

Apetit

Laaja raportti

13.1.2022 21:00



Pauli Lohi
+358 45 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Ainekset kasassa tulokäänteeseen jatkumiselle

Apetitin tulokäänteeseen pysähtyi vuonna 2021 mm. viljakaupan haasteista johtuen, mutta isossa kuvassa odotamme tuloksen jatkuvan nousutrendillä seuraavina vuosina. Yhtiö on tehnyt mielestämme oikeita toimenpiteitä panostaessaan kasvuun korkeamman lisäarvon tuotteissa ja luopuessaan Baltian viljakauppatoiminnoista. Tulosparannus näkyy kuitenkin jo osakkeen hinnassa, eikä arvostus tarjoa mielestämme riittävästi nousuvaraa, kun huomioidaan yhtiön maltilliset kasvunäkymät ja kannattavuusprofiili. Toistamme siten vähennä-suosituksemme tavoitehinnalla 12,5 euroa osakkeelta.

Tulokäänteeseen on uskaldellut viime aikoina, mutta isossa kuvassa toiminta kehittyy oikeaan suuntaan

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiöllä on kolme eri liiketoimintaa: Viljakauppa (57 % liikevaihdosta), Öljykasvituotteet (23 %) ja Ruokaratkaisut (20 %), joilla se teki vuonna 2020 liikevaihtoa 293 MEUR ja liiketulosta 3,9 MEUR. Yhtiö on onnistunut kääntämään pitkään tappiollisena tai lähellä nollaa pysytelleen tuloksensa parempaan suuntaan mm. divestoinnilla heikon kannattavuuden liiketoimintoja, tekemällä isoja investointeja kannattaviin toimintoihin ja tehostamalla organisaatiota. Kolmen eri liiketoimintasegmentin tulokset eivät ole kehittyneet tasaisesti. Erityisesti Viljakaupan tulos on ollut ailahtelevaa, kuten myös vuonna 2021, jolloin esimerkiksi Ruokaratkaisujen positiivinen kehitys jäi Viljakaupan haasteiden varjoon. Strategiakauden 2020-22 taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme haastavat, sillä yhtiö tavoittelee 14 MEUR:n käyttökate ja yli 8 % sijoitetun pääoman tuottoa (ROCE). Näiden saavuttaminen vaatii kovan työn, sillä 2021e käyttökate on 9,7 MEUR ja ROCE 3 %. Vuoden 2022 EBITDA-ennustemme 12,8 MEUR jää hieman yhtiön tavoitteen alapuolelle.

Kasvunostukset kohdistuvat nyt oikeisiin segmentteihin ja Viljakaupan tuoma tulosriski vähenee

Sijoittajan näkökulmasta yhtiön perusongelmana ovat historiassa olleet kohdemarkkinoiden heikko kasvuprofiili, riippuvuus satokausien onnistumisesta sekä ohuet marginaalit, jotka ovat altistaneet tuloksen heilahteluille. Yhtiö on viime vuosina panostanut kasvuun erityisesti Ruokaratkaisuihin mm. rakentamalla uuden pihvi- ja pyörykkälinjaston Säkylään ja viimeisimpänä panostamalla Pudasjärven pakastepizzatehtaan kehittämiseen. Öljykasvituotteissa yhtiö on pyrkinyt kehittämään tuotannon sivuvirroista korkean lisäarvon ainesosan elintarviketeollisuudelle, mutta kaupallistaminen on vasta alkuvaiheessa ja potentiaalinen tulosvaikutus vielä kysymysmerkki. Viljakaupan Baltian paikallisten liiketoimintojen divestointi vuoden 2022 alussa on ilahduttava uutinen sijoittajille, vaikka liikevaihto laskeekin selvästi divestoinnin myötä. Uskomme divestoinnin vähentävän Viljakaupan mukanaan tuomaa tulosriskiä olettaen, että kauppa läpäisee paikallisten kilpailuviranomaisten hyväksynnät.

Tulospohjainen arvostus ei tarjoa riittävästi nousuvaraa

Apetitin positiivinen kehitys viime vuosina on heijastunut selvästi osakekurssiin ja nostanut P/B-luvun jo 0,9x:ään, mikä on yhtiön lähivuosien vaihteluvälin yläpuolella (0,6-0,8x vuosina 2016-20). Vaikka Viljakaupan Baltian toimintojen divestointi laskee Apetitin riskiprofiilia ja parantaa yhtiön sijoitetun pääoman tuottoa noin 6 %:iin vuonna 2023e, on yhtiön tavoittelemaan 8 %:n tasoon kuitenkin vielä matkaa. Haastavan toimintaympäristön ja Apetitin eri liiketoimintojen toistuvien historiallisten vaikeuksien vuoksi emme ole valmiita hyväksymään yhtiölle verrokkiryhmän ylittävää tulos pohjaista arvostusta. Ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 P/E-luvut ovat ennusteillamme 35x ja 16x, eli arvostus laskee lähelle verrokkien tasoa mikäli ennustamamme vuoden 2022 tulosparannus toteutuu. Osien summa – menetelmällä pääsemme 15,2 euron osakekohtaiseen arvoon, joten heikommin kannattavien liiketoimintojen divestoinnit voisivat jatkossakin vapauttaa arvoa omistajalle.

Suositus

Vähennä

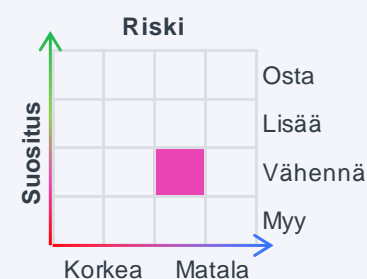
(aik. Vähennä)

12,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

13,0



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	293	290	232	212
kasvu-%	-1 %	-1 %	-20 %	-9 %
EBIT oik.	3,9	3,4	6,4	7,0
EBIT-% oik.	1,3 %	1,2 %	2,8 %	3,3 %
Nettotulos	3,1	2,3	5,2	5,7
EPS (oik.)	0,50	0,37	0,84	0,91

P/E (oik.)	21,5	34,9	15,5	14,3
P/B	0,7	0,9	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	4,7 %	3,1 %	4,6 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	17,6	23,6	11,6	10,5
EV/EBITDA	6,8	8,2	5,8	5,5
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,3	0,3

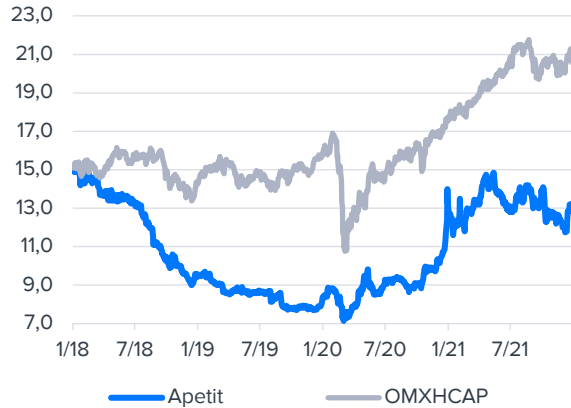
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

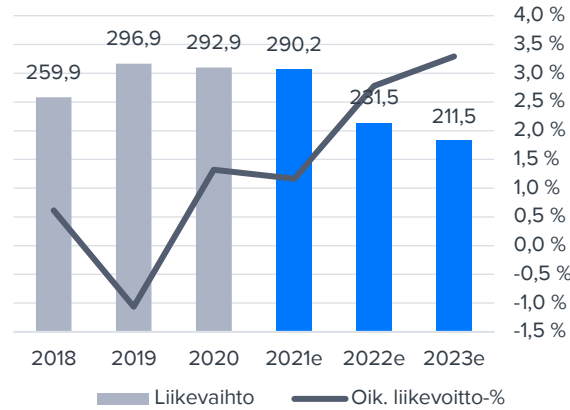
Koko vuoden jatkuvien toimintojen liikevoiton arvioidaan jäävän vertailuvuodesta (vuonna 2020: 3,9 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



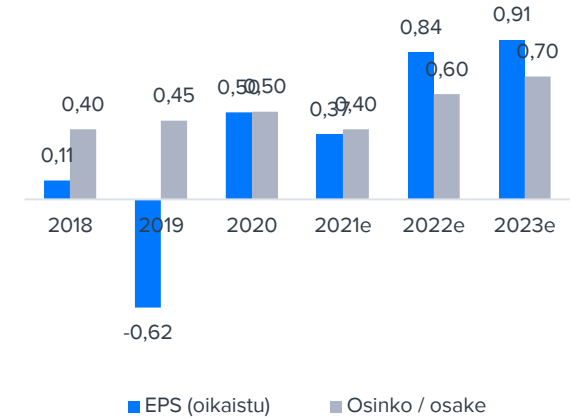
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vastuullisesti tuotettu kotimainen ruoka ja tunnettu Apetit-brändi
- Tulevaisuudennäkymät saavat tukea kasvistrendistä, T&K-panostuksista ja investoinneista
- Kansainvälistymisessä on liikevaihtopotentiaalia
- Tuloskasvua lähivuosina ajavat myydyt tappiolliset tai heikkokatteiset liiketoiminnot ja tehdyt tehostamistoimet
- Tuloskasvua on mahdollista saada merkittävästi, jos satokaudet ovat parempia



Riskitekijät

- Suomen elintarvikesektorin heikko kilpailukyky
- Riippuvuus satokausien onnistumisesta ja Viljakaupan tulostason palauttamisesta
- Kaupan alan keskittyminen ja kasvava hintakilpailu
- Heikosti kannattavien liiketoimintojen kääntäminen voitolliseksi
- Uusien tuotelanseerausten ja T&K:n onnistuminen
- Sokerin markkinahinnan lasku ja Sucroksen heikon tulostason kääntäminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	81	81	81
Yritysarvo (EV)	80	75	73
P/E (oik.)	34,9	15,5	14,3
P/E	34,9	15,5	14,3
P/Kassavirta	14,0	10,7	15,9
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,3	0,3	0,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	8,2	5,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	23,6	11,6	10,5
Osinko/tulos (%)	107,3 %	71,7 %	76,9 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,6 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Viljakauppa-liiketoiminta	7-8
Ruokaratkaisut-liiketoiminta	9-11
Öljykasvituotteet-liiketoiminta	12-13
Osakkuusyhtiö Sucros	14
Liiketoimintamalli	15
Liiketoimintamallin riskiprofiili	16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17-18
Historiallinen kehitys	19-21
Ennusteet	22-26
Osakkeen arvostus	27-31
Osien summa -laskelma	32-34
Sijoitusprofiili	35
Osaketuoton ajurit	36
Yhteenveto	37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Apetit lyhyesti

Apetit on suomalainen elintarvikeyhtiö, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö valmistaa kasvipohjaisia ruokia, jalostaa rypsiä kasviöljyä ja rypsiपुरisteita sekä käy viljakauppaa.

1950

Perustamisvuosi

1989

Listautuminen pörssiin

293 MEUR (-1 % vs. 2019)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2020

3,9 MEUR (2019: -4,8 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevoitto 2020

81 MEUR markkina-arvo

Osakekurssilla 13,0 euroa

323 hlö (H1'20: 335)

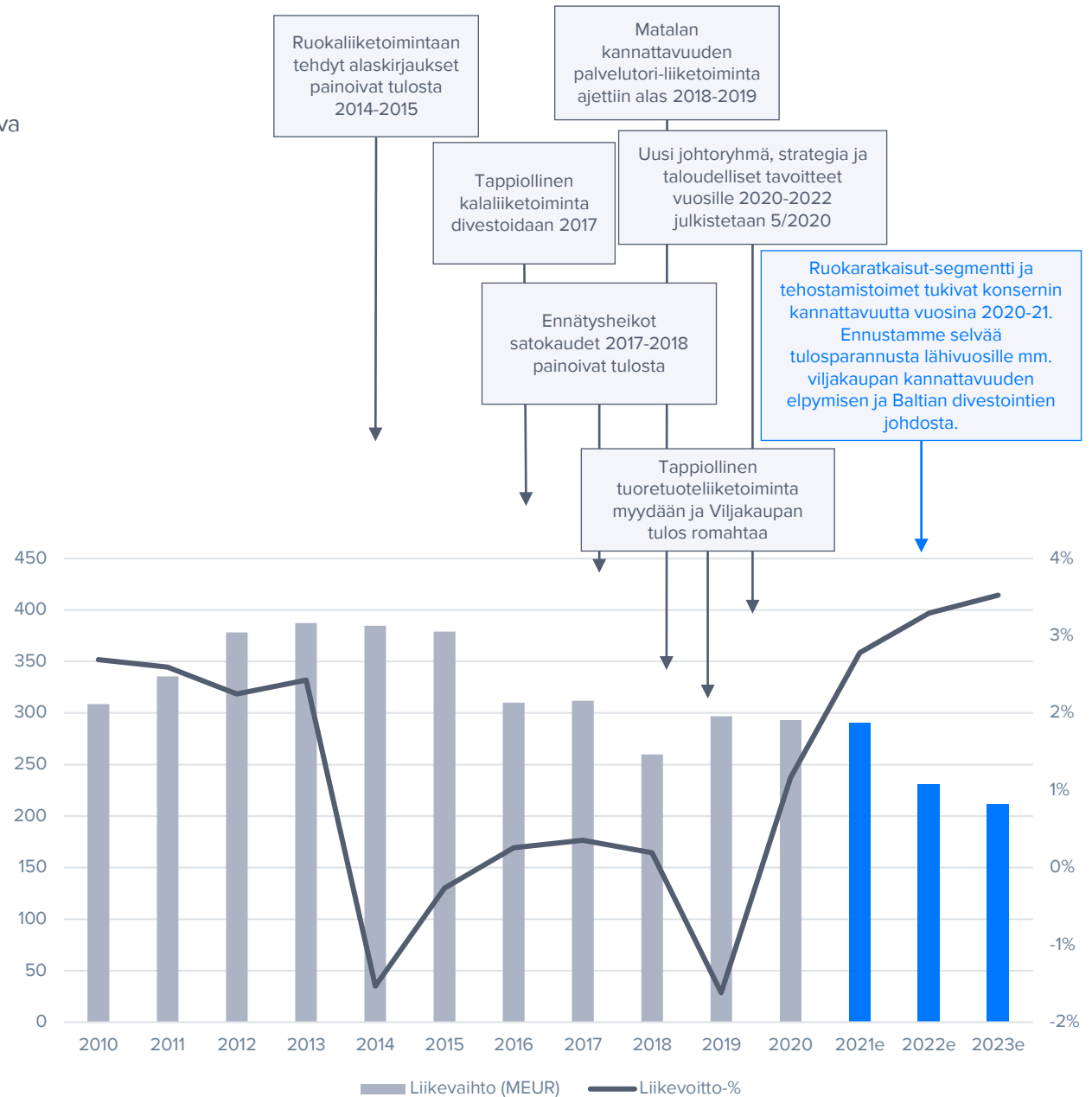
Henkilöstön määrä H1'21 aikana keskimäärin

7,8 MEUR (2019: 11,5 MEUR)

Jatkuvien toimintojen bruttoinvestoinnit 2020

90 MEUR oma pääoma

Q3'21 lopussa (14,22 euroa per osake)



Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

Apetit on elintarvikeyhtiö, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö luo kasviksista hyvinvointia tarjoamalla terveellisiä ja arkea helpottavia ruokaratkaisuja. Kasviksia ja ruokapakasteita myydään pääosin Apetit-brändillä, mutta yhtiöllä on valmistusta myös kaupan omille merkeille. Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain jalostaa rypsisistä kasviöljyjä ja rypsipuristeita rehuraaka-aineeksi sekä käy viljakauppaa. Apetitin suurimpia markkina-alueita ovat Suomi, Norja, Saksa ja Ruotsi. Vuonna 2020 jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 293 MEUR, liiketulos oli 3,9 MEUR ja konsernissa työskenteli keskimäärin 343 henkilöä. Apetitin markkina-arvo nykyisellä 13,0 euron osakekurssilla on 81 MEUR.

Liiketoimintasegmentit

Viljakauppa (57 % liikevaihdosta*)

Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain toimii aktiivisesti vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainemarkkinoilla. Avena harjoittaa viljakauppaa eli toimii välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Yhtiö tarjoaa asiakaspalvelua ja kaupankäynnin työkalut sekä ostajille että myyjille. Päähankinta-alueet ovat olleet Suomi ja Baltia, mutta Baltiasta ollaan luopumassa liiketoimintojen myynnin myötä. Viljakaupan liikevaihto vuonna 2020 oli 194 MEUR ja konsernin ulkopuolelle tästä suuntautui 167 MEUR. Viljakaupan liiketulos vuonna 2020 oli 0,1 MEUR.

Öljykasvituotteet (23 % liikevaihdosta*)

Avena on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja rypsipuristeiden tuottaja. Kirkkonummella sijaitseva öljypuristamo hyödyntää

raaka-aineena käyttämistään öljykasvisiemenistä 99,9 % jalostaen niistä tuotteita niin ihmisten kuin eläintenkin ravitsemukseen. Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto vuonna 2020 oli 66 MEUR ja liiketulos oli 2,0 MEUR.

Ruokaratkaisut (20 % liikevaihdosta*)

Apetit tuottaa monipuolisesti vihannes- ja ruokapakasteita sekä omalla Apetit-brändillä että kaupan omille merkeille. Suurin osa pakastekasviksista viljellään Apetit-sopimusviljelijöiden tiloilla Satakunnassa. Ruokaratkaisujen liikevaihto vuonna 2020 oli 60 MEUR ja liiketulos oli 5,0 MEUR.

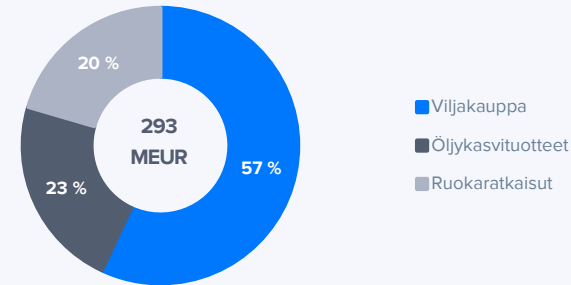
Kolme tuotantolaitosta

Apetit-konsernilla on kolme tuotantolaitosta. Säkylän tehtaalla valmistetaan kasvis- ja ruokapakasteet. Pudasjärvellä valmistetaan pakastepizzat. Kirkkonummella sijaitsevassa öljynpuristamossa valmistetaan kasviöljyjä ja rypsipuristeita.

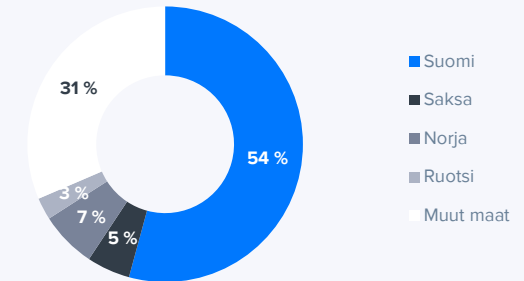
Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 % Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä. Sucroksen sokeritehdas sijaitsee Säkylän teollisuusalueella, missä toimii myös Apetitin pakastetehdas. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Apetitin 20 %:n omistusosuuden mukainen arvo Sucros Oy:n nettovarallisuudesta oli 19 MEUR vuoden 2020 tilinpäätöksessä. Jos Apetitin Sucros-omistuksen käypä arvo haarukoidaan lähelle sen nettovarallisuutta, muodostaa Sucros-omistus näin merkittävän osan Apetitin markkina-arvosta.

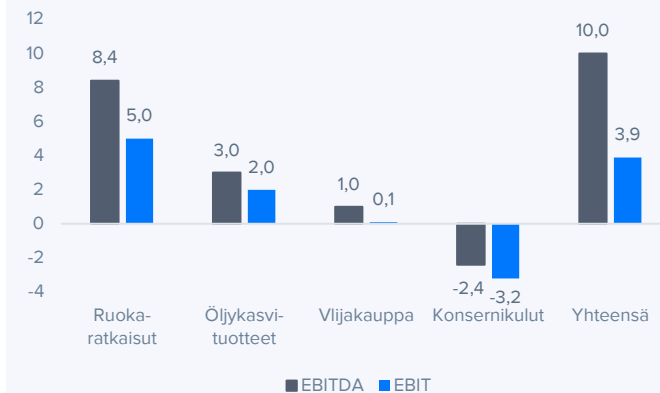
Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2020*)



Myynnin jakauma maittain (2020)



Tuloksen jakauma segmenteittäin 2020 (MEUR)



* Konsernin ulkopuolelle suuntautuva liikevaihto 2020.

Viljakauppa-liiketoiminta 1/2

Viljakaupassa on korkea liikevaihto

Viljakauppa on Apetitin suurin segmentti liikevaihdon perusteella (57 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2020). Segmentin osuus konsernin liikevaihdosta tulee kuitenkin laskemaan, mikäli vuoden 2021 lopussa tiedotettu Baltian paikallisten viljakaupan liiketoimintojen myynti läpäisee kilpailuviranomaisten hyväksynnän ja toteutuu. Viljakauppa-liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2020 oli 194 MEUR, josta konsernin ulkopuolelle suuntautuvan liikevaihdon osuus oli 86 %. Myynnin kohteena olevien Viron ja Liettuan viljakaupan liikevaihto oli 94 MEUR vuonna 2020 eli lähes puolet koko segmentistä. Viljakauppa on tärkeässä roolissa myös konsernin sisäisessä raaka-ainehankinnassa ja osa segmentin myynnistä menee raaka-aineeksi Öljykasvituotteet-segmentin öljynpuristamoon.

Viljakauppaa harjoittaa Avena Nordic Grain

Apetit-konsernissa viljakauppaa harjoittaa Avena Nordic Grain tytäryhtiöineen. Avena on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias. Avena hankkii viljaa viljelijöiltä, hoitaa varastoinnin, logistiikan, dokumentoinnin ja myy eteenpäin pienellä katteella. Keskeisiä kaupankäynnin kohteena olevia raaka-aineita ovat mm. vehnä, ohra, kaura, ruis, rypsi, rapsi ja soijarouhe. Baltian yhtiöiden myynnin jälkeen viljan hankinta keskittyy pääasiassa Suomeen, mutta kauppaa voidaan käydä myös muilla markkinoilla. Avenan merkitys Suomen viljan viennistä on suuri (osuus Suomen viljan viennistä noin 40 % arviomme mukaan).

Satokausien ja markkinahintojen armoilla

Viljakaupan liikevaihto ja tulos voivat vaihdella rajusti viljan maailmanmarkkinahintojen vaihtelun

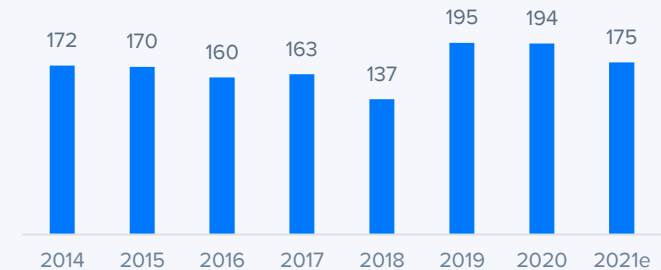
mukana. Tähän vaikuttavat eri raaka-aineiden kysynnän ja tarjonnan lisäksi mm. satokausien onnistuminen eri markkina-alueilla, viljojen varastotasot sekä muut spekulatiiviset tekijät. Viljakaupassa Avenan toimintamalliin kuuluu johdannaisilla tehdyt hintojen vaihtelujen, valuuttojen ja muiden riskitekijöiden suojaukset, joilla pyritään tasaamaan riskiä ja tulostulovaihteluita.

Matalan katteen välitysluontea

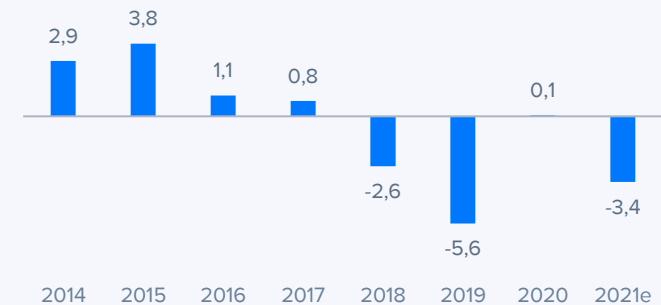
Liikuteltavat viljojen tonnimäärät ovat suuria ja sitä kautta liikevaihto muodostuu konsernin mittakaavassa suureksi. Välitysluontea liiketoiminnan katteet ovat kuitenkin matalat. Apetit ei anna taloudellista ohjeistusta liikevaihdon osalta, koska viljamarkkinoiden hintatason vaihtelut tekevät sen arvioimisesta hyvin vaikeaa ja liikevaihto heiluu merkittävästi kvartaalista ja vuodesta toiseen riippuen esim. siitä, milloin suuret laivalastit lähtevät satamasta.

Viljakaupan liiketulos vuonna 2020 oli 0,1 MEUR. Segmentin tuloskunto on viime vuosina pudonnut jyrkästi, sillä vuosien 2014-2015 aikana Viljakauppa teki vielä selvästi positiivista tulosta. Yhtiö laittoi vuosien 2017-2018 tulokset heikkojen satokausien piikkiin. Vuonna 2019 satokausi oli jo normaalin kaltainen, mutta tulos heikkeni entisestään. Viljakaupassa vuoden 2015 liikevoitto oli poikkeuksellisen korkea 3,8 MEUR ja sijoitetun pääoman tuotto (ROCE %) oli 14 %. Tämä on yhtiön lähihistorian onnistunein vuosi ja pidämme tätä ns. täydellisenä suoritukseksi. Jatkossa voisimme pitää Viljakaupan 2-3 MEUR:n vuotuista liikevoittoa hyvänä tasona. Baltian toimintojen myynti voisi vähentää Viljakaupan riskitasoa ja parantaa tuloksentekeykyä tulevina vuosina.

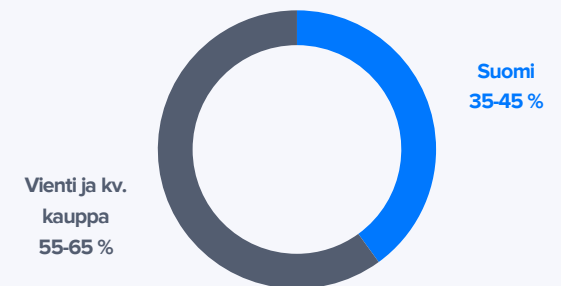
Viljakaupan liikevaihto (MEUR)



Viljakaupan liikevoitto (MEUR)



Myynnin jakauma* (vaihtelee vuosittain)



* Lähde: Apetit CMD 2016

Viljakauppa-liiketoiminta 2/2

Hankinta keskittyy Suomeen

Apetit tiedotti vuoden 2021 lopussa sopineensa Viron ja Liettuan viljakaupan toimintojen (48% segmentin liikevaihdosta vuonna 2020) myynnistä Scandagra Groupille. Kauppa voisi toteutua vuoden 2022 Q1:llä olettaen että se saa kilpailuviranomaisten hyväksynnän. Apetit panosti aiemmin Baltian hankintaan vähentääkseen konsernin riippuvuutta Suomen sadosta ja sääoloista, mutta usean haastavan vuoden jälkeen yhtiö on päätenyt hankkiutumaan eroon kansainvälisistä konttoreistaan. Myös Venäjän, Ukrainan ja Kazakstanin toimipisteitä on viime vuosina suljettu. Yhtiön mukaan Baltian toimintojen myynti tervehdyttää Viljakaupan liiketoimintaa jatkossa toiminnan keskittyessä pääosin Suomeen.

Asiakkaat ja henkilöstö

Avenan tavoitteena on olla viljan ostajien, myyjien, viljelijöiden ja teollisuuden paras kumppani. Baltian liiketoimintojen myynnin toteutuessa Avena tulee hankkimaan viljaa pääasiassa Suomesta. Viljaa myydään pääasiassa Euroopan unionin alueella, mutta myös muilla markkinoilla. Avena on erityisen aktiivinen Suomessa, missä sen pääasiallinen hankintaorganisaatio sijaitsee. Viljakaupan asiakkaita ovat mm. rehu-, mylly- ja muu viljaa käyttävä teollisuus. Viljakauppa on myös tärkeässä roolissa Apetitin sisäisessä raaka-ainehankinnassa.

Viljakaupassa työskenteli keskimäärin 53 henkilöä vuonna 2020, joista 23 Virossa ja Liettuassa. Yhtiön päätoimipaikka on Helsingin Kalasatamassa, mistä toimintoja ohjataan. Suomessa parin ihmisen hankintakonttoreita on puolenkymmentä ja varastolokaatioita noin 20 paikkakunnalla muun muassa osassa Viljavan viljavarastoista.

Investoinnit

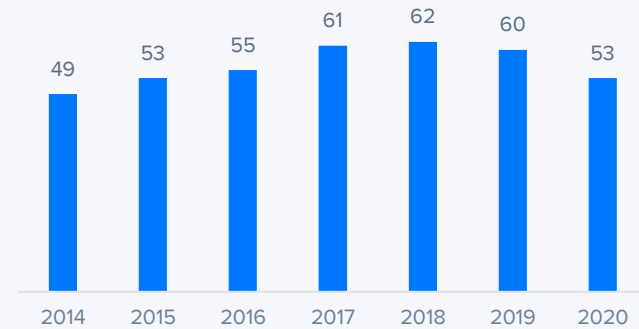
Viljakauppa-liiketoiminnan investointivaatimukset ovat matalat ja ne ovat olleet viime vuosina vain joitain satoja tuhansia euroja vuodessa. Tästä syystä myös poistot ovat pienet ja näin käyttökate ja liikevoitto liikkuvat lähellä toisiaan. Vuonna 2015 yhtiö teki poikkeuksellisen ison investoinnin Insoon viljasataman varastokapasiteetin ja satamainfrastruktuurin rakentamiseksi ja tämä lisäsi oleellisesti viljanvientikapasiteettia. Vuonna 2017 yhtiö investoi mm. digitaaliseen palvelusivustoon (Avenakauppa.fi) ja Viron Muugan satamavaraston laboratorioon.

Viljelijän Avena Berner

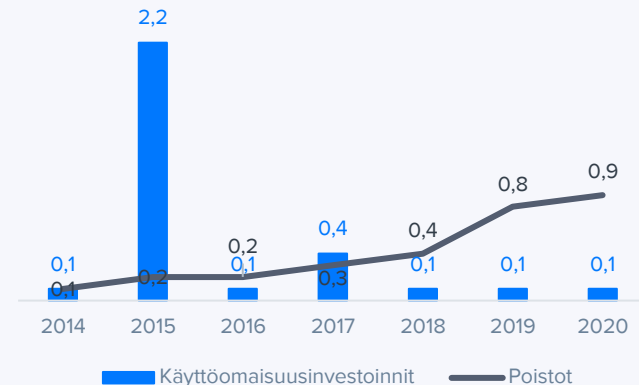
Viljamarkkina on Suomessa keskittynyt viime vuosina kolmen pelurin käsiin. Kesko myi K-maatalouden 2017 ruotsalaiselle Lantmannenille ja SOK myi Hankkijan 2013 tanskalaiselle DLA:lle. Näiden yritysjärjestelyjen jälkeen kilpailu viljakaupassa on selvästi lisääntynyt ja tämä on näkynyt negatiivisesti Avenan tulokunnossa. Lisäksi Lantmannen tiedotti ostavansa Myllyn Paras –konsernin syyskuussa 2021.

Avena ja Viljelijän Berner päättivät kesällä 2018 vastata kansainväliseen kilpailuun yhdistämällä osto- ja myyntiorganisaationsa tuotantopanos- ja viljakaupassa. Yhteisorganisaation muodostamiseen ei liittynyt yritysjärjestelyjä, vaan toimintamallissa viljanhankintaa tehdään Avenan lukuun ja tuotantopanoskauppaa Bernerin lukuun. Uuden toimintamallin kautta Viljelijän Avena Berner tarjoaa suomalaisille viljelijöille kotimaisessa omistuksessa olevan kumppanin ja mahdollisuuden ostaa tarvikkeita tuotantoa varten ja käydä viljakauppaa yhden luukun periaatteella.

Viljakaupan henkilöstö, keskimäärin



Viljakaupan investoinnit (MEUR)



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 1/3

Tärkein segmentti liikevoiton perusteella

Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihto vuonna 2020 oli 60 MEUR ja liiketulos oli 5,0 MEUR (EBIT 8,3 %). Vaikka Ruokaratkaisut on liikevaihdolla mitattuna konsernin pienin segmentti (20 % liikevaihdosta), on sen rooli konsernin liiketuloksen kannalta suuri hyvästä kannattavuudesta johtuen.

Uudelleenjärjestely kutisti liikevaihtoa, mutta paransi tuloksentehtävyyttä

Ruokaratkaisujen liikevaihto vuonna 2017 oli vielä 100 MEUR, mutta sen jälkeen koko on pienentynyt merkittävästi divestointien myötä. Apetit myi pitkään tappiota tehneen kalaliiketoiminnan vuonna 2017 ja sen tärkeänä myyntikanavana toimi Apetit palvelutorit, joita löytyi osuuskaupoista (ns. ”kalatiskit”). Tämän liiketoiminnan operoimiselle oli kalaliiketoiminnan myynnin jälkeen enää hyvin vähän perusteluja, minkä takia Apetit luopui vaiheittain 2018-2019 aikana matalan katteen palvelutoriliiketoiminnasta. Elokuussa 2019 Apetit myi tappiollisen tuoretuoteliiketoiminnan Greenfood AB:lle, missä mukana siirtyi Helsingin Kivikon tuoretuotteiden tuotantolaitos ja työntekijät Greenfoodin tytäryhtiölle Salicolle. Divestointien jälkeen Ruokaratkaisut-segmentin koko pieni merkittävästi, mutta kannattavuus parani, sillä myytyjen liiketoimintojen jatkuvat haasteet ja heikko kannattavuus olivat painaneet koko konsernin tulokuntoa.

Toiminta koostuu ruoka- ja kasvispakasteista

Ruokaratkaisut koostuu nykyään täysin ruoka- ja kasvispakasteista. Apetit kehittää, valmistaa ja markkinoi pääosin kotimaisista raaka-aineista valmistettuja pakasteita. Tuotteita myydään Apetit-tuotemerkillä, mutta yhtiö tekee myös kaupan

omien merkkien valmistusta ja palvelee food service -kanavaa.

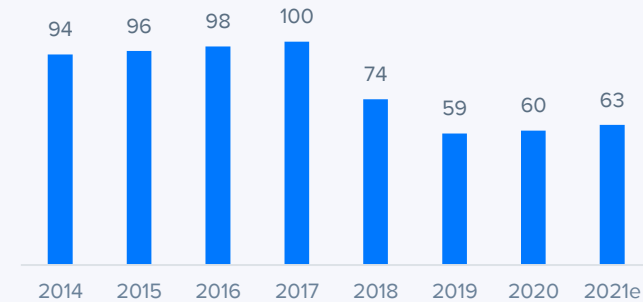
Raaka-aineet hankitaan pitkäaikaisilta sopimustoimittajilta, jotka sijaitsevat pääosin noin 100 km säteellä Säkylästä. Merkittävimmät kotimaiset raaka-aineet ovat peruna, porkkana, herne, pinaatti ja lanttu. Apetitilla on läheiset suhteet omien sopimusviljelijöiden kanssa, jotka viljelevät Apetit Vastuuviljely-menetelmän mukaisesti. Yhtiö käy heidän kanssaan jatkuvaa dialogia tarvittavista raaka-aineista, auttaa heitä tuotannon tekijöiden hankinnoissa ja saamaan viljelymailta irti mahdollisimman paljon laadukasta raaka-ainetta. Apetit omassa koetoinnassa testataan esimerkiksi tuotteisiin ja kasvuolosuhteisiin parhaiten soveltuvia kasvilajikkeita.

Henkilöstö- ja investointipainotteisin segmentti

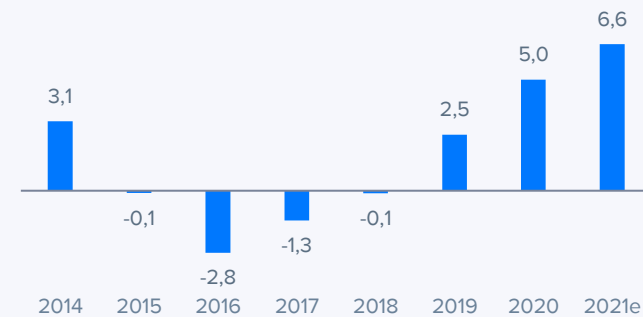
Apetit-konsernilla on kolme tehdasta, joista kaksi kuuluu Ruokaratkaisut-segmentille. Yhtiö valmistaa Säkylän tehtaalla vihannes- ja ruokapakasteita ja Pudasjärven tehtaalla pakastepizzoja. Teollinen tuotanto vaikuttaa luonnollisesti sekä henkilöstön määrään että tehtaiden vaatimiin ylläpito- ja korvausinvestointeihin. Tämän takia ylivoimaisesti suurin osa konsernin henkilöstöstä työskentelee Ruokaratkaisut-segmentissä ja samalla segmentti syö myös suurimman osan konsernin vuotuisista investoinneista.

Ruokaratkaisut-liiketoiminnassa työskenteli vuonna 2020 keskimäärin 235 henkilöä eli valtaosa konsernin jatkuvien toimintojen henkilöstömäärästä. Henkilöstön määrä on viime vuosina laskenut merkittävästi em. divestointien takia. Ruokaratkaisuissa on viime vuosina

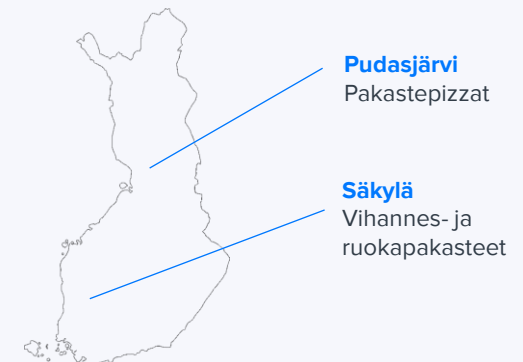
Ruokaratkaisut liikevaihto (MEUR)



Ruokaratkaisut liikevoitto (MEUR)



Ruokaratkaisut-segmentin tuotantolaitokset



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 2/3

toteutettu tehostamistoimenpiteitä ja yt-neuvotteluita, joiden johdosta kilpailukyky on parantunut selvästi.

Ruokaratkaisut-segmentin investoinnit olivat korkealla 5-10 MEUR:n tasolla vuosina 2018-19, mikä ylitti selvästi segmentin poistotason. Investoinnit liittyivät mm. Säkylän tehtaan pakastetuotannon kehittämiseen ja yhtiölle valmistui 2019 syksyllä 10 MEUR:n investointi uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon. Uusi linjasto kaksinkertaisti tuotantokapasiteetin, mahdollisti uusien tuotteiden valmistuksen kotimaahan ja kansainvälisille markkinoille sekä paransi tuotannon tehokkuutta. Kasvis- ja kalapohjaiset pihvit ja pyörykät ovat viime vuosina olleet yksi Apetitin voimakkaimmin kasvavista tuoteryhmistä, mutta koronapandemian aikana linjastoa on jouduttu kuitenkin pyörittämään vajaalla teholla, sillä se on suunniteltu erityisesti food service –kanavaa varten, jolla on ollut pandemian takia hyvin haastavat ajat.

Ruokaratkaisut-segmentin investointitaso laski noin 3 MEUR:oon vuonna 2020. Apetit ilmoitti toukokuussa 2021 investoivansa Pudasjärven pakastepizzatehtaaseen 2 MEUR pakastepizzaperheensä kehittämiseksi. Elintarviketeollisuuden raskaiden investointivaatimusten takia tämä liiketoiminta tulee arviomme mukaan jatkossakin vaatimaan suurimman osan konsernin investoinneista.

Vaikka Apetitin taloudelliset tavoitteet on sidottu EBITDA:n kehittämiseen, kannattaa sijoittajien etenkin Ruokaratkaisut-segmentissä seurata myös liikevoiton kehittymistä. Tämä johtuu siitä, että liiketoiminta on käyttökäteen osalta tehnyt kohtalaisen hyvää tulosta useina vuosina, mutta suuri osa segmentin käyttökäteestä joudutaan

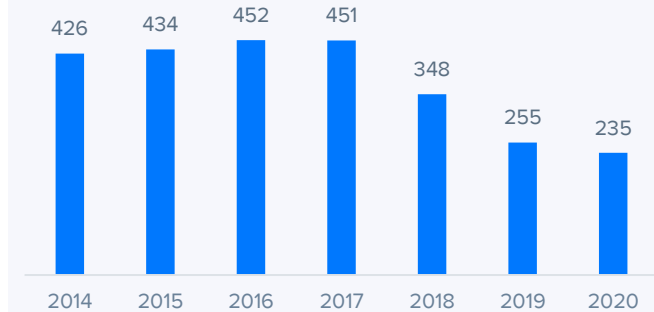
investoimaan takaisin liiketoimintaan, jotta se pysyy kilpailukykyisenä. Tämän takia käyttökäteestä ei ole aina jäänyt paljoa jaettavaksi omistajille.

Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

Ruokaratkaisut-liiketoimintaa harjoitetaan pääosin Suomessa. Yhtiö on uuden strategian mukaisesti hakemassa kasvua ulkomailta, mutta Suomi on edelleen segmentin selvästi suurin toimintamaa ja tulee varmaankin olemaan näin myös pitkään tulevaisuuteen. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin liikevaihdon jakaumaa päivittäistavarakaupan ja food servicen välillä, mutta arvioimme PT-kaupan tuovan selvästi suurimman osan liikevaihdosta. Segmentin tuloskehitys on siten riippuvainen Suomen talouden tilasta, päivittäistavarakaupan kehityksestä ja kuluttajan ostovoimasta.

Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on sen vahva keskittyminen kahdelle suurelle toimijalle. Vuonna 2020 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä 20,2 miljardia euroa, joista S-ryhmän markkinaosuus oli 46,0 % ja K-ryhmän 36,9 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 9,5 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 93 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä tarkoittaa, että Apetit ja muiden toimijoiden on pitkälti alistuttava ketjujen ehtoihin. Apetit pyrkii painottamaan tässä asetelmassa vahvojen brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Monissa tuotekategorioissa Apetit on ainoa kotimainen vaihtoehto, mikä hieman parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa.

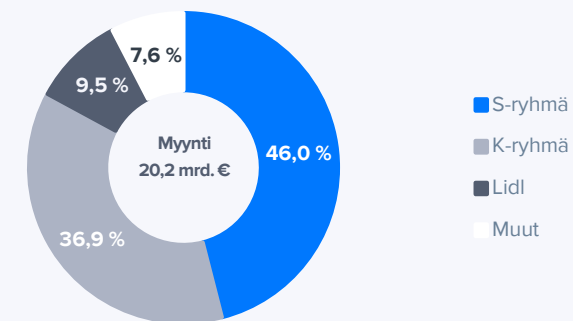
Ruokaratkaisut henkilöstö keskimäärin



Ruokaratkaisut investoinnit (MEUR)



Suomen PT-kaupan markkinaosuudet 2020



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 3/3

Päivittäistavarakaupan kasvu vaikuttaa Ruokaratkaisut-segmentin kehitykseen

Ruokaratkaisut-segmentin myynnistä suurin osa tulee Suomesta ja tästä pääosa tapahtuu päivittäistavarakauppojen kautta. Siten Ruokaratkaisut-segmentin kehitykseen vaikuttaa selvästi se, että miten hyvin Suomen päivittäistavarakaupan myynti kehittyi.

Tilastokeskuksen mukaan päivittäistavarakaupan vuosikasvu on Suomessa vaihdellut viimeisen vuosikymmenen ajan -2 %:n ja +8 %:n välillä. Koronapandemia kasvatti päivittäistavarakaupan myyntiä, minkä johdosta kasvu oli vuonna 2020 jopa 8 %. Apetitin Ruokaratkaisut-segmentti kasvoi vuonna 2020 noin 2 %, mutta luku ei ole vertailukelpoinen palvelutorien divestoinnista johtuen. Päivittäistavarakaupan kasvu jatkui hyvällä noin 4 %:n tasolla vuoden 2021 tammi-syyskuun aikana. Apetitin Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihto kasvoi vuoden 2021 tammi-syyskuun aikana 4 % edellisvuodesta 45,9 MEUR:oon. Segmentin liikevaihto kehittyi siis pitkälti päivittäistavarakaupan myynnin kasvun mukaisesti.

Kaupan neuvotteluvoima, private label ja ulkomainen kilpailu ovat uhkatekijöitä

Apetitin merkittävimpiä kilpailu-uhkia suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi ovat kaupan omat merkit (mm. Pirkka, Euroshopper, Rainbow, Kotimaista ja Eldorado). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuoden 2021 Q1:llä PTY:n tilastojen mukaan 25 %. Vaikka kaupan omien merkkien suhteellinen osuus on noussut viimeisen vuosikymmenen aikana trendinomaisesti, on

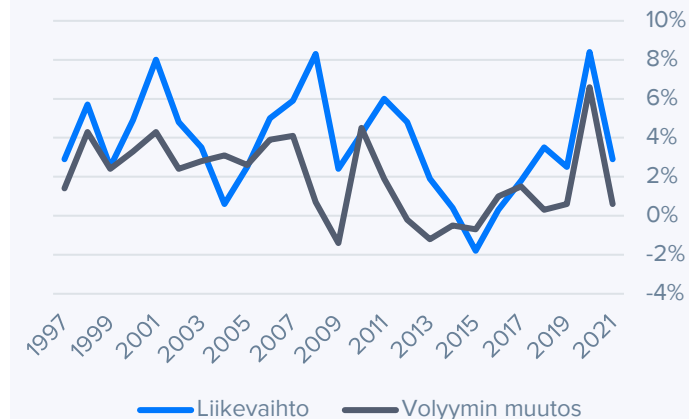
kehitys ollut melko rauhallista ja private label – tuotteiden osuus on Suomessa vielä melko matala verrattuna useihin muihin Euroopan maihin.

Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden kannattavuus on selvästi brändituotteiden myyntiä heikempi. Liiallinen nojaaminen kaupan omien merkkien sopimusvalmistajana ei pitkässä juoksussa ole herkullinen asema ja kaupan kanssa pitää yrittää olla tältä osin varovainen. Apetit ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä, mutta yhtiön omien sanojen mukaan tilanne on ”hallinnassa”. Pakasteissa kaupan omien merkkien lisäksi muita tunnettuja kilpailijoiden tuotemerkkejä ovat mm. Findus, Oolannin, Grandiosa ja Dr. Ötker.

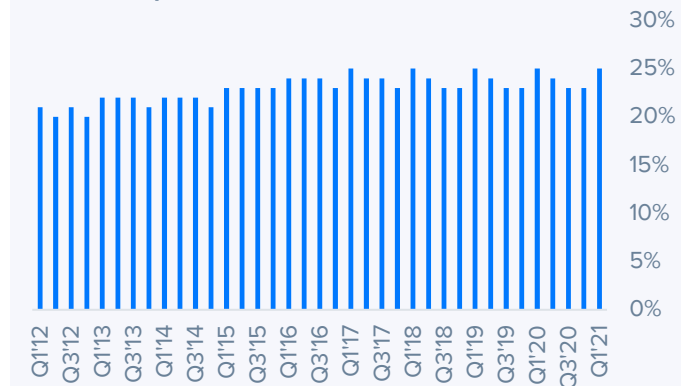
Viennin osuus jo 10 % liikevaihdosta

Apetitin uuden 2020-2022 strategian yhtenä painopistealueena on hakea vahva jalansija Ruotsista. Yhtiön tarkoitus on syventää olemassa olevia asiakkuuksia ja rakentaa myös uusia asiakkuuksia. Yksi tällainen oli Ruotsin suurimman kauppaketju ICA:n kanssa tehty sopimus, jossa maaliskuusta 2020 alkaen kahdeksan Apetit-brändillä myytävää pakastetuotetta pääsi ICA:n valikoimiin ja näin pakasteiden vienti kaksinkertaistui. ICA on myöhemmin ottanut lisää Apetitin tuotteita valikoimiinsa. Ruokaratkaisut-segmentin osalta viennin osuus kasvoi vuoden 2021 tammi-syyskuun aikana noin 10 %:iin, vaikka heikko hernesato rajoitti vientiä. Käsityksemme mukaan Apetitintien vientiponnistelut ovat alkaneet tuottaa tulosta myös Ruotsin food service - segmentissä.

Päivittäistavarakaupan myynnin kehitys¹



Kaupan merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa



¹ Vuoden 2021 osalta tammi-marraskuun tiedot

Öljykasvituotteet-liiketoiminta 1/2

Öljykasvituotteissa kohtuullinen kannattavuus

Öljykasvituotteet on liikevaihdolla mitattuna Apetitin toiseksi suurin segmentti. Liikevaihto vuonna 2020 oli 65,8 MEUR (22 % liikevaihdosta) ja se on pysynyt tällä tasolla pitkään. Segmentin liikevoitto vuonna 2020 oli 2,0 MEUR (EBIT 3,0 %) ja henkilöstömäärä oli keskimäärin 43.

Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

Öljykasvituotteet-liiketoiminnasta vastaava Avena on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja öljykasvipohjaisten rehuraaka-aineiden tuottaja. Öljykasvituotteet valmistetaan Kirkkonummen öljynpuristamossa, joka jalostaa rypsin ja rapsin siemenistä laadukkaita ja korkean jalostusarvon tuotteita kasviöljyiksi ja rypsipuristeiksi kotieläinruokintaan. Kirkkonummen öljynpuristamo sijaitsee erittäin hyvällä sijainnilla keskellä öljykasvien viljely- ja kulutusalueita. Puristamo sijaitsee lähellä satamaa, joten se pystyy ottamaan vastaan tarvittaessa myös tuontiraaka-ainetta.

Avena ostaa lähes kaiken Suomessa tuotetun rypsin

Öljykasvituotteet-liiketoiminnalla on historiallisesti ollut vahva asema Suomessa, koska sillä on ollut lähes monopoliasema kotimaisen rypsin ostajana, mikä on taannut vahvan neuvotteluaseman niin rypsinviljelijöiden kuin asiakkaidenkin suuntaan. Tämän takia Öljykasvituotteet on ollut myös historiassa Apetitin suhteellisesti kannattavin segmentti. Kannattavuus on kuitenkin ollut laskemaan päin mm. raaka-aineen saatavuushaasteiden vuoksi.

Avena ostaa aktiivisesti kotimaista raaka-ainetta ja yhtiön tärkeää suhdetta suomalaiseen

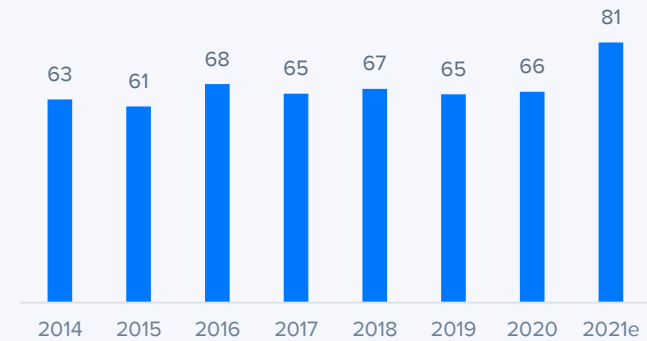
alkutuotantoon kuvaa se, että Avena ostaa ja jalostaa yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsiä. Kirkkonummen puristamon vuotuinen siementarve on selvästi suurempi kuin Suomessa tuotettu rypsi- ja rapsisato. Tämän takia yhtiö joutuu ostamaan myös ulkomaista raaka-ainetta. Puristamon raaka-aineesta normaalisti yli puolet on tullut Suomesta ja yhtiö tavoittelee kotimaisen raaka-aineen osuuden kasvattamista.

Öljykasvien viljelyala laski Suomessa vuonna 2020 alimmalle tasolle 40 vuoteen noin 30 000 hehtaariin (2019: 36 700 hehtaaria). Öljykasvien viljelyhalukkuuteen vaikuttaa pääasiassa raha, mutta myös riski sadon epäonnistumisesta. Öljykasvien hinnannousu vuoden 2021 aikana voisi kasvattaa viljelyn kannattavuutta tulevilla satokaudella. Apetit on pyrkinyt lisäämään kotimaisen rypsin ja rapsin tuotantoa yhteistyössä viljelijöiden ja alan toimijoiden kanssa. Sopimusviljelyalan kasvattaminen voisi arviomme mukaan tukea raaka-aineiden hankintaa tulevina vuosina.

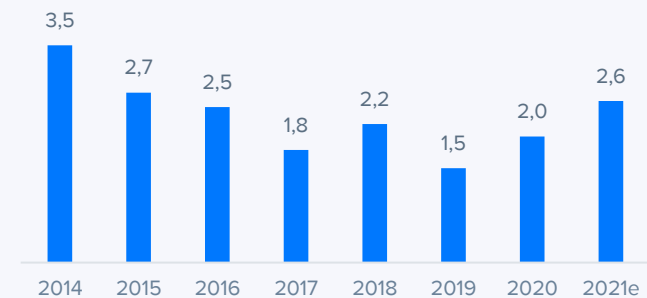
Suomi on segmentin tärkein markkina-alue

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta ~70 % tulee Suomesta ja ~30 % viennistä (pääosin muihin Pohjoismaihin). Segmentin suurimpia asiakkaita ovat elintarviketeollisuus ja rehuteollisuus, jotka muodostavat yhdessä yli 80 % segmentin myynnistä. Näille myydään tavaraa joko irtoöljynä tai suurissa konteissa. Food service –asiakkaille ja kuluttajille myydään pääasiassa erikois- ja pakattuja öljyjä (~10 litran pakkaukset tai pienemmät). Kasviöljyjä myydään ammattilaisille ja kuluttajille Mildola-, Neito- ja Apetit –tuotemerkeillä sekä private label -tuotemerkeillä.

Öljykasvituotteet liikevaihto (MEUR)



Öljykasvituotteet liikevoitto (MEUR)



Öljykasvituotteet-segmentin tuotantolaitos



Kirkkonummi
Kasviöljyt,
valkuaisrehu

Öljykasvituotteet-liiketoiminta 2/2

Kirkkonummen öljynpuristamo

Öljykasvituotteet-segmentin toiminta keskittyy Kirkkonummelle, missä sijaitsee Suomen ainoa suuren mittaluokan öljynpuristamo. Puristamon kapasiteetti on ~130 000 tonnia rypsiä vuodessa. Tehdas on käynyt viime vuosina kapasiteettinsa ylärajoilla, mutta pullonkauloja avaamalla ja pieniä investointeja tekemällä kapasiteettia pyritään jatkuvasti kasvattamaan. Uuden puristamon rakentaminen olisi liian kallis investointi, eikä markkinoille edes kannattaisi rakentaa niin paljon uutta kapasiteettia. Segmentin keinot kasvattaa liikevaihtoa rajoittuvatkin siten lähinnä pyrkimyksiin nostaa tuotannon jalostusarvoa.

Henkilöstö

Segmentissä työskenteli vuonna 2020 keskimäärin 43 henkilöä. Öljynpuristamo on moderni, tehokas ja pitkälle automatisoitu, minkä takia tuotannossa työskentelevien henkilöiden määrä on pystytty pitämään pienenä. Raaka-aineiden tuonti ja tuotteiden lastaus tapahtuu 3. osapuolten toimesta ja tuotanto-operaattorit, vastaanotto-operaattorit, pakkaamo ja huolto toimivat alle 10 hengen voimin. Segmentissä työskentelee lisäksi myynnin ja markkinoinnin, T&K-, laboratorio- ja öljykasvien hankintaan liittyvää henkilöstöä. Henkilömäärä on kasvanut viime vuosina liikevaihtoa nopeammin, sillä yhtiö on ottanut huoltotoiminnan omaan haltuun, laajentanut korkeamman lisäarvon tuotteiden pakkaamoa ja panostanut uuden rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishankkeeseen.

Investoinnit

Segmentin investoinnit kasvoivat vuonna 2020 4,7

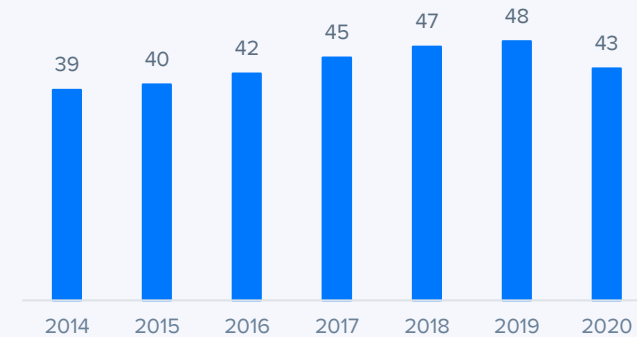
MEUR:oon (2019: 1,3 MEUR) öljynpuristamon yhteyteen rakennetun bioenergialaitoksen johdosta. Laitoksen ilmoitettu kokonaishinta oli 5,2 MEUR ja se korvasi aiempiin uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisut. Hanke pienensi merkittävästi koko konsernin energiakustannuksia ja hiilidioksidipäästöjä.

Odotamme investointien normalisoituvan tulevina vuosina 1-2 MEUR:on väliin. Arvioimme segmentin vuotuisen kunnossapitoinvestointitarpeen olevan 1-2 % liikevaihdosta eli noin 1 MEUR.

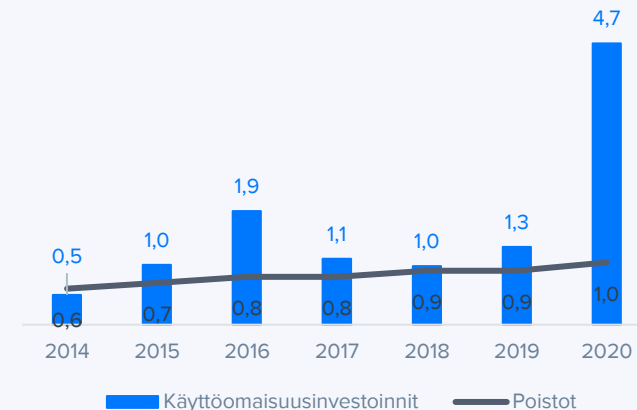
Rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishanke

Apetit käynnisti vuonna 2017 rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishankkeen, jonka tarkoitus oli löytää rypsi-puristeelle uusia korkean jalostusarvon käyttötarkoituksia. Yhtiö sai hankkeelle Tekesin tuen ja projektin tavoite on täysin uuden ravintosisällöltään korkealaatuisen ainesosan kehittäminen elintarvikemarkkinoille. BlackGrain from Yellow Fields –tuote sai päätöksen uusielintarvikeluvan hyväksynnästä vuoden 2021 alussa. Rypsi-ingredientin pientuotannon ylösajo laitteiston testaamiseksi alihankkijan tiloissa alkoi syyskuussa 2021 ja Apetit aikoo käyttää ingredienttiä osana vuoden 2022 alussa lanseerattavia ammattikeittoille suunnattuja kasvispyöryköitä. Käsityksemme mukaan Apetitin tarkoitus on myydä tätä proteiinia ja kuituja sisältävää jauhetta muille elintarvikeyhtiöille (esimerkiksi leipiin, muroihin, patukoihin jne.). Tästä voi pitkässä juoksussa tulla segmentille hyvää uutta korkean lisäarvon liiketoimintaa, mutta yhtiön johto on ollut tähän asti projektin potentiaalista melko vähäsanainen.

Öljykasvituotteet henkilöstö, keskimäärin



Öljykasvituotteet, investoinnit (MEUR)



Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 % Sucros Oy:stä

Apetit omistaa 20 % Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä, joka on historiassa tuottanut koko EU:n Suomelle myöntämän sokerikiintiön. Loput 80 % Sucroksesta omistaa Nordic Sugar A/S, joka on osa saksalaista Nordzucker-konsernia. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä elintarviketeollisuudelle ja vähittäiskaupalle Dansukker-tuotemerkillä.

Sucroksella on ollut iso rooli Apetitin tuloksessa

Vuodesta 2016 alkaen Apetit on raportoinut Sucroksen 20 %:n tulososuuden liikevoiton alapuolella (osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta). Tätä ennen Sucroksen tulososuus sisältyi Apetitin liikevoittoon. Vuosina 2006-2020 Sucroksen liikevaihto on vaihdellut 112-214 MEUR:n välillä ja tulos on vaihdellut -5 MEUR:n ja +46 MEUR:n välillä. Apetitille kuuluva 20 %:n tulososuus on vaihdellut tarkastelujaksolla -2,7 MEUR:n ja +9,1 MEUR:n välillä ja se on ollut keskimäärin 2,0 MEUR per vuosi. Apetit-konsernin liikevoitto on samalla ajanjaksolla ollut ~5 MEUR per vuosi eli karkeasti noin 30 % Apetit-konsernin tuloksesta on historiallisesti tullut Sucrokselta.

Sokerin matala hinta painaa Sucroksen tulosta

Sucroksen tulos on riippuvainen sokerin markkinahinnasta. EU:n sokerikiintiöjärjestelmä lakkautettiin 1.10.2017, mikä johti tuotantomäärien kasvuun ja sokerin markkinahinnan laskuun, mikä puolestaan vaikutti negatiivisesti Sucroksen liiketoimintaan. Vuonna 2019 Sucroksen liikevaihto ja tulos olivat ennätyskellisen huonolla tasolla (liikevaihto 112 MEUR ja nettotulos -2,7 MEUR). Vuonna 2020 liikevaihto pysyi 112 MEUR:n tasolla, mutta nettotulos parani 1,6 MEUR:oon. Apetit kirjasi

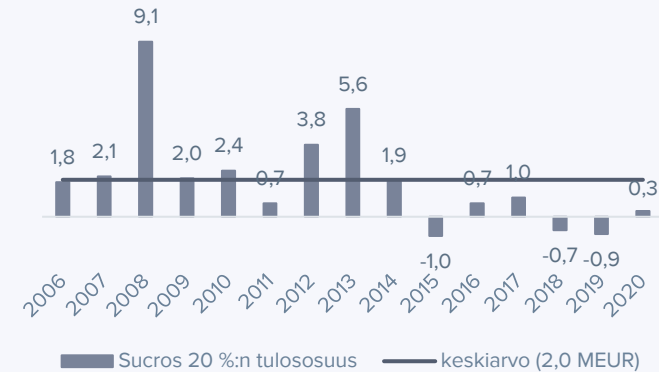
Sucrokselta tilikauden 2020 tulokseensa 0,3 MEUR:n tulososuuden (2019: -0,9 MEUR).

Euroopan suurin sokerintuottaja Südzucker on tehnyt viimeiset kaksi vuotta tappiota sokeriliiketoiminnallaan alhaisen markkinahinnan takia, eikä sokerintuotanto käsityksemme mukaan ole Euroopan nykyisessä markkinaympäristössä kannattavaa. Arvioimme, että vaikeasta markkinatilanteesta seuraava pudotuspeli hoitaa ajan kuluessa tehottomimmat pelaajat pois markkinoilta, minkä jälkeen hinnat palaavat jälleen ”terveelle” tasolle. Se miten kauan tässä kestää, on vaikea arvioida. Tätä odottaessa markkina voi hyvinkin olla Sucroksen kannalta pitkään vaikea ja tulos pysyä alhaisella tasolla. Sokerin viimeaikainen hinnannousu voisi kuitenkin tukea alan kannattavuutta ainakin lyhyellä aikavälillä.

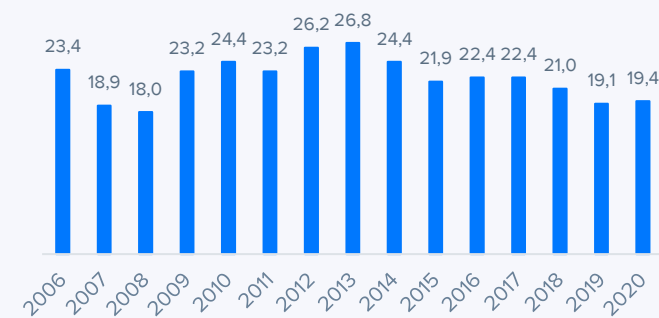
Sucros muodostaa ison osan Apetitin arvosta

Sucros Oy:n nettovarallisuus vuoden 2020 lopussa oli 97 MEUR, josta Apetitin omistusosuuden (20 %) mukainen arvo oli 19,4 MEUR. Apetitin arvonmäärityksessä olemme valinneet parhaaksi vaihtoehdoksi käsitellä Sucros-omistuksen arvoa sen nettovarallisuuden pohjalta, joka on pysynyt viimeisen 10 vuoden aikana suhteellisen tasaisena. Tämä tarkoittaa sitä, että Apetitin omistusosuuden mukainen Sucroksen nettovarallisuus (19,4 MEUR) jaettuna Apetitin 6,2 miljoonalle osakkeelle on noin 3,1 euroa per osake eli noin neljäsosa Apetitin nykyisestä osakekurssista. Nettovarallisuuden realisoiminen vaatisi, että yhtiö pääsisi irtautumaan halutessaan Sucros-omistuksesta sen kirja-arvolla (P/B 1,0x), mikä voi kuitenkin olla viime vuosien tuloskunnan perusteella ylioptimistinen arvio.

Sucroksen 20 % tulososuus Apetitille (MEUR)



Sucroksen nettovarallisuus (20 %:n osuus)



Sokerin hintaindeksi (Bloomberg 3kk forward)



Liiketoimintamalli

Konsernissa on eri liiketoimintamalleja

Apetit-konsernin sisältä löytyy erilaisia liiketoimintamalleja ja konsernin kolme eri liiketoimintaa (Viljakauppa, Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet) voidaan jakaa karkeasti kahteen eri kategoriaan pääasiallisen toimintamallin perusteella.

1. Välityслиiketoiminta (57 % liikevaihdosta)

Konsernin liikevaihdon näkökulmasta suurin liiketoimintamalli on välityслиiketoiminta. Välityслиiketoiminta koostuu Viljakauppa-segmentistä, joka muodostaa 57 % konsernin liikevaihdosta.

Avena Nordic Grain toimi välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Pienellä organisaatiolla ostetaan viljelijöiltä viljaa ja öljykasveja maailmanmarkkinahinnoilla ja välitetään se ostajalle pienellä katteella. Viljakauppa-liiketoiminnan myyntivolyymit ja liikevaihto ovat riippuvaisia raaka-aineiden markkinahintojen vaihteluista, varastotasosta, satokausien onnistumisesta jne. Liiketoimintaan sitoutuneen pääoman määrä ja liikuteltavat tonnimäärät ovat suuria ja toiminnassa on hyvin ohuet välitystoiminnan katteet. Viljakauppaan liittyvät transaktiot suojataan konsernin riskienhallinnan mukaisesti, millä pyritään tasoittamaan suurimpia riskejä ja tulosheilahteluja eri vuosien välillä.

Matalan katteen välityслиiketoiminnassa on lähes mahdotonta päästä hyviin suhteellisiin kannattavuuslukuihin käyttökate- tai liikevoittotasolla ja liikevoittomarginaali on ollut hyvänäkin vuonna vain 1-2 %:n luokkaa.

Liiketoiminnalla on kuitenkin hyvissä olosuhteissa mahdollista tehdä kohtalaista pääoman tuottoa. Tästä esimerkkinä on vuonna 2015 Viljakaupassa nähty harvinaisen korkea liikevoitto (3,8 MEUR; EBIT 2,2 %), mikä nosti Viljakaupan sidotun pääoman tuoton (ROCE) 14 %:iin. Tämä muodostui kuitenkin liiketoiminnan huippuvuodeksi ja sen jälkeen näistä tasoista on jääty selvästi jälkeen.

Välityслиiketoiminnan lisäksi Viljakauppa-liiketoiminta tarjoaa asiakkaille erilaisia kuljetus-, varastointi- ja hinnoittelupalveluita. Vuonna 2018 aloitetun Berner-yhteistyön avulla Viljakauppa on muuntautumassa yhä enemmän asiakaspalvelu- ja asiantuntijaorganisaatioksi, mistä viljelijät voivat ostaa kaikki tuotantopanokset ja käydä kauppaa yhden luukun periaatteella.

2. Jalostusliiketoiminta (43 % liikevaihdosta)

Jalostusliiketoimintaan kuuluvat Öljykasvituotteet- ja Ruokaratkaisut-liiketoiminnat. Näiden yhdistävä tekijä on se, että ne hankkivat tiiviissä yhteistyössä alkutuotannon kanssa raaka-aineet, joista yhtiö jalostaa omilla tehtaillaan (Säkylä, Pudasjärvi ja Kirkkonummi) erilaisia lisäarvotuotteita. Apetit valmistaa Ruokaratkaisuisia pakasteita vähittäiskauppaan, teollisuuteen ja food service -sektorille. Öljykasvituotteissa valmistetaan matalan lisäarvon rypsipuristeita rehuraaka-aineeksi kotieläinruokintaan ja korkean lisäarvon kasviöljyjä teollisuuteen, ammattikeittäille ja vähittäiskauppaan.

Jalostusliiketoiminnassa Apetitilla on mielestämme parhaat mahdollisuudet pitkällä aikavälillä taloudellisen lisäarvon luontiin, mutta markkina on myös erittäin kilpailtu. Ruokaratkaisut -liiketoiminnassa yhtiön on oltava koko ajan

valmiina uudistumaan kuluttajien preferenssien mukana, kehittämään uusia tuotteita trendien mukana ja valmistaa lyhyempiä tuotantosarjoja kaupan toiveiden mukaan. Tämä tarkoittaa, että Apetitin pitää juosta jatkuvasti lujempaa T&K- ja markkinointipuolella ja lisäksi tehdä suuria vuotuisia investointeja omiin tuotantolaitoksiin, jotta yhtiö pysyy kilpailukykyisenä. Tarve luoda korkeamman lisäarvon tuotteita on näkynyt myös siinä, että Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto on junnannut paikallaan jo vuosia kannattavuuden laskiessa ja yhtiö on alkanut kaupallistaa uutta rypsiproteiini-ingredienttiä kääntääkseen tämän laskevan kannattavuustrendin nousuun.

Iso liikevaihto, ohuet liikevoittomarginaalit ja kroonisesti heikko pääoman tuotto

Apetit-konsernille ominaista on se, että Viljakaupan suurten volyymien takia konsernin liikevaihto on suuri, mutta välitystoiminnan matalan katerakenteen takia liikevoittomarginaali on hyvin matala. Ruokaratkaisut segmentissä liikevoittomarginaali on ollut positiivisella trendillä ja yltänyt jo 8-9 % tasolle vuosien 2020-21 aikana. Öljykasvituotteissa liikevoittomarginaali voi nousta hyvinä vuosina ~5 %:n tasolle, mutta Viljakaupassa 1-2 % on jo erittäin hyvä taso. Viljakaupan suuri suhteellinen osuus vaikuttaa näin koko konsernin suhteellisiin kannattavuuslukuihin. Vain pieni osa konsernin liikevaihdosta on korkean jalostusarvon liiketoimintaa (Ruokaratkaisut ja osa Öljykasvituotteista). Yhtiön teollinen toiminta vaatii liiketoiminnan kokoon nähden suuria vuotuisia investointeja ja Suomen elintarvikesektorin vaikea toimialadynamiikka pitää katteet kireinä. Näistä syistä konsernin pääoman tuotto on jo pidemmän aikaa jäänyt kroonisesti heikolle tasolle.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Apetitin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Missio ja visio

Apetit tunnetaan monipuolisena suomalaisena elintarvikeyrityksenä, jonka liiketoimintoja ovat Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet. Apetitin missio on ”Kaikille hyvä ruoka. Läheltä.” ja visio on olla ”Menestyvä kasvipohjaisiin tuotteisiin keskittyvä suomalainen yhtiö.”

Strategiakausi 2020-2022

Apetitin toimitusjohtaja Esa Mäki aloitti tehtävässään syksyllä 2019, minkä jälkeen alkoi uuden strategian ja taloudellisten tavoitteiden työstäminen. Edellinen strategia ja taloudelliset tavoitteet oli määritelty vuosille 2018-2020 ja konsernissa tapahtui sen jälkeen merkittäviä muutoksia (kala-, tuoretuote- ja palvelutorit divestoititiin). Edellisen strategiakauden aikana alkoi myös näyttää vahvasti siltä, ettei taloudellisiin tavoitteisiin päästä, joten uusille tavoitteille oli myös tarve.

Uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet julkistettiin toukokuussa 2020. Yhtiön mukaan keskeistä uudessa strategiassa on vahvistaa olemassa olevaa ainutlaatuista arvoketjua, jonka vahva perusta on kotimaisessa alkutuotannossa. Strategiakauden toimenpiteet tähtäävät tavoitteeseen rakentaa Apetitista menestyvä kasvipohjaisiin tuotteisiin keskittyvä suomalainen yhtiö.

Strategian toteuttamiseen liittyvät ilmiöt

Apetitin toimintaympäristössä on tunnistettavissa erilaisia ilmiöitä, jotka tukevat yhtiön strategiaa ja sen toteuttamista. Kasvipohjaisten tuotteiden kysyntä kasvaa, mikä tukee Apetitin kasvunäkymiä. Syömisen trendeinä arjen

helpottuminen, hyvinvointi ja ruoan alkuperä korostuvat edelleen ja myös pakastemarkkina kasvaa, mikä tukee etenkin Ruokaratkaisuliiketoimintaa.

Isossa kuvassa ilmastonmuutos lisää sään ääri-ilmiöitä ja sitä kautta myös satokausivaihteluita. Tämä on näkynyt jo viime vuosina ennätysheikkoina satokausina, mikä on tuonut haasteita etenkin Viljakauppa-liiketoiminnalle. Ilmastovastuulliset arjen teot korostuvat, kun Apetit rakentaa kestäväää ruokaketjua erilaisten arvoketjujen kautta. Apetit on viime vuosina panostanut vastuullisuuteen mm. investoimalla bioenergialaitokseen Kirkkonummen öljynpuristamon yhteyteen, joka korvaa nykyisen uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisun ja pienentää merkittävästi koko konsernin hiilidioksidipäästöjä.

Strategian painopistealueet

Apetit määrittä strategiatyössään seuraavat viisi painopistealuetta vuosille 2020-2022:

1. Ydintoiminnot kuntoon

Parannamme prosessitehokkuutta kaikissa toiminnoissamme. Skaalaamme tuotantomme suhteutettuna yhtiön olemassa olevaan kokoon. Parannamme resurssitehokkuutta kumppanuuksien kautta. Kehitämme kaupankäynnin kyvykkyytämme viljakaupassa.

2. Vahva jalansija Ruotsiin

Vahvistamme Ruotsin markkinaa ruoan viennin kärkenä. Varmistamme ja syvennämme olemassa olevien asiakkuuksia sekä rakennamme myös uusia asiakkuuksia. Kehitämme ja laajennamme

markkinakohtaista tuotteistoa. Rakennamme tarkoituksenmukaiset kumppanuudet muille valikoiduille markkinoille.

3. Kasvaa kasvipohjaisissa lisäarvotuotteissa

Kasvatamme olemassa olevan tuotteiston myyntiä ja laajennamme asiakaspohjaa. Laajennamme uusiin tuotesegmentteihin. Vahvistamme kaupallista asemaamme food service -kanavassa. Luomme mallin rypsi-proteiini-ingredientin kaupallistamiseen.

4. Viljelijäkumppanuuksien kehittäminen

Ruokaratkaisut: Laajennamme sopimusviljelyä herneessä ja mahdollisissa uusissa kasveissa. Parannamme viljelyn edellytyksiä esimerkiksi viljelytoimenpiteitä, maaperän kasvukuntoa ja kasvinsuojelumenetelmiä kehittämällä. Hyödynnämme uusia mahdollisuuksia kuten hiiliviljelyä.

Öljykasvituotteet: Syvennämme sopimusviljelymallia kotimaisen raaka-aineen varmistamiseksi.

Viljakauppa: Tulemme viljelijän ensisijaiseksi kumppaniksi kehittämällä logistisia ratkaisuja ja hyödyntämällä valittuja kumppanuuksia.

5. Vastuullisia tekoja

Edistämme viljelykehitystä ja jalkautamme uusia kestäviä viljelymenetelmiä. Tarjoamme monipuolisia vaihtoehtoja kasvipohjaisen ja vastuullisen syömisen lisäämiseksi. Tuomme vastuullisuuden entistä kiinteämmäksi osaksi kaikkia toimintojamme. Pienennämme konsernin ympäristö- ja ilmasto-vaikutuksia asetettujen tavoitteiden mukaisesti.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Apetit asetti strategiakaudelle 2020-2022 taloudelliset tavoitteet, jotka ovat:

- **Käyttökate (EBITDA) 14 MEUR vuonna 2022**
- **Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 8 %.**

Lähtokohta uusien taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi oli haastava, sillä vuonna 2019 Apetitin jatkuvien toimintojen käyttökate oli 0,8 MEUR ja ROCE -4,0 % ja yhtiön tulos oli ollut viimeiset kuusi tilikautta hyvin lähellä nollaa tai tappiollinen. Yhtiö oli myös jatkuvasti jäänyt taloudellisten tavoitteidensa alapuolelle, mikä kertoo, että johto on toistuvasti aliarvioinut toimintaympäristön haastavuutta ja vastaavasti yliarvioinut Apetitin kilpailukykyä alati kiristyväällä elintarviketeollisuuden kilpailukentällä. Apetitin ROCE on viimeksi ollut yli 8 % :n tasolla vuonna 2008 ja yhtiön ydinliiketoiminnot ovat kuitenkin jo pitkän aikaa olleet samoja, joista nykyinenkin konsernin ”ydin” muodostuu (Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet).

Yhtiön mukaan tavoitteiden toteutuminen perustuu tavanomaiseen satokehitykseen sekä strategisten toimenpiteiden systemaattiseen toteuttamiseen. Vuonna 2020 Apetitin tuloskunnossa nähtiin lupaavaa kehitystä parempaan suuntaan käyttökateen noustessa jo 10 MEUR:on tasolle ja ROCE:n yltäessä 3,3 %:iin. Vaikka yhtiön tulos on liikkunut oikeaan suuntaan, on kannattavuustaso absoluuttisesti vielä heikko ja matkaa taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen on vielä runsaasti. Vuoden 2021 aikana liikevoitto on jäämässä edellistä vuotta

heikommaksi yhtiön viimeisimmän ohjeistuksen mukaan, joten yhtiön tulee parantaa selvästi vielä vuoden 2022 aikana, jotta taloudellisiin tavoitteisiin päästään.

Meidän ennusteissamme Apetitin vuoden 2022 käyttökate on 12,8 MEUR ja ROCE-% on 5,7 %. Odotamme yhtiön kannattavuuden paranevan vuoden 2021 tasolta pääasiassa Viljakaupan kannattavuuden elpymisen seurauksena, mutta olemme ennusteissamme yhtiön omien tavoitteiden alapuolella.

Apetit on avoin strategiaan sopiville toimialajärjestelyille

Apetit toisti uuden strategian yhteydessä viestin, että yhtiö on avoin strategiaan sopiville toimialajärjestelyille. Tämä konkretisoitui vuoden 2021 lopussa, kun yhtiö kertoi sopineensa Baltian viljakaupan liiketoimintojen myynnistä. Toteutuessaan myynti vähentää tulostason heilahteluihin liittyvää riskiä ja yhtiön mukaan tervehdyttää Viljakaupan liiketoimintaa toiminnan keskittyessä pääosin Suomeen.

Arvioimme yhtiöllä olevan nyt kauan kestäneen toiminnan supistamisen ja tehostamisen jälkeen mahdollisuus alkaa myös jossain vaiheessa kääntää kelkkaa oman pesän siivoamisesta kasvun suuntaan. Apetitin toimintaympäristön matalan orgaanisen kasvun lisäksi kasvua voitaisiin vauhdittaa myös yritysostoin. Yhtiön tase on hyvässä kunnossa (Q2'21 lopussa omavaraisuusaste oli 76 % ja nettovelkaantumisaste oli 3 %).

Yritysostojen lisäksi emme poissulje

mahdollisuutta, että Apetit jatkaisi divestointeja ja hankkiutuisi kokonaan eroon Viljakaupasta, mikäli Baltian toimintojen myynti ei riittäisikään tervehdyttämään liiketoiminnan kannattavuustasoa. Toimialamuutokset ovat tehneet viljakaupan markkinasta hyvin haastavan.

Yksi vaihtoehto yritysjärjestelyissä olisi myös, että yhtiö myisi 20 %:n osuuden Sucros Oy:ssä, mistä ei mainittu uudessa strategiassa sanaakaan. Apetit on historiallisesti ollut hyvin vähäsanainen Sucrokseen liittyvästä omistuksestaan.

Osinkopolitiikka

Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkopolitiikan mukaisesti yhtiön on tarkoitus jakaa omistajilleen vuosittain vähintään 50 % tilikauden voitosta. Tilikausilta 2014-2020 yhtiö on jakanut jatkuvasti osinkoa yli 100 %:n osingonjakosuhteella. Vahva tase ja eri liiketoimintojen divestoinneista saadut rahat ovat mahdollistaneet tämän ainakin toistaiseksi, mutta pitääkseen kiinni vuosien 2014-2020 tuloksista maksetuista 0,40-0,70 euron osakekohtaisista osingoista, yhtiön tulisi parantaa tuloksentekokykyään nykyiseltä tasolta.

Meidän ennusteissamme Apetit maksaa vielä tilikaudelta 2021 osinkoa yli 100 %:n jakosuhteella (2021e: 0,40 euroa per osake tarkoittaa noin 108 %:n osingonjakosuhdetta). Tämän jälkeen ennusteemme osingonjakosuhteesta laskevat 70-80 %:n tasolle ennustetun tuloskasvun myötä.

Historiallinen kehitys 1/3

Liikevaihto on supistunut divestointien myötä

Apetitin jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna 2020 oli 293 MEUR. Liikevaihto on vaihdellut tarkastelujaksomme aikana johtuen mm. useista yritysjärjestelyistä ja Viljakaupan myyntivolyymin muutoksista. Liikevaihto laski vuosien 2013-18 välillä yhteensä 33 %, mutta on sen jälkeen noussut hieman vuoden 2018 pohjalukemista.

Liikevaihto on nyt selvästi alemmalla tasolla kuin vuosina 2010-17, mikä johtuu yhtiön viime vuosina tekemistä divestoinneista, päämarkkina-alueiden vaatimattomasta BKT:n ja päivittäistavarakaupan kehityksestä sekä viljakaupan vaikeasta toimintaympäristöstä. Vuoden 2015 jälkeen yhtiö on myynyt tappiota tehneen kalaliiketoiminnan, tappiota tehneen tuoretuoteliiketoiminnan sekä ajanut alas matalan katteen palvelutorit eli osuuskauppojen sisältä löytyvät ns. ”kalatiskit”. Liikevaihdon laskusta ei pidä olla liian huolissaan, sillä viime vuosina divestoitu liikevaihto on ollut tappiollista tai heikosti kannattavaa. Apetitin kannattavuus onkin elpynyt vuosina 2020-21 paremmalle tasolle verrattuna edeltäviin viiteen vuoteen.

Apetitin tapauksessa liikevaihto voi olla hieman hämäävä mittari, sillä niin iso osa siitä syntyy Viljakaupasta. Viljakaupan liikevaihto voi heilahtella paljon kvartaalien ja vuosien välillä johtuen mm. raaka-ainemarkkinoiden hinta- ja varastotasoista sekä isojen laivatoimitusten ajoittumisesta. Tämän takia Apetit ei anna vuotuista ohjeistusta liikevaihdolle, vaan ainoastaan liiketulokselle.

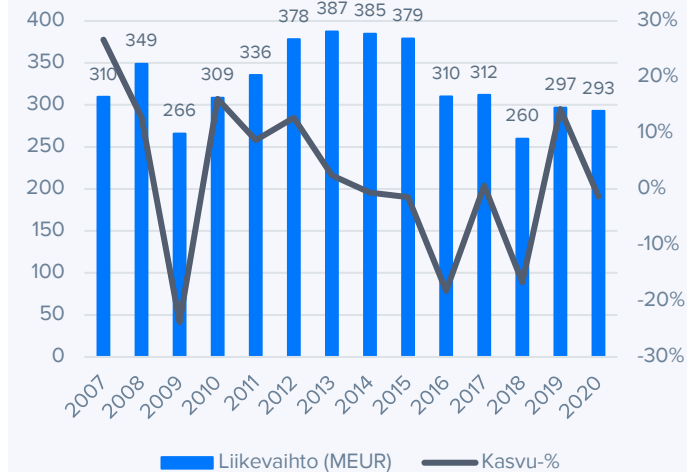
Kannattavuus kääntynyt parempaan suuntaan pitkän korpivaelluksen jälkeen

Apetit teki vuosien 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa tulosta. Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto kävi huipussaan vuonna 2013, milloin se oli 12,2 MEUR (EBIT 3,1 %). Apetitin tuloskunto on tämän jälkeen heikentynyt merkittävästi.

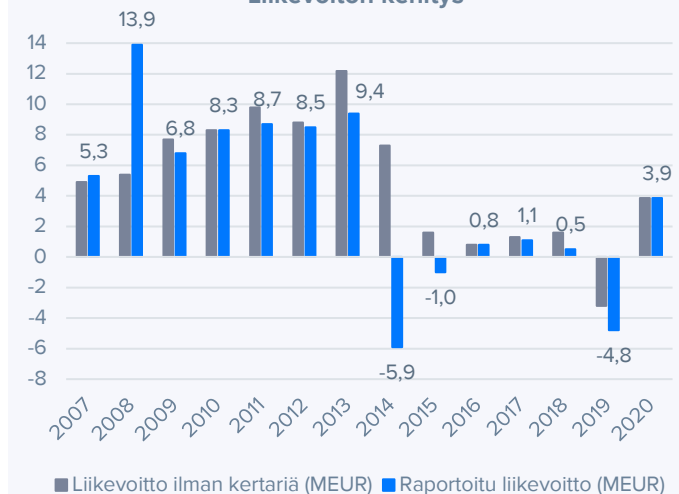
Vuosien 2014-19 raportoitu liikevoittomarginaali oli keskimäärin vain -0,2 % johtuen mm. elintarvikesektorin haastavasta markkinatilanteesta, ajoittain matalista raaka-aineiden markkinahinnoista ja heikoista satovuosista viljakaupassa. Yhtiö myös suoritti alaskirjauksia, operatiivisia muutoksia ja divestointeja heikosti kannattaviin liiketoimintasegmentteihin, mistä on toistuvasti aiheutunut kertaluonteisia kuluja. Vuonna 2019 tulokselta katosi pohja, kun jatkuvien toimintojen liiketulos valahti -4,8 MEUR:oon. Heikko suoritus oli pitkälti Viljakaupan epäonnistumisten syytä. Vuoden 2019 satokausi oli jo normaali, joten Viljakaupan ongelmia ei pystytty enää kuittaamaan heikkojen satokausien piikkiin, vaan ongelmat näyttävät olevan syvemmällä.

Vuonna 2020 kannattavuus kääntyi selvästi parempaan suuntaan (EBIT: 1,3 %) kaikkien segmenttien parantaessa kannattavuuttaan. Erityisesti viljakaupan kannattavuuden kääntymisen tappiollisesta neutraaliksi tuki konsernitason kannattavuutta. Myös ruokaratkaisuihin nähtiin hienoa kehitystä EBIT:in lähes kaksinkertaistuessa 8,3 %:iin (2019: 4,2 %).

Liikevaihdon kehitys



Liikevoiton kehitys



Historiallinen kehitys 2/3

Osingonjako on ylittänyt tulostason

Ennen vuonna 2008 puhjennutta finanssikriisiä Apetit teki yli 2,0 euron osakekohtaista tulosta. Silloin yhtiö pystyi ongelmitta maksamaan lähes euron osakekohtaisen osingon ja jättää osan voitosta tasetta vahvistamaan. Taantuma iski liiketoimintaan 2009, jolloin EPS puolittui 1,0 euron tasolle pitkäksi aikaa. Tuloksen puolittumisesta huolimatta vahva tase turvasi osingonmaksun ja sitä jaettiin pitkään lähes koko tuloksen verran tai enemmän noin 0,7-1,0 euroa per osake.

Apetit on jakanut tilikausilta 2014-2020 osinkoa yhteensä 26 MEUR, mikä on erittäin suuri summa, kun ottaa huomioon, että yhtiön nykyinen markkina-arvo on 80 MEUR ja yhtiön nettotulos on ollut samana aikana yhteensä noin -10 MEUR.

Tilikausilta 2014-2020 Apetit on jakanut joka vuosi enemmän osinkoa kuin yhtiö on tehnyt tulosta. Johto on todennäköisesti halunnut viestittää vallitsevien ongelmien olevan selätettävissä ja että osinkoa tullaan jakamaan joka vuosi, vaikka tulos olisi tappiollinen. Ylikapitalisoitunutta tasetta onkin ollut järkevää keventää, ellei tuottavia investointikohteita ole ollut tarjolla, mutta sijoittajien kannattaa huomioida, ettei tämän taseeseen osinkoon ole pidemmän päälle varaa, ellei tulos pysy jatkossa huomattavasti korkeampana verrattuna vuosien 2014-19 heikkoon tasoon.

Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vähintään 50 prosenttia tilikauden voitosta.

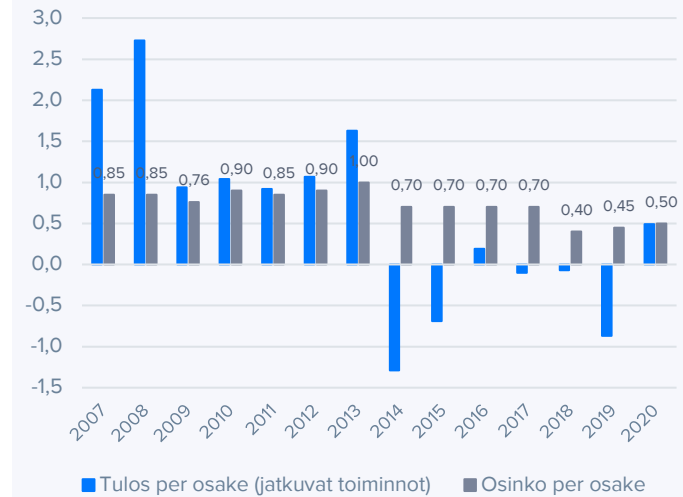
Oma pääoma on hujennut pitkällä aikavälillä

Vuoden 2020 lopussa Apetitin oma pääoma oli 95 MEUR (2019: 94 MEUR) eli 15,3 euroa per osake (2019: 15,1 euroa per osake). Oma pääoma hupeni nopeasti vuosina 2014-19 heikon operatiivisen tuloskunnan ja avokätisen osingonjaon takia, mutta yhtiö on myös tehnyt merkittäviä arvonalennuksia taseen omaisuuseriin mm. 2014-2015 välillä. Vuonna 2020 oma pääoma kääntyi kuitenkin hienoiseen nousuun tuloskäänteen ansiosta.

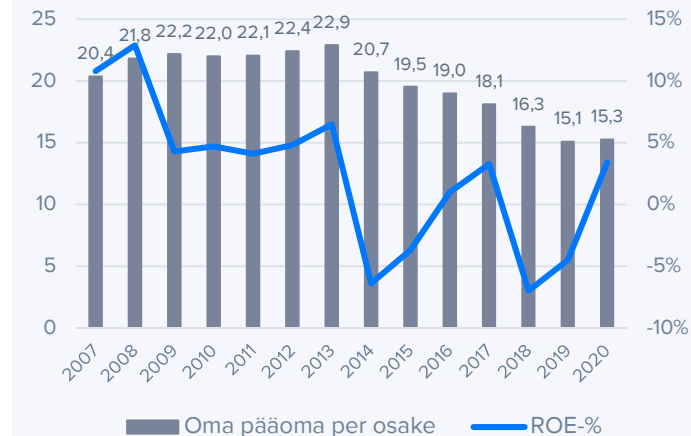
Apetitin osaketta hinnoitellaan jatkuvasti pörssissä alle sen oman pääoman tasearvon (P/B alle 1,0x). Yhtiön nykyinen 81 MEUR:n markkina-arvo (osakekurssi 13,0 euroa) on selvästi alempana kuin oman pääoman tasearvo (Q2'21: 14,48 euroa) ja nykyinen P/B-kerroin on 0,86x. Matala P/B luku voidaan tulkita siten, että osakemarkkinat luota yhtiön kykyyn tehdä kunnan tuottoa pääomalle, investoida sitä kannattavasti takaisin liiketoimintaan ja näin luoda omistaja-arvoa.

Apetitin oman pääoman tuotto (ROE-%) on vuosina 2015-20 ollut keskimäärin -0,4 %. Samalla ajanjaksolla sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) on ollut 0,2 %. Yhtiön pääoman tuotot ovat alittaneet selvästi yhtiön keskimääräisen pääoman kustannuksen, minkä takia Apetitin osakkeesta ei suostuta maksamaan oman pääoman tasearvon vertaa, koska pääomaa syödään niin nopealla tahdilla pois. Jos yhtiö onnistuisi saavuttamaan strategiakaudelle 2020-2022 asetetun taloudellisen tavoitteen (ROCE yli 8 %), antaisi se osakekurssille arviomme mukaan hyvät eväät nousta lähemmäs tai yli oman pääoman tasearvon (P/B 1,0x), mikä vastaa noin 14-15 euron tasoa.

EPS ja osinko



Oma pääoma ja tuotto-%



Historiallinen kehitys 3/3

Tase on vahvassa kunnossa

Apetitin tase on aina kuulunut yhtiön vahvuuksiin ja 2010-luvulla omavaraisuusaste on vaihdellut välillä 55-75 % ja nettovelkaantumisaste -10 %:n ja +36 %:n välillä. Vuoden 2020 lopussa omavaraisuusaste oli 67 % ja nettovelkaantumisaste 22 %. Taseen tunnusluvut voivat vaihdella vuosittain mm. Viljakaupan suurehkojen myyntisaamisten maksuajankohdasta riippuen, mikä selittää erityisesti vuoden 2019 korkeaa nettovelkaantumisastetta (36 %).

Vaikka hyvässä kunnossa oleva tase on pienentänyt Apetitin riskiprofilia, se on myös heikentänyt pääoman tuottoa. Runsas osingonmaksu 2010-luvulla suhteessa operatiiviseen tulokseen onkin keventänyt tasetta ja luonut paremmat edellytykset oman pääoman tuoton kohottamiseksi. Lisäksi kannattavuuden parantuminen vuonna 2020 nosti pääoman tuoton pitkästä ajasta merkittävästi nollan yläpuolelle. Uudessa strategiassa yhtiö kertoo olevan avoin erilaisille toimialajärjestelyille. Vahva tase voisi tarjota hyvät lähtökohdat mahdollisia yritysjärjestelyjä varten, mutta odotamme yhtiön jatkavan korkeaa osingonmaksua tulevaisuudessakin mikä voi arviomme mukaan rajoittaa yhtiön kiinnostusta suurempia yritysostoja kohtaan.

Investointeja on tehty viime vuosina runsaasti

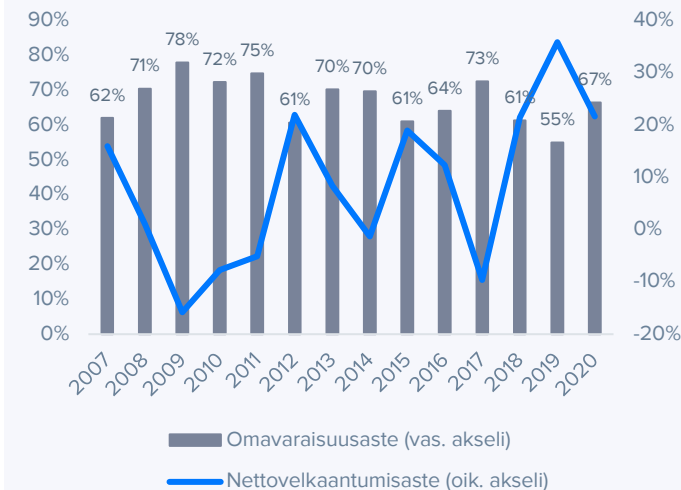
Apetitin bruttoinvestoinnit ilman yritysostoja olivat tarkastelujaksollamme (2006-2020) keskimäärin 5,7 MEUR vuodessa. Apetit oli finanssikriisin jälkeen melko pidättyväinen investoinneissaan, mutta yhtiö alkoi nostaa voimakkaasti investointitasoa edellisen toimitusjohtajan Juha

Vanhaisen kaudella (2015-2019). Edellinen johto totesi aloittaessaan, että investointeja oli viimeisen kymmenen vuoden ajan laiminlyöty ja yhtiöllä oli paljon kiinni kurottavaa kilpailukyvyyn palauttamiseksi.

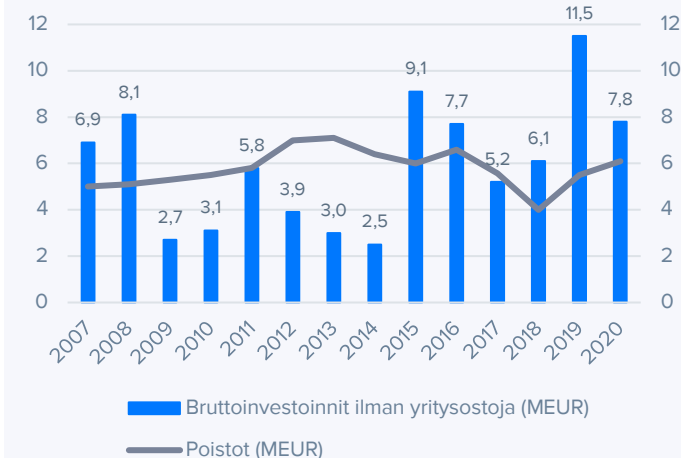
Vuosina 2015-2019 Apetit teki isoja investointeja mm. Inkoon viljasataman infraan, Viron satamavaraston laboratorioon, tuotannon tehokkuutta parantaviin laitteisiin Säkylässä, Kirkkonummella ja Pudasjärvellä, kunnossapitoon, tietojärjestelmiin ja kiinteistöihin. Vuoden 2019 bruttoinvestoinnit olivat poikkeuksellisen korkeat (11,5 MEUR), joista suurin osa koostui Säkyllän tehtaalle rakennetusta uudesta pihvi- ja pyörökkälinjastosta, joka valmistui syksyllä 2019. Vuoden 2020 investointeja puolestaan nosti Kirkkonummen öljynpuristamon yhteyteen rakennettu bioenergialaitos, jonka tarkoituksena on tuoda säästöjä energiakustannuksiin sekä vähentää tuotannon hiilijalanjälkeä.

Apetitin elintarviketuotantoon perustuva liiketoimintamalli on melko pääomavaltainen. Yhtiön kolme tehdasta (Säkyllän pakastetehtas, Pudasjärven pizzatehtas ja Kirkkonummen öljynpuristamo) vaativat vuosittaisia ylläpito- ja korvausinvestointeja, mikä pitää investointitason korkealla liiketoiminnasta aikaansaatuun tulokseen nähden. Odotamme investointien laskevan lähivuosina vuosien 2019-20 tasolta karkeasti samalle tasolle vuotuisten poistojen kanssa. Vaikka yhtiö onnistuisikin vuoden 2022 kunnianhimoisessa käyttökateavoitteessaan (14 MEUR), niin iso osa käyttökateesta joudutaan joka vuosi investoimaan matalalla pääoman tuotolla takaisin liiketoimintaan, mikä on pois omistajille jaettavasta rahavirrasta.

Taseen tunnusluvut



Poistot ja investoinnit



Ennusteet 1/2

Tulosohjeistus vuodelle 2021

Apetit joutui lokakuussa laskemaan ohjeistustaan vuodelle 2021. Yhtiö ohjeistaa jatkuvien liiketoimintojen liikevoiton jäävän vertailukaudesta (2020: 3,9 MEUR), kun sen aiemmin arvioitiin paranevan. Apetit ei ohjeista liikevaihtoa, sillä Viljakaupan volyymit ja markkinahinnat vaikuttavat siihen niin paljon, ettei yhtiöllä ole siihen riittävän hyvää näkyvyyttä.

Vuonna 2021 tammi-syyskuun liikevaihto laski 5 % 201 MEUR:oon ja liiketulos laski 2,3 MEUR:oon (Q1-Q3'20: 2,8 MEUR). Yhtiön tulisi yltää Q4:llä 1,6 MEUR:on liikevoittoon yltääkseen vertailukauden tasolle koko vuoden liiketuloksen osalta, mutta viimeisimmän ohjeistuksen mukaan yhtiö ei näe tätä todennäköisenä Viljakaupan ja Öljykasvituotteiden heikkenevien tulospäätösten takia.

Osakkuusyhtiö Sucroksen tulososuus tammi-syyskuun 2021 aikana oli -0,4 MEUR, mikä osaltaan tiputti nettotuloksen 1,2 MEUR:oon ja EPS:in 0,19 euroon (Q1-Q3'19: 0,27).

Jatkuuko vai katkeako kauan odotettu positiivinen tuloskäänne?

Apetit-konsernin tulos on ollut 2014-2019 ajan joko tappiollinen tai hyvin lähellä nollaa, kun eri liiketoiminnot ovat vuoron perään kohdanneet erilaisia haasteita. Tuloskäännettä jouduttiin odottamaan tuskallisen kauan, mutta vuonna 2020 konsernin kannattavuus kohosi selvästi positiiviseksi kaikkien segmenttien parantaessa edellisvuodesta. Apetit on saanut divestoitua kannattamattomia liiketoimintoja, päivittäistavarakauppa on vetänyt koronatilanteen takia hyvin ja viljakauppakin pystyi vuonna 2020

edes neutraaliin tulokseen.

Vuonna 2021 positiivinen kehitys ei ole jatkunut samaan tapaan, joskin tulos on yhä paremmalla tasolla kuin ennen tuloskäännettä. Vuoden 2021 liikevaihtoennusteemme on 290 MEUR (kasvu -1 %), EPS-ennusteemme on 0,37 euroa (2020: 0,50) ja osinkoennusteemme on edellisvuoden alapuolella 0,40 eurossa (2020: 0,45), mikä tarkoittaa 108 %:n osingonjakosuhdetta.

Ajurit strategiakauden 2020-2022 tulosparannukselle

Viljakauppa:

Viljakaupan tulostaso on suurin kysymysmerkki Apetitin konsernitason taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen kannalta vuonna 2022. Viljakaupan tulostaso on ollut vuosina 2018-19 selvästi tappiollinen. Vuonna 2020 käyttökate ylsi plussalle 1 MEUR:oon, mutta kuluvan vuoden osalta odotamme -2,7 MEUR:on negatiivista EBITDA:a alkuvuoden heikon tuloksen takia.

Apetit reagoi Viljakaupan heikkoon tulostasoon sopimalla Baltian toimintojen myynnistä joulukuussa 2021. Toteutuessaan kauppa vie noin puolet segmentin liikevaihdosta ja mielestämme vähentää tulostason heikentyä riskiä keskipitkällä aikavälillä. Yhtiön johdon mukaan järjestely tervehdyttää Viljakaupan liiketoimintaa toiminnan keskittyessä pääasiassa Suomeen. Uskomme, että kevyempi kulurakenne voi tukea segmentin kannattavuutta, mutta näemme segmenttiin kohdistuvan edelleen runsaasti epävarmuutta. Meidän odotuksissamme suurin osa konsernin vuoden 2022 tulosparannuksesta tulee Viljakaupasta. Odotamme segmentin liiketuloksen vuonna 2022 nousevan neutraaliksi

(2021e: -3,4 MEUR) ja vuonna 2023 0,4 MEUR:oon. Pidämme hyvin epätodennäköisenä, että viljakauppa palaisi enää tekemään vuoden 2015 tasoista ennätysyhyvää liikevoittoa (3,8 MEUR) nykyisessä kiristyneessä kilpailuympäristössä.

Ruokaratkaisut: Ruokaratkaisut-liiketoiminta on onnistunut parantamaan suoritustasoaan viime vuosina hyvälle tasolle. Liikevoittomarginaalin osalta yhtiö näyttäisi yltävän vuonna 2021 arviomme mukaan 10,5 %:n tasolle (2020: 8,3 %). Segmentin tappiollisista tai heikosti kannattavista liiketoiminnoista on päästy viime vuosien aikana eroon (tuoretuotteet ja palvelutorit), minkä johdosta liiketoimintaportfolio on nyt selvästi pienempi, mutta kannattavampi. Apetit tuo uuden pakastepizzaperheen markkinoille vuoden 2022 aikana, mikä tukee yhtiön kasvunäkymiä ja toisaalta voi myös näkyä korkeampina markkinointikustannuksina alkuvuodesta. Pakastetuotteiden kategoriolla on yleisesti hyvät kasvunäkymät (Suomessa ja vientimarkkinoilla) ja odotamme Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 tasolle 63 MEUR (2020: 60 MEUR).

Koronavirus on siirtänyt kuluttajakäyttäytymistä kevään aikana vahvasti ruokakauppoihin, mikä tukee Apetitin pakastekategoriaa, mutta samaan aikaan food service –liiketoiminta on kärsinyt. Arvioimme Ruokaratkaisut-segmentin kokonaisuudessaan hyötynneen hieman päivittäistavarakaupan hyvästä kasvusta vuosien 2020-21 aikana, sillä päivittäistavarakaupat muodostavat suurimman osa segmentin liikevaihdosta.

Ennusteet 2/2

Apetit on löytänyt Ruokaratkaisut-segmentin tuotteille myyntikanavia Ruotsissa niin vähittäiskaupassa kuin food service -kanavassakin, mikä arviomme mukaan tukee segmentin kasvua myös ensi vuonna. Vuonna 2019 valmistunut Säkylän uusi pihvi- ja pyörykkälinjasto tarjoaa hyvät valmiudet kasvattaa myyntiä food service –segmentissä, kun pandemian vaikutukset markkinassa helpottavat. Ruokaratkaisuihin raaka-aineiden saanti on toiminut isossa kuvassa hyvin, mutta viimeisimmän satokauden aikana varhaiskasvien, kuten herneen ja pinaatin, sato kärsi kuumasta ja kuivasta kesästä.

Arvioimme Ruokaratkaisut segmentin edenneen vaiheeseen, jossa useita säästö- ja tehostamismahdollisuuksia on jo hyödynnetty, mutta uusiakin tehostamismahdollisuuksia voidaan edelleen löytää mm. investointien avulla. Tehostamisen lisäksi strategiassa keskitytään kannattavan kasvun tavoitteluun erityisesti viennin kehittämisen kautta sekä lanseeraamalla uusia markkinatrendejä vastaavia tuotteita. Vuodelle 2022 odotamme segmentin liikevaihdon kasvavan 5 % ja kannattavuuden jatkavan erinomaisella tasolla, minkä johdosta liikevoitto yltää ennusteissamme 7 MEUR:oon.

Öljykasvituotteet: Isossa kuvassa öljykasvituotteiden kasvu- ja kannattavuusnäkyvät ovat melko stabiilit. Liikevaihto on pysynyt vuosina 2018-20 melko muuttumattomana 66 MEUR:on tasolla ja EBIT-marginaali on pysytellyt 3 %:n ympärillä. Pitkässä juoksussa segmentin suoritusaso on heikentynyt hieman, sillä vielä vuonna 2014 segmentti ylsi 3,5 MEUR:on operatiiviseen liikevoittoon.

Segmenttiä on jo pitkään vaivannut pula kotimaisesta raaka-aineesta, sillä rypsin ja rapsin viljelyalat ovat vähentyneet ja raaka-ainetta on jouduttu hankkimaan ulkomailta, mikä on näkynyt esim. kasvaneina logistiikkakustannuksina. Apetit on panostanut viime vuosina öljykasvien viljelyn edistämiseen kotimaisten viljelijöiden kanssa, mutta emme ole vielä nähneet positiivista käännettä viljelyalassa.

Vuoden 2021 aikana öljykasvituotteiden raaka-aineiden hinnat ovat kohonneet poikkeuksellisen korkealle tasolle. Tämä tulee heikentämään Öljykasvituotteet-segmentin kannattavuutta lähitulevaisuudessa, kunnes hinnankorotukset astuvat voimaan ja kompensoivat kasvaneita raaka-ainekustannuksia. Apetit kertoi Q3-tuloksensa yhteydessä raaka-aineiden hintojen nousseen vuodessa noin 70 prosenttia. Nousutahti oli voimakkainta kesän 2021 jälkeen. Myös rahtikustannukset ovat kohonneet, mikä heikentää segmentin kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. Yhtiö suoritti suuren investoinnin Kirkkonummen öljynpuristamon bioenergiailaitokseen vuoden 2020 aikana, mikä valmistuttuaan on auttanut yhtiötä säästämään energiakustannuksissa ja tukee pitkän aikavälin kannattavuutta.

Lähellä täyttä kapasiteettia käyvästä Kirkkonummen öljynpuristamosta on vaikea saada merkittävästi lisää volyymia, joten segmentin kasvunäkymät nojaavat pitkälti lisäarvotuotteiden myynnin suhteellisen osuuden kasvuun. Apetitilla on ollut vuodesta 2017 alkaen käynnissä rypsi-proteiini-ingredientti-hanke, jolle myönnettiin 2020 joulukuussa EU:n uusielintarvikelupa. Apetit käynnisti vuoden 2021 loppupuolella ainesosan

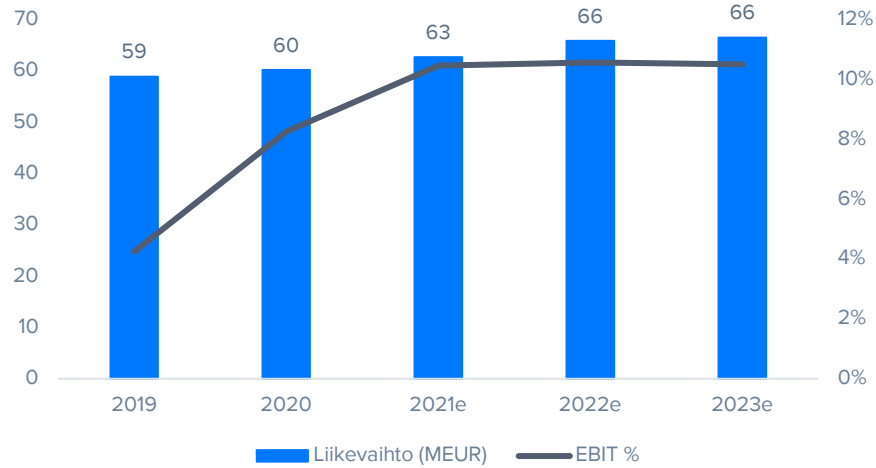
pientuotannon, mikä mahdollistaa jatko-asteleet tuotteen kaupallistamisessa. Tuotetta tullaan käyttämään vuoden 2022 alussa lanseerattavissa Apetit Minijauhispöyryköissä sekä lähettämään näytetoimituksina asiakasyrityksille, jotka pääsevät testaamaan ainesosaa omassa tuotekehityksessään osana erilaisia elintarvikkeita. Emme odota tuotteesta merkittävää liikevaihtoa vielä vuoden 2022 aikana ja näkyvyys tuotteen liikevaihtopotentiaaliin on toistaiseksi rajallinen. Onnistuessaan tämä hanke voi tuoda hyvää kannattavuuspotentiaalia nykyisellään suhteellisen matalan jalostusarvon liiketoimintaan.

Odotamme Öljykasvituotteiden liikevaihdon kasvavan 84 MEUR:oon vuonna 2022 (2021e: 81 MEUR) ja liiketuloksen laskevan 1,8 MEUR:oon (2021e: 2,6 MEUR) raaka-aineiden hinnannousun myötä.

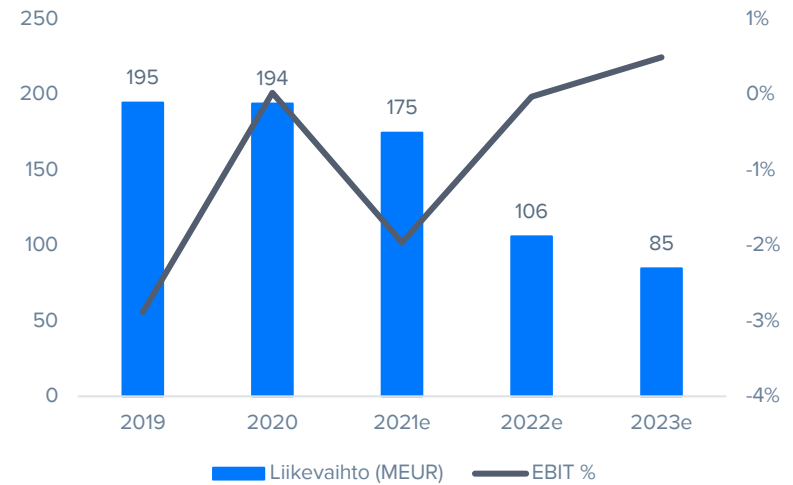
Sucros: Sucroksen tuloskunto on viime vuosina kärsinyt sokerin maailmanmarkkinahinnan laskusta ja kestää pitkään, että Euroopan sokerinjalostuksen ylikapasiteetti purkautuu. Emme odota Sucroksen palaavan takaisin entisten aikojen tuloskuntoon ja tästä syystä lähivuosien ennusteemme Sucroksen tulososuudesta ovat matalammalla tasolla kuin historiallinen keskiarvo. Sucros on tuonut Apetitille vuosien 2007-2019 aikana keskimäärin noin 2,0 MEUR tulosta per vuosi, mutta odotamme sen lähivuosina jäävän 0,1-0,4 MEUR:n tasolle. Tämä summa esitetään liikevoiton alapuolella, joten sillä ei ole vaikutusta strategiakauden taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen.

Ennusteet liiketoiminnoittain

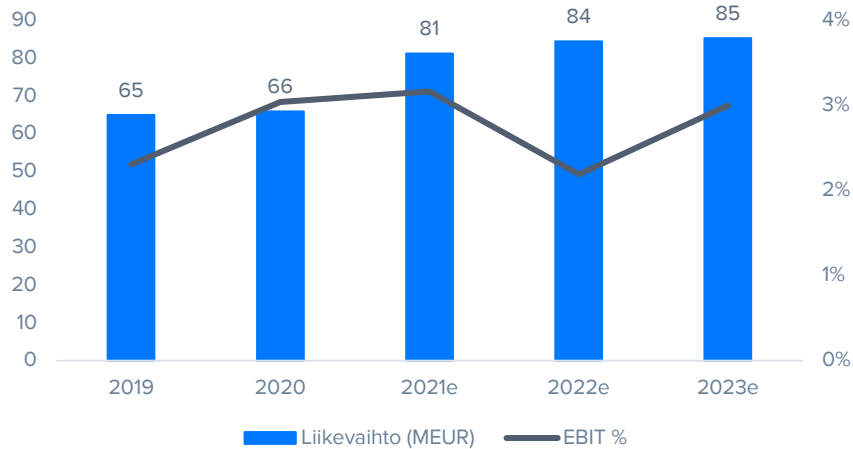
Ruokaratkaisut



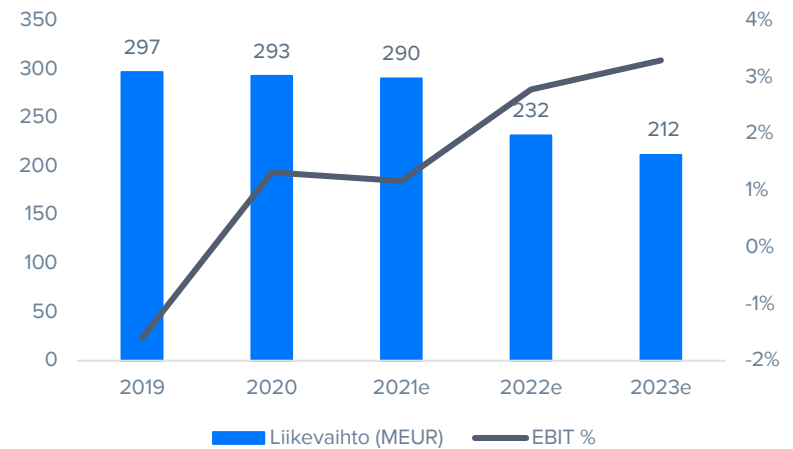
Viljakauppa



Öljykasvituotteet



Apetit-konserni



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	297	65,2	73,7	72,1	82,0	293	67,8	68,7	64,5	89,2	290	232	212	216
Ruokaratkaisut	58,9	16,7	12,8	14,6	16,0	60,1	16,7	14,0	15,2	16,8	62,7	65,8	66,5	67,8
Viljakauppa	195	36,2	50,5	54,4	53,1	194	35,9	40,3	40,3	58,4	175	106	85,0	86,7
Öljykasvituotteet	65,0	17,1	16,0	16,4	16,3	65,8	20,5	19,9	22,8	18,0	81,2	84,4	85,3	87,0
Konsernitoiminnot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	-21,9	-4,9	-5,7	-13,3	-3,5	-27,4	-5,3	-5,6	-13,8	-4,0	-28,7	-25,0	-25,3	-25,8
Käyttökate	0,9	1,7	1,6	4,0	2,7	10,0	2,5	0,3	4,2	2,8	9,7	12,8	13,2	13,7
Poistot ja arvonalennukset	-5,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-6,1	-1,6	-1,5	-1,5	-1,7	-6,3	-6,4	-6,3	-6,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-3,2	0,2	0,1	2,5	1,1	3,9	0,9	-1,2	2,6	1,1	3,4	6,4	7,0	7,6
Liikevoitto	-4,8	0,2	0,1	2,5	1,1	3,9	0,9	-1,2	2,6	1,1	3,4	6,4	7,0	7,6
Ruokaratkaisut	2,5	1,1	-0,5	1,8	2,5	5,0	1,5	-0,1	2,5	2,6	6,6	7,0	7,0	7,1
Viljakauppa	-5,6	-0,3	0,5	0,6	-0,8	0,1	-1,4	-1,6	0,4	-0,7	-3,4	0,0	0,4	0,4
Öljykasvituotteet	1,5	0,4	0,7	0,6	0,2	2,0	1,3	0,9	0,3	0,0	2,6	1,8	2,6	3,0
Konsernitoiminnot	-3,1	-1,1	-0,7	-0,6	-0,8	-3,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,8	-2,3	-2,4	-3,0	-3,0
Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4
Tulos ennen veroja	-6,4	-0,5	-0,3	2,9	1,6	3,7	0,3	-1,5	2,7	1,4	3,0	6,5	7,0	7,6
Verot	0,9	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,6	-0,3	0,3	-0,4	-0,3	-0,7	-1,3	-1,3	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-5,4	-0,5	-0,3	2,4	1,5	3,1	0,1	-1,2	2,3	1,1	2,3	5,2	5,7	6,2
EPS (oikaistu)	-0,62	-0,08	-0,05	0,39	0,24	0,50	0,01	-0,19	0,37	0,18	0,37	0,84	0,91	1,00
EPS (raportoitu)	-0,87	-0,08	-0,05	0,39	0,24	0,50	0,01	-0,19	0,37	0,18	0,37	0,84	0,91	1,00

Apetitin strategiakauden 2020-2022 taloudellinen tavoite on tehdä vuonna 2022 käyttökateetta 14 MEUR.

Inderesin ennuste vuoden 2022 käyttökateelle on 12,8 MEUR (EBITDA 5,5 %).

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	14,2 %	-8,3 %	14,3 %	28,8 %	-22,2 %	-1,3 %	4,1 %	-6,8 %	-10,5 %	8,8 %	-0,9 %	-20,2 %	-8,6 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-296,9 %	300,0 %	-103,9 %	694,6 %	1741,7 %	-222,8 %	468,8 %	-970,0 %	6,8 %	-4,3 %	-12,6 %	90,3 %	8,2 %	9,1 %
Käyttökate-%	0,3 %	2,5 %	2,2 %	5,5 %	3,3 %	3,4 %	3,6 %	0,5 %	6,4 %	3,1 %	3,3 %	5,5 %	6,3 %	6,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	-1,1 %	0,2 %	0,2 %	3,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	-1,8 %	4,1 %	1,2 %	1,2 %	2,8 %	3,3 %	3,5 %
Nettotulos-%	-1,8 %	-0,8 %	-0,4 %	3,4 %	1,8 %	1,1 %	0,1 %	-1,7 %	3,5 %	1,3 %	0,8 %	2,2 %	2,7 %	2,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	64,4	67,7	65,6	66,5	67,6
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	2,1	2,3	2,3	1,9	1,7
Käyttöomaisuus	33,1	40,7	38,9	40,5	42,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	19,4	19,7	19,7	19,7	19,7
Muut sijoitukset	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	5,0	4,3	4,0	3,7	3,4
Vaihtuvat vastaavat	106	75,1	82,1	74,1	74,0
Vaihto-omaisuus	66,4	58,7	58,3	50,9	50,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	37,0	15,2	15,1	15,0	14,8
Likvidit varat	2,9	1,1	8,7	8,1	8,5
Taseen loppusumma	171	143	148	141	142

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	93,9	95,0	94,2	96,9	98,8
Osakepääoma	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kertyneet voittovarot	52,6	53,0	52,2	54,9	56,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
Muu oma pääoma	5,4	6,0	6,0	6,0	6,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,0	4,5	9,0	7,3	6,9
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,4	3,9	8,5	6,7	6,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	71,8	43,4	44,5	36,4	35,9
Lainat rahoituslaitoksilta	32,2	17,8	18,4	14,4	13,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	39,4	25,6	26,1	22,0	22,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	171	143	148	141	142

Osakkeen arvostus 1/2

Markkina-arvo on 81 MEUR

Apetitin markkina-arvo nykyisellä 13,0 euron osakekurssilla on 81 MEUR. Markkina-arvo on noussut vuoden 2020 pohjalukemista mm. Ruokaratkaisut-segmentin positiivisen kannattavuuskehityksen ansiosta. Apetitin nettovelat olivat Q2'21 lopussa vain 3 MEUR (Q2'20: -4 MEUR), joten velaton yritysarvo (EV) on lähellä markkina-arvoa.

Tulospohjainen arvostus ei jätä nousuvaraa

Toteutuneisiin arvostuskertoimiin katsottuna osakkeen arvostus ei houkuttele ja sijoittajan täytyykin luottaa tulokäänteen toteutumiseen, jotta nykyinen osakekurssi olisi perusteltu. Vuoden 2020-tulokseen peilattuna EV/EBIT on 20,7x, ja vuoden 2021 ennustetun liikevoiton osalta tilanne näyttää vielä heikommalta (23,6x), sillä liikevoitto jää edellisvuotta alemmalle tasolle. Vuoden 2022 ennusteillamme arvostus on kuitenkin vain 11,6x, mitä voi jo pitää Apetitin osakkeelle melko kohtuullisena arvostustasona. Yhtiön kannattavuuskäänteeseen sisältyy merkittävää epävarmuutta, sillä ohuet marginaalit altistavat yhtiön tulostason heilahteluille. Viljakaupan Baltian toimintojen meneillään oleva divestointi voi parantaa tilannetta ja onkin vaikuttanut positiivisesti osakkeen arvostukseen viime aikoina. Kun otetaan huomioon vielä ennustamamme Sucroksen matala tulos, rahoituskulut ja verot, on nettotulosennusteemme vuodelle 2022 vain 5,2 MEUR, jonka pohjalta laskettu P/E-luku 15,5x ei mielestämme vaikuta erityisen houkuttelevalta. Jos 2022 tulos jäisi vuoden 2021 tasolle, olisi osakkeessa vielä näkemyksemme mukaan selvästi laskuvaraa.

Tasepohjainen arvostus nousi tulokäänteen myötä

Vuonna 2020 toteutunut tulokäänteen on tukenut

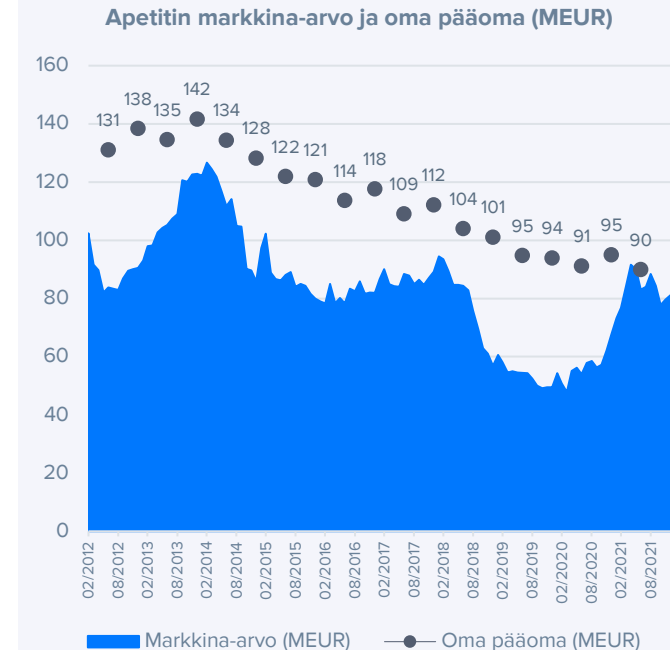
Apetitin tasepohjaista arvostusta ja palauttanut markkinoiden uskon yhtiön tuloksenteokkykyyn. Tasepohjainen arvostus eli markkina-arvo suhteessa oman pääoman tasearvoon (P/B) on tällä hetkellä 0,86x. Ennen viimevuosien tulokäännettä Apetit oman pääoman määrä on trendinomaisesti pienentynyt noin vuosikymmenen ajan, joten P/B-luvun pysyessä lähes vakiona (0,6-0,9x), myös osakekurssi on laskenut samalla kulmakertoimella. Apetit oman pääoman määrällä ja markkina-arvolla on ollut pitkällä aikavälillä hyvinkin vahvasti korreloiva suhde. Nykyinen tulokunto riittää vain matalaan oman pääoman tuottoon (ROE-%), minkä johdosta pidämme P/B-luvun ylärajaa 1,0x tasolla. Tämän tason ylittäminen vaatisi yhtiöltä lähemmäs kaksinumeroista pääoman tuottoa (ROE ~8-10 %), jota se ei ole pystynyt tekemään vuoden 2008 jälkeen.

Apetit on viime vuosikymmenellä jakanut osinkoa enemmän kuin se on tehnyt tuloista, eikä taseeseen jätettyjä rahoja olla pystytty investoimaan riittävän suurella pääoman tuotolla takaisin liiketoimintaan, jotta oma pääoma olisi kasvanut merkittävästi. Käsillä olevan tulokäänteen toteutuminen ratkaisee osingonmaksukyvyyn suunnan. Mikäli yhtiö pystyisi kasvattamaan tuloista pitkällä aikajänteellä, voitaisiin myös osingonmaksua kasvattaa kestävästi. Jos tulosaso taas romahtaa vuosien 2016-19 tasolle, on myös osingonmaksu pitkällä aikavälillä uhattuna.

Heikon pääoman tuoton ja melko korkean investointitarpeen takia osakkeeseen sijoittaminen ei näillä kurssitasoilla houkuttele. Tulospohjainen arvostus on eteenpäin katsottuna kohtuullinen, mutta ei tarjoa mielestämme riittävää nousuvaraa kattamaan yhtiön tulostasonon liittyviä epävarmuustekijöitä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	81	81	81
Yritysarvo (EV)	80	75	73
P/E (oik.)	34,9	15,5	14,3
P/E	34,9	15,5	14,3
P/Kassavirta	14,0	10,7	15,9
P/B	0,9	0,8	0,8
P/S	0,3	0,3	0,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	8,2	5,8	5,5
EV/EBIT (oik.)	23,6	11,6	10,5
Osinko/tulos (%)	107,3 %	71,7 %	76,9 %
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,6 %	5,4 %

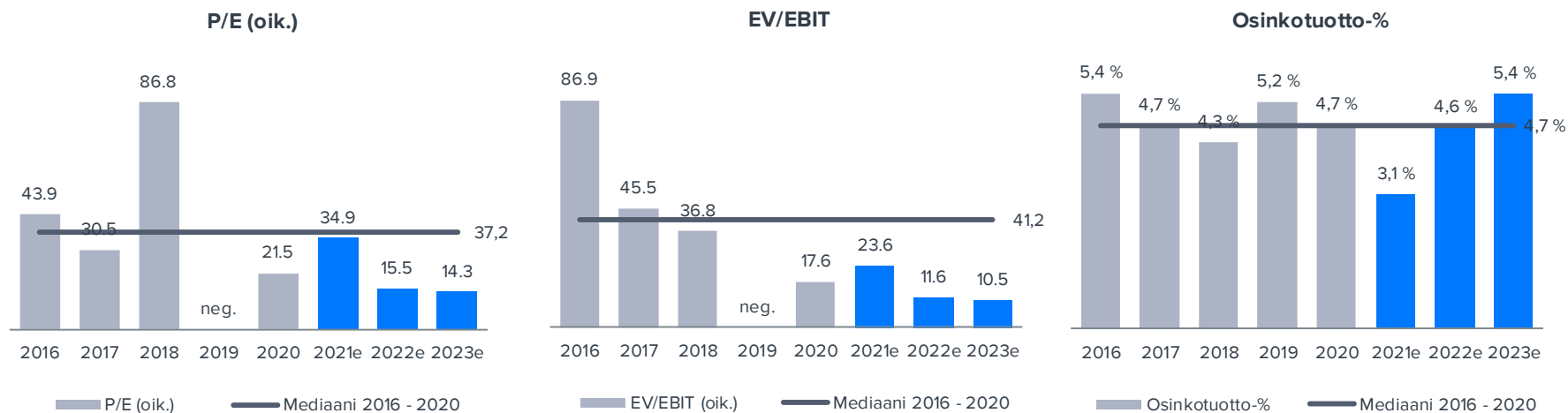
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	13,0	15,0	9,36	8,64	10,7	13,0	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,20	6,20	6,21	6,21	6,21	6,21	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	80	93	58	54	66	81	81	81	81
Yritysarvo (EV)	72	59	59	67	68	80	75	73	73
P/E (oik.)	43,9	30,5	86,8	neg.	21,5	34,9	15,5	14,3	13,0
P/E	43,9	32,6	neg.	neg.	21,5	34,9	15,5	14,3	13,0
P/Kassavirta	5,8	2,8	neg.	neg.	4,3	14,0	10,7	15,9	16,3
P/B	0,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8
P/S	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	12,8	8,8	13,1	79,2	6,8	8,2	5,8	5,5	5,3
EV/EBIT (oik.)	86,9	45,5	36,8	neg.	17,6	23,6	11,6	10,5	9,6
Osinko/tulos (%)	237,1%	152,2 %	neg.	neg.	100,6 %	107,3 %	71,7 %	76,9 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	4,7 %	4,3 %	5,2 %	4,7 %	3,1 %	4,6 %	5,4 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Osakkeen arvostus 2/2

Alaskirjausten riski on laskenut

Apetitin taseesta on alaskirjattu vuodesta 2014 alkaen iso määrä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa. Oma pääoma on arviomme mukaan tällä hetkellä aiempaa kurantimpaa, sillä monia heikon kannattavuuden omaavia liiketoimintoja divestointiin vuosien 2017-19 aikana. Viljakaupan ja Sucroksen tasearvot ovat kuitenkin yhä mielestämme korkeita suhteessa liiketoimintojen mataliin tulostasoihin, joten alaskirjausten riskiä ei voida vielääkään täysin eliminoida.

Pääoman tuotossa on nähty positiivista kehitystä

Apetitin pääoman tuotto on ollut heikkoa viimeisen vuosikymmenen aikana, mutta viime vuosina kehittynyt parempaan suuntaan. Vuosina 2019 ja 2020 Apetitin sidotun pääoman tuotot (ROCE-%) olivat -4 % ja +3 %. Odotamme luvun jatkavan selvästi positiivisena myös tulevina vuosina, mutta jäävän alle yhtiön tavoitetason (ROCE 8 %). Jos yhtiö onnistuisi strategiakaudelleen maalaamassaan kannattavuuskäänteessä ja pääsisi yli 8 %:n ROCE-tasolle vuoteen 2022 mennessä, olisi osakkeella silloin näkemyksemme mukaan mahdollisuudet nousta tätä kautta jopa yli P/B 1,0x-tason. Tällöin oman pääoman pysyessä muuttumattomana, P/B-luvun nousu 1,0x tasolle tarkoittaisi osakekurssin noin 10 %:n nousua nykytasolta.

Osinkotuotto on pysynyt hyvällä tasolla

Apetit on tunnettu hyvänä osingonmaksajana ja yhtiö tuo tätä myös proaktiivisesti esille omissa esityksissään. Apetitin osinkopolitiikan mukaan hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on

omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkona yhtiö on päättänyt jakaa vähintään 50 % tilikauden voitosta.

Apetit jakoi tilikausilta 2014-2017 osinkoa vuosittain 0,70 euroa per osake (4,3 MEUR), mutta tilikauden 2018 osinko pudotettiin 0,40 euroon (2,5 MEUR). Tämän jälkeen osinkoa on nostettu asteittain (2019-20: 0,45-0,50 euroa per osake). Apetitin osinkotuotto on vuodesta 2014 lähtien näyttänyt korkealta (5-7 %), sillä yhtiö on käytännössä vain tyhjentänyt tasettaan aiempien tilikausien voitoista maksamalla osinkoa yli 100 %:n jakosuhteella.

Meidän ennusteemme tilikausien 2021 ja 2022 osingonjaolle ovat 0,40 euroa ja 0,60 euroa, mitkä tarkoittavat 107 %:n ja 74 %:n osingonjakosuhteita. Tilikaudella 2022 ennusteemme mukaan Apetitin osakekohtainen osinko ylittää ensimmäistä kertaa 8 vuoteen osakekohtaisen tuloksen. Yhtiön vahva tase turvaa osingonmaksukyvyn lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä kasvava osinko edellyttää myös kasvavaa tuloksentelekkyä.

DCF-arvonmääritys heijastaa tavoitehintaa

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonmääritysmalli (DCF) tukee näkemystämme Apetitille antamastamme tavoitehinnasta ja suosituksista. DCF-laskelmamme mukainen oman pääoman arvo on 80 MEUR eli 12,8 euroa per osake. Luku on hieman Apetitin nykyisen osakekurssin (13,0 euroa) alapuolella. DCF-laskelmassa kannattaa kuitenkin huomioida se, että laskelmaan on ladattu positiiviset tuloskasvuodotukset lähivuosille sekä oletus siitä, että tulostaso jää pitkäksi aikaa selvästi paremmalle tasolle kuin mitä yhtiöltä on viimeisen

vuosikymmenen aikana totuttu näkemään. Tällaisen DCF-arvon saavuttamiseksi yhtiön tulisi parantaa tuloskuntoa selvästi ja myös pitää se siellä kestävästi, mikä on mielestämme epävarmaa viimeaikojenkin näytöt ja strategiset peliliikkeet huomioiden.

Apetitin arvostus verrokkiryhmään nähden

Käyttämämme verrokkiryhmä muodostuu pääosin suomalaisista ja muista eurooppalaisista elintarvikeyhtiöistä. Jos verrataan konsensusennusteiden mukaisiin verrokkiryhmän mediaani P/E-kertoimiin vuoden 2021 ja 2022 ennustella (15,3x ja 12,2x) on Apetit näihin nähden hinnoiteltu 128 %:n ja 28 %:n preemiolla. EV/EBITDA-kertoimen osalta Apetitin osake on hinnoiteltu noin 0-23 %:n alennuksella verrokkiryhmään nähden, mutta aiemmin todetun mukaan EBITDA-mittarin käyttö antaa Apetitin tapauksesta mielestämme liian ruusuisen kuvan.

Apetitin tuloksen ailahtelevaisuus ja vaatimattomat historialliset näytöt eivät mielestämme oikeuta yhtiön osakkeelle arvostuspreemiota suhteessa verrokkiryhmään. Yhtiön laatu on kuitenkin mielestämme parantunut viime aikoina Ruokaratkaisujen kannattavuuskäänteen ansiosta. Lisäksi osittainen luopuminen Viljakaupasta Baltian toimintojen divestoinnin myötä tukee yhtiön tuloskuntoa ja vakauttaa liiketoimintaa pitkällä aikavälillä.

P/B-luvun osalta Apetitin osake on arvostettu noin 40 %:n alennuksella verrokkiryhmään (P/B 1,4x) nähden. Apetitin osinkotuotot ovat ennusteillamme 3,1 % ja 4,6 %, jotka ovat 0 % ja 45 % verrokkiryhmän yläpuolella.

Verrokkiryhmän arvostus

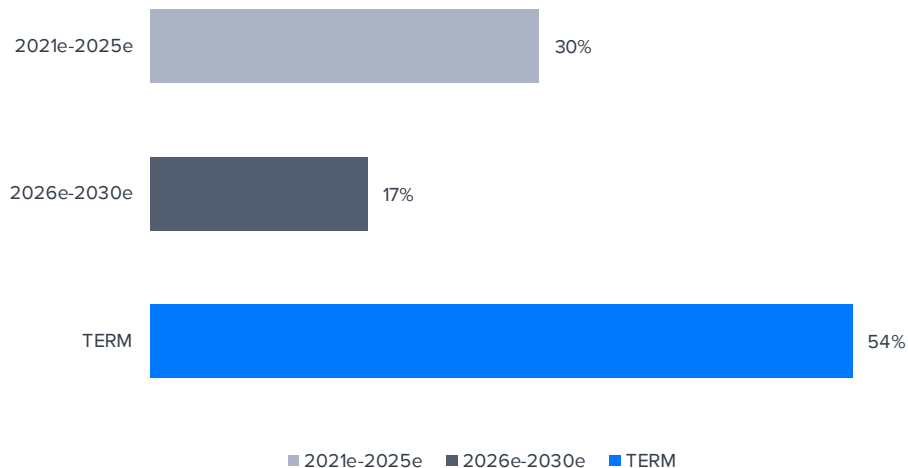
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Atria Oyj	11,40	213	403	80,6	8,9	4,6	3,8	0,3	0,3	11,1	10,9	4,5	4,6	0,7
Raisio Oyj	3,36	557	511	21,5	20,4	16,0	14,7	2,1	1,9	27,7	26,6	3,8	4,1	2,0
HKScan Oyj	1,68	155	511	25,5	25,5	6,2	6,1	0,3	0,3	83,5	33,4	1,8	2,4	
Fodelia Oyj	7,70	57	68	33,9	22,6	22,6	13,6	2,0	1,7	51,9	25,1	1,0	1,7	6,1
Nomad Foods Ltd	25,91	4029	6024	14,6	13,2	12,4	11,1	2,3	2,1	14,9	13,4			1,9
Savencia SA	62,40	861	1605	9,5	8,3	3,8	3,8	0,3	0,3	7,0	6,8	2,5	2,6	0,6
Agrana Beteiligungs AG	17,50	1099	1661	18,5	19,2	8,3	8,4	0,6	0,6	20,2	19,3	5,2	5,4	0,8
Bonduelle SA	21,20	687	1414	14,6	13,1	6,9	6,6	0,5	0,5	11,8	10,2	2,2	2,4	0,9
Austevoll Seafood ASA	111,10	2220	3969	11,7	9,4	8,2	6,8	1,5	1,5	15,6	10,8	3,7	4,2	1,5
Origin Enterprises PLC	3,52	452	515	8,8	8,4	6,9	6,2	0,3	0,3	10,0	9,0	3,9	3,8	1,3
Cranswick PLC	3806,00	2390	2506	16,8	15,1	11,3	10,4	1,1	1,1	20,2	18,0	1,8	1,9	2,9
Apetit (Inderes)	13,00	81	80	23,6	11,6	8,2	5,8	0,3	0,3	34,9	15,5	3,1	4,6	0,9
Keskiarvo				22,5	14,8	9,8	8,5	1,0	0,9	23,2	16,2	3,1	3,3	1,9
Mediaani				15,7	13,2	8,2	7,6	0,7	0,7	15,3	12,2	3,1	3,2	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				51%	-12%	0%	-23%	-61%	-53%	128%	28%	-1%	44%	-39%

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	3,9	3,4	6,4	7,0	7,6	7,4	7,2	7,0	7,0	6,9	7,0	
+ Kokonaispoistot	6,1	6,3	6,4	6,3	6,1	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,5	
- Maksetut verot	0,1	-0,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	15,5	1,1	3,3	0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	25,4	10,3	15,0	12,8	11,6	11,5	11,4	11,3	11,4	11,4	11,5	
+ 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	-9,8	-4,5	-7,5	-7,7	-6,7	-6,7	-6,8	-6,9	-7,0	-6,7	-7,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,6	5,8	7,5	5,1	5,0	4,8	4,6	4,4	4,4	4,7	4,0	
+/- 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	15,6	5,8	7,5	5,1	5,0	4,8	4,6	4,4	4,4	4,7	4,0	82,8
Diskontattu vapaa kassavirta		5,8	7,0	4,5	4,1	3,7	3,3	3,0	2,8	2,7	2,2	45,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		84,3	78,5	71,4	67,0	62,9	59,2	55,9	52,9	50,2	47,5	45,3
Velaton arvo DCF		84,3										
- Korolliset velat		-21,7										
+ Rahavarat		1,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,1										
Oman pääoman arvo DCF		79,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,8										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	7,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %

Lähde: Inderes

Osien summa –laskelma 1/2

Osien summa –laskelma helpottaa arvonmuodostuksen hahmottamista

Apetitin arvostuksen tarkasteleminen osien summa –laskelman kautta auttaa sijoittajaa hahmottamaan mistä liiketoiminnoista arvo syntyy ja kuinka tulevat strategiset liikkeet voisivat vaikuttaa yhtiön arvoon. Ruokaratkaisut-, Viljakauppa- ja Öljykasvituotteet ovat kaikki hyvin erilaisia liiketoimintoja, erilaisilla kasvu- ja kannattavuus- ja riskiprofiileilla. Kaikki liiketoiminnot olisivat mielestämme kohtalaisen helposti eriytettävissä, joten ne ovat ainakin teoriassa koko ajan myynnissä. Apetit on todennut strategiassaan olevansa avoin erilaisille yritysjärjestelyille ja yhtiö tiedotti Viljakaupan Baltian paikallisten toimintojen divestoinnista joulukuussa 2021. Eri liiketoimintojen välillä ei ole myöskään niin merkittäviä synergioita, etteivätkö ne voisi toimia konsernin ulkopuolella myös itsenäisesti. Siten mielestämme osien summa –laskelma on hyvä tapa hahmottaa, millä tavalla omistajien pitäisi miettiä konsernin eri liiketoimintojen arvoa ja niiden osuutta Apetitin osakkeen arvossa.

Eri liiketoimintojen arvon määrittämisen lisäksi osien summa -laskelmassa pitää huomioida Apetitin 20 %:n omistusosuus Sucros Oy:ssä sekä konsernin nettokassa (korolliset velat - rahavarat). Avena Nordic Grain ei myöskään ole 100 %:sesti Apetitin omistama, vaan Apetit omistaa 90 % Avenasta ja välillisesti Foison Oy:n kautta 5 %.

Haarukoimme liiketoimintojen arvoa EV/EBIT-kertoimien kautta

Olemme tarkastelleet Apetitin eri liiketoimintojen kannattavuustasoa vuosien 2021 ja 2022

ennusteiden osalta sekä antaneet eri liiketoiminnoille mielestämme sopivat EV/EBIT-kertoimet.

Käyttämämme verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien mediaanit ovat tällä hetkellä vuosille 2021e ja 2022e noin 16x ja 13x, kun Apetitin vastaavat kertoimet on 24x ja 12x. Apetitilla on heikon kannattavuuden ja matalan kilpailuedun omaavia liiketoimintoja, jotka eivät ansaitse tulla arvioiduksi verrokkiryhmän tasoilla kertoimilla (Viljakauppa). Jotkut toiminnot omaavat paremmat mahdollisuudet lisäarvon luontiin ja sitä kautta ansaitsevat myös korkeammat arvostuskertoimet (Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet). Osien summa –laskelman taulukossa käyttämämme eri kertoimet heijastavat siten myös osittain omaa arviotamme Apetitin eri liiketoimintojen laadusta.

Ruokaratkaisut on selvästi arvokain osa

Osien summa laskelmamme koostuu kahdesta skenaariosta. Niistä pessimistisempi nojaa vuoden 2021 ennusteisiimme, mikä pyrkii kuvastamaan yhtiön toteutunutta tulostasoa menneen vuoden aikana. Optimistisempi skenaario puolestaan katsoo jo tulevaan – vuoden 2022 ennusteisiimme. Vuoden 2021 ennusteillamme osien summa –laskelma näyttää osakkeelle 10,6 euron osakekohtaista arvoa. Johtopäätös on, että mikäli tulostaso ei parane, niin osakkeen hinnassa on selvästi laskuvaraa. Vuoden 2022 ennusteisiin nojaava osien summa –laskelma antaa Apetitin osakkeen arvoksi 15,2 euroa eli tuloksen huomattava parantaminen tukisi myös osakekurssia. Merkittävimpanä erona skenaarioiden välillä on Viljakaupan tulostaso, sillä vuoden 2021 aikana segmentin liikevoitto oli

vahvasti negatiivinen, mutta ennustamme sen yltävän neutraaliksi vuonna 2022. Näkemyksemme mukaan arvokkaimmat osat konsernissa vuoden 2022 osien summaan katsottuna ovat Ruokaratkaisut (14,6 euroa per osake) ja Öljykasvituotteet (3,3 euroa per osake). Annamme molemmissa laskelmissa Apetitin Sucros-omistukselle arvoksi 2,2 euroa osakkeelta, mikä on 30 % alle sen tasearvon.

Ruokaratkaisut-liiketoiminnalla näemme parhaimmat mahdollisuudet pitkän aikavälin kasvu- ja arvonluontipotentialiin ja siksi sen arvo on laskelmissamme suurin. Liiketoimintasegmentin uudelleenjärjestely vuosina 2017-19 on tuottanut hedelmää ja tehokkuustoimet ovat kääntäneet kannattavuuden selkeästi positiiviseen suuntaan. Myös vienti on kasvanut. Olemme käyttäneet Ruokaratkaisut-liiketoiminnan arvon haarukoimiseen lähivuosien tulosenusteidemme ohella 13x EV/EBIT-kerrointa, jolloin liiketoiminnan arvoksi muodostuu vuoden 2022 ennusteilla 91 MEUR (14,6 euroa per osake).

Öljykasvituotteet on pitkään ollut vahva suoriutuja ja sen rooli on ollut konsernille tärkeä, kun konsernin muilla liiketoiminnoilla on ollut haasteita 2014-2019 aikana. Segmentin kannattavuus on melko vakaa, mutta kasvumahdollisuudet ovat kuitenkin kapasiteetin korkean käyttöasteen takia rajatut ja myös kotimaisen raaka-aineen hankinnassa on viime vuosina ollut haasteita. Heikohkosta kasvuprofilista johtuen annamme segmentille arvostuskertoimeksi EV/EBIT 12x, mikä on 10 % alle verrokkiryhmän. Black Grain from Yellow Fields hankkeen menestyminen parantaisi segmentin kasvuprofilia ja voisi mahdollistaa korkeamman arvostuksen.

Osien summa –laskelma 2/2

Öljykasvituotteet-liiketoiminnan arvoksi muodostuu vuoden 2022 osien summa - laskelmassa 21 MEUR (3,3 euroa per osake).

Viljakaupan arvo on laskelmissamme matalin kolmesta liiketoimintasegmentistä.

Matalakatteisen välitystoiminnan kilpailuedut ja arvonluonti ovat pitkällä aikavälillä heikot. Segmentin tuloskunto on myös viime vuosina laskenut osin heikkojen satokausien takia, mutta uskomme myös DLA:n ja Lantmännenin tulon Suomen markkinoille kiristäneen kilpailua selvästi aiemmista vuosista. Tähän ulkomaisten toimijoiden kilpailupaineeseen Apetit on yrittänyt vastata muodostamalla yhteistyötä Bernerin kanssa vuonna 2018 solmitulla Viljelijän Avena Berner –konseptilla, joka ei ainakaan vielä tässä vaiheessa ole näyttänyt onnistuvan palauttamaan tuloksentelekyä.

Joulukuussa 2021 tiedotettu Baltian paikallisten liiketoimintojen divestointi voisi parantaa segmentin kannattavuutta tulevien vuosien aikana. Koko liiketoiminnasta luopuminenkaan ei ole mielestämme täysin poissuljettua, vaikka liiketoiminnalla on jonkun verran yhteisiä toimintoja Öljykasvituotteiden kanssa.

Olemme käyttäneet omassa osien summa – laskelmassamme Viljakauppa liiketoiminnalle hieman alemmaa 10x EV/EBIT –kerrointa, millä arvoksi tulee vuoden 2021 ennusteilla -32 MEUR (-5,1 euroa per osake) tai vuoden 2022 ennusteilla 0 MEUR. Emme siis anna liiketoiminnalle lainkaan arvoa, ja näemme sen potentiaalisesti jopa vaikuttavan negatiivisesti osakkeen arvoon, koska liiketoiminta on viime vuosina tehnyt enemmän

tappiota kuin voittoa. Meneillään oleva Baltian liiketoimintojen divestointi voisi vaikuttaa tervehdyttävästi segmentin kannattavuuteen ja tukea arvostusnäkömää.

Konsernitoimintojen kuluilla negatiivinen vaikutus

Konsernitoimintojen kulut täytyy huomioida arvonnäilyksessä laskennallisesti negatiivisena eränä. Olemme määritelleet **konsernitoimintojen kulujen** arvoksi 2021e osien summa –laskelmassa -27 MEUR (-4,3 euroa per osake) ja 2022e -27 MEUR (-4,4 euroa per osake).

Sucroksen arvo ei välttämättä realisoitu

Osakkuusyhtiö **Sucros** (20 % omistus) on osien summa –laskelmassamme arvostettu tasearvon perusteella, josta olemme vähentäneet vielä 30 % yhtiön heikon kasvu- ja kannattavuusnäkömän vuoksi. Sucroksen nettovarallisuus vuoden 2020 lopussa oli 97 MEUR, josta Apetitin osuus on 19,4 MEUR (3,1 euroa per osake). Osien summa – laskelmassamme liiketoiminnan arvo on kuitenkin vain 2,2 euroa per osake. Liiketoiminnan tulosvaikutus on ollut viime vuosina Apetitille minimaalinen. Emme myöskään odota Apetitin luopuvan Sucroksesta lähiaikoina, minkä vuoksi arvon realisoituminen kassavirtana näyttää epävarmalta.

Osakkeessa on selvää laskuvaraa, jos tulostaso jää viime vuosina nähdylle tasolle

Apetitin tuloskunto oli pitkään hyvin heikko, sillä vuosina 2014-19 tulos oli tappiollinen tai lähellä nollaa. Vuonna 2020 kannattavuus parani huomattavasti erityisesti Ruokaratkaisut-

segmentin käänteen ansiosta. Vuoden 2021 aikana konsernitason tuloskehitys on kuitenkin kärsinyt erityisesti Viljakaupan tappioista. Jos tuloskunto jäisi vuodelle 2021 ennustamallemme tasolle, olisi osakkeella vielä selvästi laskuvaraa.

Tulosennusteisiin on ladattu suuret odotukset

Vuoden 2022 ennustemme olettavat liikevoiton kasvavan 90 %:lla 6,4 MEUR:oon suhteessa vuoden 2021 tasoon (3,4 MEUR). Tämä nojaa odotukseen siitä, että Ruokaratkaisut-segmentissä nähty positiivinen tuloskäännös jää pysyväksi ja lisäksi Viljakauppa-segmentti pystyy kääntämään tuloksensa vähintään neutraaliksi myös liikevoittotasolla. Käyttökäteen osalta odotamme kasvua 12,8 MEUR:oon (2021e: 9,7 MEUR), kun yhtiön oma tavoite on 14 MEUR.

Apetitin kannattavuus ja kasvu on ollut viimeisen vuosikymmenen aikana yleisesti ottaen heikolla tolalla. Yhtiön kannattavuuskäännös on näyttänyt vuosien 2020-21 aikana ajoittain hyvältä, mutta kaikki yhtiön kolme segmenttiä eivät ole pystyneet tasaiseen suoriutumiseen. Yhtiö jatkaa toimenpiteitä tuloksen tervehdyttämiseksi ja on tehnyt mielestämme oikeita strategisia liikkeitä, mikä voisi arviomme mukaan tukea yhtiön tulosnäkömää tulevina vuosina. Vaikka tulostaso näyttäisi menevän isossa kuvassa oikeaan suuntaan, niin tulostason ajoittaisia heilahteluita nähtäneen tulevaisuudessakin ohuista marginaaleista johtuen. Heikosti kannattavien liiketoimintojen divestoinneilla (esim. Sucros tai loput Viljakaupasta) voitaisiin potentiaalisesti vapauttaa lisää arvoa osakkeenomistajille.

Osien summa –laskelma

Apetitin tulokunto vuonna 2021e	EBIT 2021e	EV/EBIT-kerroin	Liiketoiminnan arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	6,6	13,0	85,3	13,7
Viljakauppa*	-3,4	10,0	-31,9	-5,1
Öljykasvituotteet*	2,6	12,0	28,7	4,6
Konsernitoiminnot	-2,3	11,7	-27,0	-4,3
Liiketoiminnot yhteensä	3,4		55,0	8,9
Sucros**			13,6	2,2
Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä			68,6	11,0
Korolliset nettovelat***			-2,9	-0,5
Oman pääoman arvo			65,7	10,6

Inderesin ennusteet vuodelle 2022e	EBIT 2022e	EV/EBIT-kerroin	Liiketoiminnan arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	7,0	13,0	90,5	14,6
Viljakauppa*	0,0	10,0	-0,2	0,0
Öljykasvituotteet*	1,8	12,0	20,6	3,3
Konsernitoiminnot	-2,4	11,7	-27,4	-4,4
Liiketoiminnot yhteensä	6,4		83,5	13,4
Sucros**			13,6	2,2
Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä			97,1	15,6
Korolliset nettovelat***			-2,9	-0,5
Oman pääoman arvo			94,2	15,2

* Apetit Oyj omistaa vilja- ja öljykasviliiketoimintaa harjoittavasta Avena Nordic Grain Oy:stä suoraan 90 % ja välillisesti 5 % Foisson Oy:n kautta, joten laskettu arvo on tämän omistusosuuden mukainen.

**Sucros on arvostettu 30% alennuksella suhteessa vuoden 2020 tilinpäätöksessä olevaan nettovarallisuuteen

*** Laskettu Q2'21 tilanteen mukaan.

Sijoitusprofiili

1.

Apetit profiloituu sekä osinko- että käännetyhtiö -kategorioihin

2.

Pitkään jatkuneiden haasteiden jälkeen yhtiö on tekemässä tuloskäännettä

3.

Heikkojen liiketoimintojen divestoinnit, panostukset laadukkaisiin toimintoihin, ja tiukka kulukuri ajavat tuloskäännettä

4.

Yhtiön vahva tase tarjoaa selkänöjää tarvittaviin investointeihin ja eri liiketoiminnot tasapainottavat riskejä

5.

Aiempien vuosien tuloskunnolla osakkeen nykyarvostusta ei voida perustella, joten tuloksen tulee parantua

Potentiaali



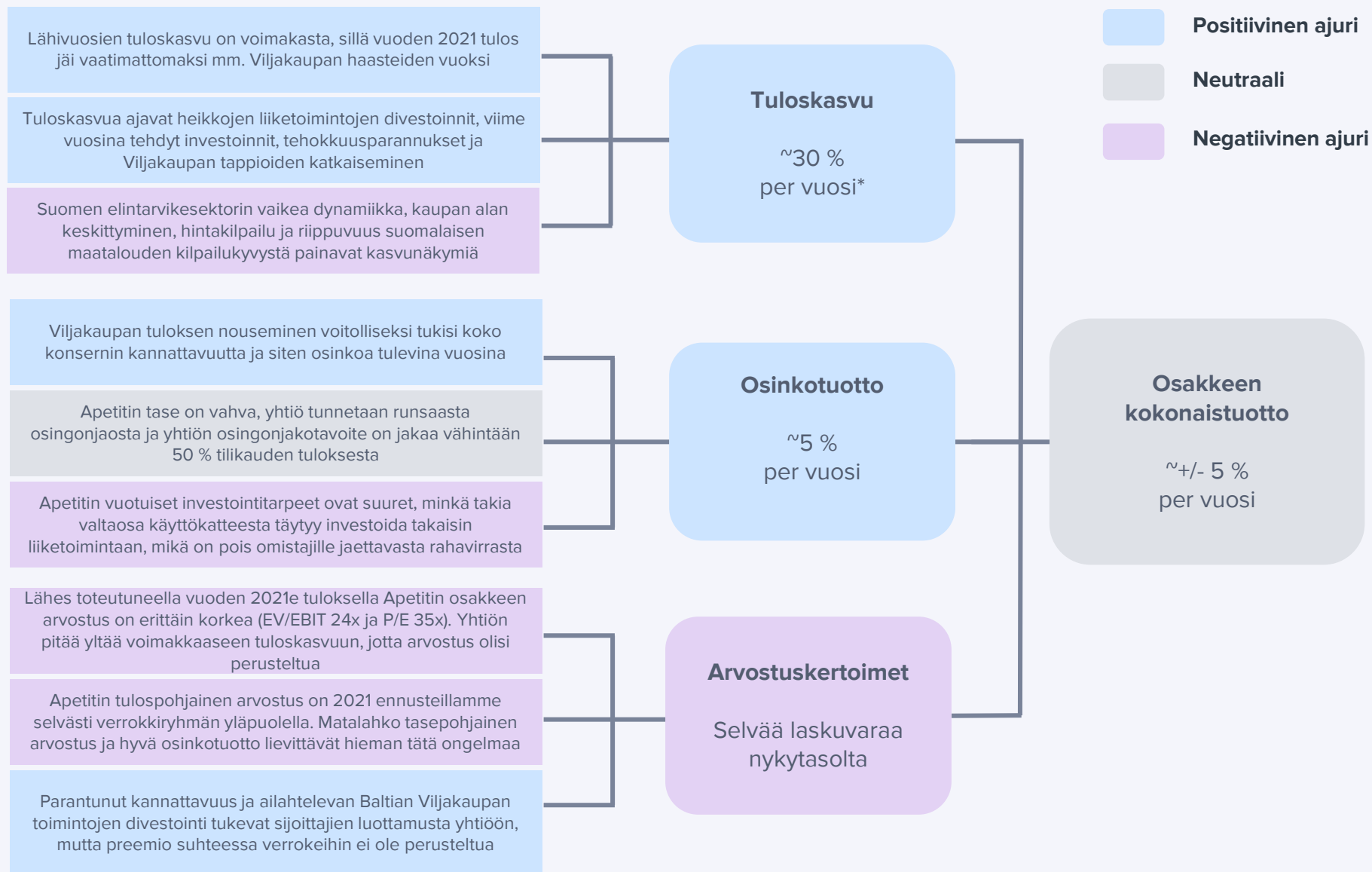
- Yhtiö on onnistunut karsimaan tappiollisia toimintoja ja kääntämään kannattavuuskehityksen parempaan suuntaan
- Ruokaratkaisut-divisioonalla on vahva asema suomalaisessa vähittäiskaupassa ja myös viennin liikevaihto kasvaa
- Vahva tase antaa aikaa tuloskäänteen tekemiseen, mahdollistaa liiketoiminnan kehittämisen ja tarvittavat investoinnit
- Tappiollisesta Viljakaupasta ollaan osittain luopumassa, mikä voisi parantaa ja vakauttaa konsernin tulosta
- Matalahko tasepohjainen arvostus voi tarjota osakkeelle hyvän tuottopotentialin, jos positiivinen tuloskehitys jatkuu

Riskit



- Kannattavuus ailahtelee ajoittain ohuista marginaaleista johtuen
- Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen ovat haitallisia Apetitin kannattavuudelle
- Yhtiön liiketoimintaportfoliossa on yhä mukana toimintoja, joiden kyky tehdä tulosta on kysymysmerkki
- Yhtiön kannattavuus on vahvasti riippuvainen raaka-aineiden hintakehityksestä ja satokausien onnistumisesta
- Suuri riippuvuus suomalaisesta alkutuotannosta ja sen heikosta kilpailukykyvyydestä
- Suomen elintarvikesektorin vaikea dynamiikka

Osaketuoton ajurit 2022-2024e



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	259,9	296,9	292,9	290,2	231,5	EPS (raportoitu)	-0,07	-0,87	0,50	0,37	0,84
Käyttökate	4,5	0,9	10,0	9,7	12,8	EPS (oikaistu)	0,11	-0,62	0,50	0,37	0,84
Liikevoitto	0,5	-4,8	3,9	3,4	6,4	Operat. kassavirta / osake	-3,86	-0,97	4,10	1,66	2,42
Voitto ennen veroja	-0,6	-6,4	3,7	3,0	6,5	Vapaa kassavirta / osake	-3,73	-0,21	2,51	0,93	1,21
Nettovoitto	-0,4	-5,4	3,1	2,3	5,2	Omapääoma / osake	16,27	15,12	15,29	15,16	15,60
Kertaluontoiset erät	-1,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,40	0,45	0,50	0,40	0,60
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	164,6	170,8	142,8	147,7	140,5	Liikevaihdon kasvu-%	-17 %	14 %	-1 %	-1 %	-20 %
Oma pääoma	101,1	93,9	95,0	94,2	96,9	Käyttökateen kasvu-%	-33 %	-81 %	1073 %	-3 %	32 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	-297 %	-223 %	-13 %	90 %
Nettovelat	21,8	33,7	20,6	18,2	13,0	EPS oik. kasvu-%	-78 %	-671 %	-181 %	-25 %	124 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	1,7 %	0,3 %	3,4 %	3,3 %	5,5 %
Käyttökate	4,5	0,9	10,0	9,7	12,8	Oik. Liikevoitto-%	0,6 %	-1,1 %	1,3 %	1,2 %	2,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-26,8	-6,8	15,5	1,1	3,3	Liikevoitto-%	0,2 %	-1,6 %	1,3 %	1,2 %	2,8 %
Operatiivinen kassavirta	-24,0	-6,0	25,4	10,3	15,0	ROE-%	-0,4 %	-5,6 %	3,3 %	2,4 %	5,4 %
Investoinnit	0,8	-4,4	-9,8	-4,5	-7,5	ROI-%	-0,2 %	-4,5 %	3,4 %	2,9 %	5,7 %
Vapaa kassavirta	-23,2	-1,3	15,6	5,8	7,5	Omavaraisuusaste	61,4 %	55,0 %	66,5 %	63,7 %	68,9 %
						Nettovelkaantumisaste	21,6 %	35,9 %	21,7 %	19,3 %	13,5 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	13,1	79,2	6,8	8,2	5,8						
EV/EBIT (oik.)	36,8	neg.	17,6	23,6	11,6						
P/E (oik.)	86,8	neg.	21,5	34,9	15,5						
P/B	0,6	0,6	0,7	0,9	0,8						
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,2 %	4,7 %	3,1 %	4,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/11/2017	Lisää	14,50 €	13,76 €
02/03/2018	Vähennä	14,50 €	15,00 €
09/05/2018	Vähennä	13,00 €	13,40 €
06/08/2018	Vähennä	12,50 €	12,75 €
17/08/2018	Vähennä	12,00 €	12,20 €
09/10/2018	Vähennä	10,50 €	10,40 €
01/11/2018	Vähennä	10,50 €	10,30 €
02/01/2019	Lisää	10,00 €	9,12 €
20/02/2019	Vähennä	9,00 €	9,38 €
08/05/2019	Vähennä	9,00 €	8,70 €
19/08/2019	Lisää	9,00 €	8,14 €
16/09/2019	Vähennä	7,90 €	8,00 €
06/11/2019	Vähennä	7,50 €	7,82 €
23/02/2020	Vähennä	8,00 €	8,66 €
11/05/2020	Vähennä	8,00 €	8,70 €
24/08/2020	Vähennä	8,80 €	9,40 €
23/09/2020	Vähennä	9,00 €	8,64 €
05/11/2020	Lisää	10,00 €	9,58 €
12/01/2021	Myy	10,00 €	14,00 €
30/01/2021	Vähennä	10,00 €	11,60 €
22/02/2021	Vähennä	11,00 €	12,50 €
09/05/2021	Vähennä	12,00 €	14,40 €
23/08/2021	Vähennä	12,00 €	13,30 €
25/10/2021	Myy	12,00 €	13,50 €
01/11/2021	Vähennä	12,00 €	12,30 €
28/12/2021	Vähennä	12,50 €	12,25 €
13/01/2021	Vähennä	12,50 €	13,00 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**