

Apetit

Laaja raportti

28.3.2024 18:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Oikea suunta löytynyt

Isossa kuvassa Apetitin positiivinen tuloskehitys on seurausta fokuoitusmisesta kilpailukykyisimpiin segmentteihin, joihin on myös aktiivisesti investoitu tuloskasvun saavuttamiseksi. Viime aikoina myös markkina on ollut erityisen suotuisa kasviöljyjen sekä sokerin jalostuksessa, minkä vuoksi pidämme tulostason pientä normalisoitumista alaspäin todennäköisenä lähivuosien aikana. Pitkällä aikavälillä yhtiö voi jatkaa maltillista ja pääomaintensiivistä tuloskasvua. Emme näe nousuvaraa osakkeessa nykyisellä arvostustasolla, joten toistamme vähennä-suosituksen 13,5 euron tavoitehinnalla.

Fokus kannattavien liiketoimintojen kehittämisessä

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiöllä on kaksi eri liiketoimintaa: Öljykasvituotteet (58 % liikevaihdosta) ja Ruokaratkaisut (42 %), joilla se teki vuonna 2023 liikevaihtoa 176 MEUR ja liiketulosta 7,5 MEUR. Yhtiö on lähihistoriassaan divestoinut kannattamattomia liiketoimintoja ja onnistunut kääntämään konsernin kannattavuuden selvästi positiiviseksi. Karsimisvaihe on ohi ja yhtiö keskittyy kasvun tavoitteluun. Kasvua pyritään tavoittelemaan erityisesti tuotannon jalostusarvoa kasvattamalla sekä vahvistamalla markkina-asemaa korkeakatteisemmissa tuotesegmenteissä. Yhtiö on viime vuosina investoinut kasvuun erityisesti Ruokaratkaisuihin mm. rakentamalla uuden pihvi- ja pyörykkälinjaston Säkylään ja uudistamalla Pudasjärven pakastepizzatehdasta. Öljykasvituotteissa yhtiö on pyrkinyt kehittämään tuotannon olemassa olevista materiaaliavaroista korkean lisäarvon ainesosaa elintarviketeollisuudelle ja kasvattanut hyväkatteisten omalla brändillä myytävien öljyjen osuutta myynnistä. Myös energiaratkaisuihin on investoitu viime vuosina ympäristöystävällisyyden ja tehokkuuden parantamiseksi.

Vuoden 2023 korkeasta tulostasosta parantaminen haastavaa

Apetitin tulos nousi vuoden 2023 aikana merkittävästi aiempiin vuosiin nähden. Heikosti kannattavien toimintojen karsimisen lisäksi kehityksen taustalla oli Öljykasvituotteet-segmentin sekä osakkuusyhtiö Sucroksen kannattavuusien nousu vuosikymmenen perspektiivillä ennätystasolle. Arvioimme markkinan normalisoitumisen laskevan molempien edellä mainittujen yksiköiden tulostasoa vuosien 2024-25 aikana. Korotimme kuitenkin hieman Öljykasvituotteiden pitkän aikavälin kannattavuusoletuksia laajan raportin päivittämisen yhteydessä (konsernin 2025e EBIT nousi 6 %). Tulostuloksen tärkein ajuri tulevina vuosina on Ruokaratkaisut-segmentti, jossa tuotannon volyymejä pyritään kasvattamaan. Apetit ohjeistaa vuoden 2024 liikevoiton pysyvän vuoden 2023 tasolla, mutta arvioimme ohjeistukseen kohdistuvan riskiä riippuen kuinka nopeasti Öljykasvituotteiden tulostaso normalisoituu. Yhtiö on edennyt hyvin kohti strategiakauden 2023-25 tavoitteitaan (EBIT: 9 MEUR ja ROCE yli 8 %), mutta arvioimme liiketuloksen kasvattamisen olevan haastavaa nykyisiltä suotuisan kasviöljymarkkinan tukemilta tasoilta.

Osakekurssin viimeaikainen nousu heikentänyt tuotto-odotusta

Apetit on sijoitusprofiililtaan defensiivinen ja pääomaintensiivinen yritys, jonka kannattavuus heiluu ajoittain satokausien ja kustannusympäristön vaihtelun mukana. Apetitin pitkän aikavälin arvonluontikyky on arvioimme mukaan maltillinen, vaikka yhtiö pyrkii kasvattamaan korkeamman lisäarvon kuluttajatuotteiden osuutta liikevaihdosta. Osakkeen arvostus on nykyisellä tasollaan mielestämme neutraali (EV/EBIT 2024e: ~10x), olettaen liikevoiton laskevan 6,5 MEUR:oon vuonna 2024. Mikäli Apetit yltäisi ohjeistukseensa Ruokaratkaisujen merkittävän tulosparannuksen avulla, voisi osakkeessa tällöin olla perustellusti kohtuullista nousuvaraa. Nykyisillä ennusteillamme tuotto-odotus koostuu kuitenkin lähinnä osinkotuotosta (5,5 %) eikä siten ylitä oman pääoman tuottovaatimusta (8,2 %).

Suositus

Vähennä

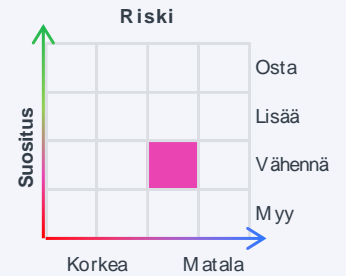
(aik. Vähennä)

13,50 EUR

(aik. 13,50 EUR)

Osakekurssi:

13,70



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	176	167	173	179
kasvu-%	-3 %	-5 %	4 %	4 %
EBIT oik.	7,5	6,5	6,7	7,1
EBIT-% oik.	4,3 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %
Nettotulos	9,8	6,5	6,1	6,3
EPS (oik.)	1,54	1,02	0,97	0,99
P/E (oik.)	8,5	13,4	14,1	13,8
P/B	0,8	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	8,4	10,4	10,2	9,8
EV/EBITDA	4,8	5,4	5,2	5,0
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,4

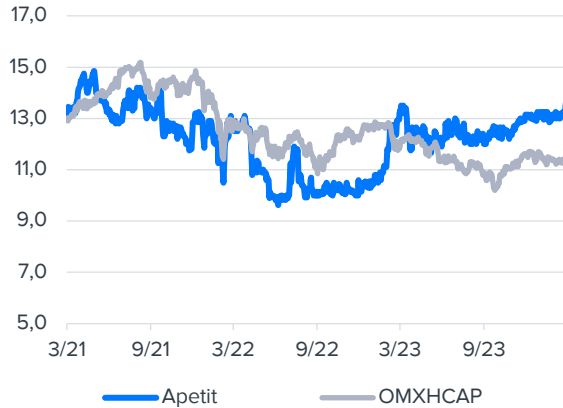
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

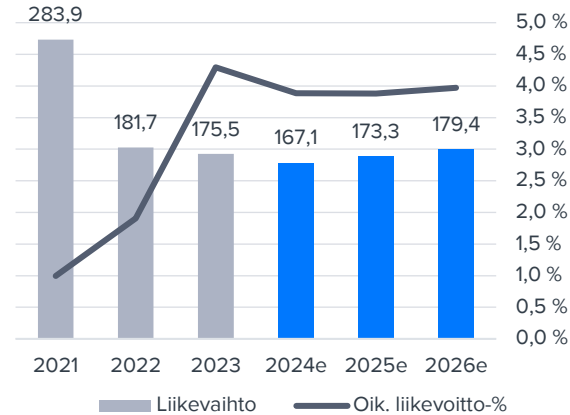
Konsernin 2024 liikevoiton arvioidaan olevan vertailuvuoden tasolla (vuonna 2023: 7,5 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



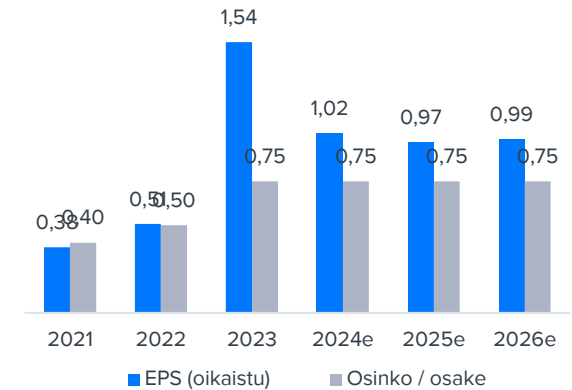
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vastuullisesti tuotettu kotimainen ruoka
- Tunnettu Apetit-brändi
- Tulevaisuudennäkymät saavat tukea kasvistrendistä, T&K-panostuksista ja investoinneista
- Kansainvälistymisessä on liikevaihtopotentiaalia



Riskitekijät

- Suomen elintarvikesektorin heikko kilpailukyky
- Kaupan alan keskittyminen ja kasvava hintakilpailu
- Riippuvuus satokausien onnistumisesta
- Uusien tuotelanseerausten ja T&K:n onnistuminen
- Sokerin ja kasviöljyjen jalostusmarginaalien vaihtelu markkinan mukana

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	13,7	13,7	13,7
Osakemäärä, milj. kpl	6,32	6,32	6,32
Markkina-arvo	87	87	87
Yritysarvo (EV)	68	68	69
P/E (oik.)	13,4	14,1	13,8
P/E	13,4	14,1	13,8
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,4	5,2	5,0
EV/EBIT (oik.)	10,4	10,2	9,8
Osinko/tulos (%)	73,2 %	77,2 %	75,7 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-6
Ruokaratkaisut-liiketoiminta	7-9
Öljykasvituotteet-liiketoiminta	10-11
Osakkuusyhtiö Sucros	12
Liiketoimintamallin riskiprofiili	13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-15
Taloudellinen kehitys ja asema	16-17
Ennusteet	18-22
Osakkeen arvostus	23-25
Sijoitusprofiili	26
Osaketuoton ajurit	27
Taulukot ja liitteet	28-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Apetit lyhyesti

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö valmistaa kasvipohjaisia ruokia sekä jalostaa rypsiä ja rapsista kasviöljyä ja rypsipuristeita.

1950

Perustamisvuosi

1989

Listautuminen pörssiin

176 MEUR (-3 % vs. 2022)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2023

7,5 MEUR (2022: 3,8 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2023

87 MEUR markkina-arvo

Osakekurssilla 13,7 euroa

298 hlö

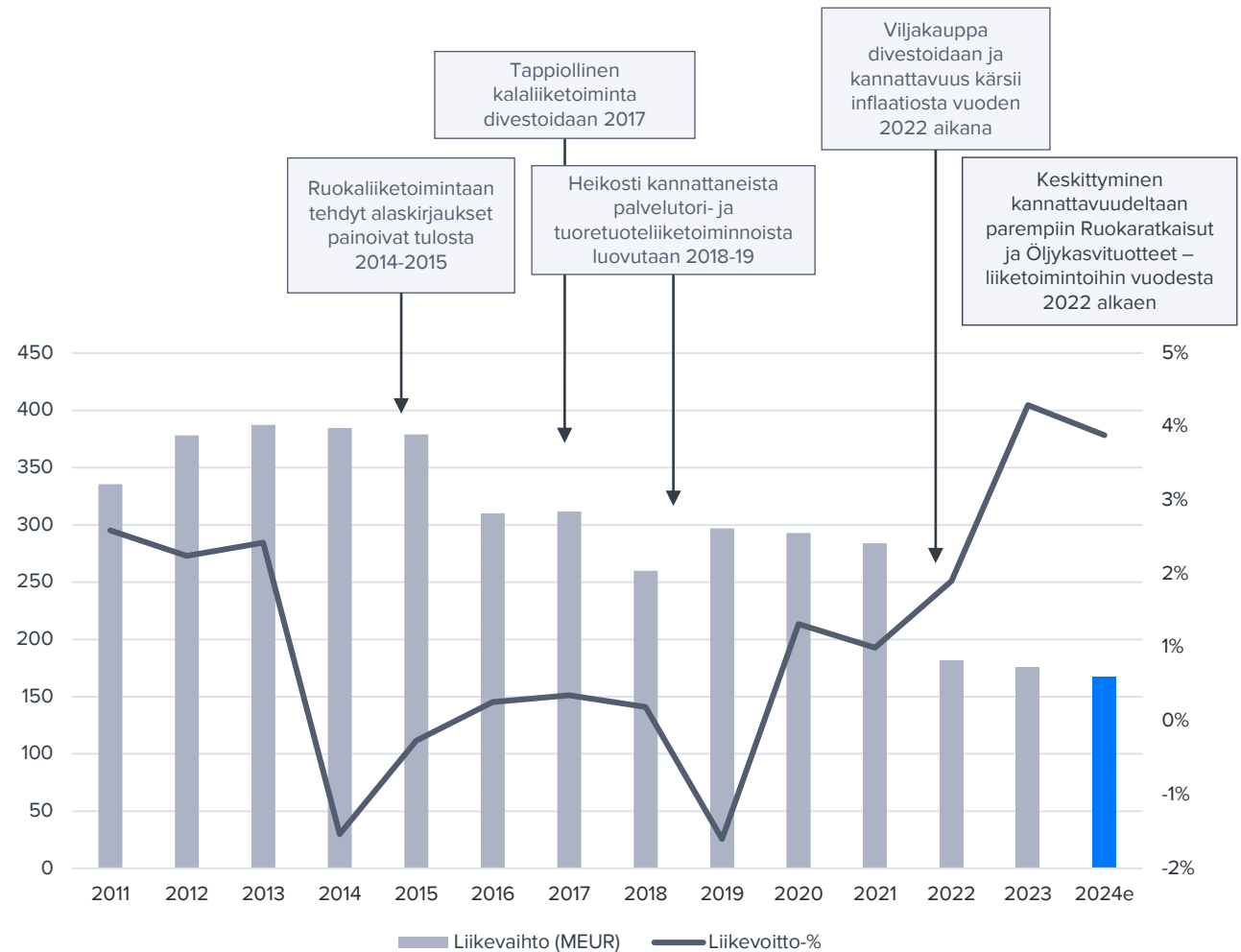
Henkilöstön määrä 2023 aikana keskimäärin

7,5 MEUR (2022: 5,0 MEUR)

Jatkuvien toimintojen bruttoinvestoinnit 2023

104 MEUR oma pääoma

2023 lopussa (16,6 euroa per osake)



Yhtiökuvaus

Suomalainen elintarvikkeiden jalostaja

Apetit on elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö luo kasvixista 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 Apetit Kasviöljy Oy jalostaa kasviöljyjä elintarvikekäyttöön sekä rypsipuristeita rehuraaka-aineeksi. Apetit suurimpia markkina-alueita ovat Suomi, Norja ja Ruotsi. Vuonna 2023 jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 176 MEUR, liiketulos oli 7,5 MEUR ja konsernissa työskenteli keskimäärin 298 henkilöä. Apetit markkina-arvo nykyisellä 13,7 euron osakekurssilla on 87 MEUR.

Liiketoimintasegmentit

Öljykasvituotteet (58 % liikevaihdosta*)

Apetit 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 2023 oli 102 MEUR ja liiketulos oli 4,6 MEUR.

Ruokaratkaisut (42 % 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 2023 oli 74

MEUR ja liiketulos oli 5,8 MEUR.

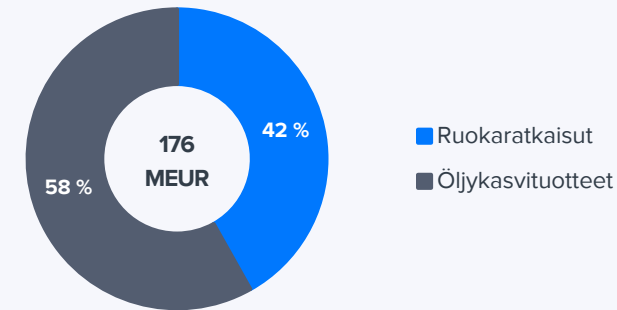
Kolme tuotantolaitosta Suomessa

Apetit-konsernilla on kolme tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat eri puolilla Suomea. Säskylän tehtaalla valmistetaan kasvis- ja ruokapakasteet. Pudasjärvellä valmistetaan pakastepizzat. Kirkkonummella sijaitsevassa öljynpuristamossa valmistetaan kasviöljyjä ja rypsipuristeita. Tuotantolaitoksiin on tehty viime vuosina useita investointeja, joilla on pyritty mm. tavoittelemaan liikevaihdon kasvua, parantamaan tuotantotehokkuutta ja kehittämään toiminnan ympäristöystävällisyyttä.

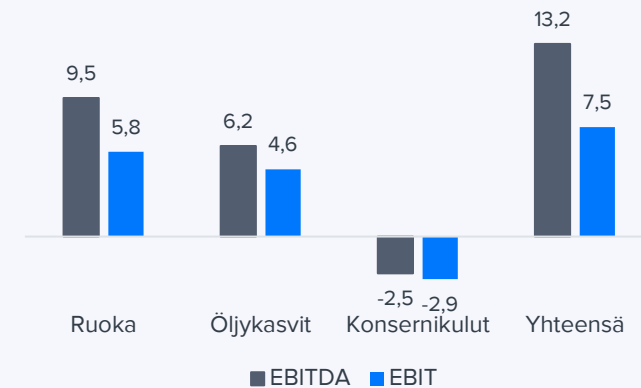
Osakkuusyhtiö Sucros muodostaa merkittävän osan tuloksesta

Apetit omistaa 20 % Säskylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä. Sucroksen sokeritehdas sijaitsee Säskylän teollisuusalueella, missä toimii myös Apetit pakastetehtas. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Apetit 20 %:n omistusosuuden mukainen arvo Sucros Oy:n nettovarallisuudesta oli 22,8 MEUR vuoden 2023 tilinpäätöksessä. Jos Apetit Sucros-omistuksen käypä arvo haarukoidaan lähelle sen nettovarallisuutta, muodostaa Sucros-omistus näin merkittävän osan Apetit markkina-arvosta. Apetit osuus Sucroksen tuloksesta oli 4,0 MEUR vuonna 2023 Sucroksen poikkeuksellisen vahvan tuloksen ansiosta (2022: 0,5 MEUR). Sucros maksaa tyypillisesti koko vuotuisen tuloksensa osinkoina osakkeenomistajilleen.

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin 2023¹⁾



Tuloksen jakauma segmenteittäin 2023 (MEUR)



1) Konsernin ulkopuolelle suuntautuva liikevaihto.

Ruokaratkaisut-liiketoiminta 1/3

Tuloksella mitattuna suurempi segmentti

Ruokaratkaisut-liiketoimintasegmentin liikevaihto vuonna 2023 oli 74 MEUR ja liiketulos oli 5,8 MEUR (EBIT-marginaali: 7,9 %). Vaikka Ruokaratkaisut on liikevaihdolla mitattuna pienempi kahdesta konsernin liiketoimintayksiköstä (42 % liikevaihdosta), on sen rooli konsernin liiketuloksen kannalta suuri paremmasta kannattavuudesta johtuen.

Tuloskunto vahvistunut vuosien 2017-19 uudelleenjärjestelyiden myötä

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. Divestointien jälkeen Ruokaratkaisut-segmentin koko pieneni 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 kasvispakasteiden kehittämisestä, jalostamisesta ja markkinoinnista. Tuotevalikoima koostuu laajasta kirjosta erilaisia pakasteita perustuotteista

korkeamman jalostusarvon tuotteisiin ja pääosa tuotteista valmistetaan kotimaisista raaka-aineista. Apetit pyrkii hakemaan tuloskasvua erityisesti korkeamman jalostusarvon tuotteista kuten kotimaisista kalatuotteista, pakastepizzoista, lihaa korvaavista tuotteista ja kasviproteiineista. Tuotteita myydään Apetit-tuotemerkillä, mutta yhtiö tekee myös kaupan omien merkkin valmistusta sekä toimittaa tuotteita food service –kanavaan ja teollisuuteen. Apetit-tuotemerkki on kotimaisen vähittäiskaupan pakasteosaston suurimpia ja tunnetuimpia brändejä.

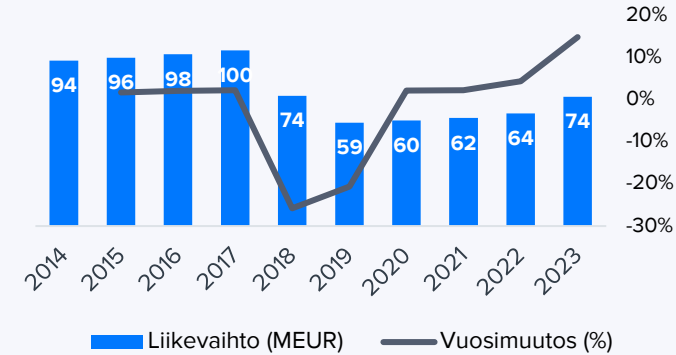
Viennin osuus 12 % liikevaihdosta

Apetitin strategian yhtenä painopistealueena on hakea vahva jalansija Ruotsista. Yhtiön tarkoitus on syventää olemassa olevia asiakkuuksia ja rakentaa uusia. Ruotsin suurimman kauppa-alustan ICA:n valikoimiin saatiin useita pakastetuotteita Apetit-brändillä vuonna 2020, minkä jälkeen vientitoimintaa on laajennettu. Ruokaratkaisut-segmentin osalta viennin myyntivolyymit kasvoivat selvästi vuoden 2023 aikana ja osuus liikevaihdosta oli 12 % (2022: 9 %). Kasvuun tosin vaikutti poikkeuksellisen suurten pakasteherneiden toimitusten ajoittuminen vuodelle. Vienti kohdistuu pääasiassa Ruotsiin, Italiaan ja Iso-Britanniaan. Vähittäiskaupan lisäksi Apetit tekee viennissä myyntiponnisteluja myös foodservice-segmentissä.

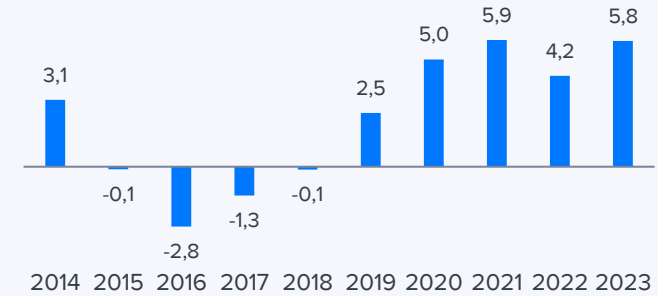
Valtaosa henkilöstöstä työskentelee tuotannossa

Apetit-konsernin kolmesta tehtaasta kaksi kuuluu Ruokaratkaisut-segmentille. Yhtiö valmistaa Säkylän tehtaalla vihannes- ja ruokapakasteita ja Pudasjärven tehtaalla pakastepizzoja. Ruokaratkaisuisissa työskenteli vuonna 2023 keskimäärin 236 henkilöä eli 79 % konsernin jatkuvien toimintojen henkilöstömäärästä.

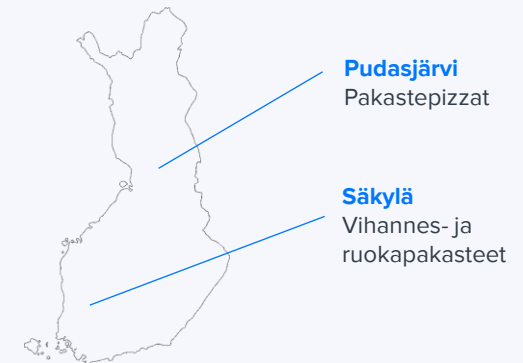
Ruokaratkaisut liikevaihto



Ruokaratkaisut liikevoitto (MEUR)



Ruokaratkaisut-segmentin tuotantolaitokset



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 2/3

Henkilöstön määrä laski vuosina 2017-21 mm. divestointien ja tehostamisen johdosta. Määrä kääntyi kuitenkin nousun vuonna 2023 heijastellen Apetitin siirtymistä supistamisesta kohti kasvua.

Raaka-aineet pääosin lähituottajilta

Raaka-aineet hankitaan pääosin 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 Apetitin Vastuuviljely-menetelmän mukaisesti. Yhtiö käy heidän kanssaan jatkuvaa dialogia tarvittavista raaka-aineista, auttaa heitä tuotantotekijöiden hankinnoissa ja saamaan viljelymailta irti mahdollisimman paljon laadukasta raaka-ainetta. Apetitin omassa koetoiminnassa testataan esimerkiksi tuotteisiin ja kasvuolosuhteisiin parhaiten soveltuvia kasvilajikkeita. Raaka-aineiden hankintamääristä ja hinnoista sovitaan tyypillisesti kevättalvella, jotta viljelijät voivat pyrkiä sovittamaan tuotannon vastaamaan kysyntää. Sadon laadulla on merkitystä Apetitin tuotantoprosessien toiminnalle sekä kannattavuudelle. Viljelyalojen kasvattaminen on yksi merkittävä ajuri yhtiön strategisille kasvupyrkimyksille.

Tuotantoon investoidaan aktiivisesti

Apetit-konsernin investoinneista valtaosa liittyy nimenomaan Ruokaratkaisut-segmenttiin. Investointien sekä poistojen osuus Ruokaratkaisujen käyttökatteesta on merkittävä, joten sijoittajan näkökulmasta liikevoitto antaa käyttökattetta paremman kuvan liiketoiminnan tuottamasta kassavirrasta.

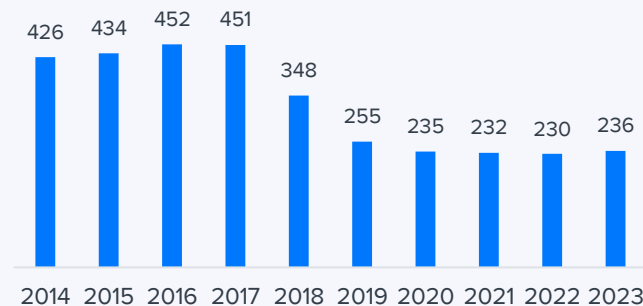
Segmentin investoinnit olivat koholla vuosina 2018-19, jolloin Apetit investoi uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon Säkylän tehtaan pakastetuotannossa. Uusi linjasto kaksinkertaisti tuotantokapasiteetin, mahdollisti uusien tuotteiden valmistuksen kotimaahan ja kansainvälisille markkinoille sekä paransi tuotannon tehokkuutta. Kasvis- ja kalapohjaiset pihvit ja pyörykät ovat viime vuosina olleet yksi Apetitin kasvavista tuoteryhmistä erityisesti foodservice-myyntikanavan kysynnän vuoksi.

Vuosina 2020-23 investoinnit ovat olleet melko lähellä poistotasoa. Lähihistorian merkittävimpiä investointeja ovat olleet mm. 2 MEUR:n investointi Pudasjärven pakastepizzatehtaaseen tuotteiden kehittämiseksi ja markkinaosuuden kasvattamiseksi (2022) sekä Säkylän tehtaan tehokkuutta ja ympäristöystävällisyyttä parantanut energiainvestointi (2023).

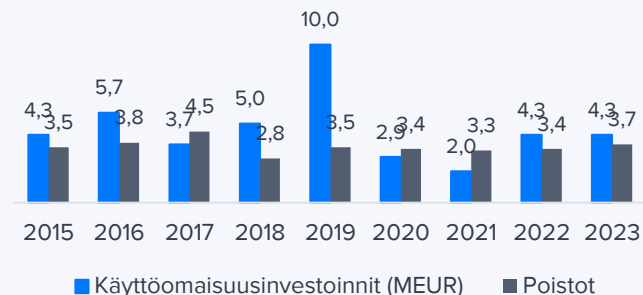
Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

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

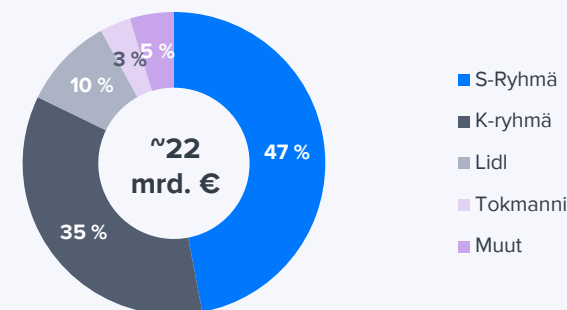
Ruokaratkaisut henkilöstö keskimäärin



Ruokaratkaisut poistot ja investoinnit



Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2022)



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 3/3

Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on sen vahva keskittyminen kahdelle suurelle toimijalle. Vuonna 2022 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä noin 22 miljardia euroa, joista S-ryhmän markkinaosuus oli 47 % ja K-ryhmän 35 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 10 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä rajoittaa Apetitin ja muiden toimijoiden neuvotteluvoimaa. Apetit pyrkii painottamaan tässä asetelmassa tunnettujen brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Monissa tuotekategorioissa Apetit on ainoa kotimainen vaihtoehto, mikä parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa.

Päivittäistavarakaupan kasvu vaikuttaa Ruokaratkaisut-segmentin kehitykseen

Tilastokeskuksen mukaan päivittäistavarakaupan vuosikasvu on Suomessa vaihdellut viimeisen vuosikymmenen ajan -2 %:n ja +8 %:n välillä (10 vuoden keskiarvo 2,7 %/v). Kovimmat kasvuluvut nähtiin koronapandemiassa (2020: 8 %), mutta kasvu on sittemmin hidastunut ja volyymit ovat kääntyneet laskuun kuluttajien heikentyneen ostovoiman myötä. Arvioimme Apetitin Ruokaratkaisut-segmentin vertailukelpoisen liikevaihdon kasvun vastanneen viime vuosina pitkälti markkinan kehitystä.

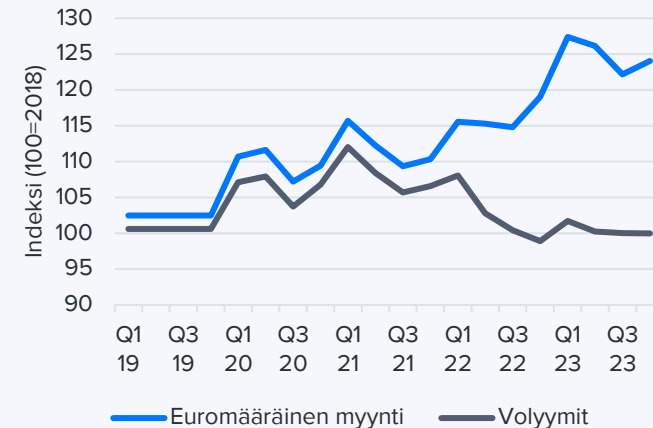
Kaupan neuvotteluvoima, private label ja ulkomaiset brändit pitävät kilpailun kireänä

Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi Apetitin hinnoitteluvoimaa heikentävät kaupan

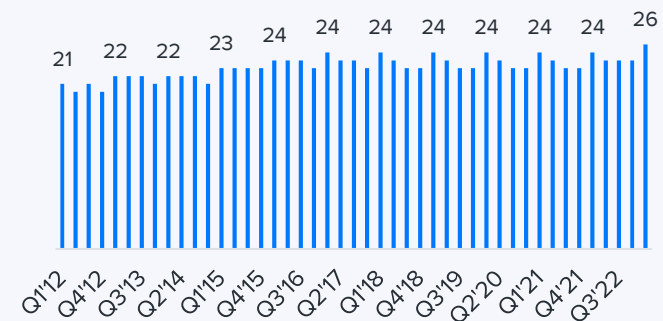
omat merkit (mm. Pirkka, K-Menu, Coop ja Kotimaista). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuoden 2023 Q1:llä PTY:n tilastojen mukaan 26 % ja osuus on ollut pienessä nousussa, koska kuluttajien ostovoiman heikentyminen on siirtänyt kulutusta suhteellisesti kaikkein edullisimpiin tuotteisiin. 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 brändituotteiden myyntiä heikompi. 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. Pakasteissa kaupan omien merkkien lisäksi muita tunnettuja kilpailijoiden tuotemerkkejä ovat mm. Findus, Oolannin, Grandiosa ja Dr. Oetker, joskin ne toimivat osittain eri alasegmenteissä Apetitiin nähden.

Ruokakauppojen myynnin kehitys



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



Öljykasvituotteet-liiketoiminta 1/2

Öljykasvituotteet-segmentissä suuri liikevaihto

Öljykasvituotteet-liiketoimintasegmentti vastaa 58 % konsernin liikevaihdosta. Vuoden 2023 liikevaihto oli 102 MEUR. Vuoden 2022 kasvu johtui markkinahintojen noususta kasviöljymarkkinoilla ja liikevaihdon lasku vuonna 2023 puolestaan hintatason asteittaisesta normalisoitumisesta. Segmentin liikevoitto vuonna 2023 oli 4,6 MEUR (EBIT 4,5 %) ja henkilöstömäärä oli keskimäärin 50.

Suurin osa tuotannosta myydään B2B-asiakkaille

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta ~80 % tulee Suomesta ja ~20 % viennistä (Norja tärkein kohdema). Segmentin suurimpia asiakkaita ovat elintarviketeollisuus ja rehuteollisuus, jotka muodostavat arviomme mukaan valtaosan 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 kuluttajille Apetit- ja Neito-brändeillä sekä private label – tuotemerkeillä.

Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

Öljykasvituotteet-liiketoiminnasta vastaava Apetit Kasviöljy Oy on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja öljykasvipohjaisten rehuraaka-aineiden tuottaja. Yhtiön öljynpuristamo sijaitsee Kirkkonummella, missä rypsin ja rapsin siemenistä jalostetaan laadukkaita ja korkean jalostusarvon tuotteita kasviöljyiksi elintarvikekäyttöön sekä rypsiuristeiksi rehuraaka-aineiksi. Tuotantolaitos sijaitsee erittäin hyvällä sijainnilla keskellä öljykasvien viljely- ja kulutusalueita. Läheinen satama helpottaa myös tuontiraaka-aineiden hyödyntämistä.

Puristamon kapasiteetti on ~130 000 tonnia rypsiä vuodessa. Tehdas on käynyt viime vuosina kapasiteettinsa ylärajoilla, mutta pullonkauloja avaamalla ja pieniä investointeja tekemällä kapasiteettia pyritään kasvattamaan. Uuden puristamon tai merkittävän lisäkapasiteetin rakentaminen on kallista, eikä arviomme mukaan olisi kannattavaa. Segmentin keinot kasvattaa liikevaihtoa rajoittuvatkin siten lähinnä pyrkimyksiin nostaa tuotannon jalostusarvoa esimerkiksi brändituotteiden myyntiä kasvattamalla tai kehittämällä uusia käyttökohteita sivuvirroille.

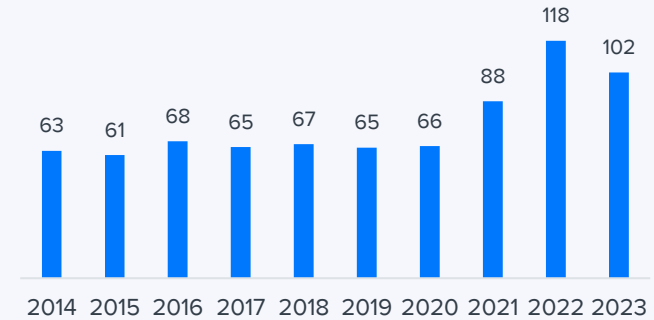
Tuotantoprosessi pitkälle automatisoitu

Segmentissä työskenteli vuonna 2023 keskimäärin 50 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. Tuotanto-operaattorit, vastaanotto-operaattorit, pakkaamo ja huolto toimivat alle 10 hengen voimin per vuoro. Segmentissä työskentelee lisäksi myyntiin, markkinointiin, tuotekehitykseen, laadunvalvontaan ja öljykasvien hankintaan liittyvää henkilöstöä.

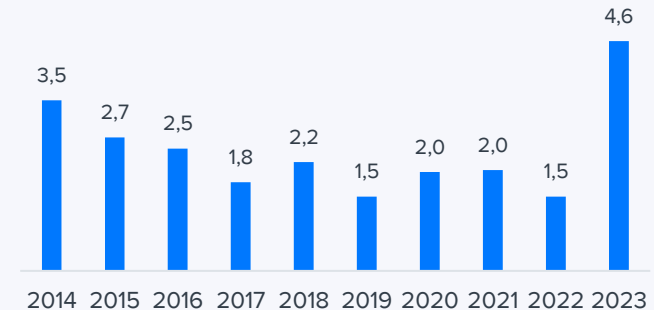
Liiketoimintaan investoidaan aktiivisesti

Segmentin investoinnit ylittivät selvästi poistotason vuosina 2020-21, jolloin Kirkkonummen laitokselle rakennettiin noin 4 MEUR:n arvoinen bioenergialaitos. Laitos korvasi aiemman uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisun ja pienensi merkittävästi koko konsernin energiakustannuksia ja hiilidioksidipäästöjä. Investointien taso on sittemmin laskenut vuosiksi 2022-23.

Öljykasvituotteet liikevaihto (MEUR)



Öljykasvituotteet liikevoitto (MEUR)



Öljykasvituotteet-segmentin tuotantolaitos



Kirkkonummi
Kasviöljyt,
valkuaisrehu

Öljykasvituotteet-liiketoiminta 2/2

Vuoden 2024 investoinnit nousevat kuitenkin todennäköisesti vuotuisia poistoja suuremmiksi, sillä öljynpuristamolle valmistuu vuoden 2024 aikana noin 4,5 MEUR maksava pullotuslinja. Uuden pullotuslinjan myötä Apetit saa pienpakkaustuotannon toimitusketjun ja tuotekehityksen vahvemmin omiin käsiinsä. Investointi on osa yhtiön pyrkimystä nostaa korkeamman arvonlisän tuotteiden osuutta mm. kasvattamalla kotimaisten Apetit ja Neito – kasviöljyjen myyntiä vähittäiskaupassa.

Apetit ostaa valtaosan Suomen rypsisadosta

Öljykasvituotteet-liiketoiminnalla on historiallisesti ollut vahva asema Suomessa, koska se on ostanut lähes kaiken kotimaisen rypsin (yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsistä). Tämä on taannut vahvan neuvotteluaseman niin raaka-aineiden välittäjien kuin asiakkaidenkin suuntaan. Öljykasvituotteet onkin ollut historiassa Apetit suhteellisesti kannattavin segmentti pitkän aikaa ennen Ruokaratkaisuiden uudelleenjärjestelyitä, jotka saatiin päätökseen 2019. Muun muassa kotimaisen raaka-aineen saatavuus on kuitenkin ajoittain rajoittanut segmentin kannattavuuskehitystä viimeisen vuosikymmenen aikana.

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 enää vain noin neljännes on viime vuosina ollut kotimaista. Öljykasvien viljelyala on ollut pitkällä aikavälillä laskevalla trendillä ja tuotantomäärät heiluvat vuosittain, riippuen mm. rypsin ja viljan tuottajahintojen välisestä suhteesta, tuotantontekijöiden hinnoista sekä sääoloista. Rypsin ja rapsin kotimainen sato oli huipussaan

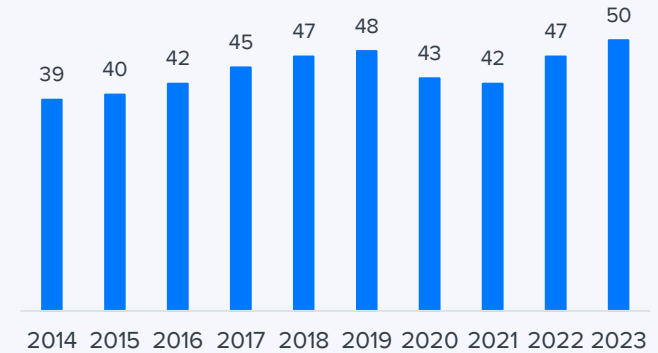
vuonna 2010 (179 milj. kg), minkä jälkeen sadot ovat laskeneet ja vuosien 2022-23 sadot olivat enää vain 56 ja 41 miljoonaa kiloa. Apetit on viime vuosina pyrkinyt kääntämään kehitystä ja lisäämään kotimaisen rypsin ja rapsin tuotantoa yhteistyössä viljelijöiden ja alan toimijoiden kanssa. Korjuualat ovat pysyneet pääosin muuttumattomina viimeisten viiden vuoden ajan.

Rypsi-proteiini-ainekasvatuotteen kehittämissuunnitelma

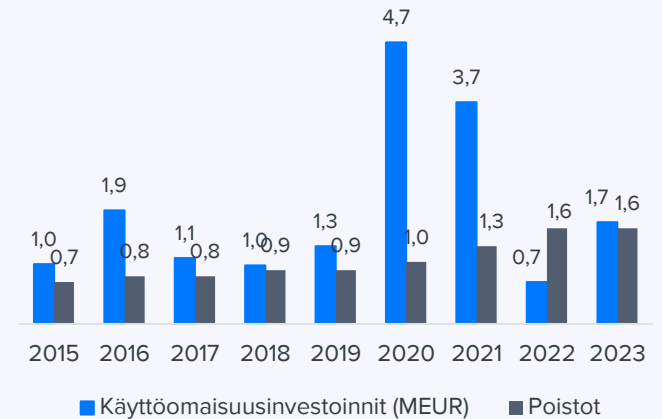
Apetit käynnisti vuonna 2017 rypsi-proteiini-ainekasvatuotteen kehittämissuunnitelman, jonka tarkoitus oli löytää rypsi-puristeelle uusia korkean jalostusarvon käyttötarkoituksia. Yhtiö sai hankkeelle Tekesin tuen. Projektin tavoitteena on täysin uuden ravintosisällöltään korkealaatuisen ainesosan kehittäminen elintarvikemarkkinoille. BlackGrain from Yellow Fields –tuote sai päätöksen uusielintarvikeluvan hyväksynnästä vuoden 2021 alussa. Tämän proteiinia, kuituja ja hyviä rasvoja sisältävän ainesosan pientuotannon ylösajo laitteiston testaamiseksi alihankkijan tiloissa alkoi syyskuussa 2021. Apetit käytti ainesosaa osana ammattikeittiöille suunnattuja kasvispyöryköitä vuoden 2022 aikana ja kokeiluja jatkettiin 2023. Yhtiö kertoi helmikuussa 2024, kertovansa lisää ainesosan kaupallistamisesta vuoden 2024 jälkipuoliskolla.

Käsityksemme mukaan Apetit tarkoitus on joko myydä ainesosaa muille elintarvikeyrityksille (esimerkiksi leipiin, muroihin, patukoihin jne.) tai käyttää sitä omia tuotteissaan. Tästä voisi pitkässä juoksussa tulla segmentille uutta korkeamman lisäarvon liiketoimintaa, mutta ainesosan menestyminen on epävarmaa ja kaupallistamisprosessi etenee hitaasti.

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.

Sucroksen osuus Apetitin tuloksesta merkittävä

Vuodesta 2016 alkaen Apetit on raportoinut Sucroksen 20 %:n tulososuuden liikevoiton alapuolella (osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta). Sucroksen liikevaihto on ollut viime vuosina 100 MEUR:n paikkeilla. Tulostaso oli selvästi positiivinen vuosina 2008-14, mutta laski nollan tuntumaan vuosiksi 2015-22. Tulostaso nousi jälleen korkeaksi vuonna 2023 (Apetitin tulososuus 4,0 MEUR). Vuosina 2020-22 Sucroksen tuoma osuus Apetitin nettotuloksesta oli noin 14 % ja vuonna 2023 peräti 41 %.

Sokerin hintapiikki nostanut tulostasoa

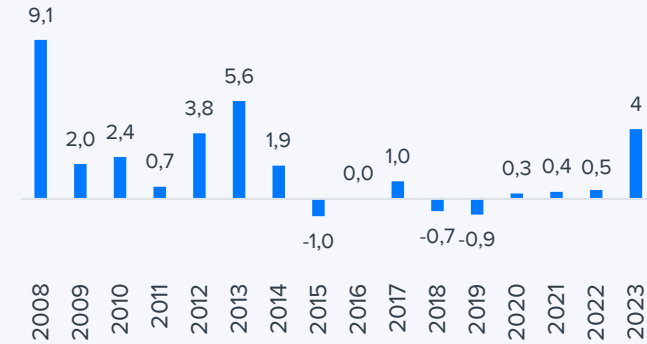
Sucroksen tulos on riippuvainen jalostetun sokerin markkinahinnasta sekä energian hinnasta, sillä jalostusprosessi on erittäin energiaintensiivinen. Edullisen uusiutuvan energian korkea saatavuus tukee sokerinjalostusteollisuuden edellytyksiä Suomessa. Koko toimiala on kärsinyt matalista sokerin hinnoista EU:n kiintiöjärjestelmän lakkauttamisesta lähtien (2017), kunnes hintataso lähti voimakkaaseen nousuun vuoden 2022 jälkipuoliskolla. Esimerkiksi Euroopan suurin sokerintuottaja Südzucker on Sucroksen tavoin onnistunut vahvistamaan sokeriliiketoiminnan

tulosta merkittävästi tilikaudella 2022-23 tehtyään aiempina vuosina tappiota segmentissä. Analyttikoiden ennusteet povaavat Südzuckerin sokeriliiketoiminnan tulostason laskevan tulevina vuosina, joten pidämme todennäköisenä, että myöskään Sucroksen tulostaso ei jää pitkäksi aikaa vuoden 2023 korkealle tasolle. Sokerin globaali markkinahinta on laskenut vuoden 2024 alkupuolella noin 20 % vuoden 2023 huipputasoihin nähden, mutta hintataso on edelleen selvästi koholla aiempiin vuosiin nähden.

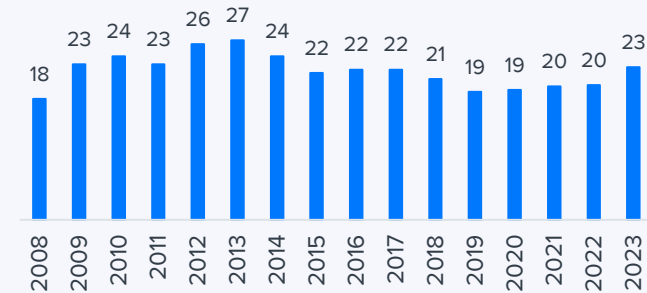
Sucroksella on vahva tase ja korkea arvo Apetitin taseessa

Sucros Oy:n nettovarallisuus vuoden 2023 lopussa oli 114 MEUR, josta Apetitin omistusosuuden (20 %) mukainen arvo oli 22,8 MEUR. Tämä tarkoittaa sitä, että Apetitin omistusosuuden mukainen Sucroksen nettovarallisuus jaettuna Apetitin 6,3 miljoonalle osakkeelle on noin 3,6 euroa per osake eli 26 % Apetitin osakekurssista. Nettovarallisuuden realisoiminen vaatisi, että yhtiö pääsisi irtautumaan halutessaan Sucros-omistuksesta sen kirja-arvolla (P/B 1,0x), minkä toteutumista emme odota toteutuvan ainakaan lähivuosina. Sucros maksaa Apetilille osinkoa tulostason verran, vaikka Apetitin omistajien näkökulmasta osingonmaksun kasvattaminen yli tulostason olisi hyvä asia. Sucroksen tase on vahva, minkä vuoksi pääoman voidaan nähdä olevan osittain ”jumissa” Sucroksessa Apetitin osakkeenomistajan näkökulmasta. Apetit suorittaa Sucroksen tasearvolle vuosittain mm. oletettuun tulostason ja diskonttokorkoon perustuvan arvonalentumistestauksen, mutta alaskirjauksille ei ole toistaiseksi nähty tarvetta.

Sucroksen 20 % tulososuus Apetilille (MEUR)



Sucroksen nettovarallisuus (20 %:n osuus)

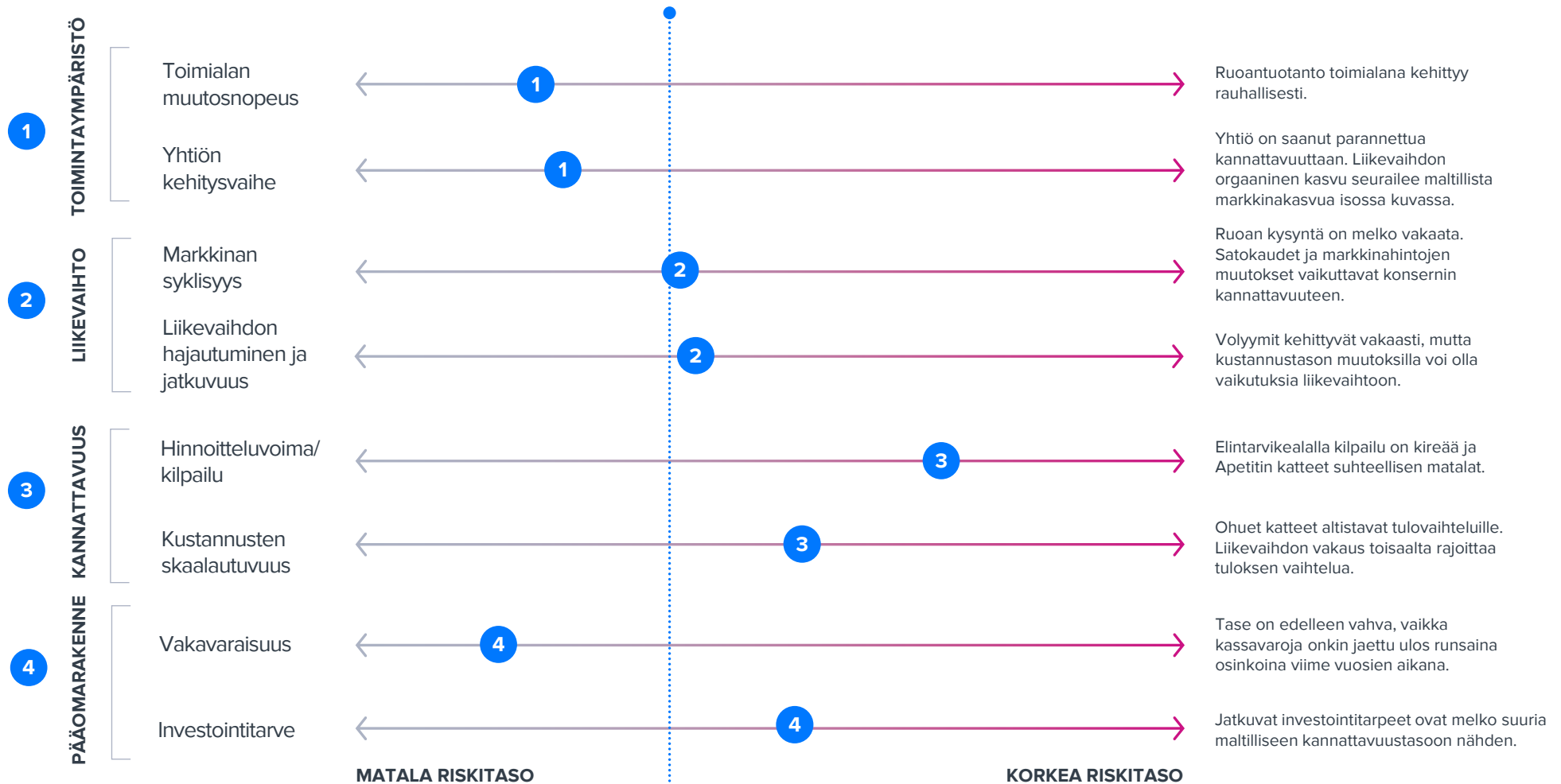


Sokerin hinta Euroopassa (EUR/t)



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Apetitin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Missio ja visio

Apetit on suomalainen elintarvikealan yritys, jonka liiketoimintasegmenttejä ovat Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet. Apetitin missio on ”Kaikille hyvä ruoka. Läheltä.” ja visio on olla ”Kasvava ja kannattava kasvipohjaisten tuotteiden markkinajohtaja.”

Strategian painopistealueet

Apetit määrittä strategiatyössään seuraavat neljä painopistealuetta vuosille 2023-2025:

1. Yhdessä enemmän

Panostamme viljelijäyhteistyöhön ja kotimaiseen alkutuotantoon liiketoiminnan kulmakivenä. Vahvistamme liiketoimintojen synergioita ja yhteisiä prosesseja. Ylläpidämme jatkuvan parantamisen kulttuuria. Huolehdimme kilpailueduistamme: motivoituneista ja osaavista työntekijöistä, vahvasta brändistä sekä erottavista tekijöistä.

2. Monipuolisesti kasvipohjaisia tuotteita

Kehitämme ruoan lisäarvotuotteita ja nostamme kasviöljyn jalostusastetta. Lisäämme ruoan vientiä ja vahvistamme asemaamme Ruotsissa. Kasvatamme strategisesti merkittävien kasvien volyymia ja viljelypinta-alaa. Teemme strategian mukaisia investointeja orgaanisen kasvun vauhdittamiseksi. Olemme avoimia yritysostoille epäorgaanisen kasvun mahdollistamiseksi.

3. Lisää kotimaisia kasviproteiineja

Jatkamme rypsi-ingredientti BlackGrainin kaupallistamista kohti teollista mittakaavaa.

Edistämme kotimaisten palkokasvien viljelyä. Tutkimme mahdollisuuksia kotimaisen herneproteiinin tuottamiseksi. Hyödynnämme kotimaisia kasviproteiineja monipuolisesti omassa tuotannossamme.

4. Vastuullinen arvoketju

Edistämme kestäväää alkutuotantoa ja kestäviä ruokavalintoja. Pienennämme ilmasto- ja ympäristövaikutuksiamme. Huolehdimme läpinäkyvistä ja kestävästä hankintaprosesseista. Varmistamme sosiaalisen vastuun toteutumisen läpi arvoketjun.

Terveeltä pohjalta kasvua hakemaan

Vuosina 2017-22 Apetit-konsernin strategista muutosta on väreittänyt luopuminen heikosti kannattavista liiketoiminnoista. Näkemyksemme mukaan Apetit-konsernin nykyinen koostumus on kannattavuus- ja pääomantuottoprofililtaan kohtuullisen hyvä. Liiketoiminnan terve rakenne mahdollistaa, että yhtiö voi keskittyä rakennemuutosten sijaan kasvun tavoitteluun ja toiminnan kehittämiseen.

Kasvun tavoittelun kannalta tärkeimpiä strategisia teemoja ovat mielestämme myyntivolyymien kasvattaminen (mm. viennin avulla) ja korkeamman lisäarvon tuotteiden suhteellisen osuuden kasvattaminen (pakastepizzat, brändätyt kasviöljyt, kasviproteiinit). Elintarvikemarkkina muuttuu hitaasti ja kasvu on maltillista, mutta jalostusasteen nousu on yksi selkeimpiä kasvun ajureita markkinassa, mistä todisteena mm. valmisruokien merkittävä volyymikasvu vuosien 2020-23 aikana (keskimäärin 6 %/v). Ihmiset

kaipaavat entistä helpompia, valmiimpia mutta myös kiinnostavampia uusia ruokaratkaisuja. Kasviproteiinien kasvunäkymä saa tukea ruoantuotantoon liittyvistä suurista ympäristöhaasteista, jotka myöskin vaikuttavat ihmisten kulutustottumuksiin. Kasviproteiinien kysynnän kasvu on kuitenkin kehittynyt epätasaisesti ja merkittävien investointien tekeminen toistaiseksi melko pieneen segmenttiin voisi osoittautua kannattamattomaksi ainakin lyhyellä aikavälillä.

Apetit avoin yritysostoille

Apetitin linjaus yritysjärjestelyiden osalta muuttui hieman 2023-25 strategiaan edelliseen strategiaan verrattuna. Aiemmin yhtiö kertoi olevansa avoin toimialajärjestelyille, mutta uudessa strategiassa linjaus on spesifimpi: Apetit on avoin yritysostoille epäorgaanisen kasvun mahdollistamiseksi. Näemme tämän linjauksen viestivän osaltaan selkeämmästä kasvuhaluudesta suhteessa aiempien vuosien supistamis- ja tehostamislinjaan. Yhtiön tase on hyvässä kunnossa (2023 lopun nettokassa 5,9 MEUR). Arvioimme yhtiöllä olevan varaa yritysostoihin noin 20 MEUR:n verran. Yritysostoja voitaisiin harkita arviomme mukaan esimerkiksi kasviproteiinien saralla, sillä kasvavalta toimialalta löytyy useita pieniä ja taloudellisilta resursseiltaan heikkoja yhtiöitä. Suhtaudumme kuitenkin varauksella Apetitin kykyyn luoda arvoa yritysostojen avulla, sillä elintarvikealalla kilpailu on kovaa ja sijoitetun pääoman tuotot heikkoja. Toimialalla toteutetuilla yritysostoilla on viime vuosina usein tuhattu arvoa arvonluonnin sijaan (viitaten muihin yhtiöihin kuin Apetitiin).

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yksi vaihtoehto yritysjärjestelyissä olisi myös, että Apetit myisi 20 %:n osuuden Sucros Oy:ssä, mutta yhtiön strategia ei anna viitteitä tämän toteutumisesta. Pitäisimme Sucroksen myyntiä osakkeen sijoitustarinaa selkeyttävänä ja pääoman käyttöä tehostavana toimenpiteenä, mikäli myynti toteutuisi kauppahinnalla, joka olisi lähellä omistuksen tasearvoa. Sucroksen tehtaan sijainti Apetitin Säkyllän tehtaan yhteydessä sekä yhteiset energiaratkaisut ovat merkittävä side yhtiöiden välillä.

Taloudelliset tavoitteet

Apetit asetti strategiakaudelle 2023-2025 taloudelliset tavoitteet, jotka ovat:

- **Liikevoitto (EBIT) yli 9 MEUR vuonna 2025**
- **Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 8 %.**

Lähtökohhta uusien taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi oli haastava, sillä vuonna 2022 Apetitin jatkuvien toimintojen liikevoitto oli 3,5 MEUR, eli alle puolet tavoitellusta tasosta. Vuoden 2023 liikevoitto nousi kuitenkin jo peräti 7,5 MEUR:oon, mihin vaikutti paitsi toipuminen vuoden 2022 inflaatiohaasteista, myöskin öljykasvien puristusmarginaalien suotuista kehitys markkinoilla. Arvioimme, että tuloksen parantaminen vuoden 2023 tasolta on vaikeaa ja edellyttäisi huomattavaa kasvua korkeamman lisäarvon tuotekategorioissa. Vuosien 2020-22 strategiakaudella Apetit jäi selvästi asettamistaan taloudellisista tavoitteista ja pidämme myös nykyisen strategiakauden tavoitteita haastavina, vaikka kehitys onkin ollut viime vuosina

positiivissävytteistä.

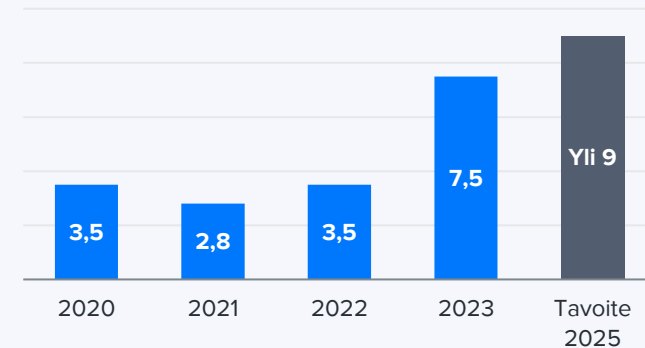
Meidän ennusteissamme Apetitin vuoden 2025 liikevoitto on 6,7 MEUR ja ROCE 6,1 %. Arvioimme Öljykasvituotteiden tuloksen laskevan markkinan normalisoitumisen myötä. Samalla arvioimme Ruokaratkaisujen tuloksen parantuvan, sillä Apetit panostaa kasvuun ja tuotevalikoima asemoituu melko hyvin suhteessa megatrendeihin, kuten kasvipohjaisen ruoan ja valmisruokien kulutuksen kasvuun. Myös Öljykasvituotteissa saataneen positiivista orgaanista kehitystä investoinneilla kasviöljyjen kuluttajamyynnin kasvattamiseen. Samalla pääomaa sitoutuu, mikä rajoittaa ROCE:n kehitystä.

Osinkopolitiikka

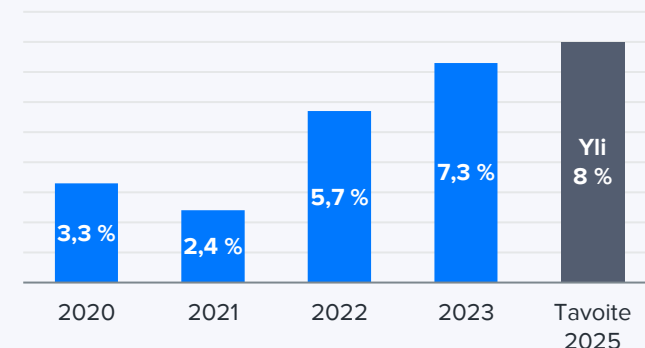
Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkopolitiikan mukaisesti yhtiön on tarkoitus jakaa omistajilleen vuosittain vähintään 40-60 % tilikauden voitosta. Tilikausilta 2014-2021 yhtiö jakoi osinkoa yli 100 %:n osingonjakosuhteella. Tulostason parannuttua vuoden 2023 osingonjakosuhte oli enää 48 %. Nykyisellä terveellä tuloksentekokyvyllä yhtiö pystyy nähdäksemme ylläpitämään nykyistä osinkoa kestävästi ja todennäköisesti hieman kasvattamaankin osingonmaksua tulevina vuosina niin halutessaan.

Lähtökohdat Apetitin taloudellisille tavoitteille

Liikevoitto (MEUR)



ROCE¹



1) ROCE (return on capital employed) kuvastaa liikevoittoa suhteessa sijoitettuun pääomaan. Tunnusluku ei sisällä osakkuusyhtiö Sucroksen tulososuutta.

Taloudellinen kehitys ja asema 1/2

Markkinan hintatasolla suuri merkitys liikevaihdon kehitykseen

Apetitin liikevaihto vuonna 2023 oli 176 MEUR. Liikevaihto on ollut pääosin laskusuunnassa viimeisten kymmenen vuoden aikana johtuen luopumisesta kannattamattomista liiketoiminnoista. Toisaalta jatkuvien liiketoimintojen osalta liikevaihdon kehitys on ollut pääosin positiivista. Ruokaratkaisujen liikevaihto on kasvanut keskimäärin 6 % vuosien 2019-23 välillä, josta tosin merkittävä osa vuosien 2022-23 inflaation ja hinnankorotusten seurauksena. Kuitenkin myös volyymit ovat kasvaneet maltillisesti. Öljykasvituotteissa puristusvolyymit ovat vuodesta toiseen kapasiteetin maksimitasolla, joten liikevaihdon kehitys riippuu hintatason muutoksista. Markkinan hintataso kävi huipussaan vuonna 2022 ja on sittemmin laskenut. Liikevaihdon kehitys voi olla etenkin Öljykasvituotteissa hieman hämäävä mittari ja Apetit keskittyykin ohjeistuksessaan sekä taloudellisissa tavoitteissaan liiketulokseen liikevaihdon sijaan.

Yritysjärjestelyt vahvistaneet kannattavuutta

Apetit teki vuosien 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa tulosta. Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto kävi huipussaan vuonna 2013, jolloin se oli 12,2 MEUR (3,1 % liikevaihdesta). Apetitin tuloskunto heikentyi tämän jälkeen nopeasti ja kääntyi negatiiviseksi tai nollan tuntumaan vuosien 2014-19 ajaksi, mikä johtui mm. elintarvikesektorin haastavasta markkinatilanteesta, ajoittain matalista raaka-aineiden markkinahinnoista ja heikoista satovuosista viljakaupassa. Yhtiö myös suoritti

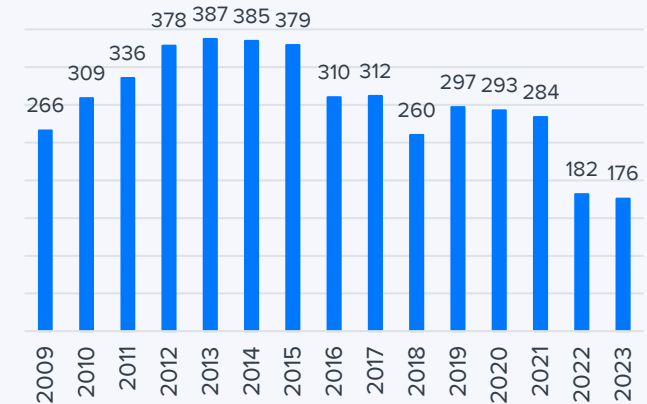
alaskirjauksia, operatiivisia muutoksia ja divestointeja heikosti kannattaviin liiketoimintasegmentteihin, mistä on toistuvasti aiheutunut kertaluonteisia kuluja. Erityisesti Viljakauppa oli yhtiölle haasteellinen segmentti ennen sen divestointia.

Ruokaratkaisujen uudelleenjärjestelyt ja tehostamistoimet saatiin valmiiksi vuoden 2020 aikana, jolloin kannattavuus kääntyi selvästi parempaan suuntaan myös muiden segmenttien parantaessa kannattavuuttaan. Ailahtelevasta tulostasosta kärsinyt Viljakauppa divestoiitiin vuoden 2022 alkupuolella. Vuoden 2022 tulostaso kärsi voimakkaasta kustannusinflaatiosta, joka painoi kannattavuutta molemmissa segmenteissä, erityisesti Öljykasvituotteissa. Hinnankorotukset ja kustannuskehityksen vakautuminen palauttivat kannattavuutta asteittain vuoden 2022 loppua kohden. Vuoden 2023 kannattavuus oli jo Ruokaratkaisujen osalta melko normaalilla tasolla ja Öljykasvituotteissa jopa selvästi pitkän aikavälin tasoa korkeampi suotuisan markkinatilanteen tukemana.

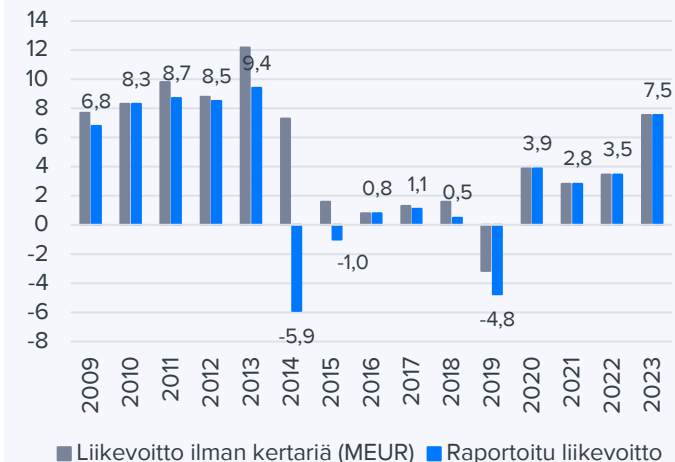
Vahvaa tasetta kevennetty tuhdeilla osingoilla

Apetit on maksanut tulostason yllättävää osinkoa heikon tulosjaksonsa aikana vuosina 2014-2021. Vuosina 2016-22 yhtiö jakoi osinkoja yhteensä 23 MEUR, mikä on suuri summa ottaen huomioon, että yhtiön tulos on kyseisenä ajanjaksona ollut yhteensä vain 9 MEUR. Mielestämme yliliikvidin taseen jakaminen osinkoina omistajille on osakkeenomistajien edun mukaista toimintaa. Vuoden 2023 ehdotettu osinko on vahvistuneen tuloksen ansiosta vain 48 % nettotuloksesta eli yhtiön osinkopolitiikan (40-60 %) mukainen.

Liikevaihdon kehitys



Liikevoiton kehitys



Taloudellinen kehitys ja asema 2/2

Investoinnit merkittävä osa käyttökatteesta

Apetitin elintarviketuotantoon perustuva liiketoimintamalli on melko pääomavaltainen. Yhtiön kolme tehdasta (Säkylän pakastetehtas, Pudasjärven pizzatehtas ja Kirkkonummen öljynpuristamo) vaativat vuosittaisia ylläpito- ja korvausinvestointeja, mikä pitää investointitason korkealla liiketoiminnasta saatuun tulokseen nähden. Apetitin poistotaso on viimeisten 3 vuoden aikana ollut noin 6 MEUR/v, mikä on vastannut keskimäärin karkeasti puolta yhtiön käyttökatteesta (2020-23: 9,1-13,2 MEUR). Siten sijoittajan tuleekin tarkastella mieluummin Apetitin liikevoittoa, kuin käyttökattetta, saadakseen hyvän käsityksen yhtiön kyvystä tuottaa rahavirtaa pitkällä aikavälillä. Myös Sucroksen tulos tulee ottaa huomioon, sillä Sucroksen tulososuus vastasi vuosina 2022-23 14-41 % Apetit-konsernin nettotuloksesta.

Investoinnit ovat olleet viime vuosina keskimäärin poistotasoa korkeammat. Tämä on johtunut kasvuinvestoinneista kuten pyörykkälinjaston uudistuksesta vuonna 2019 ja pizzatehtaan uudistamisesta. Lisäksi tehokkuutta ja ympäristöystävällisyyttä on vahvistettu merkittäväillä energiainvestoinneilla.

Vahva tase tuo liikkumavaraa pääoman käyttöön

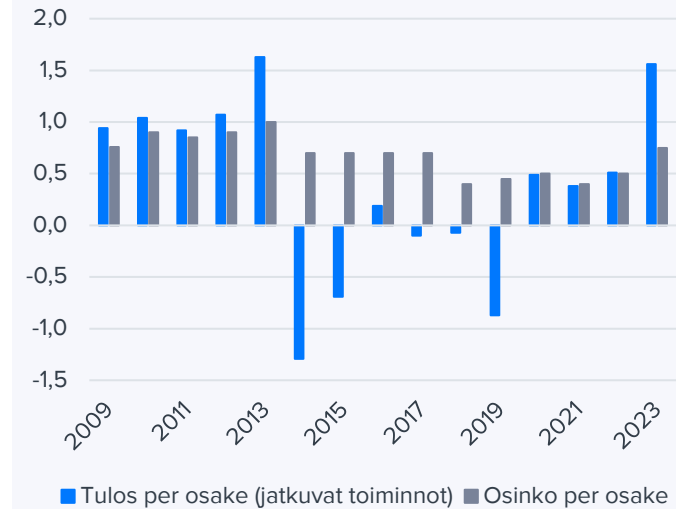
Apetitin taseessa oli vuoden 2023 lopussa 6 MEUR:n nettokassavarat. Tase vahvistui erityisesti runsaasti käyttöpääomaa sitoneen viljakaupan divestoinnin myötä vuoden 2022 aikana, sillä vuoden 2021 lopussa yhtiön tase oli vielä 25 MEUR nettovelan puolella.

Vahva tase mahdollistaa Apetitille korkean osingonmaksun ylläpitämisen, vaikka tulos jäisi jonain vuonna heikommaksi. Lisäksi vahva tase tarjoaa mahdollisuuksia investointien ja yritysostojen saralla.

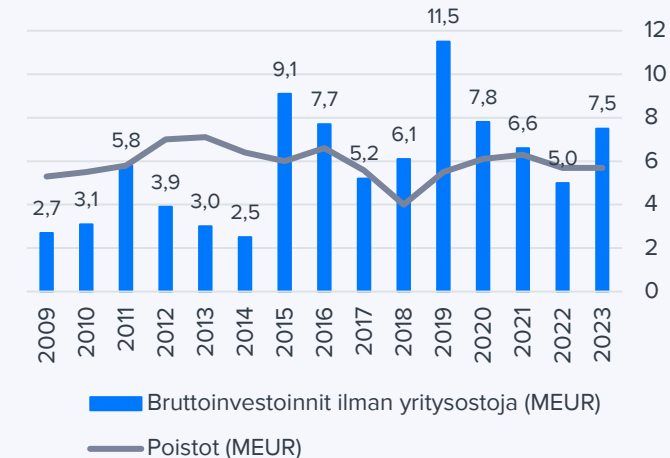
Omavaraisuus korkealla tasolla

Apetitin taseessa on runsaasti omaa pääomaa, jopa 16,6 euroa per osake (2023). Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2023 lopussa erittäin korkea 79 %. Yhtiön oma pääoma on laskenut pitkällä aikavälillä heikon tuloksen ja korkean osingonmaksun myötä, mutta viime vuosina tulostason elpyminen on kääntänyt oman pääoman kehityksen jälleen nousujohteiseksi.

EPS ja osinko



Poistot ja investoinnit



Ennusteet 1/3

Tulosohjeistus vuodelle 2024

Apetit antoi 15.2.2024 ohjeistuksen vuoden 2024 osalta, jonka mukaan konsernin liikevoiton arvioidaan olevan vuoden 2023 tasolla (7,5 miljoonaa euroa). Liikevoiton arvioidaan edelleen paranevan Ruokaratkaisuisissa. Öljykasvituotteissa liikevoiton odotetaan heikkenevän markkinahintojen näkymien vuoksi. Meidän ennusteemme olettavat Öljykasvituotteiden tuloksen heikentyvän enemmän kuin Ruokaratkaisujen tulos kasvaa, minkä vuoksi arvioimme vuoden 2024 liiketuloksen jäävän 6,5 MEUR:oon.

Ruokaratkaisujen tulosnäkymä nousujohteinen

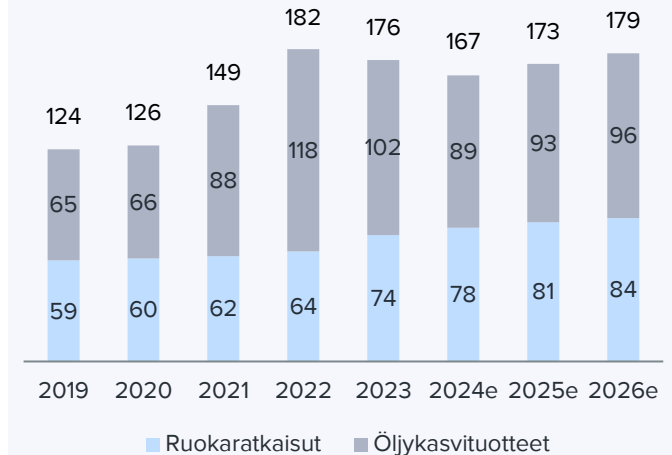
Ruokaratkaisut on Apetitin kahdesta liiketoimintasegmentistä kannattavampi, minkä ansiosta segmentti tuo valtaosan konsernin liikevoitosta. Ruokaratkaisujen kannattavuustasoa on onnistuttu parantamaan aiempien vuosien rakennejärjestelyillä, mutta tulos kärsi vuonna 2022 voimakkaasta kustannusinflaatiosta. Kannattavuutta onnistuttiin parantamaan jälleen 2023 mm. hinnankorotusten myötä. Vuoden 2023 kannattavuustaso ei kuitenkaan ollut vielä optimaalinen, vaan etenkin alkuvuodesta kärsittiin kustannusten nousun ja myyntihintojen epäsuhdasta. Tästä syystä odotamme tuloksessa pientä tasokorjausta vuodelle 2024. Lisäksi arvioimme tuloskasvun jatkuvan tulevina vuosina maltillisen volyymikasvun vetämänä. Volyymejä tukee mm. viennin lisääntyminen, uudistuneet pakastepizzat sekä mahdollisesti laajentuva kasvipohjaisten tuotteiden valikoima. Uskomme volyymikasvun painottuvan korkeamman

jalostusarvon tuotteisiin, mikä myös tukee katetason kehitystä. Liikevaihdon kasvuennusteemme vuosille 2024-25 on 6 % ja 4 %. Liikevoittomarginaalin ennustamme parantuvan 8,8 %:iin (2023: 7,9 %).

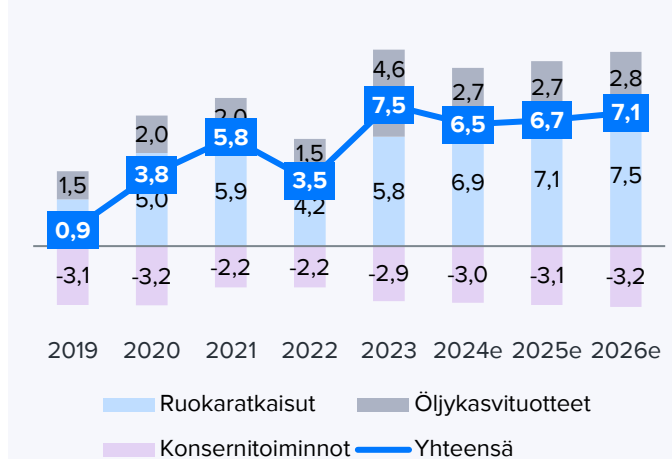
Öljykasvituotteiden tulos voi laskea korkealta tasolta

Öljykasvituotteiden tulos nousi vuoden 2023 aikana korkeaksi 4,6 MEUR:oon, mikä liittyy osaltaan suotuisiin puristusmarginaaleihin globaaleilla markkinoilla. Arvioimme markkinan normalisoituvan asteittain, minkä tulisi laskea Öljykasvituotteiden tulostasoa takaisin lähemmäs pidemmän aikavälin tasoa. Ennustamme liikevoiton laskevan 2024 2,7 MEUR:oon, mikä on kuitenkin vuosien 2019-22 tasoa korkeampi (1,5-2,0 MEUR). Arvioimme tämän kestäväksi kannattavuustasoksi pitkällä aikavälillä, sillä Apetit on myös tehnyt operatiivisia parannustoimia Öljykasviliiketoimintaan, mikä voisi tukea tulostasoa suhteessa historiallisiin lukuihin. Pitkällä aikavälillä Öljykasvituotteissa voidaan pyrkiä kasvattamaan tulostasoa tuotannon jalostusarvon kohottamisella, kuten kuluttajille suunnattujen kotimaisten kasviöljyjen myynnin kasvattamisella. Tähän myöskin pyritään vuoden 2024 investoinnilla pullotuslinjaan. Lyhyellä aikavälillä investoinnin liiketulosvaikutus voi kuitenkin olla jopa negatiivinen poistojen kohoamisen myötä. Arvioimme liikevaihdon laskevan vielä vuoden 2024 aikana hintojen laskun myötä, mutta vuodesta 2025 alkaen ennustamme volyymivetoista 4 %:n vuotuista kasvua liikevaihdossa.

Liikevaihdon kehitys¹



Liikevoiton kehitys¹



1) Graafi esittää liikevaihdon ja liikevoiton vain jatkuvien liiketoimintojen osalta – Viljakaupan luvut on irroitettu pois.

Lähde: Inderesin arvio

Ennusteet 2/3

Konsernihallinnon operatiiviset kulut

Konsernitoimintoihin allokoituiden kulut kasvoivat kertaluontoisesti 2023 Viljakaupan divestoinnin myötä 2,9 MEUR:oon. Oletamme ennusteissa kulujen vakautuvan, niin että kehitys vastaa pitkällä aikavälillä liikevaihdon kehitystä.

Sucroksen tulos merkittävä ajuri nettotulokselle

Osakkuusyhtiö Sucroksen (Apetitin omistusosuus 20 %) tulososuus Apetitille nousi vuoden 2023 aikana erittäin merkittäväksi 4,0 MEUR:oon (41 % nettotuloksesta). Arvioimme tuloksen palaavan asteittain lähemmäs pitkän aikavälin tasoaan tulevina vuosina. Ennustamme Sucroksen tulososuuden olevan 1,6 MEUR vuonna 2024 ja 1,0 MEUR vuonna 2025. Tulososuus oli vuosina 2019-22 välillä 0,1-0,5 MEUR, mutta on toki mahdollista että sokerinjalostusmarkkinan tulostaso olisi vahvistunut rakenteellisestikin mm. ylikapasiteetin purkautumisen seurauksena. Vuoden 2023 tulostaso ei kuitenkaan vaikuta kestävältä ja myös yhtiön omat kommentit viittaisivat poikkeuksellisen suotuisiin olosuhteisiin. Sucros jakaa tuloksensa vuosittain osinkona kokonaisuudessaan.

Rahoituskulut ja verot

Arvioimme Apetit-konsernin vuotuisiksi nettorahoituskuluiksi 0,2-0,3 MEUR vuosina 2024-26. Rahoituskulutaso on matala, sillä yhtiön taseasema on vahva ja nettovelka negatiivinen. Vaikka korolliset velat ovat enää määrältään vähäisiä, voi rahoituskustannuksia syntyä korkokulujen lisäksi myös esimerkiksi valuuttasuojauksista. Ennusteemme on melko varovainen, sillä nettokassa mahdollistaa Apetitille myös rahoitustuottoja, jolloin positiivisessa skenaariossa rahoitustuotot voisivat jopa ylittää

rahoituskulut.

Arvioimme Apetit-konsernin efektiiviseksi veroasteeksi 20 % pitkällä aikavälillä. Viime vuosina veroaste on jäänyt keskimäärin jopa hieman tätä alhaisemmaksi (2019-22: ~18 %).

Osakekohtainen tulos laskee 2024

Vaikka arvioimmekin vuoden 2024 osakekohtaisen tuloksen laskevan 1,02 euroon (2023: 1,54e), on ennustettu taso vähintään kaksinkertainen vuosien 2019-22 tasoon nähden. Öljykasvituotteiden ja Sucroksen markkinan normalisoituminen selittää ennustetun tuloslaskun. Vuoden 2025 tuloslasku johtuu Sucroksen tuloksen ennustetusta laskusta.

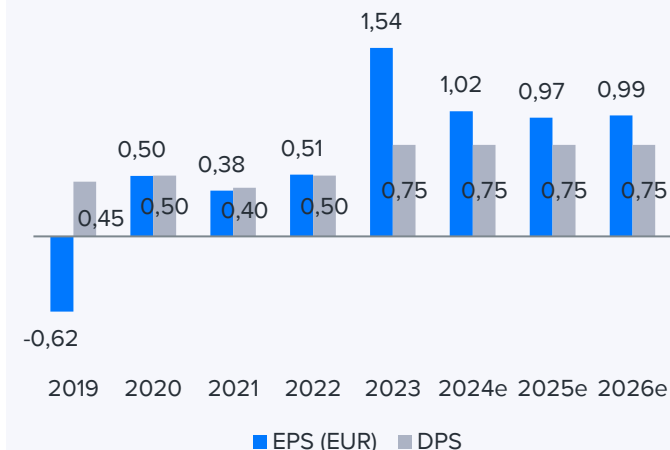
Merkittävä osa rahavirrasta kuluu investointeihin

Arvioimme vuoden 2024 liiketoiminnan rahavirraksi 11,1 MEUR. Investointeiksi arvioimme 9,4 MEUR (hieman yli poistotason), mihin vaikuttaa ennusteissamme mm. investointi Öljykasvituotteiden pullotuslinjaan. Seuraavina vuosina kassavirtaprofiili paranee ennusteissamme investointien laskiessa lähemmäs poistotasoa ja tuloksen parantuessa Ruokaratkaisujen vetämänä.

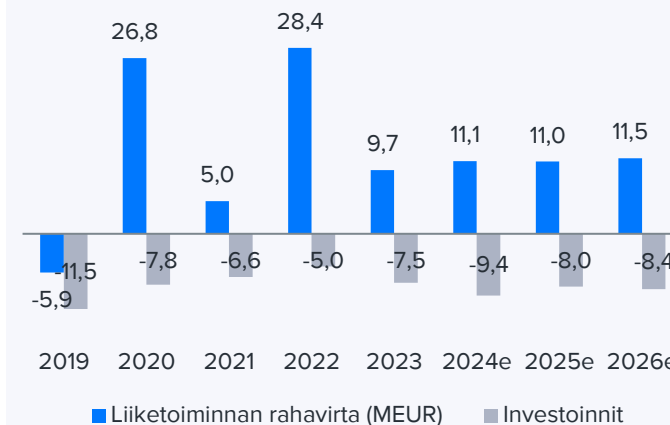
Tase pysyy vakaana

Arvioimme Apetit:n nettokassan vahvistuvan 2024 aikana noin 7 MEUR:oon (2023: 6 MEUR) mm. Sucroksen korkean osingon tukemana. Arvioimme nettokassan pysyvän pitkällä aikavälillä melko vakaana, sillä korkea osingonmaksu ja merkittävät vuotuiset investoinnit kattavat lähes kaiken sisäisen operatiivisen rahavirran. Osingonmaksun kestävä kasvattaminen edellyttäisi ennusteitamme parempaa tuloskehitystä pitkällä aikavälillä.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit



Ennusteet 3/3: Ennustemuutokset

Nostimme hieman 2025-26 tulosennusteita

- Nostimme konsernitason liikevoittoennustetta 6 % vuosien 2025-26 osalta.
- Otimme positiivisemmän näkökannan Öljykasvituotteet-segmentin pitkän aikavälin tulostasoon. Oletamme nyt vuoden 2024 kannattavuustason olevan pitkän aikavälin normaalitaso. Aikaisemmin ennustimme kannattavuuden jatkavan laskua vielä vuoden 2025 aikana.
- Apetit on tehnyt kannattavuutta parantavia operatiivisia muutoksia Öljykasvituotteet-segmentissä liittyen mm. raaka-aineen hankintaan. Arvioimme näiden muutosten vahvistavan kestäväää tulostasoa historiallisiin tasoihin nähden.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e Vanha	2024e Uusi	Muutos %	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	167	167	0 %	173	173	0 %	179	179	0 %
Käyttökate	12,5	12,5	0 %	12,8	13,2	3 %	13,4	13,8	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,5	6,5	0 %	6,4	6,7	6 %	6,7	7,1	6 %
Liikevoitto	6,5	6,5	0 %	6,4	6,7	6 %	6,7	7,1	6 %
Tulos ennen veroja	7,9	7,9	0 %	7,1	7,4	5 %	7,2	7,6	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,02	1,02	0 %	0,93	0,97	5 %	0,94	0,99	5 %
Osakekohtainen osinko	0,75	0,75	0 %	0,75	0,75	0 %	0,75	0,75	0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	182	48,2	45,0	39,7	42,6	176	43,5	40,9	39,7	43,0	167	173	179	184
Ruokaratkaisut	64,2	19,6	16,6	17,6	19,9	73,7	21,1	17,8	18,7	20,5	78,1	81,2	83,6	86,1
Öljykasvituotteet	118	28,7	28,5	22,2	23,0	102	22,4	23,1	21,1	22,5	89,1	92,6	96,3	98,2
Eliminoinnit	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Käyttökate	9,4	3,4	2,0	4,0	3,8	13,2	3,3	1,6	4,0	3,7	12,5	13,2	13,8	14,3
Poistot ja arvonalennukset	-5,9	-1,4	-1,4	-1,3	-1,6	-5,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-6,0	-6,5	-6,7	-6,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	2,0	0,7	2,7	2,2	7,5	1,8	0,1	2,5	2,0	6,5	6,7	7,1	7,4
Liikevoitto	3,5	2,0	0,7	2,7	2,2	7,5	1,8	0,1	2,5	2,0	6,5	6,7	7,1	7,4
Ruokaratkaisut	4,2	1,6	-0,1	2,3	2,0	5,8	1,9	0,0	2,6	2,3	6,9	7,1	7,5	7,8
Öljykasvituotteet	1,5	1,3	1,4	1,1	0,8	4,6	0,8	0,7	0,6	0,6	2,7	2,7	2,8	2,9
Konsernitoiminnot	-2,3	-0,9	-0,6	-0,7	-0,6	-2,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,5	0,4	0,5	1,4	1,7	4,0	0,3	0,3	0,3	0,7	1,6	1,0	0,8	0,8
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	3,7	2,3	1,0	4,1	3,9	11,2	2,1	0,4	2,8	2,7	7,9	7,4	7,6	7,9
Verot	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,4	-1,5	-0,4	-0,1	-0,5	-0,5	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4
Nettotulos	3,2	2,0	0,8	3,5	3,5	9,8	1,7	0,3	2,3	2,2	6,5	6,1	6,3	6,5
EPS (oikaistu)	0,51	0,31	0,13	0,56	0,55	1,54	0,27	0,05	0,36	0,35	1,02	0,97	0,99	1,02
EPS (raportoitu)	0,51	0,31	0,13	0,56	0,55	1,54	0,27	0,05	0,36	0,35	1,02	0,97	0,99	1,02
Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-36,0 %	13,1 %	-4,9 %	-12,2 %	-8,6 %	-3,4 %	-9,8 %	-9,2 %	0,1 %	1,1 %	-4,8 %	3,7 %	3,5 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	22 %	-804 %	-164 %	54 %	-27 %	118 %	-7 %	-82 %	-8 %	-7 %	-14 %	4 %	6 %	4 %
Käyttökate-%	5,2 %	7,1 %	4,5 %	10,1 %	8,9 %	7,5 %	7,6 %	3,9 %	10,0 %	8,5 %	7,5 %	7,6 %	7,7 %	7,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	1,9 %	4,1 %	1,5 %	6,8 %	5,1 %	4,3 %	4,2 %	0,3 %	6,3 %	4,7 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %
Nettotulos-%	1,8 %	4,1 %	1,8 %	8,8 %	8,2 %	5,6 %	3,9 %	0,7 %	5,7 %	5,1 %	3,9 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	64,9	74,9	76,4	77,4	78,9
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	1,2	2,9	1,3	1,4	1,4
Käyttöomaisuus	39,7	46,8	51,8	53,3	55,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	20,1	22,8	20,4	19,8	19,6
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Laskennalliset verosaamiset	3,2	1,5	2,0	2,0	2,0
Vaihtuvat vastaavat	52,4	56,2	52,5	52,7	54,5
Vaihto-omaisuus	30,1	34,8	32,4	33,6	34,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,5	7,4	8,4	8,7	9,0
Likvidit varat	14,8	14,0	11,7	10,4	10,8
Taseen loppusumma	117	131	129	130	133

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	96,0	103	105	107	108
Osakepääoma	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kertyneet voittovarot	54,0	61,5	63,2	64,6	66,2
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	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,5	6,7	2,1	1,9	2,2
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	1,2	6,5	1,9	1,7	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lyhytaikaiset velat	19,8	20,9	21,5	21,6	23,1
Korolliset velat	0,9	1,6	3,2	2,5	3,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	18,9	19,3	18,4	19,1	19,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	117	131	129	130	133

Osakkeen arvostus 1/3

Arvonmäärityksen yhteenveto: Defensiivistä, mutta matalakatteista liiketoimintaa

Apetit on sijoitusprofiiltaan defensiivinen osake, jonka liiketoiminta ei ole erityisen riippuvaista talouden suhdanteista, mutta toisaalta kasvunäkymät ovat myös varsin maltilliset. Yhtiö toimii vakiintuneella ja kilpaillulla markkinalla, jolla korkeiden tuottojen saaminen on haastavaa. Jalostajana yhtiö on riippuvainen kotimaisen maatalouden satokehityksestä, mikä voi ajoittain heiluttaa tulosta. Yhtiö on viime vuosien uudelleenjärjestelyiden avulla saatu kannattavaksi ja strategiassa tullaan jatkossa keskittymään aiempaa enemmän kasvuun. Yhtiön tuotteiden loppukysynnän kasvu on melko maltillista, mikä rajoittaa Apetitin pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiä. Uusilla korkeamman lisäarvon tuotteilla voidaan kuitenkin saavuttaa asteittaista tuloskasvua.

Osakkuusyhtiö Sucros huomioitava arvostuksessa

Apetitin arvostustason tarkastelua monimutkaistaa yhtiön 20 %:n omistusosuus sokeriyhtiö Sucroksesta. Apetitn Sucros-omistusosuuden arvo ja tulosvaikutus ovat merkittävät, joten osakkeen arvonmäärityksen tekeminen vaatii mielestämme myös mielipidettä Sucroksen käyvästä arvosta. Yritysarvopohjaisia tunnuslukuja katsottaessa Sucroksen käypä arvo tulee vähentää Apetitn yritysarvosta (EV) tai muuten arvostuskertoimet näyttävät liian korkeilta. Myös DCF-menetelmää käytettäessä tulee huomioida Sucroksen arvo.

Ei nousuvaraa mikäli tulostaso normalisoituu

Mielestämme EV/EBIT-pohjainen osien summa – menetelmä on paras työkalu Apetitn arvostamiseen ja DCF-mallikin varsin toimiva. Osien summa - arvostusmenetelmässämme määritetään erikseen

arvot Apetitn molemmille liiketoimintasegmenteille sekä Sucroksen omistusosuudelle. Osien summalla katsottuna osakekohtainen arvo olisi 14,2 euroa per osake, mikä ylittää hieman nykyisen kurssitason. DCF-mallimme puolestaan antaa arvoksi 13,7 euroa.

Vuoden 2023 aikana tulostaso Öljykasvituotteissa kohosi arviomme mukaan poikkeuksellisen korkeaksi suotuisan markkinan tukemana. Arvioimmekin vuoden 2024 liikeluoksen laskevan edellisvuodesta markkinan normalisoitumisen myötä, jolloin Apetitn osakkeen arvostustaso olisi nykyisellä osakekurssilla lähellä neutraalia tasoa. Osaketta arvostetaan pörssissä EV/EBIT-kertoimella 10x, mikä on lähellä verrokkiryhmän mediaanitasoa. Tulostason kehitys voi kuitenkin ylittää odotuksemme, kuten Apetitkin ohjeistaa, ainakin lyhyellä aikavälillä.

Osien summa -arvostusmenetelmä

Olemme laatineet osien summa – arvostusmenetelmän, koska mielestämme se tarjoaa havainnollistavan työkalun eri elementtien arviointiin. Haluamme myös nostaa esiin oletuksemme Sucroksen käyvän arvon määrittämisen taustalla. Päädyimme osien summa –menetelmällä yhteensä 14,2 euron osakekohtaiseen arvoon, josta 10,3 euroa koostuu yhtiön operatiivisista liiketoiminnoista, 2,2 euroa osakkuusyhtiö Sucroksesta ja 1,8 euroa vuoden 2023 osingosta ja nettokassavaroista vuoden 2024 lopussa. Olemme käyneet läpi kutakin osa-aluetta koskevat oletukset laskelman taustalla:

Ruokaratkaisut on mielestämme Apetitn liiketoiminnoista potentiaalisin pitkällä aikavälillä. Segmentin kannattavuus on kohtuullinen ja oikeilla kaupallisilla valinnoilla tulosta pystytään pitkällä aikavälillä kasvattamaan esimerkiksi korkeamman lisäarvon tuotteiden osuutta kasvattamalla.

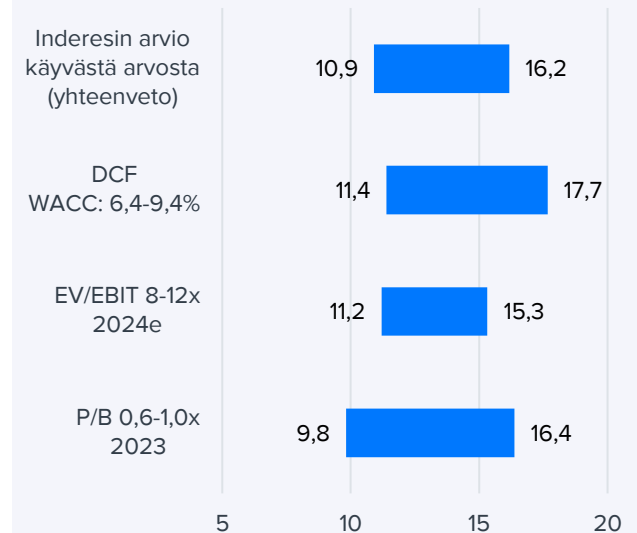
Apetitin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Ruokaratkaisut-segmentin hyvä kannattavuus
- Kohtuullisen vahva markkina-asema Suomessa Öljykasviliiketoiminnassa
- Kohtalainen osinkotuotto

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Ohuet marginaalit kärsivät herkästi toimintaympäristön muutoksista
- Heikot pitkän aikavälin kasvunäkymät
- Matala sijoitetun pääoman tuotto

Arvostusmenetelmien yhteenveto



Osakkeen arvostus 2/3

Liiketoiminta on kuitenkin pääomaintensiivistä ja tuotannon vaatimat investoinnit syövät merkittävän osan operatiivisesta kassavirrasta. Maltillisesta pääoman tuotosta johtuen arvioimme käyvän arvostustason olevan noin EV/EBIT 10x.

Öljykasvituotteet on segmenttinä suhteellisen vakaa, mutta näemme liiketoiminnan kasvupotentiaalin maltillisena. Uuteen jalostuskapasiteettiin investoiminen ei ole taloudellisesti mielekäästä, joten Öljykasvituotteiden strategiana on pyrkiä maksimoimaan nykyisen jalostamon tuotantomääriä ja toisaalta löytää nykyiselle tuotannolle korkeamman lisäarvon käyttökohteita. Liiketoiminnan haasteena ovat riippuvuus öljykasviraaka-aineiden hinnoista sekä rypsin ja rapsin heikentyneet istutusalat kotimaassa. Investointi pullotuskapasiteettiin voi avata väylää kasvulle paremman marginaalin tuoteryhmissä, mutta toistaiseksi näkyvyys investoinnin kannattavuudelle on matala. Arvioimme segmentin käyväksi arvostustasoksi EV/EBIT 10x. Black Grain from Yellow Fields hankkeen menestyminen parantaisi segmentin kasvuprofilia ja voisi mahdollistaa korkeamman arvostuksen, mutta hanke on toistaiseksi edennyt hitaasti.

Konsernitoimintojen kulut täytyy huomioida arvonnäilytyksessä laskennallisesti negatiivisena eränä.

Osakkuusyhtiö Sucros (Apetitilla 20 % omistus) on osien summa –laskelmassamme arvostettu noin 14 MEUR:oon, mikä vastaa P/B-kerrointa 0,6x. Perustelemme Sucroksen selvästi kirja-arvoa matalampaa käypää arvoa mm. Sucroksen historiallisesti heikolla tulostasolla sekä sillä, että Sucroksen kirja-arvo realisoituu Apetitin osakkeenomistajille varsin hitaasti. Arvioimamme

käypä arvo vastaa toteutuneella vuosien 2020-23 keskimääräisellä 1,3 MEUR:n vuotuisella tulososuudella P/E-kerrointa 11x ja vuoden 2024 ennustetulla melko suotuisan sokerimarkkinan tukemalla tuloksella P/E-kerrointa 9x. Sucroksen vahva tase purkautuu Apetitille hitaasti osingonmaksun kautta. Yhtiö maksaa koko tuloksensa ulos osinkoina.

DCF-arvonmääritys samoilla linjoilla

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonnäilytyksmalli (DCF) antaa lähes vastaavan käyvän arvon osakkeelle kuin osien summa. DCF-laskelmamme mukainen oman pääoman arvo on 87 MEUR eli 13,7 euroa per osake. DCF:n arvon realisoituminen edellyttää Apetitilta tasaisen vahvaa ja nousujohteista tulokuntoa. Mallissa käytettyihin ennusteisiin ei sisälly vastaavia negatiivisia tulosityllätyksiä, mitä yhtiöltä on nähty viimeisen vuosikymmenen aikana. Toisaalta olemme kuitenkin olettaneet mm. Öljykasvituotteiden tuloksen laskevan vuoden 2023 huipputasoilta. Lisäksi suhtaudumme Sucroksen arvostukseen konservatiivisesti, koska yhtiön varallisuus purkautuu varsin hitaasti Apetitin kassaan.

Olemme käyttäneet mallissa 8,2 % oman pääoman kustannusta ja 7,9 % keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme Apetitin liiketoiminnan riskitasoa yleisesti ottaen melko maltillisena, mutta defensiivisen elintarvikealan kontekstissa hieman keskimääräistä korkeampana. Yhtiön pieni koko ja historialliset kannattavuushaasteet kohottavat riskitasoa suhteessa toimialaan. DCF-arvonnäilytyks on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin muutoksille.

Osien summa

MEUR	EBIT 2024e	EV/EBIT- kerroin	Arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	6,9	10,0	68,5	10,8
Öljykasvituotteet	2,7	10,0	26,6	4,2
Konsernitoiminnot	-3,0	10,0	-30,2	-4,8
Liiketoiminnot yhteensä	6,5		64,9	10,3
Sucros (P/B 0,6x)			13,7	2,2
Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä			78,6	12,4
Nettokassavarat (2024e) ja osinko (2023)			11,3	1,8
Apetit osakkeen arvo			90,0	14,2

Osakkuusyhtiö Sucroksen arvonnäilytyks

MEUR	Käypä arvo osana Apetitilla	Täysi tasearvo
Omistussuuden arvo (MEUR)	13,7	22,8
Omistussuuden arvo per Apetitin osake (EUR)	2,2	3,6
P/B	0,6x	1,0x
P/E (2020-23)	11x	18x
P/E 2024e	9x	14x
Osinkotuotto 2023*	9,5 %	5,7 %

*Sucroksen maksama osinko vuonna 2023 oli 1,3 MEUR, joka maksettiin vuoden 2022 tuloksesta.

Osakkeen arvostus 3/3

Tulos pohjainen arvostus isossa kuvassa linjassa verrokkiryhmän kanssa

Nykyiset ennusteemme olettavat Apetitin tuloksen aluksi laskevan suhteessa poikkeuksellisenkin vahvaan vuoteen 2023, mutta pidemmällä aikavälillä ennustamme tuloksen parantuvan maltillisesti. Vuoden 2024 ennusteilla EV/EBIT olisi noin 10x ja P/E noin 13x. P/E-luku ylittää verrokkien tason (10-11x) ja Apetit P/E-lukua nostaa yhtiön vahva tase, joka on nettokassan puolella. EV/EBIT puolestaan on aavistuksen alle verrokkiyhtiöiden vuoden 2024 ennusteilla ja linjassa verrokkien kanssa vuoden 2025 ennusteilla.

Muun muassa kohonnut korkotasoa on laskenut koko verrokkiryhmän ja Helsingin pörssin arvostustasoa muutamaa aiempaan vuoteen verrattuna. Olemme aiemmin argumentoineet Apetitin heikon sijoitetun pääoman tuoton oikeuttavan osakkeelle verrokkeja hieman matalamman arvostustason (ROI 2020-22: ~3 %), mutta sijoitetun pääoman tuotto on vahvistunut (ROI 2024e: 7,3 %), jolloin alennuskertoimille suhteessa verrokeihin ei ole enää vastaavaa perustetta.

EV/EBITDA-arvostuskerroin on Apetit osalta matala (5x) ja alle verrokkiryhmän. Apetit korkeiden investointi- ja poistotasojen myötä käyttökate ei kuvaa lähellekkään yhtiöiden vapaata kassavirtaa ja siksi EV/EBITDA-lukuihin katsominen ei mielestämme ole arvonmäärityksen kannalta kovin hyödyllistä.

Tase pohjainen arvostus syystäkin matala

Tase pohjainen arvostus eli markkina-arvo suhteessa oman pääoman tasearvoon (P/B) on tällä hetkellä 0,8x. Pääoman tuotto jää ennusteissamme aavistuksen alle tuotto vaatimuksen, mikä puoltaa alle

1x P/B-lukua. Pääoman tuoton nostaminen kestävästi WACC-tasolle (~8 %) puoltaisi tase pohjaisen arvostuksen nousua. Tälle tasolle ei kuitenkaan ole yhtiön oman ROCE-kaavan mukaan ylletty vuoden 2008 jälkeen. Inderesin käyttämän kaavan (huomioi Sucroksen tuloksen) mukaan vuoden 2023 ROI oli jopa 11 %, mutta ennusteissamme luku painuu jälleen noin 7 %:n tasolle vuosina 2024-26.

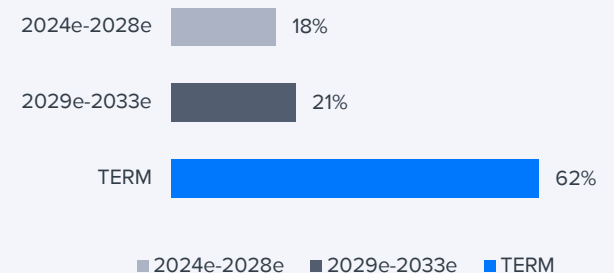
Osinkotuotto linjassa verrokkiryhmän kanssa

2010-luvulla Apetit jakoi enemmän osinkoa kuin se teki tulosta. Tuloksen parantuminen vuosina 2020-22 on parantanut näkymiä myös osinkokehityksen osalta. Vuodelta 2023 on ehdotettu osingonmaksuksi 0,75 euroa per osake, mikä vastaa nykykurssilla noin 5,5 %:n osinkotuottoa. Osinkotuotto on kohtuullisen hyvä ja arviomme mukaan myös sijoittajat arvostavat tasaista osinkoa. Emme näe osinkotuoton kuitenkaan tarjoavan nousuvaraa osakkeelle yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiilin huomioiden. Myös verrokkiryhmä maksaa noin 5 %:n vuotuista osinkoa.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	13,7	13,7	13,7
Osakemäärä, milj. kpl	6,32	6,32	6,32
Markkina-arvo	87	87	87
Yritysarvo (EV)	68	68	69
P/E (oik.)	13,4	14,1	13,8
P/E	13,4	14,1	13,8
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,4	5,2	5,0
EV/EBIT (oik.)	10,4	10,2	9,8
Osinko/tulos (%)	73,2 %	77,2 %	75,7 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Lähde: Inderes

DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili

1.

Kohtuullista kasvua investointien ja vientipanostusten tukemana

2.

Kannattavuus nousi korkeaksi 2023, pieni tasokorjaus alaspäin mahdollinen

3.

Ohuet myyntikatteet alttiita toimintaympäristön muutoksille

4.

Markkina on kilpailtu ja yhtiö riippuvainen satokausien onnistumisesta

5.

Vahva tase tukee investointi- ja osingonmaksukykyä

Potentiaali



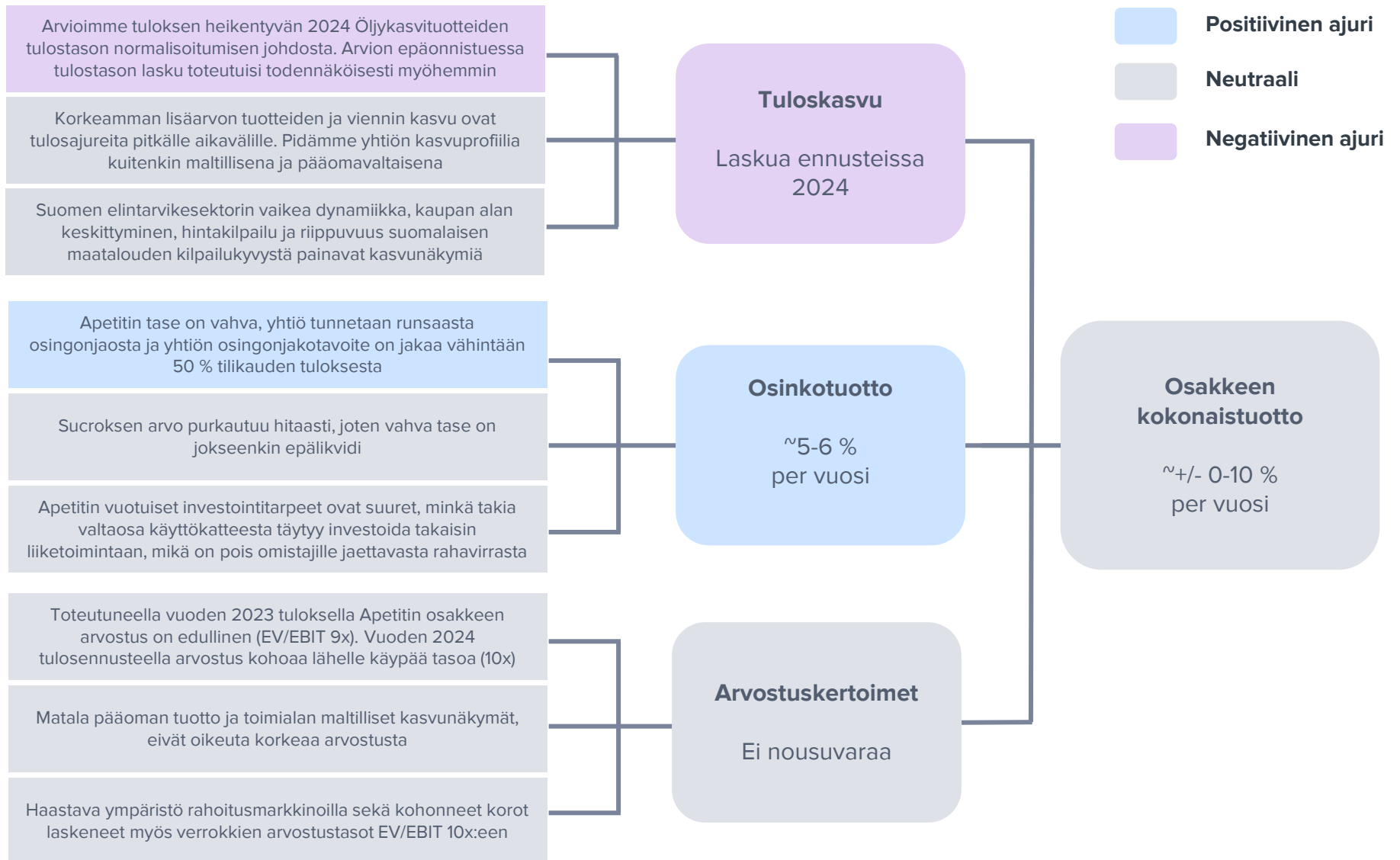
- Kannattavuus kehittynyt nousujohteisesti keskipitkällä aikavälillä
- Apetitilla vahva asema vähittäiskaupassa Suomen ainoana suurena pakastekasvien tuottajana ja kasviöljyjen puristajana
- Kasvispohjaisilla ruoilla ja valmisruoilla kohtuullisen hyvä kasvupotentiaali, myös vientimarkkinoilla
- Vahva tase mahdollistaa liiketoiminnan kehittämiseen tarvittavat investoinnit sekä korkean osingonmaksun lyhyellä aikavälillä

Riskit



- Kannattavuus heiluu ajoittain ohuista marginaaleista johtuen ja liiketoiminta on pääomaintensiivistä
- Kaupan alan keskittyminen ja kova hintakilpailu ovat haitallisia Apetitin kannattavuudelle
- Yhtiön kannattavuus on vahvasti riippuvainen raaka-aineiden hintakehityksestä ja satokausien onnistumisesta
- Näkyvyys Sucroksen tulostasoon on rajallinen ja osakkuusyhtiössä piilevän arvon vapautuminen voi olla hidasta

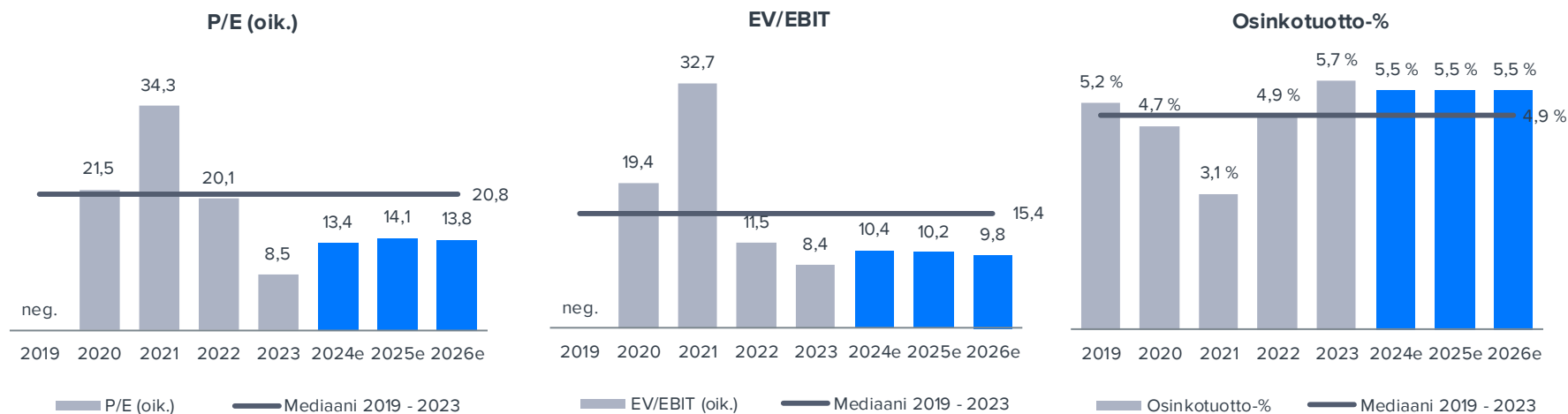
Osaketuoton ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,64	10,7	12,9	10,2	13,2	13,7	13,7	13,7	13,7
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21	6,32	6,32	6,32	6,32	6,32	6,32
Markkina-arvo	54	66	80	64	83	87	87	87	87
Yritysarvo (EV)	75	75	93	40	63	68	68	69	70
P/E (oik.)	neg.	21,5	34,3	20,1	8,5	13,4	14,1	13,8	13,4
P/E	neg.	21,5	34,3	20,1	8,5	13,4	14,1	13,8	13,4
P/B	0,6	0,7	0,9	0,7	0,80	0,82	0,8	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	88,6	7,5	10,2	4,2	4,8	5,4	5,2	5,0	4,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,4	32,7	11,5	8,4	10,4	10,2	9,8	9,5
Osinko/tulos (%)	neg.	100,6 %	106,6 %	98,7 %	48,6 %	73,2 %	77,2 %	75,7 %	73,4 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	4,7 %	3,1 %	4,9 %	5,7 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

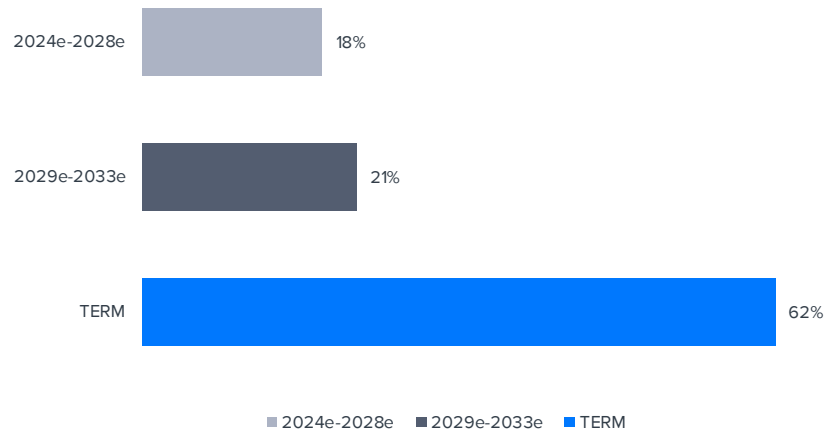
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Atria	270	567	11,6	9,6	5,0	4,6	0,3	0,3	10,4	7,8	6,7	7,3	0,7
Raisio	325	268	11,5	10,0	7,9	7,1	1,2	1,1	15,6	14,2	6,8	6,9	1,2
HKScan	68	399	18,1	17,4	7,0	6,9	0,3	0,3		9,8			
Fodelia	40	47	14,6	11,5	7,8	6,7	0,8	0,8	16,0	12,4	2,4	2,9	2,7
Nomad Foods	2962	4731	10,3	9,7	8,4	8,0	1,5	1,5	10,3	9,4	3,1	3,1	1,4
Savencia	724	1417	7,1	6,4	3,3	3,1	0,2	0,2	5,5	4,9	3,2	3,6	0,4
Agrana Beteiligungs	837	1573	8,5	8,6	5,2	5,4	0,4	0,4	9,5	9,7	6,7	6,7	0,7
Bonduelle	248	952	13,7	10,9	5,9	5,3	0,4	0,4	8,1	5,5	3,5	4,3	0,3
Austevoll Seafood	1479	3289	8,2	7,2	5,8	5,2	1,1	1,0	8,5	7,7	6,9	8,2	1,1
Origin Enterprises	334	607	8,0	7,3	5,8	5,4	0,3	0,3	6,8	5,9	5,2	5,5	0,7
Cranswick	2589	2758	13,2	12,5	9,3	8,9	0,9	0,9	17,7	16,8	2,1	2,2	2,4
Apetit (Inderes)	87	68	10,4	10,2	5,4	5,2	0,4	0,4	13,4	14,1	5,5	5,5	0,8
Keskiarvo			11,7	10,1	6,9	6,1	0,7	0,6	10,8	9,5	4,7	5,1	1,2
Mediaani			11,5	9,7	6,5	5,4	0,5	0,4	9,9	9,4	4,4	4,9	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-10 %	5 %	-16 %	-4 %	-19 %	-6 %	35 %	50 %	25 %	12 %	-10 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,4 %	-4,8 %	3,7 %	3,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	4,3 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	7,5	6,5	6,7	7,1	7,4	7,5	7,7	7,8	8,0	8,1	8,3	
+ Kokonaispoistot	5,7	6,0	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	9,0	9,0	9,0	9,1	
- Maksetut verot	0,1	-1,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	-4,2	0,5	-0,8	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	9,1	11,1	11,0	11,5	12,2	12,6	12,9	14,7	14,9	15,0	15,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-14,7	-9,4	-8,0	-8,4	-8,6	-8,8	-8,9	-9,1	-9,3	-9,5	-10,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,6	1,6	3,0	3,1	3,6	3,8	4,0	5,6	5,6	5,5	5,1	
+/- 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	-5,6	1,6	3,0	3,1	3,6	3,8	4,0	5,6	5,6	5,5	5,1	88,6
Diskontattu vapaa kassavirta		1,5	2,6	2,5	2,7	2,7	2,6	3,4	3,1	2,8	2,4	42,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		68,6	67,0	64,4	61,9	59,2	56,5	53,9	50,6	47,5	44,6	42,2
Velaton arvo DCF		68,6										
- Korolliset velat		-8,1										
+ Rahavarat		14,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		86,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,7										

Rahavirran jakauma jaksoittain



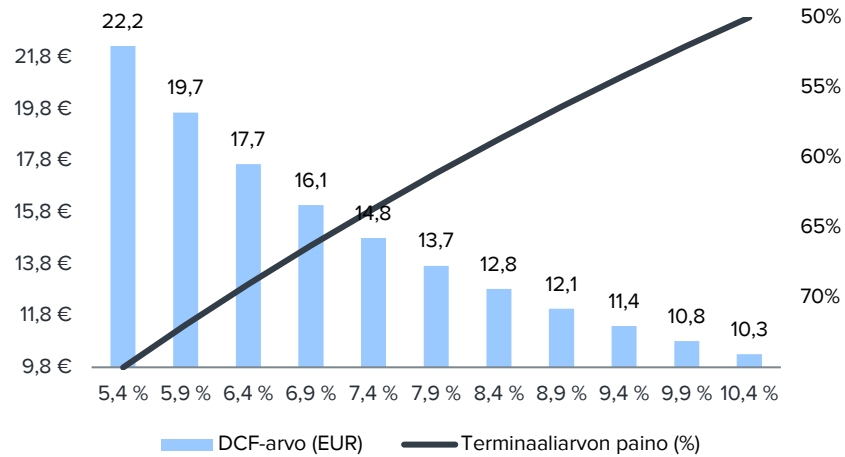
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

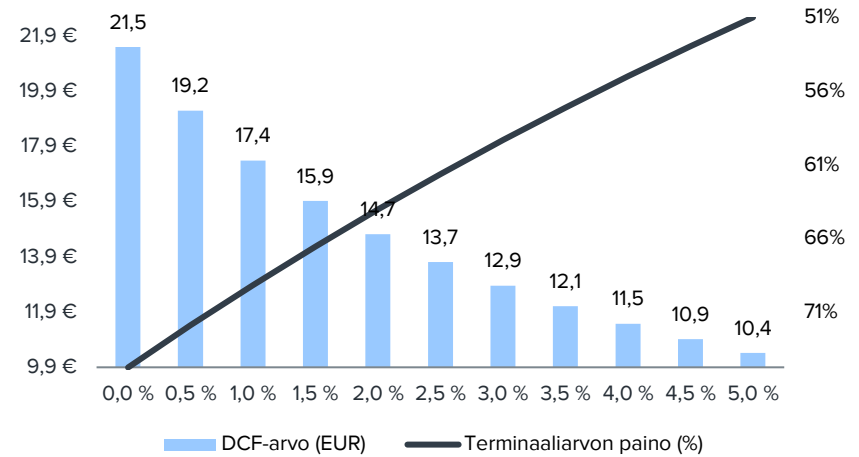
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

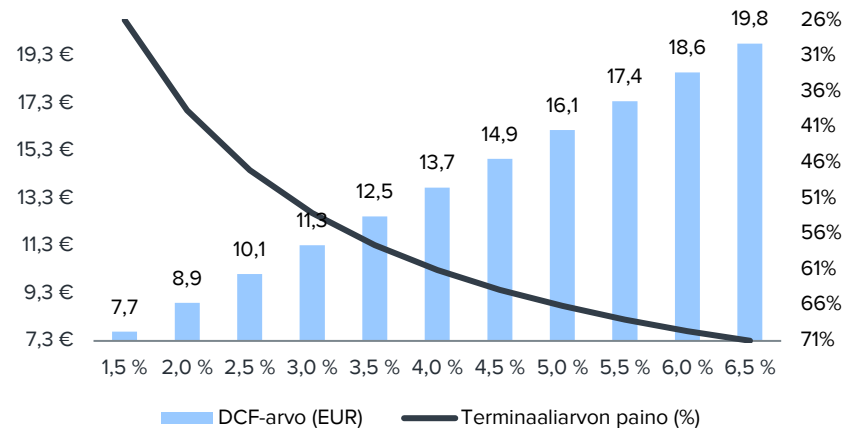
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



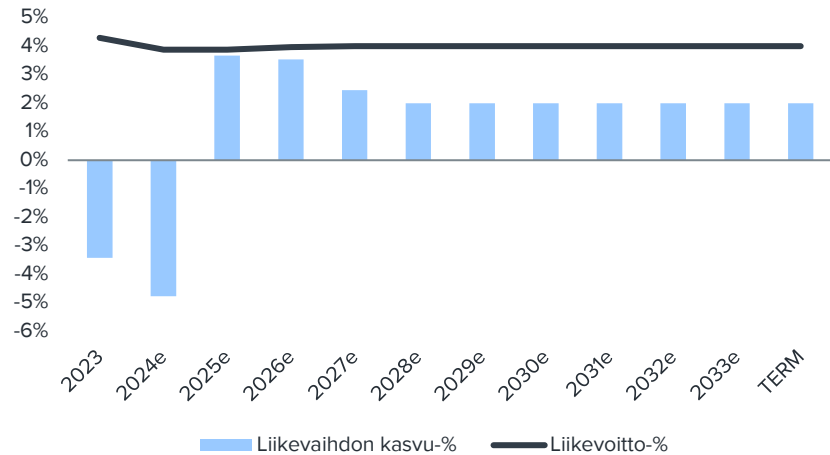
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	283,9	181,7	175,5	167,1	173,3	EPS (raportoitu)	0,38	0,51	1,54	1,02	0,97
Käyttökate	9,1	9,4	13,2	12,5	13,2	EPS (oikaistu)	0,38	0,51	1,54	1,02	0,97
Liikevoitto	2,8	3,5	7,5	6,5	6,7	Operat. kassavirta / osake	1,04	6,60	1,44	1,75	1,75
Voitto ennen veroja	2,8	3,7	11,2	7,9	7,4	Vapaa kassavirta / osake	0,01	6,23	-0,89	0,26	0,47
Nettovoitto	2,3	4,8	9,8	6,5	6,1	Omapääoma / osake	15,00	15,20	16,38	16,65	16,87
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,40	0,50	0,75	0,75	0,75
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	157,0	117,3	131,1	128,9	130,0	Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	-36 %	-3 %	-5 %	4 %
Oma pääoma	93,2	96,0	103,5	105,2	106,6	Käyttökateen kasvu-%	-9 %	3 %	41 %	-5 %	5 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-27 %	22 %	118 %	-14 %	4 %
Nettovelat	24,8	-12,7	-5,9	-6,6	-6,2	EPS oik. kasvu-%	-25 %	35 %	205 %	-34 %	-5 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	3,2 %	5,2 %	7,5 %	7,5 %	7,6 %
Käyttökate	9,1	9,4	13,2	12,5	13,2	Oik. Liikevoitto-%	1,0 %	1,9 %	4,3 %	3,9 %	3,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,2	31,9	-4,2	0,5	-0,8	Liikevoitto-%	1,0 %	1,9 %	4,3 %	3,9 %	3,9 %
Operatiivinen kassavirta	6,4	41,7	9,1	11,1	11,0	ROE-%	2,5 %	3,4 %	9,8 %	6,2 %	5,8 %
Investoinnit	-6,3	-3,8	-14,7	-9,4	-8,0	ROI-%	2,7 %	3,5 %	11,0 %	7,3 %	7,0 %
Vapaa kassavirta	0,1	39,4	-5,6	1,6	3,0	Omavaraisuusaste	59,3 %	81,8 %	78,9 %	81,6 %	82,0 %
						Nettovelkaantumisaste	26,6 %	-13,2 %	-5,7 %	-6,3 %	-5,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4						
EV/EBITDA (oik.)	10,2	4,2	4,8	5,4	5,2						
EV/EBIT (oik.)	32,7	11,5	8,4	10,4	10,2						
P/E (oik.)	34,3	20,1	8,5	13,4	14,1						
P/B	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,9 %	5,7 %	5,5 %	5,5 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	12,00 €
23/03/2022	Vähennä	13,50 €	13,10 €
26/04/2022	Vähennä	12,00 €	12,60 €
18/08/2022	Vähennä	11,00 €	10,95 €
25/10/2022	Vähennä	10,00 €	10,15 €
13/02/2023	Vähennä	10,00 €	10,90 €
17/02/2023	Lisää	12,00 €	10,80 €
27/03/2023	Vähennä	12,50 €	12,95 €
25/04/2023	Lisää	13,50 €	12,65 €
17/08/2023	Lisää	14,00 €	12,50 €
18/10/2023	Lisää	14,00 €	12,60 €
26/10/2023	Lisää	14,00 €	12,65 €
16/02/2024	Vähennä	13,50 €	13,25 €
28/03/2024	Vähennä	13,50 €	13,70 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**