

Raisio

Laaja raportti

27.12.2022 19:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Siirtymä investointivaiheesta tuloskasvun aikaan

Raisio on kansainvälisesti toimiva terveelliseen ja vastuulliseen ruokaan keskittyvä yhtiö. Merkittävä osuus yhtiön liikevaihdosta syntyy tunnettujen brändien kuten Benecolin ja Elovenan avulla. Yhtiö tavoittelee viime vuosien tuotantoinvestointien avulla markkinan ylittävää kasvua megatrendien tukemissa segmenteissä kuten kaurapohjaisissa tuotteissa ja kasviproteiineissa. Toistamme lisää-suosituksen ja 2,6 euron tavoitehinnan.

Terveelliseen ja vastuulliseen ruokaan keskittyvä elintarvikealan bränditalo

Raisio on vuodesta 2018 lähtien keskittynyt terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan ja investoinut voimakkaasti tuotantokapasiteettiin tavoitellakseen korkean kasvupotentiaalin segmenttejä. Strategiakaudelle 2022-2025 yhtiö määritteli kolme liiketoiminnan strategista kasvualuetta, jotka ovat Benecol-, kaura- ja kasviproteiinituotteet. Kasvualueiden pääbrändit ovat kolesterolia alentava Benecol, kaurabrändi Elovena ja härkäpaputuotteista tunnettu Härkis, minkä lisäksi yhtiön salkussa on myös muita paikallisesti suosittuja kuluttajabrändejä kuten Nordic, Sunnuntai, Nalle ja Torino. B2B-puolella Raision liiketoiminnat sisältävät Benecol-ainekosan myynnin lisenssipartnereille sekä viljapohjaisten tuotteiden ja kasviproteiinien myyntiä teollisuuteen ja suurkeittäjille. Raision tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa ja yhtiöllä on toimintaa noin kymmenessä eri Euroopan maassa, joista Suomi ja Iso-Britannia ovat merkittävimmät.

Kasvustrategiaa edistetään kunnianhimoisin tavoittein

Raisio on haastavan vuoden 2022 aikana lopettanut myynnin Venäjälle ja aloittanut divestointiprosessin kalanrehua valmistavan Raisioaquan osalta, minkä jälkeen yhtiö voi keskittyä täysipainoisesti kasvustrategiansa toteuttamiseen. Nykyisellä strategiakaudella 2022-2025 Raisio tavoittelee 11 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua liiketoiminnan kolmella kasvualueella ja 9 %:n kasvua koko konsernin tasolla suhteessa vuoden 2022 ohjeistushaarukan keskiväliin (225 MEUR). Myös liikevoittoa pyritään parantamaan tasaisesti strategiakauden aikana lopulta yli 13 %:n tasolle vuonna 2025. Ennustamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin 6 % vuosina 2023-25 ja oletamme liikevoittomarginaalin yltävän 11,2 % tasolle 2025. Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme mm. kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden kasvu pääosin Suomessa sekä gluteenittoman kauran myynnin kasvu eurooppalaisille B2B-asiakkaille. Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden kaupallistamisessa onnistuminen Suomen ulkopuolella sekä kasviproteiiniliiketoiminnan kasvun kiihtyminen ovat näkemyksemme mukaan lisäajureita, jotka voisivat positiivisessa skenaariossa nostaa kasvun jopa tavoitteiden tasolle tai niiden yläpuolelle.

Osake hinnoitellaan alle verrokkiryhmän vaikka lyhyellä aikavälillä ero voisi olla toiseen suuntaan

Raision tulosperustainen arvostus vuodelle 2023 on EV/EBIT-luvulla mitattuna 14x eli verrokkiryhmän tasolla. Mielestämme Raisiota kuuluisi arvostaa pitkällä aikavälillä linjassa verrokkiryhmään ja lyhyellä aikavälillä, jopa hieman yli verrokkien, sillä yhtiön viime vuosien suuret kasvuinvestoinnit eivät vielä näy merkittävästi 2023e tuloksessa. Pidämme Raisiota laatu-yhtiönä sen tunnettujen brändien, kansainvälisen jakelun, melko hyvän pääoman tuoton sekä megatrendeihin istuvan kasvustrategian ansiosta. Yhtiön tuotto-odotus on mielestämme houkuttelevalla tasolla 4 % osinkotuoton sekä 9 % vuosittaisen tuloskasvun (2024-25e) ansiosta, sillä nykyinen eteenpäin katsova 14x EV/EBIT-kerroin on mielestämme hyväksyttävä taso myös pitkällä aikavälillä. Taloudellisten tavoitteiden toteutuminen tarkoittaisi vuoden 2025 EV/EBIT-luvun laskevan noin 8-9x tasolle (nykyennusteilla 11x).

Suositus

Lisää

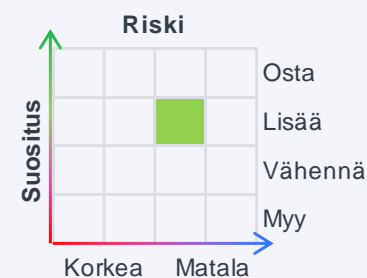
(aik. Lisää)

2,60 EUR

(aik. 2,60 EUR)

Osakekurssi:

2,43



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	246,6	224,1	235,8	249,8
kasvu-%	6 %	-9 %	5 %	6 %
EBIT oik.	22,1	17,9	24,9	27,5
EBIT-% oik.	9,0 %	8,0 %	10,6 %	11,0 %
Nettotulos	20,8	11,9	20,3	22,5
EPS (oik.)	0,12	0,08	0,13	0,14
P/E (oik.)	28,1	31,5	18,9	17,0
P/B	1,9	1,5	1,4	1,4
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,1 %	5,4 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	21,7	19,3	13,7	12,3
EV/EBITDA	14,9	12,5	9,7	8,6
EV/Liikevaihto	1,9	1,5	1,4	1,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

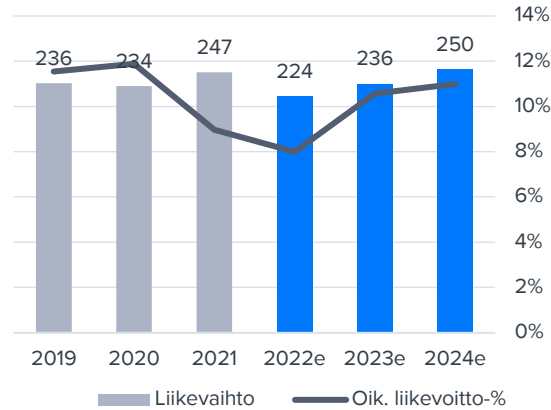
Raisio odottaa jatkuvien toimintojensa liikevaihdon olevan vuonna 2022 välillä 220–230 miljoonaa euroa ja vertailukelpoisen liiketuloksen olevan välillä 17–20 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



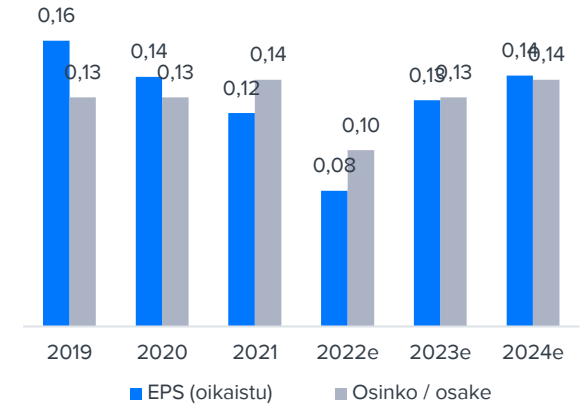
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omilla tuotekategorioissa
- Tuoreet investoinnit Nokian kauramylyyn ja kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden laitokseen mahdollistavat hyväkattaisen kasvun käyttöasteita nostamalla
- Vahvistunut oma tuotantokapasiteetti mahdollistaa uusien tuotteiden lanseeraamisen aiempaa ketterämmin
- Vakaa kannattavuus ja defensiivinen loppumarkkina
- Vahva tase ja hyvä kassavirtaprofiili mahdollistavat yritysjärjestelyiden ja/tai ylimääräisen voitonjaon toteuttamisen



Riskitekijät

- Kustannusinflaation ja talouden epävarmuuden aiheuttama kuluttajien ostovoiman heikentyminen
- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Raaka-ainehintoihin ja saatavuuteen liittyvät riskit vaikuttavat etenkin B2B-liiketoiminnan kannattavuuteen
- Hinnoitteluvoima keskittyneitä päivittäistavaraa kohtaan
- Uusien tuotesegmenttien tai vientiponnistusten epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,43	2,43	2,43
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	384	384	384
Yritysarvo (EV)	345	341	339
P/E (oik.)	31,5	18,9	17,0
P/E	32,3	18,9	17,0
P/Kassavirta	>100	19,1	17,6
P/B	1,5	1,4	1,4
P/S	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA (oik.)	12,5	9,7	8,6
EV/EBIT (oik.)	19,3	13,7	12,3
Osinko/tulos (%)	133,2 %	101,3 %	98,4 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	5,4 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Terveelliset elintarvikkeet -segmentti	8-13
Elintarvikealan arvoketju	14
Terveelliset ainesosat -segmentti	15-17
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	18-19
Liiketoiminnan riskiprofiili	20
Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema	21-24
Ennusteet	25-28
Osakkeen arvostus	29-33
Sijoitusprofiili	34
Osaketuoton ajurit	35
Taulukot	36-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Yhtiökuvaus (1/3)

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

224 MEUR (+12 % vs. 2021¹)

Liikevaihto 2022e¹

18 MEUR (2021¹: 21 MEUR)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2022e¹

8,3 % (2020: 11,1 %)

Sijoitetun pääoman tuotto ROIC 2021

336

Henkilöstömäärä, jatkuvat liiketoiminnot syyskuu 2022

5 tuotantolaitosta

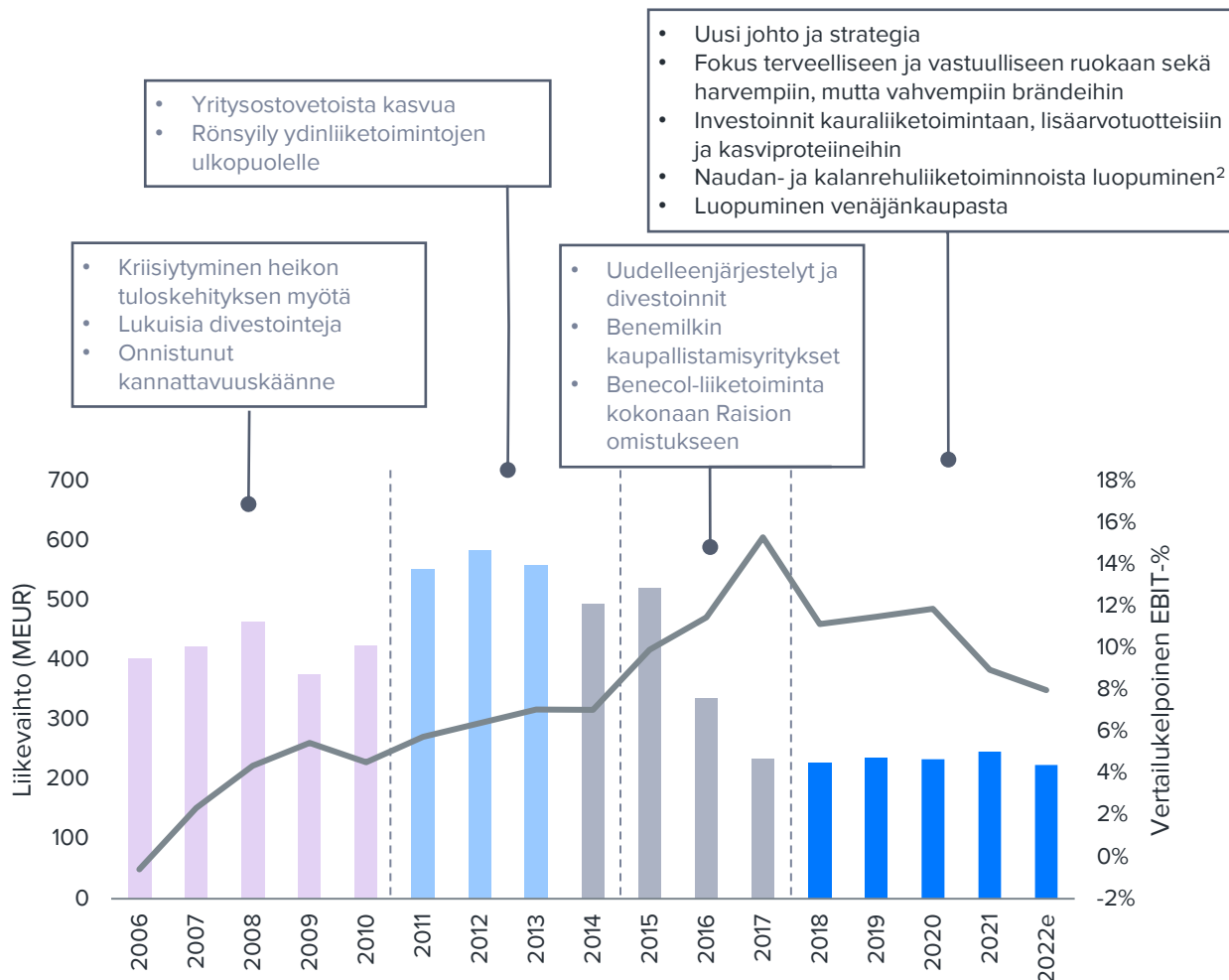
Kaikki tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa

61 % liikevaihdosta

Suomen ulkopuolisilta markkinoilta tammi-syyskuussa 2022¹

~384 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssi 2,43 euroa)



1) Nykyisten jatkuvien toimintojen osalta, 2) Kalanrehuliiketoiminnan (Raisioaqua) myyntiprosessi on vielä kesken

Yhtiökuvaus (2/3)

Kansainvälinen elintarvikeyhtiö

Raisio on vuonna 1939 perustettu elintarvikeyhtiö. Raisiolla on portfolio arvostettuja kuluttajabrändejä sekä yritysasiakkaille suunnattua liiketoimintaa. Viime vuosina strategiassa on korostettu kasvua terveellisesti ja vastuullisesti tuotetun ruoan saralla. Yhtiön jatkuviin toimintoihin kuuluu tällä hetkellä 5 tuotantolaitosta Suomessa ja sen tuotteita viedään noin 40 maahan.

Vuonna 2021 Raisio-konsernin nykyisten jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 200 MEUR ja oikaistu liikevoitto 21,3 MEUR (EBIT 10,6 %).

Kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä

Raisiolla on kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä 1) Terveelliset elintarvikkeet ja 2) Terveelliset ainesosat. Muut toiminnot -segmentti käsittää lähinnä konsernin toimintaa tukevat palvelufunktiot.

Terveelliset elintarvikkeet keskittyy Raision kuluttajabrändeihin (mm. Benecol, Elovina, Nordic, Nalle ja Torino). Päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteiden pääasiallinen myyntikanava on päivittäistavarakaupat. Jatkuvien liiketoimintojen osalta vuoden 2021 liikevaihto oli 134 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 18,4 MEUR eli 13,7 % liikevaihdosta.

Terveelliset ainesosat käsittää elintarvikkeiden ainesosien ja immateriaalioikeuksien myyntiä yritysasiakkaille. Näitä ovat 1) Benecol-ainesosan lisenssimyynti, 2) viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti ja 3) kasviproteiinien myynti teollisuudelle ja suurkeittiöille. Vuonna 2021 jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 96,6 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 6,3 MEUR, mikä

tarkoittaa 6,6 %:n liikevoittomarginaalia. Operaatiot - johon kuuluvat tuotanto, hankinta ja toimitusketju - raportoidaan osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä.

Muut toiminnot sisältää konsernin palvelufunktiot mm. talous-, tieto- ja henkilöstöhallinto, lakiasiat, viestintä, kiinteistöjen hallinta- ja huoltopalvelut. Vuonna 2021 segmentin liikevaihto oli 1,5 MEUR ja vertailukelpoinen operatiivinen liiketulos -3,4 MEUR.

Kaksi osakesarjaa

Raisiolla on kaksi osakesarjaa: kantaosakkeiden K-sarja ja vaihto-osakkeiden V-sarja. Molemmilla sarjoilla on samat oikeudet yhtiön pääomaan ja voitonjakoon, mutta K-osake tuottaa 20 ääntä ja V-osake yhden äänen yhtiökokouksessa. K-osakkeiden osuus Raision osakekannasta on 19 % ja äänimäärästä 83 %. V-osakkeiden osuus osakekannasta on vastaavasti 81 % ja äänimäärästä 17 %. Nykyisellä 2,43 euron osakekurssilla Raision markkina-arvo on 384 MEUR.

Omistus ja johto

Raision suurimmat omistajat osakkeiden määrällä mitattuna ovat (pl. hallintarekisteröidyt osakkeet) 1) Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma (3,3 % osakkeista ja 0,7 % äänistä), 2) Maa- ja Metsätaloustuottajain keskusliitto (2,5 % osakkeista ja 10,1 % äänistä), 3) Kari Niemistö (1,8 % osakkeista ja 0,5 % äänistä) ja 4) Eläkevakuutusosakeyhtiö Veritas (1,5 % osakkeista ja 0,3 % äänistä). Raision toimitusjohtajana on toiminut marraskuusta 2017 alkaen Pekka Kuusniemi.



Segmentit

Terveelliset elintarvikkeet	Terveelliset ainesosat	Muut toiminnot
<ul style="list-style-type: none">Kolesterialentava BenecolVälipalatuotteetHiutaleet, jauhot, patukat, keksit jne.LeivontatuotteetHärkäpuru-tuotteet	<ul style="list-style-type: none">Benecol-ainesosaElintarvikkeet teollisuudelle (vilja- ja kasviproteiini-tuotteet)Viljakauppa	<ul style="list-style-type: none">TaloushallintoLakiasiatViestintäKiinteistötHuoltopalvelut

Brändit



Operaatiot

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

Yhtiökuvaus (3/3)

Raaka-aineet

Raision valmistuksessa käytettävät raaka-aineet

Euromääräisesti suurimmat ovat:

1. Viljapohjaiset raaka-aineet (erityisesti kotimainen kaura)
2. Sterolit (puusta, rypsiä tai soijasta)

Valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista 75 % ovat viljoja, joista noin 97 % ostetaan suomalaisilta viljelijöiltä.

Tuotanto

Raisio-konsernin omat tuotantolaitokset:

1. Vehnämylly ja pastatehdas Raisiossa
2. Esteröintilaitos (sterolista valmistetaan kasvistanolia) Raisiossa
3. Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitos Raisiossa
4. Kauramyly Nokiaalla
5. Verso Foodin kasviproteiinitehdas Kauhavalla

Sopimusvalmistuskumppanit

Kolme eurooppalaista alihankkijaa, jotka valmistavat Benecol-levitteitä sekä jogurtteja

Asiakkaat

Raisio-konsernin suurimmat asiakasryhmät:

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

Energian kulutus ja lähteet

- **Energian kulutus** 95 GWh vuonna 2021, josta noin puolet teollisuushöyryä ja puolet sähköä.
- **Teollisuushöyryä** tuotetaan omilla biokattiloilla hyödyntäen polttoaineena mm. prosessien sivuvirtoja, kuten kauran kuorta sekä haketta.
- **Sähkön hintoja** pyritään suojaamaan useamman vuoden tähtäimellä.
- Raisioaquan divestoinnilla laskeva vaikutus energiankulutukseen.
- **Hiilineutraalin energian osuus** 97 % vuonna 2021.

Omat tuotantolaitokset kartalla



Terveelliset elintarvikkeet (1/6)

Raision kuluttajabrändiliiketoiminta

Raision kuluttajabrändiliiketoiminnat raportoidaan Terveelliset elintarvikkeet –segmentissä. Segmentin päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteita myydään pääosin isojen päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Segmentin liikevaihto raportoidaan kolmelta maantieteelliseltä alueelta, jotka ovat Länsi-Eurooppa (2022 tammi-syyskuu: 45 % liikevaihdosta), Pohjois-Eurooppa (47 % liikevaihdosta) sekä Keski- ja Itä-Eurooppa (8 % liikevaihdosta). Kaksi tärkeintä yksittäistä maata ovat Suomi ja Iso-Britannia.

Vuonna 2021 segmentin liikevaihto oli 143 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 19,5 MEUR (13,6 % liikevaihdosta) sisältäen myöhemmin divestoidut Venäjän toiminnot. Ilman Venäjän toimintoja vuoden 2021 liikevaihto oli 134 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto 18,4 MEUR (13,7 % liikevaihdosta). Segmentissä työskenteli syyskuun 2022 lopussa 110 henkilöä. Raisio ei avaa miten liikevaihto jakautuu eri brändien kesken, mutta arviomme mukaan Benecol ja Elovena ovat yhtiön ylivoimaisesti suurimmat brändit. Muut brändit ovat pääosin paikallisia ja melko pieniä.

Länsi-Eurooppa (45 % segmentin liikevaihdosta)

Länsi-Euroopan toiminta käsittää Benecol-tuotteiden myynnin Iso-Britanniaan, Belgiaan ja Irlantiin. Länsi-Euroopan liikevaihto vuonna 2021 oli 63 MEUR (kasvua 7 %). Raisiolla on vahva asema Iso-Britanniassa ja Irlannissa, sillä se on markkinajohtaja kolesterolia alentavissa elintarvikkeissa molemmilla markkinoilla. Raisio osti Benecol-liiketoiminnan takaisin itselleen Johnson & Johnsonilta vuonna 2014.

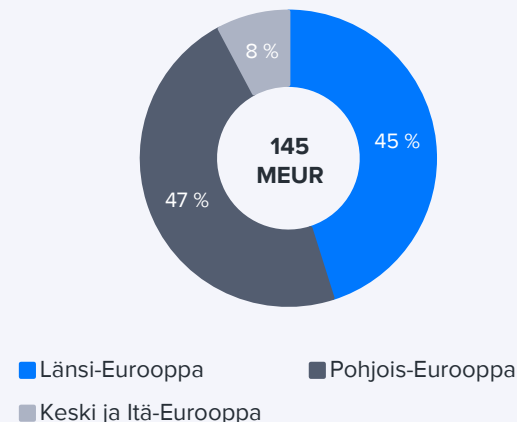
Kaupallinen strategia Iso-Britanniassa ja Irlannissa nojaa lääkärien kautta tehtävään valistustyöhön, jonka avulla pyritään saamaan kuluttajia pitkäkestoisiksi Benecol-käyttäjiksi. Benecolia markkinoitiin aiemmin hintavilla mainoskampanjoilla, mutta Raisio on tietoisesti vähentänyt kalliita massakampanjoita ja päättänyt keskittyä pitkäjänteisempään terveystietoisuuden kasvattamiseen lääketieteen ammattilaisten kautta.

Raisio on viime vuosina tehnyt työtä Länsi-Euroopassa Benecolin saatavuuden ja hyllynäkyvyyden parantamiseksi, mistä on saatu positiivisia tuloksia vuosien 2021-22 aikana. Korona-aika vaikeutti myyntiä merkittävästi (2020 liikevaihto: -8 % v/v), sillä pandemian johdosta Benecol-tuotteiden iäkäs käyttäjäkunta vähensi käyntiään suurissa ruokakaupoissa, missä Benecolia on perinteisesti myyty eniten. Yhteistyössä kauppaketjujen kanssa Raisio on onnistunut parantamaan Benecol-tuotteiden saatavuutta pienemmissä ruokakaupoissa, minkä myötävaikutuksella Länsi-Euroopan liikevaihto kasvoi vuoden 2022 tammi-syyskuussa jo yli vuoden 2019 tammi-syyskuun tason. Benecolin myynti on kasvanut myös online-kanavassa merkittävästi.

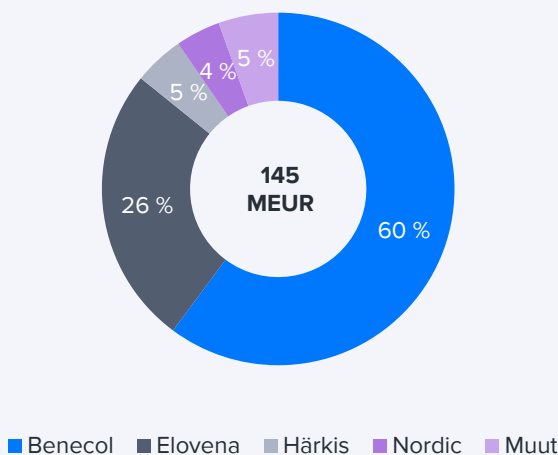
Pohjois-Eurooppa (47 % segmentin liikevaihdosta)

Pohjois-Eurooppa käsittää Suomen, Skandinavian ja Baltian. Raision tunnetuimmat brändit alueella ovat Elovena, Benecol, Nordic, Härkis, Sunnuntai, Nalle ja Torino. Vuonna 2021 Pohjois-Euroopan liikevaihto oli 60 MEUR (2020: 56 MEUR).

Terveelliset elintarvikkeet - segmentin liikevaihto vuonna 2022e



Liikevaihto brändeittäin 2022e



Terveelliset elintarvikkeet (2/6)

Raision liikevaihto on ollut kasvussa Pohjois-Euroopassa jo useiden vuosien ajan. Uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan 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. Erityisesti Elovena-tuotteiden myynti on kasvanut voimakkaasti. Benecol-tuotteiden myynnin kehitys ei ole kuitenkaan yltänyt viime aikoina Elovena-tuotteiden tasolle, vaan myynti on pysynyt viimeisen vuoden aikana melko muuttumattomana uutuustuotteiden lanseerauksista huolimatta.

Kasviproteiiniliiketoiminnassa Raision pääbrändi Suomessa on Härkis, jonka rinnalla on käytetty myös kansainvälistymiseen soveltuvampaa Beanit-brändiä. Härkis-tuotteita valmistavan Verso Foodin liikevaihto kasvoi 20 % vuonna 2020, mutta yhtiö ei tuolloin vielä kuulunut Raisio-konserniin. Liikevaihdon kehitys on pysähtynyt vuosien 2021-22 aikana, sillä koko kasviproteiinikategorian myynti on heikentynyt vahvojen kasvuvuosien jälkeen. Raisio jatkaa tuotekehitystä sekä kaupallista työtä kasviproteiinien saralla ja uskoo kategorian kasvavan edelleen pitkällä aikavälillä.

Itä- ja Keski-Eurooppa (8 % segmentin liikevaihdosta)

Keski- ja Itä-Eurooppa käsittää nykyisin Ukrainan ja Puolan markkinat, sillä Venäjän liiketoiminnoista luovuttiin keväällä 2022 maan aloitettua hyökkäyssodan Ukrainaa vastaan. Alueen

liikevaihto vuonna 2021 oli Venäjän kanssa 21 MEUR (2020: 21 MEUR) tai vertailukelpoisella rakenteella ilman Venäjää 11 MEUR. Keski- ja Itä-Euroopassa Raision tunnetuimpia brändejä ovat Benecol ja premium-hinnoiteltu Nordic. Ukrainassa Raision päätuotteita ovat Nordic-hiutaleet ja Puolassa Raisio on keskittynyt pääosin Benecol-kuluttajaliiketoimintaan. Osana Keski- ja Itä-Euroopan toimintasegmenttiä raportoidaan myös Hong Kongin Benecol -kuluttajaliiketoiminta.

Puolan Benecol-tuotteisiin keskittynyt liiketoiminta on ollut historiassa kannattavuudeltaan heikkoa mm. kireän kilpailun ja raskaan kulurakenteen johdosta. Organisaatiota on pyritty kehittämään liiketoiminnan tervehdyttämiseksi, mutta arviomme mukaan liiketulos ei vielä ole merkittävästi positiivinen. Jakelu oli aiemmin keskittynyt suuriin kauppoihin, joihin koronapandemialla oli negatiivinen vaikutus. Raisio on onnistunut laajentamaan tuotteidensa jakelua ja kasvattanut jalansijaansa erityisesti discounter-kanavassa, jonka merkitys on Puolassa korostunut.

Ukrainassa Nordic-tuotteisiin keskittynyttä liiketoimintaa on pyritty kehittämään jakelua ja myymäläpeittoa parantamalla. Volyymikasvu oli vahvaa loppuvuonna 2021 ja alkuvuonna 2022, mutta Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen kuluttajien ostovoima on alkanut heikentyä ja väestömäärä on laskenut, mikä on näkynyt asteittaisena liikevaihdon ja liiketuloksen heikentymisenä. Raisio jatkaa toimintaa Ukrainassa olosuhteiden asettamissa rajoissa ja priorisoi toimituksia markkinalle.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin eri brändien markkina-alueet

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

Terveelliset elintarvikkeet (3/6) – Brändiportfolio

Brändi	Osuus segmentin liikevaihdosta ¹	Brändin ydin	Tuotekategoriat	Tuote-esimerkkejä
	~ 60 %	Alentaa tehokkaasti kolesterolia	Levitteet, tehojuomat, jogurtit ja välipalapatukat	
	~ 25 %	Luonnollisesti terveellistä kaurasta	Kaurahiutaleet, pikapuurot, kaurajuomat, välipalapatukat, juomat, lusikoitavat välipalat sekä kaurajauhis	
	~ 5 %	Arktista kauraa puhtaasta luonnosta	Hiutaleet, jauhot, puurot, välipalapatukat	
	~ 5 %	Linkki vastuullisen ja herkullisen välillä	Härkäpapusuikaleet, granolat, valmisateriat, ateriapakkaukset kastikkeella, härkäpapumuru	
	< 5 %	Sunnuntai on herkkuhetki	Jauhot, leivontamargariinit, leivontamixit, pakastetaikinat	
	< 5 %	Lempeä lapsiperheiden kumppani	Murot, myslit, hiutaleet ja välipalakeksit	
	< 5 %	Runsaskuituiset pastat	Pastat ja makaronit	
	< 5 %	Puhdasta kauranautintoa	Gluteenittomat jauhot, hiutaleet, leivät ja keksit	

1) Inderesin vuoden 2022 arvio

Terveelliset elintarvikkeet (4/6)

Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden osalta seuraavaksi edessä kaupallistamisvaihe

Raision tehdasalueelle valmistui kesällä 2021 kasvipohjaisia lisäarvotuotteita valmistava tuotantolaitos. 45 MEUR:n investoinnilla yhtiö pyrkii vastaamaan kasvipohjaisen ruoan kysynnän kasvuun erityisesti Euroopan markkinoilla. Tämä on Raision suurin tuotannollinen investointi vuosikymmeniin ja se on merkittävässä roolissa yhtiön tulevien vuosien kasvun kannalta. Oma valmistuskapasiteetti tarjoaa huomattavaa etua tuotekehitykseen ja uutuusien lanseeraamiseen verrattuna ulkoistettuun tuotantoon.

Tuotantoinvestoinnin valmistuttua pääfokus siirtyi kaupalliseen työhön, jolla pyritään kasvattamaan tehtaan käyttöasteita. Tehtaalla valmistetaan Benecol- ja Elovena-brändien kasvipohjaisia ja gluteenittomia kauratuotteita, kuten juomia ja lusikoitavia tuotteita. Raisio lanseerasi vuoden 2021 lopulla Suomen markkinalla peräti 13 uutuustuotetta tehtaan valmistumisen myötä ja myös vientimarkkinoille on tuotu joitakin uutuuksia. Ukrainan sota ja kustannusinflaatio ovat jossain määrin hidastaneet vientistrategian toteuttamista, mutta uskomme että Raisio tulee lähivuosina kasvattamaan panostuksiaan uusien tuotteiden kaupallistamiseen Suomen ulkopuolella. Käyttöasteet ovat vielä suhteellisen matalat, vaikkakin kasvu on ollut vahvaa vuoden 2022 aikana pääosin Suomen markkinan vetämänä. Arvioimme, että käyttöasteiden nostaminen lähelle maksimikapasiteettia kestää useita vuosia ja vaatii merkittävää myyntiä myös Suomen ulkopuolelle. Raisio on esittänyt arvion, että investointi kääntyisi EBIT-tasolla voitolliseksi vuonna 2024. Uusien tuotteiden

kaupallistamistyön onnistuessa tehtaalla on arviomme mukaan edellytykset ylittää konsernin nykyistä tasoa korkeampaan sijoitetun pääoman tuottoon (vertailukelpoinen ROIC 2021: 8,3 %), sillä lisäarvotuotteiden katteet ovat suhteellisen korkeita ja tehtaan operointi tehokasta korkean automatisaatioasteen ansiosta.

Kaurapohjaisten tuotteiden kysyntänäkymät ovat hyvät, sillä kaura on kuitupitoinen raaka-aine ja siitä jalostettavat tuotteet soveltuvat maidon korvaamiseen osana siirtymää kasvipainotteisiin ruokailutottumuksiin. Brainy Insights arvioi globaalien kauratuotteiden kysynnän kasvavan noin 5 % vuosittaista vauhtia vuosien 2022-30 välillä. Tehdashankkeen kaupallinen onnistuminen ei kuitenkaan tapahdu itsestään, vaan Raision täytyy onnistua tuomaan markkinoille kuluttajiin vetoavia tuotteita. Myös kilpailu on kiristynyt kauratuotteiden kasvunäkymien innoittamana.

Kasviproteiiniliiketoiminta kärsinyt pysähtyneestä markkinakysynnästä

Raisio osti 2021 huhtikuussa Verso Foodin, joka on tunnettu härkäpaputuotteistaan ja omisti Härkis- ja Beanit-brändit. Verso Foodin liikevaihto kasvoi 8 MEUR:oon vuonna 2020 (+20 % v/v), mutta yhtiö teki tuolloin vielä 4,5 MEUR:n liiketappion. Valtaosa ostetun kasviproteiiniliiketoiminnan liikevaihdosta (~80 %) koostuu kuluttajamyynnistä ja kirjataan Terveelliset elintarvikkeet segmenttiin.

Kaupun seurauksena Raisio sai käsiinsä uutta tuotantoteknologiaa ja tuoteportfolioonsa tuotteita, joiden markkinan uskomme kasvavan selvästi yleistä elintarvikemarkkinaa nopeammin. Kaupan logiikkaan kuului ostetun liiketoiminnan

hyötyminen Raision osaamisesta, asiakassuhteista ja taloudellisista muskeleista. Liiketoiminta on nyt integroitu Raisioon ja operatiivisia synergioita ollaan saavutettu, mutta yritystason vaikutus Raision liikevoittoon on vielä negatiivinen. Raisio odotti yritystason hetkellä, että EBIT-vaikutus kääntyisi positiiviseksi vuoden 2024 aikana. Kasviproteiinien kysynnän kehitys on kuitenkin heikentynyt heikentynyt vuosina 2021-22, minkä johdosta myös Raision kasviproteiiniliiketoiminta on kehittynyt odotettua heikommin.

Jakelua voidaan yrittää myös kumppanien avulla

Raisio kertoi allekirjoittaneensa maaliskuussa 2019 pitkäaikaisen puitesopimuksen gluteenittomiin elintarvikkeisiin erikoistuneen Dr. Schär AG:n kanssa. Strategisen allianssin tavoitteena on kartoittaa mahdollisuuksia mm. tuotekehitysyhteistyön ja valmistuksen saralla. Yhteistyön seurauksena Raisio on mm. saanut Benecol-patukoitaan Espanjassa kaupan hyllylle Dr Schärin toimiessa jakelukumppanina. Liikevaihdon näkökulmasta yhteistyö on kuitenkin lähtenyt hitaasti liikkeelle, emmekä odota merkittäviä edistysaskelia tapahtuvan lähiaikoina.

Näemme vastaavankaltaiset yhteistyökuviot potentiaalisesti hyvänä tapana laajentaa liiketoimintaa uusille alueille ja/tai asiakkaisiin. Nokian kauramylyinvestointi, uusi lisäarvotuotteiden tehdas ja Verso Food -yrityskauppa antavat Raisiolle lisää kyvykkyyttä hakea aiempaa vahvempaa kasvua kasvavissa tuoteryhmissä ja tekevät Raisiosta myös kiinnostavamman kumppanin ulkomaisten yhtiöiden näkökulmasta.

Terveelliset elintarvikkeet (5/6)

Markkina- ja kilpailuympäristö

Viljat ja sterolit keskeisiä raaka-aineita – valmistus pääosin omilla käsissä

Terveelliset elintarvikkeet -segmentti käyttää tuotteidensa raaka-aineena pääosin viljoja (erityisesti suomalainen kaura) ja steroleita (puu, rypsi tai soija), joita hankitaan sekä Suomesta että ulkomailta maailmanmarkkinahintaan. Yhtiö tekee yhteistyötä kotimaisten viljelijöiden kanssa ja on kokenut toimija viljamarkkinoilla. Raisio valmistaa pääosan tuotteistaan Suomessa omilla tehtaillaan, mutta maito- tai soijapohjaiset jogurtit ja levitteet tuotetaan sopimusvalmistuksena muutaman eurooppalaisen kumppanin avulla.

Vahvat brändit antavat hinnoitteluvoimaa, mutta brändien voima on osin paikallinen

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin 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. Kolesterolia alentavissa tuotteissa Raisiolla on vahva markkina-asema ja Benecol-brändi on tunnettu useilla markkinoilla. Tunnettu brändi, patentit ja tuotteen funktionaalisuuteen perustuva kilpailuetu antavat sille hyvän hinnoitteluvoiman. Myös Elovina-brändillä on uskollinen kuluttajakunta (Suomen arvostetuin kaurabrändi 2019, Taloustutkimus) ja hyvä hinnoitteluvoima. Raision brändien voima on kuitenkin jossain määrin paikallista (myös Elovina), mikä rajoittaa kannattavan kasvun potentiaalia uusilla markkinoilla. Kireä kilpailu ja viime vuosina

kaupan omien merkkien (private label) kasvanut osuus myynnistä osuu eniten Raision pieniin ja heikosti tunnettuihin brändeihin (mm. Sunnuntai), joilla ei ole kuluttajien silmissä erityistä lisäarvoa.

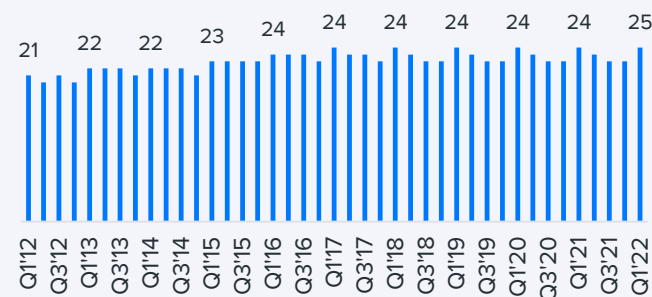
Keskittynyt päivittäistavarakauppa haastava neuvottelukumppani

Raision kuluttajatuotteiden jakelu tapahtuu pääosin suurten eurooppalaisten päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Raision tuotekategorioissa on useita kilpailijoita ja yhtiön kilpailuympäristö ei ole helppo. Päämarkkina-alueilla (etenkin Suomessa) kauppa on keskittynyt muutamien isojen pelureiden käsiin, joilla on vahva neuvotteluvoima. 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 keskiostosta kasvattavia tuotteita valikoimiinsa. Kaupan alan toimijat voivat tarjota Raisiolle arvokasta tietoa markkinan trendeistä ja kuluttajakäyttäytymisestä uusien tuotteiden sekä myyntistrategian kehittämisen tueksi.

Segmentin kilpailukyky tiivistettynä

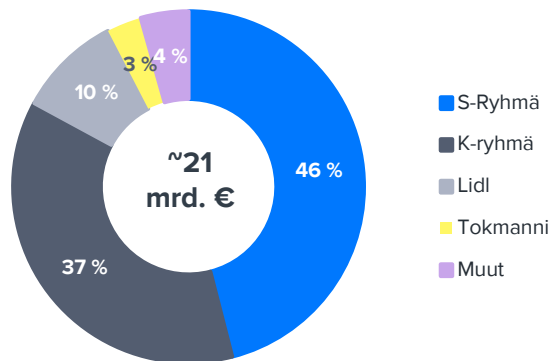
- + Vahvat pääbrändit (Benecol ja Elovina) tuovat hinnoitteluvoimaa ja vakautta tulokseen
- + Oma tuotantokapasiteetti mahdollistaa uusien tuotteiden kehittämisen tehokkaasti
- + Megatrendit kuten kasvissyönti ja terveellisyys tukevat nykyisen tuoteportfolion kasvua
- + Elovina-tuotteiden myynti vahvassa kasvussa Suomessa uutuuksien myötä
- Elintarvikesektorilla kilpailu on kovaa ja päivittäistavarakauppa on haastava neuvottelukumppani
- Osa brändeistä vahvasti paikallisia, jolloin kilpailuetujen monistaminen uusille markkinoille on haastavaa
- Yhtiön pienemmät brändit eivät erotu merkittävästi kilpailevista tuotteista
- Kasviproteiinien kuluttajakäytön kasvu tyssännyt viime aikoina ainakin hetkellisesti

Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)

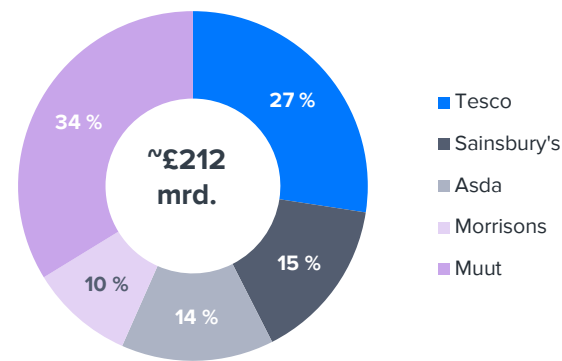


Terveelliset elintarvikkeet (6/6) – Markkinaympäristö

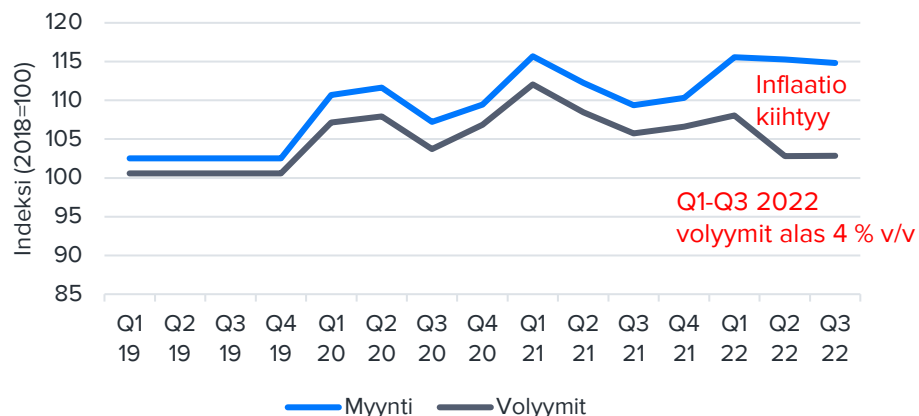
Suomi: PT-kaupan markkinaosuudet (2021)



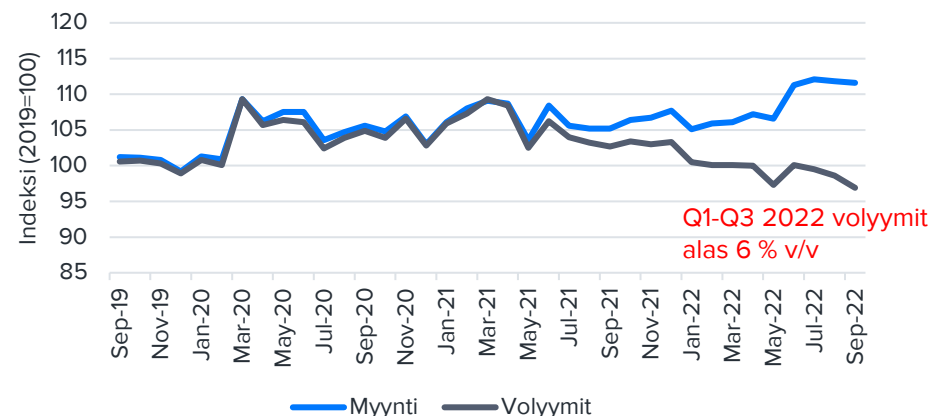
Iso-Britannia: PT-kaupan markkinaosuudet (2021)



Suomi: Elintarvikkeiden myynti päivittäistavarakaupassa¹



Iso-Britannia: Ruokakauppojen myynnin kehitys



1) Vuoden 2019 luvut vuosikohtaisesti, 2020-22 luvut kvartaalikohtaisesti
Lähde: PTY, Statista, Office for National Statistics

Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Terveelliset ainesosat (1/3)

Terveelliset ainesosat -segmentti keskittyy yritysasiakkaisiin

Terveelliset ainesosat -segmentti sisältää erilaisia liiketoimintoja, jotka myyvät tuotteitaan yritysasiakkaille, kuten elintarviketeollisuudelle sekä foodservice-kanavaan. Ne ovat:

- Benecol-ainesosan (kasvistanoliesteri) lisenssimyynti
- Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti
- Kasviproteiinien myynti.

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

Aiemmin osana Terveelliset ainesosat –segmenttiä raportoitu Raisioaqua siirrettiin toukokuussa 2022 lopetettuihin toimintoihin, millä oli merkittävä vaikutus segmentin liikevaihtoon. Segmentin raportoitu liikevaihto vuonna 2021 oli 133 MEUR (2020: 126 MEUR) ja nykyisten jatkuvien toimintojen osalta, eli ilman Raisioaqua, 97 MEUR. Vuoden 2021 raportoitu liikevoitto puolestaan oli 6,1 MEUR (2020: 12,6 MEUR) eli 4,6 % liikevaihdosta ja jatkuvien toimintojen liikevoitto 6,3 MEUR eli 6,6 % liikevaihdosta. Segmentissä työskenteli 2022 syyskuun lopussa 180 henkilöä.

Liikevaihdon ja tuloksen jakautuminen

Raisio ei avaa tarkemmin miten Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihto jakautuu eri toimintojen kesken, mutta arviomme mukaan Benecol-ainesosan liikevaihto vuonna 2022 tulee olemaan noin 40 MEUR (34 % jatkuvien toimintojen liikevaihdosta), Viljakaupan ja viljan B2B-myyntin osuus noin 76 MEUR (65 %) ja

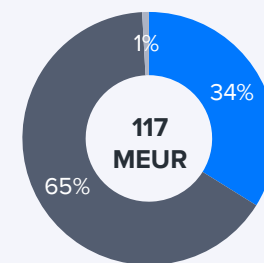
kasviproteiinien B2B-myyntin osuus noin 1 MEUR (1 %). Viljakaupan ja viljan B2B-myyntin liikevaihtoluku sisältää sekä konsernin sisäisen myyntin (raaka-ainemyynti Terveelliset elintarvikkeet -yksikölle) että myyntin konsernin ulkopuolisille asiakkaille. Vuonna 2021 Raision segmenttien välinen myynti oli 31,3 MEUR (2020: 28,9 MEUR), mikä koostuu pääosin sisäisestä raaka-ainemyynnistä Terveelliset elintarvikkeet-segmentille. Terveelliset ainesosat segmentin liikevaihto on kasvanut jatkuvien liiketoimintojen osalta keskimäärin 7 %:n vuosivauhtia 2019-21 välillä. Kasvu on arviomme mukaan syntynyt erityisesti lisäarvokauran myynnistä B2B-asiakkaille.

Liiketoimintojen kannattavuudet poikkeavat merkittävästi toisistaan. Käytännössä Benecol-ainesosan lisenssimyynti tuottaa valtaosan segmentin liikevoitosta, sillä arvioimme segmentin kannattavuuden olevan lähes 20 %:n luokkaa. Viljakaupan ja viljan B2B-myyntin liikevoittomarginaali lienee 4-7 %:n välillä, mutta lisäarvokauran myyntin osuuden kasvu voisi parantaa kannattavuutta. Kasviproteiiniliiketoiminta ei ole vielä kannattavaa.

Benecol-ainesosan lisenssimyynti

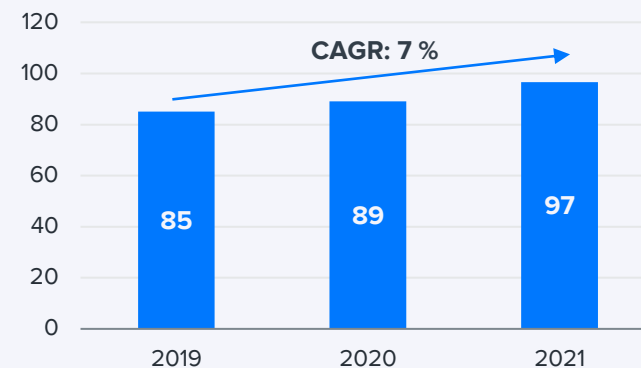
Benecol-ainesosan, eli kolesterolia alentavan kasvistanoliesterin, myynti suuntautuu Raision lisenssikumppaneille Eurooppaan, Aasiaan ja Amerikkaan. Lisensointimalli on resurssitehokas keino tarjota Benecol-tuotteita siellä, missä Raisiolla ei ole omaa liiketoimintaa. Benecol-ainesosan lisenssimyynti koostuu sekä Raision itse valmistaman kasvistanoliesterin myynnistä että Benecol-nimen käyttöoikeudesta.

Terveelliset ainesosat liikevaihdon jakauma 2022e (Inderesin arvio)¹



- Benecol-ainesosan lisenssointi
- Viljakauppa ja viljan B2B-myynti
- Kasviproteiinit

Terveelliset ainesosat liikevaihdon kehitys¹



Lähde: Inderes

¹ Ei sisällä Raisioaquan liikevaihtoa, joka siirrettiin lopetettuihin toimintoihin vuoden 2022 toukokuussa

Terveelliset ainesosat (2/3)

Lisenssikumppani voi olla esimerkiksi meijeri, joka haluaa laajentaa oman tuoteportfolionsa sisältämään myös kolesterolia alentavia levitteitä, juomia tai välipalapatukoita ja käyttää myynnin avittamiseksi tunnettua Benecol-brändiä.

Benecol-ainesosan lisenssimyynti oli laskussa vielä 2010-luvun loppuvuosina, mutta vuosien 2020-21 aikana kehitys on tasoittunut ja myynti on ollut vakaata. Raisio on kehittänyt lisenssimalliaan viime vuosina vastaamaan paremmin kumppaniyhtiöiden tarpeita, mikä osaltaan on auttanut myyntiä. Arviomme mukaan Benecol-lisenssikumppaneita on tällä hetkellä reilut 10, joista alle puolet tuovat aktiivisesti uusia Benecol-tuotteita markkinoille.

Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

Viljanhankinta ja viljakauppa

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

Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

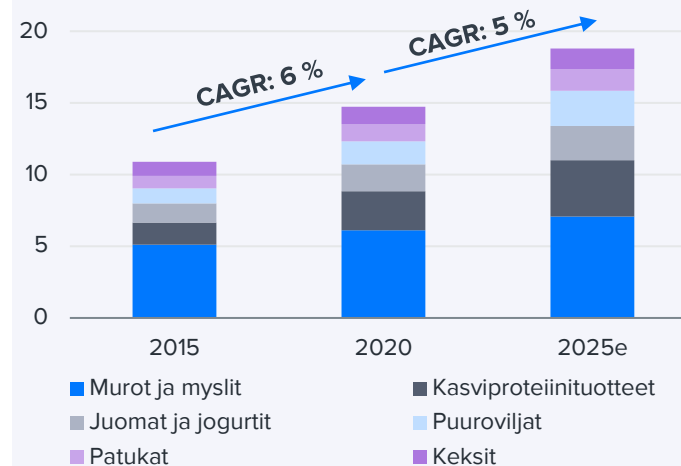
Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti käsittää

myynnin mm. leipomo-, teollisuus- ja suurtalousasiakkaille. B2B-tarjontaan kuuluu mm. matalan katetason jauhomyynti ja korkean lisäarvon myynti (mm. gluteeniton kaura). Kaurapohjaisten tuotteiden kysyntänäkökulmat ovat hyvät erityisesti korkeamman hintaluokan tuotteiden osalta. Raision strategisena tavoitteena on rakentaa kauraliiketoiminnasta toinen tukijalka Benecol-liiketoiminnan rinnalle.

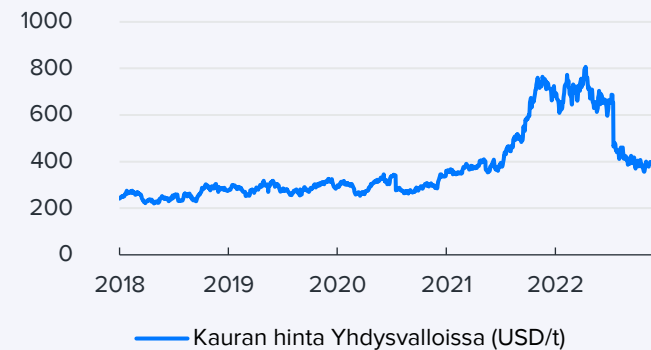
Raisio investoi vuonna 2019 noin 8 MEUR Nokian kauramylyn modernisointiin ja kapasiteetin kasvattamiseen. Investointi mahdollisti gluteenittoman kauran valmistamisen erotteluprosessin avulla, mikä päästiin aloittamaan vuonna 2020. Investoinnilla reagoitiin kasvaneeseen gluteenittoman kauran kysyntään. Lisäarvokauran myynti on kehittynyt hyvin viime vuosina, mutta käsityksemme mukaan Nokian myllyssä on edelleen runsaasti varaa kasvattaa käyttöasteita.

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 gluteeniin määrälle rajoittaa gluteenittoman kauran saatavuutta markkinoilla.

Viljapohjaisten tuotteiden kulutus valituilla markkinoilla¹ (MRD EUR)



Kauran hinta



1) Itävalta, Belgia, Suomi, Ranska, Saksa, Italia, Irlanti, Puola, Venäjä, Espanja, Ruotsi, UK

Lähde : Euromonitor, GlobalData, Strategy&, Bloomberg

Terveelliset ainesosat (3/3)

Viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myyntin kannattavuus on matalaa suhteessa liikevaihtoon. Arviomme liikevoittomarginaalin olevan noin 4-7 %:n välillä. Raisio on systemaattisesti pienentänyt perinteisen viljakaupan osuutta konsernin liikevaihdosta. Arviomme mukaan ulkoisen viljakaupan kokoluokka on laskenut jo alle 10 MEUR:oon ja odotamme kehityssuunnan jatkuvan myös tulevaisuudessa, minkä pitäisi tukea tämän liiketoimintasegmentin suhteellista kannattavuutta. Myös lisäarvokauran myynnin kasvu sekä Nokian kauramylyn käyttöasteiden kasvattaminen voisivat edelleen tukea yhtiön kannattavuutta tulevina vuosina.

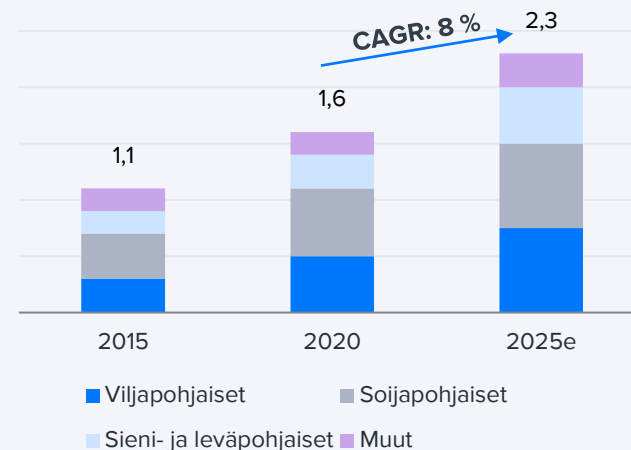
Kasviproteiinien myynti B2B-asiakkaille

Raisio raportoi keväällä 2021 ostetun Verso Foodin yritysasiakkaille suuntautuvan myynnin osana Terveelliset ainesosat –segmenttiä. Kasviproteiineja voidaan myydä esimerkiksi foodservice-kanavaan tai muille elintarviketeollisuuden toimijoille niin Suomeen kuin ulkomaillekin.

Kasviproteiinien myynnistä toistaiseksi vain noin viidennes on kohdistunut B2B-kanavaan, mutta Raisio näkee kasviproteiinien B2B-myyntin potentiaalisena kasvualueena. Liha- ja maitotuotteiden korvikkeina käytettävien kasviperäisten tuotteiden markkina Euroopassa kasvoi kaksinumeroisin prosentein ainakin vielä ennen koronakriisiä. Kotimaan kuluttajakysyntä on hidastunut viime aikoina, mutta Raisio uskoo segmentin pitkän aikavälin kasvunäkymiin ja pyrkii

laajentamaan kasviproteiinien myyntikanavia. Kasviproteiinien B2B-myynti voi olla erityisesti vientimarkkinoilla helpompi tapa kasvattaa liikevaihtoa verrattuna kuluttajabrändin lanseeraamiseen. Arviomme kasviproteiinien osuuden Terveelliset ainesosat –segmentistä olevan noin yhden prosentin. Liiketoiminnan kannattavuus on toistaiseksi matalalla tasolla.

Kasvipohjaisten proteiinien kulutus valituilla markkinoilla¹ (MRD EUR)



1) Itävalta, Belgia, Suomi, Ranska, Saksa, Italia, Irlanti, Puola, Venäjä, Espanja, Ruotsi, UK

Lähde : GlobalData, Strategy&, Opinium Research

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/2)

Terveellisen kasvun strategia 2022-2025

Raisio avasi kesäkuussa 2021 järjestetyllä CMD:llään ”Terveellisen kasvun” strategiaansa laajasti vuosille 2022-2025. Lisäksi taloudellisia tavoitteita tarkistettiin joulukuussa 2022. Strategian keskiössä on edelleen fokuoituminen ydinliiketoimintaan ja keskittyminen terveellisiin, kasvupohjaisiin elintarvikkeisiin ja ainesosiin. Uudella strategiakaudella Raisio on siirtymässä kasvuvaiheeseen nojaamalla kolmeen strategiseen kasvualueeseen.

Strategian kolme kasvualuetta ovat Benecol-, kaura- ja kasviproteiinituotteet. Raisioaivan todennäköisen divestoinnin jälkeen strategian keskiössä olevat kasvukategoriat kattavat noin 80 % koko Raision liikevaihdosta. Määritellyissä kasvukategorioissa yhtiö pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan keskimäärin 11 %/v vuosina 2022-2025. Koko konsernin jatkuvien toimintojen osalta tavoitellaan 9 %:n keskimääräistä liikevaihdon kasvua.

Kasvua strategisten liiketoimintojen kautta

Benecol-tuoteryhmässä Raisio pyrkii kasvattamaan liikevaihtoaan 4 %:n vuosivauhtia strategiakauden aikana. Kardiovaskulaarista terveyttä tukevien tuotteiden markkina kasvaa yhtiön arvion mukaan noin 2 % vuodessa. Kasvua tavoitellaan uusia tuotekategorioita lanseeraamalla, vahvistamalla tietoisuutta Benecolin terveyshyödyistä ja tuotekategoriaan liittyvän tutkimuksen sekä tuotekehityksen avulla.

Kauraliiketoiminnoissa Raisio tavoittelee 20 %:n vuotuista kasvua. Markkinakasvu on noin 5 %, eli

Raisio pyrkii kasvamaan segmentissä selvästi markkinaa nopeammin. Terveelliset Elintarvikkeet –segmentissä kasvua ajavat mm. uudet tuotelanseeraukset Elovena ja Benecol Oats –brändien alla. Erityisesti kotimaan myynti on alkanut kasvaa vahvasti uusien tuotteiden myötä, mutta ulkomailla Raisiolla on vielä paljon työtä tehtävänä kuluttajatuotteiden kasvun osalta. Terveelliset ainesosat –segmentissä kasvua ajaa lisäarvokauran myynti eurooppalaisille teollisuusasiakkaille.

Kasviproteiineista pyritään rakentamaan uutta tukijalkaa Raision liiketoimintaan. Uutta tuotekategoriaa rakennetaan Härkis-brändin ja Elovena kaurajauhiksen ympärille. Yhtiö tavoittelee tuotekategoriassa noin 35 %:n vuotuista kasvua, arvioidun markkinakasvun ollessa noin 8 % vuodessa. Kasviproteiinien myynti on kuitenkin kehittynyt heikosti vuoden 2022 aikana, mikä lisää epävarmuutta myös tulevien vuosien kehityksen osalta. Keskeiset ajurit Raision kasvutavoitteille tuotekategoriassa ovat oletetun pitkän aikavälin markkinakasvun lisäksi uusien tuoteinnovaatioiden kehittäminen ja tuotteiden lanseeraaminen uusille markkinoille. Toistaiseksi pienessä roolissa olleeseen B2B-myyntiin tullaan myös jatkossa panostamaan aiempaa enemmän.

Yritystotkin edelleen mahdollisia

Myös yritysostoilla on roolinsa yhtiön strategiassa ja Raisio on määritellyt idealiin ostokohteen piirteitä. Ostokohteen on luotava konsernille arvoa joko avaamalla uusia markkinoita Euroopassa, antamalla pääsyn uuteen asiakasryhmään tai tuomalla uusia terveellisiä ruokainnovaatioita ja/tai

-kategorioita osaksi tarjontaa. Kooltaan ihanteellinen yrityskaupan kohde tekisi noin 25-100 MEUR liikevaihtoa ja toimisi alalla, joka on megatrendien myötätulessa.

Arvioimme yritysostojen olevan strategiakaudella edelleen mahdollisia, mutta uskomme Raision priorisoivan orgaanista kasvua ja nykyisen tuotantokapasiteetin käyttöasteiden kasvattamista. Emme näe yhtiön lähtevän yritysostorintamalla sellaisille aktiivisille ”shoppailukierroksille”, mitä yhtiöltä on joskus historiassa nähty, vaan odotamme mahdollisten yritysostojen täydentävän yhtiön strategiaa kasvualueita esimerkiksi uusien brändien avulla.

Strategia painanut kannattavuutta alkuvaiheessa

Mittavien kasvupanostusten seurauksena Raisio kertoi jo strategian esittelyhetkellä (2021) konsernin kannattavuuden kokevan painetta uuden strategiakauden aikana. Raision johto arvioi tuolloin uuden kasvupohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan ylösajon sekä tappiollisen Verso Foodin yritysoston laskevan vuoden 2021 liikevoittoa noin 7 MEUR:lla ja vuoden 2022 liikevoittoa noin 5 MEUR:lla. Yhtiö tavoittelee yli 13 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025. Verso Foodin ja uuden kasvupohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitoksen on kommunikoitu kääntyvän EBIT-tasolla voitollisiksi vuonna 2024. Arvioimme Raision edistyneen tavoitetta kohti erityisesti uusien lisäarvotuotteiden tehtaan käyttöasteiden kehityksen osalta, mutta kasviproteiineissa tilanne on haastavampi markkinakysynnän vaihtelusta johtuen.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/2)


Raision strategiakauden tavoitteet

Kasvu



9 % vuotuinen orgaaninen liikevaihdon kasvu
11 % vuotuinen kasvu liiketoiminnan kolmella kasvualueella

Kannattavuus



Yli 13 % EBIT vuonna 2025
Kasvuinvestoinnit ja Verso Food -hankinta painaneet kannattavuutta lyhyellä tähtämellä

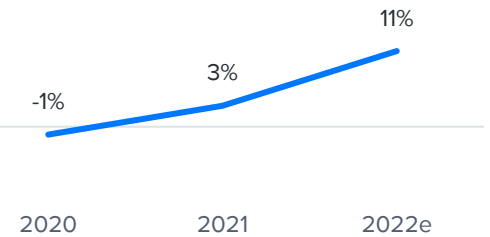
Osinkopolitiikka



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

Historia

Orgaaninen kasvu (%)¹



Oikaistu liikevoittomarginaali

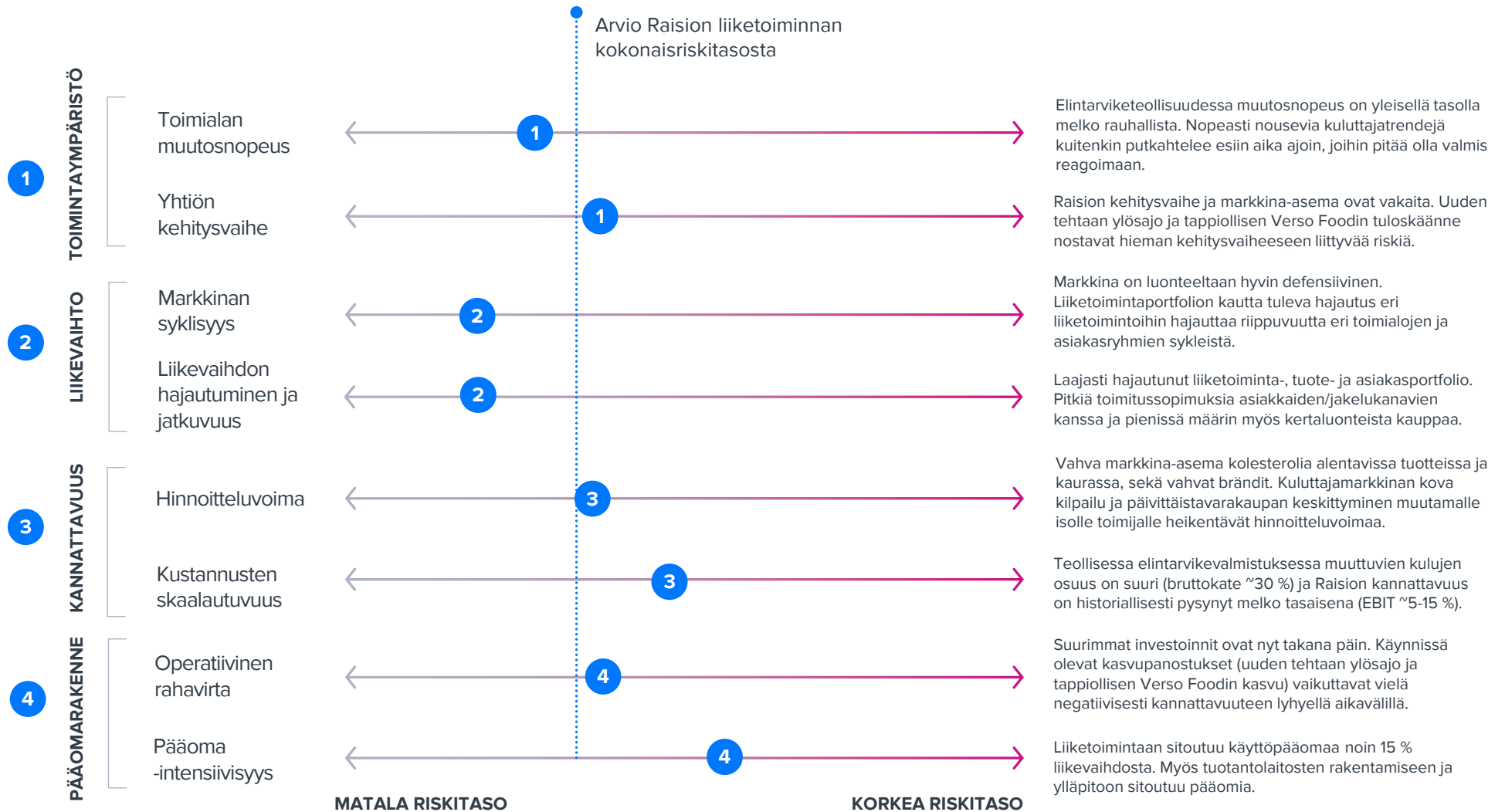
Vuosi	2020	2021 ²	2022e ^{1,2}
Marginaali (%)	11,9 %	10,6 %	8,0 %

Vuosi	2019	2020	2021
Osingonjakosuhte	82 %	87 %	108 %
Osingonjakosuhte (€)	(0,13 €)	(0,13 €)	(0,14 €)

1) Inderesin arvio

2) Jatkuvien toimintojen osalta eli ilman Raisioaqua ja Venäjän toimintoja

Raision liiketoimintamallin riskiprofiili



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (1/3)

Raisiolla on värikäs yritysjärjestelyjen historia

Nykymuotoinen Raisio on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyjen myötä ja yhtiö on muuttanut muotoaan moneen kertaan 2000-luvulla. Raision lähihistorian kehitys voidaan jakaa mielestämme neljään ajanjaksoon, jotka ovat olleet 1) vuosien 2005-2009 kriisiytyminen ja sitä seurannut kannattavuuskäännö, 2) vuosien 2010-2012 yritysostovetoinen kasvu, 3) vuosien 2013-2017 divestoinnit ja panostukset Benemilk- ja nautanrehuun, 4) vuonna 2018 nähty fokusoituminen nykyisiin ydinliiketoimintoihin eli terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan.

Vuonna 2018 Raisio myi nautanrehuliiketoimintansa ja kertoi keskittyvänsä jatkossa Benecoliin ja kauraan sekä keskittyvänsä investointeja vahvempien brändiensä ympärille. Kalanrehuliiketoiminta Raisioaqua jäi vielä tuolloin osaksi konsernia, vaikka ei kuulunutkaan yhtiön kasvustrategian ytimeen. Verso Foodin osto keväällä 2021 toi kasviproteiinit kolmanneksi kasvualueeksi Raision strategiaan Benecolin ja kauratuotteiden rinnalle.

Venäjän hyökättyä Ukrainaan helmikuussa 2022 Raisio lopetti välittömästi viennin Venäjälle ja myi melko pian kuluttajaliiketoimintonsa Venäjällä. Myös Raision omistaman kalanrehuliiketoiminnan Raisioaquan liikevaihdosta noin 2/3 syntyi Venäjältä, joten Raision johto päätti käynnistää liiketoiminnan myyntiprosessin. Kalanrehut eivät muutenkaan kuuluneet Raision kasvustrategian ytimeen, joten liiketoiminta siirrettiin lopetettuihin toimintoihin ja Raisio on pyrkinyt toteuttamaan divestoinnin vuoden 2022 aikana.

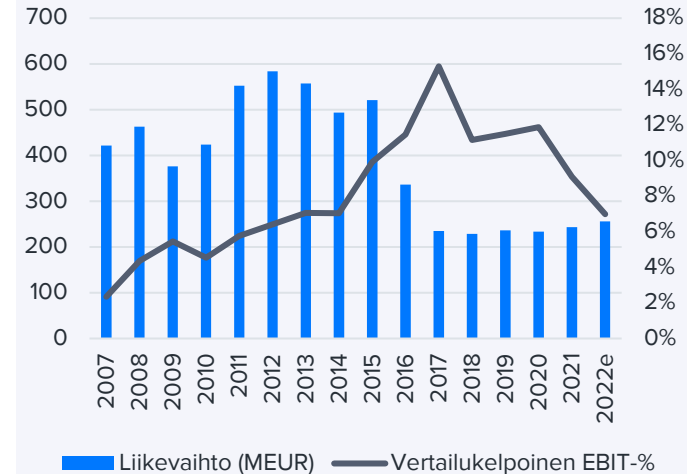
Nykyisen liiketoimintaportfolion orgaaninen kehitys ollut hyvää viime vuosina

Liikevaihdon orgaaninen kehitys on ollut nykyisten jatkuvien toimintojen osalta kohtalaisen hyvää viime vuosina, vaikka koronapandemia ja sodan aiheuttama kustannusinflaatio ovatkin aiheuttaneet haasteita. Nykyisten liiketoimintojen liikevaihto pysyi karkeasti edellisvuoden tasolla vuonna 2020, sillä koronapandemia johti merkittävään laskuun Benecolin myynnissä etenkin tärkeällä Iso-Britannian markkinalla. Elovena-tuotteiden myynti sen sijaan kasvoi tuolloin yli 5 % pandemiasta huolimatta ja Terveellisten ainesosien liikevaihto (ilman Raisioaqua) kasvoi myös 5 %:lla mm. lisäarvokauran myynnin alkamisen myötä. Benecolin myynti toipui vuoden 2021 aikana ja Elovena-tuotteiden liikevaihdon kasvu kiihtyi uusien tuotelanseerausten ansiosta, minkä johdosta konsernin jatkuvien toimintojen orgaaninen kasvu oli arviomme mukaan noin 7 %. Positiivinen orgaaninen kasvu on jatkunut vuonna 2022, osittain inflaation aiheuttamien hinnankorotusten tukemana, mutta myös uudessa kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaassa valmistettavien kaurapohjaisten uutuustuotteiden kasvun myötä. Ennustamme vuoden 2022 orgaanisen kasvun olevan 11 %.

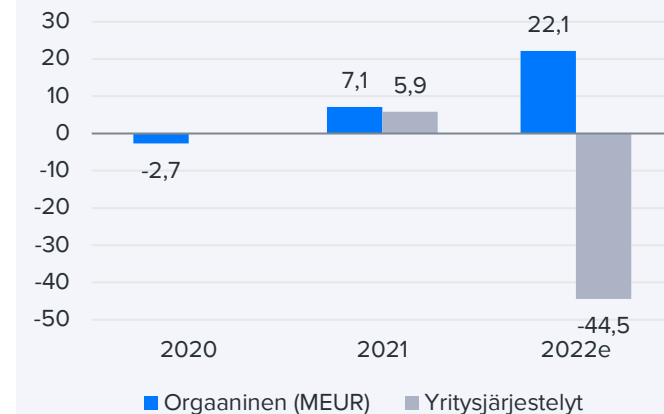
Kannattavuus kärsinyt viime vuosina kasvuiinvestointien ja toimintaympäristön vuoksi

Raision vertailukelpoinen liikevoittomarginaali oli vuosina 2018-2020 vielä vahvalla 11-12 %:n tasolla, mikä tarkoitti absoluuttisesti 25-28 MEUR vertailukelpoista liikevoittoa.

Liikevaihto ja EBIT-%



Liikevaihdon vuotuinen muutos



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (2/3)

Vertailukelpoinen liikevoitto kuitenkin laski vuonna 2021 9 %:n tasolle ja vuonna 2022e ennusteemme mukaan vain 7 %:iin liikevaihdosta. Vuoden 2021 kannattavuustason lasku johtui pääosin kasvupanostuksista, mutta vuoden 2022 heikkoon kehitykseen liittyi vahvasti myös haastava toimintaympäristö. Yhtiö kertoi kevään 2021 strategiapäivityksensä yhteydessä, että vuosien 2021 ja 2022 liikevoittotasoihin odotetaan kohdistuvan 7 MEUR ja 5 MEUR negatiivinen vaikutus kasvupanostuksiin liittyen. Kasvupanostuksiin sisältyi mm. uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan valmistumisen myötä kasvanut poistomassa, kasvaneet tuotekehitys- ja markkinointikustannukset sekä tappiollisen Verso Foodin yritysosto. Vuoden 2022 helmikuussa alkanut Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa vaikutti merkittävästi elintarvikesektorin toimintaedellytyksiin, sillä se kiihdytti merkittävästi jo edellisvuoden loppupuolella alkanutta tuotantokustannusten nousua. Raisiolle tärkeistä raaka-aineista erityisesti viljojen hintojen jopa yli kaksinkertaistuminen vuodentakaiseen vertailuajankohtaan nähden painoi kannattavuutta keväällä 2022 erityisesti viljan B2B-kaupan osalta. Raisio reagoi toteuttamalla huomattavia hinnankorotuksia nopeutetulla aikataululla, minkä ansiosta kannattavuutta saatiin palautettua lähemmäs normaalitasoa kesän 2022 aikana. Kesän 2021 heikko kaurasato pahensi viljapulaa ja vaikutti negatiivisesti mylläsaantoon kesällä 2022. Kesän 2022 viljasatoa voidaan kuitenkin kuvailla hyväksi, mikä on tukenut Raision kannattavuutta

syksystä 2022 alkaen.

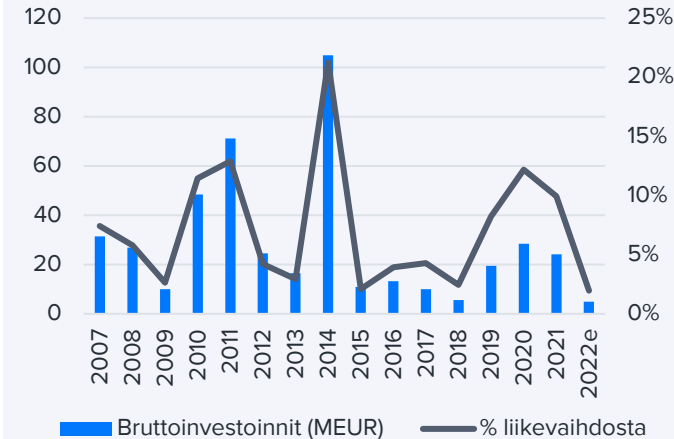
Tuotannon investointivaihe päättyi vuoteen 2021

Käyttöomaisuusinvestoinnit ovat olleet koholla vuosina 2019-2021, joiden aikana Raisio on investoinut noin yhteensä 70 MEUR ydinliiketoimintansa kehittämiseen. Suurimmat yksittäiset investoinnit olivat 8 MEUR:n kauramylyinvestointi Nokialle ja 45 MEUR:n kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan investointi Raisiossa sijaitsevalle teollisuusalueelle. Yhtiö totesi vuoden 2021 lopussa voimakkaan investointivaiheen olevan takanapäin. Tulevina vuosina tullaan keskittymään jo tehtyjen investointien käyttöasteiden kasvattamiseen sekä tehokkuutta parantaviin investointeihin. 2022 tammi-syyskuussa investoinnit olivat enää 3,6 MEUR eli alle 20 % vertailukauden tasoon nähden.

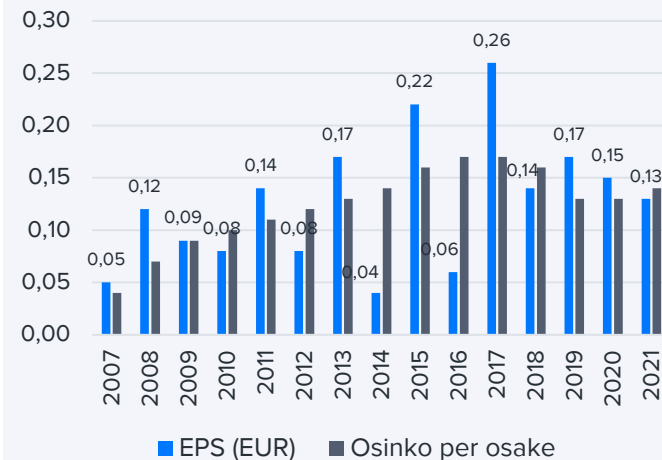
Suuri osa tuloksesta jaetaan ulos osinkoina

Raision nettotulos on ollut vuosina 2020-21 yli 20 MEUR:n tasolla ja suhteellisen lähellä liikevoittoa, sillä vahvan taseen ansiosta rahoitustuotot ovat jopa hienoisesti ylittäneet rahoituskulut. Efektiivinen veroaste on ollut noin 18 %. Osakekohtainen tulos oli vielä vuonna 2019 0,16 euron tasolla, mutta laski 0,14 euroon vuonna 2020 ja 0,12 euroon 2021. Raisio on jakanut vuosien 2019-21 aikana lähes koko nettotuloksensa ulos osinkoina ja ajoittain osingon määrä on jopa ylittänyt nettotuloksen. Vuoden 2021 osingosta (yhteensä 0,14 euroa) 0,10 euroa oli osinkopolitiikan mukaista perusosinkoa ja 0,04 euroa lisäosinkoa.

Bruttoinvestoinnit



EPS ja osinko



Historiallinen kehitys ja taloudellinen asema (3/3)

Tase tukevasti nettokassan puolella

Raision tase on vahva, sillä vuoden 2022 syyskuussa yhtiöllä oli rahoitusvaroja sekä käteistä yhteensä 63 MEUR:n edestä eli 19 % koko taseen loppusummasta. Rahoitusvelkoja yhtiöllä oli vain 38 MEUR:n edestä, eli yhtiöllä oli 25 MEUR:n nettokassapositio. Vahva tase on mahdollistanut Raisiolle merkittävien tuotantoinvestointien toteuttamisen viimeisten vuosien aikana. Yhtiön omavaraisuusaste oli syyskuussa 2022 korkeat 79 % ja nettovelkaantuneisuusaste -11 %.

Nettokassavarojen määrä on kuitenkin ollut viime vuosina laskutrendillä, sillä Raisio on samanaikaisesti jakanut runsaita osinkoja osakkeenomistajille sekä investoinut tehtaisiinsa kasvua varten.

Käyttöomaisuus paisunut tehdasinvestointien myötä

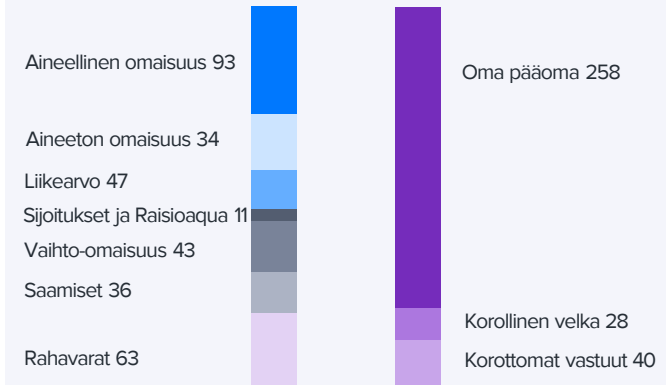
Taseen pitkäaikaisista varoista löytyy 93 MEUR:n edestä aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä, eli pääasiassa tuotantolaitoksia ja niihin liittyvää laitteistoa. Aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden määrä on kasvanut merkittävästi investointien myötä, sillä vuoden 2018 lopussa aineellisia hyödykkeitä oli taseessa vain 35 MEUR:n edestä. Aineettomia hyödykkeitä on puolestaan 34 MEUR:n edestä ja liikearvoa 47 MEUR:n edestä. Näissä luvuissa ei ole tapahtunut viime vuosina suuria muutoksia. Liikearvo liittyy pääosin Länsi-Euroopan Benecol-liiketoimintaan. Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin Terveelliset elintarvikkeet –segmentin

liiketoimintaan liittyvistä aineettomista oikeuksista (tavaramerkit).

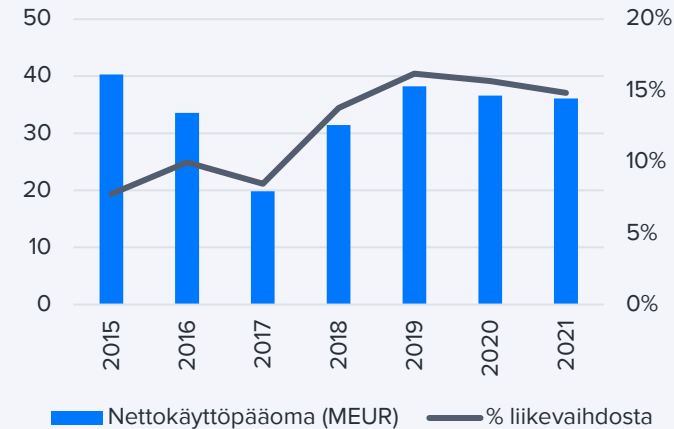
Käyttöpääomaa sitoutunut lisää 2022 aikana

Investointien lisäksi nettokassaposition on vaikuttanut negatiivisesti käyttöpääoman paisuminen vuoden 2022 aikana tuotannontekijöiden, erityisesti viljan hinnan nousun myötä. Nettokäyttöpääoman määrä oli syyskuussa 2022 Raisioaqua mukaan lukien jopa 58 MEUR, kun vuotta aikaisemmin luku oli 39 MEUR. Raisio haluaa varmistaa hyvän toimituskyvyn riittävillä varastotasoilla. Käyttöpääoma voisi purkautua sekä Raisioaquan myynnin, että mahdollisen tuotannontekijöiden hintojen laskun myötä ajan saatossa. Raision nettokäyttöpääoma on ollut vuoden lopussa keskimäärin 15 % liikevaihdosta vuosina 2018-21.

Tase syyskuun 2022 lopussa (MEUR)¹



Nettokäyttöpääoma



1) Sijoitukset 3 MEUR ja Raisioaqua 8 MEUR

Raision yritysjärjestelyt 2005-2022

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	Osakkuusyritys Vihannin Vedenpuhdistamo Oy:n myynti	-
2007	Divestointi	Erikoisrehuja valmistavan Monäs Feed Oy Ab:n myynti	Työllisti 15 henkilöä
2008	Divestointi	SoGreen AB:n ja As Rigas Rigas Dzirnavnieks -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 välipalalyhtiö 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 Kavllille	Liikevaihto noin 7 MEUR, 0,6 MEUR alaskirjaus myynnin yhteydessä
2013	Divestointi	Yhdysvalloissa sijaitsevan esteröntilaitoksen 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 Nibusille	Työllisti noin 300 hlö, kaupasta kirjattiin noin 19 MEUR:n luovutustappio
2017	Divestointi	Southallin tehdaskiinteistön myynti Galliard Homes Ltd:lle	Kauppahinta 40 MEUR
2017	Divestointi	Makeisliiketoiminnan myynti Valeo Foods Limitedille	Kauppahinta 100 MEUR, luovutustappio 38,4 MEUR, liikevaihto 96 MEUR, oik. EBIT 7,9 MEUR (2017)
2018	Divestointi	Naudanrehuliiketoiminnan myynti Lantmännen Agrolle	Velaton kauppahinta 34 MEUR, myyntivoitto 12,5 MEUR, liikevaihto 57,6 MEUR, EBIT 3,8 MEUR
2018	Divestointi	Venäjän tehdaskiinteistön myynti	Myyntivoitto 1,2 MEUR
2021	Yritysosto	Suomalaisen härkäpapatuotteita valmistavan 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
2022?	Divestointi ¹	Kalanrehuliiketoiminnan (Raisioaqua) myyntiprosessi käynnissä	Liikevaihto ennen Venäjän myynnin lopettamista 37 MEUR (2021)

1) Raisio on kertonut pyrkivänsä divestomaan Raisioaquan vuoden 2022 aikana, mutta divestoinnin onnistuminen ja ajoitus ovat epävarmoja.

Ennusteet (1/3)

Ennustamme vain jatkuvia liiketoimintoja

Liikevaihto- ja tulosenusteemme perustuvat Raision nykyisiin jatkuviin liiketoimintoihin, eli emme ole sisällyttäneet lopetetuissa toiminnoissa raportoitavaa ja myynnissä olevaa Raisioaqua tuloslaskelmaa koskeviin ennusteisiimme. Emme myöskään huomioi mahdollisia tulevia yritysostoja.

Segmenttikohtaiset ennusteet

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin

liikevaihdoksi ennustamme vuodelle 2022 145 MEUR, mikä vastaa 8 %:n kasvua suhteessa edellisvuoteen (jatkuvat toiminnot 2021: 134 MEUR). Vuoden 2022 kasvu on syntynyt toisaalta kohonneiden myyntihintojen ja toisaalta uusien kuluttajatuotelanseerausten ansiosta erityisesti Suomen markkinalla. Markkinan volyymikehitys on kokonaisuudessaan ollut jopa negatiivista, mutta arvioimme Raision volyymikehityksen olleen kuitenkin lievästi positiivista uutuusien myötä. Vuosien 2023-25 aikana ennustamme kasvun jatkuvan noin 6 %:n tasolla. Vuoden 2023 kasvu syntyy vuoden 2022 tapaan hintakomponentista ja uutuustuotteiden kasvusta Suomessa. Oletamme hintojen vakiintuvan nykytasolle, jolloin hinnoittelu tukee 2023 H1:n kasvua, mutta ei merkittävästi enää sen jälkeen. Kansainvälistä kasvua kuluttajatuotteissa nähtäneen vasta vuosina 2024-25.

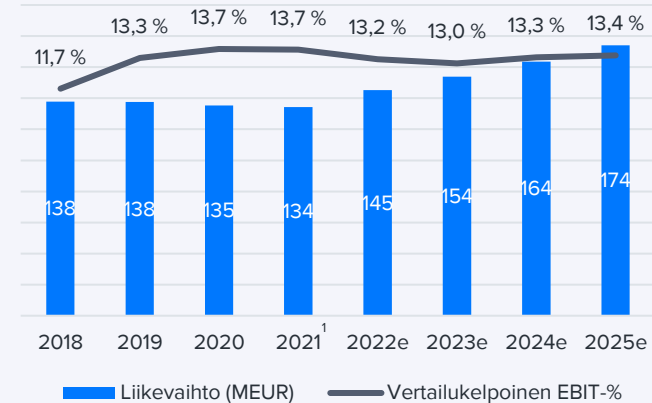
Odotamme segmentin liikevoittomarginaalin olevan 13,2 % vuoden 2022 aikana (jatkuvat liiketoiminnot 2021: 13,7 %). Kustannusinflaation vaikutukset Raision kuluttajaliiketoimintaan ovat jääneet melko pieniksi ja hinnankorotuksilla on onnistuttu suojelemaan kannattavuutta. Marginaali on laskenut lähinnä kohonneiden

markkinointikustannusten vuoksi uusiin tuotelanseerauksiin liittyen. Ennustamme liikevoittomarginaalin säilyvän vakaana 13 %:ssa vuoden 2023 aikana, mitä toisaalta tukee kasvu uusissa korkean katteen kategorioissa, mutta toisaalta painaa panostukset uusien tuotteiden kaupallistamiseen mm. kansainvälisillä markkinoilla. Arvioimme marginaalin parantuvan asteittain liikevaihdon skaalautumisen myötä ja yltävän 13,4 %:iin vuonna 2025.

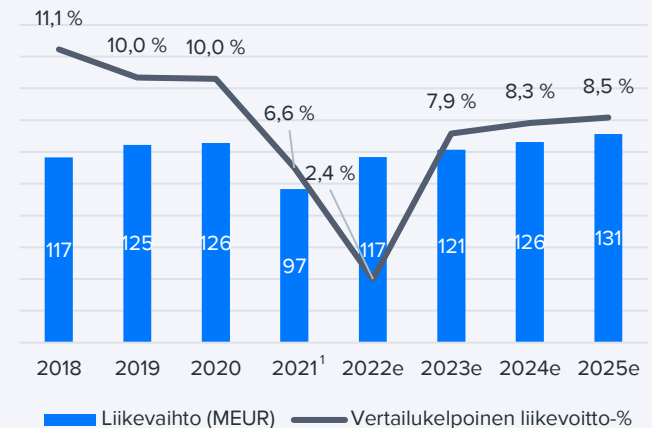
Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihdoksi ennustamme vuodelle 2022 117 MEUR, mikä vastaa 21 %:n kasvua suhteessa edellisvuoteen (jatkuvat toiminnot 2021: 97 MEUR). Raisio on nostanut voimakkaasti myyntihintojaan B2B-kaupassa, missä raaka-aineiden hinnat vastaavat suhteellisesti suurta osaa myyntihinnoista. Lisäksi gluteenittoman kauran myyntimäärät ovat jatkaneet kasvuaan. Arvioimme gluteenittoman kauran myyntivolyymin tukevan liiketoiminta-alueen kasvua edelleen vuosina 2023-25, minkä lisäksi yhtiö pyrkii kiihdyttämään B2B-kauppaa myös muissa kategorioissa kuten kasviproteiineissa. Viljaraaka-aineiden hintojen osittainen normalisoituminen voi vaikuttaa myyntihintoihin lievän negatiivisesti ja rajoittaa kasvua. Ennustamme kasvun olevan 4 %:n tasolla vuosina 2023-25.

Kannattavuus on kärsinyt korkeista raaka-ainekustannuksista kuluvana vuonna (EBIT 2022e: 2,4 %), mutta on vuoden lopussa jo selvästi toipumaan päin. Arvioimme liikevoittomarginaalin palautuvan lähemmäs aiempien vuosien tasoa vuonna 2023 (7,9 %) ja jatkavan parantumista myöhempinä vuosina mm. lisäarvokauran ja kasviproteiinien myyntivolyymin kasvun myötä.

Terveelliset elintarvikkeet¹



Terveelliset ainesosat¹



1) Vuoden 2022 Venäjä-divestoinnit sekä Raisioaqua:n siirtäminen lopetettuihin toimintoihin on huomioitu vuoden 2021 luvuista alkaen

Ennusteet (2/3)

Myös viljaraaka-aineiden hintojen osittainen normalisoituminen sekä viljakaupan suhteellisen osuuden pieneneminen voivat tukea segmentin kannattavuutta. Benecol-lisensoinnin kannattavuuskehityksen oletamme vakaaksi.

Muut toiminnot -segmentin ("konsernikulujen") negatiivinen vaikutus tulokseen on viime vuosina ollut noin 3,5 MEUR vuodessa. Ennustemme Muut toiminnot -segmentin liiketulokselle vuonna 2022 on -4,1 MEUR ja vuosina 2023-25 noin -5 MEUR.

Kasvuennusteemme jäävät 6 %:n paikkeille

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

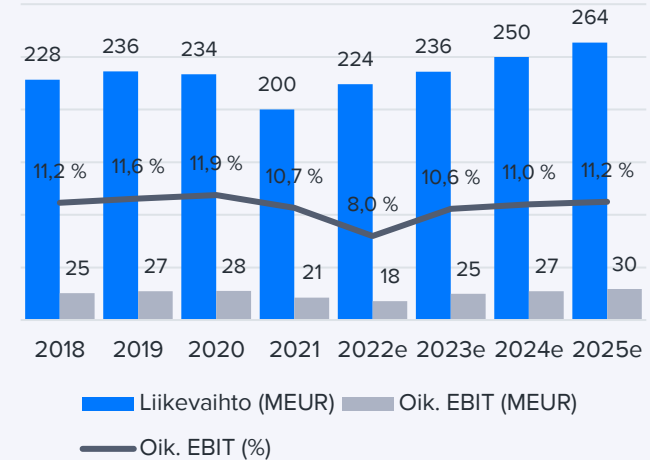
Raision virallinen vuotuinen liikevaihdon kasvutavoite strategiakaudelle 2022-2025 on konsernitasolla 9 % ja kasvustrategian ydinsegmenttien osalta 11 %. Meidän ennusteissamme liikevaihto kasvaa noin 6 % vuodessa vuosina 2023-2025 ja yltää 264 MEUR:oon vuonna 2025. Voidaankin todeta, että ennusteemme on yhtiön tavoitetasoa varovaisempi, mihin vaikuttaa mm. mahdollinen

hintojen tasaantuminen lähivuosina sekä kasviproteiiniliiketoiminnan kasvukehitykseen liittyvät epävarmuudet. Onnistuminen kasviproteiinien saralla sekä Suomen ulkopuolisissa kuluttajatuotelanseerauksissa voisi nostaa kasvun yhtiön tavoittelemalle tasolle tai korkeammaksikin.

Kannattavuustavoite saavutettavissa

Raisio tavoittelee kunnianhimoisesti yli 13 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2025. Tavoite ei ole erityisen kaukana aiempien vuosien vertailukelpoisiin tasoihin nähden (11-12 % 2018-20), mutta viime vuosien kasvuinvestointien aiheuttama kulumassan kasvu sekä tietenkin väliaikaiset toimintaympäristön haasteet ovat vieneet yhtiön kannattavuustasoa alaspäin vuosina 2021-22. Kannattavuuspaineen tulisi helpottaa asteittain vuosina 2023-25 uusien tuotantolaitosten käyttöasteiden parantuessa ja myyntikatteen kattaessa kasvaneita poistoja sekä markkinointikuluja. Myös kustannusinflaation aiheuttamien haasteiden tulisi helpottaa, sillä hintoja on nostettu paikoin merkittävästi ja samalla kriittisten raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet selvästi huipputasoiltaan. Toisaalta jonkinasteista kustannusnousua nähtäneen kiinteissä kuluissa, kuten henkilöstön palkoissa ja energiakuluissa, vaikka Raision ympäristöystävälliset energiaratkaisut ovatkin suhteellisen resilienttejä energiamarkkinan haasteille. Osana strategista transformaatiota Raisio pyrkii tehostamaan operaatioitaan ja saavuttamaan sitä kautta merkittäviä säästöjä, jotka auttaisivat yhtiötä yltämään 13 %:n EBIT-tavoitteeseen.

Konsernin liikevaihto ja liikevoitto¹



Arvioitu kehitys kasvustrategian ydinalueilla

Osa-alue	2022	2023	2024	2025
Nykyiset Benecol-tuotteet	Vakaa / maltillinen kasvu			
Kaurapohjaiset lisäarvotuotteet (pääosin B2C)	Kasvua Suomesta		Kasvua Suomesta ja Euroopasta	
Gluteeniton kaura B2B	Kasvua Suomesta ja Euroopasta			
Kasviproteiinit	Vakaa		Kasvua Suomesta (B2B, B2C) ja Euroopasta (B2B)	

¹) Vuoden 2022 Venäjä-divestoinnit sekä Raisioaquan siirtäminen lopetettiin toimintoihin on huomioitu vuoden 2021 luvuista alkaen

Ennusteet (3/3)

Ennustamme konsernin liikevoiton yltävän vuonna 2022 ohjeistuksen alalaidan tuntumaan 17,9 MEUR:oon (ohjeistus 17-20 MEUR), mikä vastaa 8,0 % EBIT-marginaalia. Arvioimme marginaalin paranevan 10,6 %:iin vuonna 2023, 11,0 %:iin vuonna 2024 ja 11,2 %:iin vuonna 2025. Vuoden 2023 ennustettu kannattavuusnousu johtuu varsinkin viljamarkkinan käänteestä parempaan kesän 2022 aikana sekä tehdyistä hinnankorotuksista B2B-kaupassa. Pidämme vuosien 2024-25 kannattavuusennusteitamme melko maltillisina ja nousuvaraakin voisi löytyä, mikäli Raisio onnistuu nostamaan merkittävästi Nokian kauramylyyn, uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitoksen ja Kauhavan kasviproteiinituotantolaitoksen käyttöasteita.

Osakekohtainen tulos ja osinko kärsivät vuoden 2022 osalta, mutta kääntyvät nousuun 2023-25

Ennustamme vuonna 2022 Raision oikaistun osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,08 euroon (2021: 0,12 euroa). Osakekohtaisen tuloksen laskun taustalla on ennusteissamme vertailukautta alhaisempi operatiivinen kannattavuus ja negatiivisen puolelle kääntyvät nettoraohitustuotot. Vuoden 2023 oikaistu EPS-ennusteemme on kuitenkin jo 0,13 euron tasolla. Operatiivisen kannattavuuden toipumisen lisäksi odotamme Raision nettoraohitustuottojen normalisoituvan lievästi positiivisiksi (2023e: 0,5 MEUR eli 1,3 % 2022e nettokassavaroista).

Arvioimme Raision maksavan vuodelta 2022 osinkoa 0,10 euroa per osake, eli 125 % suhteessa oikaistuun osakekohtaiseen tulokseen. Yhtiön osinkopolitiikan mukaan perusosingon (50-100 % tuloksesta) lisäksi pyritään jakamaan lisäosinkoa

kassavarojen mahdollistamana. Arvioimme osingonjakosuhteen säilyvän 100 %:n tuntumassa vuosina 2023-25 (osinko 0,13-0,15 per osake).

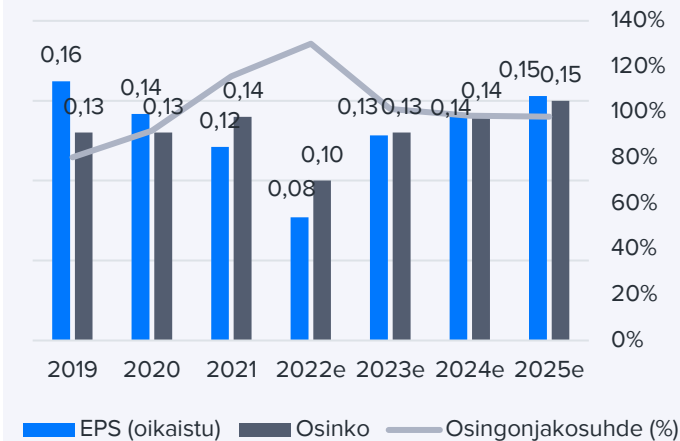
Investointien määrä tulee laskemaan

Arvioimme investointien laskevan selvästi vuosien 2022-24 aikana suhteessa edellisten kolmen vuoden tasoon. Strategian kannalta olennaista tuotantokapasiteettia on nyt rakennettu runsaasti mm. Nokian kauramylyyn ja Raision lisäarvotuotteiden tehtaaseen, minkä lisäksi Verso Food -yritysosto vuonna 2021 toi Raisiolle tuotannollisia kyvykkyyksiä kasviproteiinien saralla. Tulevina vuosina Raisio keskittyy käyttöasteiden kasvattamiseen ja kaupalliseen työhön, minkä vuoksi käyttöomaisuusinvestoinnit jäävät melko mataliksi. Ennustamme vuosille 2022-25 vain 6-13 MEUR vuotuisia investointeja (2018-21: 20-29 MEUR/v). Poistotasoa on arvioimme mukaan noin 10 MEUR paikkeilla vuonna 2022 ja kasvaa melko vähän jäljellä olevan strategiakauden aikana.

Taseasema säilyy vahvana

Raaka-aineiden voimakas kallistuminen vuoden 2022 aikana on paisuttanut Raision käyttöomaisuuden sitoutuneita varoja, mikä painaa 2022e kassavirtaennusteemme matalaksi. Kassavirta toipuu tulevina vuosina hintojen säilyessä karkeasti nykytasolla. Arvioimme nettokassan säilyvän korkeasta osingonjakosuhteesta huolimatta melko vakaana yli 40 MEUR tasolla vuosina 2023-25. Vahva kassavirta yhdessä matalan investointitarpeen kanssa tukee kassan kehitystä. Myös omavaraisuusaste säilyy vahvalla yli 80 %:n tasolla koko strategiakauden ajan.

EPS ja osinko



Kassavirran kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	234	50,0	66,7	69,6	60,3	247	53,2	55,5	56,5	58,9	224	236	250	264
Terveelliset elintarvikkeet	135	34,4	34,7	36,3	38,0	143	35,6	35,0	36,7	38,0	145	154	164	174
Terveelliset ainesosat	126	22,3	38,9	41,3	30,4	133	27,6	29,4	29,6	30,2	117	121	126	131
Muut toiminnot	1,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	1,6	1,6	1,7
Käyttökate	35,1	9,0	6,4	10,5	6,2	32,2	3,9	6,9	8,7	8,1	27,7	35,3	39,2	41,3
Poistot ja arvonalennukset	-6,2	-1,5	-1,9	-2,4	-2,7	-8,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-10,1	-10,4	-11,7	-11,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,7	4,7	5,3	8,2	3,9	22,1	1,4	4,4	6,5	5,5	17,9	24,9	27,5	29,6
Liikevoitto	28,9	7,5	4,5	8,2	3,5	23,7	1,4	4,4	6,2	5,5	17,6	24,9	27,5	29,6
Terveelliset elintarvikkeet	18,6	4,8	3,9	5,6	4,9	19,2	2,7	4,1	6,6	5,7	19,2	20,0	21,8	23,3
Terveelliset ainesosat	12,5	3,5	1,7	2,9	0,0	8,0	0,0	1,4	0,2	1,2	2,8	9,6	10,5	11,2
Muut toiminnot	-2,2	-0,8	-1,1	-0,3	-1,4	-3,5	-1,3	-1,0	-0,7	-1,4	-4,4	-4,7	-4,8	-4,9
Nettorahoituskulut	0,6	0,3	0,5	0,0	0,0	0,9	-1,3	-1,2	-0,7	0,0	-3,2	0,5	0,7	0,7
Tulos ennen veroja	29,4	7,8	5,1	8,2	3,5	24,6	0,1	3,2	5,5	5,5	14,4	25,4	28,2	30,3
Verot	-6,0	-1,6	-1,1	-1,7	0,5	-3,9	-0,2	-0,2	-1,0	-1,1	-2,5	-5,1	-5,6	-6,1
Nettotulos	23,4	6,2	4,0	6,5	4,0	20,8	-0,1	3,0	4,5	4,4	11,9	20,3	22,5	24,2
EPS (oikaistu)	0,14	0,02	0,03	0,04	0,03	0,12	0,00	0,02	0,03	0,03	0,08	0,13	0,14	0,15
EPS (raportoitu)	0,15	0,04	0,03	0,04	0,03	0,13	0,00	0,02	0,03	0,03	0,08	0,13	0,14	0,15
Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,2 %	-8,7 %	11,3 %	7,1 %	11,8 %	5,6 %	6,4 %	-16,7 %	-18,9 %	-2,3 %	-9,1 %	5,2 %	6,0 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	1,8 %	-28,0 %	-24,7 %	-16,3 %	-10,6 %	-20,3 %	-69,6 %	-15,5 %	-20,5 %	40,2 %	-19,0 %	39,2 %	10,3 %	7,8 %
Käyttökate-%	15,0 %	18,1 %	9,6 %	15,1 %	10,2 %	13,0 %	7,4 %	12,5 %	15,4 %	13,8 %	12,4 %	15,0 %	15,7 %	15,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,9 %	9,5 %	7,9 %	11,8 %	6,5 %	9,0 %	2,7 %	8,0 %	11,5 %	9,4 %	8,0 %	10,6 %	11,0 %	11,2 %
Nettotulos-%	10,0 %	12,5 %	6,0 %	9,4 %	6,7 %	8,4 %	-0,1 %	5,5 %	8,0 %	7,5 %	5,3 %	8,6 %	9,0 %	9,2 %

Lähde: Inderes

Raisioaquan sekä Venäjän kuluttajaliiketoiminnan liikevaihto ja tulos on sisällytetty vuoden 2021 lukuihin, mutta ei enää vuoden 2022 lukuihin.

Arvonmääritys (1/2)

Sijoitusprofiili ja arvonmäärityksen yhteenveto

Raisio on sijoituskohteena mielestämme vakaa yhtiö, jolla on toimialaan nähden suhteellisen hyvä kasvuprofiili sekä sijoitetun pääoman tuotto. Elintarvikealalla suhdannevaihteluilla on suhteellisen vähän vaikutusta kysynnän kehitykseen, minkä lisäksi Raision kustannusten hallinta on hyvää tasoa. Toimiala on erittäin kilpailtu, minkä johdosta toimialan keskimääräiset sijoitetun pääoman tuotot jäävät melko mataliksi. Raision tunnetut brändit ja funktionaalisuuteen perustuvat tuotteet kuitenkin mahdollistavat toimialaa korkeamman pääoman tuoton. Toimialan kasvuprofiili on matala ja noudattelee pääosin BKT:n kehitystä, mutta Raisio on asemoitunut megatrendeihin paremmin kuin toimiala keskimäärin. Lisäksi yhtiön arvostuksessa on mielestämme otettava huomioon viime vuosina tehdyt merkittävät investoinnit, jotka eivät vielä näy tuloksessa mutta tuovat merkittävästi potentiaalia kannattavalle kasvulle tulevaisuudessa niin Suomessa kuin ulkomaillakin.

Tulospohjainen arvostus

Raision markkina-arvo 2,43 euron osakekurssilla on 384 MEUR. Konsernilla on taseessa tuhti nettokassa, minkä takia velaton yritysarvo (EV) on huomattavasti markkina-arvoa matalampi (2022e: 345 MEUR). Raision isosta nettokassasta johtuen sijoittajien kannattaa kiinnittää huomioita erityisesti velattomaan yritysarvoon ja EV-pohjaisiin tunnuslukuihin.

Ennusteidemme mukaiset 2022 ja 2023 EV/EBIT-kertoimet ovat noin 19x ja 14x. Vuoden tulos 2022 jäi poikkeuksellisen matalaksi Venäjän

hyökkäyssodan vaikutusten johdosta, sillä erityisesti Terveelliset ainesosat –segmentin tulos kärsi viljan hintojen voimakkaasta noususta keväällä 2022. Kannattavuus on kuitenkin arviomme mukaan saatu palautettua ripeiden toimenpiteiden johdosta, minkä vuoksi näkyvyys vuoden 2023 tulokuntoon on kohtalaisen hyvä. Käypä keskipitkän aikavälin arvostustaso Raisiolle on mielestämme EV/EBIT 13-15x (linjassa verrokkiryhmän ~14x kanssa), mutta huomautamme että Raisio viimeaikaisten suurten investointien odotetaan kääntyvän voitollisiksi vasta vuonna 2024, joten osaketta voitaisiin lyhyellä aikavälillä hinnoitella pienellä preemiollakin suhteessa verrokkiryhmään. Muista tulospohjaisista arvostuskertoimista P/E on korkeahko (2023e: 19x, verrokki 16x), sillä se ei ota huomioon yhtiön nettokassaposiitiota. EV/EBITDA puolestaan on karvan verran alle verrokkien (2023e: 10x), mutta se ei ota huomioon viimeisimpien investointien myötä syntynyttä suurehkoa poistomassaa.

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 pääomantuotto-profiili on keskimääräistä kotimaista elintarvikesektorin yhtiötä vahvempi ja lähempänä suuria kansainvälisiä brändiyhtiöitä.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,43	2,43	2,43
Osakemäärä, milj. kpl	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	384	384	384
Yritysarvo (EV)	345	341	339
P/E (oik.)	31,5	18,9	17,0
P/E	32,3	18,9	17,0
P/Kassavirta	>100	19,1	17,6
P/B	1,5	1,4	1,4
P/S	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA (oik.)	12,5	9,7	8,6
EV/EBIT (oik.)	19,3	13,7	12,3
Osinko/tulos (%)	133,2 %	101,3 %	98,4 %
Osinkotuotto-%	4,1%	5,4%	5,8%

Lähde: Inderes

Raision arvostusta tukevia tekijöitä:

- Vakaa kysyntä ja hyvä kustannusten hallinta
- Tunnetut brändit mahdollistavat hyvän kannattavuuden
- Hyvä asemoituminen suhteessa megatrendeihin

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Toimialalla yleisesti kilpailu kovaa ja katteet alhaisia
- Riippuvuus satokehityksestä ja kotimaisesta maataloudesta

Arvonmääritys (2/2)

Tasepohjainen arvostus

Raision oma pääoma oli Q3:n lopussa 258 MEUR eli 1,63 euroa/osake. P/B-kerroin on vuoden 2023 ennusteillamme 1,4x. Vahvan taseen ja vakaan tulokunnan omaavalle kuluttajabrändiyhtiölle se ei ole erityisen korkea. P/B-luvun yhteydessä kannattaa kiinnittää huomiota oman pääoman tuottoon (ROE-%), joka oli vuonna 2021 7,6%. Raision oman pääoman tuotto on laskenut viime vuosina eikä nykyisillä toteutuneilla luvuilla voi ansaita kovin korkeaa P/B-arvostusta. Meidän ennusteemme Raision 2023-2025 oman pääoman tuotoista ovat 8-9 %:n tasolla, mihin peilattuna nykyinen P/B-arvostus on mielestämme kohtuullinen.

Osinkopohjainen arvostus

Raision osinkotavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen tuloksesta sekä vapauttaa pääomaa sijoittajille lisäosinkojen tai osakkeiden takaisinostojen avulla. Vuodelle 2022 ennustamamme osinkotuotto on 4,1 % (125 %:n osingonjakosuhteella). Osinkotuotto voi myös parantua seuraavina vuosina, mikäli tulos parantuu ja yhtiö jatkaa noin 100 %:n osingonjakosuhteella, kuten ennustamme tapahtuvan. Arvioimme osinkotuoton tarjoavan pientä tukea Raision osakekurssille, mutta operatiivinen tulokunto on kuitenkin osinkoa tärkeämpi ajuri.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa Raision oman pääoman arvoksi 415 MEUR eli 2,6 euroa per osake. Tämä tarkoittaa

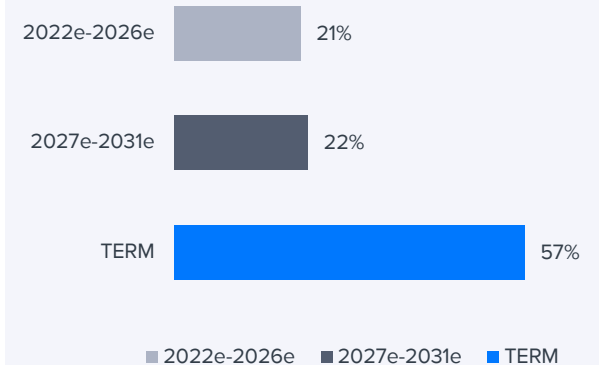
maltillista noin 8 %:n nousuvaraa nykyiseen kurssitasoon nähden.

DCF-mallissamme liikevaihdon vuotuinen kasvu välillä 2023-2025 on keskimäärin vajaat 6 %. Kasvuvauhti hidastuu 2026-2030 aikana reilun 3%:n tasolle ja terminaalijakson kasvuennusteemme on 2 %. Odotamme liikevoittomarginaalin nousevan 2025 mennessä 11 %:n tasolle ja siellä 2030 saakka, kunnes laskee terminaalijaksolla 10 %:iin. Kannattavuusennusteemme ovat mielestämme melko konservatiivisia ja niissä voisi olla nousupotentiaaliakin, mikäli Raisio onnistuu strategiansa toteuttamisessa.

Kassavirta alkaa parantua merkittävästi vuodesta 2023 lähtien, kun kohonneiden hintojen myötä vuonna 2022 nähty käyttöpääoman paisuminen pysähtyy ja samalla Raision investoinnit ovat laskeneet karkeasti poistojen tasolle. Mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,4 % ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 57 %.

DCF-malli soveltuu mielestämme hyvin Raision arvostamiseen, koska yhtiön tulostilanne ovat vakaat ja kassavirrat melko hyvin ennustettavissa.

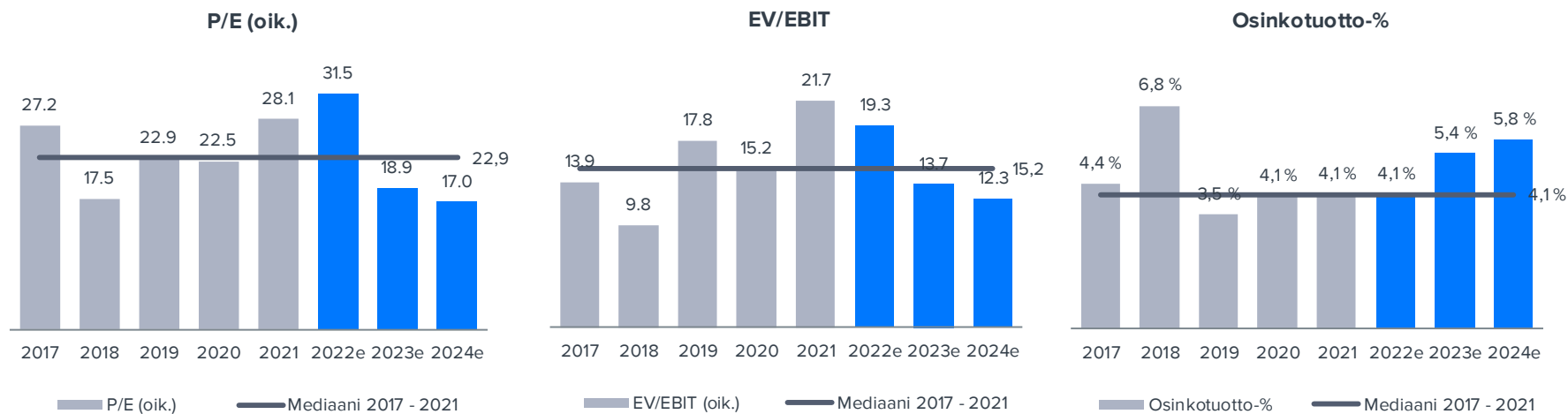
DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osaakekurssi	3,84	2,35	3,72	3,19	3,40	2,43	2,43	2,43	2,43
Osakemäärä, milj. kpl	157,3	157,3	157,4	157,4	158,4	158,4	158,4	158,4	158,4
Markkina-arvo	604	369	585	504	539	384	384	384	384
Yritysarvo (EV)	499	250	486	421	479	345	341	339	338
P/E (oik.)	27,2	17,5	22,9	22,5	28,1	31,5	18,9	17,0	15,9
P/E	15,0	30,8	22,9	21,4	25,9	32,3	18,9	17,0	15,9
P/Kassavirta	3,7	8,1	neg.	54,2	neg.	>100	19,1	17,6	17,2
P/B	2,3	1,4	2,2	1,9	1,9	1,5	1,4	1,4	1,4
P/S	2,6	1,6	2,5	2,2	2,2	1,7	1,6	1,5	1,5
EV/Liikevaihto	2,1	1,1	2,1	1,8	1,9	1,5	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	7,3	8,1	14,5	12,0	14,9	12,5	9,7	8,6	8,2
EV/EBIT (oik.)	13,9	9,8	17,8	15,2	21,7	19,3	13,7	12,3	11,4
Osinko/tulos (%)	66,2 %	209,8 %	80,2 %	87,4 %	106,8 %	133,2 %	101,3 %	98,4 %	98,1 %
Osinkotuotto-%	4,4 %	6,8 %	3,5 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	5,4 %	5,8 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

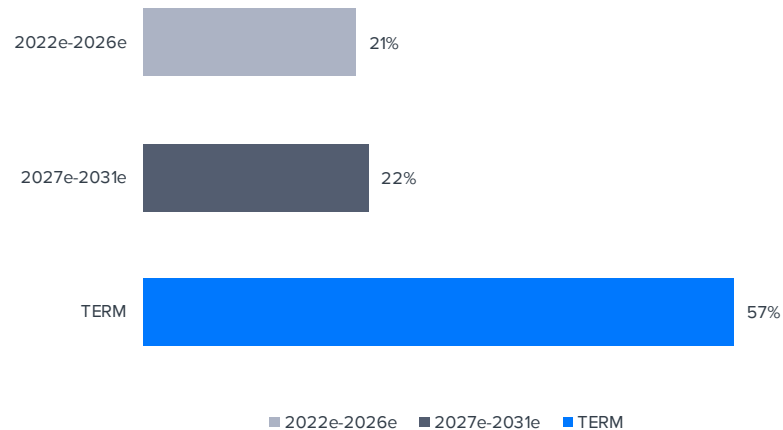
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
AAK	4107	4665	19,8	17,0	14,4	13,2	1,0	1,1	23,4	20,6	1,6	1,7	3,4
Associated British Foods	14206	15792	9,9	10,6	6,0	6,2	0,8	0,7	12,6	13,2	3,0	2,9	1,2
Archer-Daniels-Midland	48975	54248	11,7	13,9	8,7	10,0	0,6	0,6	12,5	14,3	1,7	1,8	2,3
Apetit	63	59	19,6	11,8	6,5	5,3	0,3	0,3	33,3	16,1	3,5	4,0	0,7
Aryzta	1136	1419	15,2	10,9	6,7	5,9	0,8	0,7	57,2	18,5			1,6
Bunge	13968	15957	6,2	6,7	5,3	5,7	0,3	0,3	7,2	8,3	2,3	2,5	1,6
Bonduelle	428	788	9,6	13,7	4,4	5,4	0,3	0,3	8,1	8,2	3,2	2,6	0,5
Cloetta	535	716	11,6	10,5	8,4	7,8	1,2	1,1	12,6	10,6	4,8	4,8	1,3
Campbell Soup	16162	20613	16,8	16,0	13,5	12,7	2,6	2,4	20,2	19,1	2,6	2,7	5,1
Danone	33768	46114	14,1	13,0	10,3	9,8	1,7	1,6	15,0	14,0	4,0	4,1	1,8
Ebro Foods	2293	2804	13,2	12,4	8,9	8,6	1,0	1,0	17,4	16,4	4,3	4,3	1,1
Fodelia	39	51	51,2	17,1	17,1	10,2	1,2	0,9	162,0	20,3	0,8	2,1	3,0
General Mills	47449	58133	19,8	18,3	16,6	15,6	3,3	3,1	22,3	20,6	2,5	2,6	5,2
Greencore Group	378	635	7,8	7,2	4,3	4,3	0,3	0,3	7,1	7,5	4,9	5,2	0,8
Kellogg	23131	29515	17,0	16,2	13,3	12,7	2,1	2,0	17,4	17,4	3,3	3,4	4,7
Kerry Group	14884	17253	18,4	17,2	14,2	13,3	2,0	1,9	19,2	17,7	1,2	1,4	2,5
Mondelez International	86338	104730	22,6	21,8	18,2	17,9	3,6	3,4	22,9	21,8	2,3	2,2	3,4
Nestle	299287	347674	21,9	20,5	17,5	16,5	3,6	3,5	22,5	21,1	2,7	2,9	6,2
Orkla	6726	8429	11,7	12,3	9,1	9,3	1,5	1,5	12,7	12,8	4,5	4,6	1,7
Premier Foods	1069	1450	8,8	8,7	7,7	7,5	1,4	1,3	9,4	9,4	1,4	1,3	0,8
Tate & Lyle	3267	3572	18,6	13,6	11,6	9,8	2,3	1,8	13,0	14,7	3,2	2,5	1,9
Unilever	121251	150668	16,5	16,6	14,0	14,1	2,6	2,5	20,8	21,1	3,5	3,6	7,2
Raisio (Inderes)	384	345	19,3	13,7	12,5	9,7	1,5	1,4	31,5	18,9	4,1	5,4	1,5
Keskiarvo			16,4	13,9	10,8	10,1	1,6	1,5	24,9	15,6	2,9	3,0	2,6
Mediaani			15,8	13,6	9,7	9,8	1,3	1,2	17,4	16,3	3,0	2,7	1,8
Erutus-% vrt. mediaani			22 %	0 %	29 %	-1 %	17 %	18 %	81 %	16 %	39 %	101 %	-21 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	5,6 %	-9,1 %	5,2 %	6,0 %	5,5 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	9,6 %	7,9 %	10,6 %	11,0 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	11,2 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	23,7	17,6	24,9	27,5	29,6	30,8	32,0	33,0	34,0	31,2	31,8	
+ Kokonaispoistot	8,5	10,1	10,4	11,7	11,7	11,7	11,5	12,4	13,0	13,8	13,0	
- Maksetut verot	-2,1	-2,5	-5,1	-5,6	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7	-6,9	-6,4	-6,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	0,5	-7,4	2,4	1,3	0,4	-0,2	-0,2	0,3	0,3	0,4	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	30,7	17,2	32,8	35,0	35,8	36,1	37,0	39,1	40,5	39,1	37,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-45,2	-6,0	-12,7	-13,1	-13,5	-11,3	-12,2	-10,1	-10,4	-9,5	-15,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-14,4	11,2	20,1	21,9	22,3	24,9	24,7	28,9	30,0	29,7	22,0	
+/- Muut	0,0	-7,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-14,4	3,6	20,1	21,9	22,3	24,9	24,7	28,9	30,0	29,7	22,0	413
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	18,7	18,9	18,0	18,7	17,3	18,8	18,2	16,7	11,5	216
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		377	373	354	336	318	299	282	263	245	228	216
Velaton arvo DCF		377										
- Korolliset velat		-29,1										
+ Rahavarat		89,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-22,2										
Oman pääoman arvo DCF		415										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,04
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	7,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,4 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Raision vahvat brändit tuovat yhtiölle hinnoitteluvoimaa

2.

Elintarvikkeiden kysyntä kehittyy melko vakaasti sykleistä riippumatta

3.

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

4.

Viime vuosien suuret tehdasinvestoinnit mahdollistavat tuloskasvun käyttöasteita kasvattamalla

5.

Vakaa tuloskunto ja vahva tase pitävät osingonmaksukyvn hyvänä

Potentiaali



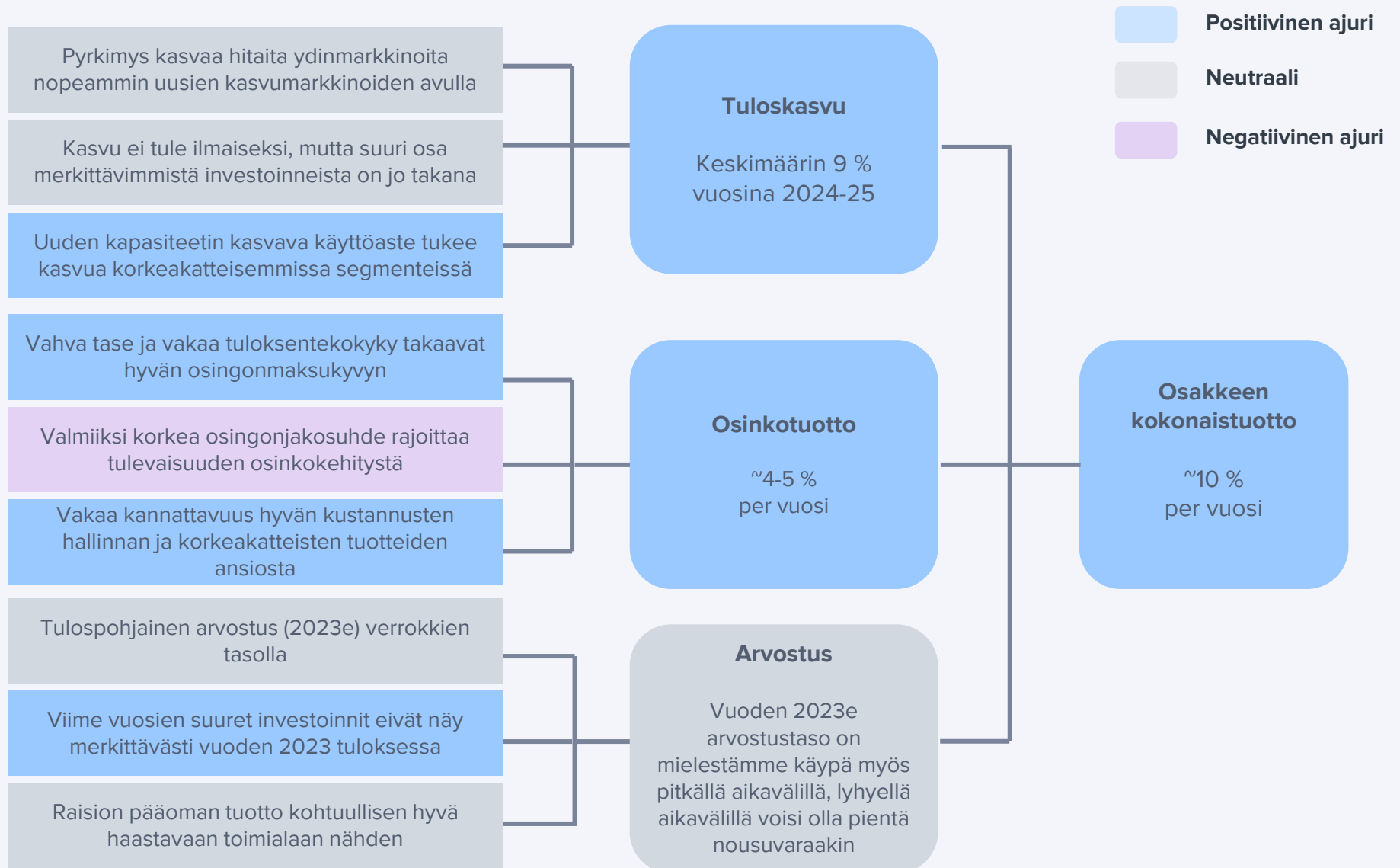
- Raisio on asemoitunut hyvin nykyisiin megatrendeihin (mm. terveellinen ja vastuullisesti tuotettu ruoka)
- Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin tuo tehokkuutta ja kannattavuutta
- Viime vuosien isot investoinnit kauramyllyyn, kasvipohjaiseen tuotantolaitokseen ja kasviproteiineihin tarjoavat hyviä kasvumahdollisuuksia
- Vakaa kannattavuus, vahva kassa sekä ennustettu tuloskasvu tukevat osingonmaksukykyä sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä

Riskit



- Kaurapohjaisten lisäarvotuotteiden markkinointi Suomen ulkopuolisille kuluttajille voi osoittautui haastavaksi
- Kasviproteiiniliiketoiminnan kasvusuunnitelmien mahdollinen epäonnistuminen
- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Tärkeimpien raaka-aineiden hinta- ja saatavuusriskit
- Päivittäistavara-kaupan keskittyminen muutamien toimijoiden käsiin rajoittaa hinnoitteluvoimaa

Osaketuoton ajurit 2023-25e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	236,3	233,6	246,6	224,1	235,8	EPS (raportoitu)	0,16	0,15	0,13	0,08	0,13
Käyttökate	33,7	35,1	32,2	27,7	35,3	EPS (oikaistu)	0,16	0,14	0,12	0,08	0,13
Liikevoitto	27,3	28,9	23,7	17,6	24,9	Operat. kassavirta / osake	0,15	0,22	0,19	0,11	0,21
Voitto ennen veroja	28,4	29,4	24,6	14,4	25,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,02	0,06	-0,09	0,02	0,13
Nettovoitto	25,5	23,4	20,8	4,3	20,3	Omapääoma / osake	1,72	1,71	1,77	1,66	1,69
Kertaluontoiset erät	0,0	1,1	1,6	-0,3	0,0	Osinko / osake	0,13	0,13	0,14	0,10	0,13
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	308,5	314,6	354,4	322,5	315,2	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	-1 %	6 %	-9 %	5 %
Oma pääoma	271,3	269,5	280,7	262,9	267,3	Käyttökateen kasvu-%	9 %	4 %	-8 %	-14 %	27 %
Liikearvo	48,5	45,9	49,6	49,6	49,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	2 %	-20 %	-19 %	39 %
Nettovelat	-98,6	-83,1	-59,9	-38,7	-43,4	EPS oik. kasvu-%	21 %	-13 %	-15 %	-36 %	67 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	14,2 %	15,0 %	13,0 %	12,4 %	15,0 %
Käyttökate	33,7	35,1	32,2	27,7	35,3	Oik. Liikevoitto-%	11,5 %	11,9 %	9,0 %	8,0 %	10,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,5	1,6	0,5	-7,4	2,4	Liikevoitto-%	11,5 %	12,4 %	9,6 %	7,9 %	10,6 %
Operatiivinen kassavirta	23,1	34,4	30,7	17,2	32,8	ROE-%	9,5 %	8,7 %	7,6 %	4,4 %	7,7 %
Investoinnit	-25,8	-23,9	-45,2	-6,0	-12,7	ROI-%	10,8 %	11,2 %	8,5 %	6,3 %	9,3 %
Vapaa kassavirta	-2,6	9,3	-14,4	3,6	20,1	Omavaraisuusaste	87,9 %	85,7 %	79,2 %	81,5 %	84,8 %
						Nettovelkaantumisaste	-36,3 %	-30,8 %	-21,3 %	-14,7 %	-16,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,1	1,8	1,9	1,5	1,4						
EV/EBITDA (oik.)	14,5	12,0	14,9	12,5	9,7						
EV/EBIT (oik.)	17,8	15,2	21,7	19,3	13,7						
P/E (oik.)	22,9	22,5	28,1	31,5	18,9						
P/B	2,2	1,9	1,9	1,5	1,4						
Osinkotuotto-%	3,5 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	5,4 %						

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	156	194	190	193	194
Liikearvo	45,9	49,6	49,6	49,6	49,6
Aineettomat hyödykkeet	32,0	36,0	37,0	38,4	40,2
Muut sijoitukset	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Laskennalliset verosaamiset	2,3	3,9	3,9	3,9	3,9
Vaihtuvat vastaavat	158	160	132	123	127
Vaihto-omaisuus	37,1	37,9	44,8	44,8	46,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	315	354	323	315	321

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	269	281	263	267	269
Osakepääoma	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Kertyneet voittovarot	183	253	235	239	241
Muu oma pääoma	58,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,9	35,6	9,7	9,7	9,7
Laskennalliset verovelat	6,3	9,7	9,7	9,7	9,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,6	25,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	29,2	38,1	50,0	38,1	42,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	3,2	17,3	3,8	4,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,2	34,7	32,5	34,2	37,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Taseen loppusumma	315	354	323	315	321

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa 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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**