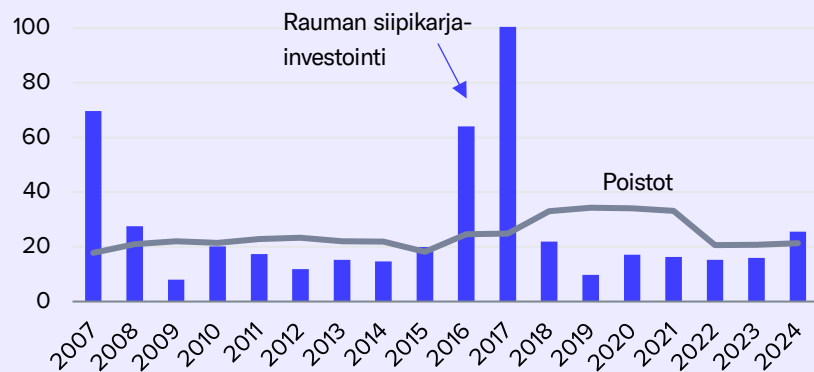
saattaa toisinaan solmia myös pidempiaikaisiakin ostosopimuksia yksittäisten tuottajien kanssa tarjotakseen tuottajalle näkyvyyttä liiketoimintaan investointien mahdollistamiseksi.

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

Teollisiin prosesseihin tulee investoida jatkuvasti

Lihateollisuus on kilpailtu ja suhteellisen matalakatteinen toimiala, jossa tehokkaat lihankäsittelyoperaatiot ja mittakaava ovat keskeisessä asemassa kilpailukyvyn kannalta. HKFoods on Suomessa keskittänyt lihankäsittelytoimintaansa valtakunnallisesti suuriin yksiköihin. Yhtiön haastava taloudellinen tilanne on kuitenkin historiassa rajoittanut operaatioiden tehostamiseen tarvittavien investointien tekemistä. Suomen investointitaso on useimpina vuosina alittanut poistojen määrän (mm. 2009-14 ja 2018-23). Vuosina 2015-17 yhtiö teki merkittävän kasvuinvestoinnin uuteen siipikarjatehtaaseen Raumalle. Suomen liiketoimintojen käyttöomaisuuteen on investoitu keskimäärin 16 MEUR vuosina 2018-23, kun esimerkiksi vuoden 2023 poistotaso oli 21 MEUR (ilman leasing-poistoja). Tilanne investointien osalta parantui vasta vuonna 2024, kun yhtiö pystyi nostamaan investoinnit yli poistotason taseen vahvistumisen ansiosta.

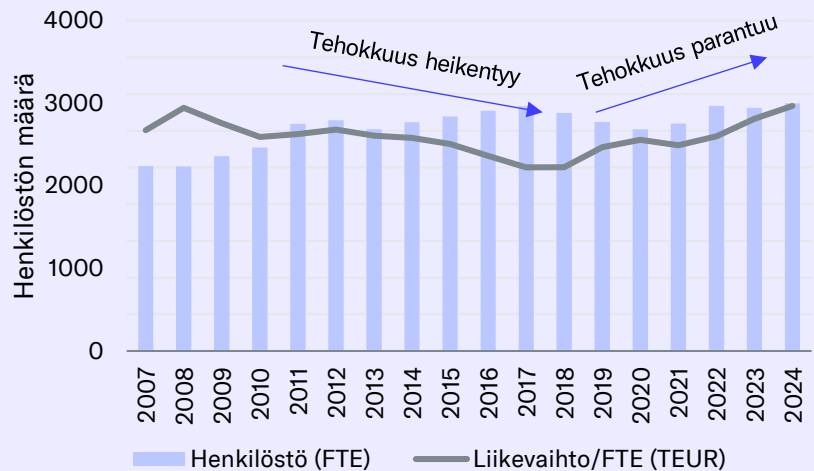
Investoinnit (MEUR)¹



1) Suomen liiketoimintoihin kohdistuvat investoinnit ilman Vantaan tontin ostoa 2020 (38 MEUR) ja Vantaan yksikön takaisinvuokrausta (71 MEUR).

Ei sisällä IFRS 16 -investointeja tai -poistoja. Poistotaso laskee 2022 Vantaan kiinteistön myynnin ja takaisinvuokrauksen myötä.

Henkilöstön määrän kehitys²



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

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Yhtiöllä on ollut mahdollisuus syventyä toiminnan tehostamiseen nykyisellä rakenteella Ruotsin ja Tanskan divestointien toteuduttua vuonna 2024. Vahvistuneen investointikyvyn johdosta HKFoods on toteuttanut 2024-25 merkittäviä laiteinvestointeja mm. tuotanto- ja pakkausprosessien automaatisointiin sekä uusien korkeamman lisäarvon tuotekategorioiden tuotantolinjastoihin. Yhtiön kaksivuotinen tehostamisohjelma on nyt noin puolivälissä ja ohjelmaan kuuluu investointien ohella erilaisia säästötoimia. Meneillään olevan ohjelman lisäksi yhtiö pyrkii myös jatkuvaan tehokkuuden vahvistamiseen mm. parantamalla saantoa ja vähentämällä manuaalisen työn tarvetta tuotannossa ja logistiikassa.

HKFoodsin tuotantolaitokset

HKFoods operoi lukuisia tuotantolaitoksia Suomessa. Tuotantolaitokset ovat pääosin erikoistuneita tiettyihin toimintoihin ja tuotteisiin. Nautojen teurastusta tosin tehdään kahdessa eri paikassa, jotta eläinten kuljetusmatkat eivät venyisi liian pitkiksi, mutta teurastamoista vain Outokumpu on HKFoodsin itse operoima ja Lounais-Suomessa teurastus ulkoistettiin Liha Hietanen Oy:lle 2025 keväästä alkaen. HKFoods omistaa suurimman osan operoimisestaan tehdaskiinteistöistä, mutta Vantaan yksikkö myytiin vuonna 2021 kiinteistösijoittajalle ja vuokrattiin HKFoodsin käyttöön 20 vuodeksi.

HKFoodsin **Vantaan** yksikössä valmistetaan mm. aterioita, lihavalmisteita ja jauhelihaa. Lisäksi HKFoodsin logistiikka on keskitetty Vantaalle. Logistiikkakeskuksen sijainti on suotuisa Suomen väestön painopistettä ja asiakkaiden logistiikkaa ajatellen, mikä tukee kuljetusten tehokkuutta ja

minimoi kuljetuksesta aiheutuvia päästöjä. Vantaalle valmistui vuoden 2025 puolivälissä noin 5 MEUR:n investointi valmisaterioiden valmistuskapasiteetin kasvattamiseen, mikä tukee kasvua valmisaterioissa ja tehostaa toimintaa vähentämällä tarvetta viikonlopputöille.

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

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

Outokummussa sijaitsee nautateurastamo ja –leikkaamo.

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

HKFoodsin Suomen tuotantolaitokset kartalla



Kartta: Bing

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Euran tehdas on ollut pitkään vajaalla käytöllä. HKFoodsin strategiset kumppanit Kivikylä ja Mäkitalo operoivat tehtaalla pizzalinjastoa ja salaattilinjastoa. Uusi noin 10 MEUR maksanut kypsien tuotteiden valmistuslinja ja pikapakastuslinja käynnistyivät tehtaalla vuoden 2025 Q2:lla. Investoinnilla on tarkoitus vastata erityisesti foodservice-asiakkaiden kysyntään. Uuden linjan tuotteista osa on valmistettu aiemmin alihankintana.

Puolassa Swinoujsciessä toimiva pekonitehdas on toistaiseksi jäänyt osaksi HKFoodsin tehdasportfoliota, vaikka muista ulkomaisista operaatioista on luovuttu. Yhtiö selvitti yksikön myyntiä alkukesästä 2025, mutta totesi etteivät potentiaalisten ostajien näkemykset hinnasta olleet riittävän houkuttelevia. Tehdas toimittaa enemmistön tuotteistaan Suomen ja Ruotsin markkinoille hyödyntäen Suomesta ja Ruotsista tuotua raaka-ainetta. Yksikkö toimittaa myös muille vientimarkkinoille sekä palvelee paikallisia markkinoita Puolassa ja Baltiassa. Puolan yhtiön ulkoinen liikevaihto on vuositasolla noin 70 MEUR, minkä lisäksi sillä on konsernin sisäistä myyntiä. Yhtiön liikevoittomarginaali on ollut lähihistoriassa selvästi muuta konsernia korkeampi (noin 5 % paikkeilla). Yhtiön ulkoinen liikevaihto raportoitii ennen osana Ruotsin liiketoimintaa, mutta vuoden 2023 tilinpäätöksestä alkaen osana Suomea.

Honkajoki huolehtii tuotannon sivuvirroista

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

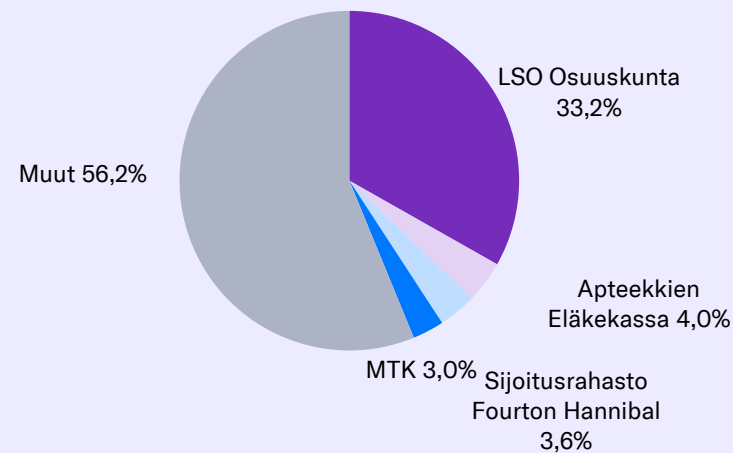
materiaalien tehokkaan hyötykäytön. Honkajoen liikevaihtoa ja liikevoittoa ei konsolidoida HKFoods-konserniin, vaan HKFoodsin tulosesuus raportoidaan osakkuusyhtiöriivillä. Vuonna 2024 Honkajoen liikevaihto oli 58 MEUR, liikevoitto 3,6 MEUR ja HKFoodsin osuus yhtiön tilikauden tuloksesta 1,2 MEUR (2023: 1,9). Tulosesuus kävi poikkeuksellisen korkeana vuoden 2022 aikana (4,9 MEUR), kun korkea energian hinta tuki rasvapohjaisten biopolttoaineisiin soveltuvien materiaalien myyntihintoja. Vuosina 2017-2020 HKFoodsin osuus Honkajoen tilikauden tuloksesta oli keskimäärin 0,8 MEUR, eli tulos on vaihdellut selvästi markkinatilanteen mukana.

Omistus ja päätäntävalta tuottajien käsissä

HKFoodsin hallitukseen kuuluu 8 jäsentä, joista 3 edustavat yhtiön suurinta osakkeenomistajaa LSO Osuuskuntaa. Hallituksen puheenjohtajana on toiminut vuodesta 2018 lähtien Reijo Kiskola, joka on riippumaton yhtiöstä ja merkittävistä osakkeenomistajista. HKFoodsin johtoryhmään kuuluu 6 henkilöä. Yhtiön toimitusjohtaja Juha Ruohola aloitti tehtävässään maaliskuussa 2023 ja on aiemmin toiminut mm. HKFoodsin Baltian, Puolan ja ulkomaankaupan toimintojen parissa liittyttyään yhtiöön vuonna 2019.

HKFoodsilla on kaksi osakesarjaa, A ja K, joista A-osakkeet oikeuttavat yhtiökokouksessa yhteen ääneen ja K-osakkeet kahteenkymmeneen ääneen per osake. HKFoodsin suurin osakkeenomistaja LSO Osuuskunta omistaa 33,2 % kaikista osakkeista ja heidän omistamansa osakkeet oikeuttavat 66,6 %:n äänivaltaan yhtiökokouksessa. Muita jokseenkin merkittäviä osakkeenomistajia ovat mm. Apteekkien Eläkekassa (4,0 %), Sjoitusrahasto Fourton Hannibal (3,6 %) ja Maa- ja metsätaloustuottajain Keskusliitto MTK (3,0 %).

Osakkeiden omistus



Tilanne 31.7.2025

Brändit ja tuotteet

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

1) Inderesin arvio HKFoodsin brändimyyntin jakautumisesta eri tuotemerkkien välillä.

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

Lihaelintarvikkeiden arvoketju



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/4

Suomen liikevaihdon kasvu ollut pitkällä aikavälillä matalalla tasolla

Suomen liiketoimintojen liikevaihdon kasvu on ollut pitkällä aikavälillä melko maltillista. Viimeisten kymmenen vuoden (2015-24) otannalla liikevaihto on kasvanut keskimäärin noin 2 %/v. Tarkasteluvälin kasvu on kuitenkin painottunut vuosille 2022-23, jolloin elintarvikkeiden inflaatio oli päivittäistavara-kaupoissa kahden vuoden aikana yhteensä 19 % (Lähde: PTY). Ilman vuosien 2022-23 hintavetoista nousua liikevaihto on pääosin käytännössä polkenut paikallaan. Yritysostoilla ei ole ollut merkittävää vaikutusta Suomen liikevaihtoon viimeisen vuosikymmenen aikana, mutta Puolan liikevaihdon kirjaaminen osaksi Suomea 2024 Q2:lta alkaen on tukenut kasvua kirjausteknisesti.

Liikevaihdon lasku vuosina 2016-18 selittyi mm. Rauman uuden siipikarjayksikön tuotannollisilla haasteilla, mutta myös punaisen lihan myynnin laskulla, mihin vaikutti kauppohenkilöstön alipalkkaus-kampanjat, naudanlihan laskenut saatavuus ja yleisesti kireä kilpailutilanne lihajalosteissa. Liikevaihto toipui selvästi vuonna 2019, pysyi koronapandemiassa vakaana ja nousi karkeasti ruoan inflaation verran vuosina 2022-23. Vuoden 2024 kasvu ilman Puolan kirjausteknistä vaikutusta oli arviomme mukaan suhteellisen hyvällä 3 % tasolla, mihin vaikutti mm. yhtiön markkinaosuuden vahvistuminen foodservice-segmentissä.

Siipikarja ja jalosteet kasvattaneet osuutta myynnistä

Kasvuun on viimeisten viiden vuoden aikana vaikuttanut positiivisesti siipikarjanlihan sekä korkeammin jalostettujen tuotteiden, kuten valmisaterioiden ja ateriakomponenttien

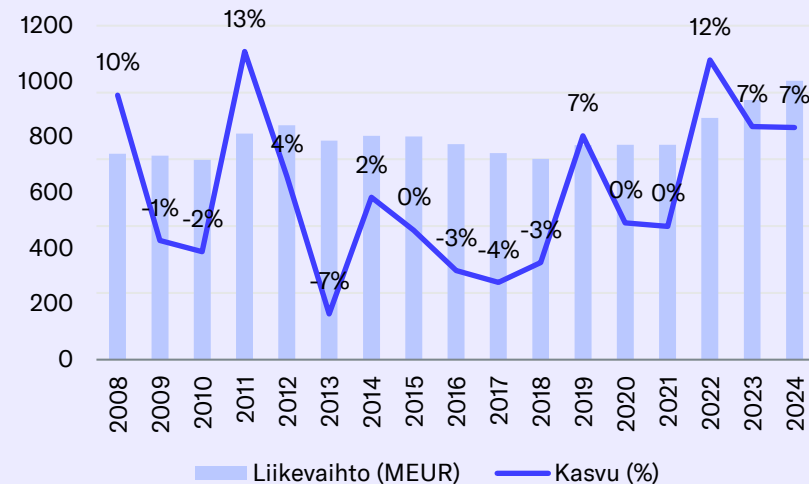
volyymin kasvua. Sian- ja naudanlihan myynti on puolestaan ollut laskussa Suomessa. Foodservice-myynti laski rajusti koronapandemian aikaan, mutta on tämän jälkeen kääntynyt jälleen kasvuun.

Tulostaso toipunut selvästi heikoista lähtökohdista

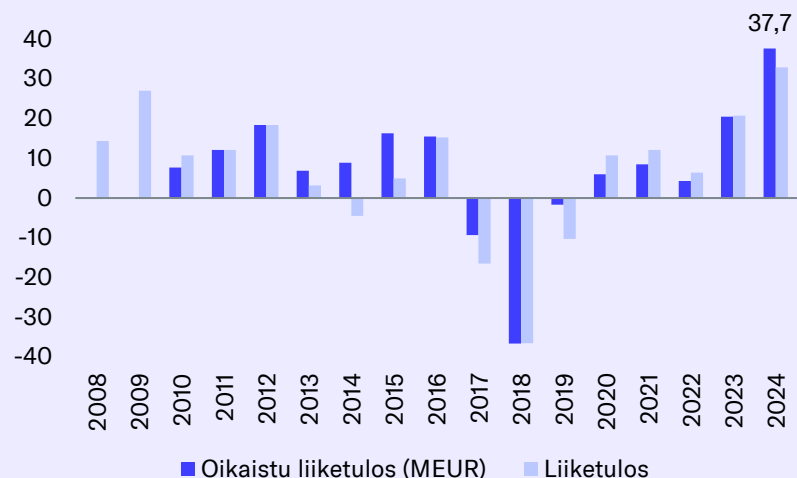
Suomen liiketoimintojen kannattavuus on heitellyt historiassa ja kokonaisuudessaan 2010-luvun tulossaldo jäi varsin heikoksi (2010-19 oikaistu liikevoitto yhteensä ~41 MEUR). Suurimmat takaiskut nähtiin vuosina 2017-18, jolloin yhtiöllä oli suuria tuotannollisia vaikeuksia Raumalle rakennetun uuden siipikarjatehtaan kanssa. Rauman tehtaan teurastuspään tuotantolinjastoja uusittiin vuonna 2020, mikä tuki tehokkuuden parantumista. Vuosina 2021-22 tulostaso on kärsinyt mm. koronapandemiasta, kustannusinflaatiosta ja Ukrainan sodan aiheuttamasta markkinashokista. Vuosina 2023-24 tulostaso parantui merkittävästi mm. toteutettujen tehostustoimien myötä sekä myyntihinnon noususta kompensoidaan markkinan kohonnutta kustannustasoa. Q2 2025 oli yhtiölle kymmenes perättäinen kvartaali, jolloin se pystyi parantamaan operatiivista tulostaan.

HKFoodsin bruttomarginaali on ollut historiassa varsin matala, konsernitasolla 3,2-6,8 % vuosina 2018-23 ja Suomen liiketoiminnoissa 7,0-7,7 % vuosina 2023-24. Kilpailijoilla, kuten Atrialla bruttomarginaali oli samalla aikavälillä 9,6-11,2 % (2024: 10,9 %), eli jonkin verran korkeampi, joskin kustannusrakenteet voivat hieman vaihdella eri maiden ja segmenttien välillä. HKFoodsin bruttokate on kuitenkin parantunut viime vuosina ja positiivinen kehitys jatkui edelleen 2025 alkupuoliskolla.

Liikevaihdon kehitys, HKFoods Suomi



Liiketuloksen kehitys, HKFoods Suomi¹



¹ Ei sisällä konsernihallinnon kustannuksia, jotka olivat 10 MEUR vuonna 2024 ilman vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä (oikaistu).

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/4

Investointikyky ja kulusäästöt tulokäänteen taustalla

Korkea velkaisuustaso on rajoittanut historiassa tehokkuutta parantavien investointien tekemistä, mikä on arviomme mukaan heikentänyt teollisten operaatioiden kilpailukykyä. Vuosien 2017-18 siipikarjainvestoinnin jälkeen HKFoodsin tuotantoinvestoinnit Suomen liiketoimintoihin ovat olleet poistoja matalammat, minkä seurauksena poistojen määrä (Suomi ja konsernihallinto) on ollut laskussa 2020-luvulla.

Investoinneissa nähtiin kuitenkin käänne vuoden 2023 aikana, sillä Suomen ulkopuolisten osien divestoinnit ja taseen vahvistuminen mahdollistivat yhtiölle Suomen investointien kasvattamisen. Yhtiö investoi mm. 10 MEUR Rauman siipikarjatehtaan leikkuun automatisointiin ja Forssan pakkauslinjaan, joiden tulosvaikutus on näkynyt 2024 Q3:lta alkaen. Yhtiö jatkaa tehostamisohjelmaa sisältäen sekä kulusäästöjä että investointeja, mutta suoraviivaisimmat tehokkuutta selkeästi nostavat toimenpiteet on käsittääksemme jo tehty. Vuoden 2025 puolivälin paikkeilla yhtiöllä on valmistunut kaksi kasvuhakuista investointia Euran kypsien tuotteiden linjastoon ja Vantaan valmisateriatuotantoon.

Velkaisuus ollut koholla yhtiön historiassa

HKFoods on historiassa hyödyntänyt merkittävää velkarahoitusta yritysosovetoisen kasvun ja investointien rahoittamiseksi. Luopuminen puolalaisen lihajätin Sokolowin omistajuudesta korjasi taseen velkaisuuden terveelle tasolle ja vuoden 2014 lopussa yhtiön nettovelkaantuneisuusaste oli vain 31,8 % ja nettovelka 142 MEUR. Vuosina 2015-17 toteutettu suuri investointi uuteen Rauman siipikarjanlihaysikköön sekä yksikön käynnistysvaikeuksiin liittynyt operatiivisen tulostason lasku johtivat jälleen velkatasojen merkittävään nousuun. Vuoden

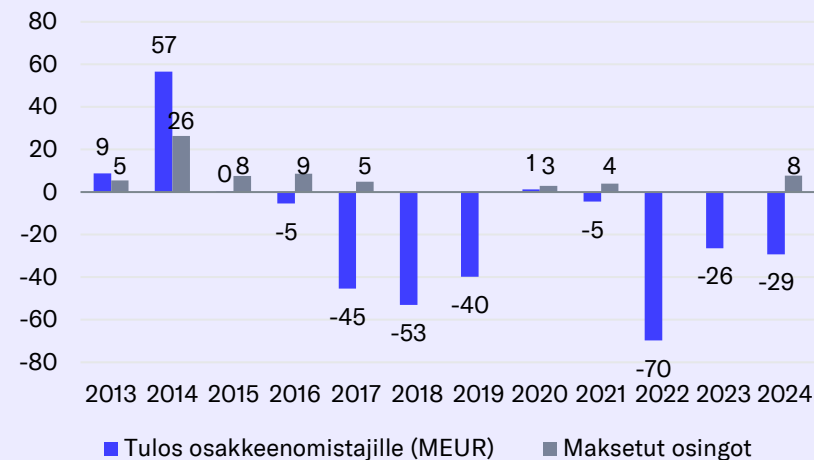
2018 lopun nettovelkaisuusaste oli kohonnut 89 %:iin ja nettovelka 289 MEUR:oon. Vuoden 2019 aikana yhtiö vahvisti tasettaan osakeannilla, jossa yhtiö keräsi yhteensä 72 MEUR:n bruttovarat ja samalla osakkeiden lukumäärä kasvoi 83 %:lla.

Osakeannin jälkeen velkaisuustaso pysyi melko kireänä, joskin itse nettovelkaisuusaste säilyi vuodet 2020-21 yhtiön asettaman tavoitteen mukaisesti alle 100 %:ssa. Tasetta kevennettiin vuonna 2021 yhtiön Vantaalla sijaitsevan tehdas- ja logistiikkakiinteistön myynnillä. HKFoods sai kauppahintana 77 MEUR ja jäi vuokralle myymiinsä tiloihin, minkä johdosta vuokrasopimusvelat kasvoivat liki kauppahintaa vastaavalla summalla. Liiketoiminnan heikohko kannattavuus ja käyttöpääoman sitoutuminen Ukrainan sodan ja kustannusten nousun keskellä paisuttivat velkaa ja nostivat konsernin nettovelkaisuusasteen jälleen 124 %:iin vuoden 2022 aikana.

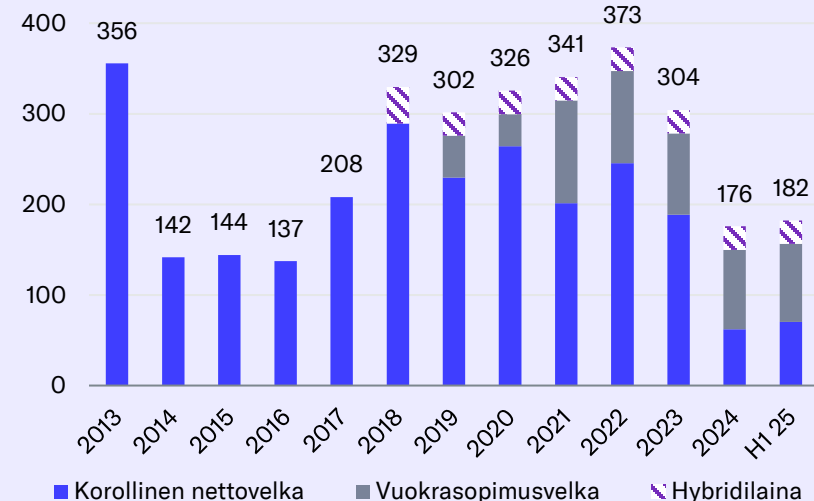
Divestoinneista ratkaisu velan vähentämiseksi

Velan noustua jälleen kestäättömälle tasolle, HKFoods alkoi divestoidaan Suomen ulkopuolisia toimintoja vuodesta 2022 alkaen. Baltian liiketoimintojen myynnistä virolaiselle AS Maag Gruppenille sovittiin joulukuussa 2022 ja kauppa toteutui elokuussa 2023. Baltian liiketoimintojen liikevaihto vuonna 2022 oli 196 MEUR ja oikaistu liikevoitto vaihdellut nollan molemmin puolin vuosina 2020-22. Divestoinnin kiinteä kauppahinta oli 70 MEUR, josta 15 MEUR maksetaan/maksettiin myöhemmin (2024-25). HKFoodsille kuului myös alkujaan korkeintaan 20 MEUR lisäkauppahinta (maksut 2025-28), jonka lopullinen suuruus on riippuvainen ostajan ja myydyin liiketoiminnan tuloksen kehittymisestä (lisäkauppahinnan tasearvo H1'25: 6,9 MEUR alaskirjausten jälkeen). Kauppahinta oli mielestämme hyvä myydyin liiketoiminnan heikkoon tulostasoon nähden.

Nettotulos ja osinko (sisältäen lopetetut toiminnot)



Korollinen nettovelka + hybridilaina (MEUR)¹



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

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/4

Ruotsin liiketoimintojen myynnistä ruotsalaiselle Lantmännen ek förille tiedotettiin 2023 joulukuussa ja kauppa toteutui maaliskuussa 2024. Ruotsin liiketoimintojen liikevaihto vuonna 2022 oli 745 MEUR ja oikaistu liikevoitto keskimäärin noin 20 MEUR vuosina 2020-22. Divestoinnin velaton kauppahinta oli laskujemme mukaan noin 129 MEUR, mihin sisältyi 60 MEUR:n käteisvastike, 50 MEUR velan takaisinmaksu, 13 MEUR leasing-velkojen siirtyminen sekä 5-6 MEUR:n arvosta HKFoodsin osakkeita (7,5 miljoonaa osaketta). Edellämainittujen yhteensä 129 MEUR erien lisäksi Lantmännen otti myös vastatakseen Ruotsin liiketoimintojen 55 MEUR:n factoring-velat. Ruotsin divestoinnin kauppahinta oli mielestämme melko matala suhteessa liiketoiminnan tulostasoon (EV/EBIT alle 10x riippumatta huomioiko factoring-velan osana kauppahintaa).

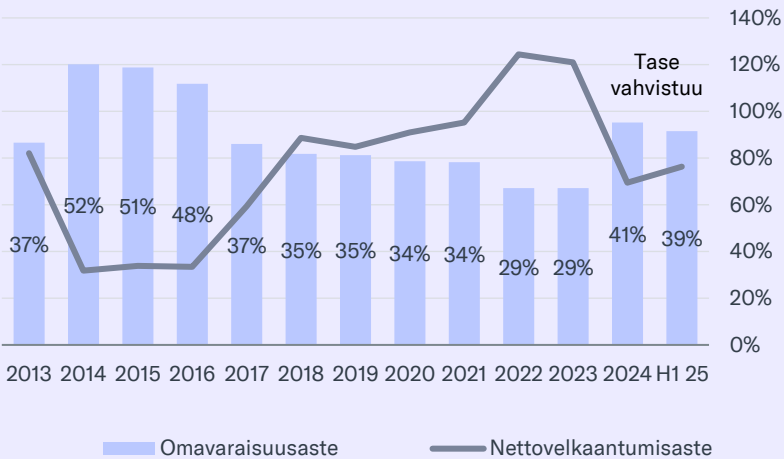
Tanskan liiketoimintojen myynnistä hollantilaiselle Plukon Food Groupille tiedotettiin toukokuussa 2025 ja kauppa toteutui lokakuun lopussa. Velaton kauppahinta oli noin 45 MEUR. Liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2023 oli 230 MEUR ja vuosien 2021-23 oikaistu liikevoitto on ollut välillä 0-3 MEUR. Siipikarjaan keskittynyt liiketoiminta oli kilpailukyvyltään heikkoa ja tuloksen kasvattaminen olisi vaatinut HKFoodsilta merkittäviä kehitysinvestointeja, joten luopuminen oli mielestämme looginen päätös yhtiön taloudellinen tilanne huomioden. Divestoinnin kauppahinta alitti selvästi hinnan, jolla HKFoods osti liiketoiminnan itselleen vuonna 2010 (velaton kauppahinta 71 MEUR). HKFoodsin yhteenlaskettu oikaistu liiketulos Tanskasta vuosina 2011-23 oli yhteensä -34 MEUR.

Velkaisuus saatu lasku-uralle divestointien jälkeen

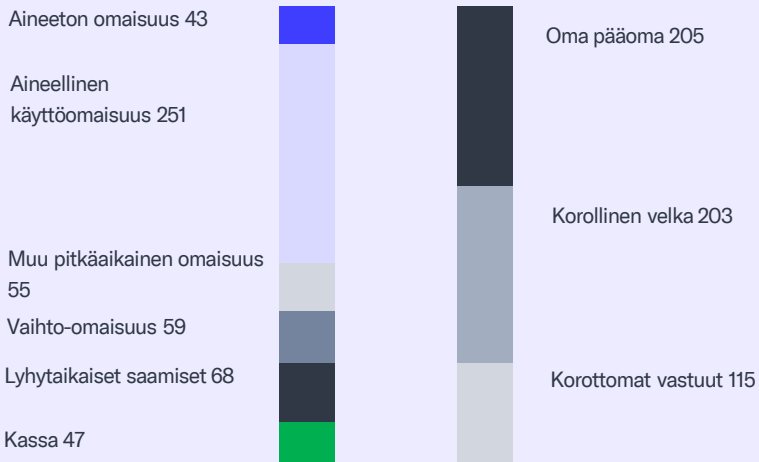
Ruotsin, Baltian ja Tanskan divestointien toteuduttua HKFoodsin nettovelka laski 150 MEUR:oon 2024 lopussa (2,6x käyttökatte) ja oli 156 MEUR:oon kesäkuussa 2025 (2,5x käyttökatte), jolloin käyttöpääoma on kausiluonteisesti korkeampi. Jos IFRS 16:n mukaisia vuokrasopimusvelkoja ei huomioida, olisi korollista nettovelkaa ollut H1 25 lopussa enää 70 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli taseessa 26 MEUR:n hybridilaina, joka tosin uudelleenrahoitettiin pienemmällä ja edullisemmalla hybridillä elokuussa 2025. Nettovelkaantumisaste oli H1 25 lopussa enää 76 % ja omavaraisuusaste 39 %. Velkaisuutta kuvaavat tunnusluvut täyttävät yhtiön lainoja koskevat kovenanttiehdot.

HKFoodsilla on vielä kauppahintasaamisia Baltian divestointiin liittyen vuosina 2025-28, josta 10 MEUR kiinteää kauppahintaa erääntyy Q3 2025. Arviota mahdollisesti myöhempinä vuosina maksettavasta lisäkauppahinnasta on alaskirjattu (tasearvo H1 25 lopussa: 6,9 MEUR), koska myydyn liiketoiminnan käyttökatte on kehittynyt alkuperäistä oletusta heikommin.

Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste



Tase kesäkuun 2025 lopussa (MEUR)



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 4/4

Kallis hybridi korvataan pienemmällä ja edullisemmalla

HKFoods laski liikkeelle elokuussa 2025 uuden 20 MEUR:n hybridilainan, jonka vuotuinen korko on 8,75 % ja aikaisin mahdollinen lunastusajankohta 3 vuotta liikkeeseenlaskusta. Varoja käytetään mm. kalliimman 26 MEUR:n hybridin lunastamiseen, minkä myötä hybridilainojen vuotuinen juokseva kustannus laskisi arviomme mukaan noin 1,8 MEUR:oon/v (vanhassa noin 4 MEUR/v).

Joukkovelkakirjalainan korko korkea, mutta näemme mahdollisuuden edullisempaan uudelleenrahoitukseen

Uuden hybridilainan liikkeellelaskun myötä yhtiön vakavaraisuus säilyy kohtuullisena, mikä tukee mahdollisuutta yhtiön senioriehtoisen 90 MEUR:n joukkovelkakirjalainan (JVK) uudelleenrahoittamiseen aikaisempaa edullisemmin ehdoin. JVK erääntyy 17.6.2027 ja sen korko on 7,5 % + 3kk Euribor, mutta sitä hinnoitellaan jälkimarkkinoilla selvästi edullisemmin (7.8.2025 implisiittinen korkotaso noin 3 %-yksikköä edullisempi), mikä arviomme mukaan viittaa mahdollisuuteen alentaa korkokustannuksia seuraavan uudelleenrahoituksen yhteydessä.

Käyttöpääoma tehostunut viime vuosina

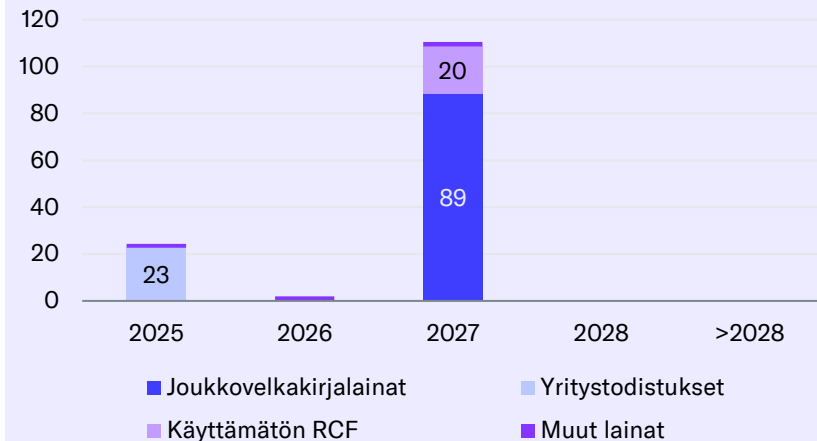
Kustannusinflaation vaikutuksesta HKFoodsin taseen käyttöpääomaan sitoutui vuoden 2022 aikana lähes 21 MEUR enemmän rahaa kuin vuotta aikaisemmin (sisältäen lopetetut toiminnot). Kustannustason tasaantuminen ja yhtiön varastotasojen lasku käänsivät kehityksen vuonna 2023, jolloin käyttöpääomaa vapautui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

myös vuoden 2024 aikana. H1 25 lopussa yhtiön käyttöpääoma oli 14 MEUR matalampi verrattuna vuodentakaiseen, mihin osaltaan vaikuttanee naudanlihan saatavuushaasteiden vuoksi matalat naudanlihan pakkasvarastotasot.

Käyttöpääomaa rahoitetaan factoringilla

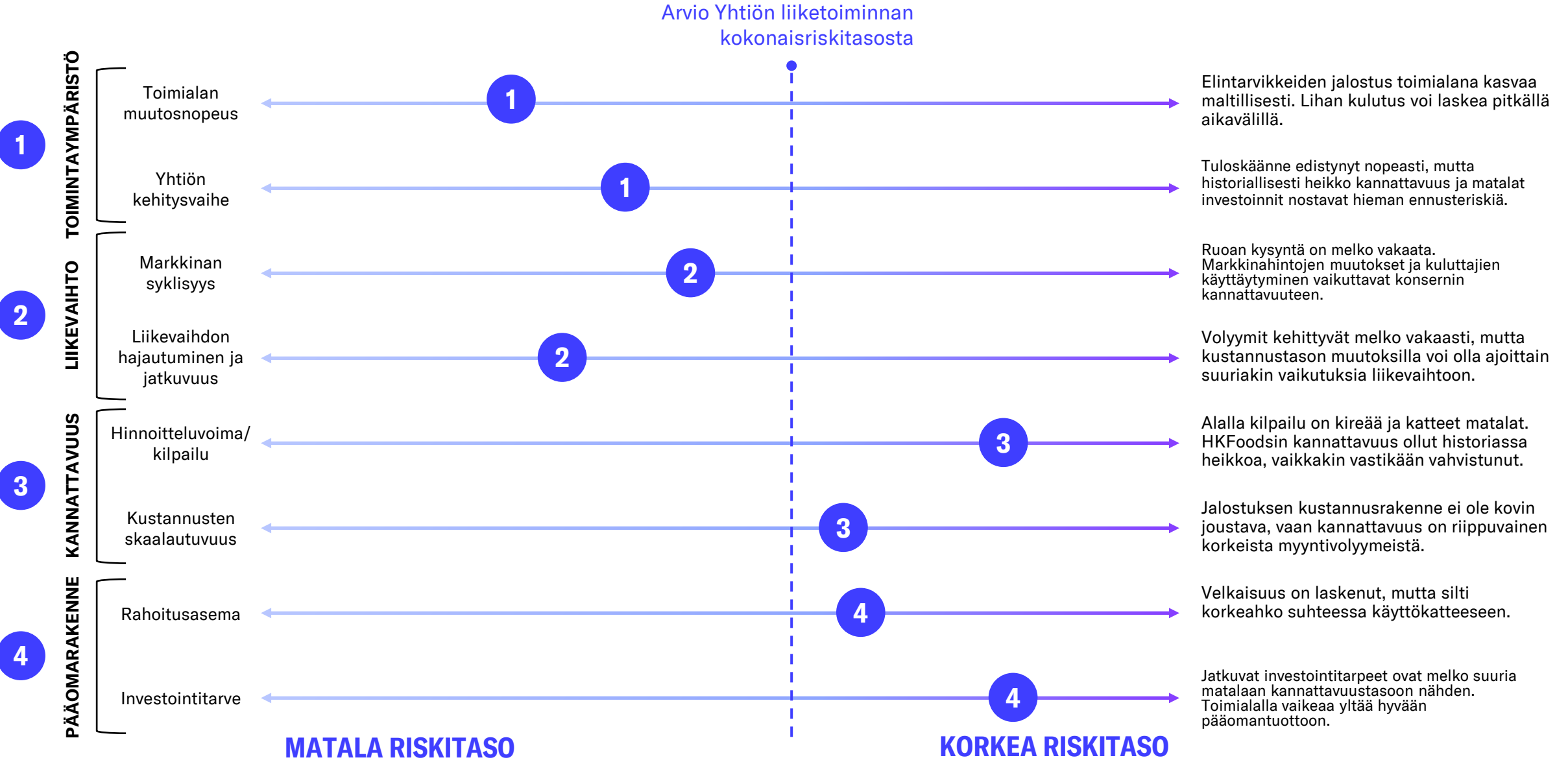
Monien elintarvikealan yhtiöiden tapaan HKFoods hyödyntää factoring-rahoitusta osana liiketoimintaansa. Merkittävä osa HKFoodsin myyntisaamisista liittyy vakavaraisille kaupan alan yhtiöille, kuten Keskolle ja S-ryhmälle toimitettaviin tuotteisiin. Kyseisten asiakkaiden vakavaraisuus on HKFoodsia parempi ja rahoitusriski siten matalampi, joten saamisten myynti factoring-rahoittajille on siksi järkevää. Factoring-rahoituksen tarkkaa määrää ei raportoida julkisuuteen. Ruotsin toimintojen Factoring-velat olivat divestoinnin aikaan noin 55 MEUR (reilut 7 % liikevaihdosta), mikä voi antaa suuntaa HKFoodsin Suomen factoring-rahoituksen mittakaavasta. Emme ole sisällyttäneet factoring-rahoitusta velkalaskelmiimme.

Korollisten velkojen erääntymisjakauma (MEUR)



H1'25: Korollisia velkoja yhteensä 117 MEUR. Ei sisällä hybridilainoja tai nostamatonta valmiusluottoa (RCF). Muut lainat sisältää mm. ECA-vientirahoitusta.

Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Investointien keskittäminen Suomeen mahdollistaa tehokkuuden vahvistamisen

2

Markkinan kokonaiskasvu on hidasta, mutta HKFoods panostaa kasvaviin alasegmentteihin

3

Ohuet marginaalit alttiita kärsimään toimintaympäristön muutoksista

4

Tase on vahvistunut, mutta ei aivan riskitön. Rahoituskulut ovat yhä korkeat

5

Tuloskäänteen jatkuessa yhtiöstä voisi tulla defensiivinen osingonmaksaja

Potentiaali

- Kaupallisesti vahva asema Suomessa mittakaavan ja tunnettujen brändien kautta
- Panostukset siipikarjaan sekä muihin kasvaviin segmentteihin kuten valmisruokaan
- Keskittyminen Suomeen mahdollistaa investointien keskittämisen ja teollisen tehokkuuden vahvistamisen
- Tuloskäänteen jatkuessa tase vahvistuisi, rahoituskulut laskisivat ja yhtiöstä voisi tulla defensiivinen osingonmaksaja

Riskit

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

Markkina 1/3

Kohdemarkkina PT-kaupassa noin 4 miljardia euroa

HKFoodsin päätuoteryhmien markkinan koko päivittäistavarakaupassa (PT) oli 4,1 miljardia euroa vuonna 2024. Olemme laskeneet HKFoodsin päätuoteryhmiäsi naudanlihan, sianlihan, siipikarjan lihan, makkarat ja leikkeleet, muut lihatuotteet, valmisruoat sekä pizzat ja suolaiset piirakat. Määritelmän ulkopuolelle jää joitakin HKFoodsille vähemmän olennaisia kohdemarkkinoita, kuten esimerkiksi kalatuotteet, joita yhtiö myy vuonna 2021 ostetun Jokisen Eväät -yhtiön kautta. Myös foodservice-kanava jää määrittelyn ulkopuolelle.

Päivittäistavarakaupassa HKFoodsin kohdemarkkinat jakautuvat useisiin eri kategorioihin. Makkarat, leikkeleet ja muut lihajalosteet muodostavat jopa noin 1,2 miljardin euron kohdemarkkinan. Tuoreen punaisen lihan myynti on lisäksi reilun 0,5 miljardin ja siipikarjan myynti tasan 0,5 miljardin markkina Suomessa. Valmisruoat muodostavat suuren, noin 1,4 miljardin markkinasegmentin. Pizza- ja piirassegmentti on reilut 0,4 miljardia.

Foodservice-kanava noin viidennes PT-markkinasta

Arvioimme HKFoodsille merkittävän foodservice-markkinan kooksi Suomessa noin 600-700 MEUR, eli noin 15-17 % suhteessa vähittäiskaupamarkkinaan. Foodservice-tukku kaupan kokonaisliikevaihto Suomessa on noin 16 % suhteessa elintarvikemyynnin arvoon PT-kaupassa, mikä tukee arviotamme.

Markkinan volyymikasvu on maltillista ja defensiivistä

PT-markkinan päätuoteryhmien liikevaihtoon katsottuna HKFoodsin kohdemarkkina kasvoi PTY:n tilastojen perusteella keskimäärin 5,8 %/v viimeisen viiden vuoden

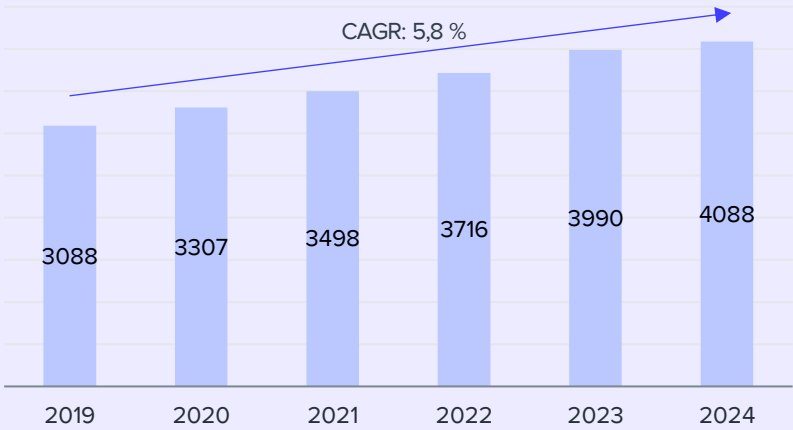
aikana (2020-24). Kasvusta peräti 4 %-yksikköä on syntynyt hintojen nousun vaikutuksesta. Hintojen nousu on ollut erityisen voimakasta vuosien 2022 ja 2023 aikana, jolloin hintataso nousi noin 9-10 %:n vuosivauhtia. Vuonna 2024 kohdesegmenttien hintataso sen sijaan laski 1 %:lla.

Kohdemarkkinan volyymikasvu on maltillista (2020-24: keskimäärin 1,8 %/v), mutta samalla defensiivistä eli volyymeissä ei yleensä esiinny suuria vaihteluita. Volyymikasvun näkökulmasta merkittävimpiä kasvusegmenttejä Suomen vähittäiskaupassa ovat viime vuosina (2020-24) olleet mm. valmisruoat (7,6 %/v) ja siipikarja (3,7 %/v). Naudan kulutus on kasvanut maltillisesti (1,8 %) ja sianlihan myynti puolestaan laskenut keskimäärin 2,7 %/v. Yksittäisten segmenttien kohdalla kasvukehityksessä on nähtävissä melko merkittävääkin vaihtelua yksittäisten vuosien osalta.

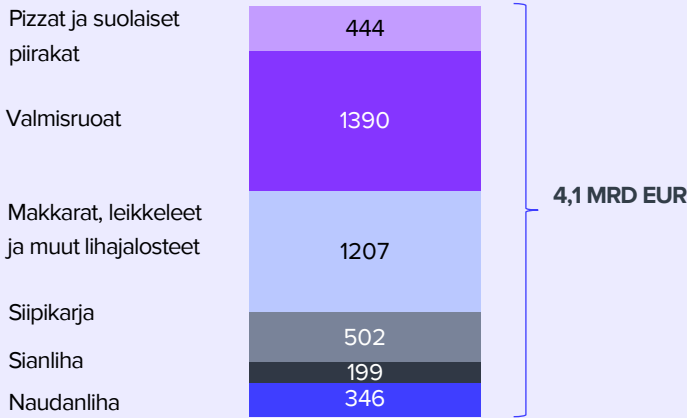
Vientimarkkinat ovat erittäin suuret

Globaalit lihan ja lihajalosteiden markkinat ovat valtavat, sillä FAO:n mukaan lihaa tuotettiin noin 373 miljoonaa tonnia vuonna 2024. Tästä noin 42 miljoonaa tonnia kulutettiin eri maassa, kuin missä liha oli tuotettu. Lihan kulutuksen arvioidaan kasvavan maltillista vauhtia. Kulutuksen kasvusta suurin osa syntyy kehittyvillä markkinoilla. Korkean elintason maissa lihan kulutuksen arvioidaan pysyvän vakaana tai jopa laskevan hieman. HKFoodsin viennistä suuri osa kohdistuu korkean elintason maihin, kuten EU-maihin ja Japaniin. Näillä markkinoilla HKFoodsin vientilihan kilpailukyky perustuu ainakin osittain sen korkeaan laatuun ja antibioottivapauteen. Myös esimerkiksi Kiina on HKFoodsille merkittävä, joskin selvästi hintavetoisempi vientimarkkina.

Markkinan koko HKFoodsin päätuoteryhmissä PT-kanavassa (MEUR)¹



Markkinan jakautuminen tuoteryhmiin (MEUR, 2024)²



Markkina 2/3

Kulutustottumusten muutos on suosinut siipikarjaa

Tilastojen valossa siipikarjan lihan kulutus on ollut kasvussa jo pitkään Suomessa. Vuonna 2024 keskiarvo suomalainen söi siipikarjan lihaa 31 kg, kun vielä vuonna 2000 vastaava luku oli 13 kg. Sian- ja naudanlihan kulutus on sen sijaan laskenut. Sianlihan keskimääräinen kulutus Suomessa on laskenut vuoteen 2022 mennessä 25 % vuoden 2011 huipputasolta. Naudanlihan kulutus puolestaan kääntyi Suomessa hienoiseen laskuun vuonna 2018 ja on laskenut 9 % huipputasoltaan, joskin kulutus on ajoittain myös hieman elpynyt kuten vuonna 2024. Naudanlihan kulutuksen osalta laskutrendi ei ole yhtä selkeä kuin sianlihassa ja siihen lienee osaltaan vaikuttaneet myös hintatason vaihtelut ja kuluttajien ostovoiman kehitys.

Arvioimme kulutustottumusten toteutuneiden muutosten johtuvan mm. terveydellisistä syistä, ostovoimasta, demografisesta muutoksesta ja eläinproteiineihin liittyvien vastuullisuuskysymysten nousemisesta esiin aiempaa voimakkaammin. Siipikarjan liha on vähärasvaisempaa ja sillä on terveellisempi maine verrattuna punaiseen lihaan. Lihan tuottajahinnat ovat nousseet merkittävästi vuosina 2022-23, mutta lihalajien hintakehitysten välillä ei ole isossa kuvassa nähtävissä valtavia eroja, jotka voisivat selittää toteutuneita kulutustottumusten trendejä. Naudanlihan yleisesti korkeampi hintataso kuitenkin tekee siitä lyhyessä juoksussa muita lihalajeja herkemmän kuluttajien ostovoiman muutoksille.

Lihan kokonaiskulutus ei kasva kehittyneissä talouksissa

Arviot lihan kulutuksen kehityksestä ovat hieman vaihdelleet viime vuosina. Luonnonvarakeskus arvioi vuonna 2021 lihan kokonaiskulutuksen per henkilö (sisältäen mm. siipikarjan lihan) laskevan Suomessa

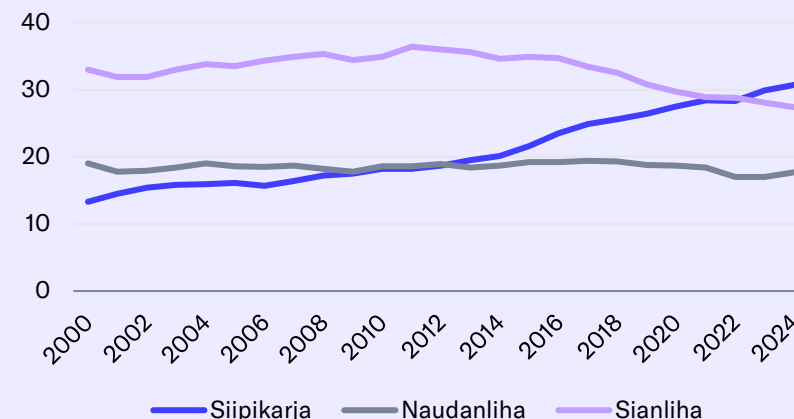
yhteensä noin 1-2 % kuluvaan vuosikymmenen aikana, missä huomioitiin toisaalta siipikarjan kysynnän kasvu sekä punaisen lihan kysynnän lasku. Vuositasolla kokonaislihankulutuksen muutos on siten erittäin pientä. Myös koko Euroopan tasolla kuluttajakohtaisen lihankulutuksen arvioidaan laskevan hieman punaisen lihan kulutuksen laskiessa¹. Globaalisti lihankulutus kasvaa maltillisesti kehittyvien markkinoiden vetämänä.

Toistaiseksi ilmaston huomioiminen ei ole merkittävästi vaikuttanut lihankulutukseen. Uudet ravitsemussuosituksot vaikuttivat leikkeleiden kysyntää heikentävästi Suomessa vuoden 2024 lopulla, mutta on epäselvää kuinka pysyväksi vaikutus jää. Vaihtoehtoisten kasviproteiinien kulutus on isossa kuvassa kasvanut, mutta trendi ei ole kehittynyt lineaarisesti. Kasviproteiinituotteiden kysynnän kasvu hidastui Suomessa vuosina 2021-23 ja kääntyi ainakin osittain laskuun. Arvioimme kasviperäisten tai vaihtoehtoisten proteiinien kuitenkin korvaavan eläinperäisiä proteiineja pitkällä aikavälillä, joskin muutos toteutunee hitaasti. Lihan kulutuksen laskusta huolimatta HKFoodsin kohdemarkkinat voivat kasvaa mm. korkeamman lisäarvon tuotteiden, kuten valmisruokien ja muiden jalosteiden kautta. Siksi arvioimme kohdemarkkinan kehittyvän keskipitkällä aikavälillä pitkälti linjassa muun perinteisen elintarviketeollisuuden kanssa eli karkeasti kohdemarkkinoiden BKT:n kehityksen mukaisesti.

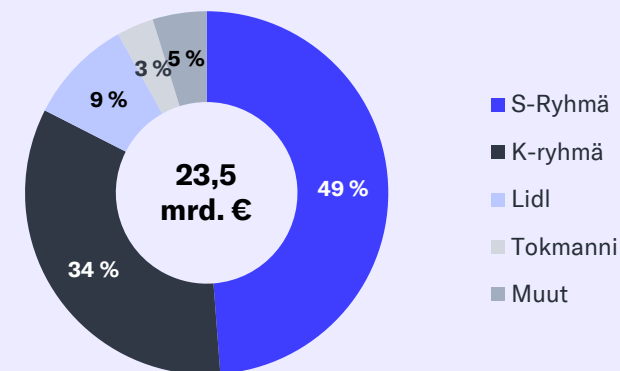
Vähittäiskauppa keskittynyt isoille toimijoille

Yksi Suomen elintarvikemarkkinan erityispiirteistä on päivittäistavarakaupan vahva keskittyminen muutamalle suurelle toimijalle. Vuonna 2024 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä 23,5 miljardia euroa, josta S-ryhmän markkinaosuus oli 49 % ja K-ryhmän 34 %.

Lihan kulutus Suomessa (kg/henkilö)



Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2024)



Markkina 3/3

Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 9 %:n osuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä rajoittaa HKFoodsin ja muiden toimijoiden neuvottelu- ja hinnoitteluvoimaa. HKFoods pyrkii painottamaan tässä asetelmassa brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa.

Private labelin osuus pysynyt suhteellisen vakaana

Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi HKFoodsin hinnoitteluvoimaa heikentävät kaupan omat merkit (mm. Suomessa Pirkka, K-Menu, Kotimaista ja Coop). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuonna 2024 PTY:n tilastojen mukaan 24 %. Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden katteet ovat brändituotteita heikommat. HKFoods tai sen kilpailijat eivät raportoi jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä.

Taloudelliset resurssit heijastuvat markkina-asemaan

HKFoodsin Suomen liikevaihto on kasvanut vuosien 2020-24 aikana keskimäärin 4,6 % (ilman Puolan kirjausteknistä kasvua), eli aavistuksen hitaammin kuin yhtiön kohdesegmentit Suomessa (5,8 %). Arvioimme HKFoodsin tiukan taloudellisen tilanteen ja matalahkon investointikyvykkyyden painaneen kasvumahdollisuuksia aiempina vuosina. Vuoden 2024 aikana yhtiö kuitenkin kertoi kaupallisista onnistumisista ja raportoi markkinoita vahvempaa kasvua, joten tilanne näyttäisi ainakin lyhyellä aikavälillä kehittyneen parempaan suuntaan. Uudet vuonna 2025 valmistuvat kasvuhakuiset investoinnit voisivat

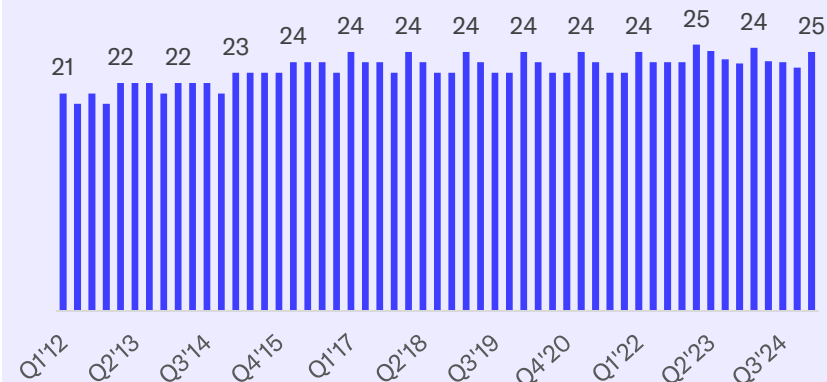
edelleen tukea kasvua suhteessa markkinaan. Taseen vahvistuminen ja investointikyvyn parantuminen ovat keskeisiä tekijöitä markkina-aseman vahvistamiseksi pitkällä aikavälillä.

Arvioimme HKFoodsin kilpailuvahvuuksiksi suuren mittakaavan ja tunnetut brändit Suomessa suhteessa pienempiin kotimaisiin lihajalosteiden valmistajiin tai tuontilihaan. Kotimaisiin pääkilpailijoihin nähden emme kuitenkaan näe merkittäviä kilpailuetuja. Läheiset suhteet kotimaisten lihantuottajien kanssa tarjoavat HKFoodsille suhteellisen hyvän näkyvyyden lihanhankintaan ja vähentävät globaalien hinnanvaihteluiden vaikutusta yhtiön raaka-ainekustannuksiin.

Kilpailtu, mutta vakaa markkinaympäristö

HKFoodsin merkittävimpiä kilpailijoita ovat Suomessa Atria, Snellman ja Saarioinen. Kilpailu on lihanjalostuksessa ja valmisruoissa kireää, mutta emme odota kilpailuympäristön muuttuvan merkittävästi lähitulevaisuudessa. Matalakatteinen ja perinteinen toimiala ei varsinaisesti houkuttele ulkomaisia toimijoita investoimaan Suomeen paikalliseen tuotantoon. Arvioimme pohjoismaisen lihanjalostusteollisuuden keskittyvän tulevana vuosina entisestään alan suurimmille toimijoille. Myös kilpailijat kohdistavat kasvupanoksiaan kasvaviin segmentteihin, kuten siipikarjaan ja valmisruokiin.

Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia keskittyy tulokasvuun perustekemisen kautta

HKFoods päivitti strategiaansa elokuussa 2025, minkä yhteydessä se myös nosti taloudellisia tavoitteita aiempaa kunnianhimoisemmiksi mm. kannattavuuden, vakavaraisuuden ja osingonmaksun osalta. Toiminnallisesti uusi strategia keskittyy nähdäksemme lähivuosien tulokasvun kannalta olennaisiin ja toimialalle tyypillisiin perusasioihin. Visiona on olla ruokahetkien arvostetuin kumppani, mikä tarkoittaa että yhtiö pyrkii vastaamaan asiakkaiden ja kuluttajien muuttuviin tarpeisiin. Yhtiöllä on aiemmin historiassa ollut vaiheita, jolloin se on pyrkinyt selkeämmin varautumaan markkinan nopeaan muutokseen ja kasviperäisten tuotteiden kysynnän kasvuun. Nykyisen strategian taustalla vaikuttavia markkinatrendejä ovat nähdäksemme mm. suhteellisen vakaana säilynyt kysyntä tutuille lihatuotteille sekä toisaalta helppouden korostuminen kuluttajien valinnoissa, mikä suosii yhä enemmän valmiita ja pidemmälle jalostettuja tuotteita.

Tase ja kannattavuus saatu terveemmälle pohjalle

HKFoods toteutti onnistuneen tuloskäänteen vuosina 2023-24 divestoinnilla ulkomaiden operaatioita ja keskittymällä pääasiassa Suomen liiketoimintoihin. Yhtiö jatkaa edelleen divestointien jälkeistä kaksivuotista tehostamisohjelmaa ja pyrkii optimoimaan uuden rakenteen mukaiset operaatiot ja hallinnon mahdollisimman tehokkaiksi. Samalla yhtiö pyrkii vahvistamaan tasetta ja laskemaan rahoituskustannuksia asteittain. Velkaisuus on saatu hallintaan ja lasku-uralle. Taseen vahvistuminen ja investointien keskittäminen Suomeen ovat mahdollistanut investointien kasvattamisen, sisältäen sekä tehokkuuden parantamiseen että myös kasvuun tähtääviä investointeja.

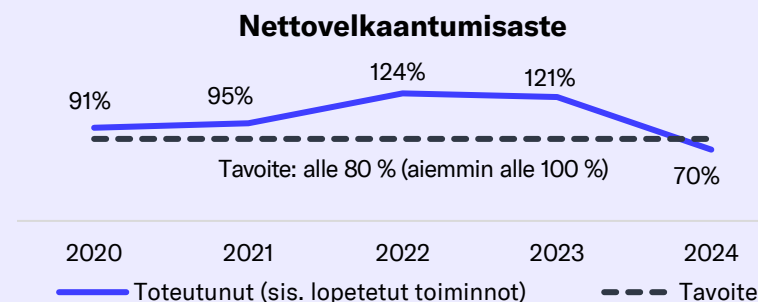
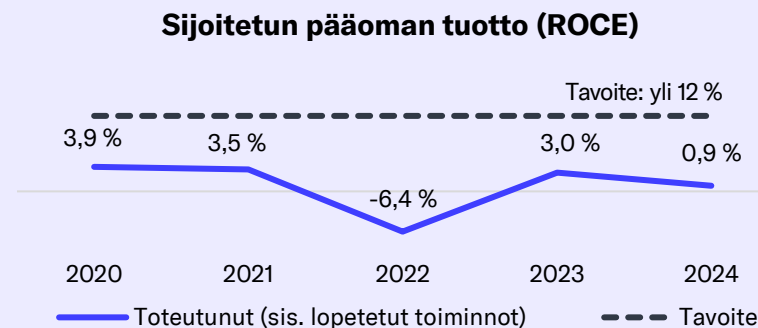
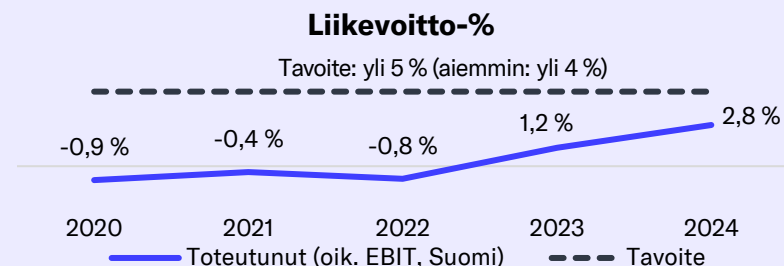
Kannattavuustavoitteesta tullut aiempaa realistisempi

HKFoodsin tavoitteena on saavuttaa yli 5 %:n liikevoittomarginaali (aiemmin yli 4 %), mikä on näkemyksemme mukaan relevantti, joskin kunnianhimoinen tavoitetaso yhtiön nykyiset lähtökohdat ja toisaalta Suomen lihanjalostusmarkkinan tyypillinen kannattavuustaso huomioiden. Tavoite vaikutti pitkään kaukaiselta, mutta liikevoiton nousu noin 3 %:n paikkeille vuosina 2024-25 on tarjonnut evidenssiä kokonaisvaltaisemmasta muutoksesta kannattavuustasossa. Suoraviivaisimmat kannattavuutta parantavat toimenpiteet on nyt käsittääksemme toteutettu ja näkyvät jo toteutuneissa tulosluvuissa, joten merkittävä parantaminen vielä nykytasolta ei ole itsestään selvää. Kilpailijat, kuten Atria Suomi ja Snellman ylsivät jopa noin 4,7 %:n EBIT-marginaaliin 2024, mikä voisi puoltaa lisä nousuvaraa myös HKFoodsille. Kuitenkin erityisesti Atria on investoinut operaatioihinsa huomattavasti enemmän. Ennustemme olettavatkin, että jatkossa HKFoodsin tulokasvu on selkeämmin sidoksissa liikevaihdon kasvuun ja mahdollisiin pääomavaltaisiin investointeihin.

Kasvua siipikarjasta ja jalostusasteen nostamisesta

Kasvun kannalta yhtiön tärkeimpiä segmenttejä ovat siipikarja, valmisruoat ja erilaiset valmiit tai puolivalmiit ateriakomponentit. Yhtiöllä on valmistunut vuoden 2025 puolivälin paikkeilla kaksi kasvuhakuista investointia, joista toinen liittyy kypsien tuotteiden linjastoon Euran tehtaalla (10 MEUR investointi), jolla pyritään vastaamaan erityisesti foodservice-asiakkaiden tarpeisiin. Toinen (5 MEUR) puolestaan kohdistuu Vantaan valmisateriatuotantoon. Arvioimme yhtiön pystyvän kasvamaan karkeasti elintarvikemarkkinan keskimääräisen maltillisen kasvutahdin mukaisesti (pitkällä aikavälillä noin 2 %/v). Jalostusasteen kasvu on keskeinen ajuri sekä markkinan että HKFoodsin kasvunäkymille.

Vuonna 2025 päivitetty taloudelliset tavoitteet



Osingonjakosuhde nettotuloksesta

Tavoite: yli 50 % (aiemmin yli 30 %)

Osingonmaksu ollut vaihtelevaa mm. tasehaasteista johtuen

Ennusteet 1/5

Vaisu markkina painaa kuluven vuoden kasvua

HKFoods ei anna numeerista ohjeistusta liikevaihdon kasvulle eikä yhtiöllä myöskään ole numeerista liikevaihtotavoitetta. Arvioimme vuoden 2025 liikevaihdon kasvun jäävän aavistuksen negatiiviseksi (-0,4 %) olettaen myyntivolyymien hieman elpyvän H2:lla verrattuna heikkoon Q2:een, mihin vaikutti mm. kylmä kevät ja elintarvikealan lakot. Päivittäistavarakaupan kysyntä on ollut alkuvuonna vaisua erityisesti lihan osalta (arvon kehitys -0,6 %) ja myös foodservice segmentissä on ollut tahmeaa (-0,9 %). Ennustamme liikevaihdon kasvuksi 2025 H2:lla 0,7 %. Ennusteemme eivät olela merkittävää kuluttajakysynnän piristymistä vuoden jälkipuoliskolle, mutta niissä näkyy pieni positiivinen vaikutus vuoden 2025 puolivälin paikkeilla valmistuneista kasvuinvestoinneista kypsiin tuotteisiin ja valmisaterioihin. Myös siipikarjan viennin käynnistyminen Kiinaan 2024-25 vuodenvaihteen tienoilla tukee vuoden 2025 liikevaihtoa, joskin vaikutus on melko pieni.

Talouden piristyminen näkyy vuoden 2026 ennusteissa

Arvioimme kuluttajien ostokäyttäytymisen elpyvän vuonna 2026, mihin vaikuttaa mm. korkotason lasku ja Suomen talouden piristyminen syklisen toimialojen toipuessa. Esimerkiksi Nordea ennustaa yksityisen kulutuksen kasvavan 1,5 % vuonna 2026 (2025e: -1,0 %) sekä maltillista nousua inflaatiossa, jotka yhdessä tukevat myös HKFoodsin markkinoiden kasvua. Lisäksi edellä mainitut HKFoodsin investoinnit tukevat myös 2026 kasvunäkymiä. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 2,5 % vuonna 2026 ja 2,0 % vuosina 2027-28. Ennustamme orgaaninen kasvu vastaa vuodesta 2027 alkaen pitkälti markkinan kasvuvauhtia. Kasvu syntyy isossa kuvassa inflaatiosta ja tuotemixin parantumisesta kohti korkeamman lisäarvon ja

jalostusasteen tuotteita.

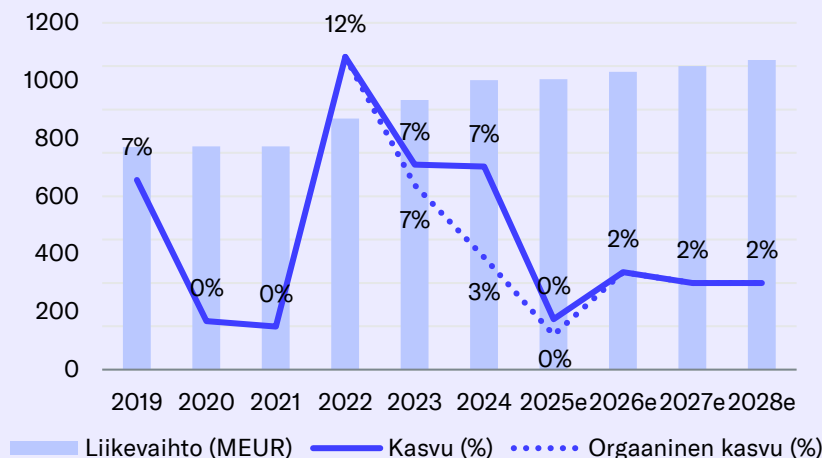
Tehokkuus ja parempi tuotemix näkyvät katteissa

Arvioimme HKFoodsin pystyvän edelleen parantamaan bruttokatemarginaaliaan maltillisesti tulevina vuosina mm. pienten tehokkuusparannusten sekä myyntimixin kautta. Ennustamme parannus katteissa on tuntuva (bruttokate 2025-27: 8,3-8,8 %, 2024: 7,7 %), mutta kuitenkin hitaampi verrattuna kahden aiemman vuoden nopeaan katetason parantumiseen. Myynnin jakaumaa tukee erityisesti kasvu pidemmälle jalostettujen tuotteiden kuten valmisruokien ja ateriakomponenttien saralla tuoreiden investointien myötä. Investoinnit auttavat myös tehostamaan tuotantoa, sillä ne vähentävät tarvetta ylitöille tai korvaavat joidenkin tuotteiden alihankintaa. Lisäksi Kiinan siipikarjaviennillä on positiivinen vaikutus katteisiin.

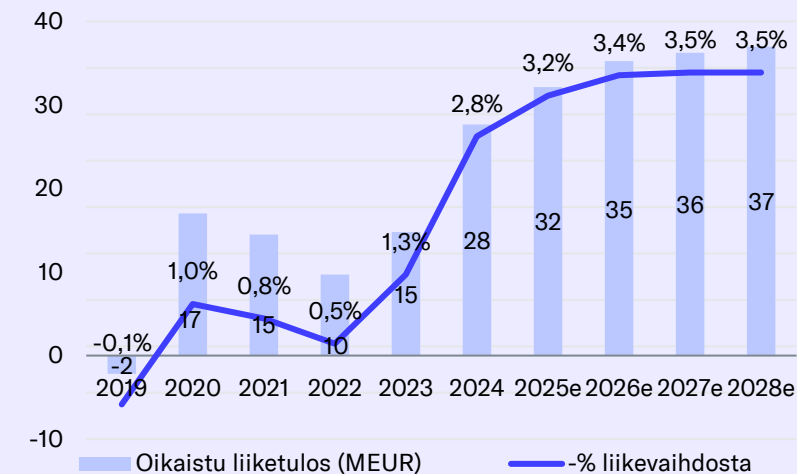
Liikevoitto kasvaa bruttokatteen vetämänä

Oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme 32,2 MEUR:oon vuoden 2025 aikana (2024: 27,7 MEUR), mikä on linjassa yhtiön kasvavaa oikaistua liikevoittoa indikoivan ohjeistuksen kanssa. Vuodelle 2025 ennustettu tuloskasvu on jo käytännössä syntynyt H1:n aikana, emmekä odota H2:lle enää tuloskasvua haastavista vertailuluvuista, vaisusta kysyntänäkymästä ja naudanlihan hinnan noususta johtuen. Vuoden 2025 tulosparannus syntyy lähinnä bruttokatteen kasvusta, sillä kiinteiden kulujen ennustamme kasvavan 2,8 MEUR verran mm. palkkainflaation ja poistojen kasvun myötä. Vuodelle 2026 3 MEUR tuloskasvua ja vuodelle 2027 maltillista 1 MEUR:n parannusta. Vuoden 2025 ennusteessa oik. EBIT-marginaali parantuu 3,2 %:iin (+0,4 %-yks.) ja vuosina 2026-28 maltillisemmalla nousukäyrällä 3,4-3,5 %:iin jääden selvästi alle yhtiön tavoitteleman yli 5 %:n tason.

Liikevaihdon kehitys¹



Oikaistun liiketuloksen kehitys²



Lähde: Inderesin arvio

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

2) Sisältää historian osalta myös lopetettuja toimintoja (2019-23)

Ennusteet 2/5

Ennustettu kannattavuus yhä alle kilpailijoiden tason

Tuoreena käänneyhtiönä HKFoodsin pitkän aikavälin kannattavuustason määrittäminen on vaikeaa. Oik. EBIT-marginaali on yhä pääkilpailijoita selvästi matalampi, sillä Atria Suomen ja Snellmanin oik. EBIT oli 4,7 % vuonna 2024. Toisaalta tuotto sijoitetulle pääomalle alkaa olla jo lähellä kilpailijoiden tasoja (ROI 2025e: 8,6 % vs Atria 9,7 %). HKFoodsin taloudelliset tavoitteet ovat ennusteitamme selvästi korkeammat (EBIT-%: yli 5 %), mutta annamme niille vain hyvin rajallisesti painoarvoa ennusteidemme asetannassa. Nähdäksemme yhtiölle ja koko toimialalle on tyypillistä asettaa korkeita kannattavuustavoitteita, joihin yltäminen kestävästi on harvinaista. Noteeraamme kuitenkin yhtiön konkreettiset tehokkuutta parantavat toimet, joiden vaikutuksia olemme pyrkineet kohtuullisissa määrin huomioimaan. Oma näkemyksemme on, että yhtiö jatkaa paremman kannattavuuden tavoittelua kasvu- ja tehostustoimien avulla, mutta suoraviivaisimmat keinot on jo käytetty ja samalla myös toimintaympäristön haasteet, kuten raaka-aineiden hinnat ja eläintautien vaikutukset vientilupiin, voivat ajoittain painaa katetasoja suhteessa viimeisten 12 kuukauden melko stabiiliin jaksoon.

Investoinnit ylittävät poistotason

Divestoinnit ovat vahvistaneet HKFoodsin investointikykyä, mikä on jo näkynyt ja näkyy nähdäksemme jatkossakin aiempaa korkeampana investointitasona. Ennustamme investointitason ylittävän poistotason. Vuosien 2023-25 tehostamis- ja kasvuinvestoinnit ovat osaltaan kuroneet kiinni aiemmilta vuosilta jäänyttä investointivelkaa, mutta arvioimme operaatioissa olevan edelleen tarvetta mahdollisesti merkittävillekin korvausinvestoinneille

keskipitkällä aikavälillä. Vuokrasopimusvelkojen kapitalisointiin liittyvien investointien arvioimme kehittyvän täsmälleen linjassa poistotason kanssa (2025-27e: ~9 MEUR/v). Muiden poistojen oletamme kasvavan maltillisesti suhteessa vuoden 2024 vertailukelpoiseen tasoon (21 MEUR) nähden.

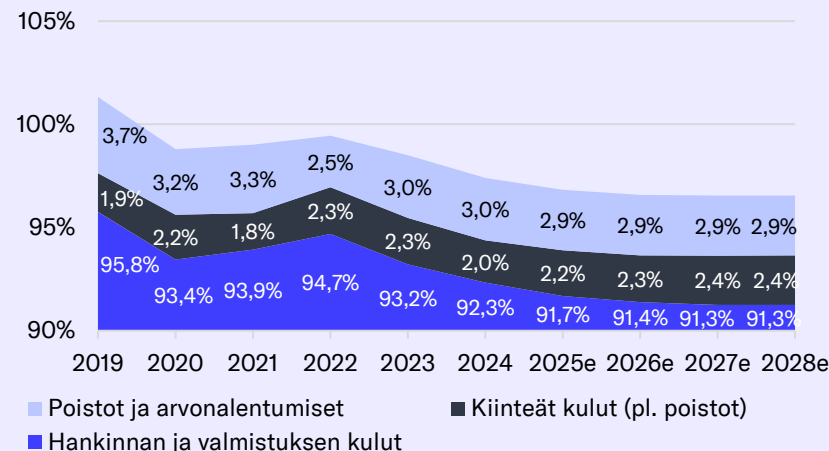
Rahoituskuluissa näköpiirissä helpotusta

Arvioimme rahoituskulujen vuotuisen rullaavan tason olevan 14,7 MEUR vuonna 2025 (ilman hybridiä), minkä lisäksi ennusteissamme on 1 MEUR:n järjestelykulu Q3:lla liittyen uuden hybridilainan liikkeeseenlaskuun ja vanhan lunastamiseen.

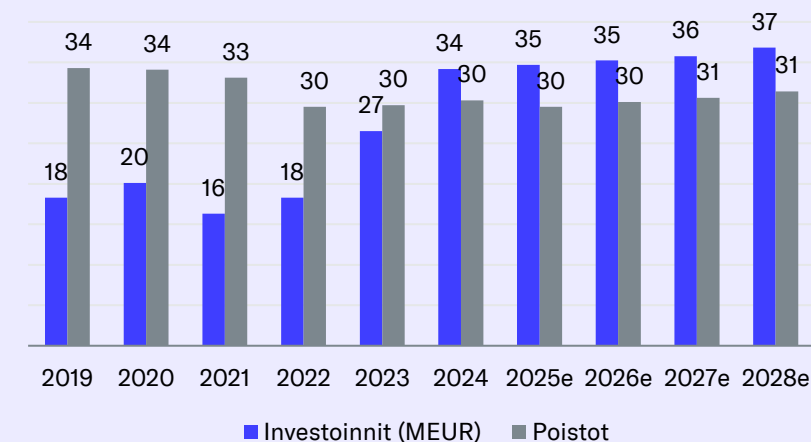
Hybridilainan korkokustannukset ovat olleet noin 4 MEUR/v ennen 2025 Q3:n jälleenrahoitusoperaatiota ja laskevat tämän jälkeen noin 1,8 MEUR:oon/v. Kulut rullaavat ennusteissamme 2028 Q3:lle asti, jolloin yhtiöllä on ensimmäinen mahdollisuus maksaa pois hybridilaina.

Näemme yhtiöllä keskipitkällä aikajänteellä potentiaalia alentaa rahoituskustannuksia merkittävästi joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoituksella. Laina erääntyy 2027 kesäkuussa, mutta se voitaisiin uudelleenrahoittaa mahdollisesti jo 2026 aikana (ennusteissamme ajoittuu 2026 Q4:lle). Ennustamme lainan koron laskevan nykyiseltä noin 9,5 % tasolta (7,5 % + Euribor 3kk) noin 6,5 %:iin, minkä myötä vuotuiset rahoituskulut laskisivat noin 3 MEUR:lla. Tämä suotuinen vaikutus rahoituskuluihin on huomioitu ennusteissamme 2027 alusta alkaen. Lisäksi olemme ennakoineet 2026 Q4:lle kertaluontoista järjestelykulua noin 1 MEUR:n verran liittyen JVK:n uudelleenrahoitukseen.

Kustannusrakenne (% liikevaihdosta)



Investoinnit ja poistot^{1,2}



1) Sisältää vertailukelpoiset poistot käyttöomaisuudesta sekä vuokrasopimuspoistot ja käyttöoikeuserien lisäykset jatkuvissa toiminnoissa. Luvuista on korjattu pois sale-and-leaseback -järjestelyt sekä kertaluontoiset arvonalentumiset.

Ennusteet 3/5

Suhteellinen veroprosentti laskusuunnassa

Verotason ennakointi on HKFoodsin kohdalla hieman haasteellista, sillä konserniin kuuluu useita yhtiöitä eri tasoilla omistusosuuksilla, joista osalla tulokset voivat olla positiiviset ja aiheuttaa siten verokuluja, vaikka konsernin tulos onkin vielä tappiollinen. Tuloksen nouseminen selkeämmin voitolliseksi laskee suhteellista veroprosenttia. Vuoden 2025 efektiivisen veroprosentin ennustamme H1:n pohjalta asettuvan 29 %:iin. Ennustamme prosentin laskevan edelleen 25 % ja 21 %:iin vuosina 2026-27 ja 20 %:iin vuodesta 2028 alkaen. Vieläkin matalampi veroaste olisi mahdollinen Suomen yritysverokannan laskiessa 18 %:iin vuodesta 2027 alkaen. Lisäksi HKFoods voisi tulevaisuudessa mahdollisesti hyödyntää osan aiemmista tappioista verojen maksun vähentämiseksi. Puolassa, missä HKFoods omistaa pekonituotteita valmistavan tytäryhtiön, yritysverokanta on 19 %, mikä ei merkittävästi poikkea Suomen tasosta.

Tulos osakkeenomistajille kääntymässä positiiviseksi

Nettotuloksen osuus osakkeenomistajille (jatkuvista toiminnoista) parantuu ennusteissamme selkeästi ja on jo vuoden 2025 osalta positiivinen (6 MEUR). Vuosina 2026-27 nettotulos parantuu korkealla kulmakertoimella (12-17 MEUR). Tulosta tukee operatiivisen tuloskasvun lisäksi mm. rahoituskulujen ja hybridilainan kustannusten lasku.

Osingonmaksuhalukkuutta löytyy, mutta varojen jako hidastaa taseen vahvistumista

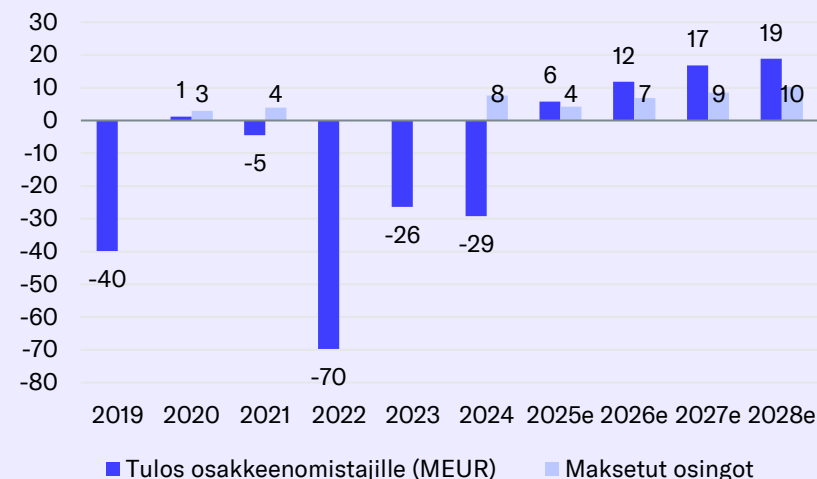
HKFoods on lähihistoriassa maksanut osinkoa tai pääomanpalautusta jopa tappiollisten tulosvuosien jälkeen, vaikka yhtiön tase on ollut velkainen ja rahoituskulut erittäin korkeat. Yhtiökokous päätti keväällä jakaa omistajille pääomanpalautusta 0,09 €/osake (maksettu) ja valtuutti

lisäksi hallituksen päättämään 0,05 €/osake harkinnanvaraisesta varojen jaosta (pääöstä ei ole vielä tehty). Emme ole sisällyttäneet harkinnanvaraisen osingon jakoa ennusteisiimme, mutta yhtiön tase ei nähdäksemme tällä hetkellä aiheuta akuuttia estettä varojen jakamiselle. Ennustamme HKFoodsin palaavan lähivuosina maltillisempaan osinkopolitiikan mukaiseen osingonmaksuun. Yhtiön uusi korkeampi tavoite on maksaa osinkoa vähintään 50 % nettotuloksesta (aik. yli 30 %). Ennusteidemme mukaiset osingot vuosilta 2025-27 (0,05-0,09 €) ovat 73-50 % jatkuvien toimintojen osakkeenomistajille kuuluvasta tulososuudesta (laskeva osingonjakosuhte tuloksen kasvaessa osinkoa nopeammin).

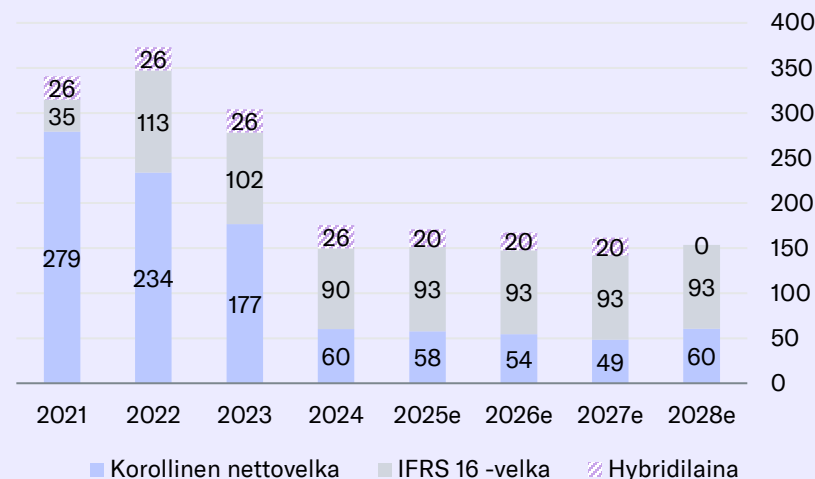
Tase vahvistuu jatkossa hitaammin

Odotamme HKFoodsin pystyvän vahvistamaan tasetta asteittain tulevina vuosina mm. operatiivisen tuloskasvun ja rahoituskulujen laskun myötä. Toisaalta varojen jakaminen osakkeenomistajille hidastaa taseen vahvistumista ja voi nostaa epävarmuutta hybridilainan lunastamisen osalta, jonka olemme mallintaneet Q3:lle 2028. Nettovelan ja käyttökatteen suhde on vuoden 2025 lopussa enää 2,4x (H1'25: 2,5x), mihin vaikuttaa negatiivisesti mm. hybridin uudelleenrahoitus ja positiivisesti Baltian liiketoimintojen myynnistä elokuussa maksettava 10 MEUR kiinteä kauppahinta. Oletamme ennusteissa Baltian divestoinnin lisäkauppahintojen maksujen ajoittuvan vuosiin 2026-28 (yhteensä 6,9 MEUR), mutta näihin maksuihin liittyy epävarmuutta, koska ne ovat riippuvaisia myytyjen liiketoimintojen käyttökatteen kehityksestä, joka on toistaiseksi ollut oletettua heikompaa. Nettovelan ja käyttökatteen suhde laskee ennusteissa 2,2x ja 2,1x tasoille 2026-27, mutta nousee 2,2x:een vuonna 2028 hybridilainan lunastamisen takia.

Tulos osakkeenomistajille ja osinko¹



Velkaisuuden kehitys (MEUR)



¹) Vuodet 2019-23 sisältävät lopetettujen toimintojen tuloksen. 2024-28 vain jatkuvien toimintojen tuloksen (hybridin korkojen jälkeen).

Ennusteet 4/5: Ennustemuutokset

Rahoitusjärjestelyillä vaikutusta lyhyen aikavälin rahoituskustannuksiin

- Nostimme hieman pitkän aikavälin kannattavuusoletuksiamme (2026-) huomioidaksemme yhtiön viimeaikaisten tehokkuustoimien vaikutuksia ennusteisiimme. Yhtiö on myös nostanut kannattavuus- ja osingonmaksutavoitteitaan sitten viime päivityksen.
- Teimme maltillisia muutoksia korkokuluja käsitteleviin ennusteisiimme HKFoodsin päätettyä uudelleenrahoittaa 26 MEUR:n kallis hybridilaina pienemmällä ja edullisemmalla 20 MEUR:n hybridillä. Hybridilainan rullaava kustannus laski 4,1 MEUR:sta 1,8 MEUR:oon alkaen vuoden 2025 Q4:ltä. Aiemmin olimme olettaneet kustannuksen katoavan kokonaan ja yhtiön pystyvän rahoittamaan hybridin lunastamisen kassavaroilla. Tästä syystä osakekohtaisen tuloksen ennusteet laskivat hieman.
- Vuoden 2027 EPS-ennuste nousi kokonaisuudessaan 1 %:lla sisältäen operatiiviseen kannattavuuteen ja rahoituskuluihin kohdistuneet muutokset. Arvioimme uuden hybridilainan tukevan nykyisen joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoittamista aiempaa edullisemmin ehdoin (mallinnettu toteutuvan vuoden 2026 Q4:lla), jolloin rahoituskulut laskisivat selvästi vuonna 2027.
- Nostimme osinkoennusteita yhtiön päivittyneen osinkopolitiikan myötä.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1005	1005	0 %	1030	1030	0 %	1051	1051	0 %
Käyttökate	61,4	61,4	0 %	64,0	65,3	2 %	65,5	66,9	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	32,2	32,2	0 %	33,9	35,2	4 %	34,9	36,3	4 %
Liikevoitto	31,9	31,9	0 %	33,9	35,2	4 %	34,9	36,3	4 %
Tulos ennen veroja	18,0	17,6	-2 %	22,3	22,4	0 %	25,2	27,8	10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,07	0,07	-8 %	0,15	0,13	-12 %	0,19	0,19	1 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,06	0,08	33 %	0,07	0,10	43 %

Lähde: Inderes

Yksityiskohtaiset ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1715	1744	1781	1815	1834	1163	1002	1005	1030	1051	1072
-kasvu	-5,1 %	1,7 %	2,1 %	1,9 %	1,0 %	-36,6 %	-13,9 %	0,3 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
HKScan Suomi	722	771	772	772	868	933	1002	1005	1030	1051	1072
-kasvu	-2,7 %	6,7 %	0,2 %	0,0 %	12,4 %	7,5 %	7,4 %	0,3 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
-josta orgaanista kasvua					12,4 %	6,5 %	3,2 %	-0,4 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
-josta Puolan raportoinnin muutokseen liittyvää kasvua						0,9 %	4,2 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Bruttokate	55	74	117	110	97	79	77	84	89	92	94
-% liikevaihdosta	3,2 %	4,2 %	6,6 %	6,1 %	5,3 %	6,8 %	7,7 %	8,3 %	8,6 %	8,8 %	8,8 %
Kiinteät kustannukset (ei sis. poistoja)	-37	-17	-39	-32	-42	-26	-21	-22	-23	-25	-26
Käyttökate	18	57	78	78	56	53	56	61	65	67	68
-% liikevaihdosta	1,0 %	3,3 %	4,4 %	4,3 %	3,0 %	4,5 %	5,6 %	6,1 %	6,3 %	6,4 %	6,4 %
Poistot	-67	-80	-57	-60	-46	-35	-34	-30	-30	-31	-31
Liikevoitto	-49	-23	21	18	10	17	22	32	35	36	37
-% liikevaihdosta	-2,9 %	-1,3 %	1,2 %	1,0 %	0,6 %	1,5 %	2,2 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %
Oikaistu liikevoitto	-48	-2	17	15	10	15	28	32	35	36	37
-% liikevaihdosta	-2,8 %	-0,1 %	1,0 %	0,8 %	0,5 %	1,3 %	2,8 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %
HKScan Suomi	-37	-2	6	9	4	21	38				
-% liikevaihdosta	-5,1 %	-0,2 %	0,8 %	1,1 %	0,5 %	2,2 %	3,8 %				
Konsernihallinto	-14	-12	-13	-12	-12	-9	-10				
Nettorahoituskulut	-10	-12	-11	-15	-16	-28	-20	-16	-14	-10	-9
Tulos ennen veroja	-59	-35	12	7	-1	-9	4	18	22	28	29
Verot	7	-3	-8	-8	-4	-7	-6	-5	-5	-6	-6
Tilikauden tulos (jatkuvat toiminnot)	-51	-38	5	-1	-5	-16	-2	13	17	22	24
Vähemmistöosuus	-2	-2	-4	-3	-4	-4	-3	-4	-4	-4	-4
Hybridilainan korot	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-4	-4	-2	-2	-1
Osakkeenomistajien osuus jatkuvien toimintojen tuloksesta	-54	-42	-1	-7	-11	-22	-9	6	12	17	19
Kyseiseltä vuodelta maksettu osinko yhteensä	0	0	3	4	0	0	8	4	7	9	10
Nettovelka	289	276	300	315	347	278	150	151	148	142	154
Nettovelka / EBITDA			3,8x	4,0x	6,2x	5,0x	2,7x	2,4x	2,2x	2,1x	2,2x

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

Lähde: Inderesin arvio

Arvostus 1/3

Sijoitusprofiili

Potentiaalia defensiiviseksi osinkoyhtiöksi

HKFoodsin liiketoiminnoissa on pitkällä aikavälillä potentiaalia defensiiviseksi ja osinkoa maksavaksi, joskin pääomantuotoltaan keskinkertaiseksi liiketoiminnaksi. Punaisen lihan kulutuksen vähentyminen toteutuu hitaasti ja siipikarjan sekä pidemmälle jalostettujen ruokien kulutus kasvaa, joten pitkällä aikavälillä oletamme markkinan kasvun olevan lähellä yleistä BKT-kasvua. Lihateollisuus ja elintarvikeala yleisesti ovat kilpailtuja ja pääomavaltaisia toimialoja, joilla on vaikeaa saavuttaa kestävästi tuottovaatimuksen ylittävää tuottoa sijoitetulle pääomalle. Toisaalta lyhyellä aikavälillä näemme HKFoodsin käänneyhtiönä, jonka tulospotentiaalin ulosmittaaminen voisi tukea osakekurssin kehitystä.

Investointikyvyn vahvistuminen mahdollistanut tuloskäänteen

HKFoodsin pitkään tavoittelema tuloskäännö on arviomme mukaan nyt toteutunut kestävästi. Taseen vahvistuminen ja investointien keskittäminen Suomeen on mahdollistanut teollisten prosessien kehittämisen tavalla, johon yhtiöllä ei historiassa ollut rahkeita. Kilpailijoiden tulostasoihin peilattuna HKFoodsin kannattavuudessa voisi olla merkittävääkin nousuvaraa. Näkemyksemme on kuitenkin varovaisempi, sillä uskomme suoraviivaisimpien tehostamistoimien olevan jo toteutettu. Jatkossa tuloskasvusta tulee aikaisempaa pääomavaltaisempaa toimialalle tyypilliseen tapaan. Maltillinenkin kannattavuuden parantaminen voi silti tukea merkittävästi osakekurssia yhtiön taseen korkean velkavivun takia.

Taseasema parantunut, mutta ei täysin riskitön

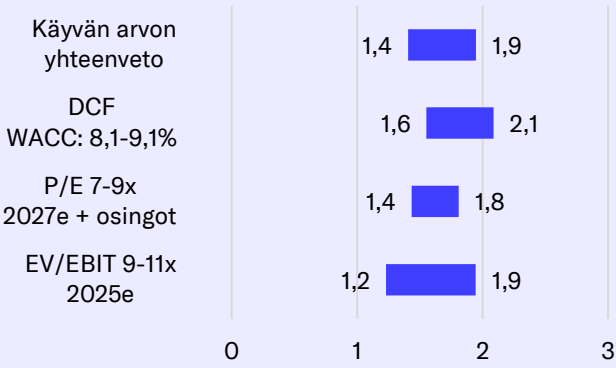
Velan määrää taseessa on saatu vähennettyä divestoinneilla ja sisäisen kassavirran vahvistumisen kautta. Vuoden 2025 lopun ennustettu nettovelan ja käyttökatteen suhde (2,4x) on jo lähempänä toimialalle tyypillistä tasoa, mutta lisäksi taseesta löytyy yhä 20 MEUR vastikään liikkeelle laskettua hybridilainaa. Tuloskäänteen edistyessä yhtiö pystyisi arviomme mukaan laskemaan velkaisuutta edelleen pikkuhiljaa lähivuosina ja lunastamaan hybridilainan pois vuonna 2028. Yhtiön korkea osingonmaksuhalukkuus voi kuitenkin osaltaan hidastaa taseen riskitason laskua. Lisäksi äkilliset muutokset kustannusympäristössä voivat vaikuttaa tulokseen hetkellisesti, jolloin mahdollinen joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoittaminen voisi tulla ennustettua kalliimmaksi.

Arvonmääritys

Yhteenvedo

Kolmen eri arvostusmenetelmän yhteenvedona määritämme HKFoodsin osakkeen käyväksi arvoksi 1,4-1,9 euroa per osake. Arvio perustuu DCF-laskelmaan, käyvän EV/EBIT-pohjaisten arvostuskerrointen soveltamiseen 2025e tulokseen sekä diskontattujen P/E-kerrointen soveltamiseen vuoden 2027e tulokseen. Yhtiön korkeahko velan määrä taseessa sekä tuloskehitykseen liittyvä epävarmuus nostavat osakkeen arvostusriskiä suhteessa muutoin defensiiviseen toimialaan. Olemme huomioineet riskiä mm. toimialan kontekstissa korkealla pääoman kustannuksella. Ennusteissamme operatiivinen tuloskasvu on maltillista ja pidämme hyvin mahdollisena, että tuloskehitys voisi olla ennustettua vahvempaa, jolloin kurssissa olisi merkittävää nousuvaraa.

Arvostusmenetelmien yhteenvedo



HKFoodsin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Kannattavuuden positiivinen kehityssuunta
- Rahoituskustannusten lasku
- Potentiaali vakaaksi osinkoyhtiöksi

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Rajalliset pääomantuotot kilpaillulla markkinalla
- Historialliset kannattavuushaasteet
- Korkeahko velkaisuus

Arvostus 2/3

Tulospohjaiset arvostuskertoimet lähellä käypää tasoa

HKFoodsin tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat laskeneet viime vuosien tulostakäänteen ja taseen keventämisen myötä lähelle toimialalle tyypillistä tasoa (EV/EBIT 2025e: 10x, 2026e: 9x). Muita suomalaisia maltillisen kasvuprofiilin elintarvikeyhtiöitä (Atria ja Apetit) arvostetaan pörssissä karkeasti EV/EBIT-kertoimilla 9-11x vuodelle 2025. HKFoodsin sijoitetun pääoman tuotto-profiili on parantunut lähelle kotimaisten verrokkiyhtiöiden tasoa ja taseeseen liittyvä riskitaso on laskenut asteittain. Tulospohjaiset arvostuskertoimet eivät mielestämme siksi tällä hetkellä anna vahvaa signaalia osakkeen houkuttelevuuteen puolesta tai vastaan. Keskeinen kysymys onkin, jatkuuko yhtiön tuloksen parantuminen (ennusteissamme hyvin maltillisesti) vai katkeaako vahva nousujohteinen kehitys.

Muista tulospohjaisista arvostuskertoimista HKFoodsin 2025e P/E-luku on korkea (>20x), sillä rahoituskulut ja hybridin kulut painavat merkittävästi tulosta. P/E laskee kuitenkin nopeasti vuosina 2026-27 (11,5x ja 8x), mihin vaikuttaa ennusteissamme mm. hybridin kustannuksen lasku alkaen Q4 2025, joukkovelkakirjalainan ennakoitu korkokustannuksen lasku alkaen Q4 2026 sekä vuosille 2026-27 ennakoitu melko maltillinen operatiivinen tulokasvu (3 MEUR 2026e, 1 MEUR 2027e). EV/EBITDA 2025-26e kertoimet ovat noin 5x ja siten melko lähellä keskeisten kotimaisten verrokkien tasoa. Emme tosin pidä EV/EBITDA-kerrointa parhaana mahdollisena työkaluna, sillä se ei ota huomioon yhtiöiden pääomankäytön tehokkuutta. Näkemyksemme mukaan HKFoodsin kohdalla korkea poistomassa ja investointitaso suhteessa käyttökatteeseen sekä koholla olevat rahoituskulut painavat EV/EBITDA-kertoimia oikeutetusti suhteellisen

mataliksi.

Kannattavuuden parantuessa nousuvara olisi merkittävä

HKFoodsin kannattavuus (EBIT 2025-27e: 3,2-3,5 %) on vielä melko selvästi pääkilpailijoita Atria Suomea ja Snellmania matalampi (2024: 4,7 %). Jos EBIT-marginaali nousisi vastaavalle tasolle, olisi osakkeessa nykytasolta nousuvara jopa 80-114 %, olettaen käyvän arvostuksen menetelmäksi EV/EBIT 9-10x ja laskelmien lähtökohdaksi vuoden 2025e liikevaihdon. Nousupotentiaaliin vaikuttaa mm. vivutettu tase. Emme pidä yllä esitetyn skenaarion toteutumista kuitenkaan todennäköisenä, koska kilpailijoista ainakin Atria on investoinut operaatioihinsa enemmän. HKFoodsin investointikyky on parantunut, mutta se ei arviomme mukaan suunnittele investointien nostamista vastaavalle tasolle ainakaan lähivuosina.

Verrokkiryhmä

Olemme valinneet verrokkiryhmäämme sekä kotimaisia elintarvikealan yhtiöitä että kansainvälisiä liha- ja ruoka-alan yhtiöitä. Olemme kuitenkin jättäneet verrokkiryhmän ulkopuolelle kaksi erittäin suurta yhdysvaltalaisista liha-alan yhtiötä, Tyson Foodsin ja Hormel Foodsin, joiden pääomantuottoluvut ovat olleet pitkällä aikavälillä selvästi HKFoodsia ja myös keskeisiä kotimaisia verrokkeja vahvemmat. Rajauksesta huolimatta emme näe, että HKFoodsiin kannattaisi suoraan soveltaa verrokkiryhmän arvostuskertoimia. Verrokkiryhmää hieman matalampi käypä arvostustaso HKFoodsille on mielestämme perusteltavissa mm. keskittyneellä omistusrakenteella ja hieman toimialaa korkeammalla rahoitusriskillä.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,52	1,52	1,52
Osakemäärä, milj. kpl	89,9	89,9	89,9
Markkina-arvo	137	137	137
Yritysarvo (EV)	315	311	304
P/E (oik.)	22,4	11,5	8,1
P/E	71,8	11,5	8,1
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	5,1	4,8	4,5
EV/EBIT (oik.)	9,8	8,8	8,4
Osinko/tulos (%)	236,1 %	60,7 %	53,4 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	5,0 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Arvostus 3/3

Tasepohjainen arvostus on melko edullinen

HKFoodsin tasepohjainen arvostustaso on edelleen absoluuttisesti matala (2025e: 0,87x), mutta kuitenkin linjassa kotimaisiin verrokkiyhtiöihin Atriaan ja Apetitiin. Yhtiön nykyinen sijoitetun pääoman tuotto (ROI 2025-26: 8,6-9,7 %) on lähellä sijoitetun pääoman tuottovaatimusta ja voisi siten oikeuttaa tasearvon mukaisen markkina-arvon (P/B 1,0x). Lisäksi korkokulujen näköpiirissä oleva lasku tukee oman pääoman tuottoa, joka jää vielä kuluvana vuonna matalaksi (ROE 2025-26e: 3-8 %). Markkina hinnoittelee kurssiin edelleen yhtiön historiallisia vakavia tulosaasteita, mutta tulostähtäimen jatkuessa tasepohjainen arvostus voisi jatkaa pientä positiivista korjausliikettä. HKFoodsin taseessa ei ole suuria aineettomien oikeuksien eriä, joiden alaskirjauksia sijoittajan tarvitsisi pelätä.

Odotamme jatkuvaa osingonmaksua

Pidämme osinkotuottoa merkittävänä arvostusta ohjaavana ajurina HKFoodsin sijoitusprofiilin omaavalle yhtiölle. Taseen velkaisuus ei ole historiassa joka vuosi sallinut osingonmaksua ja välillä yhtiö on palauttanut varoja sijoittajille, vaikka mielestämme olisi ollut järkevää vahvistaa tasetta ja vähentää rahoituskustannuksia. Tulostähtäimen on kuitenkin edennyt niin hyvin, että yhtiö pystyy arviomme mukaan tulevana vuosina maksamaan merkityksellistä osinkoa ilman tase-aseman huomattavaa heikentymistä. Ennustamme vuosien 2025-27 osinkotuotoksi 3-6 %. Taustaoletuksena on, että yhtiö maksaa osinkoa 73-51 % jatkuvien toimintojen tulosesuudesta osakkeenomistajille edellä mainituilta vuosilta. Osinkotuotto olisi ennusteidemme mukaan lyhyellä tähtäimellä pääverrokki

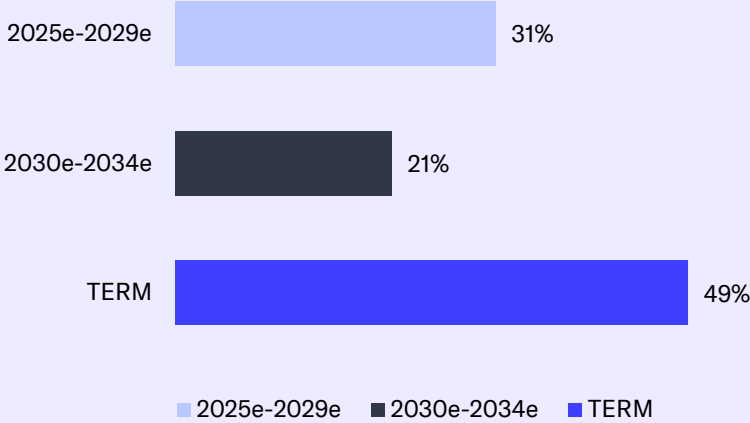
Atriaa heikompi, mutta nousisi keskipitkällä aikavälillä yhtä korkealle 6 %:n tasolle.

Arvonmääritys DCF-menetelmällä

Kassavirtaennusteisiimme perustuvan arvonmääritysmallimme mukainen HKFoodsin oman pääoman arvo on 160 MEUR eli 1,78 euroa per osake. Malli olettaa liike tuloksen parantuvan 3,5 %:n tasolle vuosiksi 2027-32 ja laskevan vuodesta 2032 alkaen 2,8 %:iin. Ennustetut kannattavuustasot ovat selvästi HKFoodsin historiallisia tasoja vahvemmat, mutta toisaalta kilpailijoita heikommalla. Pitkän aikavälin liikevaihdon kasvunennusteemme on 2 %/v.

Olemme käyttäneet laskelmassa 9,3 % oman pääoman kustannusta ja 8,6 % keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme HKFoodsin liiketoiminnan riskitasoa toimialaa hieman korkeampana historiallisesti heikon kannattavuuden ja toistaiseksi korkeahkon velkaisuuden vuoksi. Olemme käyttäneet muiden vakiintunutta liiketoimintaa harjoittavien suomalaisten elintarvikeyhtiöiden arvonmäärityksessä WACC-tasoa 7,6-8,0 %.

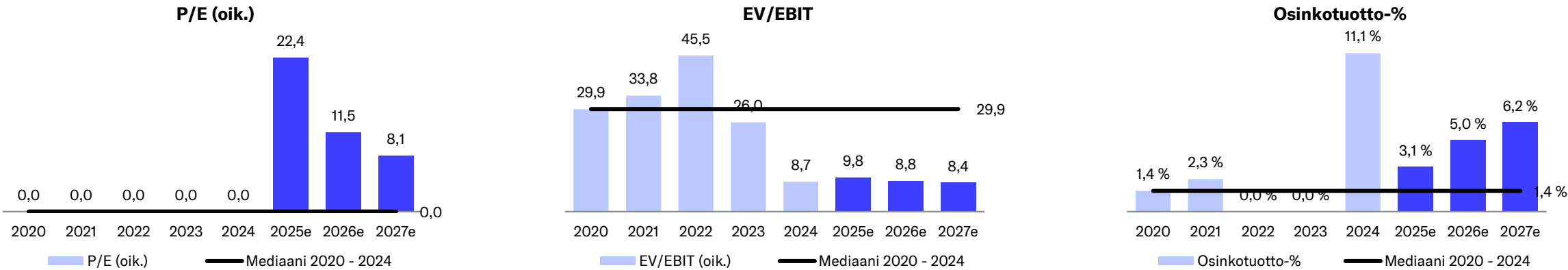
DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,96	1,66	0,87	0,89	0,77	1,52	1,52	1,52	1,52
Osakemäärä, milj. kpl	97,0	97,1	97,3	97,4	89,9	89,9	89,9	89,9	89,9
Markkina-arvo	190	161	85	87	69	137	137	137	137
Yritysarvo (EV)	508	490	441	387	240	315	311	304	297
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	22,4	11,5	8,1	7,2
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	71,8	11,5	8,1	7,2
P/B	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,5	6,3	7,9	7,3	4,3	5,1	4,8	4,5	4,3
EV/EBIT (oik.)	29,9	33,8	45,5	26,0	8,7	9,8	8,8	8,4	8,0
Osinko/tulos (%)	249,7 %	neg.	0,0 %	0,0 %	neg.	236,1 %	60,7 %	53,4 %	57,2 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	11,1 %	3,1 %	5,0 %	6,2 %	7,5 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Atria	373	638	9,6	9,2	4,9	4,8	0,4	0,4	9,0	8,3	5,4	5,8	0,9
Apetit	88	91	11,4	10,2	6,1	5,7	0,5	0,5	16,4	11,4	5,0	5,4	0,8
Raisio	405	339	11,8	11,0	8,9	8,2	1,5	1,4	16,0	16,0	5,2	5,6	1,5
Hilton Foods	703	1104	9,1	8,7	5,9	5,6	0,2	0,2	11,0	10,3	5,3	5,6	1,8
Scandi Standard	572	779	15,3	12,5	8,6	7,7	0,6	0,6	18,9	15,0	3,1	3,8	2,4
Cranswick	3156	3355	14,5	13,1	10,2	9,2	1,1	1,0	19,1	17,5	1,9	2,1	2,7
Societe LDC	3097	2826	8,6	7,9	5,3	4,8	0,5	0,4	12,3	11,2	1,8	1,8	1,3
Bell Foods	1673	2663	15,1	15,8	6,9	6,8	0,5	0,5	10,6	11,8	2,8	2,8	0,9
Orior	103	287	27,2	19,1	7,5	6,7	0,4	0,4	25,7	14,5			2,8
Prima Meat Packers	706	861			7,1	6,7	0,3	0,3	18,9	16,0	3,3	3,3	1,0
NH Foods	3288	4238			9,5	8,1	0,5	0,5	21,9	18,6	2,4	2,7	1,1
HKFoods (Inderes)	137	315	9,8	8,8	5,1	4,8	0,3	0,3	22,4	11,5	3,1	5,0	0,9
Keskiarvo			13,6	12,0	7,4	6,8	0,6	0,6	16,3	13,7	3,6	3,9	1,6
Mediaani			11,8	11,0	7,1	6,7	0,5	0,5	16,4	14,5	3,2	3,6	1,3
Erotus-% vrt. mediaani			-17 %	-20 %	-27 %	-29 %	-40 %	-41 %	36 %	-20 %	-3 %	40 %	-34 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	1834	1163	229	255	252	267	1002	234	246	255	271	1005	1030	1051	1072
Suomi	868	933	229	255	252	267	1002	234	246	255	271	1005	1030	1051	1072
Käyttökate	55,9	52,8	8,9	11,4	19,2	16,8	56,3	12,1	13,3	18,5	17,5	61,4	65,3	66,9	68,4
Poistot ja arvonalennukset	-45,8	-35,3	-7,7	-8,3	-7,5	-10,4	-33,9	-7,4	-7,1	-7,5	-7,5	-29,5	-30,1	-30,6	-31,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,7	14,9	1,4	4,4	11,6	10,3	27,7	4,6	6,5	11,0	10,1	32,2	35,2	36,3	37,0
Liikevoitto	10,1	17,5	1,2	3,1	11,6	6,5	22,4	4,6	6,2	11,0	10,1	31,9	35,2	36,3	37,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	5,4	1,3	0,1	0,3	0,4	0,4	1,2	0,5	0,3	0,3	0,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Nettorahoituskulut	-16,3	-27,7	-4,9	-4,9	-5,0	-4,7	-19,5	-3,9	-3,7	-4,5	-3,5	-15,7	-14,2	-10,0	-9,0
Tulos ennen veroja	-0,8	-8,9	-3,7	-1,4	7,0	2,2	4,1	1,2	2,7	6,8	6,9	17,6	22,4	27,8	29,5
Verot	-4,0	-6,6	-0,1	-0,2	-0,6	-5,1	-6,0	-0,3	-0,7	-1,8	-1,9	-4,7	-5,3	-5,5	-5,6
Vähemmistöosuudet	-3,7	-4,0	-0,1	-0,5	-0,9	-1,9	-3,4	-0,2	-1,0	-1,0	-1,3	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7
Lopetetut toiminnot	-61,1	-6,9	-21,7	1,3	-0,5	-3,1	-24,0	-0,3	-3,6	0,0	0,0	-3,9	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-69,6	-26,4	-25,6	-0,9	5,0	-7,9	-29,3	0,3	-2,6	3,9	3,8	5,5	13,6	18,6	20,2
Hybridilainan korot	-2,1	-2,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,2	-1,0	-1,0	-1,0	-0,4	-3,6	-1,8	-1,8	-1,3
EPS (raportoitu)	-0,74	-0,29	-0,28	-0,01	0,06	-0,09	-0,37	-0,01	-0,04	0,03	0,04	0,02	0,13	0,19	0,21

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	1,0 %	-36,6 %	-18,1 %	-13,2 %	-12,9 %	-11,6 %	-13,9 %	2,2 %	-3,5 %	1,4 %	1,4 %	0,3 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		53,6 %	-275,0 %	-14,8 %	51,2 %	266,1 %	86,0 %	230,7 %	46,7 %	-5,7 %	-1,9 %	16,0 %	9,6 %	2,9 %	2,0 %
Käyttökate-%	3,0 %	4,5 %	3,9 %	4,5 %	7,6 %	6,3 %	5,6 %	5,2 %	5,4 %	7,2 %	6,5 %	6,1 %	6,3 %	6,4 %	6,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,5 %	1,3 %	0,6 %	1,7 %	4,6 %	3,8 %	2,8 %	2,0 %	2,6 %	4,3 %	3,7 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	651	351	346	349	352
Liikearvo	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Aineettomat hyödykkeet	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Käyttöomaisuus	285	252	257	262	267
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	24,3	21,8	21,8	21,8	21,8
Muut sijoitukset	246	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	26,2	12,4	2,4	0,1	-2,2
Laskennalliset verosaamiset	25,1	21,2	21,2	21,2	21,2
Vaihtuvat vastaavat	201	177	155	160	164
Vaihto-omaisuus	75,2	59,6	57,3	59,8	62,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	97,3	80,3	77,4	79,3	80,9
Likvidit varat	28,7	36,7	20,1	20,6	21,0
Taseen loppusumma	852	528	501	509	516

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	238	215	204	211	221
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	0,0	-30,4	-36,1	-28,5	-18,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,9	25,9	20,0	20,0	20,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	185	193	193	193	193
Vähemmistöosuus	26,9	26,9	26,9	26,9	26,9
Pitkäaikaiset velat	434	178	159	157	152
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	289	172	154	151	146
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	145	5,4	5,4	5,4	5,4
Lyhytaikaiset velat	179	134	138	141	143
Korolliset velat	17,9	14,0	17,1	16,8	16,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	162	120	121	124	126
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	852	528	501	509	516

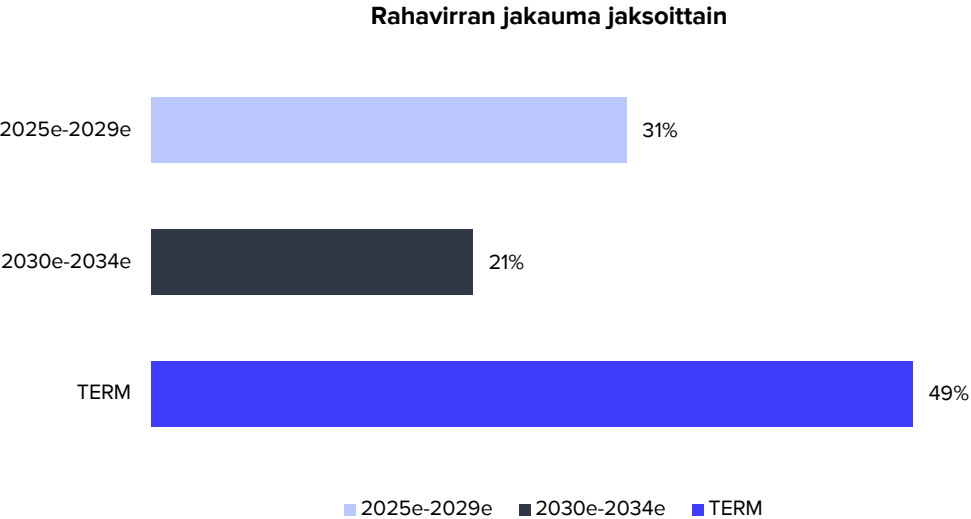
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-13,9 %	0,3 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	2,2 %	3,2 %	3,4 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Liikevoitto	22,4	31,9	35,2	36,3	37,0	37,7	38,5	39,2	40,0	33,1	33,8	
+ Kokonaispoistot	33,9	29,5	30,1	30,6	31,4	32,1	32,7	33,4	34,0	34,5	34,8	
- Maksetut verot	-2,1	-4,7	-5,3	-5,5	-5,6	-5,8	-6,0	-6,6	-6,8	-5,5	-5,6	
- verot rahoituskuluista	-3,9	-4,6	-3,6	-2,1	-1,8	-1,7	-1,7	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-8,5	5,6	-1,4	-1,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	41,8	57,7	55,2	57,9	60,1	61,4	62,6	64,4	65,6	60,7	61,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-139,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	259	-24,7	-32,9	-33,5	-32,9	-35,5	-35,9	-36,3	-36,7	-37,1	-37,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	161	33,0	22,2	24,4	27,3	25,8	26,7	28,0	28,9	23,5	24,1	
+/- Muut	-30,0	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	131	29,1	22,2	24,4	27,3	25,8	26,7	28,0	28,9	23,5	24,1	371
Diskontattu vapaa kassavirta		28,3	19,9	20,2	20,7	18,1	17,2	16,6	15,8	11,8	11,1	172
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		351	323	303	283	262	244	227	210	195	183	172
Velaton arvo DCF		351										
- Korolliset velat		-212,3										
+ Rahavarat		36,7										
-Vähemmistöosuus		-20,8										
-Osinko/pääomapalautus		-7,7										
Oman pääoman arvo DCF		160,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,78										

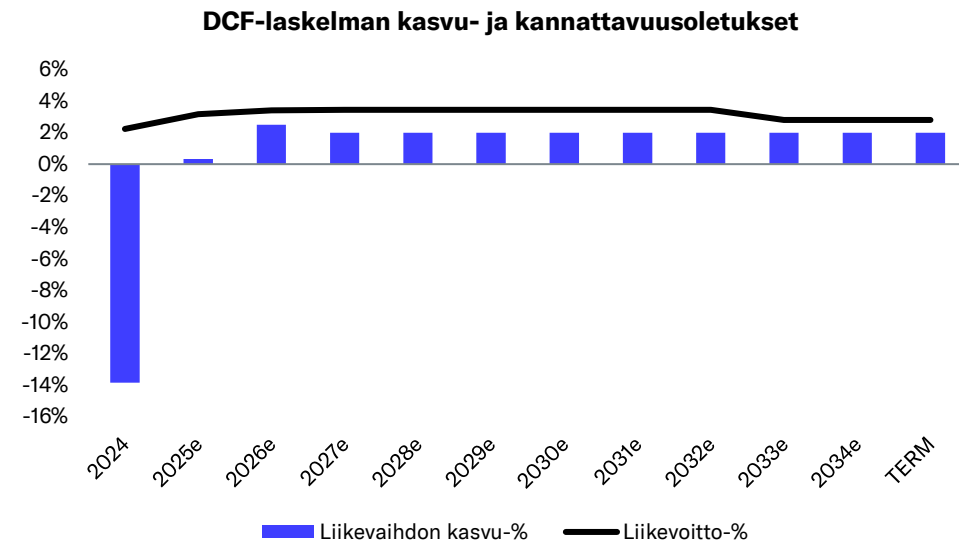
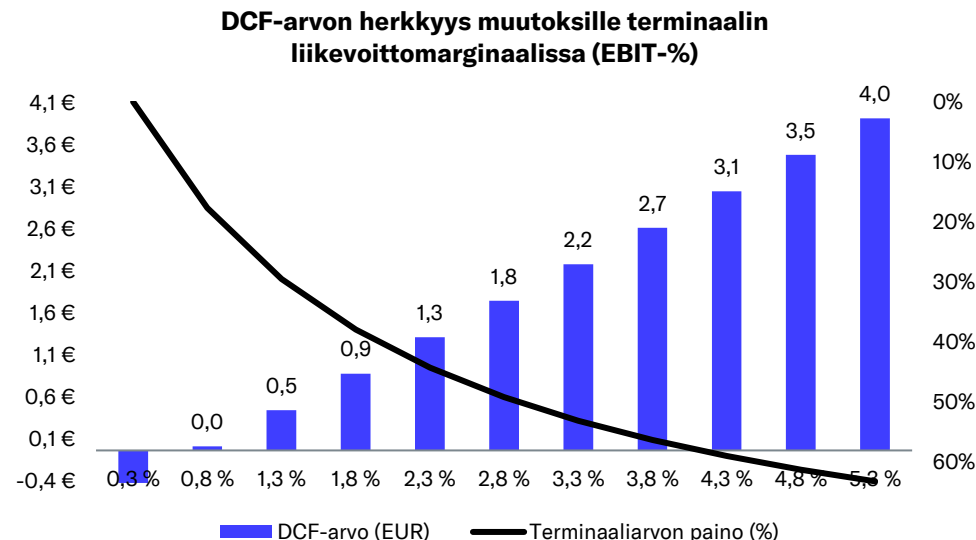
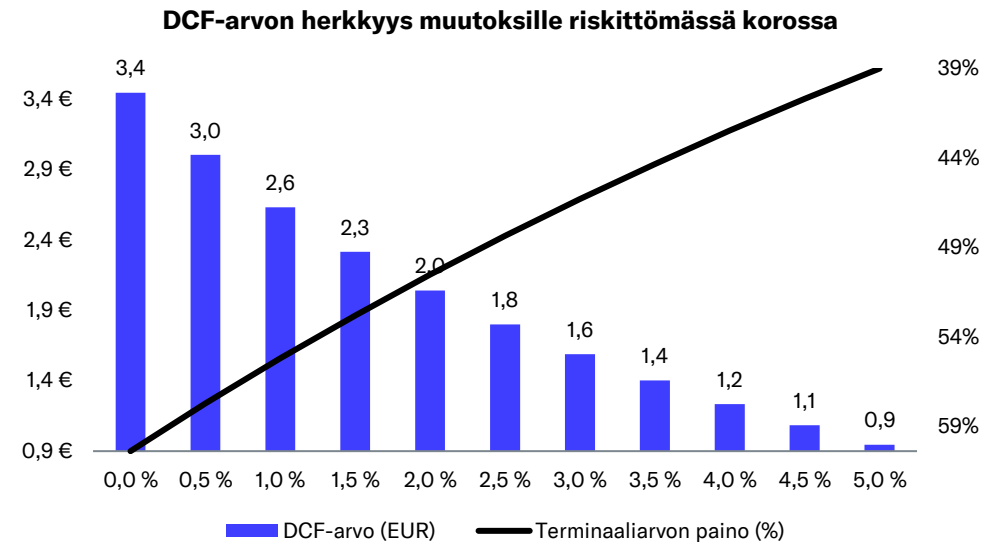
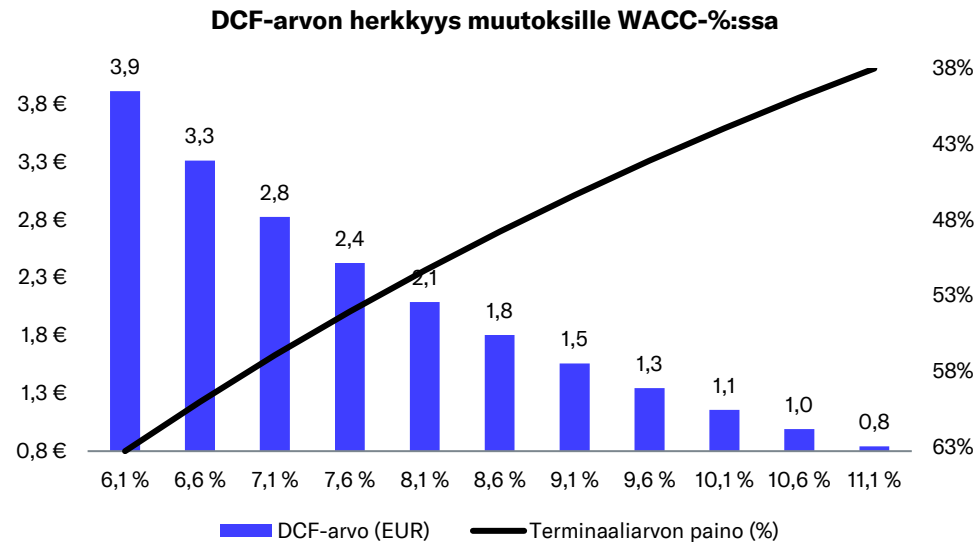
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,43
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	1833,8	1163,2	1001,8	1005,1	1030,2
Käyttökate	55,9	52,8	56,3	61,4	65,3
Liikevoitto	10,1	17,5	22,4	31,9	35,2
Voitto ennen veroja	-0,8	-8,9	4,1	17,6	22,4
Nettovoitto	-69,6	-26,4	-29,3	5,5	13,6
Kertaluontoiset erät	0,4	2,6	-5,3	-0,3	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	976,0	851,7	527,6	501,0	508,7
Oma pääoma	285,5	238,0	215,4	203,7	211,3
Liikearvo	46,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Nettovelat	347,3	278,2	149,7	151,0	147,6

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	55,9	52,8	56,3	61,4	65,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-13,5	25,1	-8,5	5,6	-1,4
Operatiivinen kassavirta	39,6	72,5	41,8	57,7	55,2
Investoinnit	-41,1	-29,9	259,2	-24,7	-32,9
Vapaa kassavirta	-43,4	98,3	131,1	29,1	22,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3
EV/EBITDA	7,9	7,3	4,3	5,1	4,8
EV/EBIT (oik.)	45,5	26,0	8,7	9,8	8,8
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	22,4	11,5
P/B	0,4	0,5	0,4	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	11,1 %	3,1 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	-0,74	-0,29	-0,37	0,02	0,13
EPS (oikaistu)	-0,74	-0,32	-0,05	0,07	0,13
Operat. Kassavirta / osake	0,41	0,74	0,46	0,64	0,61
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,45	1,01	1,46	0,32	0,25
Omapääoma / osake	2,68	2,17	2,10	1,97	2,05
Osinko / osake	0,00	0,00	0,09	0,05	0,08

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	1 %	-37 %	-14 %	0 %	2 %
Käyttökatteen kasvu-%	-28 %	-6 %	7 %	9 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-33 %	54 %	86 %	16 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	627 %	-57 %	-86 %	-247 %	94 %
Käyttökate-%	3,0 %	4,5 %	5,6 %	6,1 %	6,3 %
Oik. Liikevoitto-%	0,5 %	1,3 %	2,8 %	3,2 %	3,4 %
Liikevoitto-%	0,6 %	1,5 %	2,2 %	3,2 %	3,4 %
ROE-%	-24,5 %	-11,2 %	-14,7 %	3,0 %	7,5 %
ROI-%	2,3 %	3,2 %	5,0 %	8,6 %	9,7 %
Omavaraisuusaste	29,3 %	27,9 %	40,8 %	40,7 %	41,5 %
Nettovelkaantumisaste	121,6 %	116,9 %	69,5 %	74,1 %	69,8 %

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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/06/2024	Vähennä	0,65 €	0,70 €
08/08/2024	Vähennä	0,55 €	0,63 €
26/09/2024	Vähennä	0,70 €	0,72 €
06/11/2024	Vähennä	0,85 €	0,88 €
15/01/2025	Vähennä	1,00 €	1,00 €
17/02/2025	Vähennä	1,00 €	1,09 €
08/05/2025	Lisää	1,30 €	1,17 €
10/06/2025	Vähennä	1,50 €	1,78 €
07/08/2025	Lisää	1,70 €	1,53 €
04/09/2025	Lisää	1,70 €	1,52 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**