

Raisio

Seurannan aloitus

03/2020

Defensiivinen vahvojen kuluttajabrändien osinkoyhtiö

Aloitamme Raision seurannan lisää-suosituksella ja 3,0 euron tavoitehinnalla. Raision sijoitusprofiilissa yhdistyvät vahvat kuluttajabrändit, vakaa tuloksentekokyky, vahva tase ja hyvä asemoituminen kasvavaan terveellisen syömisen megatrendiin. Useat eri liiketoiminnot ja asiakasryhmät tarjoavat myös hyvän riskiprofiilia madaltavan hajautuksen, eikä defensiivinen elintarvikeala kuulu ainakaan käynnissä olevan koronaviruksen suurimpien kärsijöiden joukkoon.

Raisio on kansainvälinen terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan keskittyvä elintarvikeyhtiö

Raisio on vuonna 1939 perustettu elintarvikeyhtiö. Yhtiö on käynyt viime vuosina läpi merkittävän muodonmuutoksen ja on nyt selvästi pienempi, fokusoituneempi ja kannattavampi kuin ennen. Vuonna 2018 julkistetun uuden strategian myötä Raisio on keskittynyt terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Strategisiksi kuluttajabrändeiksi valittiin kolesterolia alentava Benecol ja kaurabrändi Elovena. Molemmat näistä ovat vahvoja omissa tuotekategorioissaan ja kuluttajien korkealle arvostamia brändejä. Vuonna 2019 Raision liikevaihto oli 236 MEUR, liikevoitto 27 MEUR (EBIT 11,5 %), henkilöstöä oli noin 320 ja toimintaa 11 maassa. Raision kaikki tuotantolaitokset (4 kpl) sijaitsevat Suomessa.

Toimintaa harjoitetaan kahdessa operatiivisessa segmentissä: Terveelliset elintarvikkeet ja Terveelliset ainesosat

Terveelliset elintarvikkeet keskittyy Raision kuluttajabrändeihin (mm. Benecol, Elovena, Nordic, Torino ja Nalle), joiden pääasiallinen myyntikanava on eurooppalaiset päivittäistavarakaupat. Segmentin 2019 liikevaihto oli 138 MEUR (52 % liikevaihdosta) ja kannattavuus hyvä (EBIT 13 %). Terveelliset ainesosat sisältää kalanrehujen myynnin, Benecol-ainesosan myynnin lisenssipartnereille, viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden myynnin teollisuuteen ja suurkeittiöille. Segmentin 2019 liikevaihto oli 125 MEUR (47 % liikevaihdosta) ja kannattavuus hyvä (EBIT 10 %). Raision liiketoiminta-, asiakas-, ja maantieteellinen hajautus on laaja, mikä tasaa kausivaihteluita ja madaltaa sijoituskohteen riskiprofiilia.

Nykyiset liiketoiminnot ja Terveellisen kasvun strategia (2019-2021) ovat asemoituneet hyvin megatrendeihin

Raision strategia keskittyy terveellisiin kasvupohjaisiin elintarvikkeisiin ja ainesosiin. Konsernin kaikki liiketoiminnot ovat hyvin asemoituneet kasvaviin megatrendeihin, kuten terveellinen ja vastuullisesti tuotettu ruoka, syömisen helppous ja vaivattomuus ja kasvupohjaisten ruokien kulutuksen kasvu. Raisio investoi viime vuonna 8 MEUR Nokian kauramyllyn modernisointiin ja lisäkapasiteettiin, minkä lisäksi yhtiöllä on käynnissä yksi historiansa suurimmista investoinneista (45 MEUR) kasvupohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitokseen. Investoinnit painavat lyhyellä aikavälillä rahavirtaa ja tulosta, mutta pitkällä aikavälillä ne tuovat rahkeet vastata voimakkaasti kasvavaan lisäarvokauran ja kasvupohjaisten tuotteiden kysyntään Euroopassa. Raision taloudelliset tavoitteet ovat yli 4 %:n vuotuinen liikevaihdon orgaaninen kasvu ja yli 10 %:n vertailukelpoinen liiketulos. Vuoden 2021 tavoite liikevaihdolle on 260 MEUR ja liikevoitolle 32 MEUR. Meidän ennusteillamme 2021 liikevaihto jää 251 MEUR:oon ja liikevoitto 28 MEUR:oon (EBIT 11,1 %). Vahva nettokassa (~100 MEUR) antaa selkänojaa strategiakauden vaatimille investoinneille ja mahdollistaa tarttumisen houkutteleviin epäorgaanisen kasvun mahdollisuuksiin, jotka on nostettu strategiassa selkeästi esiin yhtenä kasvun lähteenä.

Raisio on vakaa ja defensiivinen vahvoilla kuluttajabrändeillä varustettu osinkoyhtiö

Ennusteidemme mukaiset 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat 19x ja 18x. EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x. Ison nettokassan takia (~23 % markkina-arvosta) Raisiossa kannattaa katsoa EV-pohjaisia kertoimia, jotka ovat vakaalle ja defensiiviselle vahvalle kuluttajabrändiyhtiölle maltilliset. Neutraali tasepohjainen arvostus (P/B 1,6x) ja 5 %:n osinkotuotto tarjoavat osakkeelle tukea. DCF-mallimme antaa arvoksi 3,4 euroa/osake, mikä myös indikoi nousuvaa nykykurssiin nähden.

Analytiikot



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



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik.)



3,00 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi: 2,79 EUR

Potentiaali: 7,5 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuonna 2020 Raisio arvioi jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan edellisvuodesta (2019: 236 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan yli 10 % liikevaihdosta (2019: 11,5 %).

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	236,3	238,2	250,7	264,0
kasvu-%	3 %	1 %	5 %	5 %
EBIT oik.	27,3	27,2	27,8	30,8
EBIT-% oik.	11,5 %	11,4 %	11,1 %	11,7 %
Nettotulos	25,5	23,3	24,1	25,5
EPS (oik.)	0,16	0,15	0,15	0,16

P/E (oik.)	22,9	18,9	18,2	17,2
P/B	2,2	1,6	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	3,5 %	4,7 %	5,0 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	17,8	13,3	13,2	11,8
EV/EBITDA	14,5	10,7	9,7	8,7
EV/Liikevaihto	2,1	1,5	1,5	1,4

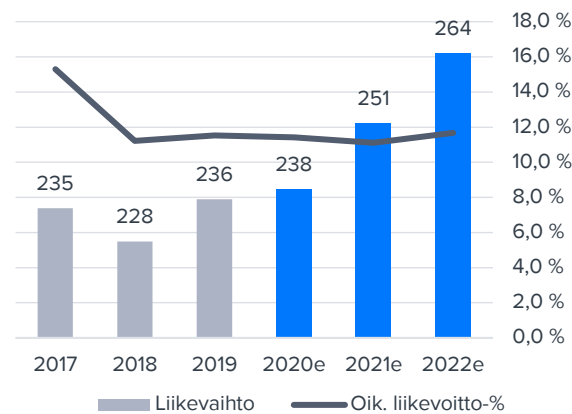
Lähde: Inderes

Osakekurssi



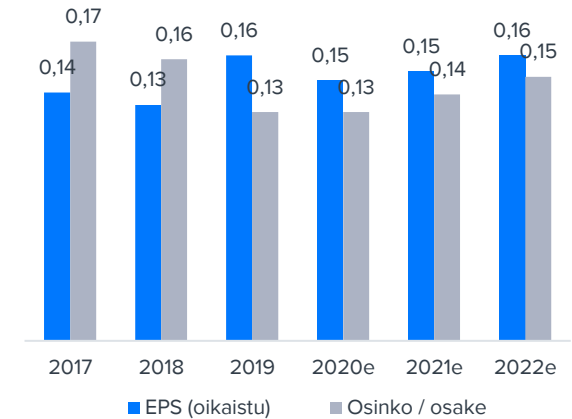
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

439

MEUR

EV

362

MEUR

EV/EBIT

13,3

2020e

P/E (oik.)

18,9

2020e



Arvoajurit

- Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin
- Juuri valmistunut investointi Nokian kauramyllyyn ja käynnissä oleva Raision uuden 45 MEUR:n tuotantolaitoksen valmistuminen tarjoaa yhtiölle lisää kapasiteettia ja kasvumahdollisuuksia
- Hyvät ja arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omissa tuotekategorioissa
- Potentiaalinen arvonluonti vahvan kassan ja strategiaan sopivien yritysostojen kautta



Riskitekijät

- Koronaviruksen aiheuttama taloustilanteen ja kuluttajien ostovoiman heikentyminen
- Tärkeimpien brändien pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Raaka-ainehintoihin ja saatavuuteen liittyvät riskit
- Hinnoitteluvoima keskittyneenä päivittäistavarakauppaa kohtaan ja kiristynyt kilpailu
- Ison tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen ja ylösajo
- Riippuvuus elintarvikesektorin kilpailukykyistä Suomessa
- Brexitin vaikutus Raision Iso-Britannian liiketoimintaan



Arvostus

- Suuren nettokassan takia suosittelemme katsomaan velattomaan yritysarvoon (EV) pohjautuvaa arvostusta
- EV-pohjainen arvostus on linjassa kansainvälisistä elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän kanssa
- Nettotulospohjainen arvostus on korkea, sillä tase on nyt tehottomassa käytössä
- Suuri tuotantolaitosinvestointi pitää lähivuosina kulut korkealla
- Vahva tase, vakaa kannattavuus ja korkea osinkotuotto antavat tukea osakkeelle

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Terveelliset elintarvikkeet -segmentti	7-13
Terveelliset ainesosat -segmentti	14-16
Liiketoimintamalli	17-18
Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt	19-22
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	23-24
Taloudellinen tilanne	25-26
Ennusteet	27-30
Osakkeen arvostus	31-35
Sijoitusprofiili	36-39
Osaketuoton ajurit	40
Yhteenveto	41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Raisio lyhyesti

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

236 MEUR (+3,5% vs. 2018)

Liikevaihto 2019

27,3 MEUR (2018: 25,6 MEUR)

Vertailukelpoinen liikevoitto 2019 (EBIT 11,5 %)

13,9 % (8,9 %)

Sijoitetun pääoman tuotto ROIC 2019 (2018)

324

Henkilöstömäärä 2019

4 tuotantolaitosta

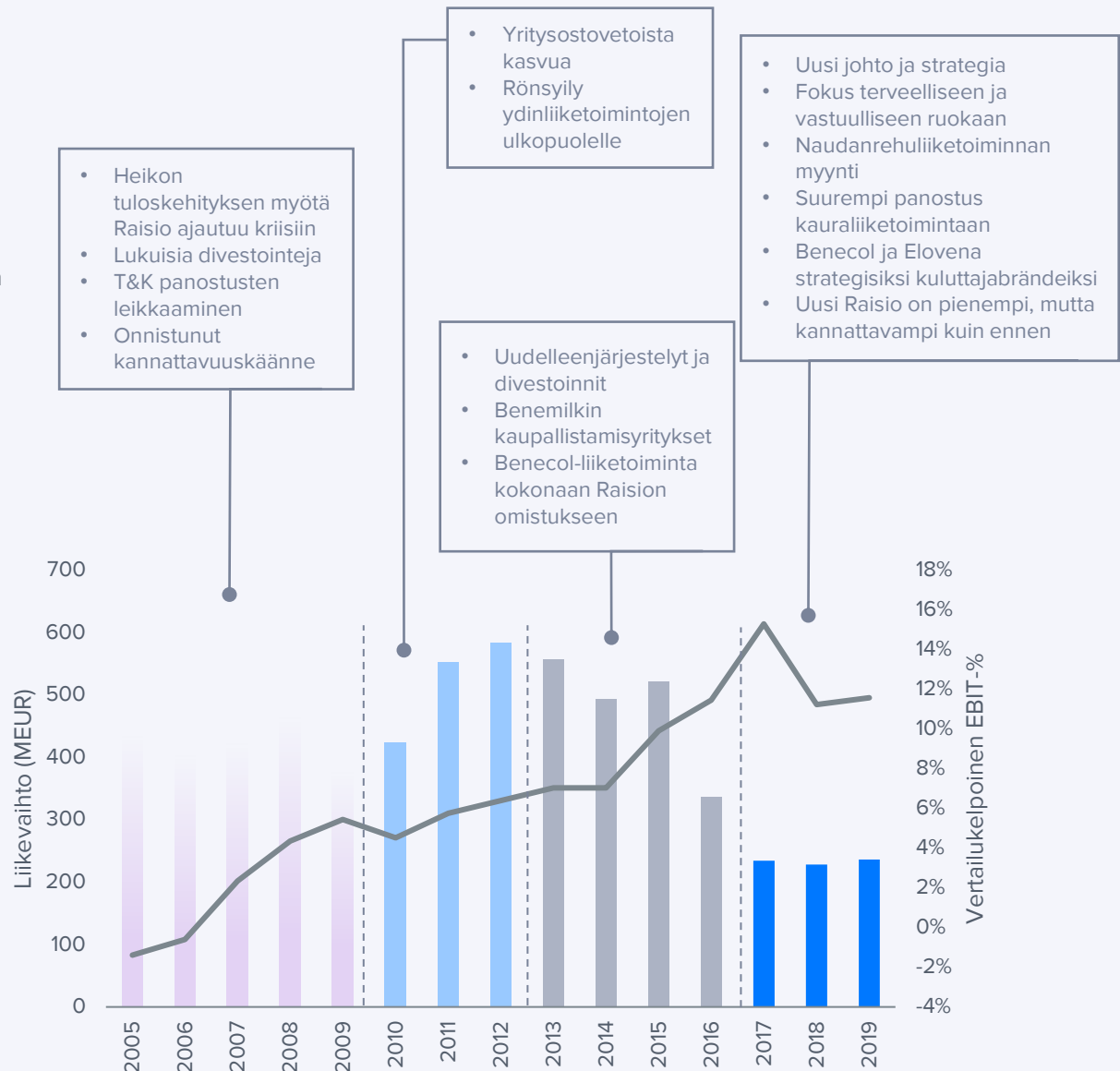
Kaikki tuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa

63 % liikevaihdosta

Suomen ulkopuolisilta markkinoilta

440 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssi 2,8 euroa)



Yhtiökuvaus

Kansainvälinen elintarvikeyhtiö

Raisio on vuonna 1939 perustettu elintarvikeyhtiö. Raisiolla on laaja portfolio elintarvikebrändejä, joihin kuuluvat mm. Benecol, Elovena, Nalle, Sunnuntai, Torino ja Nordic. Viime vuosien uudelleenfokusoitumisen ja vuonna 2018 julkistetun uuden strategia myötä Raisio on keskittynyt terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan. Yhtiö valitsi samalla strategiseksi kuluttajabrändeikseen kolesterolia alentavan Benecolin ja kaurabrändi Elovenan.

Raisio-konsernin liikevaihto vuonna 2019 oli 236 MEUR, liikevoitto 27,3 MEUR (EBIT 11,5 %) ja yhtiön palveluksessa työskenteli 320 henkilöä.

Kaksi operatiivista liiketoimintayksikköä

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

Terveelliset elintarvikkeet keskittyy Raision kuluttajabrändeihin (mm. Benecol, Elovena, Nordic, Nalle ja Torino). Päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteiden pääasiallinen myyntikanava on päivittäistavarakaupat. Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 137,5 MEUR (2018: 137,7 MEUR) ja vertailukelpoinen liikevoitto 18,2 MEUR (2018: 16,1 MEUR), mikä tarkoittaa 13,2 %:n liikevoittomarginaalia.

Terveelliset ainesosat käsittää monta eri liiketoimintaa. Näitä ovat 1) kalanrehujen myynti 2) Benecol-ainesosan lisenssimyynti ja 3)

viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden myynti teollisuudelle ja suurkeittöille. Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 124,6 MEUR (2018: 116,6 MEUR) ja vertailukelpoinen liikevoitto 12,5 MEUR (2018: 12,9 MEUR), mikä tarkoittaa 10,0 %:n liikevoittomarginaalia. Operaatiot - johon kuuluvat tuotanto, hankinta ja toimitusketju - raportoidaan osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä

Muut toiminnot sisältää konsernin palvelufunktiot mm. talous-, tieto- ja henkilöstöhallinto, lakiasiat, viestintä, kiinteistöjen hallinta- ja huoltopalvelut. Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 1,5 MEUR (2018: 1,5 MEUR) ja operatiivinen liiketulos -3,4 MEUR (2018: -3,4 MEUR ilman alaskirjauksia).

Kaksi osakesarjaa

Raisiolla on kaksi osakesarjaa: kantaosakkeiden K-sarja ja vaihto-osakkeiden V-sarja. Molemmilla osakesarjoilla on samat oikeudet yhtiön pääomaan ja voitonjakoon, mutta K-osake tuottaa yhtiökokouksessa 20 ääntä ja V-osake yhden äänen. K-osakkeiden osuus Raision osakekannasta on 19,0 % ja äänimäärästä 82,5 %. V-osakkeiden osuus osakekannasta on vastaavasti 81,0 % ja äänimäärästä 17,5 %. Nykyisellä 2,8 euron osakekurssilla Raision markkina-arvo on 440 MEUR.

Omistus ja johto

Raision suurimmat omistajat osakkeiden määrällä mitattuna ovat 1) Raisio Oyj (4,7 % osakkeista ja 1,6 % äänistä) ja 2) Maa- ja metsätaloustuottajain Keskusliitto MTK ry (2,4 % osakkeista ja 9,8 % äänistä). Raision toimitusjohtajana on toiminut marraskuusta 2017 alkaen Pekka Kuusniemi.



Terveelliset elintarvikkeet	Terveelliset ainesosat	Muut toiminnot
Liikevaihto 137,5 MEUR	Liikevaihto 124,6 MEUR	Liikevaihto 1,5 MEUR
Liikevoitto* 18,2 MEUR (EBIT 13,2 %)	Liikevoitto* 12,5 MEUR (EBIT 10,0 %)	Liikevoitto* -3,4 MEUR
Henkilöstö 127	Henkilöstö 146	Henkilöstö 55
Brändit B2C	Ainesosat B2B	Palvelufunktiot
- Kolesteria alentava Benecol - Välipalatuotteet - Hiutaleet, jauhot, patukat, keksit jne. - Leivontatuotteet - Kalanrehut - Benecol-ainesosa - Elintarvikkeet teollisuudelle - Viljakauppa		
Operaatiot Tuotanto, hankinta ja toimitusketju (raportoidaan osana Terveelliset ainesosat -segmenttiä)		

* Vertailukelpoinen liikevoitto

Terveelliset elintarvikkeet 1/3

Raision kuluttajabrändiliiketoiminta

Terveelliset elintarvikkeet on keskittynyt Raision kuluttajabrändiliiketoimintaan. Päämarkkina-alue on Eurooppa ja tuotteita myydään pääosin isojen päivittäistavara-kauppaketjujen kautta. Segmentin liikevaihto raportoidaan kolmelta maantieteelliseltä alueelta, jotka ovat Länsi-Eurooppa (2019: 46 % liikevaihdosta), Pohjois-Eurooppa (37 % liikevaihdosta) sekä Keski- ja Itä-Eurooppa (17 % liikevaihdosta).

Vuonna 2019 segmentin liikevaihto oli 138 MEUR ja vertailukelpoinen liikevoitto oli 18,2 MEUR (EBIT 13,2 %). Segmentissä työskenteli vuonna 2019 keskimäärin noin 130 henkilöä.

Raisio ei avaa miten liikevaihto jakautuu eri brändien kesken, mutta arviomme mukaan suurimmat ovat 1) Benecol 2) Elovena ja 3) Nordic. Muut brändit ovat pääosin paikallisia ja melko pieniä.

Länsi-Eurooppa (46 % segmentin liikevaihdosta)

Länsi-Euroopan toiminta käsittää Benecol-tuotteiden myynnin Iso-Britanniaan, Belgiaan ja Irlantiin. Länsi-Euroopan liikevaihto vuonna 2019 oli 64 MEUR (2018: 66 MEUR). Raisiolla on vahva asema Iso-Britanniassa ja Irlannissa, sillä sen markkinaosuus kolesterolia alentavissa elintarvikkeissa on molemmissa maissa yli 60 %.

Iso-Britannian Benecol-liiketoiminta on kärsinyt viime vuosina talouskehitykseen ja kuluttajaluottamukseen vaikuttaneesta Brexit-epävarmuudesta. Belgiassa ja Irlannissa Benecol-tuotteiden myynti on ollut Iso-Britannian tapaan myös laskutrendillä jakeluun liittyvistä haasteista

johtuen. Yhtiö on käynnistänyt Belgiassa ja Irlannissa korjaavat toimenpiteet liiketoiminnan kääntämiseksi takaisin kasvu-uralle ja Raisio otti mm. Irlannin Benecol-liiketoiminnan oman myyntiorganisaationsa haltuun syksyllä 2018. Vuonna 2019 Raision liikevaihto Irlannissa pysyi yhtiön mukaan vertailukauden tasolla, mutta liiketulos heikkeni myynnin ja markkinoinnin uudelleenorganisoinnin myötä.

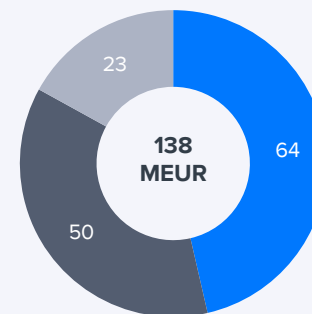
Länsi-Euroopan liikevaihtoon ja tuloskehitykseen vaikuttavat oleellisesti valuuttakurssimuutokset (erityisesti Iso-Britannian punta). Vaikutukset tulevat kahta kautta: 1) suoraan valuuttakurssimuutosten kautta (Iso-Britannian tytäryhtiöiden puntamääräinen tulos konvertoidaan euromääräiseksi) ja 2) välillisesti Benecol-liiketoiminnan ostojen ja tuotantolaitosten käyttöasteiden kautta.

Pohjois-Eurooppa (37 % segmentin liikevaihdosta)

Pohjois-Eurooppa käsittää Suomen, Skandinavian ja Baltian. Raision tunnetuimmat brändit alueella ovat Elovena, Benecol, Nordic, Sunnuntai, Nalle, Torino ja Provena. Vuonna 2019 Pohjois-Euroopan liikevaihto oli 50 MEUR (2018: 49 MEUR).

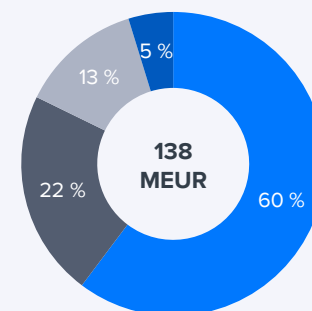
Raisio on tehnyt Suomessa viime vuosina panostuksia pääbrändien (Elovena ja Benecol) kehittämiseen ja uutuustuotelanseerauksiin (mm. Elovena Muru Kaurajauhis ja kreikkalaistyyppiset Benecol-jogurtit ja Benecol-välipalapatukat). Molempien brändien myynti on ollut Suomessa viime vuodet kasvu-uralla. Benecol-tuotteiden myynti kasvoi Suomessa vuonna 2019 noin 12 % ja Elovena-tuotteiden myynti kasvoi noin 4 %.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liikevaihto vuonna 2019 (MEUR)



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

Segmentin liikevaihto brändeittäin (linderesin arvio)



■ Benecol ■ Elovena ■ Nordic ■ Muut

Terveelliset elintarvikkeet - Brändiportfolio

Brändi	Osuus segmentin liikevaihdosta*	Brändin ydin	Tuotekategoriat	Tuote-esimerkkejä
	~ 60 %	Alentaa tehokkaasti kolesterolia	Levitteet, tehojuomat, jogurtit ja välipalapatukat	
	~ 22 %	Luonnollisesti terveellistä kaurasta	Kaurahiutaleet, pikapuurot, välipalapatukat- ja juomat ja Muru kaurajauhis (kuuluu Elovena-brändin alle)	
	~ 13 %	Arktista kauraa puhtaasta luonnosta	Hiutaleet, jauhot, puurot, välipalapatukat	
	< 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	

* Inderesin arvio

** Provena-tuotteet muuttuvat Elovena Gluten free-tuotteiksi vuoden 2020 aikana.

Terveelliset elintarvikkeet 2/3

Keski- ja Itä-Eurooppa (17 % segmentin liikevaihdosta)

Keski- ja Itä-Eurooppa käsittää Venäjän, Ukrainan ja Puolan, ja alueen liikevaihto vuonna 2019 oli 23 MEUR (2018: 22 MEUR). Keski- ja Itä-Euroopassa Raision tunnetuimpia brändejä ovat Benecol ja premium-hinnoiteltu Nordic. Venäjällä ja Ukrainassa Raision päätuotteita ovat Nordic-hiutaleet ja Puolassa Raisio on keskittynyt pelkästään Benecol-kuluttajaliiketoimintaan. Osana Keski- ja Itä-Euroopan toimintasegmenttiä raportoidaan myös Euroopan ja Hong Kongin Benecol-lisenssikumppanuudet. Arviomme mukaan Venäjä on Raisiolle Keski- ja Itä-Euroopan markkina-alueista selvästi suurin.

Vuonna 2018 Raision Venäjän liiketoiminta kärsi sekä ruplan heikentymisestä että viljojen hintojen voimakkaasta noususta ja Venäjän liikevaihto laski selvästi. Raisio vei vuoden 2019 alussa kohonneet raaka-ainekustannukset tuotehintoihin, minkä myötä myyntivolyymit laskivat alkuvuonna selvästi. Yhtiö kärsi myös vuoden 2019 aikana venäjäläiskuluttajien edelleen heikentyneestä ostovoimasta. Venäjän myyntivolyymien lasku pysähtyi kuitenkin viime vuoden loppupuolella ja kokonaisuudessaan Venäjän liikevaihto kasvoi vuonna 2019 toteutettujen hinnankorotusten myötä.

Raision Benecol-kuluttajatuotteiden myynti on laskenut Puolassa viime vuosina selvästi ja liiketoiminta on ollut tappiollista. Puolan haasteiden taustalla on ollut käsityksemme mukaan ankara kilpailutilanne ja raskas organisaatio- ja kulurakenne. Yhtiö aloitti Puolassa vuoden 2018 lopulla organisaation ja

kulurakenteen uudistamisen. Toteutettujen tehostamistoimenpiteiden myötä Raision Puolan liiketoimintojen liikevaihto laski vuonna 2019 selvästi ja kannattavuus parani. Puolassa tehtyjen tehostamistoimenpiteiden avulla kannattavuus on parantunut, mutta arviomme liiketoiminnan olevan Puolassa edelleen tappiollista.

Dr Schär-yhteistyöstä laajentumispotentiaalia

Raisio kertoi allekirjoittaneensa maaliskuussa 2019 pitkäaikaisen puitesopimuksen gluteenittomiin elintarvikkeisiin erikoistuneen Dr. Schär AG:n kanssa. Strategisen alianssin tavoitteena on kartoittaa mahdollisuuksia mm. tuotekehitysyhteistyön ja valmistuksen saralla. Raision mukaan yhteistyö avaa mahdollisuuksia Elovena- ja Benecol-brändeille Dr. Schärin vahvoilla markkina-alueilla Saksassa, Italiassa, Ranskassa ja Espanjassa. Dr. Schär taas on kiinnostunut Raision kauraosaamisesta.

Ensimmäinen konkreettinen askel Dr. Schär-yhteistyöstä nähtiin Q3'19, kun Raisio sai Benecol-patukat Espanjassa kaupan hyllyille. Dr. Schär hoitaa Raisiolle Benecol-patukoiden jakelua, eikä yhteistyö kata esim. kylmää myytäviä tuotteita. Näemme Dr. Schär -yhteistyön hyvänä tapana laajentaa liiketoimintaa uusille alueille ja/tai asiakkuuksiin, ja yhtiöillä voi olla monta erilaista polkua jatkaa yhteistyötä. Vuonna 2019 valmistuneesta Nokian kauramyllyinvestoinnista Raisio saa lisää kyvykkyyttä lähteä hakemaan entistä vahvempaa kasvua kauraliiketoiminnassa. Raisio on maininnut erilaisten yhteistyökuvioiden olevan uudessa strategiassa potentiaalinen kasvun lähde. Näiden käynnistäminen ja tulosten näkyminen on kuitenkin aikaa vievää puuhaa.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin eri brändien markkina-alueet

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

* Huom. Provena-tuotteet muuttuvat vuoden 2020 aikana Elovena Gluten free -tuotteiksi. Tämä johtuu siitä, että Raisio on päättänyt käyttää uudessa strategiassaan Elovena kansainvälisen kauraliiketoiminnan pääbrändinä.

Terveelliset elintarvikkeet 3/3

Mittavat investoinnit kasvipohjaisiin lisäarvotuotteisiin

Raisio tiedotti kesällä 2019 käynnistävänsä uuden 45 MEUR:n investoinnin kasvipohjaisiin lisäarvotuotteita valmistavaan tuotantolaitokseen Raision tehdasalueelle. Investoinnilla yhtiö vastaa kasvipohjaisen ruoan kysynnän vahvaan kasvuun erityisesti Euroopan markkinoilla. Tämä on Raision suurin tuotannollinen investointi vuosikymmeniin ja se on merkittävässä roolissa yhtiön tulevien vuosien kasvun kannalta. Yhtiö kertoi rahoittavansa tuotantolaitoksen pääasiassa vahvalla kassalla ja kassavirralla.

Uutta tuotantolaitosta alettiin rakentaa syksyllä 2019 ja sen on määrä valmistua vuonna 2021. Ensimmäiset tuotteet uudelta tehtaalta tulevat yhtiön mukaan myyntiin H2'21. Yhtiö ei vielä paljasta tarkemmin, minkälaisia tuotteita tehtaalla on tarkoitus alkaa valmistaa, mutta käsityksemme mukaan kaura toimii tehtaan pääraaka-aineena. Kaurapohjaisten tuotteiden kysyntänäkymät ovat maailmalla tällä hetkellä varsin hyvät ja suhtaudumme investointiin positiivisesti. Investoinnilla on näkemyksemme mukaan edellytykset yltää konsernin nykyistä tasoa korkeampaan sijoitetun pääoman tuottoon (ROIC 2019: 13,9 %), kun se pääsee kunnolla käyntiin. Tämä johtuu siitä, että modernilla ja tehokkaalla tehtaalla tullaan arviomme mukaan valmistamaan korkean lisäarvon tuotteita yhtiön vahvimille brändeille (Benecol- ja Elovena), joilla on myös omilla päämarkkinoillaan hyvä hinnoitteluvoima.

Raisio on kertonut tehtaan työllistävän vaikutuksen olevan täydellä kapasiteetilla 30-35 henkilöä. Laskelmiemme mukaan tehdas voisi

yltää täydessä kapasiteetissa noin 30-40 MEUR:n liikevaihtoon ja 4-7 MEUR:n liikevoittoon. Tämä tarkoittaisi 14-26 %:n tulospaannusta verrattuna koko Raisio-konsernin 2019 vertailukelpoiseen liikevoittoon (27,3 MEUR). Uuden tehtaan ylösajo vie kuitenkin useamman vuoden ja tämän takia ainakin lyhyellä aikavälillä kulurakenne on korkea suhteessa tehtaasta tuotettuun liikevaihtoon.

Markkina- ja kilpailuympäristö

Keskeiset raaka-aineet ovat viljat ja sterolit

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

Keskittynyt päivittäistavarakauppa on intensiivinen neuvottelukumppani

Raision kuluttajatuotteiden jakelu tapahtuu pääosin suurten eurooppalaisten päivittäistavarakauppaketjujen kautta. Raision tuotekategorioissa on useita kilpailijoita ja yhtiön kilpailuympäristö on erittäin kireä. Päämarkkina-alueilla (mm. Suomi ja Iso-Britannia) kauppa on keskittynyt muutamien isojen pelureiden käsiin, mikä johtaa yleensä intensiivisiin neuvotteluihin. Varsinkaan pienillä elintarvikeyrityksillä ei useissa tapauksissa ole muuta vaihtoehtoa kuin alistua kaupan ehtoihin. Raision tuleekin onnistua pitämään brändit relevantteina, tuotekehitys hereillä trendeistä ja valmistus kilpailukykyisenä, jotta marginaaleista kyetään pitämään kiinni.

Private label ja kiristynyt kilpailu hyllytilasta testaavat brändien hinnoitteluvoimaa

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

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

Päämarkkinoiden kasvunäkymät ovat maltilliset

Terveelliset elintarvikkeet –segmentin liikevaihto tulee lähes kokonaan Euroopasta ja suurimmat markkina-alueet ovat Suomi ja Iso-Britannia. Päämarkkina-alueiden kasvunäkymät ovat maltilliset ja elintarvikemyynnin voidaan pitkällä aikavälillä odottaa kasvavan BKT:n ja yksityisen kulutuksen kanssa kiinteässä yhteydessä. Segmentin kasvun voidaan siis olettaa jatkossa olevan maltillista yksinumeroista prosenttikasvua.

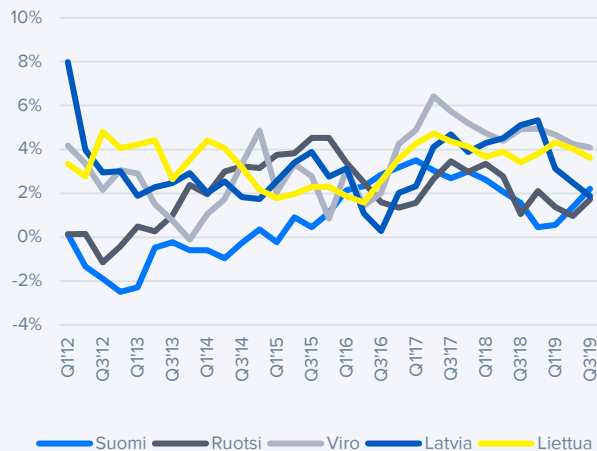
Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



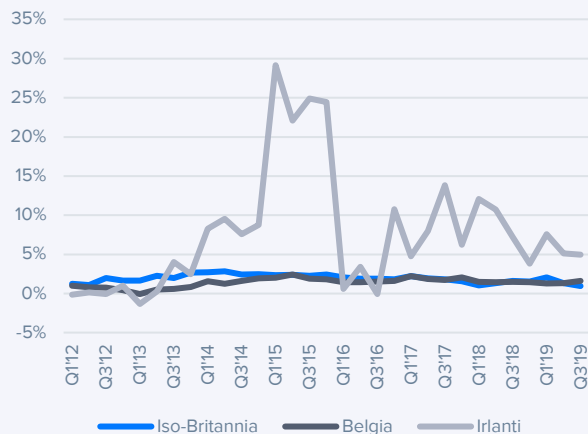
* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin markkinaympäristö

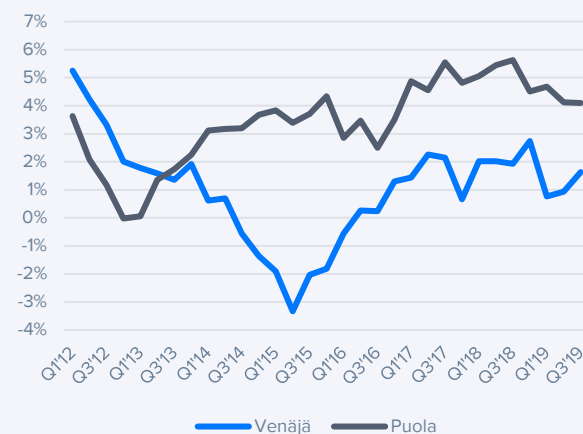
BKT:n kasvu Pohjois-Euroopan päämarkkina-alueilla



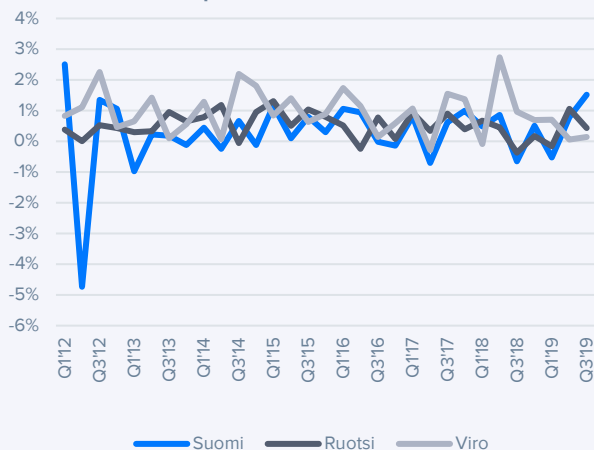
BKT:n kasvu Länsi-Euroopan päämarkkina-alueilla



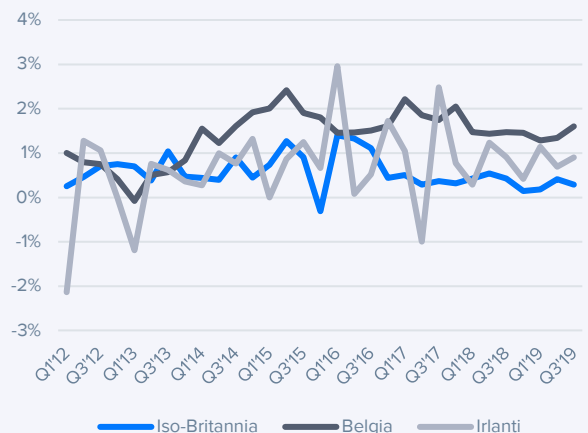
BKT:n kasvu Keski- ja Itä-Euroopan päämarkkina-alueilla



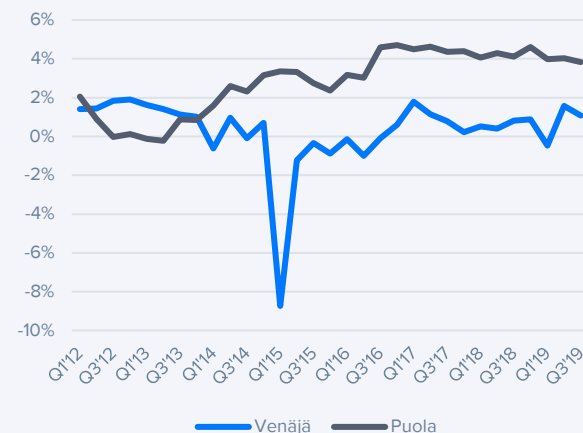
Yksityinen kulutus Pohjois-Euroopan päämarkkina-alueilla



Yksityinen kulutus Länsi-Euroopan päämarkkina-alueilla

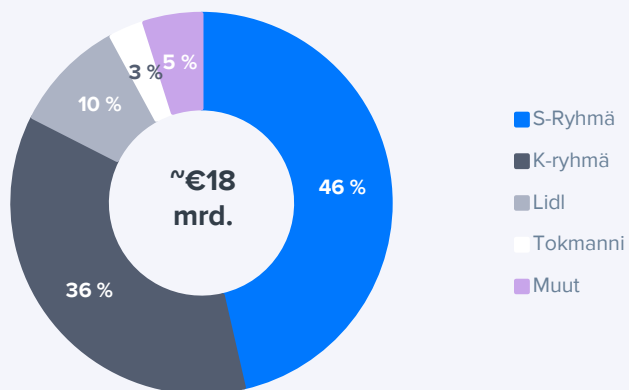


Yksityinen kulutus Keski- ja Itä-Euroopan päämarkkina-alueilla

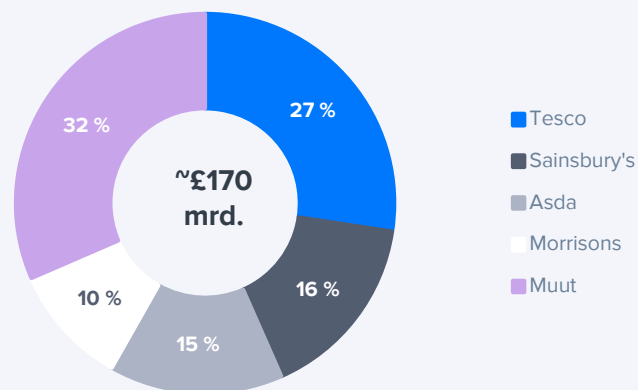


Terveelliset elintarvikkeet -segmentin markkinaympäristö

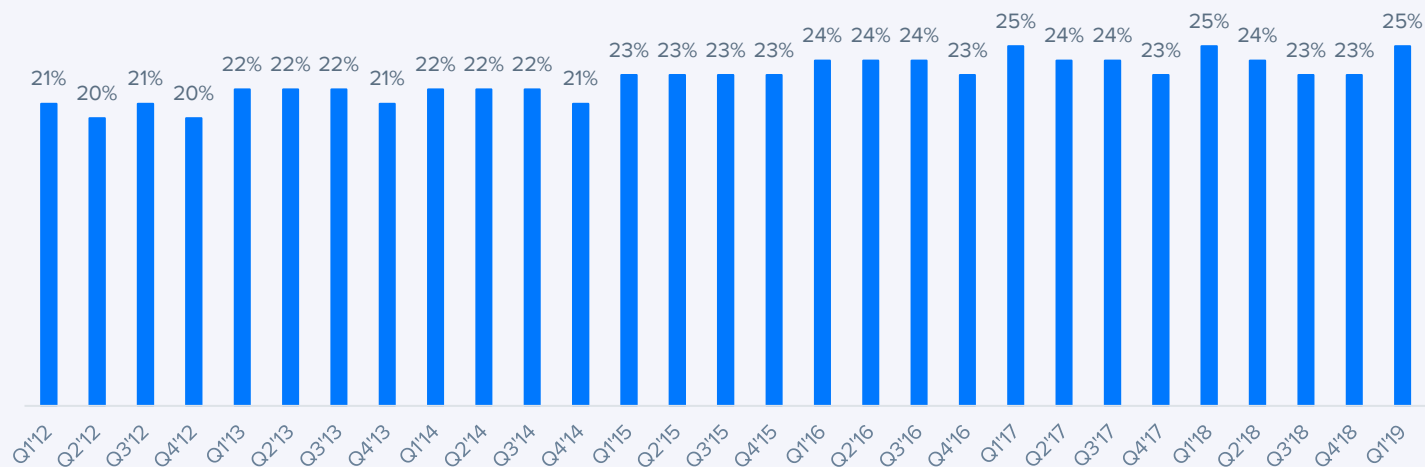
Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2019)



Iso-Britannian PT-kaupan markkinaosuudet (2019)



Kaupan merkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%-arvo)*



*Lähde: Nielsen Homescan, PTY

Terveelliset ainesosat 1/3

Terveelliset ainesosat –segmentti sisältää monta eri liiketoimintaa

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

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

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

Segmentin liikevaihto vuonna 2019 oli 125 MEUR (2018: 117 MEUR) ja vertailukelpoinen liikevoitto 12,5 MEUR (2018: 12,9 MEUR) eli 10,0 % liikevaihdosta. Segmentissä työskenteli vuonna 2019 keskimäärin noin 150 henkilöä.

Benecol-ainesosan lisenssimyynti

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

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

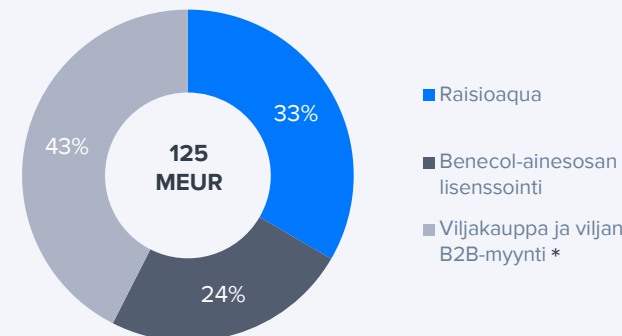
Raisio ei avaa tarkemmin miten Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihto jakautuu eri toimintojen kesken, mutta arviomme mukaan Benecol-ainesosan liikevaihto vuonna 2019 oli noin 30 MEUR (24 % segmentin liikevaihdosta). Kannattavuus on lisensointimallin luonteesta johtuen erittäin hyvä ja arviomme ainesosan liikevoittomarginaalin olevan noin 30-40 %.

Kalanrehujen myynti (Raisioaqua)

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

Raisioaquan mynnistä noin 2/3 suuntautuu vientiin (pääosin Luoteis-Venäjälle) ja 1/3 Suomeen. Raisio on käsityksemme mukaan ainoa suomalainen kalanrehuntuottaja ja yhtiöllä on Suomessa noin 50 %:n markkinaosuus. Luoteis-Venäjällä markkinaosuus on noin 45 % ja Latvian ja Viron alueella noin 20 %. Yhtiön mukaan vuonna 2019 kalanrehujen liikevaihto kasvoi yli 30 % ja arviomme mukaan Raisioaquan liikevaihto on reilu 40 MEUR (eli 33 % segmentin liikevaihdosta). Raisioaquan liikevoittomarginaali on arviomme mukaan noin 6-8 %.

Terveelliset ainesosat liikevaihtojakauma 2019
(Inderesin arvio)



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

Terveelliset ainesosat brändit ja tuotesovellukset



Kauratuotteet teollisuudelle



Hercules-kalanrehut



Kasvuluotain-sovellus kalojen ruokinta- ja kasvatustulosten seurantaan



Benecol-ainesosan lisensointi (kasvistanoliesteri)



Itämerirehulla kasvatettu kirjolohi ja siika



Itämeren ravinnekuormitusta vähentävä kalanrehu

Terveelliset ainesosat 2/3

Kalanrehujen kysyntä on melko syklistä ja siihen vaikuttavat erityisesti sääolosuhteet sesongin painottuessa keväästä syksyyn. Kysyntää voivat heiluttaa myös poliittiset päätökset ja esimerkiksi vuonna 2018 Raisioaquan liikevaihto laski merkittävästi, kun Venäjä asetti yhtiön tuotteille tuontikiellon. Tämä johtui siitä, että Raisioaquan kalanrehuista löytyi muuntogeenistä soijaa yli sallittujen pitoisuuksien. Raisio korjasi asian pian ja Venäjän rajat avautuivat tuotteille jälleen vuoden 2018 lopussa. Varaston täydennysten ja suotuisten kalankasvatussäiden vuoksi vuodesta 2019 tuli Raisioaqualle ennätysellinen myyntivuosi.

Syklisyydestä huolimatta kalanrehujen kysyntänäkymät ovat melko hyvät. Kasvatetun kalan kulutuksen ennustetaan jatkuvan ja EU on asettanut tavoitteeksi lisätä kasvatetun kalan tuotantoa noin 5 %:lla vuosittain. Suomessa ja Ruotsissa tavoitellaan myös vesiviljelytuotannon kaksinkertaistamista lähivuosina. Raisioaquan liiketoiminta on kausiluonteisesti hiljaista Q4-Q1 aikana ja vilkasta Q2-Q3 aikana. Raisioaqua solmi vuonna 2019 uusia asiakkuuksia Ruotsista ja Puolasta. Uusilla markkinoilla olevat asiakkaat tukevat liiketoiminnan kasvunäkymiä ja myös pidentävät sesonkia vuoden alku- ja loppupäästä, sillä ne toimivat lämpimämmillä alueilla kuin nykyiset asiakkaat (Suomi ja Luoteis-Venäjä).

Benella-brändi

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

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

Viljakauppa ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

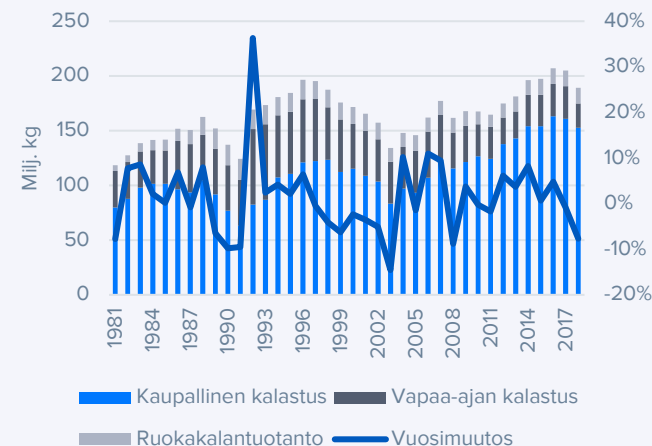
Viljanhankinta ja viljakauppa

Viljanhankinta on Raisiolle pääasiassa viljojen hankintaa omien tuotteiden valmistukseen. Viljakauppa taas on luonteeltaan matalakatteista välitysluontoinen. Viljakaupan liikevaihto- ja tuloskehitys on altis 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 kuuluu yhtiön strategiaan painopistealueisiin.

Viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti

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

Suomen kokonaiskalantuotanto



Lähde : Luonnonvarakeskus

Kauran hinta (€/tn.)



Lähde : Bloomberg

Terveelliset ainesosat 3/3

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

Viljakaupan ja viljapohjaisten tuotteiden B2B-myynti on yhteenlaskettuna arviomme mukaan Terveelliset ainesosat –segmentin suurin liiketoiminta liikevaihdolla mitattuna. Arviomme mukaan sen liikevaihto vuonna 2019 oli noin 53 MEUR eli hieman yli 40 % segmentin liikevaihdosta. Tämä luku sisältää sekä konsernin sisäisen myynnin (raaka-ainemyynti Terveelliset elintarvikkeet -yksikölle) että myynnin konsernin ulkopuolisille asiakkaille. Vuonna 2019 Raision segmenttien välinen myynti oli 27,3 MEUR (2018: 27,5 MEUR), mikä koostuu pääosin sisäisestä raaka-ainemyynnistä Terveelliset elintarvikkeet-segmentille.

Raisio investoi vuonna 2019 noin 8 MEUR Nokian kauramylllyn modernisointiin ja kapasiteetin kasvattamiseen. Yhtiö on myös tehnyt panostuksia markkinointi- ja myyntikonseptien kehittämiseen valmistautuakseen erityisesti gluteenittomien kauratuotteiden kysynnän kasvuun sekä Suomessa että muualla Euroopassa. Kun ”tavallisen kauran” hinta tyyppilliselle teollisuusasiakkaalle on tällä hetkellä noin 150-160 euroa per tonni, niin Raision valmistaman gluteenittoman kauran hinta voi olla moninkertainen tähän verrattuna. Raisio pyrkii vastaamaan Nokian kauramylllyinvestoinnilla selvästi kasvaneeseen lisäarvokauran kysyntään ja näemme tämän tekevän myös pitkässä tähtäimessä hyvää yhtiön kannattavuudelle.

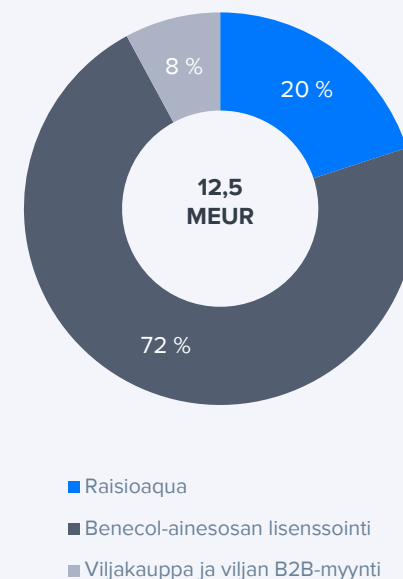
Käsityksemme mukaan kohderyhmä kauraviennin kasvattamisessa on ensimmäisessä vaiheessa B2B-asiakkaat (mm. kaurajuomateollisuus, leipomot jne.). Myöhemmin vientiponnistuksia on tarkoitus tehdä enemmän myös kuluttaja-asiakkaille Elovena-brändin alla (Terveelliset elintarvikkeet -segmentti).

Johtuen perinteisen viljakaupan ja matalakatteisen B2B-myyntin vielä suuresta osuudesta segmentin liikevaihdossa, arvioimme tämän liiketoiminnan kannattavuusprofiilin olevan Terveelliset ainesosat -yksikön heikoin. Arviomme viljakaupan ja viljan B2B-myyntin liikevoittomarginaalin olevan noin 2-4 %:n välillä.

Benecol-ainesosan myynti tuo arviomme mukaan leijonaosan segmentin tuloksesta

Raisio ei tarkemmin avaa miten Terveelliset ainesosat –segmentin myynti tai tulos kehittyvät. Perustuen liiketoimintojen luonteeseen ja arvioon niiden kokoluokasta, olemme myös pyrkineet arvioimaan segmentin tuloksen muodostumista. Arviomme mukaan noin 70 % segmentin vuoden 2019 liikevoitosta syntyy Benecol-ainesosan lisenssimyynnistä. Tämä tarkoittaa, että yhtiö myy arviomme mukaan noin 30 MEUR:lla aineosaa tehden 30 %:n liikevoittomarginaalia (~9 MEUR). Noin 20 % liikevoitosta tulee arviomme mukaan Raisioaquasta, jonka liikevaihto on arviomme mukaan reilu 40 MEUR ja liikevoittomarginaali 6 % (~2,5 MEUR). Suuresta viljakaupan ja viljan B2B-myyntin volyymista huolimatta, arvioimme tämän liiketoiminnan tuovan alle 10 % Terveelliset ainesosat –segmentin liikevoitosta (~1,0 MEUR).

Terveelliset ainesosat -segmentin liikevoiton jakautuminen 2019 (Inderesin arvio)



Raision liiketoimintamalli

Raaka-aine

Raision valmistuksessa käytettävät raaka-aineet

Euromääräisesti suurimmat ovat:

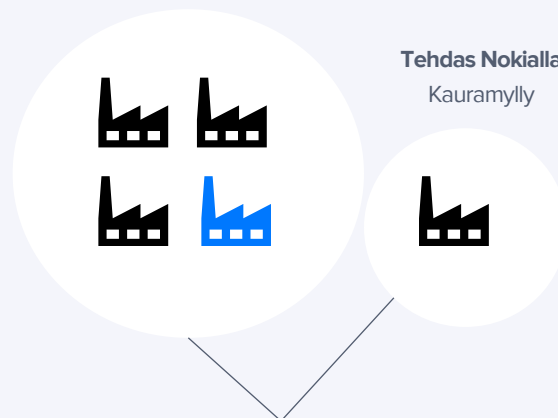
- 1) viljapohjaiset raaka-aineet (mm. kaura)
- 2) sterolit (puusta, rypsiä tai soijasta)

Valmistuksessa käytettävistä raaka-aineista noin 70 % on viljoja, joista noin 96 % ostetaan suomalaisilta viljelijöiltä.

Tuotanto

Tehdasalue Raisiossa (42 hehtaaria)

sisältää yhtiön pääkonttorin ja tuotantolaitoksia (3 kpl).



Raisio-konsernin tuotantolaitokset:

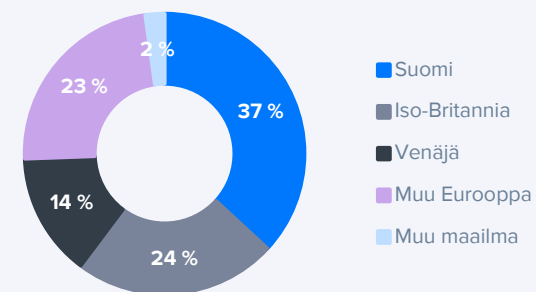
1. Nokian kauramyly
2. Vehnämyly ja pastatehdas (1 tehdas, 2 eri teknologiaa)
3. Raisioaquan kalanrehutehdas
4. Esteröintilaitos (sterolista valmistetaan kasvistanolia)
5. Kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitos (valmistuu 2021)

Asiakkaat

Raisio-konsernin suurimmat asiakasryhmät:

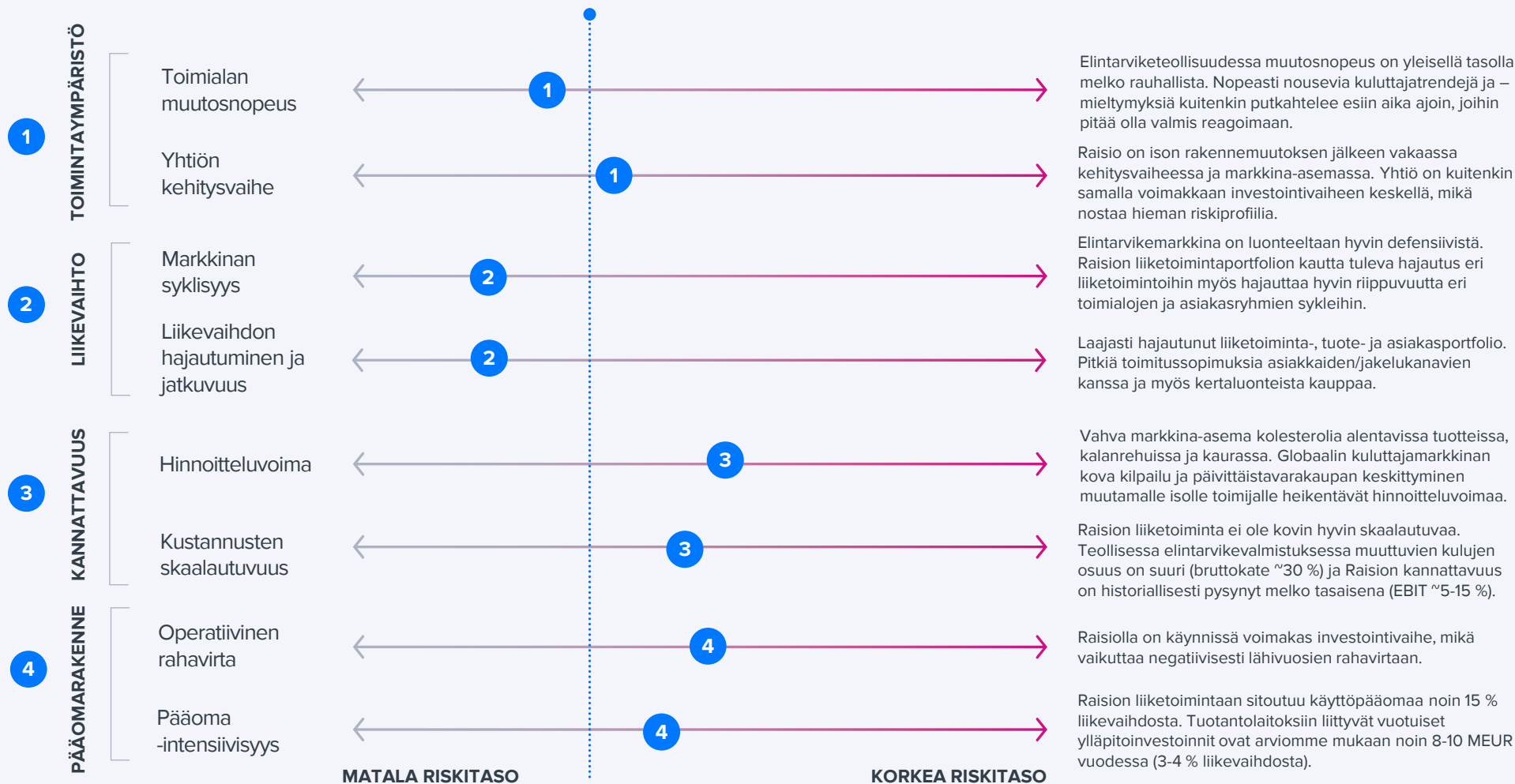
- Päivittäistavarakaupat
- Tukkukaupat
- Kalankasvattajat
- Benecol-lisenssivalmistajat
- Leipomot
- Teollisuus
- Suurkeittiöt

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma (2019)



Raision liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Raision liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt 1/3

Raisiolla on värikäs yritysjärjestelyjen historia

Nykytuotoinen Raisio on syntynyt lukuisten yritysjärjestelyjen myötä ja yhtiö on muuttanut muotoaan moneen kertaan 2000-luvulla. Raision lähihistorian kehitys voidaan jakaa mielestämme neljään varsin selvään 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-naudanrehuun sekä 4) vuosina 2018-2019 nähty fokuoittuminen nykyisiin ydinliiketoimintoihin eli terveellisesti ja vastuullisesti tuotettuun ruokaan.

2005-2009: Kriisi ja kannattavuuskäännö

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

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

Vuosina 2007-2009 Raisio sopeutti ja

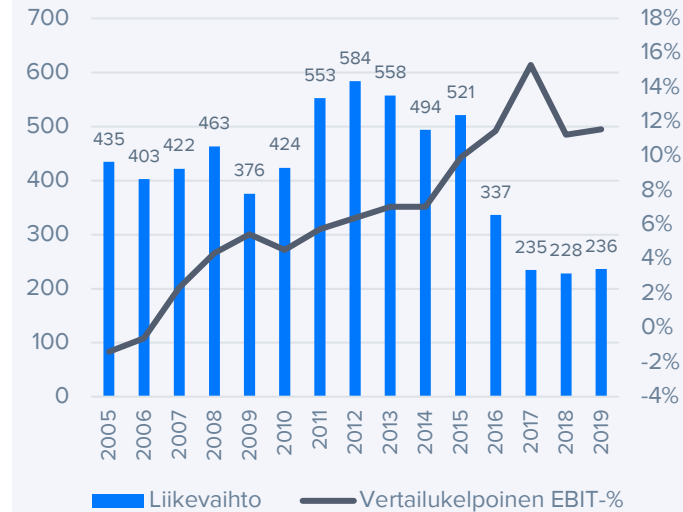
uudelleenjärjesteli toimintojaan määrätietoisesti. Tehostamistoimenpiteet näkyivät mm. henkilöstövähennyksinä, tutkimus- ja kehitysmenojen leikkauksina (2009: 1,6 MEUR vs. 2006: 9,8 MEUR) sekä kannattamattomien liiketoimintojen myynteinä. Raision vuosien 2007-2009 keskeisimpiin divestointeihin lukeutuivat:

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

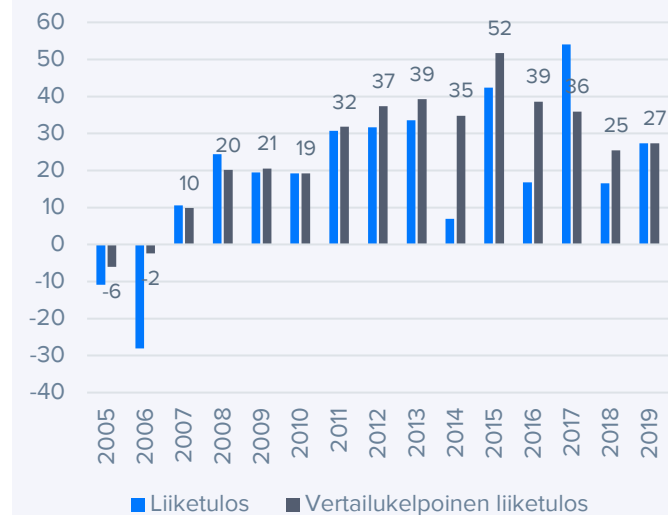
Tehtyjä divestointeja voidaan pitää mielestämme sekä strategisesti että taloudellisesti järkevinä ja erityisesti Margariiniliiketoiminnan myynnistä saatu 80 MEUR:n kauppahinta (EV/Sales ~1,8x) oli liiketoiminnan heikot kysyntänäkymät huomioiden näkemyksemme mukaan erinomainen.

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

Konsernin jatkuvat toiminnot



Jatkuvien toimintojen liike-tulos 2005-2019



Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt 2/3

2010-2012: Yritystovetoista kasvua

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

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

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

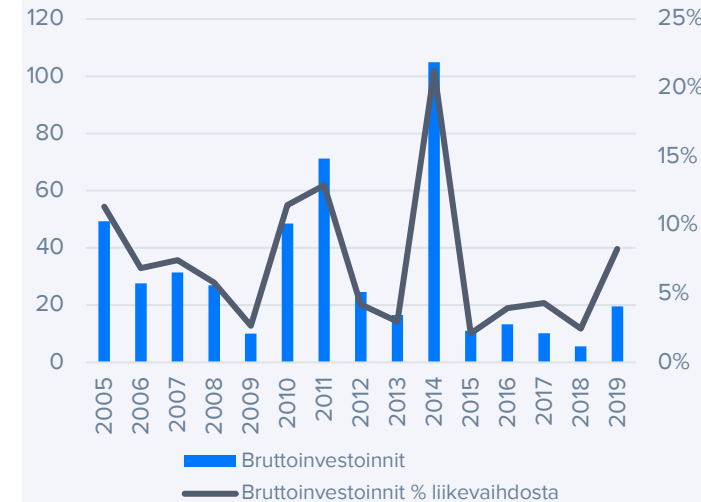
Vuonna 2012 yritysostot saivat jatkoa Raision hankittua puolalaisen Sulman pasta- ja suurimoliiketoiminnan (liikevaihto 4 MEUR) ja tsekkiläisen Candy Plusin makeisliiketoiminnan (liikevaihto 23 MEUR). Sulman velaton kauppahinta 2,1 MEUR tarkoitti EV/Sales 0,6x-kerrointa. Tsekkiläisestä makeisvalmistaja Candy Plusista Raisio maksoi puolestaan 20,5 MEUR:n kauppahinnan, mikä vastasi EV/Sales- ja EV/EBIT-kertoimia 0,9x ja 9,8x. Candy Plus-yritystostolla Raisio kertoi tavoittelevansa synergiahyötyjä jo olemassaolevien makeisliiketoimintojen kanssa. Yritystoston logiikka oli mielestämme erikoinen, sillä makeisliiketoiminta oli varsin kaukana yhtiön asettamista yritysostokriteereistä (ekologiset ja terveelliset välipalatuotteet).

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

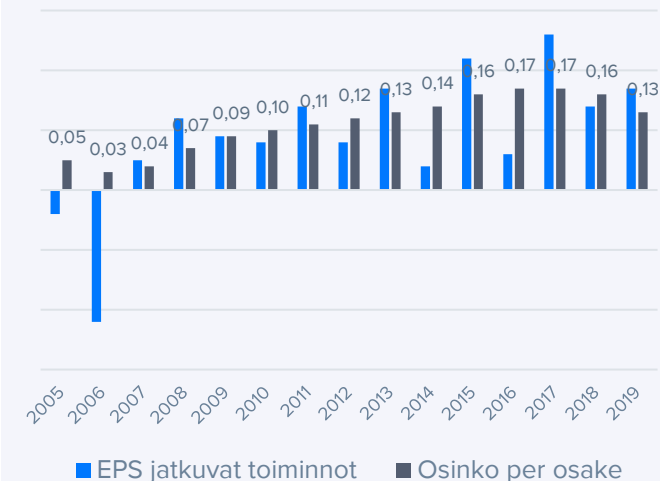
2013-2017: Divestointeja ja panostuksia Benemilk-innovaatioon

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

Bruttoinvestoinnit 2005-2019



EPS ja osinko



Historiallinen kehitys ja rakennejärjestelyt 3/3

Raision vuosien 2013-2017 keskeisimpiin divestointeihin lukeutuivat:

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

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

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

Benecol-liiketoiminnan takaisinosto

Lukuisten divestointien vastapainoksi Raisio

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

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

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

2018-2019: Fokusoituminen ydinliiketoimintaan

Raisio jatkoi uudistumistaan vuonna 2018 myymällä maidontuotannon rakennemuutoksesta

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

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

Vuonna 2019 Raisio keskittyi strategiansa mukaisesti ydinliiketoimintojensa kasvun ja kannattavuuden turvaamiseen. Yhtiö lisäsi panostuksia tutkimus- ja kehitystyöhön, sai päätökseen 8 MEUR:n kauramyllyinvestoinnin Nokialle ja käynnisti 45 MEUR:n investoinnin kasvipohjaisia lisäarvotuotteita valmistavaan Raision tuotantolaitokseen. Alkuvuonna 2019 kohonneista raaka-ainekustannuksista ja Brexitin tuomasta epävarmuudesta huolimatta Raisio onnistui vuonna 2019 parantamaan myös kannattavuuttaan ja vertailukelpoinen liikevoittomarginaali nousi 11,5 %:iin (2018: 11,2 %).

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

Raision rakennejärjestelyt 2005-2018

Vuosi	Tapahtuma	Kohde	Liiketoiminnan koko
2005	Yritysosto	Puolalaisen Oboryn meijerin vähemmistöosuuden hankinta	25 %:n omistusosuus, liikevaihto noin 12 MEUR, 110 hlö
2007	Divestointi	Perunaliiketoiminnan myynti Profood Oy:lle	Työllisti 47 hlö
2007	Divestointi	Nokialla luovuttiin kotimaan leipomojauhomyynnistä ja suljettiin kaksi myllyä	-
2007	Divestointi	Diagnostiikkaliiketoiminnan myynti yhdysvaltalaiselle BioControlille	Liikevaihto 9 MEUR, EBIT -2,1 MEUR (2006), työllisti 67 hlö
2007	Divestointi	Puolalaisen Obory meijerin omistusosuudesta luopuminen	-
2007	Divestointi	Osakkuusyritys Vihannin Vedenpuhdistamo Oy:n myynti	-
2007	Divestointi	Erikoisrehuja valmistavan Monäs Feed Oy Ab:n myynti	Työllisti 15 hlö
2008	Divestointi	Raisio luovutti Lantmännienille 50 % omistuksensa GoGreen AB:stä ja 27 % osuuden AS Rigas Dzirnarnieks-yhtiöstä	-
2008	Yritysosto	Lantmännen luovutti Raisiolle 25 prosentin osuuden yhteisyritys Melia Oy:stä	-
2009	Divestointi	Margariniiliiketoiminnan myynti Bungelle	Kauppahinta 80 MEUR, liikevaihto 45 MEUR
2010	Yritysosto	Englantilaisen välipalayhtiö Glistenin osto	Kauppahinta noin 53 MEUR, liikevaihto 85 MEUR
2011	Divestointi	Mallasliiketoiminta myytiin Viking Maltille	Kauppahinta 17 MEUR, työllisti 24 hlö
2011	Yritysosto	Aamiais- ja välipalatuotteisiin ja makeisiin keskittyneen Big Bearin osto (Iso-Britannia)	Kauppahinta 95,3 MEUR, liikevaihto 65,1 MEUR, EBIT 12,1 MEUR
2012	Yritysosto	Puolalaisen Sulman pasta- ja suurimolliiketoiminnan osto	Kauppahinta 2,4 MEUR, liikevaihto 3,9 MEUR, työllisti 85 hlö
2012	Yritysosto	Tsekkiläisen Candy Plusin makeisliiketoiminnan osto	Kauppahinta 20,5 MEUR, liikevaihto 23,3 MEUR ja EBIT 2,1 MEUR
2013	Divestointi	Non-dairy-liiketoiminnan käyttöomaisuus ja Nordic Milkfreedom ja Soygurt-brändit Norajaliselle Kavlille	Liikevaihto noin 7 MEUR, 0,6 MEUR alaskirjaus myynnin yhteydessä
2013	Divestointi	Yhdysvalloissa sijaitsevan esteröntilaitoksen myynti yhdysvaltalaiselle Avoca Inc:lle	Liikevaihto ilman kasvistanoliesterin valmistusta 3,2 MEUR, 19 hlö
2014	Yritysosto	Johnson & Johnsonin Benecol-liiketoiminnan osto	Kauppahinta 88,4 MEUR, kaupalla arvioitiin olevan noin 9 MEUR:n positiivinen EBIT-vaikutus
2015	Divestointi	Sulman pastaliiketoiminta myytiin	1,5 MEUR:n luovutustappio
2016	Divestointi	Raisio myi Ison-Britannian tappiollisen välipalapatukaliiketoiminnan (Halo Foods) pääomasijoittaja Nimbutille	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

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Terveellisen kasvun strategia

Raisio julkaisi joulukuussa 2018 uuden "Terveellisen kasvun" strategian vuosille 2019-2021. Strategian keskiössä on fokuusoituminen ydinliiketoimintaan ja keskittyminen terveellisiin, kasvipohjaisiin elintarvikkeisiin ja ainesosiin.

Strategian keskeisenä tavoitteena on kasvattaa kauraliiketoiminnasta toinen kansainvälinen tukijalka Benecol-liiketoiminnan rinnalle. Yhtiö tavoittelee strategiassaan kasvua myös uusille markkina-alueille laajentumisen avulla.

Raision strategisena tavoitteena on kasvu sekä organisesti että yritysostoin, ja uskomme yritysostojen olevan strategiakaudesta jopa todennäköisiä. Emme usko yhtiön kuitenkaan lähtevän yritysostorintamalla sellaisille aktiivisille "shoppailukierroksille", mitä yhtiöltä on joskus historiassa nähty. Strategiaa aiotaan arvioida mukaan toteuttaa siten myös yritysostojen kohdalla terveellisesti ja vastuullisesti.

Strategiset painopistealueet 2019-2021

Raisio asetti strategiassaan vuoden 2019 painopistealueeksi ydinliiketoimintojen kannattavan kasvun turvaamisen. Tämän keskiössä oli brändiportfolion fokusoiminen, uusien asiakkuuksien tavoittaminen ja entistä vahvempi kaupallinen fokus. Brändiportfolion fokusoimisessa Raisio keskittyi vuonna 2019 kansainvälisten Elovena- ja Benecol-brändien vahvistamiseen ja paikallisten brändien lukumäärään vähentämiseen (mm. päätös sulauttaa Provena-tuotteet Elovena-brändin alle). Uusia kuluttajia yhtiö pyrki tavoittamaan mm.

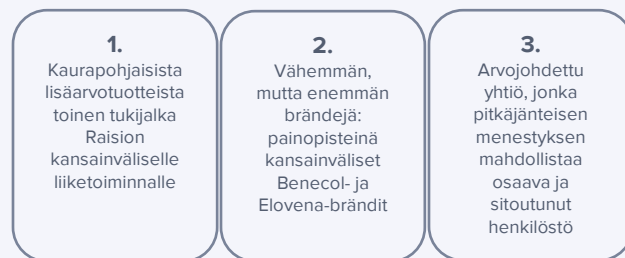
uusilla tuoteryhmillä ja entistä tehokkaammalla terveydenhuollon ammattilaisille suunnatulla viestinnällä Benecol-tuotteiden terveyshyödyistä.

Vuonna 2019 yhtiö onnistui raaka-ainekustannusten huomattavasta noususta huolimatta säilyttämään hyvän kannattavuuden ja investoimaan edelleen avainbrändien tunnettuuteen. Raision liikevaihto kasvoi 3,5 % vuonna 2019 ja oli 236 MEUR ja samanaikaisesti vertailukelpoinen liikevoittomarginaali parani 11,5 %:iin (11,2 %).

Vuoden 2020 strategiseksi painopistealueeksi on asetettu kansainvälinen lisäarvoliiiketoiminta kauratuotteissa. Yhtiö valmistautui jo vuonna 2019 viennin voimakkaaseen kasvuun 8 MEUR:n investoinnilla Nokian kauramylyyn, Dr. Schärin kanssa aloitetulla yhteistyöllä sekä käynnistämällä 45 MEUR:n investoinnin Raisiossa uuteen kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitokseen.

Raisio aloitti gluteenittomien kauratuotteiden valmistuksen Nokian myllyllä vuoden 2020 alussa ja ensimmäiset gluteenittomat Elovena-tuotteet tulivat kauppojen hyllyille alkuvuoden aikana. Tammikuussa 2020 Raisio tiedotti Elovena-brändiuudistuksesta ja kertoi valinneensa Elovenan kansainvälisen kauraliiketoiminnan kärki-brändiksi. Näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet saada kauraliiketoiminnasta uutta (merkittäväkin) liikevaihtoa ensin teollisuusasiakkaiden kanssa ja sen jälkeen laajentamalla kuluttajaliiketoimintaan uusille maantieteellisille alueille Elovena-brändin kanssa.

Terveellisen kasvun strategia



Orgaanisen kasvun tiekartta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Vuoden 2021 strategiseksi painopistealueeksi valittiin laajentuminen uusille markkinoille. Käsityksemme mukaan Raisio on tehnyt asiasta jo laajasti markkinatutkimusta ja yhtiö tulee hakemaan kasvua ainakin 1-2 uudesta maasta, missä yhtiöllä ei vielä tällä hetkellä ole omaa liiketoimintaa. Uskomme Elovenan ja/tai Benecolin toimivan uusien kansainvälisten markkinoiden keihäänkärkibrändeinä ja uudet maat ovat todennäköisesti Euroopassa.

Taloudelliset tavoitteet

Raision vuonna 2018 asettamat taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2019-2021 ovat:

Kasvu: tavoitteena yli 4 %:n keskimääräinen vuosittainen liikevaihdon orgaaninen kasvu (2019: kasvu 3,5 %).

Kannattavuus: tavoitteena yli 10 %:n vertailukelpoinen liiketulos (2019: 11,5 %).

Osingonjakopolitiikka

Raision tavoitteena on jakaa vuosittain osinkona 50-100 % jatkuvien liiketoimintojen osakekohtaisesta tuloksesta. Tämän lisäksi hallitus voi ehdottaa lisäosingon jakamista. (2019: osingonjakosuhte 81 %).

Vuoden 2021 tavoitteet

Raisio asetti strategiakauden viimeisen vuoden (2021) konkreettisiksi tavoitteiksi tehdä liikevaihtoa 260 MEUR ja vertailukelpoista liiketulosta 32 MEUR. Tämä tarkoittaisi, että liikevaihdon tulisi kasvaa 10 % vuoden 2019 tasosta (236 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton tulisi kasvaa 17 % vuoden 2019 tasosta (27,3 MEUR). Vuoden 2021 tavoitteet on yhtiön

mukaan määritelty jatkuville liiketoiminnoille, eikä ne siten sisällä oletuksia yritysjärjestelyistä.

Inderesin näkemys strategiakauden tavoitteista

Raision kasvu- ja kannattavuustavoitteet laadittiin vuoden 2018 lopussa, milloin maailmantalous näytti kulkevan vielä kohtalaisen rauhallisessa kasvuypäristössä, kuluttajaluottamus oli hyvällä tasolla ja Raisiolla oli putkessa kaksi merkittävästi tulevien vuosien kasvua tukevaa investointia (Nokian kauramyly ja Raision uusi kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitos). Tavoitteet perustuivat yhtiön päämarkkinoiden odotetuille kasvunäkymille vuosien 2019-2021 aikana sekä yhtiön arvioille kunkin liiketoiminnan tulospotentiaalista strategiakauden aikana.

Raision 2019 luvut olivat melko hyvin linjassa strategiakauden tavoitteiden kanssa (liikevaihto +3,5 % ja liikevoittomarginaali 11,5 %). Arvioimme tilanteen kuitenkin muuttuvan koronaviruksen aiheuttaman talousshokin takia selvästi haastavammaksi strategiakauden jäljellä olevien vuosien aikana (2020-2021) ja odotamme tämän takia yhtiön jäävän 2021 tavoitteiden alapuolelle sekä liikevaihdon että liikevoiton osalta.

Vahva tase antaa tukea turbulenssissa ja takaa hyvin osingonmaksukyvyn. Elintarvikesektorin defensiivisen luonteen takia Raisio ei arvioimme mukaan kuulu ainakaan viruksen aiheuttaman talousshokin pahimpien kärsijöiden joukkoon. Kaupoista hamstrattavien elintarvikkeiden ja ravintolasyönnin väheneminen voi jopa lyhyellä aikavälillä olla positiivinen ajuri Raisiolle, mutta 1-2 vuoden tähtäimellä näemme vaikutuksen olevan enemmän negatiivisella puolella. Käymme ennusteitamme tarkemmin läpi sivulta 27 alkaen.

Strategiakauden taloudelliset tavoitteet

Liikevaihdon kasvu	2019	2020e	2021e
Raision tavoite (keskim. 4%/v.)	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Toteutunut / Inderesin ennuste	3,5 %	0,8 %	5,2 %

Vertailukelpoinen liikevoitto	2019	2020e	2021e
Raision tavoite (yli 10 %)	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Toteutunut / Inderesin ennuste	11,5 %	11,4 %	11,1 %

Osingonjakosuhte	2019	2020e	2021e
Raision tavoite (50-100 %)	50-100%	50-100%	50-100%
Toteutunut / Inderesin ennuste	81 %	88 %	91 %

Vuoden 2021 liikevaihtotavoite (MEUR)



Vuoden 2021 liikevoittotavoite (MEUR)



Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin likvidi

Raision taseen loppusumma oli vuoden 2019 lopussa 309 MEUR (2018: 324 MEUR). Viime vuosien mittavien divestointien myötä likvidin rahoitusomaisuuden ja kassavarojen yhteenlaskettu määrä on taseessa korkea 100 MEUR (2018: 142 MEUR). Korollista rahoitusvelkaa on vain 1 MEUR, mikä tarkoittaa, että nykyisestä 2,8 euron osakekurssista on nettokassaa 0,63 euroa (2018: 0,90 euroa per osake).

Raision likvidi rahoitusomaisuus koostuu rahavaroista (2019: 18,3 MEUR) ja käypään arvoon tulosvaikutteisesti kirjattavista rahoitusvaroista (81,4 MEUR). Näiden lisäksi Raisiolla on listatuista ja listaamattomista osakkeista koostuva arvopaperisalkku (2019: 3,0 MEUR).

Pitkäaikaiset varat ovat käyttöomaisuutta ja aineetonta omaisuutta

Taseen aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet (2019: 51,1 MEUR) koostuvat pääasiassa Raision 42 hehtaarin tehdasalueesta ja sinne kuuluvista rakennuksista ja tuotantolaitoksista.

Taseen aineeton omaisuus koostuu liikearvosta (2019: 48,5 MEUR) ja muista aineettomista hyödykkeistä (2019: 33,5 MEUR). Liikearvo liittyy Länsi-Euroopan Benecol-liiketoimintaan. Muut aineettomat hyödykkeet koostuvat Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liiketoimintaan liittyvistä aineettomista oikeuksista (tavaramerkit). Raisio teki vuonna 2018 Honey Monster-aamiaismurobrändiin 8,3 MEUR:n alaskirjauksen ja sen tasearvo oli vuoden 2019 lopussa 1,1 MEUR. Benecol UK -tavaramerkin arvo oli taseessa vuoden 2019 lopussa 28,7 MEUR.

Liiketoiminta on sitonut viime vuosina kasvavasti käyttöpääomaa

Taseen muu varallisuus koostuu pääasiassa käyttöpääomaan liittyvistä eristä eli vaihto-omaisuudesta (2019: 37,6 MEUR) ja saamisista (30,3 MEUR). Käyttöpääoman suhteellinen osuus on noussut viime vuosina selvästi (2019: 16,2 % liikevaihdosta vs. 2016 10,0 % liikevaihdosta) mm. kohonneista varastotasosta johtuen. Varastotasojen nousu selittyy pääasiassa Benecol-liiketoimintaan liittyvillä kohonneilla sterolivarastoilla, sillä yhtiön mukaan sterolivarastot kävivät pari vuotta sitten alle oman mukavuusalueen, eikä sellaista riskiä haluta liiketoiminnassa pitää, että varastot loppuisivat kesken. Näkemyksemme mukaan nykyiset varastotasot heijastelevat yhtiön tavoitetilaa samoin kuin myyntisaamiset ja ostovelat.

Taseasema on erittäin vahva

Raision taseessa oleva varallisuus on rahoitettu pääasiassa omalla pääomalla (2019: 271 MEUR) ja lyhytaikaisilla käyttöpääomaan lukeutuvilla ostovelilla (2019: 28,5 MEUR). Taseessa olevat rahoitusvelat (2019: 1,1 MEUR) koostuvat vähäisistä IFRS 16-vuokravastuista ja varsinaisia rahoitusvelkoja yhtiöllä ei ole lainkaan. Velattoman taseen ja likvidin rahoitusomaisuuden suuresta määrästä johtuen Raision taseasemaa voi sanoa erittäin vahvaksi. Omavaraisuusaste vuoden 2019 lopussa oli 88 % (2018: 82 %) ja nettovelkaantumisaste oli -36 % (2018: -45 %). Vahva tase antaa yhtiölle hyvin liikkumavaraa kannattavan kasvustrategian vaatimiin investointeihin ja potentiaalisesti myös yritysostoihin.

Vahva tase ja uudessa strategiassa esiin nostettu epäorgaanisen kasvun mahdollisuus kertovat mielestämme siitä, että Raisiolta voidaan melko korkealla todennäköisyydellä odottaa yritysostoa/yritysostoja 2020-2021 aikana.

Kassavirta, investoinnit ja osinko

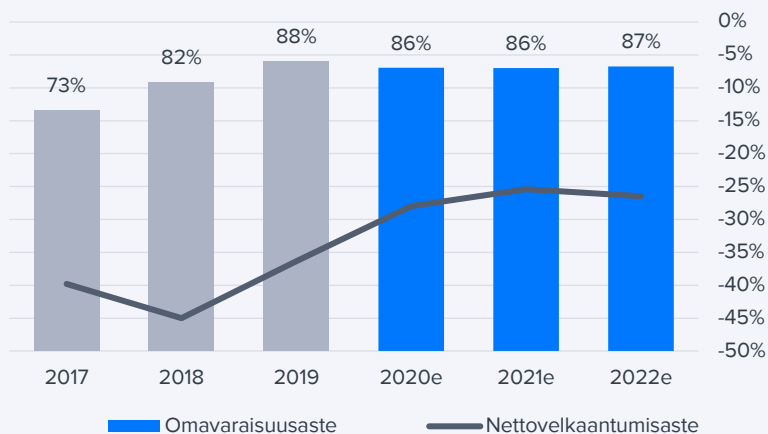
Viime vuosien mittavien divestointien myötä Raision vapaa kassavirta oli vuosina 2015-2018 selvästi raportoitua tulosta suurempi. Vuonna 2019 kassavirtaa heikensivät kuitenkin merkittävät investoinnit Nokian kauramylyyn (8 MEUR) ja Raision uuteen tuotantolaitokseen (9,4 MEUR).

Käynnissä oleva tuotantolaitosinvestointi rasittaa yhtiön kassavirtaa huomattavasti myös vuosina 2020-2021. Arviomme mukaan valtaosa jäljellä olevasta Raision uuden tuotantolaitoksen investointikustannuksesta (45-9 = 36 MEUR) kohdistuu vuodelle 2020. Yhtiölle on kertynyt viime vuosilta myös lievästi tuotantoon liittyvää korjausvelkaa ja arviomme mukaan ylläpitoinvestoinnit ovat lähivuosina noin 8-10 MEUR:n tasolla.

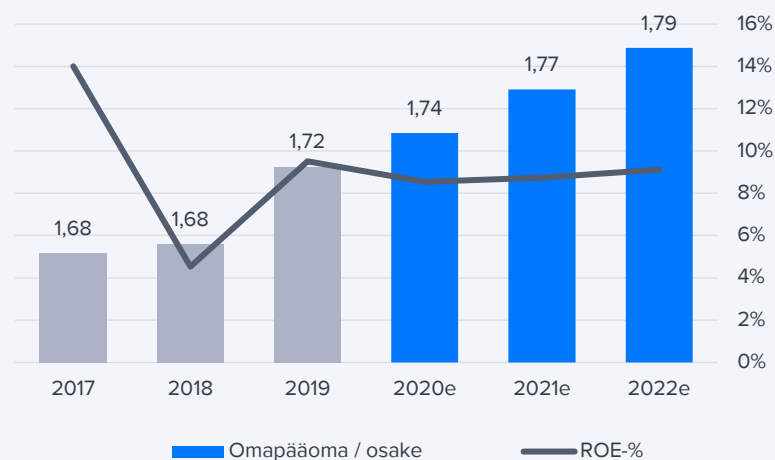
Raisio on mielletty historiassa hyväksi kasvavaa osinkoa maksavaksi yhtiöksi, sillä yhtiö korotti vuotuista osakekohtaista osinkoaan kymmenen vuoden ajan aina kevääseen 2017 asti. Nykyisen osinkopolitiikan mukaan yhtiön tavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen osakekohtaisesta tuloksesta. Näkemyksemme mukaan Raisio kykenee suoriutumaan lähivuosien mittavista investoinneista kivuttomasti ja odotammekin yhtiön jakavan lähivuosina lähes koko tuloksensa osinkoina (osingonjakosuhte noin 90 %).

Taloudellinen tilanne

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	119	141	167	177	177
Liikearvo	46,1	48,5	48,5	48,5	48,5
Aineettomat hyödykkeet	33,3	33,5	33,4	35,1	37,0
Käyttöomaisuus	35,1	51,1	77,5	85,4	83,3
Muut sijoitukset	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Laskennalliset verosaamiset	2,3	4,9	4,9	4,9	4,9
Vaihtuvat vastaavat	205	168	151	146	148
Vaihto-omaisuus	34,9	37,6	37,4	38,9	40,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	28,0	30,3	30,5	32,1	33,8
Likvidit varat	142	99,7	83,4	75,2	74,4
Taseen loppusumma	324	309	319	323	325

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	265	271	274	278	281
Osakepääoma	27,8	27,8	27,8	27,8	27,8
Kertyneet voittovarot	178	180	183	186	190
Muu oma pääoma	59,3	63,8	63,8	63,8	63,8
Pitkäaikaiset velat	5,2	6,8	6,5	6,5	6,5
Laskennalliset verovelat	4,0	5,3	5,3	5,3	5,3
Varaukset	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	54,4	30,4	37,9	38,8	37,3
Lainat rahoituslaitoksilta	22,9	0,8	6,6	4,6	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	30,4	29,3	31,0	33,8	37,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	324	309	319	323	325

Ennusteet 1/3

Ennusteiden tausta

Liikevaihto- ja tulosenusteemme perustuvat Raision organiseen kehitykseen. Emme huomioi mahdollisia yritysostoja, sillä niiden kohteita, ajoituksia, hintoja ja muita vaikutuksia on mahdoton ennakoita. Sijoittajien kannattaa kuitenkin tiedostaa, että yritysjärjestelyt ovat aina olleet osa Raision liiketoimintaa ja ne ovat elintarviketeollisuudessa yleinen keino hakea lisää kasvua. Käynnissä olevasta 45 MEUR:n tuotantolaitosinvestoinnista huolimatta pidämme yritysostoja lähivuosina jopa todennäköisinä, mitä puoltavat yhtiön vahva tase (nettokassa 100 MEUR) ja strategiassa määritelty tavoite hakea kasvua myös yritysostoin.

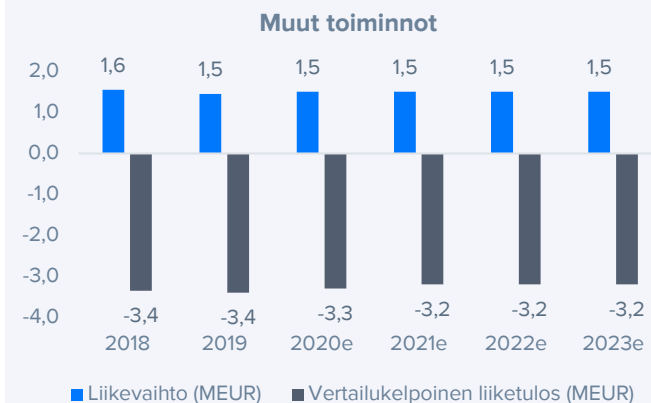
Vuoden 2020 ennusteet

Raisio arvioi jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 (2019: 236 MEUR) ja vertailukelpoisen liikeluokituksen olevan yli 10 % liikevaihdosta (2019: EBIT 11,5 %). Ennustamme liikevaihdon olevan 238 MEUR (kasvu 1 %) ja vertailukelpoisen liikevoiton olevan 27,2 MEUR (EBIT 11,4 %). Kun ohjeistus annettiin helmikuussa, ajattelimme, että se on konservatiivinen ja yhtiö yltää siihen, jos talouskehitys säilyy edes kohtalaisena. Tällä hetkellä selkein ohjeistukseen liittyvä riskitekijä on mielestämme koronavirus, millä on merkittäviä negatiivisia vaikutuksia koko maailman ja Suomen talouteen. Pitkään kestävä viruksen aiheuttama erikoistilanne saa ihmiset pysymään pois töistä, minkä lisäksi mahdolliset tehtaiden sulkemiset ja lomautukset aiheuttavat kolhuja kuluttajaluottamukseen ja häiriöitä arvoketjun eri osiin, vaikka Raision oma toiminta pystyttäisiin pitämään käynnissä lähes normaalisti.

Elintarviketeollisuus on defensiivistä luonteeltaan, joten emme näe Raision olevan ainakaan kriisin pahimpia kärsijöitä. Lyhyellä aikavälillä ruuan hamstraaminen kaupoista ja ravintolakäyntien väheneminen voi olla jopa positiivista Raisiolle, mutta pidemmän aikavälin vaikutukset ovat mielestämme enemmän negatiivisella puolella. Tiedostamme, että tilanne voi pitkittyessään vaikuttaa negatiivisesti Raision 2020-lukuihin. Olemme liikevaihtoennusteessamme 0,8 % edellisvuoden yläpuolella, mikä käytännössä tarkoittaa, että Raisio voi joutua laskemaan vuoden 2020 ohjeistustaan.

Terveelliset elintarvikkeet -segmentin liikevaihto pysyy ennusteessamme vaikean vertailukauden tasolla 139 MEUR:ssa ja odotamme liikevoittomarginaalin laskevan 12,9 %:iin (2019: 13,3 %). H1'19 oli haasteellinen, sillä yhtiö kykeni viemään merkittävästi kohonneet raaka-ainekustannukset hintoihin täysimääräisesti vasta Q3'19 aikana. Tämän lisäksi haasteita aiheutti aina loppuvuoteen asti kestänyt Brexit-epävarmuus, jonka yhtiö kertoi kuitenkin hälvenneen vuoden loppua kohti. Näiden syiden takia vuoden 2019 luvut eivät olleet erityisen hyvät. Segmentin kuluvan vuoden kannattavuuteen vaikuttaa positiivisesti vuonna 2019 läpiviedyt hinnankorotukset. Kannattavuutta vastaavasti painavat koronaviruksen aiheuttamat häiriöt talouskehitykseen, alkuvuonna 2020 toteutettu iso Elovena-brändiuudistus, uuden tehtaan suunnitteluun ja rakentamiseen liittyvät kulut sekä kasvavat T&K-kulut.

Terveelliset ainesosat -segmentin liikevaihdon ennustamme pysyvän vertailukauden tasolla 126 MEUR:ssa.



Ennusteet 2/3

Vuoteen lähdetessä segmentin kasvunäkymät olivat hyvät, mutta arvioimme koronaviruksen rajoittavan myös tämän segmentin kasvua. Arvioimme Benecol-ainesosan myynnin pysyvän laskussa samoin kuin viljan välityskaupan. Positiivisia ajureita liikevaihdolle ovat mm. Raisioaquan viime vuonna onnistunut uusasiakashankinta (Ruotsi ja Puola), leudon talven myötä pidentyvä kalanruokintakausi, Nokian kauramylyinvestoinnin myötä kasvava kapasiteetti ja viime vuoden lopulla solmitut uudet viljapohjaisten tuotteiden B2B-sopimukset.

Segmentin liikevoittomarginaali pysyy arvioimme mukaan edellisvuoden tasolla 10,0 %:ssa. Myyntimixiä parantaa se, että viljakaupan osuus liikevaihdosta laskee ja B2B-tuotteiden sekä Raisioaquan osuus liikevaihdosta kasvaa. Ennustamamme Benecol-ainesosan lisenssimyynnin lasku vaikuttaa negatiivisesti suhteellisen kannattavuuteen. Muita negatiivisia tekijöitä segmentin kannattavuuden kannalta ovat arvioimme koronaviruksen aiheuttama epävarmuus toimintaympäristöön, Nokian juuri valmistuneen kauramylyinvestoinnin ylösajo ja matala käyttöaste sekä kasvaneet panostukset T&K-toimintaan.

Muut toiminnot -segmentin ("konsernikulujen") negatiivinen vaikutus tulokseen on viime vuosina ollut hieman reilu 3 MEUR vuodessa, emmekä odota tähän tulevan lähivuosina suuria muutoksia. Ennusteemme Muut toiminnot –segmentin liiketulokselle vuonna 2019 on -3,3 MEUR.

Liikevaihdon kasvunäkymät

Raisio toimii pääasiassa eurooppalaisilla

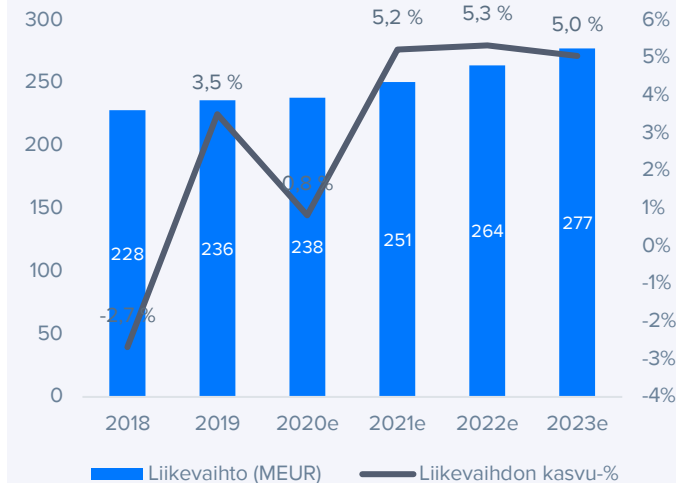
elintarvikemarkkinoilla, missä kasvu on vakaata, mutta hidasta. Yli 60 % konsernin liikevaihdosta tulee Suomesta ja Iso-Britanniasta, missä sekä BKT:n että päivittäistavarakaupan kasvuluvut ovat matalia yksinumeroisia prosentteja. Tämä markkina toimii myös Raision pitkän aikavälin kasvuajurina, mistä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

Raision vuotuinen liikevaihdon kasvutavoite strategiakaudesta 2019-2021 on yli 4 %. Meidän ennusteissamme vuoden 2020 liikevaihto pysyy melkein paikoillaan koronaviruksen aiheuttaman talousshokin takia, mutta kasvunäkymät vuosille 2021-2023 ovat jo selvästi valoisammat. Vuodesta 2021 eteenpäin kasvua tukevat Raision tehdasalueelle valmistuvan tuotantolaitoksen ansiosta lisääntyvä potentiaali myydä uusia kasvipohjaisia lisäarvotuotteita sekä Nokian kauramylyinvestoinnin lisäkapasiteetin kautta tuleva kasvava kysyntä B2B-asiakkaille. Näiden vuosien aikana odotamme liikevaihdon vuotuisen kasvun olevan noin 5 %. Yhtiö asetti strategiakauden loppuun (2021) tavoitteen tehdä liikevaihtoa 260 MEUR. Tällä hetkellä arvioimme yhtiön jäävän tästä tavoitteesta ja vuoden 2021 liikevaihtoennusteemme on 251 MEUR.

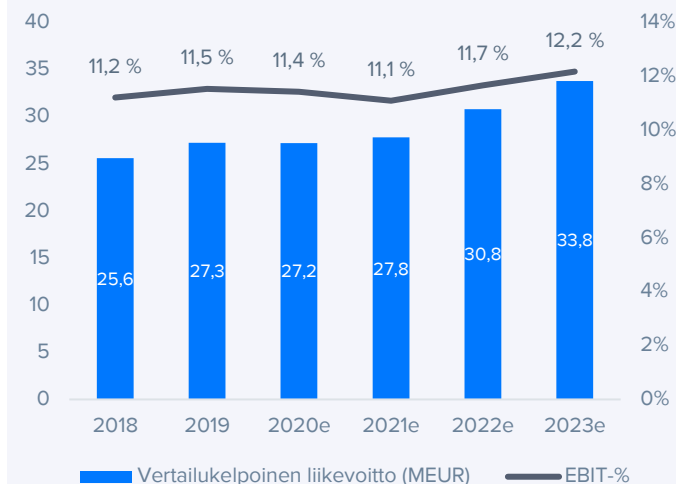
Kannattavuusennusteet

Raision strategiakauden 2019-2021 kannattavuustavoite on pitää liikevoittomarginaali yli 10 %:n tasolla. Vuonna 2019 liikevoitto oli 11,5 % liikevaihdosta, joten yhtiö on tällä hetkellä selvästi tavoitetason yläpuolella.

Konsernin liikevaihtoennusteet



Konsernin liikevoittoennusteet



Ennusteet 3/3

Arviomme mukaan Raision uuden 45 MEUR:n tuotantolaitoksen rakennusvaihe pitää lähivuosina yhtiön kulutason korkealla suhteessa tehtaasta saatavaan liikevaihtoon. Tästä johtuen näemme vuosien 2020-2021 liikevoittomarginaalin olevan lievässä paineessa verrattuna vuoden 2019 tasoon. Yhtiö kuitenkin tulee arviomme mukaan pysymään kannattavuustavoitteen (EBIT yli 10 %) yläpuolella.

Uuden tehtaan ylösajo vie yhtiöltä usean vuoden ja odotamme tuotantolaitoksen pääsevän täyteen kapasiteettiin ja liikevaihto- sekä tulospotentiaaliin aikaisintaan vuonna 2024. Siihen asti tehdas toimii matalalla käyttöasteella, millä on suhteellista kannattavuutta heikentävä vaikutus. Ennen tehtaan käynnistymistä yhtiö joutuu käyttämään merkittävästi aikaa tuotteiden testiajoihin, tuotekehitykseen, uusien henkilöiden palkkaamisiin jne. mistä myös syntyy ylimääräisiä kuluja ilman niitä korvaavaa liikevaihtoa.

Odotamme vuonna 2020 liikevoittomarginaalin laskevan 11,4 %:iin vertailukauden 11,5 %:sta. Odotamme vuonna 2021 käynnistyvän uuden tuotantolaitoksen kasvattavan Raision kuluja ja poistomassaa selvästi, minkä seurauksena vertailukelpoinen liikevoittomarginaali laskee ennusteissamme 11,1 %:iin. Vuoden 2021 vertailukelpoinen liikevoittoennustemme on 28 MEUR, mikä on yhtiön oman strategiakauden lopun tavoitteen alapuolella (liikevoittotavoite vuonna 2021: 32 MEUR). Vuoden 2021 tavoitteen saavuttamisessa on hyvin paljon kyse siitä, että miten nopeasti toimintaympäristö tokenee koronaviruksen aiheuttamasta talousshokista ja miten nopeasti Raisio onnistuu saamaan uusia

asiakkaita uudelle Nokian kauramylylle ja H2'21 aikana käynnistyvälle uudelle kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tuotantolaitokselle.

Osakekohtaisen tuloksen ja osingon ennusteet

Liikevaihdon pienestä kasvua ja liikevoiton paikallaan pysymisestä huolimatta ennustamme vuonna 2020 Raision osakekohtaisen tuloksen laskevan 0,15 euroon (2019: 0,16 euroa). Osakekohtaisen tuloksen laskun taustalla on ennusteissamme hieman vertailukautta korkeampi veroaste ja pienemmät rahoitustuotot.

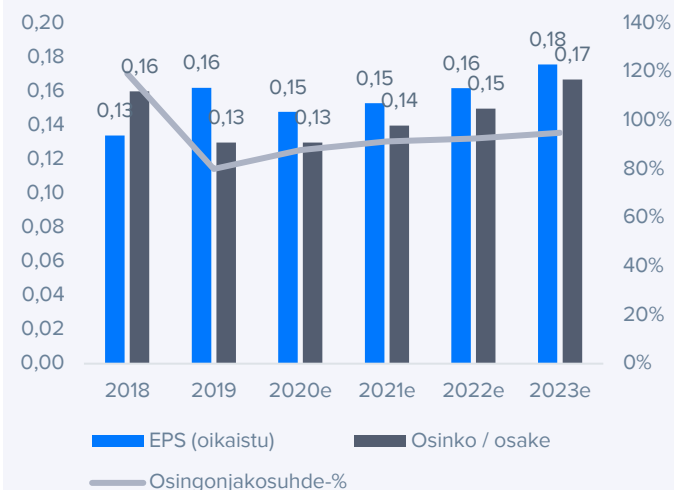
Raision osakekohtainen tulos pysyy koko strategiakauden ennusteissamme lähes paikoillaan, mitä selittää koronaviruksen kautta heikkenevät talousnäkymät, yhtiön raskas investointivaihe, pienenevän rahoitusomaisuuden myötä laskevat rahoitustuotot ja nykyiseltä 10 %:n tasolta lähemmäs 20 %:n tasoa nouseva veroaste (yhtiöllä ei ole arviomme mukaan jakson loppupuolella enää hyödynnettäviä verosaamisia).

Ennustamme osingon pysyvän keväällä 2021 tämän vuoden tasolla 0,13 eurossa, mutta odotamme osingon jatkavan sen jälkeen pienellä kasvu-uralla yhtiön investointien valmistumisen jälkeisten hyvien tulospotentialien ja vahvan taseen avulla. Ennustamme lähivuosien osingonjakosuhteen olevan noin 90 %.

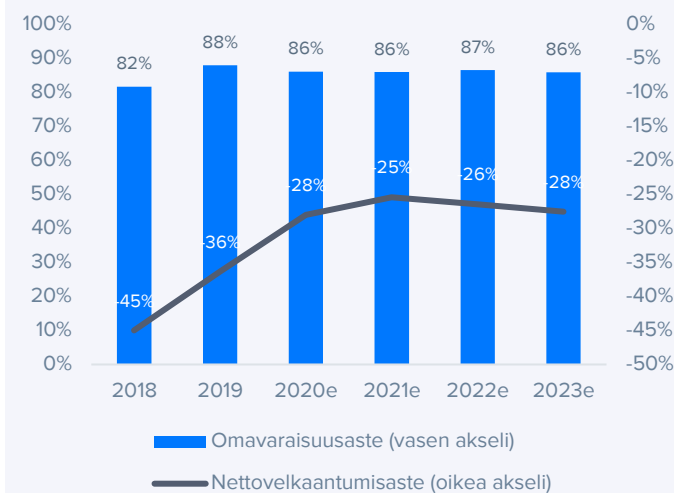
Taseasema

Korkeasta osingonjakosuhteesta ja mittavista investoinneista huolimatta Raision tase säilyy lähivuosina ennusteissamme nettovelattomana (2022e: nettovelkaantumisaste -26 %), mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet toteuttaa strategiaansa.

Vertailukelpoinen EPS- ja osinkoennusteet



Taseaseman kehittyminen



Segmenttikohtaiset ennusteet

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	228	49,9	62,7	69,2	54,5	236	51,4	61,5	69,3	56,1	238	251	264	277
Terveelliset elintarvikkeet	138	34,7	34,2	33,6	35,0	138	35,3	33,5	34,2	35,7	139	149	160	170
Terveelliset ainesosat	117	21,8	34,7	42,3	25,8	125	22,9	34,0	42,0	26,9	126	128	132	135
Muut toiminnot	1,6	0,4	0,3	0,3	0,5	1,5	0,4	0,3	0,3	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Toimialaryhmien väliset	-27,5	-7,0	-6,5	-7,0	-6,8	-27,3	-7,3	-6,4	-7,3	-7,0	-27,9	-28,6	-29,3	-29,9
Käyttökate	30,9	6,5	8,8	12,3	6,1	33,7	7,7	8,2	11,5	6,4	33,8	37,9	41,9	44,6
Poistot ja arvonalennukset	-14,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-6,4	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-6,6	-10,1	-11,1	-10,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,6	4,9	7,2	10,7	4,5	27,3	6,1	6,6	9,8	4,7	27,2	27,8	30,8	33,8
Liikevoitto	16,5	4,9	7,2	10,7	4,5	27,3	6,1	6,6	9,8	4,7	27,2	27,8	30,8	33,8
Terveelliset elintarvikkeet	17,1	4,0	4,5	5,6	4,1	18,2	4,3	4,4	5,1	4,2	17,9	17,7	20,2	22,6
Terveelliset ainesosat	12,9	1,3	3,9	5,4	2,0	12,5	2,1	3,4	5,0	2,2	12,6	13,4	13,8	14,3
Muut toiminnot	-13,5	-0,3	-1,2	-0,3	-1,6	-3,4	-0,2	-1,2	-0,3	-1,6	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2
Nettorahoituskulut	-0,8	0,3	0,5	0,7	-0,4	1,2	0,2	0,5	0,5	-0,2	1,0	1,4	1,1	0,8
Tulos ennen veroja	15,7	5,2	7,7	11,4	4,1	28,4	6,3	7,1	10,3	4,5	28,2	29,2	31,9	34,6
Verot	-3,7	-1,1	0,6	-2,4	0,0	-2,9	-1,1	-1,2	-1,8	-0,8	-4,9	-5,1	-6,4	-6,9
Nettotulos	12,0	4,1	8,3	9,0	4,1	25,5	5,2	5,8	8,5	3,7	23,3	24,1	25,5	27,7
EPS (oikaistu)	0,13	0,03	0,05	0,06	0,03	0,16	0,03	0,04	0,05	0,02	0,15	0,15	0,16	0,18
EPS (raportoitu)	0,08	0,03	0,05	0,06	0,03	0,16	0,03	0,04	0,05	0,02	0,15	0,15	0,16	0,18

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,7 %	0,4 %	4,8 %	9,5 %	-2,0 %	3,5 %	3,0 %	-2,0 %	0,1 %	3,0 %	0,8 %	5,2 %	5,3 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-28,7 %	-22,1 %	10,8 %	39,0 %	-12,7 %	6,5 %	25,1 %	-8,9 %	-8,4 %	6,2 %	-0,1 %	2,2 %	10,7 %	9,7 %
Käyttökate-%	13,5 %	13,0 %	14,0 %	17,8 %	11,1 %	14,2 %	15,1 %	13,3 %	16,6 %	11,5 %	14,2 %	15,1 %	15,9 %	16,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,2 %	9,8 %	11,5 %	15,5 %	8,2 %	11,5 %	11,9 %	10,7 %	14,1 %	8,4 %	11,4 %	11,1 %	11,7 %	12,2 %
Nettotulos-%	5,3 %	8,2 %	13,2 %	13,0 %	7,5 %	10,8 %	10,2 %	9,5 %	12,3 %	6,7 %	9,8 %	9,6 %	9,7 %	10,0 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus 1/2

Markkina-arvo 440 MEUR

Raision markkina-arvo 2,8 euron osakekurssilla on 440 MEUR. Konsernilla oli vuoden 2019 lopussa noin 100 MEUR:n nettokassa, minkä takia velaton yritysarvo (EV) on huomattavasti markkina-arvoa matalampi. Raision isosta nettokassasta johtuen sijoittajien kannattaa kiinnittää huomioita erityisesti velattomaan yritysarvoon ja EV-pohjaisiin tunnuslukuihin.

Tulospohjainen arvostus

Ennusteidemme mukaiset vuosien 2020 ja 2021 P/E-kertoimet ovat 19x ja 18x. Vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x. EV/EBIT-kertoimet ovat lähivuosien ennusteillamme 13x (mikä on linjassa Raision pitkän aikavälin toteutuneeseen EV/EBIT- arvostukseen ~12x). P/E-luvut näyttävät korkeilta suhteessa EV-pohjaisiin lukuihin, koska 100 MEUR:n nettokassa (~23 % markkina-arvosta) tekee tällä hetkellä yhtiölle hyvin vaatimatonta tuottoa. Tämän takia EV-pohjaisista tunnusluvuista saa paremman käsityksen, miten yhtiön nykyisiä liiketoimintoja arvostetaan. Kassa toimii Raisiolle hyvänä mahdollisuutena, jos se kohdistetaan investointeihin ja/tai yritysostoihin, jotka auttavat yhtiötä tekemään selvästi parempaa tulosta.

Tasepohjainen arvostus

Raision oma pääoma oli vuoden 2019 lopussa 271 MEUR eli 1,72 euroa/osake. Tästä summasta nettokassa oli 0,63 euroa/osake. Tase on vahva ja siellä on hyvin paljon likvidiä omaisuutta, minkä takia P/B-luvun katsominen on mielestämme aiheellista. P/B-kerroin on lähivuosien ennusteillamme ~1,6x. Vahvan taseen ja vakaan

tuloskunnon omaavalle kuluttajabrändiyhtiölle se ei ole erityisen korkea. Pitää kuitenkin huomioida, että taseessa on myös liikearvoa ja muita aineettomia eriä, joita on viime vuosina alaskirjattu yritysostojen kautta konserniin tulneiden brändien alentuneiden tulosodotusten takia. P/B-luvun yhteydessä kannattaa kiinnittää huomiota oman pääoman tuottoon (ROE-%), joka nousi vuonna 2019 hyvälle tasolle (13,9 %). Raision oman pääoman tuotto ei ole viime vuosina ollut kuitenkaan erityisen mairitteleva (2018: 8,1 % 2017: 8,5 %), eikä tällaisilla luvuilla voi ansaita kovin korkeaa P/B-arvostusta. Meidän ennusteemme Raision 2020-2022 oman pääoman tuotoista ovat ~10 %:n tasolla, mihin peilattuna nykyinen P/B-arvostus on mielestämme neutraalilla tasolla.

Osinkopohjainen arvostus

Raision osinkotavoite on jakaa 50-100 % jatkuvien toimintojen tuloksesta. Meidän ennusteissamme lähivuosien osingonjakosuhte on noin 90 % ja osinkotuotot ovat ennusteillamme 4,7 ja 5,0 %. Nämä ovat houkuttelevalla tasolla ottaen huomioon nykyinen nollakorkoympäristö, yhtiön vahva tase ja vakaa tuloskunto.

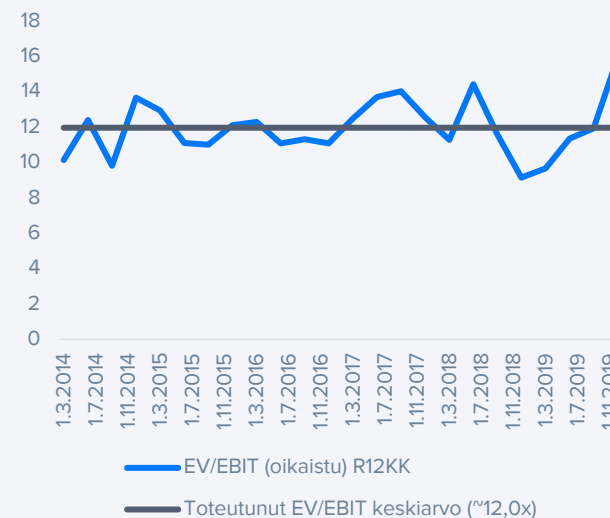
Liikevaihtopohjainen arvostus

Ennusteidemme mukaiset 2020 ja 2021 EV/S -kertoimet ovat 1,5x. Raision kasvunäkymät ovat maltilliset ja yhtiön toiminta on pääosin elintarviketeollisuuteen liittyvää tuotemyyntiä, missä se tekee hieman yli 10 %:n EBIT-marginaalia ja keskimäärin ~10 %:n oman pääoman tuottoa. Raisio ei näistä lähtökohdista ansaitse kovin korkeaa liikevaihtopohjaista arvostusta ja mielestämme nykyinen EV/S-taso on neutraali.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,79	2,79	2,79
Osakemäärä, milj. kpl	157,4	157,4	157,4
Markkina-arvo	439	439	439
Yritysarvo (EV)	362	368	365
P/E (oik.)	18,9	18,2	17,2
P/E	18,9	18,2	17,2
P/Kassavirta	neg.	33,5	17,5
P/B	1,6	1,6	1,6
P/S	1,8	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	10,7	9,7	8,7
EV/EBIT (oik.)	13,3	13,2	11,8
Osinko/tulos (%)	87,8 %	91,4 %	92,6 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	5,0 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Raision osakkeen pitkän aikavälin arvostus 12kk rullaavalla oikaistulla EV/EBIT-kertoimella



Osakkeen arvostus 2/2

Arvostus verrokkiryhmään nähden

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

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

Raision arvostus EV-pohjaisilla arvostusmittareilla on linjassa/hieman kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Raision EV/EBIT-kertoimet ovat vuosien 2020 ja 2021 ennusteillamme hieman verrokkiryhmän yläpuolella (+3 % ja +9 %). EV/EBITDA-kertoimet ovat 2020 ja 2021 ennusteillamme hieman verrokkiryhmän yläpuolella (+12 % ja +13 %). EV/S-kertoimet ovat 2020 ja 2021 ennusteillamme verrokkiryhmän yläpuolella (+21 % ja +19 %).

Arvostuskuva muuttuu Raision kannalta lievästi negatiivisemmäksi, kun katsotaan P/E-lukuja.

Tämä korostaa sitä ”ongelmaa”, että Raisiolla on vahva nettokassa ja se on tällä hetkellä tehottomassa käytössä. Yhtiön tulokuntoa painaa lähivuosina myös merkittävä tuotantolaitosinvestointi ja sen ylösajon kustannukset.

Raision P/E-luvut ovat vuosien 2020 ja 2021 ennusteillamme verrokkiryhmän yläpuolella (+34 % ja +37 %). Kuten aiemmin totesimme, sijoittajien kannattaa katsoa Raisiossa vahvan kassa-aseman takia EV-pohjaisia tunnuslukuja, sillä yhtiöllä on mahdollisuus laittaa kassa töihin lähivuosina investointien ja/tai yritysostojen avulla.

Raisio on tunnettu osinkoystävällisenä yhtiönä, mitä myös yhtiön nykyinen osinkopolitiikka heijastelee. Ennustamamme osinkotuotot Raision 2020 ja 2021 tuloksista ovat 4,7 % ja 5,0 %, jotka ovat verrokkiryhmän yläpuolella (+31 % ja +33 %). Raision tasepohjainen P/B-luku (1,6x) on verrokkiryhmän alapuolella (-11 %).

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) antaa Raision oman pääoman arvoksi 530 MEUR eli 3,4 euroa per osake. Tämä tarkoittaa yli 20 %:n nousuvaraa nykyiseen 2,8 euron kurssitasoon nähden. Näemme Raision osakkeessa olevan pidemmällä aikavälillä hyvää nousupotentiaalia, mutta edessä oleva pari vuotta kestävä raskas investointivaihe ja koronaviruksen tuoma shokki talouteen painavat yhtiön kassavirtaa ja tulokuntoa, mikä toimii eräänlaisena lyhyen aikavälin rajoittimena kurssinousulle. Osakemarkkinoilla vallitseva epävarmuus liittyen koronaviruksen kestoon ja

vaikutuksiin heijastuu arviomme mukaan negatiivisesti yleiseen riskinottohalukkuuteen ja siten myös Raisiolla hyväksyttyn arvostukseen.

DCF-mallissamme liikevaihdon vuotuinen kasvu välillä 2020-2023 on keskimäärin noin 4 %. Kasvuvauhti hidastuu 2024-2028 aikana tasaisesti 4 %:n tasolta 2 %:n tasolle, mikä on myös terminaalijakson kasvuennustemme. Odotamme liikevoittomarginaalin pysyvän 2020-2023 aikana 11-12 %:n välillä ja pysyvän 12 %:n tasolla 2024-2028 aikana uuden kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden tehtaan noustessa täyteen kapasiteettiin ja parantaen sitä kautta koko konsernin kannattavuutta. Kassavirta alkaa myös parantua merkittävästi vuodesta 2022 lähtien, kun raskas investointivaihe on ohi ja vuotuiset investoinnit putoavat ennusteissamme 10 MEUR:n tasolle niiden olleessa keskimäärin 25 MEUR per vuosi välillä 2020-2021. Terminaalijakson ennustemme liikevoittomarginaalille on 11 %. Mallissa käytetty pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,3 % ja terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 65 %.

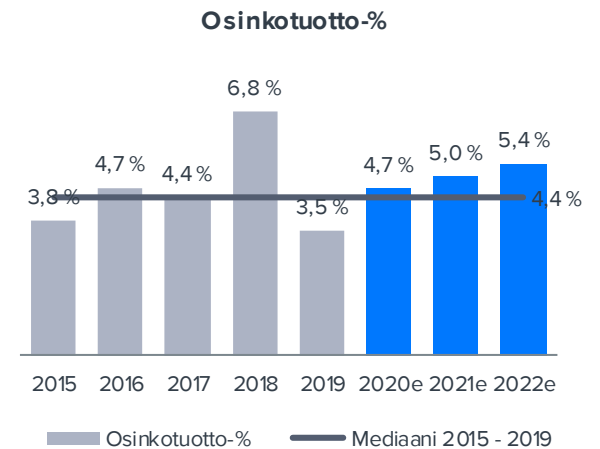
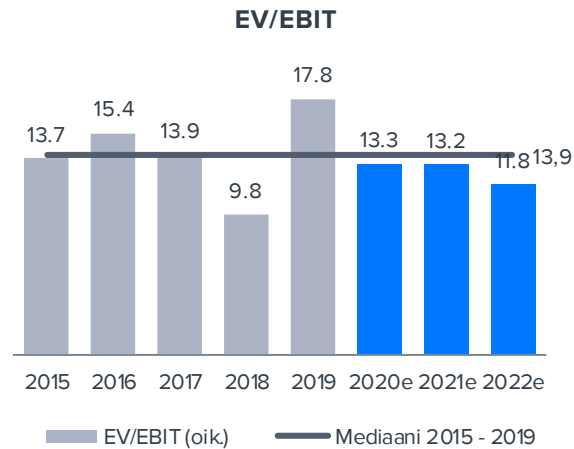
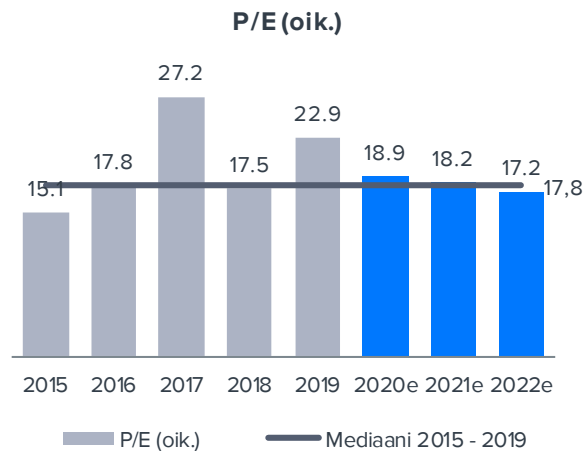
Tavoitehinta ja suositus

Aloitamme Raision seurannan 3,0 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Raision sijoitusprofiilissa yhdistyvät vahvat kuluttajabrändit, vakaa tuloksentekokyky, vahva tase ja hyvä asemoituminen kasvavaan terveellisen syömisen megatrendiin. Useat eri liiketoiminnot ja asiakasryhmät tarjoavat myös hyvän riskiprofiilia madaltavan hajautuksen, mikä yhdessä defensiivisen elintarvikealan kanssa tukevat osakkeen arvostusta.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,24	3,57	3,84	2,35	3,72	2,79	2,79	2,79	2,79
Osakemäärä, milj. kpl	157,2	157,5	157,3	157,3	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4
Markkina-arvo	666	571	604	369	585	439	439	439	439
Yritysarvo (EV)	707	596	499	250	486	362	368	365	361
P/E (oik.)	15,1	17,8	27,2	17,5	22,9	18,9	18,2	17,2	15,9
P/E	19,1	58,0	15,0	30,8	22,9	18,9	18,2	17,2	15,9
P/Kassavirta	15,9	7,8	3,7	8,1	neg.	neg.	33,5	17,5	16,2
P/B	1,9	1,8	2,3	1,4	2,2	1,6	1,6	1,6	1,5
P/S	1,3	1,7	2,6	1,6	2,5	1,8	1,8	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	1,4	1,8	2,1	1,1	2,1	1,5	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA (oik.)	11,1	14,5	7,3	8,1	14,5	10,7	9,7	8,7	8,1
EV/EBIT (oik.)	13,7	15,4	13,9	9,8	17,8	13,3	13,2	11,8	13,9
Osinko/tulos (%)	72,0 %	276,0 %	66,2 %	209,8 %	80,2 %	87,8 %	91,4 %	92,6 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,7 %	4,4 %	6,8 %	3,5 %	4,7 %	5,0 %	5,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
AAK AB (publ)	140,10	3148	3507	16,5	15,0	12,7	11,7	1,3	1,2	21,5	19,2	1,7	1,8	3,1
Associated British Foods PLC	1609,50	13990	13088	8,2	7,4	5,6	5,1	0,8	0,7	12,0	10,6	3,0	3,2	1,2
Archer Daniels Midland Co	32,10	15252	22811	10,9	10,0	7,0	6,6	0,4	0,4	8,9	8,1	4,9	5,1	0,9
Apetit Oyj	7,42	46	80	26,6	16,4	9,4	8,1	0,3	0,3	17,8	11,6	5,8	6,2	0,5
Aryzta AG	0,33	344	1201	7,9	7,7	3,8	3,6	0,4	0,4		5,3	0,1		0,2
Bunge Ltd	34,50	4332	9182	10,3	9,2	7,0	6,4	0,2	0,2	8,6	7,3	6,7	7,1	0,7
Bonduelle SA	20,30	652	1330	11,5	10,5	6,4	6,0	0,5	0,5	9,4	8,2	2,5	2,7	0,8
Cloetta AB	21,94	540	741	10,5	9,9	7,6	7,2	1,2	1,2	11,2	10,2	5,4	5,8	1,4
Campbell Soup Co	43,59	12083	17463	14,0	14,3	11,2	11,4	2,3	2,3	16,2	15,9	3,3	3,4	4,7
Danone SA	54,58	38217	50949	13,0	12,3	10,2	9,7	2,0	1,9	14,1	13,3	3,9	4,1	2,0
Ebro Foods SA	17,61	2740	3408	12,9	12,0	9,1	8,6	1,1	1,1	16,2	14,9	3,6	3,8	1,2
Fodelia Oyj	6,25	42	43	21,4	14,3	14,3	10,7	1,7	1,3	27,3	18,2	1,3	2,0	8,3
General Mills Inc	49,23	26731	39645	14,2	14,3	11,7	11,8	2,5	2,5	13,6	13,7	4,2	4,3	3,5
Greencore Group PLC	152,05	658	976	8,4	7,7	6,1	5,7	0,6	0,6	7,9	7,1	5,0	5,2	1,5
Kellogg Co	56,07	17111	24658	15,5	14,9	12,0	11,6	2,0	2,0	14,1	13,4	4,3	4,5	5,3
Kerry Group PLC	96,45	17874	19807	21,5	20,0	17,0	15,9	2,6	2,5	23,7	21,8	0,8	0,9	3,5
Mondelez International Inc	46,39	56043	72211	17,2	16,2	13,9	13,3	2,9	2,8	15,8	14,6	2,8	3,1	2,2
Nestle SA	94,21	258818	285614	18,7	17,8	15,1	14,4	3,4	3,3	20,3	18,9	3,0	3,2	5,2
Orkla ASA	83,58	6506	7239	16,7	16,1	12,5	12,0	2,0	1,9	18,9	17,8	3,3	3,4	2,3
Premier Foods PLC	23,10	192	723	6,1	5,9	4,5	4,3	0,8	0,8	2,2	2,1			
Tate & Lyle PLC	569,00	2696	3163	9,2	9,1	6,1	6,0	1,0	1,0	9,9	9,7	6,4	6,6	1,6
Unilever PLC	46,87	110963	134967	11,5	11,7	9,8		2,3		14,9		4,3		
Raisio (Inderes)	2,79	439	362	13,3	13,2	10,7	9,7	1,5	1,5	18,9	18,2	4,7	5,0	1,6
Keskiarvo				13,8	12,4	9,7	9,1	1,5	1,4	14,5	12,5	3,6	4,0	2,5
Mediaani				12,9	12,1	9,6	8,6	1,3	1,2	14,1	13,3	3,6	3,8	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				3 %	9 %	12 %	13 %	21 %	19 %	34 %	37 %	31 %	33 %	-11 %

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

DCF-laskelma

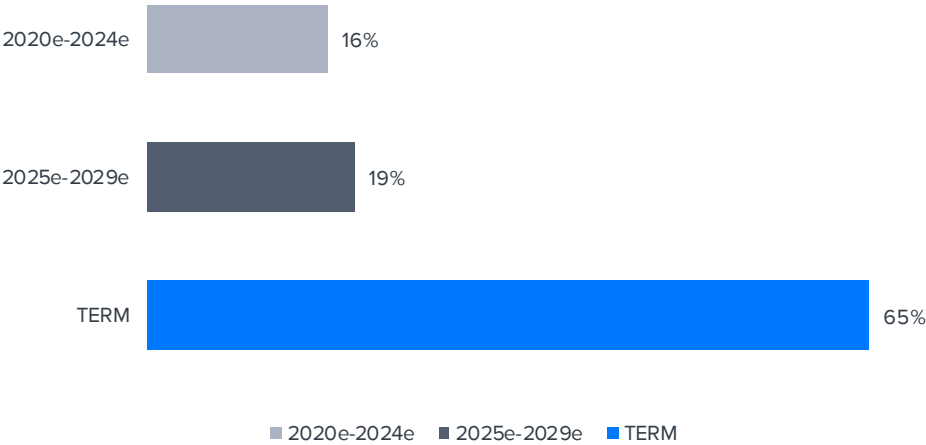
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	27,3	27,2	27,8	30,8	33,8	34,8	35,6	36,0	36,1	35,5	36,2	
+ Kokonaispoistot	6,4	6,6	10,1	11,1	10,8	10,6	10,4	10,2	10,0	9,9	9,8	
- Maksetut verot	-4,2	-4,9	-5,1	-6,4	-6,9	-7,1	-7,3	-7,4	-7,4	-7,3	-7,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-6,5	1,6	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	23,1	30,6	32,9	35,9	37,9	38,2	37,4	37,9	38,1	37,5	38,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-25,8	-32,9	-19,7	-10,9	-10,9	-10,7	-10,6	-10,3	-9,9	-9,9	-9,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,5	-2,2	13,1	25,0	27,1	27,5	26,7	27,6	28,3	27,6	28,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,5	-2,2	13,1	25,0	27,1	27,5	26,7	27,6	28,3	27,6	28,8	557
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,1	11,6	20,6	20,7	19,6	17,8	17,1	16,4	14,9	14,5	280
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		431	433	422	401	380	361	343	326	309	294	280
Velaton arvo DCF		431										
- Korolliset velat		-1,1										
+ Rahavarat		99,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		530										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,4										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili 1/3

Sijoitusprofiili

Laaja liiketoimintaportfolion hajautus

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

Vahvat kuluttajabrändit

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

Maltilliset kasvunäkymät

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

prosentteja. Raision kasvunäkymät ovat tästä syystä hyvin maltilliset, mutta vakaat.

Vakaa ja defensiivinen vahvoilla kuluttajabrändeillä varustettu osinkoyhtiö

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

Positiiviset arvoajurit

Raisio asemoituu hyvin nykyisiin megatrendeihin

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

Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin on positiivinen asia

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

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

Isot investoinnit tarjoavat lisää kapasiteettia ja hyviä kasvumahdollisuuksia

Raisio sai vuoden 2019 lopulla valmiiksi 8 MEUR:n investoinnin Nokian kauramylllyn modernisointiin ja kapasiteetin lisäykseen. Tämän lisäksi yhtiöllä on käynnissä 45 MEUR:n investointi Raisiossa kasvipohjaisten lisäarvotuotteiden uuteen tuotantolaitokseen. Investoinnit ovat Raision kokoluokassa merkittäviä ja ne tarjoavat yhtiölle lisäkapasiteettia ja hyviä kasvumahdollisuuksia moneksi vuodeksi eteenpäin.

Sijoitusprofiili 2/3

Hyvät ja arvostetut brändit ja vahva markkinaosuus omissa tuotekategorioissa

Raision strategiset kuluttajabrändit (Benecol ja Elovena) ovat vahvoja ja kuluttajien arvostamia omissa tuotekategorioissaan. Benecol-brändillä on vahva asema Iso-Britanniassa ja Irlannissa ja markkinaosuus kolesterolia alentavissa elintarvikkeissa on molemmissa maissa yli 60 %. Elovena on tehnyt terveellisiä kauratuotteita jo vuodesta 1925 lähtien ja Lähes kaikki tuotteet valmistetaan suomalaisesta kaurasta. Elovenalla on vahva arvostus suomalaisten kuluttajien keskuudessa se on Suomen arvostetuin kaurabrändi (Taloustutkimuksen Brändien arvostus –tutkimus 2019).

Potentiaalinen arvonluonti vahvan kassan ja strategiaan sopivien yritystojen kautta

Raisiolla on vahva tase ja 100 MEUR:n nettokassa. Se mahdollistaa kasvun vaatimat investoinnit ja tarjoaa mahdollisuuden toteuttaa eteen osuvia houkuttelevia ja strategiaan sopivia yritystojen. Vahva tase tuo myös turvaa erilaisten vaikeiden markkinatilanteiden keskellä ja turvaa yhtiön hyvän osingonmaksukyvyn myös vaikeina aikoina. Vaikka Raisiolla on käynnissä uusi 45 MEUR:n tuotantolaitoksen rakentaminen, on yhtiöllä silti varaa käyttää merkittäviä summia potentiaaliin yritystoihin. Raisio on määritellyt uudessa strategiassaan melko selvästi, että kasvua voidaan hakea sekä orgaanisesti että yritystoin. Tase mahdollistaisi helposti 50-150 MEUR:n arvoisen yritystojen, mutta jos jotain erittäin hyvin kohdalle osuvaa löytyisi, näkisimme yhtiöllä olevan mahdollisuudet venyttää yritystojen kokoa jopa 300 MEUR:oon.

Pienemmällä yritystojella (50-150 MEUR) Raisio voisi laittaa nyt vaatimatonta tuottoa tekevän nettokassan (~100 MEUR) töihin ja parantaa selvästi tulosta ja pääoman tuottoa. Yritystojen venyttäminen isompaan kokoluokkaan (150-300 MEUR) voisi muuttaa sijoitusprofiilia jo selvästi, sillä liikevaihto voisi kasvaa tällaisella ostolla melkein kaksinkertaiseksi ja samalla velkaantumistaso nousisi selvästi nykyiseltä tasolta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Koronaviruksen aiheuttama talouden tilanteen ja ostovoiman heikentyminen

Tällä hetkellä selkein riskitekijä Raision lähikvartaalien kehityksessä on mielestämme koronavirus, millä voi olla pitkittyessään merkittäviä negatiivisia vaikutuksia sekä koko maailman että Suomen talouteen. Pitkään kestävä viruksen aiheuttama erikoistilanne saa ihmiset pysymään poissa töistä, minkä lisäksi mahdolliset tehtaiden sulkemiset, lomautukset jne. voivat aiheuttaa kolhua kuluttajaluottamukseen ja häiriöitä arvoketjun eri osiin, vaikka Raision oma toiminta pystyttäisiin pitämään käynnissä lähes normaalisti.

Elintarviketeollisuus on kuitenkin melko defensiivistä luonteeltaan, joten emme näe Raision olevan ainakaan viruksen aiheuttaman kriisin pahimpia kärsijöitä. Elintarvikkeiden hamstraaminen kaupoista (etenkin hyvin säilyvien tuotteiden) ja ravintolakäyntien väheneminen voi olla lyhyellä aikavälillä jopa positiivista Raisiolle. Pidemmän aikavälin riskit talouskehitykseen ovat vielä tuntemattomat ja kuitenkin selvästi enemmän negatiivisella puolella sekä Raision

tuloskunnan että osakkeen arvostuksen kannalta.

Tärkeimpien brändien (Benecol ja Elovena) pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä

Raision uusi Terveellisen kasvun strategia rakentuu kahdelle vahvalle tukijalalle. Yksi näistä on kolesterolia alentavan Benecol-brändin kasvattaminen ja toinen on Benecolin rinnalle rakennettu vahvaan kauraosaamiseen perustuva Eurooppalainen liiketoiminta. Benecol-brändi on tällä hetkellä Raision tuloksenteon kannalta selvästi yhtiön tärkein brändi, mutta sen myynnissä on näkynyt hiipumista joillain markkinoilla. Yhtiö on tekemässä vahvoja panostuksia Elovenan brändiuudistukseen ja laajentumiseen uusiin tuotekategorioihin, asiakkuuksiin ja maihin. Elintarvikesektorin kuluttajabrändeillä on vastassa kova kilpailu ja brändien kasvattamisessa onnistuminen vaatii yliveraisen tuotteen lisäksi paljon muitakin resursseja ja onnistumisia.

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

Sijoitusprofiili 3/3

Tärkeimpien raaka-aineiden hintoihin ja saatavuuteen liittyvät riskit

Raisiolle tärkeimpiä raaka-aineita ovat viljat ja sterolit. Rasion valmistuksessa käyttämistä raaka-aineista noin 70 % viljoja, joista yhtiön mukaan noin 96 % tulee Suomesta. Erityisesti viime vuosina nähdyt poikkeuksellisen heikot satokaudet saivat Rasion kärsimään raaka-aineiden nousseista kustannuksista sekä heikosta saatavuudesta. Yhtiö toimii hankinnassa raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen ehdoilla ja niiden hintojen heilahteluilta on hyvin vaikea suojautua. Raisio on siinä mielessä myös vaikeassa paikassa arvoketjua, koska kallistuneen raaka-ainehintojen siirtämisestä omien tuotteiden hintoihin pitää aina neuvotella omien asiakkaiden kanssa, eikä tämä ole yhtiön osalta aina kovinkaan helppoa, kun vastassa on mm. isot kaupan alan toimijat (K- ja S-Ryhmä, Tesco ja Sainsbury's).

Hinnoitteluvoima päivittäistavarakauppaa kohtaan ja kiristynyt kilpailu hyllytilasta

Rasion valmistamien elintarvikkeiden pääasiallinen myyntikanava on eurooppalaiset päivittäistavarakauppa- ja elintarvikeketjut. Konsernitason Rasion liikevaihdosta yli 60 % tulee Suomesta ja Iso-Britanniasta, missä päivittäistavarakauppa on hyvin keskittynyttä ja isoilla ketjuilla on vahva neuvotteluvoima elintarvikealalla kohtaan. Suomessa S- ja K-ryhmän yhteenlaskettu markkinaosuus päivittäistavarakaupasta vuonna 2019 oli yli 80 %. Iso-Britanniassa neljä isoa toimijaa (Tesco, Sainsbury's, Asda ja Morrisons) pitää hallussa noin 70 % päivittäistavarakaupan markkinasta.

Ison tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen, ylösajo ja vaikutus kassavirtaan/tulokseen

Rasion 45 MEUR:n investointi uuteen kasvipohjaisiin lisäarvotuotteita valmistavaan tuotantolaitokseen on yhtiön mittakaavassa todella iso. Tehtaan suunnittelu, rakentaminen, laitteiden asennus, testiajot, kapasiteetin ylösajo, asiakkaiden löytäminen uusille tuotteille jne. sisältävät riskejä. Investointi pitää arviomme mukaan lähivuosina Rasion kulurakenteen korkealla verrattuna tehtaasta saatavaan liikevaihtoon ja sen takia sillä on suhteellista kannattavuutta (ja kassavirtaa) heikentävä vaikutus ainakin vuosien 2020-2021 aikana. Näkyvää tuloskasvua uudesta tuotantolaitoksesta voidaan joutua odottamaan ainakin 2022-2023 asti, minkä takia sijoittajilta vaaditaan kärsivällisyyttä ja pitkän horisontin sijoitusnäkemyksiä.

Riippuvuus suomalaisesta elintarvikesektorista ja sen kilpailukykyä

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

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

Brexitin vaikutus Iso-Britannian liiketoimintaan

Iso-Britannia on Rasion toiseksi suurin markkina-alue ja 23 % konsernin liikevaihdosta tulee sieltä. Rasion liiketoiminta Iso-Britanniassa oli haastavaa vuoden 2019 aikana, sillä kuluttajatuotteiden kysyntä jatkoi läpi vuoden pientä laskua Brexit-epävarmuuden kestäessä. Yhtiö sanoi tilanteen helpottuneen joulukuun Brexit-äänestyksen jälkeen, mutta mahdollisesti tulevaisuudessa tapahtuvat EU:n ja Iso-Britannian väliset neuvottelut ja kauppasopimukset voivat vaikuttaa Rasion Iso-Britannian liiketoimintaan.

Kuluttajamieltymysten ja –trendien ennakoitiin ja niihin vastaaminen

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

Ulkomaantoimintojen aiheuttama valuuttariski

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

Sijoitusprofiili

1.

Vakaa ja defensiivinen elintarvikeyhtiö vahvoilla kuluttajabrändeillä

2.

Laaja liiketoimintaportfolion hajautus luo maltillisen riskiprofiilin

3.

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

4.

Vahva kassa mahdollistaa arvonluonnin investointien ja potentiaalisten yritysostojen kautta

5.

Vakaa tuloskunto ja vahva tase pitävät osingonmaksukyvyn hyvänä

6.

Osakkeen arvostus on hieman kansainvälisistä elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän yläpuolella

Potentiaali



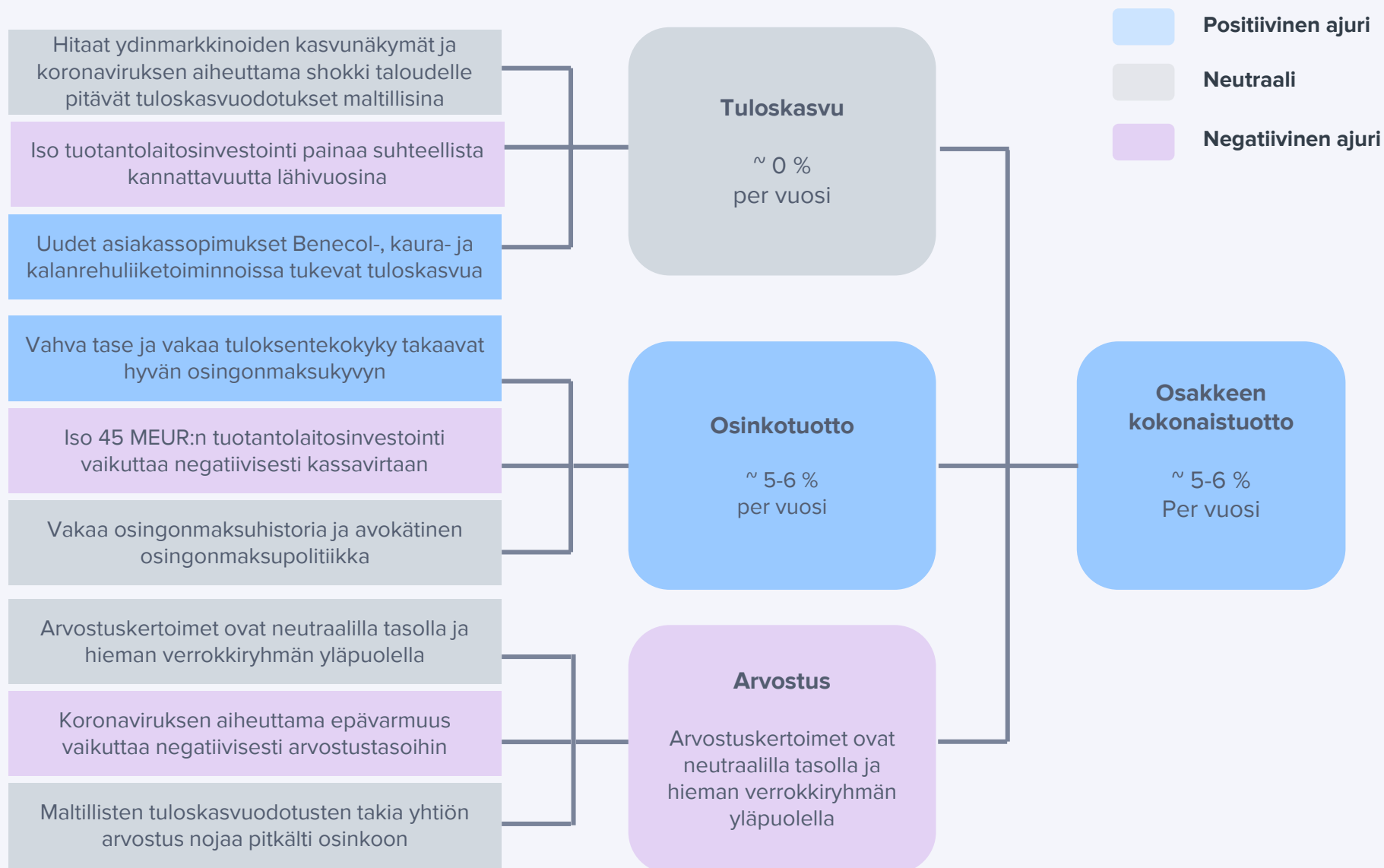
- Raisio on asemoitunut hyvin nykyisiin megatrendeihin (mm. terveellinen ja vastuullisesti tuotettu ruoka)
- Keskittyminen harvempiin, mutta vahvempiin brändeihin tuo tehokkuutta ja kannattavuutta
- Isot investoinnit kauramylllyn ja kasvipohjaiseen tuotantolaitokseen tarjoavat hyviä kasvumahdollisuuksia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

Riskit



- Koronaviruksen aiheuttama talouden tilanteen ja kuluttajien ostovoiman heikentyminen
- Tärkeimpien brändien (Benecol ja Elovena) pysyminen relevantteina ja kilpailukykyisinä
- Tärkeimpien raaka-aineiden hinta- ja saatavuusriskit
- Hinnoitteluvoima keskittyntä päivittäistavarakauppaa kohtaan
- Ison tuotantolaitosinvestoinnin onnistuminen ja ylösajo
- Riippuvuus suomalaisen elintarvikesektorin kilpailukykyystä
- Kuluttajamieltymysten ja –trendien ennakkointi
- Brexitin vaikutus Raision Iso-Britannian liiketoimintaan

Osaketuoton ajurit 2020e-2022e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	234,6	228,3	236,3	238,2	250,7
Käyttökate	68,1	30,9	33,7	33,8	37,9
Liikevoitto	54,1	16,5	27,3	27,2	27,8
Voitto ennen veroja	52,7	15,7	28,4	28,2	29,2
Nettovoitto	-17,3	27,7	25,5	23,3	24,1
Kertaluontoiset erät	18,2	-9,1	0,0	0,0	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	361,3	324,4	308,5	318,5	323,1
Oma pääoma	264,0	264,8	271,3	274,1	277,8
Liikearvo	46,5	46,1	48,5	48,5	48,5
Nettovelat	-105,1	-119,1	-98,6	-76,8	-70,6

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	68,1	30,9	33,7	33,8	37,9
Nettokäyttöpääoman muutos	13,5	-11,7	-6,5	1,6	-0,2
Operatiivinen kassavirta	68,6	19,1	23,1	30,6	32,9
Investoinnit	151,3	10,5	-25,8	-32,9	-19,7
Vapaa kassavirta	163,1	45,3	-2,5	-2,2	13,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Raisio Oyj	4,7 %
La Financière de l'Echiquier	2,6 %
Norges Bank	2,5 %
The Central Union of Agricultural Producers and Fore:	2,4 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	2,2 %
Dimensional Fund Advisors	2,1 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,26	0,08	0,16	0,15	0,15
EPS (oikaistu)	0,14	0,13	0,16	0,15	0,15
Operat. kassavirta / osake	0,44	0,12	0,15	0,19	0,21
Vapaa kassavirta / osake	1,04	0,29	-0,02	-0,01	0,08
Omapääoma / osake	1,68	1,68	1,72	1,74	1,77
Osinko / osake	0,17	0,16	0,13	0,13	0,14

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	-30 %	-3 %	3 %	1 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	66 %	-55 %	9 %	0 %	12 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-7 %	-29 %	6 %	0 %	2 %
EPS oik. kasvu-%	-29 %	-5 %	21 %	-9 %	3 %
Käyttökate-%	29,0 %	13,5 %	14,2 %	14,2 %	15,1 %
Oik. Liikevoitto-%	15,3 %	11,2 %	11,5 %	11,4 %	11,1 %
Liikevoitto-%	23,1 %	7,2 %	11,5 %	11,4 %	11,1 %
ROE-%	14,0 %	4,5 %	9,5 %	8,5 %	8,7 %
ROI-%	15,6 %	6,0 %	10,8 %	10,6 %	10,4 %
Omavaraisuusaste	73,1 %	81,6 %	87,9 %	86,1 %	86,0 %
Nettovelkaantumisasaste	-39,8 %	-45,0 %	-36,3 %	-28,0 %	-25,4 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	2,1	1,1	2,1	1,5	1,5
EV/EBITDA (oik.)	7,3	8,1	14,5	10,7	9,7
EV/EBIT (oik.)	13,9	9,8	17,8	13,3	13,2
P/E (oik.)	27,2	17,5	22,9	18,9	18,2
P/B	2,3	1,4	2,2	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	4,4 %	6,8 %	3,5 %	4,7 %	5,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.3.2020	Lisä	3,00 €	2,79 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**