

# RAISIO

16.09.2026 08.30 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Kannattavan brändiyhtiön kasvu tökkii

Raisio on vahvojen brändien ja funktionaalisuuteen pohjautuvien elintarvikkeidensa ansiosta toimialan kontekstissa varsin kannattava yhtiö. Kasvu on kuitenkin jäänyt konsernitasolla matalaksi viime vuosina, sillä Elovenan suotuisa kasvuvire on osittain jäänyt mm. Benecolin vaisun kehityksen varjoon. Osakkeen arvostus on EV/EBIT-pohjaisesti melko edullinen, mikäli oletetaan, että suuri nettokassapositio puretaan pitkällä jäniteellä vähintään arvoa säilyttävästi. Kuluvan vuoden tulosohjeistusta joudutaan kuitenkin jännittämään ERP-hankkeen kulujen painaessa tulosta ja samalla epävarmuus yhtiön strategian onnistumisen osalta on kasvanut. Laskemme suosituksen tasolle vähennä (aik. lisää) ja tavoitehinnan 2,5 euroon (aik. 2,7 €).

## Kansainvälinen yhtiö vahvoilla kuluttajabrändeillä

Raision liiketoiminta koostuu hyväkatteisesta, tunnettuja brändejä hyödyntävästä kuluttajaliiketoiminnasta sekä ainesosamyynnistä mm. foodservice-segmenttiin ja teollisuuteen. Viljapohjaisten tuotteiden myynti raportoidaan Breakfast, Snacking & Food Solutions –segmentissä ja kasvistanoliesteriä sisältävät tuotteet Heart Health –segmentissä. Yhtiön tärkeimpiä brändejä ovat Elovina (vahva asema Suomessa) ja Benecol (markkinajohtaja mm. Iso-Britanniassa). Muita paikallisesti suosittuja kuluttajabrändejä ovat Sunnuntai, Nalle ja Torino. Raision tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa, minkä lisäksi tuotannossa hyödynnetään myös sopimusvalmistusta Euroopassa sijaitsevien kumppanien kautta. Yhtiöllä on toimintaa noin kymmenessä eri Euroopan maassa.

## Kannattavuus edistynyt, mutta kasvu ollut tahmeaa

Nykyisellä strategiakaudella (2025-27) kannattavuus on parantunut ja näemme realistiset mahdollisuudet tavoiteltuun >30 MEUR:n liikevoittoon 2027 ERP-kulujen hellittäessä (1,5 MEUR vaikutus vs. 2026). Liikevaihdon kasvu (2025-H1'26) on kuitenkin jäänyt vaisuksi 1 %:iin/v (yhtiön tavoite edellyttäisi 4 %/v). Elovina on jo pitkään kasvanut vahvasti mm. 2021

valmistuneen kaurameijerin ja muiden uutuustuotteiden tukemana, mikä jatkunee myös lähivuosina. Vahvaa kassavirtaa tuottavan Benecolin kuluttajamyynnin kehitys on kuitenkin ollut viime vuosina vaisua ja arvioimme volyymien laskeneen hieman 2020-luvulla. Nykyisen strategiakauden keskeisiin hankkeisiin kuuluu Benecolin brändiuudistus, jolla on pyritty laajentamaan kohderyhmää ja kansanomaistamaan viestiä. Keskeneräisenä uudistuksella on ollut jopa negatiivinen vaikutus myyntiin (Q2'26), mikä voi korjaantua, kun yhtiö saa uuden ilmeen juurrutettua asiakkaille markkinoinnin keinoin. Yhtiö on laajentanut Elovenan ja Benecolin myyntiä uusille markkinoille (mm. Espanja), mutta näyttöä merkittävistä läpimurroista ei vielä ole. Johdon (CEO ja CFO) yllättävät siirtymiset pois yhtiöstä kesällä 2026 nähdäksemme nostavat epävarmuutta strategian onnistumiseen ja myös 2026 ohjeistukseen liittyen. Ennustamme 2026 oik. EBIT:in jäävän ohjeistuksesta, mutta kasvun kuitenkin piristävän 3 %:n tasolle H2'26-2028. Kasvun piristyminen edellyttää, että alisuorittaneet liiketoiminnat parantavat asteittain, jolloin Elovenan ja gluteenittoman kauran kansainvälisen B2B-myyntin kasvu tulevat selkeämmin esiin.

## Tulospohjaisesti edullinen, mutta riskit hetkellisesti koholla

Osaketta hinnoitellaan EV/EBIT-kertoimilla 11,3x ja 10,4x vuosille 2026-27. Näitä voidaan pitää melko edullisina suhteessa yhtiön kansainväliseen ja elintarvikealan keskiarvoa tuottoisampaan liiketoimintamalliin (ROI 2027e: 12 %). Hyvä tuotto-odotus kuitenkin edellyttää, että korkea nettokassa (58 MEUR) käytetään arvoa säilyttävästi. Yhtiöllä ei ole suuria orgaanisia kasvuinvestointitarpeita ja myös sopivien yritysostokohteiden löytäminen lienee haastavaa. Melko edullisten EV/EBIT-kerrointen ja hyvän noin 6 %:n osinkotuoton ansiosta osakkeessa voisi olla aineksia hyvään riski-tuottosuhteeseen, jos tulostäkyä olisi selkeämpi. Johdon yllättävät vaihdokset ja mahdollinen haasteiden jatkuminen Benecolin brändiuudistuksen osalta kuitenkin nostavat ohjeistusriskiä ja heikentävät riski-tuottosuhdetta ainakin hetkellisesti.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Lisää)

## Tavoitehinta:

### 2,50 EUR

(aik. 2,70 EUR)

## Osakekurssi:

2,42 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                    | 2025   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 224,2  | 228,5  | 235,9  | 242,9  |
| <b>kasvu-%</b>     | -1 %   | 2 %    | 3 %    | 3 %    |
| <b>EBIT oik.</b>   | 28,5   | 27,6   | 30,0   | 31,3   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 12,7 % | 12,1 % | 12,7 % | 12,9 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 23,2   | 19,9   | 25,3   | 26,3   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,15   | 0,15   | 0,16   | 0,17   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 17,7  | 15,8  | 15,1  | 14,5  |
| <b>P/B</b>            | 1,6   | 1,5   | 1,5   | 1,5   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 5,7 % | 6,2 % | 6,6 % | 7,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 12,0  | 11,3  | 10,4  | 10,0  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 9,1   | 8,4   | 7,8   | 7,5   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,5   | 1,4   | 1,3   | 1,3   |

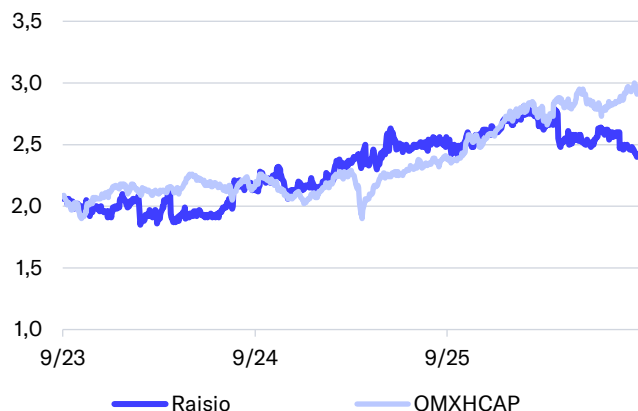
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

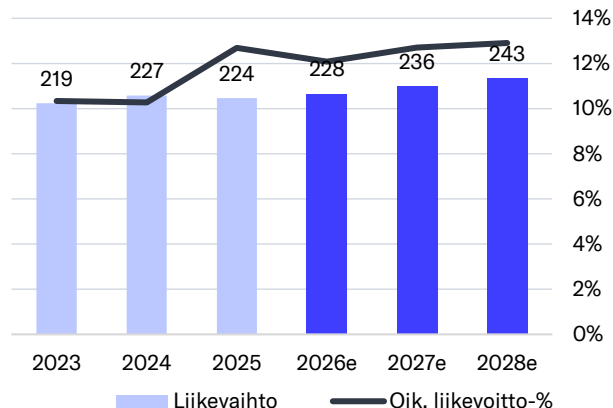
Raisio ohjeistaa tilikauden 2026 liikevaihdon ja vertailukelpoisen liiketuloksen kasvavan vuoteen 2025 verrattuna.

## Osakekurssi



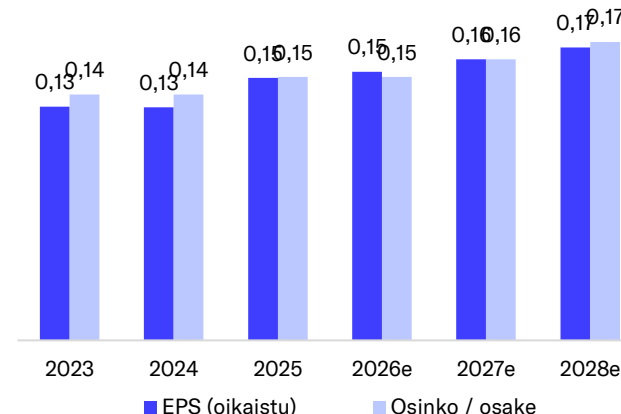
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omissa kuluttajakategorioissa
- Lähihistorian suuret investoinnit kauratuotteisiin mahdollistavat hyväkatteisen kasvun käyttöasteita nostamalla
- Pitkän aikavälin trendit tukevat terveellisen, vastuullisen ja helposti nautittavan ruoan kysyntää
- Vakaa kannattavuus ja defensiivinen loppumarkkina

## Riskitekijät

- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Viljan hinnat ja kuluttajien ostovoiman muutokset voivat ajoittain heiluttaa tulosta
- Hinnoitteluvoima keskittynyttä päivittäistavaraakauppaa kohtaan
- Uusien tuotesegmenttien, vientiponnistusten tai yritysostojen epäonnistuminen

|                              | 2026e   | 2027e   | 2028e   |
|------------------------------|---------|---------|---------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 2,42    | 2,42    | 2,42    |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 158,0   | 158,0   | 158,0   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 382     | 382     | 382     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 312     | 312     | 313     |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 15,8    | 15,1    | 14,5    |
| <b>P/E</b>                   | 19,2    | 15,1    | 14,5    |
| <b>P/B</b>                   | 1,5     | 1,5     | 1,5     |
| <b>P/S</b>                   | 1,7     | 1,6     | 1,6     |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 1,4     | 1,3     | 1,3     |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 8,4     | 7,8     | 7,5     |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 11,3    | 10,4    | 10,0    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 119,3 % | 100,0 % | 101,9 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 6,2 %   | 6,6 %   | 7,0 %   |

Lähde: Inderes

# Raportin sisältö

|                                               |       |
|-----------------------------------------------|-------|
| Yhtiökuvaus                                   | 5-7   |
| Breakfast, Snacking and Food Solutions        | 8-10  |
| Heart Health                                  | 11-12 |
| Markkina- ja kilpailuympäristö                | 13-15 |
| Strategia ja tavoitteet                       | 16-18 |
| Liiketoimintamallin riskiprofiili             | 19    |
| Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema | 20-22 |
| Toteutuneet yritysjärjestelyt                 | 23    |
| Ennusteet                                     | 24-27 |
| Sijoitusprofiili ja arvonmäärittäminen        | 28-31 |
| Taulukot                                      | 32-37 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria       | 38    |

# Yhtiökuvaus 1/3

Raisio on elintarvikeyhtiö, joka keskittyy terveelliseen ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Yhtiön tunnettuja kuluttajabrändejä ovat mm. Benecol, Elovena, Nalle, Sunnuntai ja Torino.

**224 MEUR**

Liikevaihto 2025

**28,5 MEUR**

Oikaistu liiketulos 2025

**50 % liikevaihdosta**

Suomen ulkopuolisilta markkinoilta

**350**

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin 2025

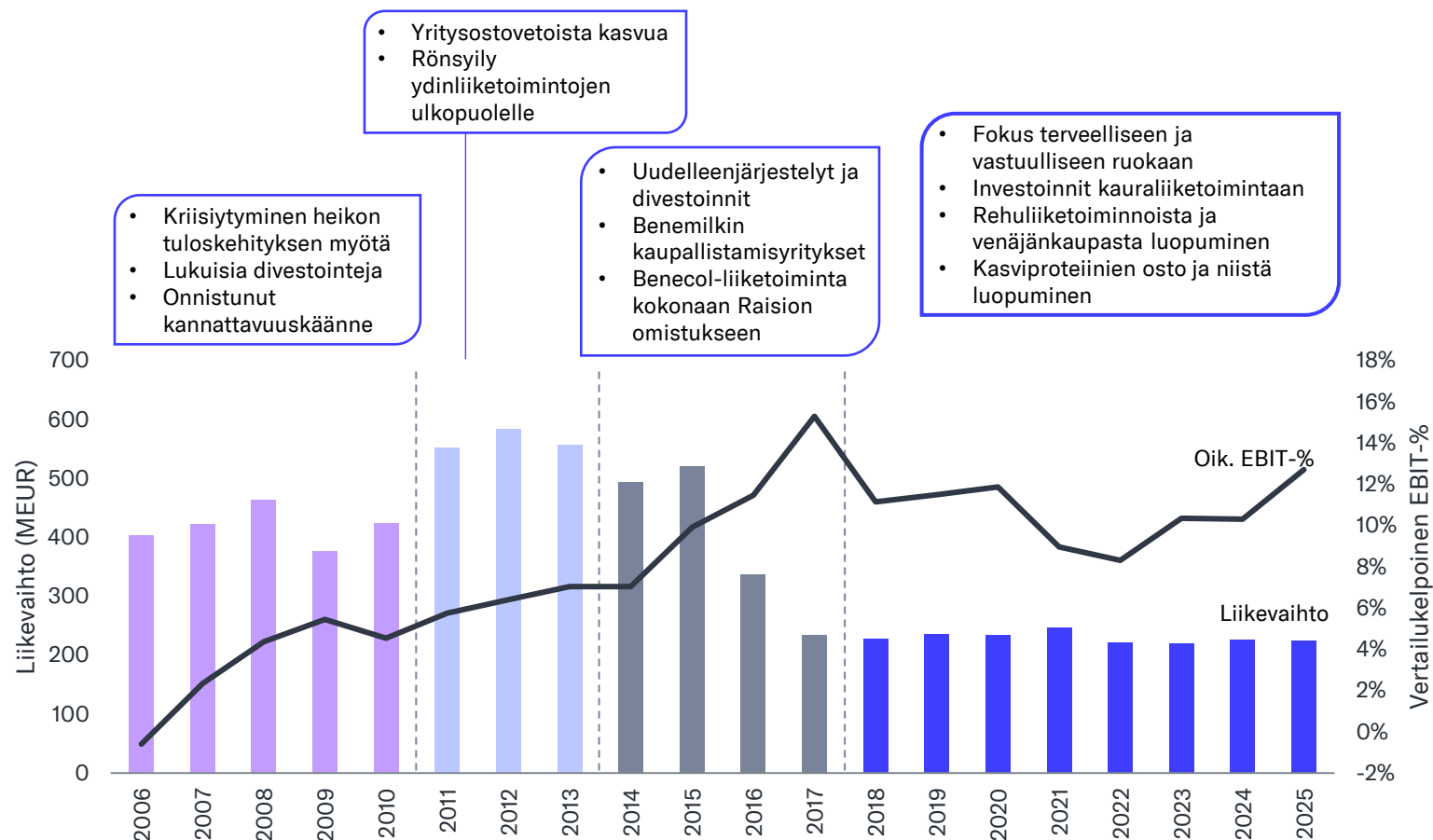
**4 tuotantolaitosta**

Kaikki tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa

**11,6 % (9,4 %)**

Sijoitetun pääoman tuotto 2025 (oikaistu)

## Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia



# Yhtiökuvaus 2/3

## Kansainvälinen ja brändivetoinen elintarvikeyhtiö

Raisio on perinteikäs vuonna 1939 perustettu elintarvikeyhtiö. Yhtiön tuloksesta valtaosa syntyy arvostettujen kuluttajabrändien tuella, joista merkittävimpiä ovat Elovena ja Benecol. Lisäksi yhtiöllä on yritysasiakkaille suunnattua liiketoimintaa, kuten viljasta jalostettujen raaka-aineiden B2B-myyntiä ja Benecol-lisenssituloja. Terveellisyys ja ruoan vastuullinen tuotanto korostuvat yhtiön tuoteportfoliossa. Yhtiön jatkuviin toimintoihin kuuluu tällä hetkellä 4 tuotantolaitosta Suomessa ja sen tuotteita viedään noin 40 maahan. Suurimmat myyntimaat ovat Suomi ja Iso-Britannia. Vuonna 2025 Raisio-konsernin liikevaihto oli 224 MEUR ja oikaistu liikevoitto 28,5 MEUR (12,7 % liikevaihdosta).

Organisaatio jakautuu vuoden 2025 strategiauudistuksen myötä kolmeen raportointiyksikköön:

**Breakfast, Snacking & Food Solutions** keskittyy Raision viljapohjaisiin tuotteisiin, joita myydään useilla kuluttajabrändeillä (mm. Elovena, Nalle ja Torino) sekä ainesosina B2B-asiakkaille. Tuotteet sisältävät sekä perinteisempiä kuivia viljapohjaisia tuotteita (esim. jauhot, puurohiutaleet, keksit, patukat ja pastat) että uusia tuotteita, joilla korvataan maitopohjaisia elintarvikkeita (esim. kaurajuomat, -gurtit ja -vanukkaat).

**Sydänterveiden tuotteet** käsittää kolesterolia alentavien Benecol-tuotteiden kuluttajamyynnin, joka kohdistuu pääasiassa Iso-Britanniaan, Irlantiin ja Suomeen, mutta pienemmissä määrin myös muihin maihin. Kuluttajamyynnin ohella segmenttiin kuuluu kasvistanoliesterin ainesosamyyntiä ja Benecol-brändin lisensointia markkinoille, missä Raisiolla ei ole omaa kuluttajaliiketoimintaa.

**Uusi liiketoiminta** -segmentti ei vielä sisällä operatiivista liiketoimintaa, mutta Raisio pyrkii pitkällä aikavälillä luomaan uutta liiketoimintaa mm. tavoitteellisella tutkimustyöllä sekä mahdollisesti yritysostoilla. Yhtiö mm. tutkii viljan sivuvirtojen hyödyntämistä kuituraaka-aineena, mitä varten se on rakentanut pilottilaitoksen 2025-26 aikana. Raisiolla on pitkä jatkumo tieteellisestä tutkimuksesta ja innovaatioiden patentoinnista, minkä pohjalta se on luonut mm. kasvistanoliesterin 1990-luvulla.

## Ylin päättävä valta keskittynyt maanviljelijöille

Raisiolla on kaksi osakesarjaa: kantaosakkeiden K-sarja ja vaihto-osakkeiden V-sarja. Molemmilla sarjoilla on samat oikeudet yhtiön pääomaan ja voitonjakoon, mutta K-osake tuottaa 20 ääntä ja V-osake yhden äänen yhtiökokouksessa. K-osakkeiden osuus Raision osakekannasta on 19 % ja äänimäärästä 83 %.

Yhtiön osakkeiden omistus on hajautunut, mutta äänivallasta merkittävä osa on maanviljelijöiden tai näiden vaikutuspiirissä olevien yhdistysten hallinnassa. 10 % äänivallasta on keskittynyt Maa- ja Metsätaloustuottajain Keskusliitolle. Lisäksi K-osakkeita on keskittynyt mm. Ruotsinkielisen maataloustuottajain keskusliitto Ry:lle sekä Mtk-Varsinais-Suomi Ry:lle (yhteensä noin 4 %:n ääniosuus). Tuntuvia ääniosuuksia löytyy myös Raision takavuosien hallintovaikuttajan ja maanviljelijän Heikki Haaviston jälkeläisiltä (yhteensä noin 5 %:n verran).

Ulkomaalaisomistuksen osuus Raision osakkeista on 12 %, mikä pitää sisällään hallintarekisteröidyt osakkeet. Ulkomaalaisomistus kasvoi 2010-luvun lopulla yhtiön ostettua Länsi-Euroopan Benecol-liiketoiminnan ja keskittytyä terveelliseen ja vastuulliseen ruokaan (2020 alussa: 22 %), mutta osuus on jälleen laskenut 2020-luvulla.



## Uuden strategian mukainen organisaatio

### Breakfast, Snacking & Food Solutions

- Välipalakeksit ja -patukat
- Maitotuotteita korvaavat kauratuotteet
- Jauhot ja hiutaleet
- Pastat
- Viljatuotteet B2B-asiakkaille

### Heart Health

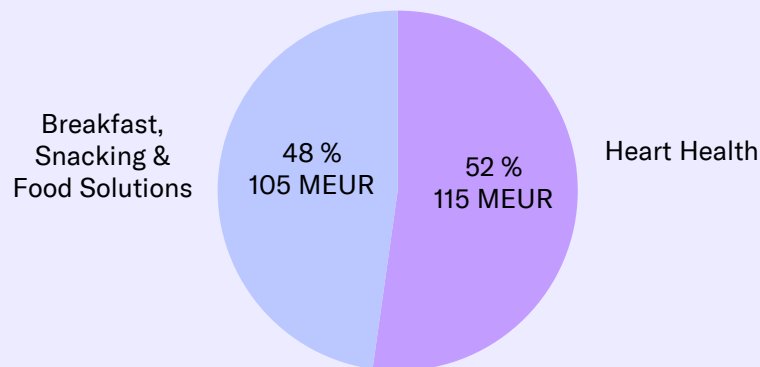
- Sydänterveyttä edistävät levitteet ja juomat
- Benecol-brändin lisensointi ja kasvistanoliesterin B2B-myynti



### Uusi liiketoiminta

- Tutkimuksen pohjalta kehitettävä uusi liiketoiminta
- Yritysostojen kautta hankittava uusi liiketoiminta
- Ei vielä liikevaihtoa

## Liikevaihdon jakautuminen 2025



# Yhtiökuvaus 3/3

## Hallintorakenteessa mukana hallintoneuvosto

Yhtiön hallintorakenne poikkeaa tyypillisestä pörssiyhtiöstä siten, että yhtiöllä on yhtiökokouksen nimittämä hallintoneuvosto, joka mm. valvoo hallituksen ja toimitusjohtajan toimintaa. Hallintoneuvostoon kuuluu 25 jäsentä, joihin lukeutuu useita maanviljelijöitä, mutta myös muiden sidosryhmien edustajia sekä henkilöstön edustajia.

Yhtiön hallitus koostuu riippumattomista, eri teollisuudenalojen johtotehtävissä toimivista henkilöistä. Yhtiön hallinto ja strategiatyö näyttäytyvät mielestämme ammattimaisesti johdetulta, emmekä ole havainneet osakkeiden äänivallan keskittymisen yhdelle sidosryhmälle vaikuttaneen negatiivisesti yhtiön toimintaan osakkeenomistajan näkökulmasta.

## Useita tuotantolaitoksia kotimaassa

Raisio-konsernilla on neljä tuotantolaitosta, joista kolme sijaitsee Raision tehdasalueella ja yksi Nokialla. Yhtiön tuotantolaitoksiin kuuluu:

- 1) Vehnämylly ja pastatehdas
- 2) Esteröintilaitos (sterolista valmistetaan kasvistanoliesteriä)
- 3) Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitos
- 4) Kaura- ja ruismylly Nokialla

Omien tuotantolaitosten lisäksi Raisio teettää Benecol-levitteitä ja jogurtteja kolmen eurooppalaisen alihankkijan kautta.

## Tärkeimpiä raaka-aineita viljat ja sterolit

Raision valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista euromääräisesti kaksi selvästi tärkeintä kategoriaa ovat viljat ja sterolit. Valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista 87 % ovat viljoja, joista noin 95 % ostetaan suomalaisilta viljelijöiltä (2025). Viljapohjaisista raaka-aineista tärkein on kotimainen kaura, mutta yhtiöllä on myös vehnämylly, mitä varten se ostaa myös vehnää kotimaisilta tuottajilta. Steroleja hankitaan globaalisti useilta tuottajilta. Sterolit valmistetaan alunperin mm. puusta, rypsiä tai soijasta.

Raaka-aineiden hintojen muutoksilla voi olla ajoittain vaikutusta Raision kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä. Kustannusten nopea nousu voi toisinaan aiheuttaa painetta marginaaleihin, mitä yhtiö yleensä pystyy pienellä viiveellä kompensoimaan korottamalla myyntihintoja. Erityisesti viljan hintojen muutoksilla on merkitystä, koska viljan osuus raaka-aineista on korkea. Myös viljaraaka-aineen vuotuisella laadulla on merkitystä tuotantoprosessin saantoon ja sitä kautta kannattavuuteen.

## Energia tuotetaan hiilineutraalisti

Raision kokonaisenergiankulutus vuonna 2025 oli 75 GWh, josta hieman yli puolet teollisuushöyryä ja loput sähköä. Teollisuushöyryä tuotetaan omilla biokattiloilla hyödyntäen polttoaineena mm. prosessien sivuvirtoja, kuten kauran kuorta sekä haketta. Sähkön hintoja puolestaan pyritään suojaamaan useamman vuoden tähtäimellä. Hiilineutraalin energian osuus tuotannossa on 100 %.

## Omistusrakenne

| Osakkeenomistaja | Osuus osakkeista | Osuus äänistä |
|------------------|------------------|---------------|
| *SEB             | 8,0 %            | 1,9 %         |
| MTK ry           | 2,5 %            | 10,3 %        |
| *Citibank        | 2,3 %            | 0,5 %         |
| Kari Niemistö    | 1,8 %            | 0,6 %         |
| Veritas          | 1,8 %            | 0,4 %         |
| Varma            | 1,5 %            | 0,3 %         |
| Aktia Capital    | 1,5 %            | 0,3 %         |
| <b>Muut</b>      | <b>80,6 %</b>    | <b>85,7 %</b> |

\*Hallintarekisteröityä  
31.8.2026

## Omat tuotantolaitokset kartalla



# Breakfast, Snacking and Food solutions 1/3

## Yksikkö sisältää viljapohjaisten tuotteiden myyntiä

Breakfast, Snacking and Food solutions sisältää Raision viljapohjaisten tuotteiden ja ainesosien myynnin. Yksikön liikevaihto vuonna 2025 oli 105 MEUR. Yksikkö on kasvanut 2021-25 aikana keskimäärin 5 %/v erityisesti Elovena-tuotteiden Suomen myynnin vetämänä.

Yksikön liikevaihto jakautuu kolmeen eri alasegmenttiin, joita ovat:

- 1) Suomi, B2C (Suomen kuluttajaliiketoiminta)
- 2) Food Solutions (B2B-myynti)
- 3) Muut (Kuluttajaliiketoiminta muissa maissa sekä viljakauppa)

## Suomi B2C

### Vahva kasvusuunta brändien ja uutuuksien vetämänä

Suomen kuluttajaliiketoiminta tuotti vuonna 2025 liikevaihtoa 61 MEUR, mikä vastasi 58 %:n osuutta koko Breakfast, Snacking and Food Solutions -yksikön liikevaihdosta. Kotimaan kuluttajabrändeistä tärkein on Elovena, mutta segmenttiin kuuluu myös pienempiä perinnebrändejä kuten Nalle, Torino ja Sunnuntai.

Elovena on noussut tutkimuksissa toistuvasti Suomen vastuullisimmaksi elintarvikebrändiksi. Vahva brändiarvo yhdessä aktiivisen tuotekehitystoiminnan kanssa ovat mahdollistaneet Elovena-tuotteille vahvaa kasvua jo useita vuosia.

Uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaen valmistuminen vuoden 2021 kesällä on mahdollistanut uutuustuotelanseerauksien kiihdyttämisen. Uudet

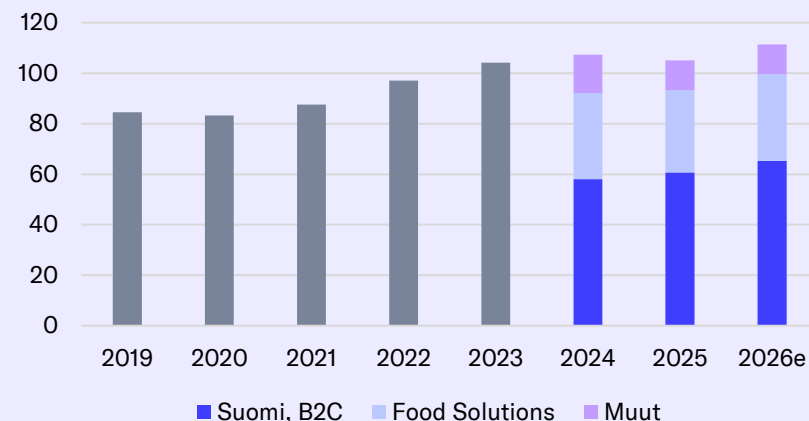
kaurapohjaiset tuotteet, kuten kaurajuomat, lusikoitavat välipalat sekä patukat ovat myyneet hyvin ja moni uutuustuote näyttäisi vakiinnuttaneen paikkansa kauppojen hyllyillä.

Välipalatuotteisiin lukeutuvien Elovena-keksien ja -patukoiden myynti on noussut viime vuosina vahvasti. Raisio on nähdäksemme lähtenyt kilpailemaan patukoilla myös makeampien tuotteiden kanssa tarjoten suhteellisesti terveellisempiä vaihtoehtoja. Raision määrittelemien terveellisten tuotteiden osuus myynnistä on silti ollut nousutrendillä ja ylsi jo 90 %:iin vuonna 2025 (2023: 83 %).

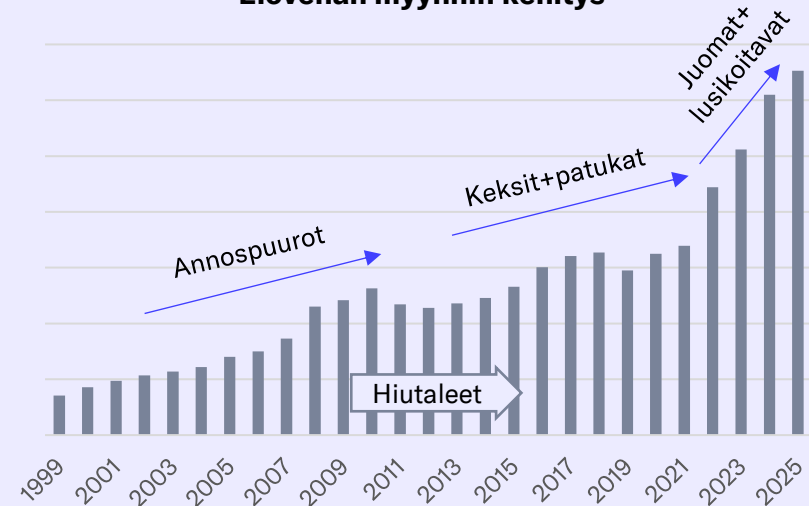
### Kaurameijerin volyymit kehittyneet vahvasti, kateprofiilia pyritään vielä kehittämään tuotepohjaa laajentamalla

Raision tehdasalueelle valmistui kesällä 2021 kasvipohjaisia lisäarvotuotteita valmistava tuotantolaitos, jonka tuotanto tarjoaa vaihtoehdon maitopohjaisille elintarvikkeille. Tuotteisiin lukeutuu mm. kaurajuomia, lusikoitavia tuotteita ja ruoanlaittotuotteita. Kyseinen 45 MEUR:n laitos oli Raision suurin tuotannollinen investointi vuosikymmeniin. Oma valmistuskapasiteetti tarjoaa huomattavaa etua tuotekehitykseen ja uutuuksien lanseeraamiseen verrattuna ulkoistettuun tuotantoon. Lisäarvotuotteiden tehtaen käyttöasteet ovat kehittyneet hyvin, mutta tuotemix on painottunut matalamman kateprofiilin tuotteisiin, kuten litran kaurajuomapakkauksiin. Elovena on noussut kaurajuomissa vain muutamassa vuodessa hätyyttelemään markkinajohtajan paikkaa. Raisio tuo aktiivisesti markkinoille uusia kaurameijerin tuotteita, jotta laitoksen tuotemixiin saataisiin enenevässä määrin mukaan korkeamman kateprofiilin tuotteita korkean volyymin kaurajuomien lisäksi.

Liikevaihto (MEUR)<sup>1</sup>



Elovenan myynnin kehitys



1) Nykyistä liiketoimintarakennetta raportoitu vuodesta 2024 alkaen. Vuosien 2019-23 luvut ovat Inderesin arvioita.

# Breakfast, Snacking and Food solutions 2/3

## Perinnebrändit jääneet kasvun ulkopuolelle

Suomen kuluttajamyynäisiin sisältyvät pienemmät brändit Nalle, Torino ja Sunnuntai eivät ole päässeet mukaan Elovenan vahvaan kasvuvauhtiin. Näiden kolmen pienemmän brändin tuotekategoriat ovat vakaita tai jopa volyymeiltään laskevia. Kuluttajatottumusten siirtyminen helppouteen on toisaalta pois Sunnuntain kaltaisilta leipomiseen liittyviltä brändeiltä, sillä kuluttajat leipovat itse vähemmän ja ostavat kaupasta yhä valmiimpia tuotteita.

Raision kehitys- ja markkinointipanostukset näiden brändien osalta ovat viime vuosina olleet maltillisia. Tuoreimmassa strategiassa yhtiö kuitenkin halusi korostaa, että kasvua voidaan tavoitella kaikista tuotekategorioista ja sen vuoksi perinnebrändienkin eteen halutaan tehdä työtä, joskin maltillisemmin resurssein. Brändien alle voitaisiin tuoda uuden tyyppisiä tuotteita esimerkiksi sopimusvalmistuskumppanuuksia hyödyntäen.

## Food Solutions

### Viljatuotteita B2B-asiakkaille

Food Solutions –yksikkö (liikevaihto 2025: 33 MEUR) pitää sisällään viljapohjaisten tuotteiden myyntiä B2B-asiakkaille niin Suomessa kuin kansainvälisestikin. Asiakaskunta koostuu leipomo-, teollisuus- ja foodservice-asiakkaista.

Liikevaihto jakautuu korkean lisäarvon gluteenittomaan kauraan sekä tavanomaisiin matalamman lisäarvon myllytuotteisiin. Gluteenitonta kauraa viedään laajalle kansainväliselle asiakaskunnalle, kun taas tavanomaisten matalamman lisäarvon myllytuotteiden myynti kohdistuu pääasiassa lähialueille.

Raision teollisiin operaatioihin kuuluu viljan hankkiminen lähialueen viljelijöiltä ja myllytoiminta, jossa vilja jalostetaan elintarvikekäyttöön soveltuviksi ainesosiksi kuten jauhoiksi, leseiksi ja hiutaleiksi. Vehnämylly sijaitsee Raisionkaaren teollisuusalueella, mihin valtaosa yhtiön tuotannosta on keskittynyt. Kaura- ja ruismylly puolestaan sijaitsee Nokialla.

### Gluteenitonta kauraa tuotetaan erotteluprosessin avulla

Raisio investoi vuonna 2019 noin 8 MEUR Nokian kauramyllyn modernisointiin ja kapasiteetin kasvattamiseen. Investointi mahdollisti gluteenittoman kauran valmistamisen erotteluprosessin avulla, mikä päästiin aloittamaan vuonna 2020. Lisäarvokauran myynti on kehittynyt suotuisasti ja tuotannon kapasiteettia kasvatettiin jälleen 2026 alkupuolella.

Aiemmin gluteenitonta kauraa on valmistettu Suomessa vain ns. puhdaskauraviljelyn avulla, jossa kauran puhtautta muista viljoista vaalitaan koko kasvatus- ja jalostusprosessin ajan. Gluteenittoman kauran valmistaminen erotteluprosessilla on kustannustehokasta, koska raaka-aineena voidaan hyödyntää tavallista kauraa, jonka seassa saattaa olla pieniä määriä muita viljoja. Tavalliseen kauraan verrattuna Raisio pystyy veloittamaan teollisuusasiakkaalta jopa moninkertaisen hinnan gluteenittomalla kaurallaan. Tiukka raja-arvo gluteenin määrälle rajoittaa gluteenittoman kauran saatavuutta markkinoilla.

### Matalan lisäarvon tuotteissa kilpailu kovaa, volyymit vaihdelleet

Food Solutionsin volyymeissä on viimeisten vuosien aikana nähty laskua, mihin liittyy erityisesti viljan kulutuksen lasku Suomessa ja ylikapasiteetti myllytoimialalla.

| Brändi                                                                              | Osuus liikevaihdosta <sup>1</sup> | Tuotekategoriat                                                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | ~ 80 %                            | Kaurahiutaleet, annospikapuurot, murot, myslit ja granolat, kaurajuomat, välipalapatukat ja -keksit, lusikoitavat välipalat ja välipalajuomat |
|  | < 10 %                            | Jauhot, leivontamixit ja hiiva                                                                                                                |
|  | < 10 %                            | Hiutaleet ja suurimot                                                                                                                         |
|  | < 10 %                            | Pastat, makaronit ja aterialisäkkeet                                                                                                          |
|  | < 10 %                            | Gluteenittomat jauhot, hiutaleet, leivät ja keksit                                                                                            |

# Breakfast, Snacking and Food solutions 3/3

Yhtiö aloitti 2025 kilpailukykyä vahvistavat toimenpiteet B2B-myyntissä, mihin on käsityksemme mukaan liittynyt mm. muutoksia hinnoittelukäytännöissä. Food Solutions onkin onnistunut vakauttamaan volyymikehitystä vuoden 2026 aikana, eli toimenpiteet näyttäisivät onnistuneen. Arvioimme kotimaan B2B-markkinan dynamiikan silti haastavaksi myös pitkällä jäniteellä.

Laskevien volyymien ohella Food Solutionsiin on viime vuosina heijastunut kauran hintatason vaihtelu. Erityisesti Ukrainan sodan myötä kohonnut hintataso aiheutti piikin liikevaihdossa vuosina 2022-23, mistä on sittemmin tultu alaspäin.

## Muut

Muut segmentti (liikevaihto 2025: 12 MEUR) sisältää viljapohjaisten tuotteiden kuluttajamyynnin Suomen ulkopuolelle sekä toisaalta viljakaupan, jota yhtiö harjoittaa varastojensa tasapainottamiseksi. Kuluttajamyynni kohdistuu pääasiassa Ukrainaan, Skandinaviaan ja Baltiaan. Tämän ohella Raisio on pyrkinyt viime vuosina laajentamaan Elovenan myyntiä uusiin maihin kuten Alankomaihin ja Espanjaan, mutta asema markkinoilla ei ole vakiintunut.

## Laajentuminen uusiin maihin on toistaiseksi tunnistettavaa

Raisio on pyrkinyt laajentamaan Elovenan myyntiä uusiin maihin jo useiden vuosien ajan, koska yhtiöllä on poikkeuksellisen laaja asiantuntemus ja tuoteportfolio kauratuotteiden saralla, niin juomissa kuin kuivissakin tuotteissa. Aiemmalla strategiakaudella yhtiö toi kaurajuomia myyntiin Alankomaihin ja perusti samalla paikallisen organisaation myynnin kehittämiseksi.

Alankomaiden myynti ei kuitenkaan kehittynyt odotetusti, minkä vuoksi yhtiö on sittemmin siirtynyt kansainvälistämisessä kevyempään toimintamalliin. Tämä tarkoittaa jakelijavetoista kaupallistamisstrategiaa ilman että Raision tarvitsee perustaa paikallista myyntiorganisaatiota tai käyttää merkittävästi rahaa markkinointiin. Yhtiö pyrkii löytämään toimivia tuote-markkina-jakelu yhtälöitä, ennen kuin on valmis panostamaan enemmän rahaa myynnin kasvattamiseen. Niinpä nykyinen laajentumisstrategia voidaankin nähdä nykytilanteessa pääasiassa toimivien konseptien validoimisena, mistä matka merkittävämpään kasvuun on vielä pitkä ja epävarma.

## Viljakaupan rooli lähinnä viljataseen hallinnassa

Raisio myy vuosittain jalostamatonta viljaa muutamien miljoonien eurojen edestä. Viljakaupan roolina on ajoittain tasapainottaa yhtiön viljavarastoja ja toisaalta varmistaa että yhtiöllä on riittävästi raaka-ainetta oman jalostustoimintansa tarpeisiin. Viljakaupan suora merkitys yhtiön tulokseen on mitätön eikä viljakauppaa pyritä tietoisesti kasvattamaan.

Kauran hinta USA:ssa 2018-26 (USD/t)<sup>1</sup>



# Heart Health 1/2

## Kasvistanoliesteri liiketoiminnan keskiössä

Heart Health –yksikössä raportoidaan kasvistanoliesteriä sisältävien kuluttajatuotteiden myynti Benecol-brändillä sekä toisaalta B2B-asiakkaille kohdistuva kasvistanoliesterin ainesosamyynti ja Benecol-brändin lisensointi. Kuluttajamyyntiä raportoidaan erikseen kolmen suurimman kohdemaan osalta (Iso-Britannia, Suomi ja Irlanti). Muihin maihin kohdistuva myynti sekä B2B-liikevaihto raportoidaan Muut-rivillä.

Benecol-tuotteiden sisältämällä kasvistanoliesterillä on tutkitusti kolesterolia alentava vaikutus. Kilpailevissa tuotteissa käytettävät sterolit ja steroliesterit laskevat niinikään kolesterolia, mutta tutkitusti vähemmän verrattuina Raision valmistamaan stanoliesteriin. Raisio on globaalisti ainoa stanoliesterin tuottaja. Aineosaa koskevat patentit ovat jo rauenneet, mutta tuotantoon liittyvä teknologinen kompleksisuus sekä muut aloittamiskustannukset suojaavat sitä kilpailulta.

Tärkeimpiä Benecol-tuotteita ovat levitteet ja jogurttijuomat. Raisio jalostaa kasvistanoliesteriä Raisionkaaren esteröintilaitoksessa ja toimittaa sitä omien kuluttajatuotteidensa sopimusvalmistajille sekä lisensointikumppaneille. Lisäksi laitoksessa valmistetaan myös kasvisteroliesteriä B2B-asiakkaille.

## Kuluttajamyynti

### Merkittävä markkina-asema suurimmissa kohdemaissa

Raisiolla on vahva markkina-asema kolesterolia alentavissa tuotteissa Iso-Britannian, Irlannin ja Suomen markkinoilla. Tuotekategoria pohjautuu yhtiön omaan tutkimustyöhön, minkä pohjalta Benecol lanseerattiin 1995. Kansainvälinen kasvutyö käynnistyi lisensointimallilla kumppanien tuella. Vuonna 2014 Raisio osti kumppaniltaan Johnson & Johnsonilta Benecol-liiketoiminnan Britannian, Irlannin ja

Belgian alueelta, mikä muodostaa nykyisin valtaosan Raision omasta Benecol-kuluttajamyynnistä Suomen ohella. Muita pienempiä myyntimaita ovat mm. Puola, Hong Kong ja uutena Espanja.

### Iso-Britanniassa kilpailu on kireää

Liikevaihdon kehitys on ollut erityisesti suurimmalla markkinalla Iso-Britanniassa ristiriitaista viime vuosina, sillä kilpailu vähittäiskauppaketjujen hyllytilasta on kovaa. Monissa toimintamaissa on myös nähty discounter-kanavan markkinaosuuden kasvua, joka on jakelukanavana Benecolille lähtökohtaisesti haastava. Raisio on panostanut myös discounter-kanavaan ja päässyt mm. Lidlin jakeluun jogurttijuomilla sekä Iso-Britanniassa että Irlannissa. Arvioimme Benecolin kuluttajamyynnin volyymin kuitenkin laskeneen hieman isossa kuvassa 2020-luvulla. Myös esimerkiksi kuluttajien ostovoiman vaihteluilla on ollut vaikutusta myynnin kehitykseen koko kategorian tasolla.

### Brändiviestiä pyritään kansanomaistamaan

Tavanomaisen kuluttajamarkkinoinnin ja jakelun kehittämisen lisäksi Raisio on jo pitkään tehnyt Iso-Britanniassa ja Irlannissa lääkäreiden kautta tehtävää valistustyötä, minkä avulla kuluttajia pyritään saamaan pitkäkestoisiksi Benecol-käyttäjiksi. Arvioimme terveydenhuollon ammattilaisten kautta tehtävän valistustyön toimivan erityisesti kuluttajiin, joilla on jo valmiiksi terveyshuolia tai korkea kolesterolia.

Raisio on viimeisimmän strategiansa myötä pyrkinyt laajentamaan Benecolin myyntiä aiempaa kansanomaisemmalla brändiviestillä. Vuoden 2026 aikana käynnistettiin brändiuudistus, jossa tuotteen funktionaalisesta tieteeseen pohjaavasta viestistä pyritään tekemään helpommin lähestyttävä ja laajempaa ostajakuntaa puhutteleva.

## Heart Health pähkinäkuoressa



Brändilupaus: Alentaa tehokkaasti kolesterolia

| Tuotteet            | Levitteet                      | Tehojuomat | Jogurtit                    |
|---------------------|--------------------------------|------------|-----------------------------|
|                     |                                |            |                             |
| Valmistus           | Kasvistanoli valmistetaan itse |            | Lopputuotteet alihankintana |
| Jakelu <sup>1</sup> | Oma kuluttajamyynti 2/3        |            | Lisensointi 1/3             |

### Arvonluontiprofiili<sup>2</sup>



Korkea kannattavuus



Maltillinen kasvuprofiili



Matalat capex-investointitarpeet ja pääomakevyt liiketoimintamalli



Merkittävästi liikearvoa taseessa, mikä vaikuttaa suhteelliseen pääomantuottoon

1) Inderesin suuntaa-antava arvio, osuus liikevaihdosta  
2) Perustuu Inderesin arvioon

# Heart Health 2/2

Brändiuudistus on kuitenkin vielä kesken ja pitkän aikavälin vaikutukset siten epäselvät.

## Lisensointi ja B2B-ainesosamyyni

Merkittävä osuus Heart Healthin liikevaihdosta koostuu lisensointituloista ja B2B-ainesosamyynistä. Nämä raportoidaan Heart Healthin alasegmentissä ”Muut”, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2025 oli 38 MEUR eli 36 %. Arvioimme tästä noin 30-35 MEUR liittyvän lisensointiin ja B2B-ainesosamyyniin.

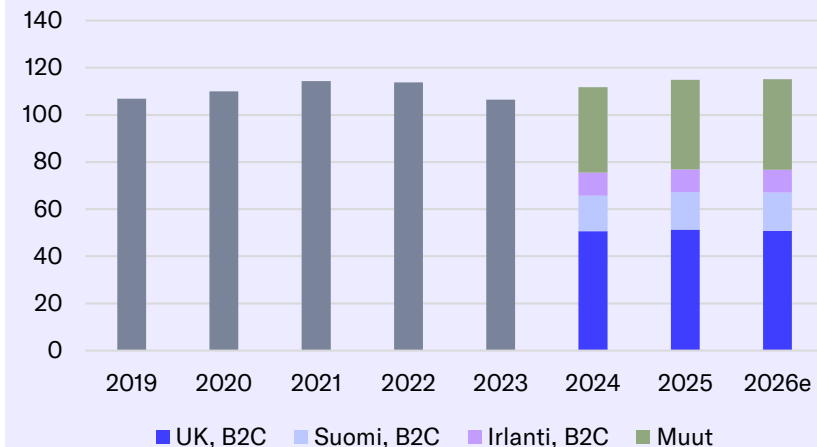
## Lisensointikumppanit usein meijerialan toimijoita

Kolesterolia alentavan kasvistanoliesterin, myynti suuntautuu Raision lisenssikumppaneille Eurooppaan, Aasiaan ja Amerikkaan. Lisensointimalli on resurssitehokas keino tarjota Benecol-tuotteita siellä, missä Raisiolla ei ole omaa kuluttajaliiketoimintaa.

Liikevaihto koostuu sekä Raision itse valmistaman kasvistanoliesterin myynnistä että Benecol-nimen käyttöoikeudesta. Lisenssikumppanit ovat esimerkiksi meijerialan yhtiöitä, jotka ovat laajentaneet oman tuoteportfolionsa sisältämään myös kolesterolia alentavia levitteitä, jogurtteja, juomia tai välipalapatukoita sekä käyttävät myynnin avittamiseksi tunnettua Benecol-brändiä.

Benecol-ainesosan lisenssimyynnin kehitys on ollut takavuosina vaisua. Yhtiö on viime vuosina pyrkinyt kehittämään lisenssimallia vastaamaan paremmin kumppaniyhtiöiden tarpeita ja saavuttanut kasvua mm. steroliesterien valmistuksella. Arviomme mukaan Benecol-lisenssikumppaneita on tällä hetkellä reilut 10, joista alle puolet tuovat aktiivisesti uusia Benecol-tuotteita markkinoille.

Heart Healthin liikevaihto (MEUR)



# Markkina- ja kilpailuympäristö 1/2

## Markkinan kasvu

### Elintarvikkeiden kysyntä kehittyy maltillisesti

Raisio on arvioinut, että sen nykyisillä ydinliiketoiminta-alueilla markkina kasvaa keskimäärin 2-3 %/v. Peruselintarvikkeiden, kuten tavanomaisten jauhojen tai kaurahiutaleiden kulutus ei kasva merkittävästi. Yhtiö painottaa tuotekehityksessä potentiaalisia kasvusegmenttejä, joissa helppous, terveellisyys ja hyvinvointitrendit tuovat kuluttajille lisäarvoa, josta ollaan myös valmiita maksamaan preemiota.

### Kasvusegmenttejä tarjolla ketterille toimijoille

Vaikka markkinakasvu on isossa kuvassa maltillista, sen sisältä löytyy ajoittain nopeasti kasvavia alasegmenttejä. Uudet tuoteinnovaatiot ja kategoriat voivat kasvaa nopeastikin merkittävän kokoisiksi. Keskeiset kasvumahdollisuudet syntyvät nähdäksemme kuluttajatrendien kuten terveellisuuden ja helppouden ajamana. Esimerkkejä tällaisista kasvukategorioista viime vuosikymmeniltä ovat mm. annospikapuurot sekä kaurapohjaiset juomat ja lusikoitavat tuotteet. Raision tuoteportfolio on nähdäksemme hyvin asemoitunut kasvutrendeihin ja sen panostukset tutkimukseen ja tuotekehitykseen tukevat innovaativetoista kasvua myös jatkossa.

### Raaka-aineiden hinnat heijastuvat markkinaan ja katteisiin

Raaka-aineiden hintojen vaihtelulla, erityisesti viljan osalta, on huomattava vaikutus erityisesti B2B-markkinan euromääräiseen kehitykseen. B2B-myyntissä hinnat joustavat melko nopeasti markkinatilanteen mukaisesti, mikä on ajoittain heijastunut volatiliiteettina Food Solutions

–yksikön liikevaihdossa. Kuluttajatuotteissa myyntihinnat kehittyvät vakaammin, jolloin nopeat muutokset raaka-ainekustannuksissa voivat lyhyellä aikavälillä vaikuttaa Raision marginaaleihin nostavasti tai laskevasti. Raisio pyrkii ennakoimaan kustannustason muutoksia tyypillisesti puolivuositain toistuvissa hintaneuvotteluissa vähittäiskaupan toimijoiden kanssa. Vakaa tai laskeva raaka-aineen hinta tarjoaa arviomme mukaan lyhyellä janteella suotuisimmat olosuhteet tuloskasvuun.

## Kilpailuasema

### Brändit antavat hinnoitteluvoimaa, mutta voima on osin paikallinen

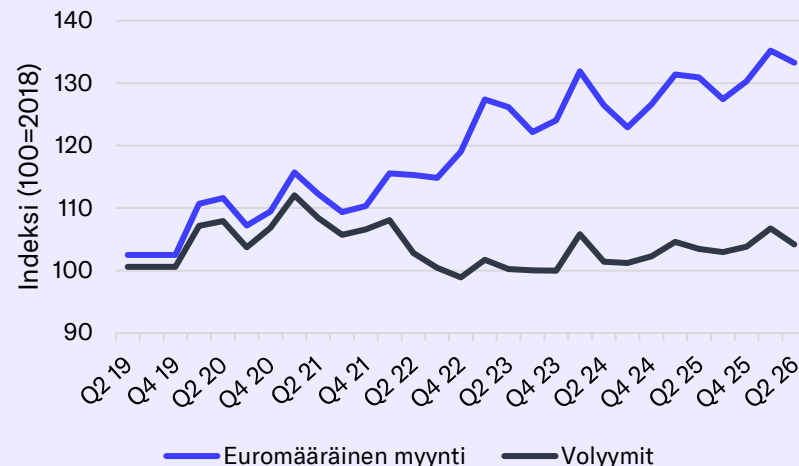
Kuluttajamyynnissä liikevaihdosta valtaosa syntyy vahvoista Benecol- ja Elovina -brändeistä, minkä johdosta segmentin kannattavuus on ollut historiallisesti vahvaa ja yhtiö on onnistunut hyvin siirtämään kohonneita tuotantokustannuksia myyntihintoihin.

Benecol-brändi on kansainvälisesti tunnettu ja arvostettu, mutta tämä ei ole viime aikoina riittänyt markkinaa nopeampaan kasvuun alan kovan kilpailutilanteen vuoksi. Raisiolla on vahva markkina-asema kolesterolia alentavissa tuotteissa, mitä tukee Benecolin tunnettu brändi ja tuotteen funktionaalisuuteen perustuva teho.

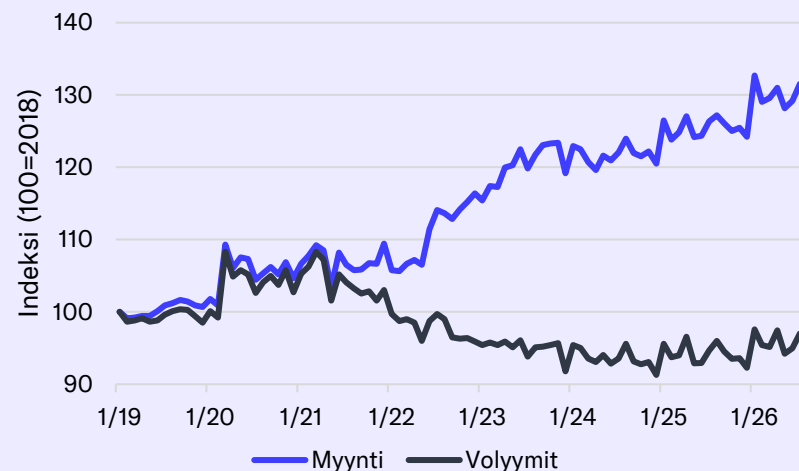
Elovena on Suomen elintarvikemarkkinalla erityisen vahva ja tunteisiin vetoava brändi, mikä nähdäksemme tuo selkeää kilpailuetua heijastuen sekä kasvuun että kannattavuuteen. Elovenan tunnettuus Suomen ulkopuolella on kuitenkin melko vähäistä.

Useimpien Raision brändien voima on jossain määrin paikallista (myös Elovina), mikä rajoittaa kannattavan kasvun mahdollisuuksia uusilla markkinoilla.

## Suomi: Elintarvikkeiden myynti PT-kaupassa



## Iso-Britannia: Ruokakauppojen myynnin kehitys



# Markkina- ja kilpailuympäristö 2/2

## Kilpailu kaupan hyllyillä on intensiivistä

Raision kuluttajatuotteiden jakelu tapahtuu pääosin suurten eurooppalaisten päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Raision tuotekategorioissa on useita kilpailijoita ja yhtiön kilpailuympäristö ei ole helppo. Suomessa kauppa on keskittynyt muutamien isojen pelureiden käsiin, joilla on vahva neuvotteluvoima.

Iso-Britanniassa puolestaan kilpailu hyllypaikoista on voimakasta ja Benecol on viime vuosina ajoittain menettänyt yksittäisiä hyllypaikkoja kilpailijan ostettua tilan itselleen. Benecol on tosin myös voittanut paikkoja takaisin tuotteiden vahvan tunnettuuden ansiosta.

Lisäksi discounter-kanavan osuuden kasvu on asettanut Raisiolle haasteita etenkin Suomen ulkopuolella. Discounter-myymlöiden tuotevalikoima on tyypillisesti kapea ja hintapisteet matalia, mikä on vaikeuttanut Benecolin pääsyä hyllyille. Raisio on viime aikoina panostanut myös discounter-kanavaan ja saanut tuotteita myyntiin mm. Lidl-myymlöihin useissa maissa.

Raision tulee onnistua pitämään brändit relevantteina, tuotekehitys hereillä trendeistä ja valmistus kilpailukykyisenä, jotta marginaaleista kyetään pitämään kiinni. Toisaalta sofistikoituneen jakelijakumppanin kanssa on myös mahdollista tehdä yhteistyötä, sillä lopulta myös kauppa toivoo saavansa kiinnostavia ja asiakkaan keskiöstosta kasvattavia tuotteita valikoimiinsa. Kaupan alan toimijat voivat tarjota Raisiolle arvokasta tietoa markkinan trendeistä ja kuluttajakäyttäytymisestä uusien tuotteiden sekä myyntistrategian kehittämisen tueksi.

## Kaupan omilla merkeillä rajallinen vaikutus Raisioon

Brändituotteiden kilpailuasemaa haastavat kaupan omat merkit (private label), jotka ovat tyypillisesti matalasti hinnoiteltuja. Kaupan omien merkkien osuus vähittäiskaupan myynnistä on isossa kuvassa ollut kasvussa, joskin Suomessa tilanne on kehittynyt melko vakaasti (private labelilla noin 25 % osuus). Nähdäksemme private labelin aiheuttamalla kilpailu-uhalla on kuitenkin rajallinen vaikutus Raisioon, jonka myynnistä suuri osa koostuu lisäarvoa tarjoavista innovaatioihin perustuvista tuotteista. Private label –tuotevalikoimat keskittyvät tyypillisesti lähinnä peruselintarvikkeisiin, jotka Raision kohdalla tarkoittavat mm. jauhojen ja hiutaleiden suurempia pakkauksia.

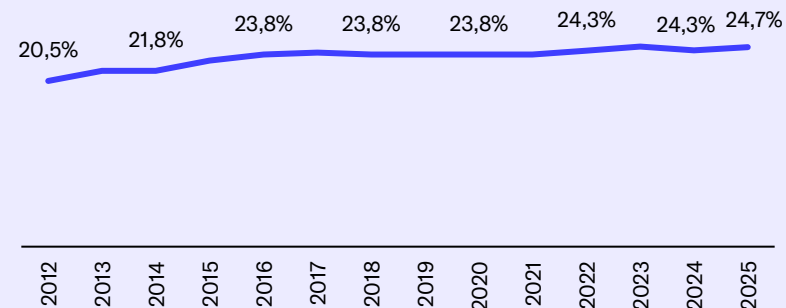
## Myllykapasiteetissa osin ylikapasiteettia Suomessa

Viljatuotteiden B2B-myyntissä Raision kilpailukyvyssä on merkittäviä tuotekohtaisia eroja. Gluteenittoman kauran osalta tuotannon lisäarvo on merkittävä ja kysyntä kansainvälisestäikin kasvava, mikä mahdollistaa terveen kilpailukyvyn. Sen sijaan perinteisessä myllyliiketoiminnassa erityisesti vehnän osalta yhtiöllä on ollut historiassa haasteita. Vehnän kysyntä on Suomessa laskenut ja maasta löytyy ylimääräistä myllykapasiteettia, jolloin tavanomaisten jauhojen tuotannon lisäarvo on matala.

## Raision kilpailukyky tiivistettynä<sup>1</sup>

- Elovena Suomen vastuullisimmaksi äänestettynä brändinä tuo vahvaa paikallista kilpailukykyä
- Benecol kansainvälisesti tunnettu brändi, mutta kategorian kilpailu on kiristynyt
- Oma moderni tuotantokapasiteetti mahdollistaa uusien kauratuotteiden kehittämisen tehokkaasti
- Trendit kuten vastuullisuus ja terveellisyys mahdollistavat markkinaa nopeampaa kasvua
- Toimialan kilpailu on kovaa ja kuluttajan ostovoiman kehitys vaikuttaa korkeamman hintaluokan tuotteiden kysyntään
- Osa brändeistä tunnettuja ja arvokkaita vain Suomen kotimarkkinoilla
- Myllykapasiteettia on Suomessa liikaa suhteessa kysyntään

## Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)<sup>2</sup>



# Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



# Strategia ja tavoitteet 1/3

## Strategiakausi 2025-27 uudistanut laajasti toimintamallia

Raisio julkisti 2025 keväällä uuden strategiansa sekä vuoteen 2027 ulottuvat taloudelliset tavoitteet. Strategian myötä yhtiössä toteutettiin organisaation johtamisrakenteiden uudistaminen, jolla pyrittiin vahvistamaan kannattavan kasvun edellytyksiä. Toistaiseksi strategiakaudella saavutettu tuloskasvu on syntynyt konsernitasolla lähinnä EBIT-marginaalin nousun myötä, mutta strategiassa pyritään myös kasvun kiihdyttämiseen strategiakauden loppua kohden. Tappiollisesta kasviproteiiniliiketoiminnasta on luovuttu, mutta yhtiö on samalla jatkanut uusien yritysostokohteiden etsintää. Yritysostrategiassa painotetaan jatkossa riittävän kookkaita sekä hyvän kannattavuusnäkökuvan omaavia yhtiöitä. Terveellisyys on edelleen tärkeä teema liiketoiminnassa, mutta sen ei toisaalta haluta rajoittavan mahdollista laajentumista uusiin houkutteleviin segmentteihin esimerkiksi yritysostojen kautta.

### Liiketoimintayksiköissä selkeämpi vastuu koko tuotantoketjusta

Johtamisrakenteen uudistaminen oli yksi keskeinen toimenpide Raision uudessa strategiassa. Viljapohjaiset tuotteet on nyt järjestetty omaksi yksiköksi (Breakfast, Snacking and Food Solutions) ja kasvistanoliesteriä hyödyntävä liiketoiminta toiseksi yksiköksi (Heart Health). Yksiköiden johtajilla on tulosvastuu koko tuotantoketjusta aina raaka-aineen hankinnasta ja tuotannosta myyntiin ja markkinointiin saakka.

Ennen uudistusta tuotannolliset operaatiot ja ainesosamyynni olivat erillään kuluttajatuoteliiketoiminnasta, jolloin Terveelliset ainesosat myi ainesosia Terveellisille elintarvikkeille. Kuluttajamyynnin kannattavuus oli ollut jo hyvän aikaa suotuisalla kehityspolulla, kun taas

ainesosamyynnin kannattavuus oli laahannut, mutta tällaista tuotantoketjun sisäistä kannattavuuden jaottelua voi mielestämme pitää jokseenkin teennäisenä.

### Elovenavetoista kasvua haetaan Suomesta ja ulkomailta

Breakfast, Snacking and Food Solutions –yksikössä Raisio jatkaa kasvun hakemista Elovena-tuotteilla Suomessa uutuusvetoisesti ja ulkomailla kokeilemalla eri tuotteita sekä toimintamalleja.

Suomessa kasvu on jatkunut hyvänä uutuustuotteiden ja vahvan bränditunnettuuden tuella. Viime vuosina kasvussa on ollut paljon kyse uusien kategorioiden avaamisesta ja tuoteportfolion laajentamisesta. Jatkossa arvioimme yhtiön keskittyvän yhä vahvemmin nykyisiin tuotekategorioidensa kehittämiseen, jotta toiminnan tehokkuus parantuu.

Kansainvälistä laajentumista puolestaan pyritään tekemään nykyisessä kehitysvaiheessa ketterästi ja kokeilevasti. Yhtiö haluaa löytää toimivia tuote-markkina-kanava –yhdistelmiä, ennen kuin panostaa merkittäviä rahasummia markkinointiin tai paikalliseen resursointiin.

### Heikomman kilpailukyvyyn viljatuotteista haetaan vakaata rahavirtaa

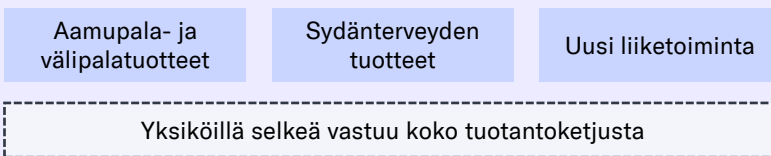
Pienempien brändien (mm. Sunnuntai, Nalle ja Torino) ja viljan ainesosamyynnin ensisijaisena tavoitteena on tuottaa vakaata rahavirtaa konsernin muun kasvun rahoittamiseksi. Näitä liiketoimintoja pyritään pääasiassa tehostamaan, mutta pienempiin brändeihin voidaan myöskin suunnata rajattuja kasvupanostuksia esimerkiksi hyödyntämällä ulkoisia kumppaneita brändejä hyödyntävien uutuustuotteiden valmistuksessa. Ainesosamyynnistä erottuu kasvualueena gluteeniton kaura, jossa Raisiolla on vahva asema Euroopassa ja tätä asemaa pyritään edelleen vahvistamaan mm. tuotannon investoinneilla.

## Organisaatiouudistus 2025 strategian myötä

### Asiakasryhmäkohtainen organisaatorakenne (2021-25)



### Tuoteryhmäkohtainen organisaatorakenne (2025-)



## Strategian ydinkohdat

- Liiketoimintayksiköiden vastuu koko tuotantoketjusta
- Kauratuotteiden vahvan kasvun jatkaminen
- Paikallisten perinnebrändien parempi hyödyntäminen
- Sydänterveiden tuotteiden liiketoiminnan kilpailukyvyyn vahvistaminen
- Tappiollisen kasviproteiiniliiketoiminnan myynti
- Kasvanut kiinnostus yritysostoihin ja uusien liiketoimintamahdollisuuksien tutkimuspohjaiseen kehittämiseen
- Vastuullisuus, mikä näkyy mm. tuotteiden terveellisyydessä ja päästöjen minimoinnissa

# Strategia ja tavoitteet 2/3

## Sydänterveiden tuotteiden volyymikehitys kaipaa korjausliikettä

Sydänterveiden tuotteet on Raisiolle kannattavaa liiketoimintaa, jonka pitkän aikavälin kilpailukykyyn kohdistuu kuitenkin pientä epävarmuutta. Liikevaihdon kehitys on ollut viime vuosina epätasaista ja myyntivolyymit ajoittain laskussa. Raisiolla on tavoitteena säilyttää ja vahvistaa markkinajohtajan asemaa Suomessa, Iso-Britanniassa ja Irlannissa, minkä lisäksi se pyrkii kasvamaan markkinajohtajan asemaan Puolassa. Keskeisimpänä tavoitteena pidämme markkina-aseman vakauttamista ja vahvistamista Iso-Britanniassa, jossa edellä kuvatut kilpailukykyyn liittyvät haasteet ovat esiintyneet mm. kireän kilpailun myötä.

Strategiaan sisältyy olennaisesti Benecolin brändiuudistus, joka käynnistettiin 2026 keväällä. Uudistuksen tavoitteena on yksinkertaistaa Benecolin brändiviestiä ja tavoitella aiempaa laajempaa kohderyhmää. Uudistus myös yhtenäistää pakkausten designit eri markkinoiden välillä tarjoten synergioita markkinointiin. Uudistuksen onnistumisella voi olla merkittävä vaikutus koko Heart Health –yksikön suoriutumiseen strategiakaudella.

Toinen tärkeä tavoite olisi saada vahvistettua kasvistanoliesterin lisensointi- ja ainesosaliiketoimintaa, jossa liikevaihdon kehitys on niin ikään ollut vaisua. Raisio on alkanut uuden strategiakauden myötä hyödyntämään esteröintilaitostaan myös steroliesterin valmistukseen, jota myydään puhtaasti ainesosana B2B-asiakkaille ilman lisensointikomponenttia. Tämä on tarjonnut yhtiölle kasvua, joskin arvioimme steroliesterin myyntikatteen matalammaksi verrattuna stanoliesteriin ja lisensointisopimuksiin.

## Uuden liiketoiminnan kehittäminen ottaa aikaa

Raision päivitettyyn johtamisrakenteeseen sisältyy myös uuden liiketoiminnan yksikkö nykyisten olemassa olevien liiketoimintojen lisäksi. Raisio pyrkii pitkällä aikavälillä luomaan uutta liiketoimintaa tutkimustyöllä sekä mahdollisesti yritysostoilla. Tutkimustoiminnan painopistettä halutaan siirtää uusien kasvumahdollisuuksien kehittämiseen mm. kylläisyyden ja painonhallinnan alueella. Mahdolliset uudet tieteelliset innovaatiot eivät ole merkittävä kasvuajuri vielä 2025-27 strategiakaudella, mutta niillä pyritään pohjustamaan pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia.

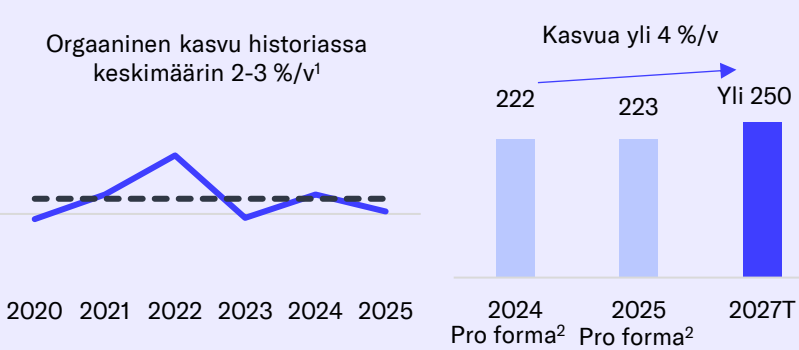
Uutta liiketoimintaa kehitetään jo nyt orgaanisesti yhtiön perustaman kuituraaka-aineen tutkimushankkeen kautta. Yhtiö investoi 4,5 MEUR hankkeeseen (sisältäen 1,8 MEUR investointitukea), jossa pyritään jalostamaan viljaprosessien sivuvirroista funktionaalisia kuituraaka-aineita. Hanketta varten rakennettu pilottilaitos valmistui Raisionkaaren teollisuusalueelle 2026 alkuvuodesta.

## Tulostavoite realistinen, kasvutavoite uhkaa karata

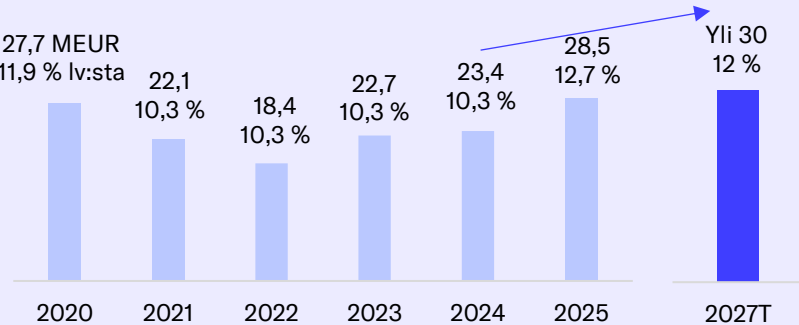
Raisio tavoittelee strategiakaudellaan liikevaihdon kasvattamista orgaanisesti yli 250 MEUR:n 2027 mennessä, jolloin keskimääräinen kasvu strategiakaudella olisi vähintään 4 %/v. Liikevoiton tavoitellaan kasvavan yli 30 MEUR:n, mikä vastaisi 12 % liikevoittomarginaalia 250 MEUR:n liikevaihdon. Pidämme liikevoittoa koskevaa tavoitetta melko realistisena, sillä oikaistu liikevoitto nousi jo vuonna 2025 28,5 MEUR:oon (12,7 % liikevaihdosta). Kasvun osalta yhtiöllä on kirittävää, sillä strategiakauden ensimmäisen puolentoista vuoden aikana liikevaihto on kasvanut vain vajaan 1 %:n tahtia, jolloin strategiakauden jälkipuoliskolla kasvun tulisi kiihtyä keskimäärin 7 %:iin, mikä näyttäytyy lähihistorian valossa epätodennäköiseltä.

## Taloudelliset tavoitteet 2025-27

### Liikevaihto: yli 250 MEUR vuonna 2027



### Oik. liikevoitto: yli 30 MEUR vuonna 2027



### Osinko: 50-100 % osakekohtaisesta tuloksesta

| 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025     |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 87 %     | 108 %    | 175 %    | 127 %    | 127 %    | 100 %    |
| (0,13 €) | (0,14 €) | (0,14 €) | (0,14 €) | (0,14 €) | (0,15 €) |

1) Inderesin arvio  
2) Lähtökohta jos myydyn kasviproteiiniliiketoiminnan liikevaihto korjataan pois.

# Strategia ja tavoitteet 3/3

## Kasvu jakautuu epätasaisesti liiketoimintojen välillä

Raisio arvioi kohdemarkkinansa kasvavan keskimäärin 2-3 %/v ja tavoittelee tämän ylittävää kasvua. Yhtiön liiketoiminnoista löytyy vahvasti kasvavia alueita, erityisesti Suomen B2C –segmentti Elovenan vetämänä sekä myöskin gluteenittoman kauran kv-vetoinen B2B-myynti. Kasvuprofiilia puolestaan heikentää kotimaan B2B-jauhokaupan markkinan pitkän aikavälin laskusuunta sekä vielä kriittisempänä Benecolin vaisu ja volatiili kasvukehitys. Strategian kasvutavoitteiden kannalta Benecolin brändiuudistuksessa onnistuminen ja kasvun vahvistaminen ovatkin keskeisiä tavoitteita, mutta työ on vielä kesken eikä vahvoja näyttöjä tavoitteiden saavuttamisesta ole vielä saatu. Toinen ajuri, joka voisi pidemmällä jännteellä auttaa Raisiota nostamaan kasvun yli markkinan tahdin, liittyy Elovena-kauratuotteiden kansainvälistämiseen. Toistaiseksi kv-laajentumistyö on kuitenkin tunnustelemaa, eikä selkeitä läpimurtoja olla vielä saatu.

## Liiketulos edennyt jo lähelle tavoitetta

Raision kannattavuus on parantunut strategiakauden alkupuolella nopeasti (oik. EBIT 2024: 23,3 MEUR -> 2025: 28,5 MEUR), mihin on vaikuttanut mm. luopuminen tappiollisesta kasviproteiiniliiketoiminnasta (noin 2 MEUR vaikutus) sekä toisaalta Suomen B2C-myyntin kasvu ja yhtiön toteuttamat tehostamistoimet. Vuoden 2026 tulosta tosin varjostaa investointi ERP-järjestelmään, mistä aiheutuu noin 2 MEUR:n kertaluonteinen kustannus. Tämän päättyessä liiketuloksella on nähdäksemme hyvät mahdollisuudet päätyä yhtiön tavoitteleman 30 MEUR:n paremmalle puolelle. Tuloskasvua voi toki osittain rajoittaa, mikäli yhtiö haluaa satsata markkinointiin ja

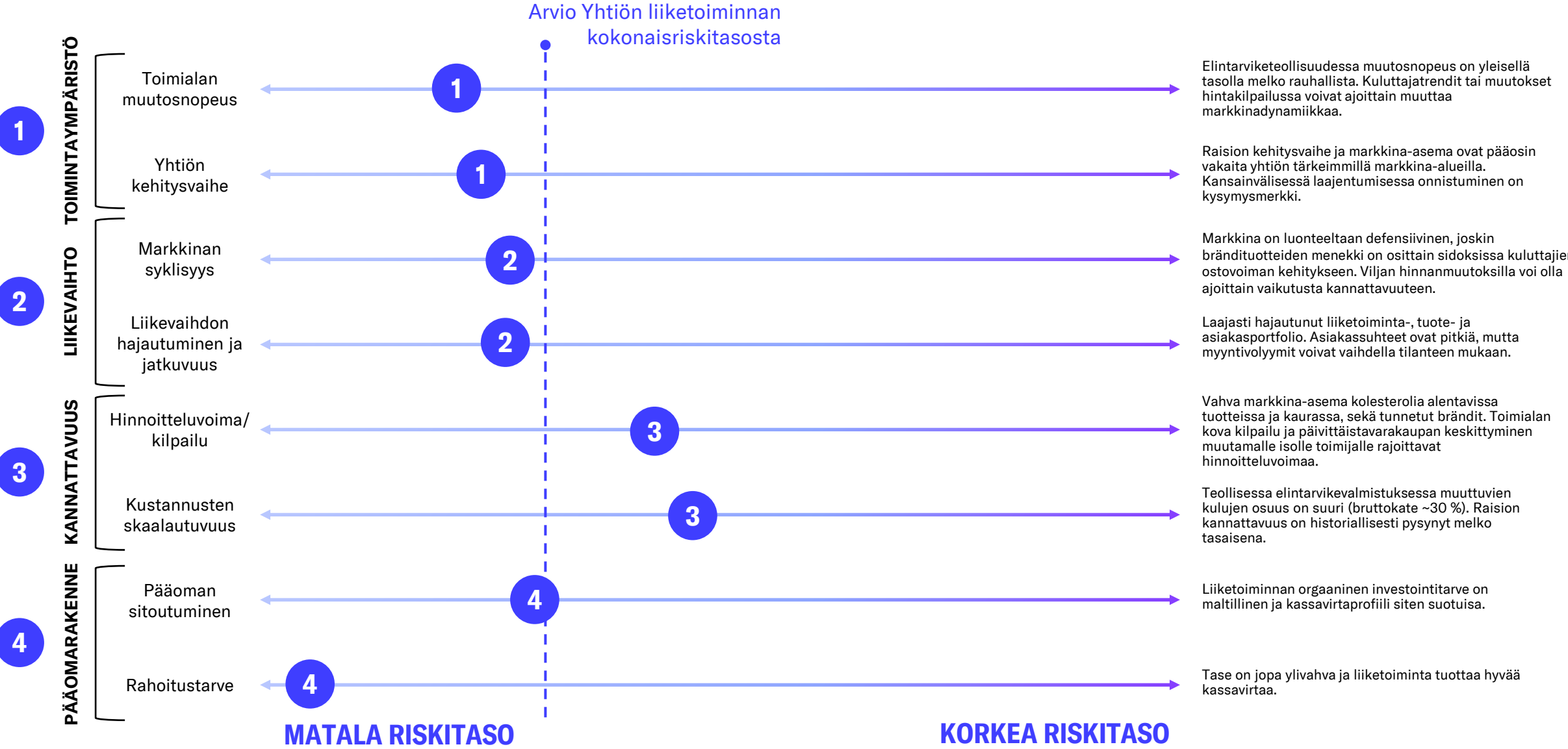
kasvutoimenpiteisiin selvästi aiempaa enemmän (esim. Benecolin brändiuudistuksen yhteydessä).

## Yrityskauppahteita kartoitetaan aktiivisesti

Raisio on jo useiden vuosien ajan pitänyt yrityskauppoja yhtenä mahdollisena kasvupolkuna, mutta sopivia kohteita ei ole lähihistoriassa löytynyt. Yhtiön kriteeristö sopivien kohteiden osalta on ollut melko kapea ja rajoittunut terveelliseen ruokaan keskittyviin yhtiöihin. Uuden strategian myötä tahtotila epäorgaaniselle kasvulle on kasvanut, mistä osoituksena mm. M&A-johtajan rekrytointi kesällä 2025. Tulkintamme mukaan ostokohteilta edellytetään vähintäänkin riittävää kokoluokkaa, tervettä kannattavuutta ja kohtuullista kasvupotentiaalia, mutta liiketoiminnan sisällön osalta vaihtoehtoja voidaan katsoa aikasempaa laajemmin. Yritysosovetoisen kasvun keskeisimpiä perusteita ovat nähdäksemme ylivahvan taseen laittaminen töihin sekä toisaalta konsernin hallinnollisten kulujen jakaminen suuremman kokonaisuuden kesken.

Emme lähtökohtaisesti odota, että yrityskaupoilla tultaisiin luomaan merkittävää arvoa osakkeenomistajille. Raision toteuttamista yrityskaupoista suuri osa ovat historiassa olleet epäonnistuneita. Nähdäksemme elintarvikealalla on yleisesti haastavaa tehdä onnistuneita yritysostoja, koska toimiala on varsin kilpailtu ja houkuttelevimmat liiketoiminnot ovat harvoin myynnissä kohtuulliseen hintaan. Pidämme myös mahdollisena, että yhtiö palauttaa pääomia ylivahvasta taseestaan omistajille, mikäli sopivia yritysostokohteita ei markkinalta löydy.

# Liiketoiminnan riskiprofiili



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 1/3

## Elovena-tuotteet toimineet orgaanisen kasvun veturina

Raision liikevaihdon orgaaninen kasvu on ollut viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin 2-3 %/v. Kasvua on saavutettu erityisesti Elovena-tuotteilla Suomen markkinalla, mihin on vaikuttanut yhtiön voimakas panostus uusiin tuotelanseerauksiin sekä kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan käynnistäminen vuoden 2021 jälkipuoliskolla. Elovena-tuotteiden vuotuinen kasvu on ollut jopa 20-30 % tasolla vuosina 2022-23, mutta maltillistunut asteittain ja oli noin 7 % vuonna 2025. Benecolin myynnin kasvu on ollut keskimäärin vaisua ja kärsinyt hetkittäin koronapandemiasta, inflaation kiihtymisestä sekä kireästä kilpailusta mm. Iso-Britanniassa.

B2B-asiakkaille kohdistuvan ainesosamyyntin puolella arvioimme gluteenittoman kauran myynnin olleen viime vuosina pääosin kasvusuuntaista. Kasvistanoliesterin lisensointiliiketoiminta on ollut melko vakaata ja rinnalle on otettu kilpailijoiden käyttämän steroliesterin valmistusta, millä on saatu pientä kasvua 2025-26 aikana. Erittäin matalakatteista viljakauppaa on skaalattu alas, mikä on osaltaan aavistuksen painanut ainesosamyyntin kokonaiskasvua. Viljakaupan määrä liikevaihdosta on enää hyvin pieni. Myös prosessoitujen viljatuotteiden B2B-kauppa on kotimaassa ollut laskutrendillä markkinakehityksen suuntaisesti.

## Kannattavuus viime vuosina positiivisella trendillä

Raisio on elintarvikealan yhtiöksi suhteellisen kannattava erityisesti yhtiön vahvojen brändien kuten Elovenan ja Benecolin ansiosta. Bruttokate on noin 30 %:n paikkeilla. Oikaistu EBIT-marginaali oli vielä vuosina 2018-20 vahvalla 11-12 %:n tasolla, mutta laski 9 %:iin vuonna 2021 mm.

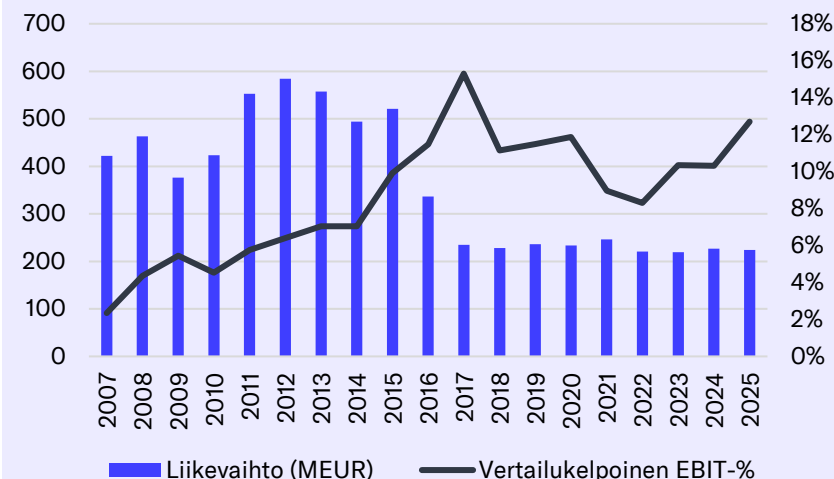
merkittävän tehdasinvestoinnin sekä tappiollisen kasviproteiiniliiketoiminnan oston seurauksena. Vuonna 2022 viljan hinnan räjähdysmäinen kohoaminen Venäjän ja Ukrainan sodan myötä heikensi kannattavuutta vielä lisää hetkellisesti (8,3 %) ennen kuin myyntihinnat saatiin päivitettyä raaka-aineiden hintoja vastaaville tasoille. Kannattavuus on kuitenkin saatu palautettua hyvälle tasolle asteittain vuosien 2023-25 aikana (2025 oik. EBIT: 12,7 %).

Bruttokatteen ja EBIT-%:n viimeaikainen kasvu selittyy mm. liikevaihdon jakauman vahvistumisella, viljan parantuneella saatavuudella heikon 2022 satovuoden jälkeen sekä yhtiön jatkuvilla tehostamistoimilla. Liikevaihdon jakauman muutos on seurausta kasviproteiiniliiketoiminnasta luopumisesta, lisäarvoa tuovien Elovena-kuluttajatuotteiden kasvusta ja toisaalta matalakatteisempien perusviljatuotteiden myynnin laskusta. Kateprofiililtaan vahvan Heart Healthin kasvu on puolestaan ollut hieman konsernin keskivauhtia hitaampaa.

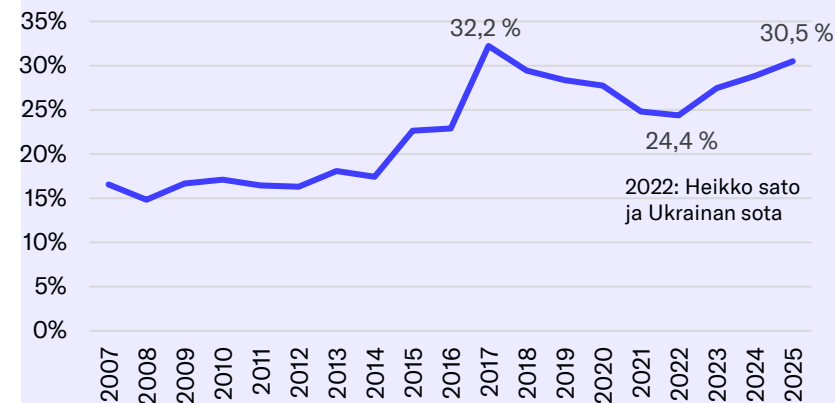
## Kertaluontoiset erät ovat olleet lähihistoriassa koholla

Tulokseen on viime vuosina (2023-25) kohdistunut merkittäviä vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä. Näihin on sisältynyt mm. liiketoiminnan laajentamiseen liittyviä asiantuntijakuluja vuosina 2023-24 (1,7-2,0 MEUR/v). Lisäksi rakennejärjestelyistä ja arvonalentumisista on syntynyt kuluja 1-2 MEUR/v vuosina 2023-24. Vuonna 2026 yhtiö teki suuremman 4 MEUR:n arvonalentumisen liittyen kasviproteiiniliiketoiminnasta jääneeseen pitkällä vuokrasopimuksella vuokrattuun tehdaskiinteistöön, joka on nyt tarpeeton. Aiempina vuosina (2021-22) vastaavia eriä oli selvästi vähemmän ja pidämme todennäköisenä että kertaluontoisten erien määrä vähenee jatkossa, mikäli konsernirakenne säilyy nykyisellään.

## Liikevaihto ja EBIT-%



## Bruttokate-%



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 2/3

## Maltilliset investointitarpeet

Raision liiketoiminta on muun elintarvikealan tapaan jokseenkin pääomavaltaista. Jatkuvien ylläpito- ja tehostamisinvestointien tarve on maltillista verrattuna poistotasoon, mutta uusien tuotantolaitosten rakentaminen näkyy ajoittain korkeina piikkeinä investoinneissa. Toteutetut investoinnit olivat viimeksi merkittävästi koholla vuosina 2019-2021, jolloin Raisio investoi yhteensä noin 70 MEUR ydinliiketoimintansa kehittämiseen. Suurimmat yksittäiset investoinnit olivat 8 MEUR:n kauramylyinvestointi Nokialle ja 45 MEUR:n kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan investointi Raisiossa sijaitsevalle teollisuusalueelle. Tämän jälkeen kasvua on tavoiteltu pääasiassa olemassa olevien tuotantolaitosten käyttöasteita parantamalla. Vuosina 2022-25 investointitaso on ollut keskimäärin 8 MEUR/v, mikä on alle toteutuneen poistotason (keskimäärin 10 MEUR). Emme näe yhtiöllä akuuttia tarvetta merkittäville tuotannon investoinneille. Pitkällä aikavälillä tarpeita voisi syntyä, esimerkiksi jos vuonna 2025 käynnistetty kuituraaka-aineen tutkimushanke etenisi myöhemmin kaupalliseksi kasvumahdollisuudeksi.

## Rahoitusvarallisuus tukenut maltillisesti tulosta

Raision nettorahoitustuotot ovat olleet viime vuosina tyypillisesti positiiviset yhtiön merkittävän nettorahoitusvarallisuuden ansiosta. Nettorahoitustuotot olivat vuosina 2023-24 jopa 5 % nettorahoitusvaroista, mutta arvioimme vuoden 2025 3 %:n tuottotason vastaavan normalisoidumpaa tasoa. Korkotason muutokset vaikuttavat pidemmän maturiteetin korkopaperien arvomuutoksiin, mikä oli 2023-24 tuottojen taustalla. Valtaosa Raision

rahoitusvarallisuudesta on kuitenkin kiinnitetty lyhyen maturiteetin korkosijoituksiin.

Raision efektiivinen veroaste puolestaan on ollut tyypillisesti melko lähellä Suomen yhteisöverokantaa (2021-25: 20,6 %).

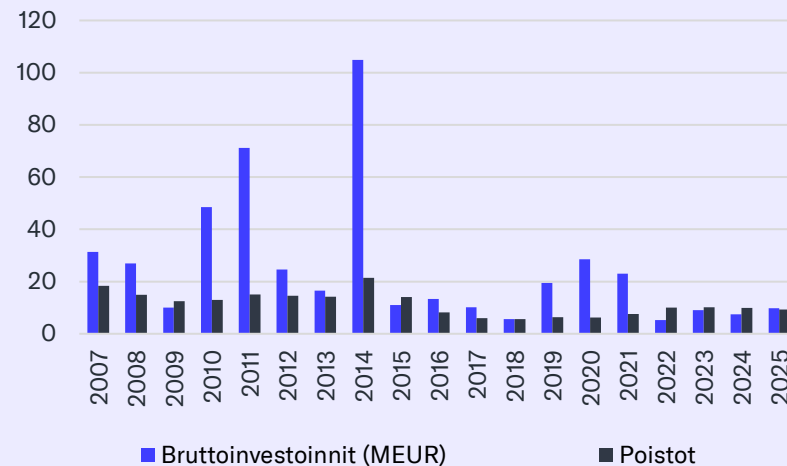
## Osinko nousuun tuloskehityksen tukemana

Raision nettotulos on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 18,3 MEUR ja vuonna 2024 se oli 23,2 MEUR. Vuoden 2025 osakekohtainen tulos oli 0,15 euroa. Yhtiö korotti osinkoa vuonna 2025 ensimmäistä kertaa pitkään aikaan 0,15 euroon osakkeelta. Vuosina 2021-24 se oli maksanut 0,14 euron osinkoa vahvan taseen turvin, vaikka vuosien tulokset jäivät hieman osinkoa heikommaksi. Yhtiön pitkän aikavälin osingonjakosuhteen tavoite on 50-100 % nettotuloksesta, mutta periaatteessa tase mahdollistaa myös tuloksen ylittävän voitonjaon.

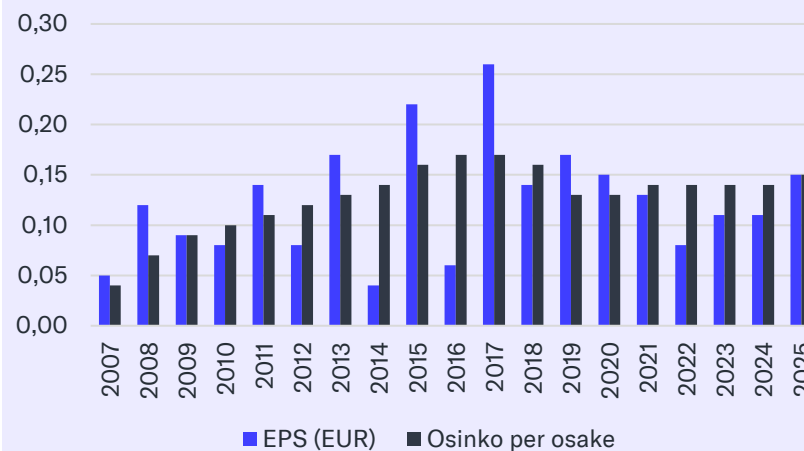
## Tase tukevasti nettokassan puolella

Raision tase on vahva. Vuoden 2026 kesäkuussa yhtiöllä oli rahoitusvaroja sekä käteistä yhteensä 76 MEUR eli 25 % koko taseen loppusummasta. Rahoitusvelkoja yhtiöllä oli vain 17 MEUR:n edestä, eli yhtiöllä oli 58 MEUR:n nettokassapositio. Yhtiön omavaraisuusaste oli korkea 79 % ja nettovelkaantuneisuusaste luonnollisesti matala (-24 %). Vahva tase heikkeni jonkin verran vuosina 2019-22 johtuen mm. tuotannollisista investoinneista ja vuoden 2022 rajusta inflaatiosta, joka nohti käyttöpääoman kasvuun. Nettokassa vahvistui jälleen vuosina 2023-25 matalampien investointien, parantuneen kannattavuuden ja Raisioaquan divestoinnin myötä. Kassapositio on pitkällä aikavälillä hieman laskenut korkean osingonmaksun myötä.

## Bruttoinvestoinnit



## EPS ja osinko



# Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema 3/3

## Taseessa sekä tuotantolaitoksia että aineettomia eriä

Taseen pitkäaikaisista varoista löytyy 78 MEUR:n edestä aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä (H1'26), eli pääasiassa tuotantolaitoksia ja niihin liittyvää laitteistoa. Aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden määrä on kasvanut keskipitkällä aikavälillä investointien myötä, sillä vuoden 2018 lopussa aineellisia hyödykkeitä oli taseessa vain 35 MEUR:n edestä.

Aineettomia hyödykkeitä löytyy puolestaan 32 MEUR:n edestä ja liikearvoa 48 MEUR:n verran. Näissä luvuissa ei ole tapahtunut viime vuosina suuria muutoksia. Liikearvo liittyy pääosin Länsi-Euroopan Benecol-liiketoimintaan. Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin kuluttajaliiketoimintaan liittyvistä aineettomista oikeuksista (tavaramerkit).

## Viljan varastotasot ja hinta heijastuvat käyttöpääomaan

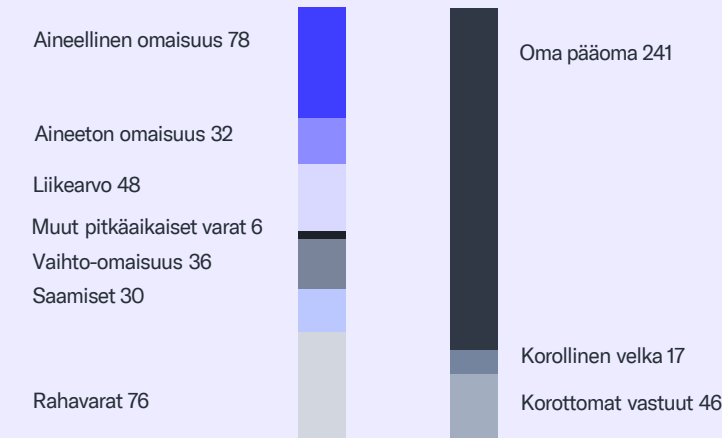
Vuoden 2022 aikana tuotannontekijöiden, etenkin viljan, hinnan nousu nosti varastojen arvoa ja vaikutti negatiivisesti käteisvaroihin. Vuosien 2023-24 aikana nettokäyttöpääoma tehostui. Yhtiön tyypillinen viljavarasto kattaa noin 3,5 kk:n käyttötarpeet, mutta ajoittain varastotasoa kasvatetaan suuremmaksi, mikäli yhtiö kokee epävarmuutta viljan saatavuudesta tai arvioi markkinahintojen olevan hetkellisesti suotuisat. Viljavarastoja kasvatettiin 2026 H1:llä tavanomaista suuremmiksi, koska markkinalla oli tarjolla hyvälaatuista viljaa edullisesti. Raison nettokäyttöpääoma on ollut vuoden lopussa keskimäärin 15 % liikevaihdosta vuosina 2021-25.

## Raisiolla on värikäs yritysjärjestelyjen historia

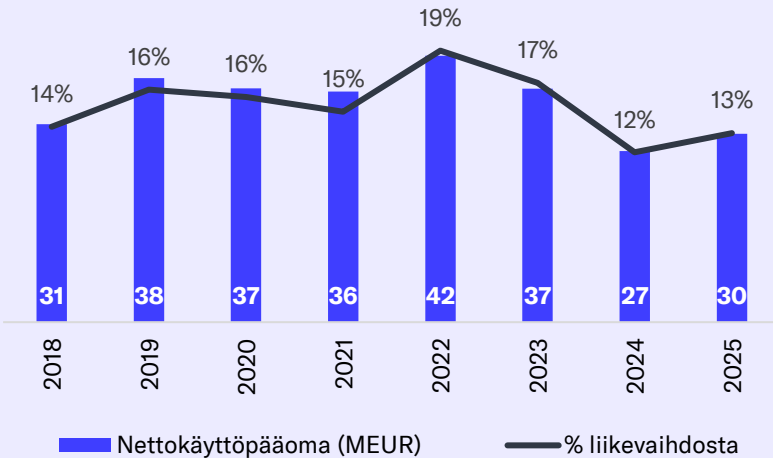
Nykymuotoinen Raisio on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyjen myötä ja yhtiö on muuttanut muotoaan moneen kertaan 2000-luvulla. Yhtiön viimeisin merkittävä yritysostovetoinen kasvupyrähdys tapahtui vuosina 2010-12, jolloin Raisio osti useita eurooppalaisia kuluttajaliiketoimintoja, kuten aamupala- ja välipalatuotteita sekä makeisliiketoimintaa. Näiden liiketoimintojen tulos ei kuitenkaan kehittynyt odotetusti osana Raisiota ja niistä luovuttiin pääosin vuosina 2015-17 yhtiön fokusoidessa toimintaansa terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Raisio myös myi naudanrehuliiketoimintansa vuonna 2018 ja kalanrehuliiketoiminnan myöhemmin vuonna 2023, joista jälkimmäinen liittyi Venäjälle suuntautuvan kaupan lopettamiseen. Myös Venäjällä toimiva kuluttajaliiketoiminta myytiin vuonna 2022 sotatilanteen takia.

Raisio on viime vuosina ollut varovainen yritysostojen saralla. Ainoa viimeisten viiden vuoden aikana toteutettu yritysosto oli kasviproteiiniliiketoiminnan (Verso Food) osto vuonna 2021, josta pyrittiin rakentamaan kolmatta kasvujalkaa terveellisten ja vastuullisten tuotteiden portfolioon. Liiketoiminta kuitenkin kehittyi heikosti ja se myytiin Valiolle helmikuussa 2025. Yhtiö on jatkanut uusien ostokohteiden kartoittamista viime vuosina, mutta ei ole ainakaan vielä löytänyt sopivaa ostettavaa.

## Tase kesäkuun 2026 lopussa (MEUR)<sup>1</sup>



## Nettokäyttöpääoma



1) Rahavarat sisältää 65 MEUR käypään arvoon kirjattavia sijoituksia (pääosin korkosijoituksia)

# Yritysjärjestelyt

| Vuosi | Tapahtuma   | Kohde                                                                                                   | Liiketoiminnan koko                                                                            |
|-------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2005  | Yritysosto  | Puolalaisen Oboryn meijerin vähemmistöosuuden hankinta                                                  | 25 %:n omistusosuus, liikevaihto noin 12 MEUR, 110 henkilöä                                    |
| 2007  | Divestointi | Perunaliiketoiminnan myynti Profood Oy:lle                                                              | Työllisti 47 henkilöä                                                                          |
| 2007  | Divestointi | Nokialla luovuttiin kotimaan leipomojauhomyynnistä ja suljettiin kaksi myllyä                           | -                                                                                              |
| 2007  | Divestointi | Diagnostiikkaliiketoiminnan myynti yhdysvaltalaiselle BioControlille                                    | Liikevaihto 9 MEUR, EBIT -2,1 MEUR (2006), työllisti 67 henkilöä                               |
| 2007  | Divestointi | Puolalaisen Obory meijerin omistusosuudesta luopuminen                                                  | -                                                                                              |
| 2007  | Divestointi | Vihannissa ja Kortesjärvellä sijaitsevan perunaliiketoiminnan myynti Profood Oy:lle                     | -                                                                                              |
| 2007  | Divestointi | Erikoisrehuja valmistavan Monäs Feed Oy Ab:n myynti                                                     | Työllisti 15 henkilöä                                                                          |
| 2008  | Divestointi | GoGreen AB:n ja As Rigas Rigas Dzirnarnieks -omistusosuuksien luovutus Lantmännenille (50 % ja 27 %)    | -                                                                                              |
| 2008  | Yritysosto  | Lantmännen luovutti Raisiolle 25 prosentin osuuden yhteisyritys Melia Oy:stä                            | -                                                                                              |
| 2009  | Divestointi | Margariiniliiketoiminnan myynti Bungelle                                                                | Kauppahinta 80 MEUR, liikevaihto 45 MEUR                                                       |
| 2010  | Yritysosto  | Englantilaisen välipalayhtiö Glistenin osto                                                             | Kauppahinta noin 53 MEUR, liikevaihto 85 MEUR                                                  |
| 2011  | Divestointi | Mallasliiketoiminta myytiin Viking Maltille                                                             | Kauppahinta 17 MEUR, työllisti 24 henkilöä                                                     |
| 2011  | Yritysosto  | Aamiais- ja välipalatuotteisiin ja makeisiin keskittyneen Big Bearin osto (Iso-Britannia)               | Kauppahinta 95,3 MEUR, liikevaihto 65,1 MEUR, EBIT 12,1 MEUR                                   |
| 2012  | Yritysosto  | Puolalaisen Sulman pasta- ja suurimoliiketoiminnan osto                                                 | Kauppahinta 2,4 MEUR, liikevaihto 3,9 MEUR, työllisti 85 henkilöä                              |
| 2012  | Yritysosto  | Tsekkiläisen Candy Plusin makeisliiketoiminnan osto                                                     | Kauppahinta 20,5 MEUR, liikevaihto 23,3 MEUR ja EBIT 2,1 MEUR                                  |
| 2013  | Divestointi | Non-dairy-liiketoiminnan käyttöomaisuus ja Nordic Milkfreedom ja Soygurt-brändit Norjalaiselle Kavlille | Liikevaihto noin 7 MEUR, 0,6 MEUR alaskirjaus myynnin yhteydessä                               |
| 2013  | Divestointi | Yhdysvalloissa sijaitsevan esteröintilaitoksen myynti yhdysvaltalaiselle Avoca Inc:lle                  | Liikevaihto ilman kasvistanoliesterin valmistusta 3,2 MEUR, 19 henkilöä                        |
| 2014  | Yritysosto  | Johnson & Johnsonin Benecol-liiketoiminnan osto                                                         | Kauppahinta 88,4 MEUR, kaupalla arvioitiin olevan noin 9 MEUR:n positiivinen EBIT-vaikutus     |
| 2015  | Divestointi | Sulman pastaliiketoiminta myytiin                                                                       | 1,5 MEUR:n luovutustappio                                                                      |
| 2016  | Divestointi | Ison-Britannian tappiollisen välipalapatukkaliiketoiminnan (Halo Foods) myynti Nimbusille               | Työllisti noin 300 hlö, kaupasta kirjattiin noin 19 MEUR:n luovutustappio                      |
| 2017  | Divestointi | Southallin tehdaskiinteistön myynti Galliard Homes Ltd:lle                                              | Kauppahinta 40 MEUR                                                                            |
| 2017  | Divestointi | Makeisliiketoiminnan myynti Valeo Foods Limitedille                                                     | Kauppahinta 100 MEUR, luovutustappio 38,4 MEUR, liikevaihto 96 MEUR, oik. EBIT 7,9 MEUR (2017) |
| 2018  | Divestointi | Naudanrehuliiketoiminnan myynti Lantmännen Agrolle                                                      | Velaton kauppahinta 34 MEUR, myyntivoitto 12,5 MEUR, liikevaihto 57,6 MEUR, EBIT 3,8 MEUR      |
| 2018  | Divestointi | Venäjän tehdaskiinteistön myynti                                                                        | Myyntivoitto 1,2 MEUR                                                                          |
| 2021  | Yritysosto  | Kasviproteiinituotteita mm. Härkis-brändillä valmistavan Verso Foodin osto                              | Velaton kauppahinta 10,9 MEUR, liikevaihto 8 MEUR, EBIT -4,5 MEUR                              |
| 2022  | Divestointi | Venäjän kuluttajaliiketoiminta                                                                          | Liikevaihto noin 9 MEUR (2021), kokonaiskauppahinta 1,5 MEUR                                   |
| 2023  | Divestointi | Kalanrehuliiketoiminta (Raisioaqua)                                                                     | Liikevaihto ennen Venäjän myynnin lopettamista 37 MEUR (2021), kauppahinta (EV) 7 MEUR         |
| 2025  | Divestointi | Kasviproteiini-liiketoiminta sisältäen Härkis-brändin myytiin Valiolle                                  | Liikevaihto 2024: 4,5 MEUR, EBIT: -2,6 MEUR. Kauppahinta tasearvon mukainen.                   |

# Ennusteet 1/4

## Odotamme vuoden 2026 kehityksen jäävän vaisuksi

Vuosi 2026 näyttäisi olevan Raisiolle tuloskehityksen osalta maltillinen. Yhtiö ohjeistaa liikevaihdon ja liikevoiton kasvavan, mutta H1:llä liikevaihto kasvoi vain 1 %:lla ja oik. EBIT laski 1 MEUR:lla. Vaisuun tuloskehitykseen on selkeä syy ERP-investoinnin painaessa EBIT:ää väliaikaisesti noin 2 MEUR:lla vuonna 2026. Liikevaihdon kasvu puolestaan on kärsinyt Heart Healthissa keskeneräisestä Benecol-brändi uudistuksesta. Tulkitsimme yhtiön odottavan parempaa kehitystä H2:lle ja olemme tätä myös maltillisesti mallintaneet ennusteissamme. Ennustamme H2:lle 3 %:n kasvua liikevaihdossa ja vakaata oikaistua liikevoittoa v/v. Ennustemme koko vuodelle 2026 on oikaistun EBIT:in osalta 1 MEUR alle vertailukauden, eli heikompi verrattuna yhtiön antamaan ohjeistukseen.

## Ennustettu kasvu linjassa lähihistoriaan

Ennustamme liikevaihdon kokonaiskasvuksi 2 % vuonna 2026 ja maltillista piristymistä 3 %:iin vuosina 2027-28. Ennusteet vastaavat pitkälti lähihistorian keskiarvoa (2020-25: ~2-3 % orgaaninen kasvu) sekä toisaalta arvioitua markkinakasvua (noin 2-3 %/v). Vuodelle 2027 ennustettu 236 MEUR:n liikevaihto jää selvästi alle yhtiön tavoitteleman >250 MEUR:n tason.

## Kauratuotteissa hyvät näkymät

Breakfast, Snacking and Food solutions –yksiköllä on viime vuosilta selkeät näytöt markkinaa nopeammasta kasvusta ja pidämme näkymää edelleen suotuisana. Ennustamme yksikön kasvuksi 6 % vuonna 2026 ja 4-5 % vuosina 2027-28.

Tärkeimpänä kasvun ajurina toimii Elovena-tuotteiden

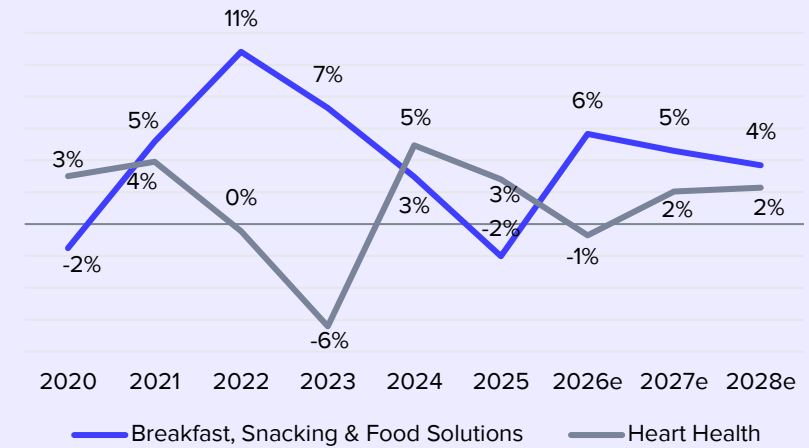
myynti Suomessa, mutta myös gluteenittoman kauran kansainvälinen B2B-myynti tukee Food Solutionsia. Kasvun kannalta olisi olennaista, että Food Solutionsin vähemmän lisäarvoa tuova kotimaan B2B-ainesosamyynti (tavanomaiset viljatuotteet) pystyisi vähintään ylläpitämään markkinaosuutta laskevassa markkinassa. Elovena-tuotteiden kansainvälinen myynti on vielä tunnustelemaa ja aikaisessa kehitysvaiheessa, emmekä odota sen kontribuoivan merkittävästi ennustejaksolla.

## Heart Healthissa jännätään Benecolin brändi uudistusta

Heart Healthissä liikevaihdon kehitys on ollut viime vuosina aaltoilevaa ja kasvu isossa kuvassa matalaa (volyymeissä mahdollisesti hieman negatiivista). Arvioimme yksikön kasvun jäävän kuluvana vuonna hieman pakkaselle -1 %:iin, mutta piristyvän 2 %:iin 2027-28.

Kuluvan vuoden kehitystä painaa Benecolin keskeneräinen brändi uudistus sekä mm. kireä kilpailu hyllypaikoista Iso-Britanniassa. Suomesta aloitettu uudistus aiheutti toteutusvaiheessa pieniä tuotannollisia haasteita. Tämän lisäksi kuluttajat eivät ole vielä ehtineet tottua uuteen pakkaukseen, mikä näkyi Q2:lla myynnissä. Uudistukseen liittyvä markkinointikampanja on tulossa H2:lla, minkä myötä uudistus saadaan maaliin ja sen hyödyt voisivat alkaa realisoitumaan. Näemme kuitenkin riskin, että brändi uudistuksen toteuttaminen voisi aiheuttaa väliaikaista myynnin heikentymistä myös Iso-Britanniassa. Luonnollisesti myös brändi uudistuksen pitkän aikavälin vaikutukset ovat vielä epäselvät. Perusoletuksemme on, että Heart Healthin kasvu palaa keskipitkän aikavälin markkinakasvun tasolle tulevina vuosina, mutta tähän kohdistuu tavanomaista enemmän epävarmuutta.

## Liikevaihdon kasvu<sup>1</sup>



## Liikevaihdon kasvun ajurit

-  Elovena kasvaa Suomessa uutuustuotteiden ja kaurameijerin vetämänä
-  Gluteenittoman kauran B2B-myynti kansainväliselle asiakaskunnalle
-  Perinnebrändit ja tavanomaisten vilja-ainesosien myynti
-  Benecolin brändi uudistuksella haetaan kasvukäännettä, lopputulosta vaikea arvioida

1) Liikevaihdon kasvu ilman yritysjärjestelyiden vaikutusta. Luvut perustuvat Inderesin arvioon myös historiallukujen osalta.

# Ennusteet 2/4

## Kannattavuutta varaa parantaa suhteessa 2026 tasoon

Raision tavoitteleva yli 30 MEUR:n liikevoiton taso vuonna 2027 on mielestämme jokseenkin realistinen. Ennustamme vuoden 2027 liikevoitoksi tasan 30,0 MEUR, mikä on 12,7 % liikevaihdosta (sama % kuin ennen ERP-hankkeen kuluja). Ennuste olettaa vain maltillista tulosparannusta suhteessa vuoden 2025 tasoon (28,5 MEUR). ERP-uudistuksen päätyminen vuoden 2027 alkupuolella tulee leikkaamaan yhtiön operatiivisia kustannuksia noin 1,5 MEUR:lla verrattuna vuoteen 2026 (ja edelleen ~0,5 MEUR:lla vuoteen 2028). Lisäksi liikevaihdon kasvu mahdollistaa maltillista tuloskasvua.

Arvioimme bruttokate-%:n kehittyvän lähivuosina maltillisen positiivisesti kasvun painottuessa hyvän kateprofiilin tuotealueisiin. Muutokset erityisesti viljojen hinnoissa voivat ajoittain heiluttaa tulosta, mutta tällä hetkellä näkymä on melko vakaa. Näkymä vuoden 2026 viljasatoon on kohtalaisen hyvä. Geopoliittinen epävarmuus ja energian hinnannousu voivat nostaa logistiikka- ja pakkauskustannuksia, mutta arvioimme vaikutuksen jäävän maltilliseksi.

Mikäli ERP-hankkeen päättymiseen liittyvät säästöt oikaistaan, arvioimme kiinteiden kustannusten kasvavan isossa kuvassa lähivuosina kasvun tavoittelun myötä. Arvioimme yhtiön esimerkiksi kasvattavan myynti- ja markkinointipanostuksia Benecolin brändiuudistuksen juurruttamiseksi, mikä voi hieman syödä kasvun tuomaa tulosparannusta. Myös Benecolin brändiuudistuksen onnistuminen heijastuu tulosriveille yksikön kannattavuuden edustaessa konsernin parhaimmistoa.

## Rahoitustuotot jatkuvat positiivisina

Raision nettotulokseen vaikuttaa positiivisesti yhtiön

merkittävät rahoitusvarat, joita oli kesäkuun 2026 lopussa 76 MEUR (nettokassa velkojen jälkeen 58 MEUR). Kassasta 65 MEUR oli sijoitettuna arvopapereihin, josta valtaosa lyhyissä korkopapereissa ja pieni osa pitkissä koroissa. Arvioimme nettorahoitustuottojen olevan vuonna 2026 2,5 MEUR (vakaa v/v) ja laskevan noin 2 MEUR:oon vuosina 2027-28 (3 %:n vuotuinen tuotto). Lyhyisiin korkoihin painottuva sijoitusjakauma mahdollistaa inflaation vaikutusten kattamisen ja kassaposition reaaliarvon säilyttämisen.

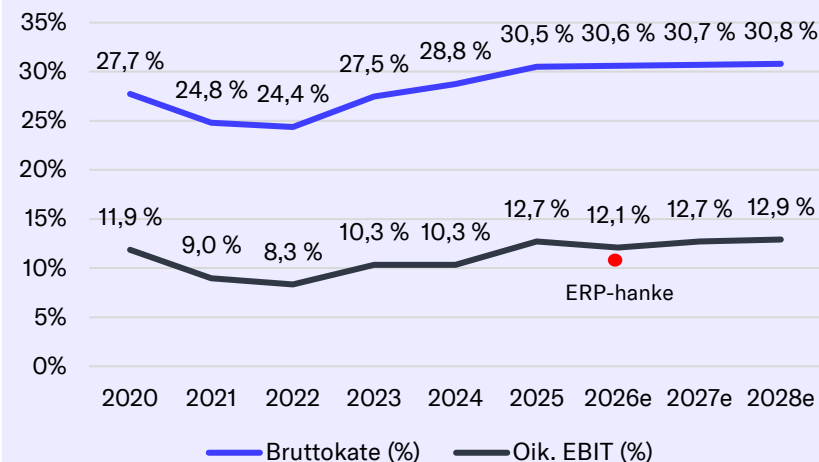
Efektiivinen veroaste on vaihdellut viime vuosina 16-25 %:n välillä. Ennustamme efektiivisen veroasteen olevan 21 % pitkällä aikavälillä, mihin vaikuttaa Suomen matala veroaste (2027 alkaen 18 %) ja toisaalta Iso-Britannian korkeampi veroaste (25 %).

## Odotamme korkeaa osinkoa

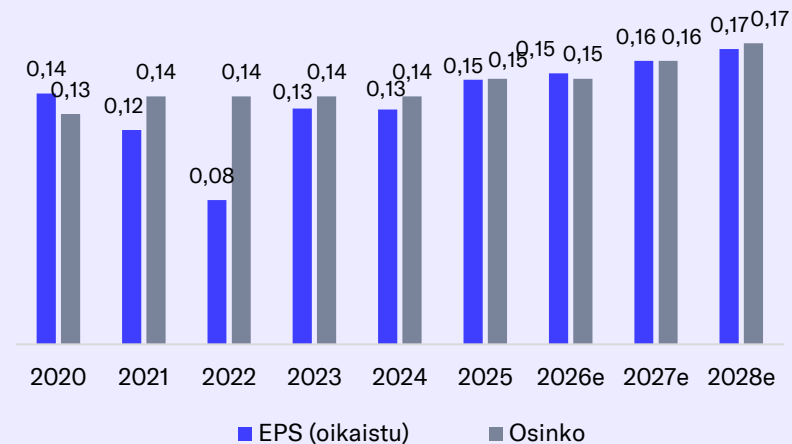
Vuoden 2026 nettotulosta painaa merkittävä alaskirjaus liittyen aiemmin myydyin kasviproteiiniliiketoiminnan käyttämättömiin tiloihin (-4,3 MEUR tulosvaikutus), minkä vuoksi raportoitu nettotulos laskee ennusteemme mukaan 19,9 MEUR:oon (0,13 €/osake). Vuosina 2027-28 raportoitu nettotulos nousee arvioidemme mukaan 26-27 MEUR:oon eli 0,16-0,17 euroon per osake.

Arvioimme Raision ylläpitävän osingon 0,15 eurossa vuodelta 2026 (edellisvuoden tasolla), mikä vastaisi oikaistua nettotulosta. Lisäksi odotamme osingon kasvavan lähivuosina siten, että yhtiö maksaa koko tuloksensa osinkoina sijoittajille. Vahvan taseen ansiosta Raisiolla olisi varaa maksaa osinkoa yli tulostasonkin. Yhtiön virallinen osingonmaksutavoite on 50-100 % nettotuloksesta. Osinkopäätökseen liittyy arviomme mukaan myös mahdollisten yrityskauppakohteiden löytyminen ja yritysostojen toteutuminen.

## Bruttokate ja kannattavuus<sup>1</sup>



## Nettotulos ja osinko (EUR/osake)



<sup>1</sup> Vuoden 2026 bruttokate-%:sta on oikaistu Kauhavan käyttöoikeusomaisuuden alaskirjauksen vaikutus.

# Ennusteet 3/4

## Tarve orgaanisille investoinneille toistaiseksi maltillinen

Nähdäksemme Raisiolla ei ole suunnitteilla suuria pääomaa sitovia investointeja, joten yhtiön orgaaninen investointitaso tulee ainakin nykyisellä strategiakaudella 2025-27 olemaan melko lähellä poistotasoa. Arvioimme investoinneiksi tällä aikavälillä noin 12-13 MEUR/v, mikä ylittää hieman poistotason (~10 MEUR/v).

Tarve orgaanisille investoinneille on matala, koska Raisio on jo pääosin saavuttanut tavoittelemansa tuotantokyvykkyudet kauratuotteiden segmentissä vuosien 2019-21 investointien avulla. Strategian fokus on siirtynyt viime vuosina investoinneista kaupalliseen työhön ja käyttöasteiden nostamiseen. Uusia suurempia investointitarpeita voi toki syntyä pitkällä aikavälillä esimerkiksi, jos kuituraaka-aineen tutkimushanke edistyisi kaupallistamisvaiheeseen.

## Tase säilyy ylivahvana

Raision liiketoiminnan kassavirtaprofiili on suotuisa hyvän kannattavuuden ja maltillisten investointitarpeiden johdosta. Arvioimme liiketoiminnan rahavirraksi 26-32 MEUR vuosina 2026-28. Vuoden 2026 rahavirtaa painaa varastotasojen kasvu olettaen Raision ainakin osittain ylläpitävän tavanomaista korkeampia varastotasoja vuoden loppuun. Vuoden 2026 lopun nettokassavaroiksi arvioimme 70 MEUR ja taso pysyy melko vakaana tulevina vuosina olettaen yhtiön maksavan koko tuloksensa osinkoina sijoittajille.

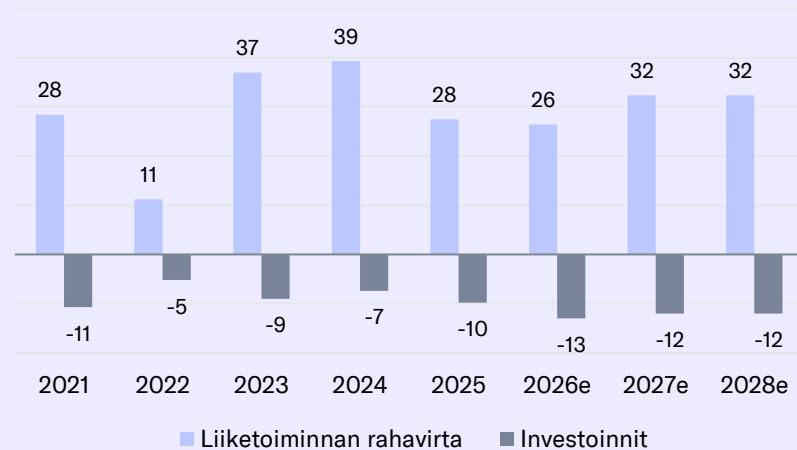
## Vaihtoehtoina yrityskaupat tai osingon kasvattaminen

Raision tase on jo pitkään ollut ylivahva, eikä yhtiö ole vielä keksinyt selkeästi arvoa luovia sijoituskohteita, mihin

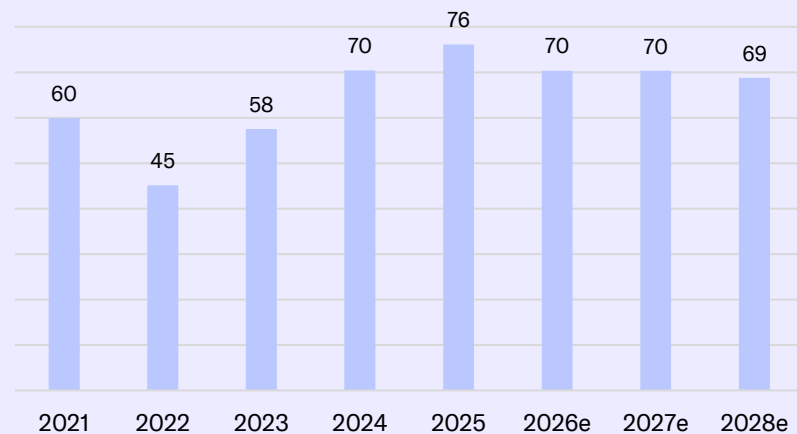
ylimääräiset varat voisi investoida. Vuonna 2025 lanseeratussa strategiassa yhtiö kasvatti resursseja yrityskauppa-kohteiden skannaamiseen M&A-johtajan rekrytoinnilla. Kauppojen toteutuminen ei kuitenkaan ole kirkossa kuulutettua. Näemme arvonluonnin yritysostoilla haastavana elintarvikealalla, mistä löytyy esimerkkejä sekä Raision omasta historiasta että toimialalta yleisesti. Aidosti synergistisiä kohteita on vaikea löytää, jolloin olisi todennäköisempää että mahdollinen yritysosto monimutkaistaisi Raisio-konsernia ja vaikeuttaisi kokonaisuuden hallintaa.

Mikäli yhtiö ei löydä sopivia yritysostokohteita, pidämme mahdollisena, että ylivahvaa tasetta puretaan osingonmaksua kasvattamalla (yli tulostason). Tämä olisi nähdäksemme melko riskitön tapa tehostaa taserakennetta, joskin aiheuttaisi osalle osakkeenomistajista verovaikutuksia.

Kassavirran kehitys (MEUR)<sup>1</sup>



Nettorahavarat



<sup>1</sup>) Verojen ja rahoituskulujen jälkeen.  
Investoinnit eivät sisällä yrityskauppoja.

# Ennusteet 4/4: Ennustemuutokset

## Epävarmuus kasvanut ohjeistuksen osalta

- Toteutimme laajan raportin yhteydessä maltillisia negatiivisia ennustemuutoksia johtuen yhtiön johdon viimeaikaisista yllättävistä vaihdoksista. On täysin mahdollista, että molemmat keskeiset johtajavaihdokset ovat syntyneet muista kuin yhtiön liiketoimintaan liittyvistä syistä. Toisaalta on myös mahdollista, että haasteet Raision strategian edistymisessä ovat lähtöjen taustalla yhtenä tekijänä. Yksi potentiaalinen haasteiden lähde yhtiön operaatioissa on juurikin Benecolin meneillään oleva brändiuudistus, jonka edistymisestä saataneen lisää tietoa H2 2026 aikana.
- Laskimme liikevaihtoennusteita 1 %:lla ja oik. EBIT –ennusteita 3-4 %:lla vuosien 2026-28 osalta. Pidimme osinkoennusteet ennallaan.
- Vuoden 2026 oik. EBIT –ennustemme on nyt 0,9 MEUR alle vuoden 2025 tason (28,5 MEUR), kun aiemmin ennustemme oli vakaa vuoden 2025 tasoon nähden. Yhtiö ohjeistaa kasvua liikevaihdossa ja oik. EBIT:issä. Konsensus (Bloomberg) olettaa oik. liikevoiton kasvavan maltillisesti 28,9 MEUR:oon.

| Ennustemuutokset            | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos | 2028e | 2028e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 230   | 228   | -1 %   | 239   | 236   | -1 %   | 246   | 243   | -1 %   |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 28,5  | 27,6  | -3 %   | 30,8  | 30,0  | -3 %   | 32,2  | 31,3  | -3 %   |
| Liikevoitto                 | 24,2  | 23,3  | -4 %   | 30,8  | 30,0  | -3 %   | 32,2  | 31,3  | -3 %   |
| Tulos ennen veroja          | 26,7  | 25,8  | -3 %   | 32,9  | 32,0  | -3 %   | 34,3  | 33,4  | -3 %   |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,16  | 0,15  | -3 %   | 0,16  | 0,16  | -3 %   | 0,17  | 0,17  | -3 %   |
| Osakekohtainen osinko       | 0,15  | 0,15  | 0 %    | 0,16  | 0,16  | 0 %    | 0,17  | 0,17  | 0 %    |

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

- 1 Vahvat brändit tuovat hinnoitteluvoimaa
- 2 Kysyntä ja kannattavuus kehittyvät melko vakaasti eri suhdanteissa
- 3 Tuoteportfolio asemoituu hyvin megatrendeihin ja tuotannon käyttöasteissa on nostamisen varaa
- 4 Sydänterveyden tuotteet ja perinteinen jauhomyynti kohtaavat kireää kilpailua
- 5 Hyvä kassavirtaprofiili ja vahva tase tukevat osingonmaksukykyä

## Potentiaali

- Arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omissa kuluttajakategorioissa
- Lähihistorian suuret investoinnit kauratuotteisiin mahdollistavat hyväkatteisen kasvun käyttöasteita nostamalla
- Pitkän aikavälin trendit tukevat terveellisen, vastuullisen ja helposti nautittavan ruoan kysyntää
- Vakaa kannattavuus ja defensiivinen loppumarkkina

## Riskit

- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Viljan hinnat ja kuluttajien ostovoiman muutokset voivat ajoittain heiluttaa tulosta
- Hinnoitteluvoima keskittynyttä päivittäistavarakauppaa kohtaan
- Uusien tuotesegmenttien, vientiponnistusten tai yritysostojen epäonnistuminen

# Arvonmääritys 1/3

## Sijoitusprofiili: Kannattava yhtiö epävarmalla kasvunäkymällä

Raisio on sijoituskohteena mielestämme isossa kuvassa melko vakaa yhtiö, jolla on toimialaan nähden suhteellisen hyvä kannattavuus ja sijoitetun pääoman tuotto (ROI 2027e: 12 %) tunnettujen brändien ja funktionaalisuuteen perustuvien tuotteiden ansiosta. Globaalit megatrendit, kuten terveellisyys, kasvipohjaisuus ja helppous toteutuvat yhtiön tuoteportfoliossa, mikä tukee pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia.

Keskipitkällä aikavälillä yhtiön kasvunäkymä ei kuitenkaan merkittävästi eroa elintarvikesektorin keskitasosta. Yhtiön kohdesegmentit kasvavat arviolta 2-3 %/v, mikä ei erotu merkittävästi muusta markkinasta. Näemme yhtiön pystyvän kasvamaan markkinaa nopeammin Elovena-tuotteissa kotimaassa uusien tai vastikään lanseerattujen tuotteiden tukemana. Benecolin vaisun kehityksen kääntyminen edes 2-3 %:n tasolle voisi siten tuoda lisääkin tuloskasvua lähivuosille, mutta tämän toteutuminen on osittain epävarmaa brändiuudistuksen ollessa vielä kesken 2026 aikana.

## Nettokassan käyttö vaikuttaa arvonmääritykseen

Sijoitusprofiiliin vaikuttaa lisäksi yhtiön suuri nettokassa (H1 2026: 58 MEUR), jonka hyödyntämisen tehokkuuteen kohdistuu jonkin verran epävarmuutta. Arvonluonti yritysostoilla on toimialalla haastavaa ja yhtiöllä ei nähdäksemme ole myöskään merkittäviä orgaanisia investointikohteita rahalle. Rahan palauttaminen sijoittajille osinkoina olisi vähäriskisin vaihtoehto. Arvonmäärityksessä oletamme ettei yhtiö tuhoa tai luo arvoa nettokassalla, eli rahoitusvarallisuuden käypä arvoa vastaa kirja-arvoa.

## Määritämme käyvän arvon neljän menetelmän avulla

Olemme määritelleet Raisiolle käyvän arvon vaihteluvälin neljään arvostusmenetelmään pohjautuen. Olemme antaneet suurimman painoarvon (50 %) tulospohjaiselle arvostukselle, jota uskomme sijoittajien eniten seuraavan. Lisäksi olemme hyödyntäneet DCF-menetelmää ja tasepohjaista arvostusta. Menetelmien keskiarvona olemme määrittäneet osakkeen käyvän arvon vaihteluväliksi 2,3-2,8 euroa per osake.

## Lyhyen aikavälin epävarmuus painaa suositusnäkemystämme

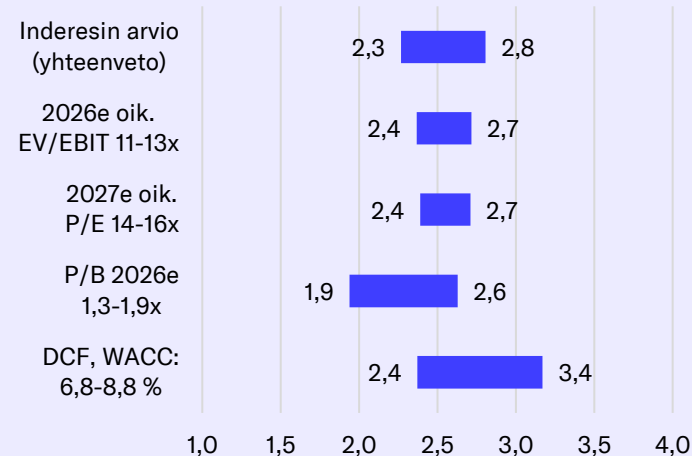
Nähdäksemme osakkeen arvostus on kohtuullisen edullinen, mutta samaan aikaan koholla oleva tulosvaroitusriski vuodelle 2026 sekä epävarmuudet 2025 keväällä lanseeratun strategian onnistumisesta painavat osakkeen riski-tuottosuhdetta. Mikäli johdon viimeaikaisten yllättävien lähtöjen taustalta ei paljastu negatiivisia yllätyksiä, voisi näkyvyys ennustettuun tuloskasvuun vahvistua ja osake olla siten jälleen kokonaisuutena houkutteleva.

Olemme avanneet arvostusmenetelmien yksityiskohtia ja perustelleet niiden olennaisuutta seuraavissa arvostusta käsittelevissä tekstikappaleissa:

## Tulospohjainen arvostus on kohtalaisen edullinen

Raision tulospohjaisessa arvostuksessa tulee nähdäksemme huomioida sekä taseen nettokassan huomioiva EV/EBIT että yksinkertaisempi P/E-kerroin. Kotimaisia ja kansainvälisiä yhtiöitä sisältävää verrokkiryhmää hinnoitellaan vuosille 2026-27 EV/EBIT-kertoimella ~13x ja P/E-kertoimilla ~14-15x. Verrokeihin nähden Raision oik. EV/EBIT-kertoimet ovat edulliset (15-20 % matalammat) ja oik. P/E-kertoimet hintavat (10 % korkeammat).

## Arvostusmenetelmien yhteenveto<sup>1</sup>



## Raision arvostusta tukevia tekijöitä:

- Tunnetut brändit ja funktionaaliset tuotteet mahdollistavat hyvän kannattavuuden
- Hyvä asemoituminen suhteessa megatrendeihin (kasvipohjaisuus, terveellisyys, helppous)
- Toimialan vakaa kysyntä

## Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Toimialalla tiukka hintakilpailu
- Riippuvuus satokehityksestä ja kotimaisesta maataloudesta
- Pääoman allokointiin ja taseen tehokkaaseen hyödyntämiseen liittyvä epävarmuus

1) Inderesin arvio

# Arvonmääritys 2/3

## Verrokkiryhmä

Valitsimme Raision verrokkiryhmään useita elintarviketeollisuuden yhtiöitä, joilla on ainakin joitain seuraavista ominaisuuksista: vahvat kuluttajabrändit, kyky tehdä hyvää kannattavuutta, ainakin osittain samat markkina-alueet, tuoteryhmät ja/tai myyntikanavat kuin Raisiolla. Verrokkiryhmän yhtiöistä suurin osa on kansainvälisiä kuten Raisiokin, mutta mukaan mahtuu myös muutama pääosin Suomessa toimiva yhtiö. Raision kannattavuus- ja pääomantuottoprofiili on keskimääräistä kotimaista elintarvikesektorin yhtiötä parempi, mutta häviää useille kansainvälisille suuryhtiöille.

## Käypien arvostustasojen määrittäminen

Raision käypä arvostustaso EV/EBIT-kertoimella on nähdäksemme hieman verrokkeja matalampi, koska näkyvyyttä taseen nettokassan tehokkaaseen hyödyntämiseen ei ole. Olemme asettaneet käyvän EV/EBIT-kertoimen vaihteluvälin tasolle 11-13x. Arvostustason kuuluu kuitenkin olla hieman tyypillisiä kotimaisen pörssin elintarvikeyhtiöitä (noin EV/EBIT 10x) korkeampi, koska Raision liiketoiminta on kansainvälistä ja hyvin asemoitunut megatrendeihin. Lisäksi brändien ansiosta sijoitetun pääoman tuotto on toimialan perustasoa parempi (2027e: 12 % vs toimialan tyypillinen taso ~7-9 %). Vuosien 2026-27 ennusteilla Raision EV/EBIT-kertoimet 11,3x ja 10,4x ovat käyväksi arvioimamme vaihteluvälin edullisemmassa päässä.

Käyväksi P/E-kertoimeksi arvioimme noin 14-16x, mikä on hieman verrokkeja korkeampi johtuen juurikin yhtiön ylivahvasta taseesta ja nettorahoitusvarallisuudesta. Tällä mittarilla osaketta ei voi pitää erityisen edullisena. Suosituksemme mukaisen nousuvaran toteutuminen edellyttääkin oletusta, että yhtiö tulee pitkällä aikavälillä purkamaan nettovarallisuutensa vähintäänkin arvoa

säilyttävällä tavalla – esimerkiksi osinkoina. Tällöin myös P/E-kertoimet laskisivat nykyistä edullisemmiksi.

## Tulospohjainen arvostus perustuu lähes tavoitteiden mukaiseen tuloskehitykseen

Edellä kuvatut tulospohjaiset arvostuskertoimet pohjautuvat oletukseen, että Raisio yltää vuonna 2027 30,0 MEUR:n liikevoittoon. Yhtiön strateginen tavoite on yli 30 MEUR. Tähän on mielestämme realistiset edellytykset viime vuosien kehityksen valossa sekä yhtiön ERP-uudistukseen liittyvien väliaikaisten kustannusten päättyessä (noin 1,5 MEUR positiivinen tulosvaikutus vuoteen 2026 nähden). Ennusteet ja arvonmääritys eivät kuitenkaan oleta yhtiön yltävän liikevaihdon kasvutavoitteisiinsa, jotka ovat osoittautuneet haastaviksi.

## Tasepohjainen arvostus osoittaa maltillista nousuvaraa

Ennustamme Raision oman pääoman kehittyvän 253 MEUR:oon vuoden 2026 lopussa (1,59 euroa/osake). P/B-kerroin olisi tällä ennusteella 1,52x. Käypä P/B-kerroin osakkeelle olisi nettokassattomassa skenaariossa laskujemme mukaan noin 1,6x, jos oletetaan vuodelle 2027 ennustettu ROI 12 % kestäväksi tasoksi myös pitkällä jännteellä. Olemme huomioineet laskelmassa rahoitustuottojen menettämisen ja WACC:n maltillisen kasvun noin 8 %:iin nettokassattomuuden myötä. Näillä oletuksilla tasepohjainen arvostus antaisi positiiviselle suositukselle maltillista, mutta ei erityisen vahvaa tukea. Mikäli P/B-kerrointa peilataan viime vuosien toteutuneisiin pääomantuottoihin (ROE 2023-25: 7-9 %), näyttäytyisi osake kalliilta. Toteutuneisiin tuottoihin on kuitenkin vaikuttanut mm. kasviproteiiniliiketoimintaan liittyneet väliaikaiset tappiot, joiden ei odoteta toistuvan tulevaisuudessa, mikäli yhtiö ei toteuta uusia epäonnistuvia yrityskauppoja. Myös korkea nettokassa painaa ROE:ta.

## Arvostuskertoimet

|                       | 2026e   | 2027e   | 2028e   |
|-----------------------|---------|---------|---------|
| Osakekurssi           | 2,42    | 2,42    | 2,42    |
| Osakemäärä, milj. kpl | 158,0   | 158,0   | 158,0   |
| Markkina-arvo         | 382     | 382     | 382     |
| Yritysarvo (EV)       | 312     | 312     | 313     |
| P/E (oik.)            | 15,8    | 15,1    | 14,5    |
| P/E                   | 19,2    | 15,1    | 14,5    |
| P/B                   | 1,5     | 1,5     | 1,5     |
| P/S                   | 1,7     | 1,6     | 1,6     |
| EV/Liikevaihto        | 1,4     | 1,3     | 1,3     |
| EV/EBITDA             | 8,4     | 7,8     | 7,5     |
| EV/EBIT (oik.)        | 11,3    | 10,4    | 10,0    |
| Osinko/tulos (%)      | 119,3 % | 100,0 % | 101,9 % |
| Osinkotuotto-%        | 6,2 %   | 6,6 %   | 7,0 %   |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 3/3

## Osinkotuotto korkealla tasolla

Raision tavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen tuloksesta sekä vapauttaa pääomaa sijoittajille lisäosinkojen avulla. Arvioimme yhtiön jatkavan osingon kasvattamista tuloskasvun mukaisesti lähivuosina ja mahdollisesti jakavan myös lisäosinkoja, mikäli sopivia yrityskauppakohteita ei ilmaannu. Vuosille 2026-28 ennustamamme osinko on 0,15-0,17 euroa/osake tarjoten vahvan 6,2-7,0 %:n osinkotuoton. Ennustettu osingonmaksu vastaa 100-119 %:n osingonjakosuhdetta. Osinko tarjoaa hyvän pohjatuoton sijoittajalle.

## DCF-arvonmääritys

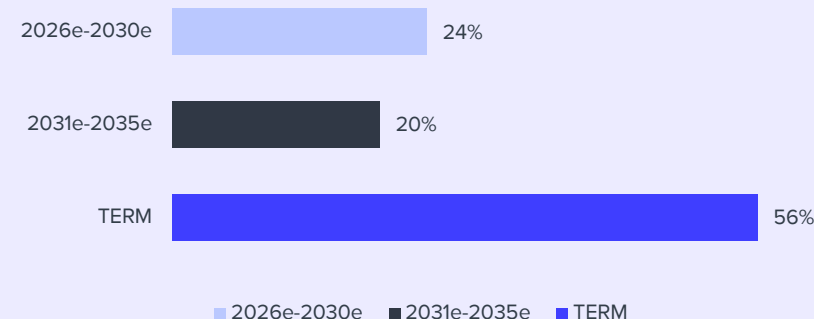
Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa Raision oman pääoman arvoksi 427 MEUR eli 2,7 euroa per osake.

DCF-mallissamme liikevaihdon vuotuinen kasvu välillä 2026-2034 on keskimäärin 3 %, mikä vastaa karkeasti jatkuvien toimintojen kasvua viimeisten viiden vuoden aikana. Kasvuvauhti hidastuu terminaalijaksolla 2 %:iin. Odotamme liikevoittomarginaalin kehittyvän melko vakaasti. Ennustamme sen nousevan keskipitkällä jännteellä 13,1 %:iin vuosiksi 2029-2033 (2025 oik. EBIT: 12,7 %), kunnes se laskee terminaalijaksolla 11,0 %:iin.

DCF-mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,8 % ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 56 %. DCF-malli soveltuu mielestämme melko hyvin Raision liiketoiminnan arvostamiseen, koska yhtiön tulostilanteet ovat suhteellisen vakaat ja kassavirrat melko hyvin ennustettavissa. Myös DCF arvostaa nykyisen kassan tasearvon mukaisesti, jolloin

arvon toteutuminen on riippuvaista siitä, että varat käytetään vähintäänkin arvoa säilyttävällä tavalla.

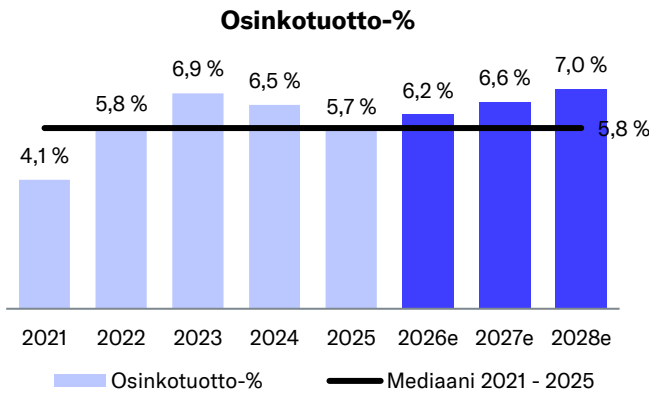
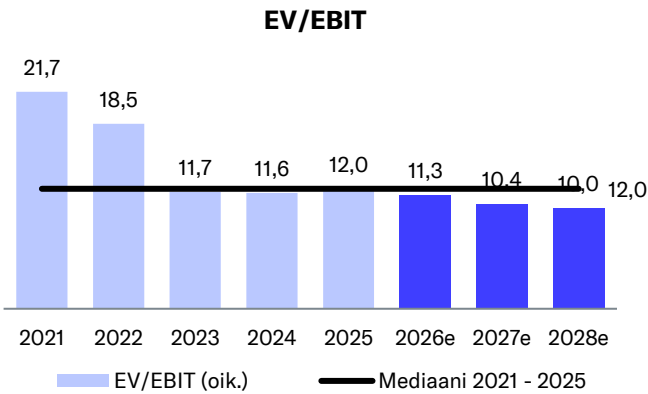
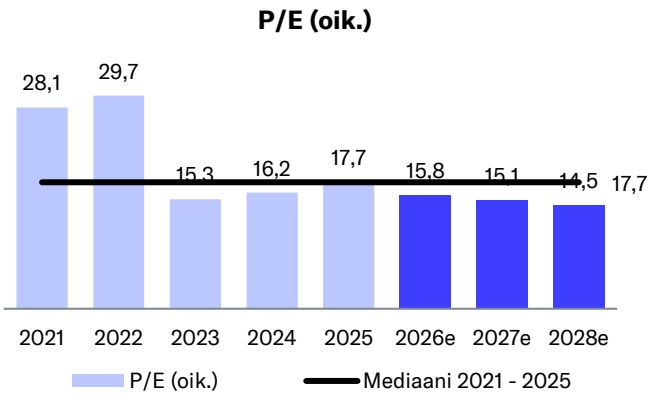
## DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Osakekurssi           | 3,40    | 2,43    | 2,04    | 2,15    | 2,64    | 2,42    | 2,42    | 2,42    | 2,42    |
| Osakemäärä, milj. kpl | 158,4   | 158,4   | 158,4   | 158,0   | 158,0   | 158,0   | 158,0   | 158,0   | 158,0   |
| Markkina-arvo         | 539     | 384     | 322     | 340     | 417     | 382     | 382     | 382     | 382     |
| Yritysarvo (EV)       | 479     | 339     | 265     | 269     | 341     | 312     | 312     | 313     | 315     |
| P/E (oik.)            | 28,1    | 29,7    | 15,3    | 16,2    | 17,7    | 15,8    | 15,1    | 14,5    | 13,9    |
| P/E                   | 25,9    | 30,7    | 18,4    | 19,3    | 18,0    | 19,2    | 15,1    | 14,5    | 13,9    |
| P/B                   | 1,9     | 1,5     | 1,2     | 1,3     | 1,6     | 1,5     | 1,5     | 1,5     | 1,5     |
| P/S                   | 2,2     | 1,7     | 1,5     | 1,5     | 1,9     | 1,7     | 1,6     | 1,6     | 1,5     |
| EV/Liikevaihto        | 1,9     | 1,5     | 1,2     | 1,2     | 1,5     | 1,4     | 1,3     | 1,3     | 1,3     |
| EV/EBITDA             | 14,9    | 12,2    | 8,7     | 9,0     | 9,1     | 8,4     | 7,8     | 7,5     | 7,2     |
| EV/EBIT (oik.)        | 21,7    | 18,5    | 11,7    | 11,6    | 12,0    | 11,3    | 10,4    | 10,0    | 9,6     |
| Osinko/tulos (%)      | 106,8 % | 177,4 % | 126,8 % | 125,7 % | 102,2 % | 119,3 % | 100,0 % | 101,9 % | 103,6 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,1 %   | 5,8 %   | 6,9 %   | 6,5 %   | 5,7 %   | 6,2 %   | 6,6 %   | 7,0 %   | 7,4 %   |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |            | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B<br>2026e |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|----------------|------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
|                                  |                       |                    | 2026e        | 2027e        | 2026e       | 2027e       | 2026e          | 2027e      | 2026e       | 2027e       | 2026e          | 2027e       |              |
| AAK                              | 4568                  | 4925               | 11,4         | 10,7         | 9,6         | 9,0         | 1,2            | 1,1        | 14,3        | 13,1        | 2,9            | 3,1         | 2,4          |
| Associated British Foods         | 15123                 | 18610              | 10,7         | 10,7         | 6,5         | 6,4         | 0,8            | 0,8        | 12,0        | 12,1        | 3,3            | 3,3         | 1,2          |
| Archer-Daniels-Midland           | 36161                 | 37544              | 13,5         | 12,6         | 9,1         | 8,4         | 0,5            | 0,5        | 15,8        | 14,7        | 2,4            | 2,5         | 1,9          |
| Apetit                           | 78                    | 93                 |              | 18,5         |             | 7,1         | 0,5            | 0,5        |             | 18,0        | 6,1            | 6,1         | 0,8          |
| Aryzta                           | 978                   | 1747               | 10,3         | 9,5          | 5,7         | 5,4         | 0,8            | 0,8        | 9,0         | 8,1         |                |             | 1,7          |
| Bunge                            | 20264                 | 31506              | 12,4         | 11,1         | 9,2         | 8,4         | 0,4            | 0,4        | 13,0        | 11,1        | 2,4            | 2,5         | 1,4          |
| Bonduelle                        | 271                   | 1038               | 14,1         | 13,1         | 6,4         | 6,2         | 0,5            | 0,5        | 8,0         | 6,3         | 3,3            | 3,6         | 0,4          |
| Cloetta                          | 1347                  | 1444               | 14,4         | 13,3         | 11,7        | 10,9        | 1,9            | 1,8        | 18,4        | 17,1        | 3,0            | 3,4         | 2,5          |
| Danone                           | 42080                 | 51443              | 13,5         | 12,6         | 10,4        | 9,8         | 1,8            | 1,8        | 15,6        | 14,5        | 3,8            | 4,0         | 2,2          |
| Ebro Foods                       | 2816                  | 3121               | 10,2         | 9,8          | 7,4         | 7,2         | 1,0            | 1,0        | 13,3        | 12,6        | 4,1            | 4,2         | 1,2          |
| Fodelia                          | 37                    | 41                 | 13,6         | 10,2         | 8,0         | 6,5         | 0,7            | 0,6        | 15,0        | 11,5        | 2,2            | 3,1         | 2,9          |
| General Mills                    | 16942                 | 28287              | 12,0         | 13,0         | 9,9         | 10,6        | 1,8            | 1,8        | 10,7        | 11,9        | 6,7            | 6,7         | 2,0          |
| Greencore Group                  | 2347                  | 3434               | 12,4         | 10,3         | 8,6         | 6,8         | 0,9            | 0,7        | 13,3        | 10,7        | 1,2            | 1,6         | 1,1          |
| Kerry Group                      | 13393                 | 15604              | 16,4         | 15,0         | 12,4        | 11,5        | 2,3            | 2,2        | 16,6        | 15,1        | 1,8            | 2,0         | 2,2          |
| Mondelez International           | 68660                 | 85763              | 18,5         | 17,0         | 14,7        | 13,6        | 2,5            | 2,4        | 20,4        | 18,5        | 3,3            | 3,6         | 3,0          |
| Nestle                           | 212191                | 271691             | 18,3         | 17,1         | 14,1        | 13,5        | 2,9            | 2,8        | 17,4        | 16,4        | 4,0            | 4,1         | 5,7          |
| Orkla                            | 8291                  | 10553              | 15,5         | 14,8         | 11,3        | 10,9        | 1,6            | 1,6        | 13,7        | 13,4        | 5,3            | 5,2         | 1,9          |
| Premier Foods                    | 1933                  | 2046               | 8,9          | 8,4          | 7,8         | 7,3         | 1,5            | 1,4        | 12,6        | 12,0        | 1,7            | 2,1         | 1,1          |
| <b>Raisio (Inderes)</b>          | <b>382</b>            | <b>312</b>         | <b>11,3</b>  | <b>10,4</b>  | <b>8,4</b>  | <b>7,8</b>  | <b>1,4</b>     | <b>1,3</b> | <b>15,8</b> | <b>15,1</b> | <b>6,2</b>     | <b>6,6</b>  | <b>1,5</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>13,3</b>  | <b>12,8</b>  | <b>9,6</b>  | <b>9,0</b>  | <b>1,4</b>     | <b>1,4</b> | <b>14,2</b> | <b>13,4</b> | <b>3,4</b>     | <b>3,6</b>  | <b>2,2</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>13,5</b>  | <b>12,8</b>  | <b>9,2</b>  | <b>8,5</b>  | <b>1,3</b>     | <b>1,3</b> | <b>13,7</b> | <b>13,3</b> | <b>3,3</b>     | <b>3,6</b>  | <b>1,9</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>-16 %</b> | <b>-19 %</b> | <b>-9 %</b> | <b>-8 %</b> | <b>3 %</b>     | <b>4 %</b> | <b>15 %</b> | <b>14 %</b> | <b>87 %</b>    | <b>86 %</b> | <b>-20 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                        | 2024 | Q1'25 | Q2'25 | Q3'25 | Q4'25 | 2025 | Q1'26 | Q2'26 | Q3'26e | Q4'26e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|--------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                          | 227  | 57,8  | 54,5  | 56,7  | 55,2  | 224  | 57,5  | 56,0  | 58,3   | 56,7   | 228   | 236   | 243   | 250   |
| Breakfast, Snacking & Food Solutions | 107  | 26,0  | 24,7  | 27,8  | 26,6  | 105  | 27,3  | 26,6  | 29,3   | 27,9   | 111   | 116   | 120   | 125   |
| Heart Health                         | 112  | 29,9  | 29,0  | 28,1  | 27,9  | 115  | 29,3  | 28,7  | 28,2   | 27,8   | 114   | 116   | 119   | 122   |
| Other operations                     | 7,9  | 1,9   | 0,9   | 0,8   | 0,7   | 4,3  | 0,8   | 0,7   | 0,8    | 1,0    | 3,3   | 3,3   | 3,4   | 3,4   |
| Käyttökate                           | 29,8 | 8,5   | 9,6   | 11,0  | 8,4   | 37,4 | 10,5  | 7,9   | 10,9   | 7,8    | 37,1  | 39,8  | 41,9  | 43,9  |
| Poistot ja arvonalennukset           | -9,9 | -2,4  | -2,3  | -2,4  | -2,4  | -9,4 | -2,3  | -6,7  | -2,4   | -2,4   | -13,8 | -9,8  | -10,5 | -11,1 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä          | 23,3 | 6,1   | 7,9   | 8,6   | 5,9   | 28,5 | 7,5   | 5,5   | 8,5    | 6,1    | 27,6  | 30,0  | 31,3  | 32,8  |
| Liikevoitto                          | 19,9 | 6,1   | 7,3   | 8,6   | 6,0   | 28,0 | 8,2   | 1,2   | 8,5    | 5,4    | 23,3  | 30,0  | 31,3  | 32,8  |
| Nettorahoituskulut                   | 3,7  | 0,7   | 0,8   | 0,7   | 0,3   | 2,5  | -0,1  | 1,1   | 0,7    | 0,8    | 2,5   | 2,0   | 2,0   | 2,0   |
| Tulos ennen veroja                   | 23,6 | 6,8   | 8,1   | 9,3   | 6,3   | 30,6 | 8,1   | 2,3   | 9,2    | 6,2    | 25,8  | 32,0  | 33,4  | 34,7  |
| Verot                                | -6,0 | -1,8  | -1,9  | -2,1  | -1,5  | -7,4 | -1,6  | -0,6  | -2,1   | -1,6   | -5,9  | -6,7  | -7,0  | -7,3  |
| Nettotulos                           | 17,6 | 5,1   | 6,1   | 7,2   | 4,8   | 23,2 | 6,5   | 1,7   | 7,1    | 4,6    | 19,9  | 25,3  | 26,3  | 27,5  |
| EPS (oikaistu)                       | 0,13 | 0,03  | 0,04  | 0,05  | 0,03  | 0,15 | 0,04  | 0,04  | 0,04   | 0,03   | 0,15  | 0,16  | 0,17  | 0,17  |
| EPS (raportoitu)                     | 0,11 | 0,03  | 0,04  | 0,05  | 0,03  | 0,15 | 0,04  | 0,01  | 0,04   | 0,03   | 0,13  | 0,16  | 0,17  | 0,17  |

| Tunnusluvut                   | 2024   | Q1'25  | Q2'25  | Q3'25  | Q4'25  | 2025   | Q1'26  | Q2'26   | Q3'26e | Q4'26e | 2026e  | 2027e  | 2028e  | 2029e  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 3,3 %  | 4,2 %  | -4,9 % | -4,1 % | 0,6 %  | -1,1 % | -0,6 % | 2,8 %   | 2,8 %  | 2,7 %  | 1,9 %  | 3,3 %  | 3,0 %  | 3,0 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 2,6 %  | 45,2 % | 6,8 %  | 31,9 % | 13,1 % | 22,1 % | 23,0 % | -30,4 % | -1,1 % | 4,0 %  | -3,0 % | 8,6 %  | 4,6 %  | 4,6 %  |
| Käyttökate-%                  | 13,2 % | 14,7 % | 17,6 % | 19,3 % | 15,2 % | 16,7 % | 18,3 % | 14,1 %  | 18,7 % | 13,7 % | 16,2 % | 16,9 % | 17,2 % | 17,6 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 10,3 % | 10,5 % | 14,5 % | 15,2 % | 10,6 % | 12,7 % | 13,1 % | 9,8 %   | 14,6 % | 10,7 % | 12,1 % | 12,7 % | 12,9 % | 13,1 % |
| Nettotulos-%                  | 7,8 %  | 8,8 %  | 11,3 % | 12,6 % | 8,7 %  | 10,3 % | 11,3 % | 3,0 %   | 12,2 % | 8,1 %  | 8,7 %  | 10,7 % | 10,8 % | 11,0 % |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                   | 2024       | 2025       | 2026e      | 2027e      | 2028e      |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>    | <b>176</b> | <b>165</b> | <b>164</b> | <b>166</b> | <b>168</b> |
| Liikearvo                   | 49,7       | 47,3       | 47,3       | 47,3       | 47,3       |
| Aineettomat hyödykkeet      | 32,5       | 30,8       | 30,7       | 31,0       | 31,2       |
| Käyttöomaisuus              | 87,7       | 82,2       | 81,4       | 83,6       | 85,0       |
| Muut sijoitukset            | 3,5        | 3,5        | 3,5        | 3,5        | 3,5        |
| Laskennalliset verosaamiset | 2,6        | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 1,1        |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>  | <b>145</b> | <b>155</b> | <b>157</b> | <b>158</b> | <b>160</b> |
| Vaihto-omaisuus             | 29,8       | 32,8       | 35,4       | 34,9       | 35,9       |
| Muut lyhytaikaiset varat    | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Myyntisaamiset              | 26,5       | 28,1       | 28,2       | 28,9       | 29,7       |
| Likvidit varat              | 89,3       | 94,1       | 93,6       | 94,3       | 94,6       |
| <b>Taseen loppusumma</b>    | <b>321</b> | <b>320</b> | <b>321</b> | <b>324</b> | <b>328</b> |

Lähde: Inderes

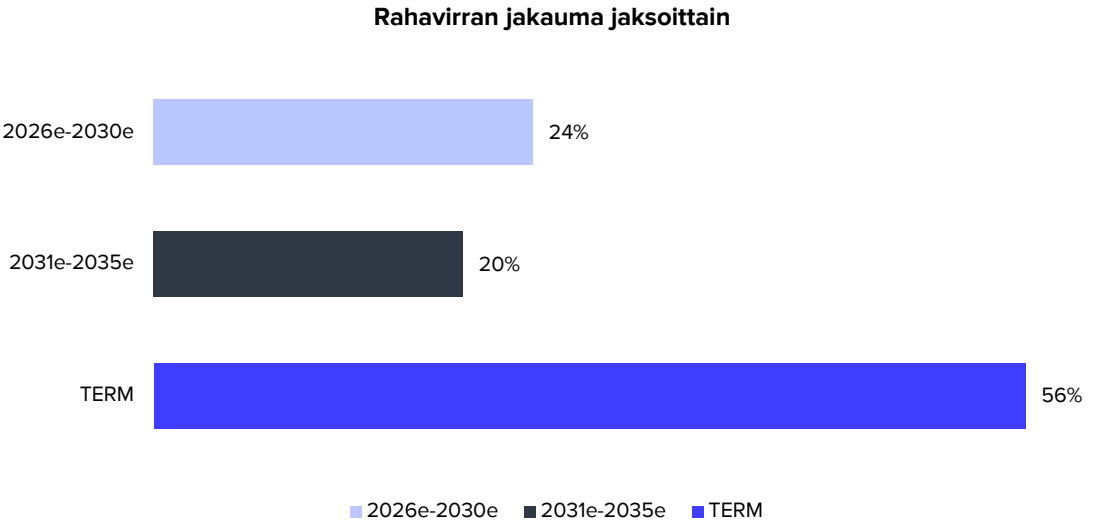
| Vastattavaa                    | 2024        | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>258</b>  | <b>256</b>  | <b>252</b>  | <b>253</b>  | <b>255</b>  |
| Osakepääoma                    | 25,0        | 25,0        | 25,0        | 25,0        | 25,0        |
| Kertyneet voittovarot          | 233         | 231         | 227         | 228         | 230         |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>31,6</b> | <b>30,5</b> | <b>31,1</b> | <b>31,6</b> | <b>14,8</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 13,8        | 14,4        | 14,4        | 14,4        | 14,4        |
| Varaukset                      | 1,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Korolliset velat               | 16,6        | 15,7        | 16,3        | 16,8        | 0,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>31,6</b> | <b>33,7</b> | <b>38,2</b> | <b>39,5</b> | <b>59,1</b> |
| Korolliset velat               | 2,2         | 2,3         | 7,0         | 7,2         | 25,9        |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 28,9        | 31,2        | 31,1        | 32,1        | 33,0        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,6         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>321</b>  | <b>320</b>  | <b>321</b>  | <b>324</b>  | <b>328</b>  |

# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | 2035e       | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | -1,1 %      | 1,9 %       | 3,3 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 2,0 %       | 2,0 %      |
| Liikevoitto-%                           | 12,5 %      | 10,2 %      | 12,7 %      | 12,9 %      | 13,1 %      | 13,1 %      | 13,1 %      | 13,1 %      | 13,1 %      | 11,0 %      | 11,0 %      | 11,0 %     |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>28,0</b> | <b>23,3</b> | <b>30,0</b> | <b>31,3</b> | <b>32,8</b> | <b>33,8</b> | <b>34,8</b> | <b>35,8</b> | <b>36,9</b> | <b>31,9</b> | <b>32,5</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 9,4         | 13,8        | 9,8         | 10,5        | 11,1        | 11,3        | 11,3        | 11,4        | 11,5        | 11,6        | 11,6        |            |
| - Maksetut verot                        | -5,3        | -5,9        | -6,7        | -7,0        | -7,3        | -7,4        | -7,7        | -7,9        | -8,2        | -7,1        | -7,0        |            |
| - verot rahoituskuluista                | 0,1         | 0,0         | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,5         | 0,6         | 0,5         | 0,5         | 0,5         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,1         |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | -2,7        | -2,8        | 0,8         | -0,9        | -1,0        | -1,0        | -1,0        | -1,1        | -1,1        | -1,1        | -0,8        |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>30,1</b> | <b>28,9</b> | <b>34,4</b> | <b>34,4</b> | <b>36,1</b> | <b>36,9</b> | <b>37,8</b> | <b>38,7</b> | <b>39,6</b> | <b>35,6</b> | <b>36,5</b> |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,9        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | 0,2         | -12,9       | -12,3       | -12,2       | -12,2       | -12,2       | -12,1       | -12,1       | -12,1       | -12,1       | -12,8       |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>29,4</b> | <b>16,0</b> | <b>22,1</b> | <b>22,2</b> | <b>23,9</b> | <b>24,8</b> | <b>25,6</b> | <b>26,5</b> | <b>27,4</b> | <b>23,5</b> | <b>23,7</b> |            |
| +/- Muut                                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| Vapaa kassavirta                        | 29,4        | 16,0        | 22,1        | 22,2        | 23,9        | 24,8        | 25,6        | 26,5        | 27,4        | 23,5        | 23,7        | 420        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>15,7</b> | <b>20,0</b> | <b>18,7</b> | <b>18,7</b> | <b>18,0</b> | <b>17,3</b> | <b>16,6</b> | <b>15,9</b> | <b>12,7</b> | <b>11,8</b> | <b>209</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 375         | 359         | 339         | 320         | 302         | 284         | 266         | 250         | 234         | 221         | 209        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>375</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| - Korolliset velat                      |             | -18,0       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Rahavarat                             |             | 94,1        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Osakkuusyhtiöt                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -23,7       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>427</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>2,70</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |

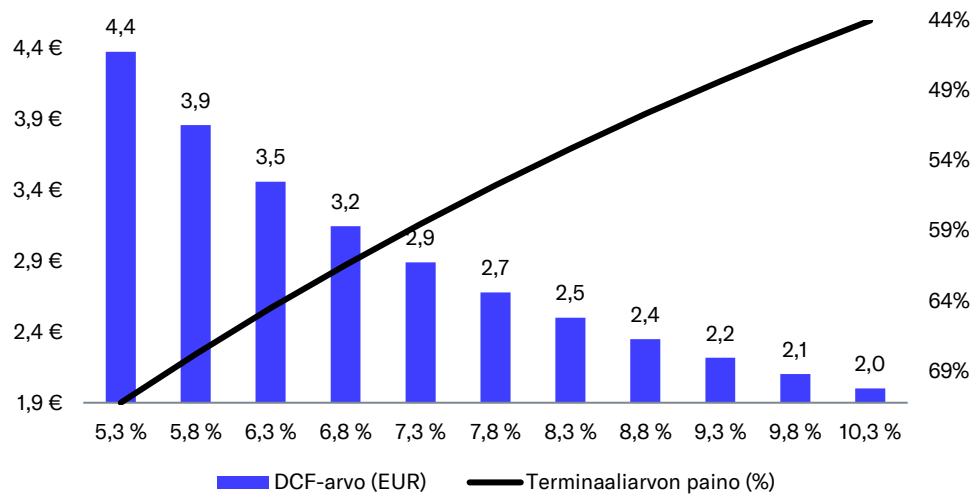
| Pääoman kustannus (WACC)                |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 0,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 3,0 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,11         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 0,00 %       |
| Riskitön korko                          | 2,5 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>7,8 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>7,8 %</b> |

Lähde: Inderes

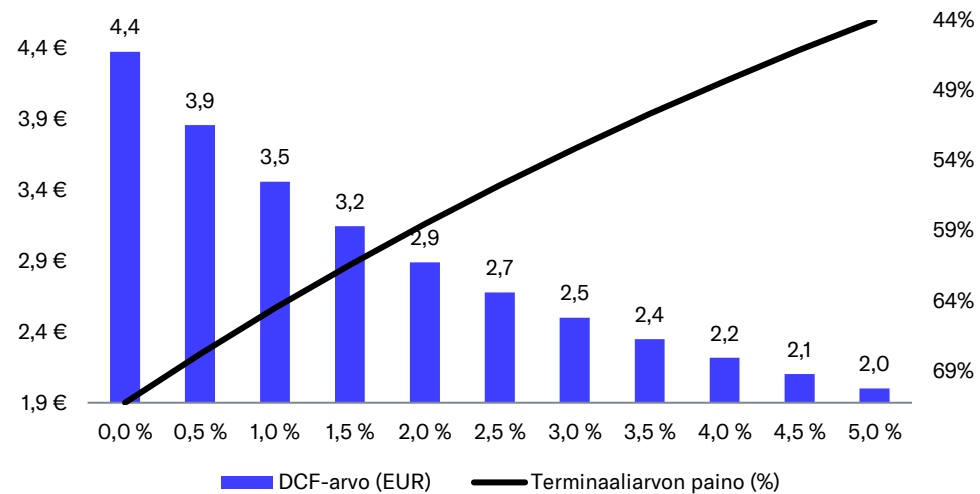


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

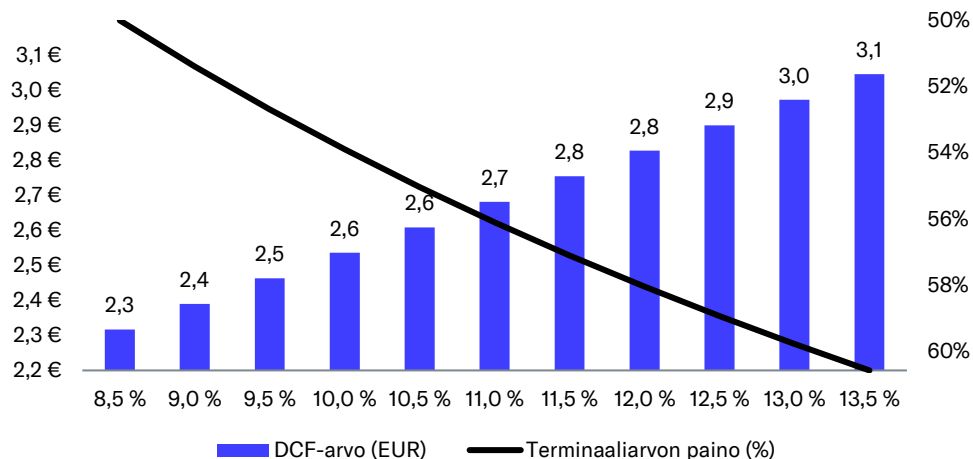
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



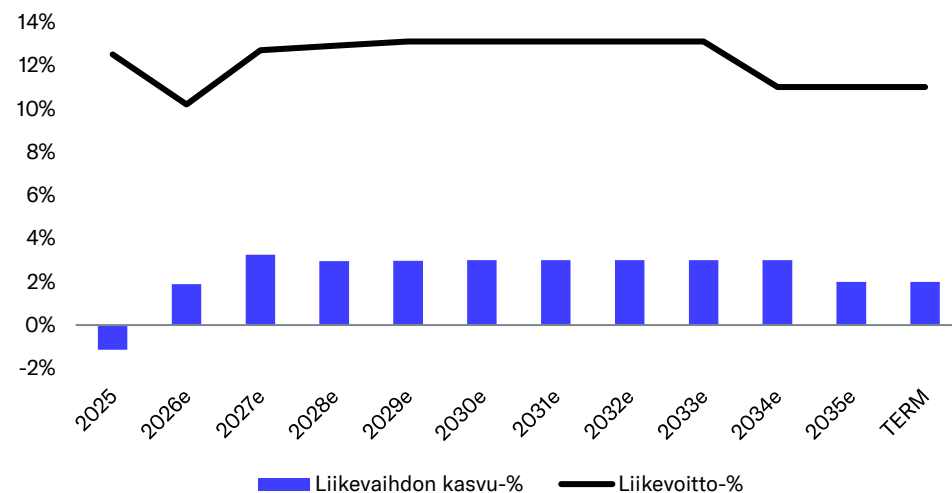
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto               | 219,5 | 226,8 | 224,2 | 228,5 | 235,9 |
| Käyttökate                | 30,3  | 29,8  | 37,4  | 37,1  | 39,8  |
| Liikevoitto               | 19,1  | 19,9  | 28,0  | 23,3  | 30,0  |
| Voitto ennen veroja       | 22,2  | 23,6  | 30,6  | 25,8  | 32,0  |
| Nettovoitto               | 17,2  | 17,6  | 23,2  | 19,9  | 25,3  |
| Kertaluontoiset erät      | -3,6  | -3,4  | -0,4  | -4,3  | 0,0   |
|                           |       |       |       |       |       |
| Tase                      | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
| Taseen loppusumma         | 323,8 | 321,4 | 319,9 | 321,2 | 324,5 |
| Oma pääoma                | 260,1 | 258,2 | 255,7 | 251,9 | 253,5 |
| Liikearvo                 | 47,9  | 49,7  | 47,3  | 47,3  | 47,3  |
| Nettovelat                | -57,5 | -70,4 | -76,1 | -70,4 | -70,3 |
|                           |       |       |       |       |       |
| Kassavirta                | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
| Käyttökate                | 30,3  | 29,8  | 37,4  | 37,1  | 39,8  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 5,2   | 9,8   | -2,7  | -2,8  | 0,8   |
| Operatiivinen kassavirta  | 33,7  | 37,2  | 30,1  | 28,9  | 34,4  |
| Investoinnit              | -3,9  | -8,2  | 0,2   | -12,9 | -12,3 |
| Vapaa kassavirta          | 30,0  | 29,8  | 29,4  | 16,0  | 22,1  |
|                           |       |       |       |       |       |
| Arvostuskertoimet         | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
| EV/Liikevaihto            | 1,2   | 1,2   | 1,5   | 1,4   | 1,3   |
| EV/EBITDA                 | 8,7   | 9,0   | 9,1   | 8,4   | 7,8   |
| EV/EBIT (oik.)            | 11,7  | 11,6  | 12,0  | 11,3  | 10,4  |
| P/E (oik.)                | 15,3  | 16,2  | 17,7  | 15,8  | 15,1  |
| P/B                       | 1,2   | 1,3   | 1,6   | 1,5   | 1,5   |
| Osinkotuotto-%            | 6,9 % | 6,5 % | 5,7 % | 6,2 % | 6,6 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut             | 2023    | 2024    | 2025    | 2026e   | 2027e   |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS (raportoitu)                 | 0,11    | 0,11    | 0,15    | 0,13    | 0,16    |
| EPS (oikaistu)                   | 0,13    | 0,13    | 0,15    | 0,15    | 0,16    |
| Operat. Kassavirta / osake       | 0,21    | 0,24    | 0,19    | 0,18    | 0,22    |
| Operat. Vapaa kassavirta / osake | 0,19    | 0,19    | 0,19    | 0,10    | 0,14    |
| Omapääoma / osake                | 1,64    | 1,63    | 1,62    | 1,59    | 1,60    |
| Osinko / osake                   | 0,14    | 0,14    | 0,15    | 0,15    | 0,16    |
|                                  |         |         |         |         |         |
| Kasvu ja kannattavuus            | 2023    | 2024    | 2025    | 2026e   | 2027e   |
| Liikevaihdon kasvu-%             | -1 %    | 3 %     | -1 %    | 2 %     | 3 %     |
| Käyttökateen kasvu-%             | 9 %     | -2 %    | 25 %    | -1 %    | 7 %     |
| Liikevoiton oik. kasvu-%         | 24 %    | 3 %     | 22 %    | -3 %    | 9 %     |
| EPS oik. kasvu-%                 | 63 %    | 0 %     | 13 %    | 2 %     | 5 %     |
| Käyttökate-%                     | 13,8 %  | 13,2 %  | 16,7 %  | 16,2 %  | 16,9 %  |
| Oik. Liikevoitto-%               | 10,3 %  | 10,3 %  | 12,7 %  | 12,1 %  | 12,7 %  |
| Liikevoitto-%                    | 8,7 %   | 8,8 %   | 12,5 %  | 10,2 %  | 12,7 %  |
| ROE-%                            | 6,7 %   | 6,8 %   | 9,0 %   | 7,8 %   | 10,0 %  |
| ROI-%                            | 6,9 %   | 7,9 %   | 11,0 %  | 9,4 %   | 11,8 %  |
| Omavaraisuusaste                 | 80,3 %  | 80,3 %  | 79,9 %  | 78,4 %  | 78,1 %  |
| Nettovelkaantumisaste            | -22,1 % | -27,3 % | -29,8 % | -27,9 % | -27,7 % |
| Nettovelka/käyttökate            | -1,9    | -2,4    | -2,0    | -1,9    | -1,8    |
| EBITDA/nettorahoituskulut        | -9,9    | -8,2    | -14,9   | -14,8   | -19,6   |

# 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 tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

| Suositushistoria (>12 kk) |          |         |             |
|---------------------------|----------|---------|-------------|
| Pvm                       | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
| 24/03/2020                | Lisää    | 3,00 €  | 2,79 €      |
| 06/05/2020                | Vähennä  | 3,40 €  | 3,56 €      |
| 06/08/2020                | Lisää    | 3,30 €  | 3,08 €      |
| 06/11/2020                | Lisää    | 3,20 €  | 3,14 €      |
| 11/02/2021                | Vähennä  | 3,40 €  | 3,75 €      |
| 06/04/2021                | Vähennä  | 3,70 €  | 4,20 €      |
| 05/05/2021                | Vähennä  | 3,70 €  | 4,33 €      |
| 11/06/2021                | Myy      | 3,60 €  | 4,21 €      |
| 10/07/2021                | Vähennä  | 3,60 €  | 3,77 €      |
| 05/08/2021                | Vähennä  | 3,60 €  | 3,93 €      |
| 22/08/2021                | Vähennä  | 3,60 €  | 3,73 €      |
| 03/11/2021                | Vähennä  | 3,50 €  | 3,42 €      |
| 09/02/2022                | Vähennä  | 3,40 €  | 3,19 €      |
| 03/03/2022                | Lisää    | 2,90 €  | 2,59 €      |
| 04/05/2022                | Lisää    | 2,40 €  | 2,12 €      |
| 01/08/2022                | Lisää    | 2,40 €  | 2,14 €      |
| 03/08/2022                | Lisää    | 2,50 €  | 2,27 €      |
| 02/11/2022                | Lisää    | 2,20 €  | 1,92 €      |
| 14/12/2022                | Lisää    | 2,60 €  | 2,36 €      |
| 27/12/2022                | Lisää    | 2,60 €  | 2,43 €      |
| 08/02/2023                | Lisää    | 2,70 €  | 2,48 €      |
| 03/05/2023                | Lisää    | 2,60 €  | 2,31 €      |
| 20/07/2023                | Osta     | 2,30 €  | 1,91 €      |
| 09/08/2023                | Lisää    | 2,30 €  | 2,05 €      |
| 01/11/2023                | Lisää    | 2,30 €  | 2,05 €      |
| 02/02/2024                | Lisää    | 2,30 €  | 2,04 €      |
| 13/02/2024                | Osta     | 2,30 €  | 1,87 €      |
| 07/05/2024                | Lisää    | 2,20 €  | 1,99 €      |
| 07/08/2024                | Lisää    | 2,30 €  | 2,13 €      |
| 05/11/2024                | Lisää    | 2,40 €  | 2,24 €      |
| 13/02/2025                | Lisää    | 2,40 €  | 2,24 €      |
| 05/05/2025                | Vähennä  | 2,40 €  | 2,42 €      |
| 13/05/2025                | Vähennä  | 2,40 €  | 2,42 €      |
| 12/08/2025                | Lisää    | 2,60 €  | 2,45 €      |
| 12/11/2025                | Lisää    | 2,80 €  | 2,58 €      |
| 12/02/2026                | Lisää    | 3,00 €  | 2,76 €      |
| 13/05/2026                | Lisää    | 2,90 €  | 2,58 €      |
| 13/08/2026                | Lisää    | 2,70 €  | 2,47 €      |
| 17/09/2026                | Vähennä  | 2,50 €  | 2,42 €      |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**