

Fodelia

Laaja raportti

19.12.2023 19:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kannattavaa kasvua näköpiirissä

Fodelia on onnistunut palauttamaan tuloksensa hyvälle tasolle poikkeuksellisten aikojen jälkeen. Ammattikeittäitä palvelevan Feelian kasvunäkymät ovat vahvat mm. hoiva-alalla. Fodelia Retailissa tehostamistoimilla saadaan todennäköisesti vielä lisääkin kannattavuutta irti yhtiön eri osista. Toistamme lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 5,2 euroon (aik. 5,0), sillä nostimme hieman Feelian kasvuoletuksia lähivuosien osalta.

Konserni jakautuu kasvuhakuisen Feelian ja kannattavuusparannusta tavoittelevaan Fodelia Retailiin

Fodelia koostuu kahdesta liiketoiminta-alueesta, joista mielestämme Feelia on kilpailukyvyltään toimialaa vahvempi ja Fodelia Retail keskimäärin lähempänä toimialaa. Feelia tuottaa monipuolisia, kustannustehokkaita ja erittäin pitkään säilyviä valmisruokia ammattikeittäiille. Feelia on saanut viime vuosina hienosti jalansijaa koulu- ja lounasravintoloiden lisäksi mm. hoiva-alalla, missä markkinan avautuminen yksityiselle sektorille tarjoaa merkittävää kasvupotentiaalia. Fodelia Retail puolestaan koostuu useista kuluttajille suunnatuista liiketoiminnoista, kuten snacks-tuotteiden, makkaroiden ja pitaleipien valmistuksesta, sekä myöskin Feelia-tuotteiden kuluttajamyynnistä pääasiassa oman verkkokaupan kautta. Kahden liiketoiminta-alueen lisäksi konserniin kuuluu nopeasti kasvava, mutta toistaiseksi tappiollinen ateria- ja siivouspalveluita tarjoava yhteisyritys Fodbar Oy sekä elokuussa 2022 ostettu Feelian tavoin ammattikeittäitä palveleva ja kannattavasti kasvava mehu-yhtiö Marjvasu Oy.

Laitosruokahuollon tehostamiselle suuri markkinapotentiaali

Ammattikeittäitä palvelevat liiketoiminnot Feelian johdolla (myös Fodbar ja Marjvasu) ovat kasvaneet nopeasti viime vuosina ja asiakaskunta on laajentunut sekä pienten että suurten sopimusten ansiosta (mm. Pilke päiväkodit vähintään 4 MEUR/v tiedotettiin elokuussa 2023). Fodelia Retailin kasvunäkymät ovat maltillisemmat, mutta odotamme kannattavuuden parantuvan tehokkuustoimien ansiosta. Ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan 63 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä. Yhtiön tavoittelemaan 100 MEUR:n tasoon vaadittaisiin organisen kasvun huomattavaa kiihtymistä nykytasolta tai yrityskauppoja. Raportoidun liikevoittomarginaalin ennustamme kohoavan 6,8 %:iin 2026e (tavoite 8-10 %, 2023e: 5,6 %). Julkisen sektorin ruokahuollon laajempi avautuminen yksityiselle sektorille voisi entisestään kiihdyttää Fodelian kasvua, mutta on osittain riippuvaista poliittisista päätöksistä.

Näemme arvostuksen houkuttelevana tuloskasvunäkymien ansiosta

Fodelian arvostuskertoimet ovat laskeneet kohtuullisiksi vuoden 2023 kannattavuuskäänteen myötä. Oikaistu EV/EBIT on vuoden 2023 matalariskisillä ennusteilla enää 13,5x ja oikaistu P/E:kin 16,8x. Pidämme nykyistä EV/EBIT-tasoa kestäväenä pitkällä aikavälillä ja näemme, että kertoimissa voisi olla jopa nousuvaraa, mikäli Feelian kasvu jatkuisi edelleen useita vuosia selvästi yli 10 % tasolla. Ennustamme oikaistun liikevoiton kasvavan keskimäärin 17 %/v vuosina 2024-25 ja osinkotuoton olevan 2-3 %:n paikkeilla, jolloin tuotto-odotus ylittää selvästi oman pääoman kustannuksen. Osien summa –arvostusmenetelmämme perusteella osakkeen arvo voisi olla 5,1 euroa per osake, missä Feelian osuus on 4,6e (15x EV/EBIT 23e), Fodelia Retail 0,5e (10x EV/EBIT 23e), Muut yksiköt 0,5e, Fodbar 0,2e ja nettovelka -0,8e. Arvioimme, että yhtiön suhteellisen monimutkainen rakenne ja viime vuosien kannattavuushaasteet vaikuttavat markkinan halukkuuteen maksaa yhtiöstä teoreettisen osien summan mukaista hintaa. Yhtiöjärjestelyt ja varsinkin kannattavan organisen kasvun jatkuminen voisivat osaltaan poistaa edellä mainittuja pelkoja ja tukea kurssin kehitystä.

Suositus

Lisää

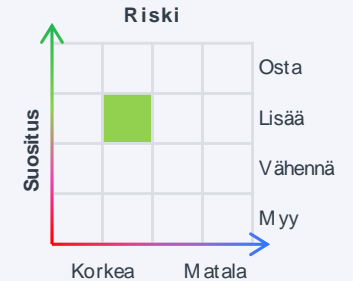
(aik. Lisää)

5,20 EUR

(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi:

4,48



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	41,6	48,6	53,9	58,3
kasvu-%	19 %	17 %	11 %	8 %
EBIT oik.	1,0	3,2	3,8	4,4
EBIT-% oik.	2,5 %	6,5 %	7,1 %	7,5 %
Nettotulos	-0,1	1,7	2,4	3,0
EPS (oik.)	-0,01	0,27	0,35	0,43
P/E (oik.)	neg.	16,8	12,7	10,4
P/B	2,7	2,6	2,3	2,0
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,2 %	2,9 %	3,6 %
EV/EBIT (oik.)	39,6	13,5	11,0	9,4
EV/EBITDA	14,5	9,1	7,6	6,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8	0,7

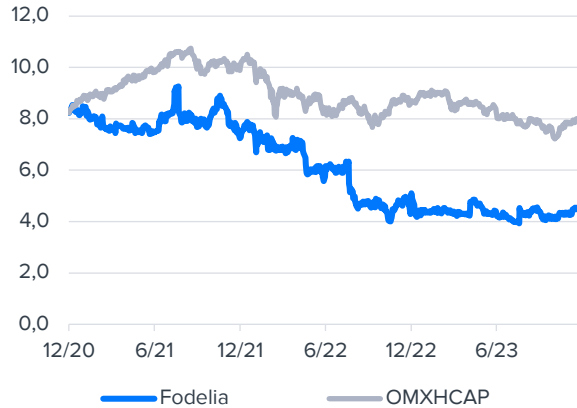
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

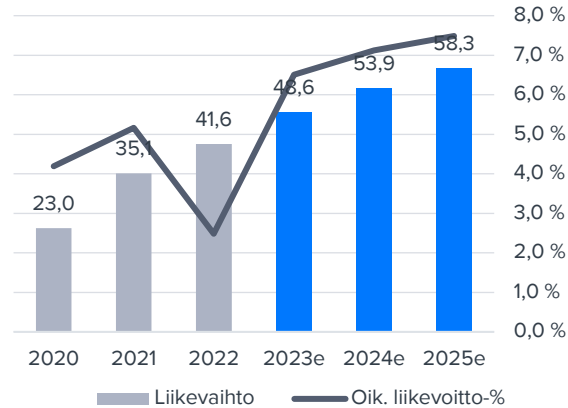
Yhtiö arvioi vuoden 2023 liikevaihdon olevan noin 45-52 MEUR. Liikevoittomarginaalin arvioidaan kasvavan edellisvuoteen verrattuna (2022 EBIT: 2,7 % liikevaihdosta).

Osakekurssi



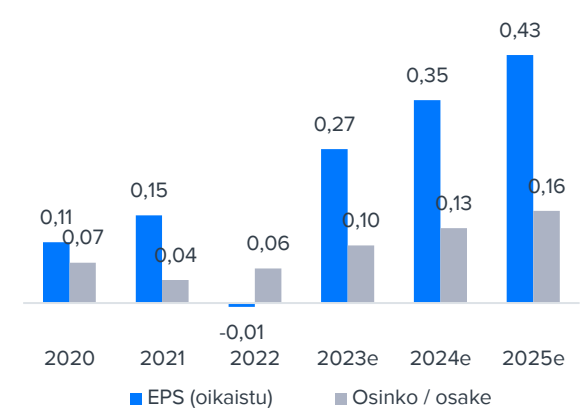
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kilpailukykyiset ruokaratkaisut laitosuokailuihin
- Uusia asiakkaita voitetaan sekä yksityiseltä että julkiselta sektorilta
- Julkisen sektorin ruokaratkaisumarkkinan aukeaminen yksityisille toimijoille tarjoaa suuren markkinapotentiaalin
- Mahdolliset synergistiset yritysostot tai alisuorittavien liiketoimintojen divestoinnit
- Valmisruokien kasvava kuluttajakysyntä ja ruoan verkkokaupan kasvu



Riskitekijät

- Nopea kasvu vaatii investointeja ja voi ajoittain painaa kannattavuutta
- Kilpailun mahdollinen lisääntyminen houkuttelevissa segmenteissä
- Suomen elintarvikesektorin haastava toimintaympäristö kuluttajatuotteissa
- Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen
- Nopeat muutokset kustannusympäristössä
- Julkinen sektori hidasa muuttamaan toimintamallejaan ja muutokseen liittyviä poliittisia riskejä

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,48	4,48	4,48
Osakemäärä, milj. kpl	8,04	8,04	8,04
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	43	42	41
P/E (oik.)	16,8	12,7	10,4
P/E	21,1	15,1	11,9
P/Kassavirta	>100	20,3	15,9
P/B	2,6	2,3	2,0
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,6	6,6
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,0	9,4
Osinko/tulos (%)	47,1%	43,8%	42,6%
Osinkotuotto-%	2,2%	2,9%	3,6%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja tuotantotilat	5-7
Liiketoiminta-alue Feelia	8-11
Marjivasu	12
Fodbar	13
Liiketoiminta-alue Fodelia Retail	14-19
Liiketoimintamallin riskiprofiili	20
Toimintaympäristö	21-24
Historiallinen tuloskehitys ja taloudellinen asema	25-26
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	27-28
Ennusteet	29-32
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	33-37
Taulukot	38-43
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	44

Yhtiökuvaus

Fodelia lyhyesti

Fodelia on suomalainen vuonna 2019 perustettu elintarvikeyritysten holdingyhtiö. Konsernin liiketoiminta jakautuu kahteen liiketoiminta-alueeseen, joita ovat foodservice-kanavaan keskittyvä Feelia ja vähittäiskauppaan keskittyvä Fodelia Retail. Lisäksi tytäryhtiö Marjvasu Oy raportoidaan liiketoiminta-alueista erillisellä rivillä ”Muut yksiköt” ja yhteisyritys Fodbar Oy raportoidaan osana konsernin rahoitustuottoja- ja kuluja. Ennen vuoden 2022 organisaatiouudistusta konsernin tytäryhtiöt toimivat suhteellisen itsenäisesti, mutta jatkossa yhtiö pyrkii tiiviimpään konsernirakenteeseen sisäisen tehokkuuden parantamiseksi. Konsernin kotipaikka on Pyhäntä ja sen tuotantolaitokset sijaitsevat Pyhännällä, Kokkolassa, Salossa, Jokioisilla ja Kuopiossa.

Foodservice-kanavassa toimiva Feelia on konsernin kannattavin ja nopeimmin kasvava liiketoiminta-alue. Feelia tarjoaa terveellisiä ja vastuullisia valmisruokatuotteita ammattikeittiöille sekä kauppojen ruokapalvelukonsepteihin. Yhtiö on kasvanut viime vuosina voimakkaasti erityisesti hoiva-alalla. Elokuussa 2022 ostettu mehuja ja soseita valmistava Marjvasu Oy tukee Feelian tuotetarjontaa foodservice-segmentissä, vaikkakin toimii Feeliasta erillisenä yksikkönä. Yhteisyritys Fodbar raportoidaan niinkään erillään Feeliasta, mutta yhtiön toiminta perustuu osittain Feelian tuotteiden myyntiin osana laajempaa palvelukonseptia.

Fodelia Retail –liiketoiminta-alueeseen kuuluu useita kotimaisia vähittäiskaupassa myytäviä elintarvikebrändejä, mutta myös sopimusvalmistusta sekä suoramyyntiä. Perunalastuja sekä maissi- ja kaurasnackseja

valmistavalla Real Snacksillä on pitkäaikaisin historia osana Fodelia-konsernia. Fodelian vähittäiskauppatuotteiden tarjonta vahvistui vuoden 2020 taitteessa toteutettujen Pita Factoryn ja Perniön Lihan yritysostojen myötä. Lisäksi liiketoiminta-alueeseen kuuluu Feelia-tuotteiden myyntiä kuluttajille, mitä on tehty pääosin oman verkkokaupan Feelia Ruokakaupan kautta, mutta lisäksi tuotteita on tuotu pienissä määrin myös päivittäistavara-kauppoihin.

Konsernin toimitusjohtajana toimii Mikko Tahkola, joka on 26 %:n osuudellaan yhtiön merkittävän osakkeenomistaja.

Strategiset tavoitteet

Fodelian strategisena tavoitteena on olla halutuin ja menestyvin elintarvikealan uudistaja. Strategian kulmakiviä ovat:

- Elintarviketeollisuuden elinvoimaisten yhtiöiden omistaminen ja pitkäjänteinen kehittäminen
- Erottautuminen uusilla, innovatiivisilla ja vastuullisilla tuotteilla ja konsepteilla
- Konserniyhtiöiden välinen yhteistyö ja synergioiden hyödyntäminen
- Tytäryhtiöportfolion hallinta, uusien kasvumahdollisuuksien tunnistaminen ja tarvittaessa yhtiöistä luopuminen
- Tytäryhtiöiden kasvun ja kehittymisen tukeminen tuomalla investointimahdollisuuksia, osaamista ja parhaita käytäntöjä konserniyhtiöille

Yritysjärjestelyt kuuluvat olennaisena työkaluna osaksi yhtiön kehittämistä.

Fodelia Oyj lyhyesti

- Vuonna 2019 perustettu suomalainen elintarvikeyritysten holdingyhtiö
- Strategisena tavoitteena on suomalaisen elintarvikealan kestävän tulevaisuuden rakentaminen tarjoamalla puhdasta, paikallisesti ja vastuullisesti tuotettua ruokaa.
- Liikevaihto viimeiset 12kk¹: 47,8 MEUR (kasvu 22 %)
- Oikaistu EBITA-liikevoitto viimeiset 12kk¹: 2,9 MEUR (6,1 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö keskimäärin tammi-syyskuu 2023: 131

Konsernin raportointirakenne



Asiakkaat



Fodelian tarjoamat konsernipalvelut

Itse tuotetut palvelut

- Johtamismalli
- Sijoittajaviestintä
- Investoinnit ja rahoitus



Ulkoistetut palvelut

- Taloushallinto
- HR-palvelut
- IT-palvelut



Resurssit

Laadukkaat raaka-aineet lähialueilta



Tuotantolaitokset (6 kpl)



Henkilöstö 2023 Q1-Q3 131 kpl (sis. vuokratyövoima)



Tehokas logistiikka



Liiketoimintaidea

Fodelia on elintarvikeyritysten holding-yhtiö, joka tuo kasvuvoimaa suomalaiseen elintarviketeollisuuteen.



- Omistusten kannattavan kasvun tukeminen kotimaassa ja kansainvälisesti
- Elinvoimaisten yhtiöiden omistaminen ja pitkäjänteinen kehittäminen omistaja-arvoa kasvattaen
- Erottautuminen uusilla, innovatiivisilla ja vastuullisilla tuotteilla
- Uusien kasvumahdollisuuksien tunnistaminen

Jakelukanavat



Foodservice



Päivittäistavara-kauppa



Oma verkkokauppa

Konsernin raportointirakenne

Feelia



Fodelia Retail



FEELIA Ruokakauppa



Muut yksiköt



Yhteisyritys Fodbar raportoidaan rahoituserien yhteydessä



Esimerkkejä kilpailijoista



FEELIA Ruokakauppa



Apetit



Oma kauppa verkossa.



Kauppahalli24.fi luonnollisesti tuorein.

palmia



HKSCAN

Foodie.fi

sodexo



RUOKA BOKSI

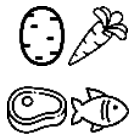
Attendo



Kustannusrakenne % liikevaihdosta (2022)



Henkilöstökulut (19 %)



Materiaalit ja palvelut (50 %)

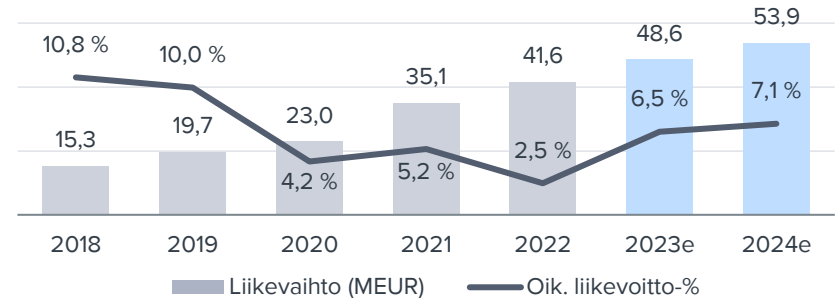


Liiketoiminnan muut kulut (25 %)



Poistot ja arvonalentumiset (3 %)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Fodelian tuotantotilat

6 Tuotantolaitosta

Pyhäntä: Feelian tehdas

- Valmistaa mm. keittoja, vuokia, kastikkeita ja puuroja
- Hyödyntää autoklaaviteknologiaa tuotteiden säilymiseen
- Tuotantokapasiteetti noin 240 000 annosta päivässä

Kokkola: Feelian tehdas, hankittiin osana Beofood-yrityskauppaa

- Kokkolan tehtaalla valmistetaan pakastetuotteita kuten pyöryköitä

Pyhäntä: Real Snacksin tehdas

- Valmistaa perunalastuja, maissinaksuja ja kaurasnackseja
- Tuotanto täysin gluteenitonta

Jokioinen: Pita Factoryn leipomo

- Valmistaa pitaleipää
- Leipoo mm. maailman ainoat ruispitat

Salo: Perniön Lihan makkaratehdas

- Perniön Lihan makkaratehdas
- Valmistaa Perniön ja Helsingin Makkaratehtaan tuotteita

Kuopio: Marjivasun tehdas

- Mehutiivisteiden ja soseiden valmistusta

Fodelia kartalla



Liiketoiminta-alue Feelia (1/4)

Terveellisiä valmisruokatuotteita ammattikeittiöille

Feelia -liiketoiminta-alue koostuu terveellisten, vastuullisten ja pitkään säilyvien valmisruokatuotteiden valmistuksesta ja myynnistä ammattikeittiöille ja kauppojen ruokapalvelukonsepteihin. Sen sijaan kuluttajille suunnattu verkkokauppaliiketoiminta Feelia Ruokakauppa, sekä Feelia-tuotteiden myynti vähittäiskaupassa raportoidaan osana Fodelia Retail -liiketoiminta-aluea. Feelia-liiketoiminta-alueen liikevaihto vuonna 2022 oli 22,8 MEUR (kasvu 26 %) ja liikevoitto oli 2,0 MEUR (8,8 % liikevaihdosta). Feeliassa työskenteli vuonna 2022 keskimäärin 72 henkilöä, joista suurin osa työskentelee tuotannossa. Liikevaihto syntyy lähes täysin Suomen markkinalta, vaikka yhtiöllä oli myös Ruotsiin kohdistuvia pilotteja käynnissä ennen koronapandemiaa.

Feelia perustettiin 2007

Feelia Oy perustettiin vuonna 2007 ja yhtiö toimi vuokratiloissa vuoteen 2017 saakka. Yhtiö rakensi uuden tehtaan Pyhännälle vuonna 2018, jota laajennettiin vuosina 2020-21. Laajennus mahdollisti tuotantokapasiteetin kolminkertaistamisen sekä tuotevalikoiman laajentamisen muun muassa pienempiin kuluttajapakkauksiin ja erikoisruokavaliotuotteisiin. Vuonna 2019 Fodelia osti kebap tuotteistaan tunnetun Beofoodin, joka sulautettiin konserniin osaksi Feeliata. Yritysosto mahdollisti tuotevalikoiman laajentamisen erilaisista raaka-aineista valmistettuihin pyöryköihin ja pihveihin. Beofoodin Kokkolassa vuokrakiinteistössä sijaitseva

tehdas siirtyi Fodelian käyttöön. Kokkolan tehtaalla ei käytetä autoklaavitekniologiaa, vaan tuotteiden säilyvyys turvataan pakastamalla.

Vahva kasvu- ja kannattavuusprofiili

Feeliassa on vahva kasvuprofiili ja sen orgaaninen kasvu oli vuosina 2020-22 keskimäärin 18 %. Viime vuosina yhtiö on pystynyt voittamaan markkinaosuuksia erityisesti hoiva-, koulu- ja päiväkotimarkkinalla perinteisistä keskuskeittiövetoisista ruokahuoltomalleista poikkeavan palvelukonseptinsa ansiosta. Kasvu on koostunut sekä isoista vuositasolla usean miljoonan euron arvoisista sopimuksista että useista pienemmistä asiakkuuksista. Myös kannattavuus on Feeliassa elintarvikealan keskitasoon nähden korkea (2021-22 EBIT-%: 9-10 %). Vuoden 2022 tilinpäätöksen perusteella laskettu sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) oli 15,5 % ylittäen selvästi pääoman keskimääräisen tuottovaatimuksen, mikä kertoo yhtiön kilpailukyvystä. Lisäksi vuoden 2022 ROIC:iin vaikutti vielä osittain Feelian tehdaskiinteistön omistaminen vuoden 2022 aikana, sekä mm. kustannusinflaation painamat katteet, joten arvioimme sijoitetun pääoman tuotossa olevan nousuvaraa 2022 tasoon nähden.

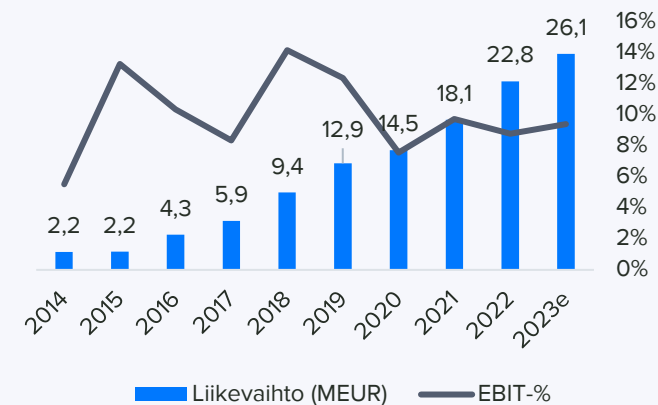
Autoklaavitekniikka mahdollistaa säilyvyyden

Feelia käyttää Pyhännän tehtaan tuotannossa autoklaavitekniikkaa, jonka käytöstä sillä on patentti keittojen valmistusta koskien. Feelia on tehnyt kehitystyötä valmistusmenetelmän ja -prosessin hiomiseksi vuodesta 2007 lähtien. Autoklaavitekniikassa tuote valmistetaan ensin 90-120 asteiseksi, jonka jälkeen se jäähdytetään nopeasti lähelle nollaa.

Feelia-liiketoiminta-alue lyhyesti

- Liiketoiminta-alueeseen kuuluu Feelia Oy:n ammattikeittiöille suuntautuva myynti. Lisäksi Feelia kirjaa liikevaihtoa muiden kanavien (Feelia Ruokakauppa ja Fodbar) kautta myydyistä tuotteista.
- Yhtiön tuotteita valmistetaan Pyhännän tehtaalla (autoklaavituotteet) ja Kokkolassa (pakastetuotteet).
- Liikevaihto 2022: 22,8 MEUR (kasvu 26 %)
- Liikevoitto 2022: 2,0 MEUR (EBIT 8,8 %)

Feelian liikevaihto ja kannattavuus¹



1) Vuoden 2020 luvut perustuvat Inderesin arvioon raportointirakenteen muutoksesta johtuen

Liiketoiminta-alue Feelia (2/4)

Autoklaavimenetelmällä valmistettavat valmiit ja puolivalmiit tuotteet säilyvät jääkaappi-lämpötiloissa jopa puoli vuotta ilman, että prosessissa tarvitsisi lisätä lisä- tai säilöntäaineita. Feelia-tuotteet ovat valmiiksi kypsennettyjä, joten loppukäyttäjän tarvitsee tyypillisesti vain lämmittää ruoka ja lisätä nestettä. Kaikki tämä vähentää ruoan valmistuksessa vaadittavia investointeja, kustannuksia ja työvoiman tarvetta ammattikeittiöissä.

Tuotantoketju hyödyntää kotimaisia raaka-aineita ja prosessilämpö tuotetaan kaasulla

Suurin osa Feelian raaka-aineista tulee tutuilta tuottajilta alle kahden tunnin kuljetusmatkan päästä Pyhännältä. Kotimaisia raaka-aineita on yli 80 % hankinnoista, mutta joitakin raaka-aineita tuodaan ulkomailta (esim. lohi, tomaattikastike, bataatti ja kurpitsa). Pyhännän tehtaalla ruokien kypsentämiseen tarvittava prosessilämpö (2022: 2,6 GWh) voidaan tuottaa biokaasulla tai fossiilisella kaasulla. Yhtiö on viime vuosina hyödyntänyt ajoittain biokaasua ja ajoittain fossiilista kaasua riippuen biokaasun saatavuudesta. Biopohjaiset lämmitysmuodot ovat nykyisin tyypillisiä kotimaisissa suurissa elintarvikealan yhtiöissä ja energiaratkaisut voivat joissakin tapauksissa jopa vaikuttaa asiakkaiden päätöksentekoon. Osittainen riippuvuus fossiilisista energialähteistä ei ole mielestämme optimaalista ja pitkässä juoksussa tästä voi muodostua pienimuotoinen riski tai investointitarve, mutta välittömiä lyhyen ajan ongelmia emme tämän usko liiketoiminnalle aiheuttavan.

Suorat asiakkuudet jo noin puolet volyymistä

Feelian tuotteita käytetään erityyppisissä ravintoloissa, päiväkodeissa, kouluissa ja hoivayksiköissä sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Lisäksi yhtiö toimittaa tuotteita myös erilaisiin massatapahtumiin. Feelia alkoi panostaa koronapandemian aikana kasvuun erityisesti hoiva-alalla, mikä on kantanut hedelmää myös pandemian jälkeen. Tuotteita jaellaan sekä tukkujen kautta, että suoraan asiakasyrityksille usein pitkäaikaisiin (~2-5v) sopimukseen pohjautuen. Suoratoimitusten osuus on arviomme mukaan jo noin puolet volyymistä. Osassa pitkäaikaisista sopimuksista hinnoittelu on kiinteä ensimmäisen vuoden ajan, minkä jälkeen hintoja voidaan tarkistaa 3 kuukauden välein kustannusten kehitykseen perustuen. Nopeat ja yllättävät muutokset kustannustasossa voivat siten vaikuttaa kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä.

Vahva kilpailukyky on monen tekijän summa

Feelian kilpailukyky ja markkinaosuuksien voittaminen perustuvat monitahoiseen tuote- ja palvelukonseptiin, joka soveltuu erityisen hyvin laitosruokailuasiakkaille. Yhtiöllä on helppokäyttöinen digitaalinen tilausjärjestelmä, laaja tuotevalikoima sekä asiakkaan näkökulmasta helposti valmistettavat ja pitkällä säilymisajalla varustetut tuotteet. Tuotteiden helppo valmistettavuus ammattikeittiöissä mahdollistaa säästöjä työvoimakustannuksissa. Tuotteiden pitkät säilymisajat puolestaan vähentävät merkittävästi ruokahävikkiä ja mahdollistavat huomattavasti tehokkaamman logistiikan, mitkä molemmat auttavat vähentämään ruokahuollon kustannuksia ja hiilipäästöjä.

Feelian valmistamat tuotteet

Pyhännän tehdas	Kokkolan tehdas
<ul style="list-style-type: none">KeitotVuokaruokatPuurotKastikkeetJuureksetPerunalisukkeet	<ul style="list-style-type: none">PyörykätPihvitKalapuikotKebap-vartaatMuut pakasteet

Feelian asiakaskunta

Kunnat, hoivayhtiöt, kaupan keskusliikkeet, ravintolat, tapahtumat ja kauppojen itsepalvelukonseptit.



Merkittäviä asiakassopimuksia 2021-23

Asiakas	Sopimus tiedotettu	Arvioitu vuotuinen liikevaihto ¹
Pilke Päiväkodit	8/2023	4 MEUR
Validia-hoivayhtiö	6/2022	1-2 MEUR
Vantaan tilapalvelut	6/2022	2,5 MEUR
Juvenes-ravintolayhtiö	7/2021	1 MEUR
Eteva-kuntayhtymä	4/2021	1,5 MEUR

1) Inderesin arvio tai yhtiön antama tieto

Liiketoiminta-alue Feelia (3/4)

Ruokaa voidaan valmistaa esimerkiksi hoiva- tai kouluyksiköissä juuri kyseisen päivän kysyntää vastaava määrä ja ylijääneet ruokapakkaukset säilyvät yli ruokalistakierron seuraavaan kertaan, kun kyseistä ruokaa on listalla. Feelian laaja tuotevalikoima mahdollistaa asiakkaille kokonaisvaltaisia kiertäviä ruokalistoja. Yhtiö on ainoa teollinen toimija, jolla on tarjota 6 viikon kiertävä ruokalista sekä tavallisten että kasvisruokien osalta.

Itse kehitetty tilausjärjestelmä luo arvoa asiakkaalle

Feelia on pyrkinyt keskittämään asiakkaiden suoratoimitusten tilauksia itse kehittämäänsä digitaalisen tilausjärjestelmään, jonka avulla hoivayksiköiden on helppoa tilata kaikki tarvitsemansa ruokatuotteet (myös muut kuin Feelian itse valmistamat). Järjestelmä tarjoaa tarvittavat tuotteet automaattisesti asiakasmäärän perusteella ja pakottaa myös huomioimaan erikoisruokavaliot tilausta tehtäessä. Lisäksi järjestelmä tukee laitoskeittiöiden toiminnanohjausta, sillä sieltä löytyy kootusti tiedot esimerkiksi ruokalistaista, ruokailujen ateriakohtaisista hinnoista ja ravintoarvoista. Järjestelmää kehitetään jatkuvasti ja kehitystyö on ulkoistettu Ukrainaan. Tilausjärjestelmän kautta tilataan jo lähes 30 000 ateriaa päivittäin. Koska järjestelmän kautta voidaan tilata myös muita kuin Feelian valmistamia tuotteita, asiakkaiden ohjaaminen perinteisistä suppeammista tilausjärjestelmistä uuteen kokonaisvaltaiseen järjestelmään mahdollistaa Feelialle lisämyyntiä laajemman valikoiman kautta (samalla tehostaen ruokatoimitusten logistiikkaa).

Feelian ratkaisuja hyödynnetään monessa tasossa

Feelian tuotetarjoamaa voidaan hyödyntää hoiva- ja kouluasiakkaiden kohdalla kolmessa eri tasossa. Kevyimmässä vaihtoehdossa asiakas voi hankkia Feelialta ainoastaan pienen osan käyttämistään ruokatuotteista (esimerkiksi vararuoaksi). Asiakas voi myös tilata kokonaisvaltaiset ruokatoimitukset, jolloin saavutetaan merkittävämpi tehokkuusparannus. Intensiivisin palvelutaso sisältää myös ruokahuollon toteuttamiseen tarvittavan henkilökunnan, jolloin palvelu ostetaan yhteisyrittä Fodbarin kautta.

Yksityinen sektori omaksunut julkista sektoria innokkaammin Feelian ratkaisuja

Feelian kasvu on viime vuosina syntynyt suurelta osin yksityiseltä sektorilta, joka omaksuu ketterästi uusia kustannustehokkaita toimintamalleja. Julkista sektoria koskevassa poliittisessa päätöksenteossa sen sijaan kuullaan usein myös erilaisia vasta-argumentteja, jotka liittyvät esimerkiksi paikallisten työpaikkojen säilyttämiseen tai kunnan mahdollisuuksiin itse valvoa ruoan laatua ja toimitusketjua. Feelian teollisen prosessin pitäisi kuitenkin arviomme mukaan olla kunnallisia keskuskeittiöitä tasalaatuisempi. Feelia solmi vuonna 2022 merkittävän sopimuksen Vantaan tilapalveluiden kanssa. Myös Helsingin kaupunki on pyrkinyt tehostamaan ruokahuoltoaan ja kilpailutti vuoden 2022 lopulla 11 ostoateriaa, joista Feelia voitti 9, mutta kilpailutus palautettiin valmisteluun epämääräisin perustein. Yksityisen sektorin kysyntä on jatkunut vahvana ja Feelia laajentui vuonna 2023 yksityiseen päiväkotimarkkinaan merkittäväällä, vuositasolla vähintään 4 MEUR:n arvoisella sopimuksella Pilke Päiväkotien kanssa.

Feelian kilpailukyvyn osa-alueet



- Laaja tuotevalikoima mahdollistaa monipuoliset ruokalistat
- Tehokas teollinen tuotanto ja patentit tiettyjen valmistusmenetelmien osalta
- Tuotteiden säilyvyys ja käytön helppous
- Feelian suoratoimitusten mahdollistama tehokas logistiikka vähentää kuluja ja päästöjä
- Oma tilausjärjestelmä kätevä asiakkaalle ja tuo Feelialle lisämyyntiä



- Julkinen sektori hidas muuttamaan toimintatapojaan
- Tuotanto jossain määrin riippuvaista fossiilisista polttoaineista
- Elintarvikemarkkina on isossa kuvassa erittäin kilpailtu ja laitossegmentin kilpailu voi kiristyä etenkin markkinan mahdollisesti avautuessa enemmän yksityiselle sektorille

Liiketoiminta-alue Feelia (4/4)

Feelia pyrkii luomaan arvoa julkisen sektorin ja hoiva-alan asiakkaille innovatiivisella palvelukonseptilla



1) Fodbar on Feelian ja Bravedon yhteisyritys, jolle Feelia toimittaa ruokatuotteita.

Muut yksiköt: Marjavirus Oy

Kannattava mehujen ja soseiden valmistaja

Marjavirus Oy valmistaa Delimax-brändillään erilaisia mehutiivisteitä sekä hedelmä- ja marjasoseita. Yhtiö tarjoaa myös laajan valikoiman mehuautomaatteja sekä niihin tarkoitettuja tiivisteitä. Marjavirusun tuotantolaitos sijaitsee Kuopiossa ja sen toimintaa pyörittää tiivis 6 henkilöstä koostuva tiimi. Yhtiön liiketoiminnassa on yhteneväisyyksiä Feelian kanssa, sillä molemmat palvelevat samoja foodservice-kentän asiakkaita, kuten kouluja ja hoivakoteja. Marjavirus toimii kuitenkin itsenäisenä yksikkönä ja sen tulos raportoidaan erillään Feeliasta rivillä ”Muut yksiköt ja eliminoinnit”.

Marjavirusun taloudellinen kehitys on ollut positiivista ja arvoa luovaa. Fodelian mukaan ostetun yhtiön kilpailuetuja ovat mm. tehokas tuotanto ja kyky vastata asiakkaiden tarpeisiin nopeallakin aikataululla. Yhtiön tuotteet ovat laadukkaita ja kustannustehokkaita esimerkiksi logistiikan näkökulmasta, joten ne soveltuvat hyvin suurtalouskeittiöiden tarpeisiin.

Marjavirus Oy:n liikevaihto oli 3,0 MEUR (+10 %) vuonna 2022 ja liikevoitto oli 0,7 MEUR. Vuosien 2017-22 välillä Marjavirusun liikevaihto on kasvanut johdonmukaisesti ja vuosittainen kasvu (CAGR) on ollut keskimäärin 20 %. Myös kannattavuus on ollut vahvalla tasolla, sillä vuoden 2022 liikevoitto oli 21 % liikevaihdosta. Näyttäisikin, että yhtiön liiketoiminta on varsin kilpailukykyistä omassa niche-segmentissään.

Yritysosto täydensi tuotevalikoimaa ja mahdollistaa tuotteiden ristiinmyynnin

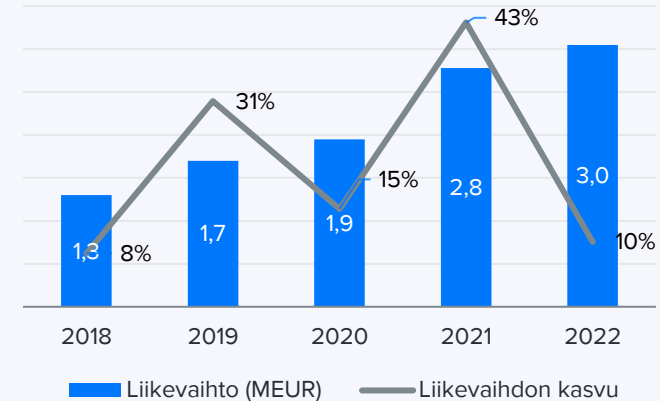
Fodelia osti yhtiön elokuun lopussa 2022.

Muutoinkin suotuisasti kehittyvän liiketoiminnan lisäksi Marjavirus täydentää Feelian tuotevalikoimaa foodservice-asiakkaiden keskuudessa. Feeliällä ei ollut ennestään omaa mehujen tai jälkiruokien tuotantoa, jolloin nämä tuotteet jouduttiin hankkimaan ulkopuolisilta toimittajilta. Oman mehu- ja hedelmäsosetuotannon myötä Fodelia pystyy valmistamaan aiempaa suuremman osan Feelian ateriapäiväkonseptin komponenteista itse. Feelia ja Marjavirus palvelevat isossa kuvassa samaa asiakaskuntaa ja yritysosto tarjoaakin Fodelian mukaan potentiaalia ristiinmyynnille. Yhteistyö on kantanut hedelmää, sillä Marjavirus on saanut yrityskaupan myötä uusia hoivakotiasiakkaita Feelian olemassa olevasta asiakaskunnasta. Marjavirus investoiinkin vuoden 2023 aikana uuteen pakkaus koneeseen, joka mahdollistaa pienempien mehupakkausten tuottamisen mm. pieniin hoivayksiköihin.

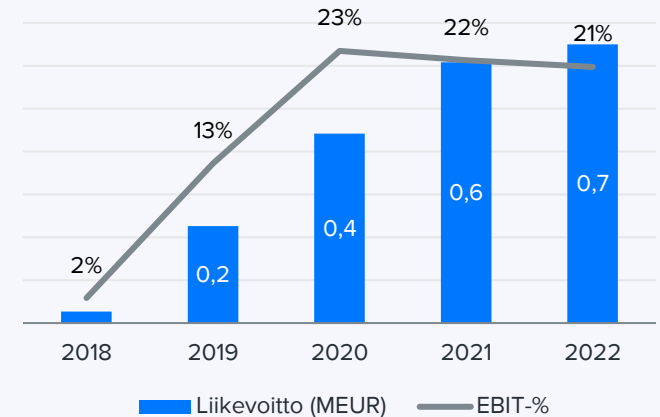
Yritysostus näyttää onnistuneelta

Marjavirusun yritysosto toteutettiin osakevaihtona, jossa Fodelia antoi Marjavirus Oy:n osakkaille 549 828 uutta Fodelia Oyj:n osaketta, mikä vastasi tiedotuspäivän osakekurssilla 3 MEUR:n kauppahintaa ja tarkoitti 7,4 %:n kasvua Fodelian osakkeiden lukumäärässä. Kauppahinta vastaa vuoden 2021 toteutuneella tuloksella P/E-kerrointa 6x ja EV/käyttökate-kerrointa 5x, mitkä ovat selvästi Fodelian omia arvostuskertoimia edullisempia. Tulospohjaisten arvostuskertoimien valossa yritysostus oli mielestämme Fodelialle edullinen ja ainakin toistaiseksi näyttäisi, että liiketoiminnan kannattavuus on säilynyt erittäin hyvällä tasolla ja kasvu jatkunut edelleen.

Liikevaihdon kehitys



Kannattavuuden kehitys



Muut yksiköt: Fodbar Oy

Fodbar yhteisyritys kaupallistaa Feelian tuotteita osana laajempaa palvelukonseptia

Fodbar on Fodelian ja Bravedon vuonna 2020 perustama yhteisyritys. Kumpikin omistaa Fodbarista 50 %. Fodelia kirjaa omistussuuttaan vastaavan osuuden yhteisyrityksen nettotuloksesta omaan tuloslaskelmaansa riville ”rahoitustuotot ja -kulut”.

Yhteisyrityksen tavoitteena on tarjota vaivatonta ja kustannustehokasta ratkaisua ruokapalvelujen ulkoistamiseksi esim. kunnille tai hoivakodeille. Fodbarin liikeidea on yhdistää Fodelian tytäryhtiö Feelian ja Bravedon tytäryhtiö Baronan osaaminen. Feelia toimittaa yhteisyrityksen ruoat ja tuo osaamisen foodservice-markkinasta. Barona varmistaa henkilöstön saatavuuden ja tuo yhteisyritykseen osaamista kustannustehokkaista henkilöstöprosesseista. Yhtiö tarjoaa avaimet käteen ratkaisua, jossa asiakas voi ulkoistaa sekä ruoan valmistuksen että palveluhenkilöstön.

Fodbarin ratkaisu tuo säästöjä ja vähentää hävikkiä

Fodbarin palvelumalli toimii potentiaalisten asiakkaiden (kunnat/hoivakodit) näkökulmasta siten, että Fodelian ja Bravedon perustama yhteisyritys pystyy tarjoamaan kiinteällä hinnalla sopimusajaksi tarvittavat ruoat sekä henkilön/henkilöstön, joka huolehtii paikan päällä ruoan valmistuksesta. Lisäksi Fodbar voi tarjota muita palveluita, kuten siivousta.

Ruoka toimitetaan Feelian tehtaalta palvelukeittiöön, jossa ruoka kuumennetaan ja määrät optimoidaan syöjämäärän mukaan. Palvelun

ansioista kunnilla ei ole tarvetta keskuskeittiölle, joissa ruoka on perinteisesti valmistettu. Keskuskeittiöneliöt ovat kalliita ja niitä käytetään tyypillisesti vain muutaman tunnin päivässä. Ne myös ovat vajaakäytöllä kesällä, kun koulut ovat kiinni. Fodbarin Feelia-valmisruokiin perustuva ratkaisu vähentää myös ruokahävikkiä ja logistiikan tarvetta verrattuna keskuskeittiöpohjaiseen ratkaisuun.

Kasvu lähtenyt kunnolla käyntiin vuonna 2023

Kuntasektorin ulkoistus sopimusten voittaminen oli aluksi haastavaa uudelle yhtiölle, mutta vuosi 2023 on tuonut Fodbarille merkittävää kasvua. Nina Rokkila aloitti Fodbarin toimitusjohtajana helmikuussa 2022. Pidämme tätä tärkeänä rekrytointina, sillä Rokkilalla on entisenä Palmian toimitusjohtajana kokemusta julkisen sektorin kilpailutuksiin liittyvistä vaatimuksista sekä byrokraatiasta.

Fodbar voitti ensimmäisen julkisen kilpailutuksen vuonna 2021, kun Kärsämäen kunta ulkoisti palveluitaan Fodbarille (sopimuksen vuotuinen arvo on 2 MEUR). Lisää merkittäviä sopimuksia saatiin runsaasti vuoden 2022 jälkipuoliskolla. Fodelia kertoiikin vuoden 2023 alussa arvioivansa liikevaihdon nousevan lähelle 10 MEUR vuoden 2023 aikana. Fodbarin kannattavuus jäänee kuitenkin vielä negatiiviseksi vuoden 2023 osalta, sillä sopimusten alkuvaiheessa tehokkuus ei ole vielä optimaalinen. SOTE-uudistus on pakottanut kuntia ja SOTE-alueita miettimään uudestaan ruokahuoltoaan, mikä on näkynyt lisääntyneinä kilpailutuksina ja vauhdittanut markkinan aukeamista uudentyyppisille toimijoille.

Fodbar lyhyesti

- Tarjoaa kokonaisvaltaisen ratkaisun ateria- ja siivouspalveluiden ulkoistukseen
- Fodelian ja Bravedon perustama yhteisyritys (50/50 omistus)
- Fodbarin nettotuloksesta puolet kirjataan Fodelia-konsernin rahoitustuotot ja -kulut riville
- Nina Rokkila (ex-Palmia CEO) aloitti yhtiön toimitusjohtajana helmikuussa 2022
- Saanut useita sopimuksia erityisesti vuoden 2022 lopulla, jotka ovat mahdollistaneet liikevaihdon kasvattamisen lähes 10 MEUR paikkeille vuoden 2023 aikana

Merkittäviä julkistettuja asiakassopimuksia

Asiakas	Sopimus tiedotettu	Arvioitu vuotuinen liikevaihto
Kärsämäki	3/2021	2 MEUR
Siuntion kunta ja hyvinvointialue	10/2022	1-2 MEUR ¹⁾
Pohjois-Pohjanmaan sairaanhoitopiiri	11/2022	3,7 MEUR
Siuntio, Kannus, Lestijärvi, Toholampi, Hailuoto	11/2022	1,5 MEUR

1) Inderesin arvio

Liiketoiminta-alue Fodelia Retail

Fodelia Retail lyhyesti

Fodelia Retail koostuu vähittäiskauppaan keskittyvistä liiketoiminnoista, joihin sisältyy niin päivittäistavarakaupan kautta myytäviä tuotteita, kuin myös suoramyyntiä oman verkkokaupan kautta. Liiketoiminta-alue muodostettiin vuoden 2022 organisaatiouudistuksen myötä, jonka tavoitteena on parantaa tehokkuutta sekä selkeyttää toimintoja organisaation tiivistämisen kautta. Fodelia Retailiin yhdistyivät Real Snacks Oy:n, Perniön Liha Oy:n, Pita Factory Oy:n sekä FodNet Oy:n liiketoiminnot, minkä lisäksi liiketoiminta-alueeseen kuuluu myös Feelia-tuotteiden myynti ruokakaupoissa. Fodelia Retailin vertailukelpoinen liikevaihto oli 20,5 MEUR vuonna 2022 ja sen liiketulos oli nollan paikkeilla. Kannattavuus on noussut selvemmin positiiviseksi vuoden 2023 aikana (tammi-syyskuu EBIT 1,8 % liikevaihdosta), mutta rakenteellisten uudistusten tuomat kustannussäästöt eivät ole vielä täysimääräisesti näkyvissä.

Organisaatiomuutoksella haetaan tehokkuutta

Fodelian uusi tiivistetty organisaatorakenne astui voimaan heinäkuussa 2022. Muutoksen vaikutukset jäivät Feelian osalta rajallisiksi, mutta loput, vähittäiskauppavetoiset liiketoiminnot yhdistettiin yhdeksi organisaatioksi, Fodelia Retailiksi. Toimenpiteellä vähennettiin johtohenkilöiden määrää sekä hallinnollisia kuluja mm. yhdistämällä yhtiöt yhdeksi juridiseksi yksiköksi. Tiiviimmällä organisaatiolla pyritään saavuttamaan tehokkuushyötyjä PT-kaupasta riippuvaisten liiketoimintojen välillä sekä palvelemaan asiakkaita aiempaa paremmin. Yhtiö ei ole antanut numeerista säästötavoitetta uudelleenjärjestelylle. Henkilöstövähennykset ovat

astuneet pääosin voimaan vuoden 2022 loppupuolella. Juridisten yksiköiden yhdistelyn tuomien säästöjen tulisi näkyä vuoden 2023 jälkipuoliskolta alkaen ja vuonna 2023 toteutettujen lisätehostustoimien vuoden 2024 alusta lähtien.

Liiketoiminta-alueen kasvuprofiili on maltillinen

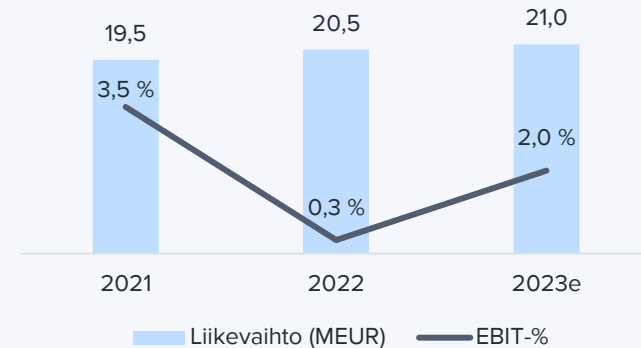
Keskimääräisesti katsottuna Fodelia Retailin kasvuprofiili on maltillinen ja kasvu asettunee arviomme mukaan lähivuosina lähemmäs elintarvikealan yleistä kehitystä. Myös kannattavuus ja pääoman tuotto ovat olleet viime vuosina matalat, sillä liiketoiminta-alueen sisältä löytyy myös tappiollisia tai matalan kannattavuuden liiketoimintoja. Pidämme Real Snacksia liiketoiminta-alueen kilpailukykyisimpänä osana, sillä yhtiöllä on ainoana mannersuomalaisena perunalastuvalmistajana hyvä markkinapositione sekä kohtuullisen tehokas tuotanto ja logistiikka, mikä on myös näkynyt hyvänä pääoman tuottona. Muutkin liiketoiminta-alueen liiketoiminnot ovat kasvaneet historiassa hyvin, mutta viime aikoina Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Feelia Ruokakaupan kasvuluvut ovat hyytyneet. Esimerkiksi Perniön lihalla on hyviä kotimaassa tunnettuja brändejä, mutta rajallisesti avaimia lisäkasvun saavuttamiseksi ja suhteellisen pieni skaala kilpaillulla toimialalla. Feelia Ruokakauppa puolestaan hyötyi merkittävästi koronapandemiasta, mutta kasvu on pandemian jälkeen kääntynyt negatiiviseksi. Feelia Ruokakaupan tappiollisuus on myös painanut liiketoiminta-alueen kannattavuuslukuja. Feelia-tuotteiden lanseeraaminen vähittäiskauppaan ei ole ottanut tuulta alleen markkinointipanostuksista huolimatta.

Fodelia Retailin liiketoiminnot



Feelia-tuotteiden maanlaajuista lanseerausta ruokakauppoihin kokeiltiin vuoden 2023 aikana

Fodelia Retailin liikevaihto ja kannattavuus



Fodelia Retail: Feelia-tuotteiden kuluttajamyynti

Feelia-tuotteiden kuluttajamyynti raportoidaan osana Fodelia Retailia

Feelia-tuotteita on pyritty viime vuosina kaupallistamaan myös kuluttaja-asiakkaille, mikä raportoidaan Fodelian nykyisessä rakenteessa osana Fodelia Retailia. Toistaiseksi kuluttajille kohdistuvasta Feelia-tuotteiden myynnistä valtaosa syntyy oman verkkokaupan kautta. Feelia-tuotteiden myyntiä on pyritty myös kasvattamaan tuomalla tuotteita päivittäistavara-kauppoihin, mikä ei ole kuitenkaan toistaiseksi edennyt odotusten mukaisesti.

Verkkokauppa kasvoi vahvasti pandemian aikaan

Feelia avasi kuluttajille suunnatun verkkokaupan (Feelia Ruokakauppa) helmikuussa 2020, joka eriyttiin omaksi yhtiökseen, FodNet Oy:ksi toukokuussa 2021 (fuusioitiin myöhemmin Fodelia Retail Oy:hyn). Sanna Kittelä on johtanut verkkokaupan toimintaa yhtiöittämisestä lähtien. Verkkokaupan liikevaihto ylsi vuoden 2021 aikana jo 4,7 MEUR:oon, mutta kasvu hidastui pandemian päätyttyä vuonna 2022 14 %:iin ja kääntyi laskuun vuoden 2023 aikana (tammi-syyskuu: -28 %). Liiketoiminta on toistaiseksi painanut Fodelia-konsernin kannattavuutta, koska suotuisan kysynnän vallitessa Fodelia pyrki tukemaan verkkokaupan kasvua erilaisin teknologisin ja markkinoinnillisin panostuksin. Kasvun hyötyminen on pakottanut yhtiön säästötoimiin ja jatkossa verkkokauppaliiketoiminnassa keskitytään enenevissä määrin kannattavuuteen.

Pitkään säilyvät valmisruoat sopivat hyvin verkkokauppaan

Feelia Ruokakaupan valikoimasta löytyy laaja

valikoima pääasiallisesti Feelian valmisruokia, mutta myös muita ruokatuotteita. Feelian autoklaavimenetelmällä valmistettujen ruokien pitkät säilymisajat jääkaappilämpötilassa palvelevat kuluttajia, mutta tukevat myös verkkokaupan pyörittämiseen liittyvää logistiikkaa. Feelia Ruokakauppa toimittaa ruokaa koko Suomen alueelle. Yhtiö on ulkoistanut välivarastoinnin Vantaalla sijaitsevaan logistiikkakeskukseen, josta ne toimitetaan joko kylmäkuljetuksena tai Postin kautta asiakkaille.

Ruoan verkkokauppa on kasvanut viime vuosina Suomessa, mutta alan toimijat ovat toistaiseksi kärsineet heikosta kannattavuudesta ja osa toimijoista on myöskin lopettanut toimintansa. Feelia Ruokakauppa erottuu muista ruokakaupoista sujuvammalla logistiikallaan, joka perustuu pitkiin säilyvyysaikoihin, rajalliseen tuotteiden lukumäärään (valmis tuote usean erillisen raaka-aineen sijaan) ja suurempiin tilausmääriin per yksittäinen tuote.

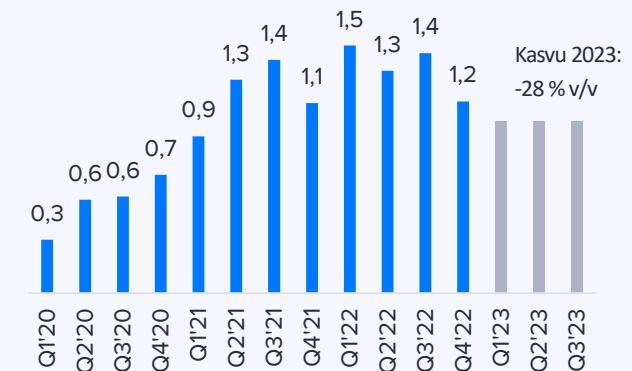
Kasvu PT-kanavassa edennyt hitaasti

Fodelia pyrki erityisesti vuoden 2023 alkupuolella tuomaan Feelia-tuotteita myös päivittäistavara-kauppoihin ja kivijalkaan. Kasvu maanlaajuisessa PT-kanavassa ei kuitenkaan lähtenyt liikkeelle odotusten mukaisesti ja jatkossa tuotteita tullaan myymään vain rajatuilla alueilla. – Isossa kuvassa kuluttajat eivät ole tottuneet Feelian valmisruokien konseptiin, sillä kaupan valmisruoat ovat tyypillisesti mikrossa lämmitettäviä annospakattuja tuotteita siinä missä Feelian valmisruokien loppuvalmistus voi usein edellyttää esimerkiksi nesteiden lisäämistä ja keittämistä kattilassa.

Feelian tuotteiden kuluttajamyynti lyhyesti

- Toistaiseksi Feelian ruokatuotteita myydään kuluttajille pääosin verkkokaupan välityksellä Feelia Ruokakaupassa
- Autoklaaviteknologian mahdollistamat pitkät säilyvyysajat sekä tehokas logistiikka tarjoavat liiketoiminnalle kilpailuedun verrattuna muihin ruoan verkkokauppoihin
- Feeliaruokakauppa.fi:n liikevaihto oli 5,3 MEUR vuonna 2022.
- Feelia-tuotteiden myynti kivijalkaruokakaupoissa ei ole toistaiseksi lähtenyt merkittävään kasvuun
- Kuluttajamyynnin osalta odotamme yhtiön panostavan tulevaisuudessa kannattavuuden parantamiseen

Feelia Ruokakaupan liikevaihto (MEUR)¹



¹ Vuoden 2023 kvartaalikohtaista liikevaihtoa ei ole raportoitu, mutta Fodelia on kertonut kokonaiskasvun olleen -27,6 % tammi-syyskuussa.

Fodelia Retail: Perniön Liha ja Pita Factory

Perniön Liha lyhyesti

Perniön Liha on yksi Suomen vanhimmista makkaratehtaista ja perustettu vuonna 1930. Yhtiön brändejä ovat Perniön ja Helsingin Makkaratehdas. Helsingin Makkaratehtaasta tuli osa Perniön Lihaa yritysjärjestelyn seurauksena vuonna 2008. Perniön Lihaan päätuotteita ovat arvostetut erikoismakkarat, jotka valmistetaan yhtiön tehtaassa Salossa. Yhtiön tuotteisiin kuuluu mm. hirvenlihasta valmistettu Rukiinen Riistaryynäri -ryynimakkarat sekä jo 50 vuotta lähes samalla reseptillä valmistettu Yönakki. Tuotevalikoimaa on viime vuosina joiltakin osin kavennettu kannattavuuden parantamiseksi. Perniön Lihaan liikevaihto oli vuonna 2022 6,5 MEUR ja liikevoittoprosentti 1%. Liikevaihto kasvoi 7%:lla suhteessa edellisvuoteen. Fodelia ei ole raportoinut Perniön lihaan erillisiä lukuja vuoden 2022 organisaatiomuutoksesta lähtien, jolloin Perniön Liha yhdistettiin osaksi Fodelia Retail –liiketoiminta-alueetta.

Pita Factory lyhyesti

Pita Factory valmistaa pitaleipiä ja täytettyjä pitaleipiä leipomossaan, joka sijaitsee Jokioissa. Tuotteissa käytetään 100% suomalaista viljaa. Yhtiö on perustettu vuonna 2013. Pita Factoryn liikevaihto oli 1,1 MEUR vuonna 2022 ja liikevoittomarginaali oli negatiivinen (-15%). Myynti laski 9% suhteessa edellisvuoteen.

Yrityskaupan tavoitteet eivät ole täyttyneet

Perniön liha ja Pita Factory päätyivät osaksi Fodelia-konsernia loppuvuodesta 2020. Kauppahinta vastasi EV/EBITDA-kerrointa 6x

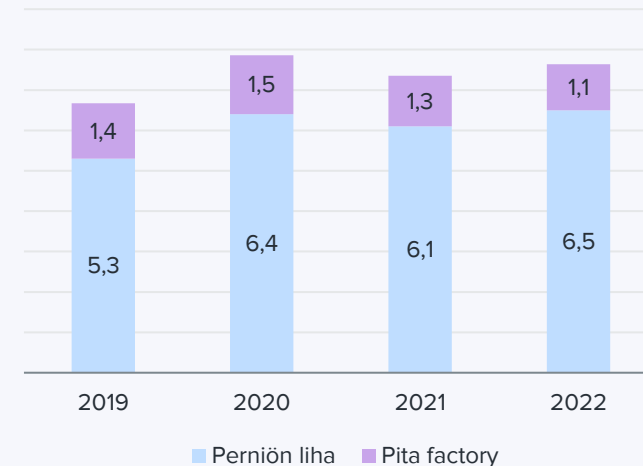
vuoden 2020 tulostasoon nähden. Kauppahinnat olivat yhteensä noin 4,7 MEUR, josta 60% maksettiin Fodelian omilla osakkeilla, jotka tuolloin hinnoiteltiin selvästi ostettuja kohteita korkeammilla arvostuskertoimilla. Yhtiöt tekivät yhteistyötä ja niillä oli keskinäistä myyntiä jo ennen yrityskauppaa, mikä teki kummankin hankkimisesta osaksi konsernia loogista. Fodelia suunnitteli tehostavansa yhtiöiden tuotantoa sekä kasvattavansa ostettujen yhtiöiden tuotteiden jakelua Feelian verkkokauppaan ja foodservice-kanavaan, mikä mahdollistaisi korkeammat tuotantovolyymit. Lisäksi Fodelia näki kyseisissä tuotesegmentissä kasvupotentiaalia ja on pyrkinyt kasvattamaan myyntiä mm. pitaperjantain kaltaisten erikoisruokapäivien avulla. Yhtiöiden yhteenlaskettu kannattavuus heikentyi selvästi ensimmäisen Fodelia-konsernin alla vietetyn vuoden jälkeen. Etenkin pienikokoisen Pita Factoryn kannattavuus on heikentynyt liikevaihdon laskun myötä.

Organisaatioiden yhdistämisellä haetaan parempaa kannattavuutta

Vuoden 2022 organisaatiouudistuksen myötä Perniön Liha ja Pita Factoryn toiminnot yhdistettiin Fodelia Retail –liiketoiminta-alueeseen ja juridiset yksiköt sulautettiin 2023 aikana. Järjestelyistä on syntynyt väliaikaisia kustannuksia, mutta tehokkuushyötyjä voitaisiin nähdä vuoden 2023 lopulla tai viimeistään vuonna 2024. Muutoksella tavoitellaan kulusäästöjä operatiivisten synergioiden kautta, joita voitaisiin saavuttaa esimerkiksi markkinoinnin, tuotekehityksen ja jakelukanavien alueilla.



Liikevaihto (MEUR)



Lähde: Yhtiöiden erilliset tilinpäätöstiedot

Fodelia Retail: Real Snacks (1/3)

Kotimainen snacks-valmistaja

Real Snacks Oy on suomalainen perunalastujen sekä maissi- ja kauravälipalojen tuottaja. Vuonna 2022 yhtiön liikevaihto ylsi 8,4 MEUR:oon (+4 % v/v) ja liikevoitto 0,6 MEUR:oon (7 % liikevaihdosta). Real Snacksin liikevaihdosta arviolta noin kolmannes on oman Oikia-brändin alla tapahtuvaa myyntiä ja kaksi kolmannesta koostuu kauppohen private label -tuotteiden (mm. Pirkka ja Kotimaista) sopimusvalmistuksesta. Real Snacks on tavoitellut kasvua Suomen lisäksi myös vientimarkkinoilla ja sen tuotteita onkin viety yli 15 maahan. Viennin osuus liikevaihdosta on kuitenkin käsityksemme mukaan selvästi alle 10 %.

Arvoa luovaa liiketoimintaa

Real Snacks on Fodelia Retailin liiketoimintoista mielestämme kilpailukyvyiltään parhaimmista. Vuosina 2017-18 yhtiön toimiessa itsenäisenä se pystyi noin 14 %:n sijoitetun pääoman tuottoon (ROIC), mikä ylittää selvästi elintarvikealan tuottovaatimuksen. Tulos on tämän jälkeenkin kehittynyt nousujohteisesti, joten arvioimme että pääoman tuotto on jatkanut keskimäärin hyvänä, vaikka tulos onkin heilunut vuositasolla ja tuotantoon on investoitu lisää pääomia.

Tuotantolaitos Pyhännällä ja raaka-aineet läheltä

Real Snacks Oy perustettiin 2001 pyrittämään Pyhännän perunalastutehdasta, joka siirtyi samalla Raisio Oyj:lta yksityiseen omistukseen. Uudet omistajat käynnistivät mittavat tehtaan laajennus- ja kehityshankkeet. Tehdasta on laajennettu useaan otteeseen vuosien varrella ja tuotantolinjoja on uudistettu. Real Snacks investoi vuonna 2018 tuotantokoneeseen, joka yli kaksinkertaisti kauratuotteiden valmistuskapasiteetin.

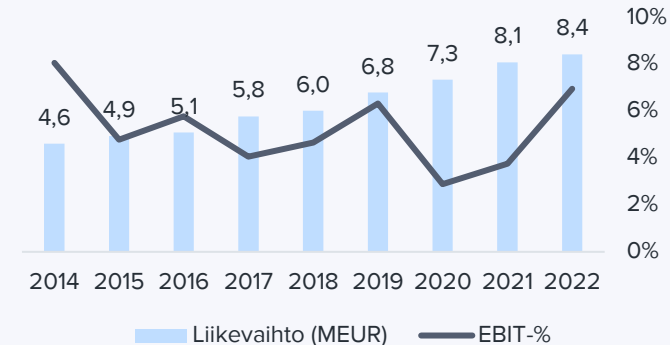
Viimeisimmät merkittävät investoinnit tehtaaseen valmistuivat vuoden 2021 aikana, kun Real Snacks investoi uusiin pakkausautomaatiojärjestelmiin kustannustehokkuuden parantamiseksi.

Valmistuksessa tarvittava peruna tulee paikallisilta sopimusviljelijöiltä, joista suurin osa sijaitsee noin 150 kilometrin säteellä Pyhännän tehtaalta. Keskeinen osa raaka-aineista tulee korkealaatuisen siemenperunan tuotantoalueelta (EU:n määrittelemä High Grade -alue). Tuotepakkauksista löytyy viljelijän tilan tiedot, mikä tarjoaa kuluttajalle näkyvyyden raaka-aineen alkuperään. Real Snacks tekee alkuvuodesta viljelijöiden kanssa sopimukset perunoiden ostomääristä ja hinnoista perustuen omiin myyntiennusteisiin. Muista raaka-aineista kaura on kotimaista, mutta maissi tulee muualta Euroopasta. Valmistusprosessissa tarvittava energia tuotetaan pääosin biohakeella. Valmiit tuotteet varastoidaan Pyhännän tehtaalla ja toimitetaan asiakkaille niiden oman logistiikkaketjun kautta eli ne noudetaan pääosin suoraan Real Snacksin tehtaalta.

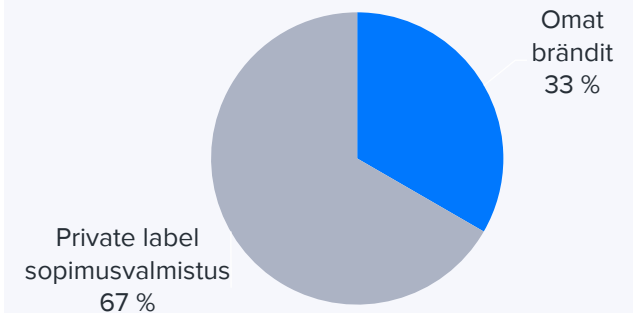
Brändituotteiden asemaa pyritti vahvistamaan

Real Snacks –tuotemerkkiperheen tuotteita tuotiin ensimmäistä kertoo suomalaisiin ruokakauppoihin vuonna 2005. Vuoden 2019 brändiuudistuksen jälkeen Oikia on Real Snacksin pääasiallinen brändi, jonka alta löytyvät myös Oatis, Moomin ja Junior –tuotemerkit. Kotimaiset Oikia-perunalastut ovat saaneet brändiuudistuksen myötä lisää hyllytilaa vähittäiskaupassa, mikä on näkynyt omien brändituotteiden myynnin kasvuna. Brändiuudistukseen kuului merkittäviä panostuksia markkinointiin ja omien brändien tunnettuuden kasvattamiseen.

Real Snacksin liikevaihto ja kannattavuus¹



Liikevaihdon jakautuminen²



1) Lähde: Fodelia

2) Lähde: Inderesin arvio

Fodelia Retail: Real Snacks (2/3)

Real Snacks on tuotekehityksessään panostanut myös terveellisten vaihtoehtojen kehittämiseen. Vuonna 2017 se lanseerasi Oatis-brändin alla maailman ensimmäisen gluteenittoman kaurapohjaisen snacksin, joka on ominaisuuksiltaan kuitupitoinen ja vähärasvainen. Moomin- ja Junior-brändit puolestaan ovat lapsille suunnattuja gluteenittomia snacks-vaihtoehtoja. Kaurapohjaisiin Oatis-tuotteisiin on laitettu hallittuja kasvupanostuksia ja ne ovat herättäneet kiinnostusta ulkomaillakin, mutta liikevaihdon kasvu ei ole kehittynyt aivan odotetusti vuoden 2022 aikana.

Sopimusvalmistus kehittynyt hyvin kuluttajien ostovoiman heikennyttä

Real Snacks on toiminut vuodesta 2002 lähtien Pirkka-perunalastujen sopimusvalmistajana ja saanut uusia asiakkuuksia vuosien mittaan. Private label -tuotteiden kehitys tapahtuu yhdessä sopimusosittajien kanssa. Brändituotteiden ja sopimusvalmistustuotteiden kasvut ovat edenneet eri tahdissa, mikä on tasapainottanut kokonaisympäristön kehitystä. Vuoden 2023 aikana sopimusvalmistus on kasvanut merkittävästi, sillä kaupan ala on pyrkinyt tuomaan edullisempia tuotteita kuten private labelia enemmän esiin kuluttajien ostovoiman heikentymisen johdosta. Real Snacksillä on rajalliset mahdollisuudet vaikuttaa sopimusvalmistuksen liikevaihdon kehitykseen ja asiakkaiden päätökset voivat heiluttaa liikevaihtoa suuntaan tai toiseen.

Päivittäistavarakaupalla suuri rooli niin asiakkaana kuin brändituotteiden jakelijanakin

Suurin osa Real Snacksin tuotteiden myynnistä kuluttajille tapahtuu suomalaisten tai ulkomaisten

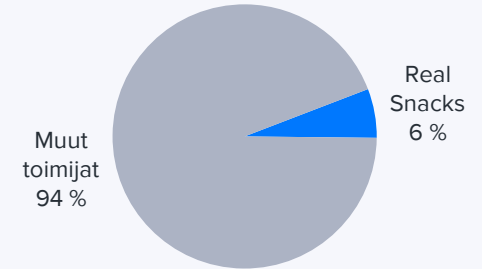
päivittäistavarakauppojen kautta. Käsitksemme mukaan Oikia-brändiuudistus on tukenut neuvotteluja päivittäistavarakauppojen kanssa ja mahdollistanut uusia jakelusopimuksia. Tyypillisesti samat kauppa- ja palvelusyritykset toimivat sekä sopimusvalmistusasiakkaina (private label), että Real Snacksin brändituotteiden jakelijoina. Real Snacks tekee sopimusvalmistusta mm. Keskolle (Pirkka), S-Ryhmälle (pääosin Kotimaista) ja Tokmannille (Priima). Real Snacksin tuotteita myydään myös tapahtumiin.

Haastajan asemassa toimialalla

Real Snacks on toimialalla haastajan roolissa ja sillä on Suomen snacks-markkinalla arviomme mukaan noin 6 %:n markkinaosuus. Real Snacksillä on vastassa useita suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Orkla) ja isoja brändejä (mm. Taffel, Pringles, Estrella ja Doritos). Erottuakseen kilpailussa Real Snacks on pyrkinyt keksimään innovatiivisia ja erilaisia brändituotteita, kehittämään uusia makuyhdistelmiä, tuomalla kuluttajille terveellisiä vaihtoehtoja ja korostamalla tuotteiden kotimaisuutta ja raaka-aineen alkuperän jäljitettävyyttä.

Tiivis yhteistyö kaupan sopimusvalmistusosittajien kanssa tuo vakaata ja jatkuvaa liikevaihtoa, mutta sillä on myös omat varjopuolensa. Suomessa (ja Ruotsissa) vahvasti keskittyneet kaupan alan toimijat ovat tunnettuja siitä, että pienten toimittajien rooli on tyytyä kaupan sanelemiin ehtoihin ja kannattavuuden ylläpitäminen vaatii jatkuvaa toiminnan tehostamista, sillä kaupan tavoite on joka vuosi kilpailuttaa eri toimittajia ja niiden hintoja.

Markkinaosuus Suomessa



Inderesin arvio. Kohdemarkkina on sipsi- ja muista napostelutuotteista koostuva snacks-markkina Suomessa, jonka koko vuonna 2018 vähittäiskaupassa oli 243 MEUR (Lähde: Euromonitor) ja valmistajien osuus arviomme mukaan noin puolet vähittäiskaupan koosta.

Real Snacksin asiakaskunta

Päivittäistavarakaupat, keskusliikkeet sekä viennin kohdemaissa toimivat maahantuojat



Arviomme mukaan Real Snacksin suurin asiakas vastaa noin 20 % liiketoiminnan liikevaihdosta

Fodelia Retail: Real Snacks (3/3)

Perunalastut

Oikia -perunalastut valmistetaan laadukkaista raaka-aineista, jotka hankitaan paikallisilta perunanviljelijöiltä. Perunalastuja on saatavilla useissa eri mauissa.



Maissinaksut

Moomin Original ja **Junior Original** -maissinaksut ovat laktoositon ja gluteeniton vaihtoehto, joka sopii erityisesti lapsille. Lisäksi tuotteet eivät sisällä lisättyä suolaa eikä sokeria ja ovat miedosti maustettuja.



Kaurasnaksit

Oatis -kaurasnaksit ovat gluteenittomia ja valmistetaan suomalaisesta täysjyväkaurajauhosta. Tuotteissa panostetaan terveellisyyteen mm. käyttämällä vähemmän rasvaa.



Private Label -tuotanto

Real Snacks toimii sopimusvalmistajana isoille suomalaisille päivittäistavara-kaupan omille merkeille mm. Pirkka (Kesko), Kotimaista (S-Ryhmä) ja Priima (Tokmanni). Private label -valmistusta on myös ulkomaisille merkeille kuten Favorit ja Sore.



~1/3
liikevaihdosta
omista brändeistä
(Inderesin arvio)

~2/3
liikevaihdosta
private labelia
(Inderesin arvio)

Kilpailu

Esimerkkejä Real Snacksin kilpailijoista



Real Snacksin asema kilpailijoihin nähden

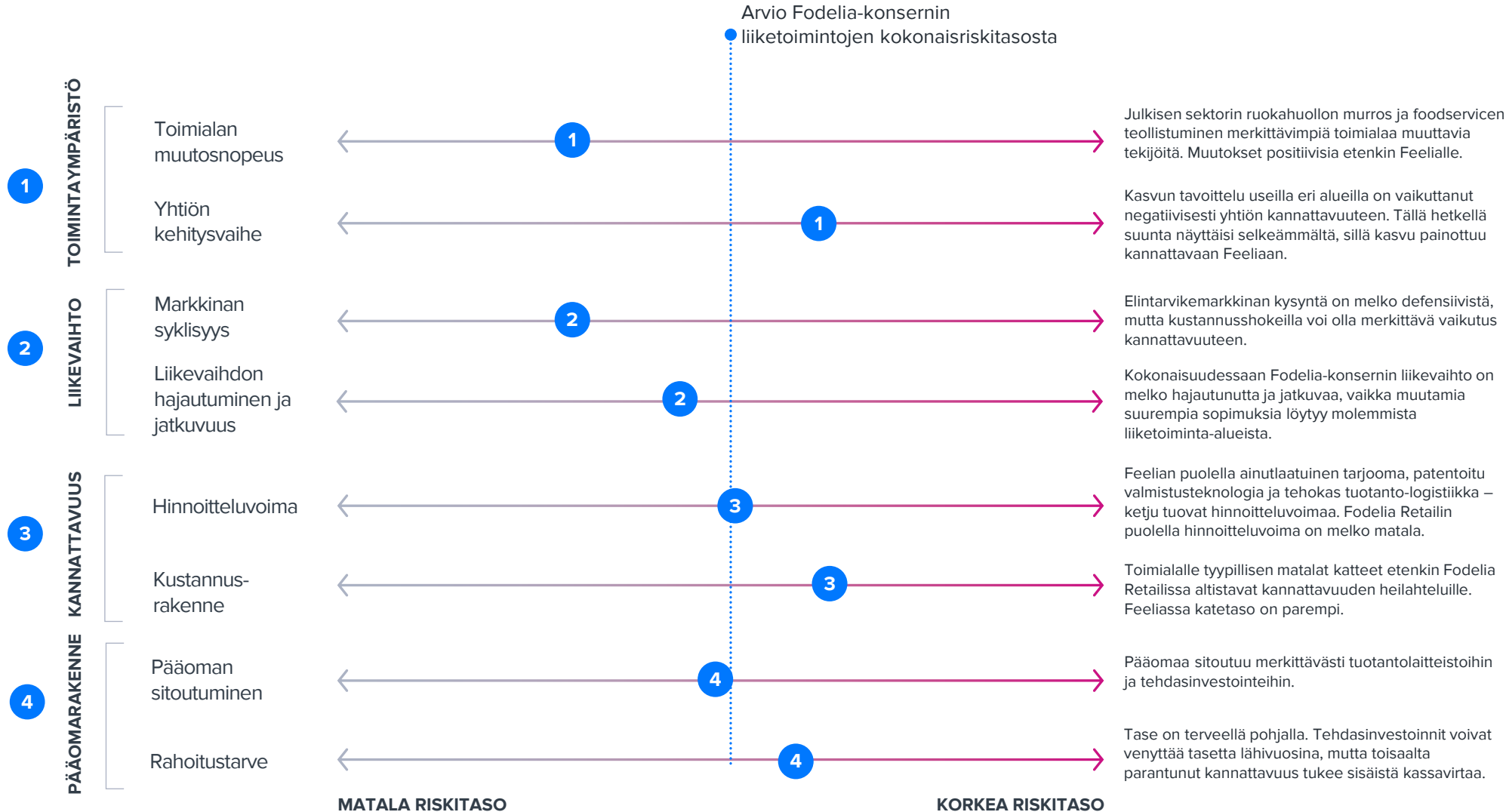
Vahvuudet

- Kotimainen brändi ja paikallisuus
- Raaka-aineiden jäljitettävyyys
- Terveelliset vaihtoehdot
- Innovatiivinen tuotekehitys
- Private label -valmistus tukee tuotannon käyttöasteita
- Logistiikkaetu kotimaassa

Haasteet

- Pienehkö koko rajoittaa tuotannon skaalaetuja
- Brändin tunnettavuus ei suurten kilpailijoiden tasolla
- Paikallisuus ei toimi myyntiargumenttina vientimarkkinoilla

Fodelian liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimintaympäristö (1/3)

Foodservice-markkina toipunut koronakuopasta

Foodservice- eli HoReCa-markkina kattaa sekä hotellit, ravintolat, kahvilat että julkishallinnon laitokset, kuten sairaalat, koulut, hoiva- ja päiväkodit. Päivittäistavarakauppa ry:n mukaan Suomessa oli vuonna 2020 yli 16 000 ammattikeittiötä, jotka tarjoavat asiakkaille vuodessa noin 750 miljoonaa aterialla. Ammattikeittiöiden raaka-aineet hankitaan pääasiassa foodservice-tukkukaupoista.

Suomen foodservice-markkina oli Euromonitor Internationalin mukaan vuonna 2018 noin 3,2 miljardia euroa (pl. juomat), mutta markkina on PTY:n tukkukaupatilastoihin peilaten nousemassa jo noin 3,7 miljardin vuoden 2023 aikana.

Foodservice-markkina kasvoi yli 5 %:n vuosivauhtia koronaa edeltävien viiden vuoden aikana. Päivittäistavarakauppa ry:n foodservice-tukkukaupan jäsenyritysten myynti laski koronapandemian vuoksi peräti 17,7 % vuonna 2020, mutta on toipunut sen jälkeen ja on ylittänyt euromääräisesti koronaa edeltävän tason, mihin osaltaan vaikuttaa myös hintatason nousu. Vuoden 2023 aikana kasvu on kuitenkin hiipunut vuoden loppua kohden ja ollut paikoin jopa negatiivista.

Päivittäistavarakaupan myynnin kehitys

Fodelia Retailin tuotteiden kysyntään vaikuttaa merkittävästi päivittäistavarakaupan myynnin kehitys. Feelialle kyseinen jakelukanava ei sen sijaan ole merkittävä. Päivittäistavarakaupan liikevaihdon kasvu on tyypillisesti melko vakaata ja defensiivistä. Hintatason muutoksilla voi olla ajoittain merkittäväkin vaikutus päivittäistavarakaupan ja elintarvikkeiden myynnin kehitykseen, kuten viimeaikainen kehitys osoittaa.

Lähde : Päivittäistavarakauppa ry, Euromonitor

Päivittäistavarakaupan kehitys oli koronapandemiaa edeltävinä vuosina suhteellisen vaisua, mihin vaikutti erityisesti Suomen heikko talouskehitys (2014-2020: reaali BKT:n kasvu keskimäärin 1,0 %). Kaupan myynnin volyyymi kasvoi voimakkaasti koronapandemian aikana (2020: 7 %) sulkutoimien ja kotikeskeisen elämäntyylin vuoksi. Kasvu kuitenkin hidastui jälleen vuonna 2021 (volyymin kasvu 1 %, myynnin kasvu 3 %) kulutuksen alkaessa siirtyä asteittain takaisin palveluihin koronapandemian jäljiltä. Vuosina 2022-23 volyymikkehitys on ollut jopa negatiivista hintatason noususta ja kuluttajien ostovoiman heikentymisestä johtuen (volyyymi 2022: -6 %), mutta myynnin arvo on kasvanut hintojen nousun myötä (+3 %).

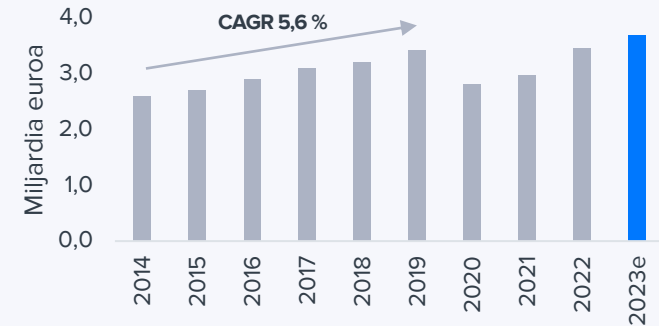
Snacks-markkinassa hintavetoista kasvua

Suomen snacks-markkinan koko oli Euromonitorin mukaan vuonna 2018 noin 243 MEUR. Snacks-markkina käsittää sekä sipsituotteet että muut napostelutuotteet. Snacks-markkina kasvoi vuosina 2014-22 vajaan 4 %:n vuosivauhtia.

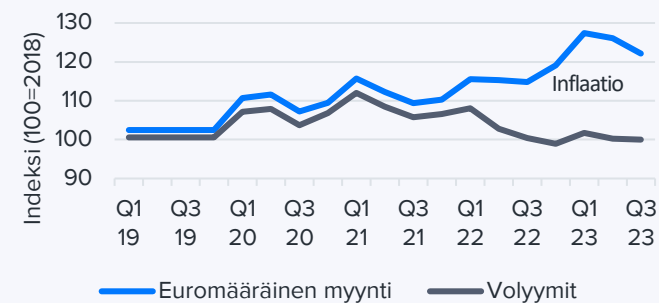
Kuluttajatottumuksissa tapahtuvat muutokset tukevat trendikasvua. Helposti syötävien tuotteiden kysyntä kasvaa ja samalla terveellisten ratkaisujen suosiminen kasvattaa kysyntää uuden tyyppisille snackseille, joiden hinnat ovat usein perinteisiä perunalastuja korkeammat.

Perunalastumarkkinan, joka on snacks-segmentin suurin kategoria, kasvu kiihtyi vuoden 2023 tammi-syyskuussa PTY:n tilastojen mukaan peräti 26 %:iin (volyymikasvu 8 %). Voimakas markkinakasvu johtuu pääosin hintojen noususta kustannusinflaation seurauksena, sillä etenkin kasviöljyjen hinnat nousivat vuonna 2022 erittäin voimakkaasti.

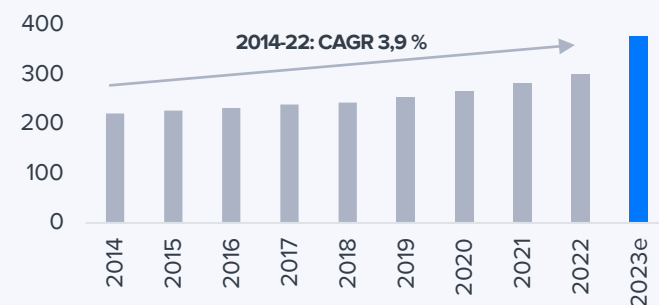
Suomen Foodservice-markkina¹



Elintarvikkeiden myynti päivittäistavarakaupassa



Suomen snacks-markkina (MEUR)¹



1) Euromonitor (2014-18) ja Inderesin arvio PTY:n tilastoja hyödyntäen (2019-23)

3) Päivittäistavarakauppa ry

Toimintaympäristö (2/3)

Hinnat voivat tulevaisuudessa jopa laskea, sillä myös kasviöljyjen hinnat ovat kääntyneet laskuun vuoden 2023 aikana.

Tuotannontekijöiden hintojen vaihtelu voi ajoittain heiluttaa kannattavuutta

Fodelian kannattavuusmarginaalit ovat jossain määrin alttiita raaka-aineiden sekä muiden tuotannontekijöiden, kuten pakkausmateriaalien ja energian hintaheilahteluille. Real Snacksille keskeisimpiä raaka-aineita ovat peruna, kaura ja kasviöljyt. Feelialle keskeisimmät raaka-aineet ovat käsityksemme mukaan lohi, peruna, lihajalosteet ja maitotuotteet. Satokaudet vaikuttavat oleellisesti raaka-aineiden hintakehitykseen. Fodelian tuotannossa käytettävästä energiasta 2,6 GWh (2022) on höyryä, joka tuotetaan fossiilisella kaasulla tai biokaasulla, joiden hinnat vaihtelevat markkinoilla. Höyryn lisäksi tuotannossa käytetään sähköä (~2-3 GWh/v), jonka hinnan kehitys vaikuttaa yhtiön kustannuksiin.

Ruokakaupan keskittyminen vaikuttaa neuvotteluasemaan

Suomen päivittäistavarakaupan myynti vuonna 2022 oli 21,6 miljardia euroa. Toimiala on keskittynyt voimakkaasti K- ja S-ryhmälle, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus on 82,2 %. Päivittäistavarakaupan kolmanneksi suurin toimija on saksalainen Lidl (markkinaosuus 9,8 %).

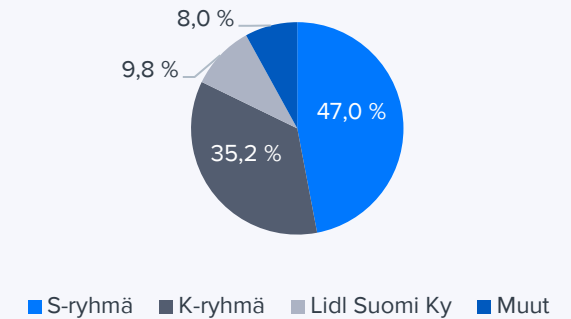
Suurten ketjujen neuvotteluasema elintarviketeollisuuden suuntaan on Suomessa poikkeuksellisen vahva, mikä tarkoittaa, että elintarviketeollisuuden toimijoiden on pitkälti myönnyttävä niiden ehtoihin. Sen lisäksi, että

päivittäistavarakauppa on keskittynyt voimakkaasti suurille toimijoille, ovat nämä samat toimijat vahvasti myös tukkukaupassa, mikä edelleen kasvattaa niiden roolia arvoketjussa. Toimialan arvoketjua on havainnollistettu sivulla 23. Päivittäistavarakaupan merkitys on Fodeliassa suurempi Fodelia Retailille ja pienempi nopeasti kasvavalle Feelialle.

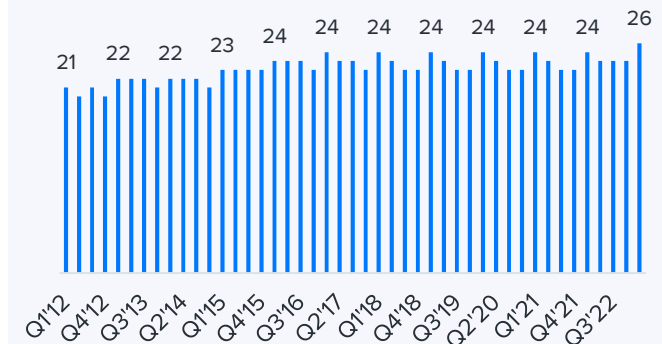
Kaupan omien merkkien kulutus kasvussa

Päivittäistavarakaupassa trendinä on ollut viimeisen vuosikymmenen aikana private label-tuotteiden kasvu. Private labelilla tarkoitetaan kaupan omia tuotemerkkejä (mm. Pirkka ja Kotimaista), joissa kauppa toimii sekä tuotteiden valmistuttajana että myyjänä. Kauppojen omien tuotteiden osuus päivittäistavaraostoksista on noussut 2012-2023 noin 21 %:sta 25 %:iin. Private label-tuotteiden kysynnän ajurina on Suomessa toiminut kuluttajien kasvanut hintatietoisuus, kauppojen halpuuttamiskampanjat, kuluttajien heikko ostovoima sekä viimeisimpänä voimakas kustannusinflaatio. Kaupan omat merkit tarjoavat kuluttajille edullisen vaihtoehdon ja niiden ansiosta kauppa voi määrittellä tuoteryhmän halvimman tuotteen vertailukohtaksi muille valmistajille. Private label-valmistuksessa neuvotteluvoima on vahvasti kaupalla ja se voi tarvittaessa vaihtaa sopimusvalmistajaa hyvin pienin kustannuksin. Private-label valmistuksen etuna on se, että se tarjoaa valmiit jakelukanavat ja korkeammat tuotantovolyymit. Fodelian yhtiöistä Real Snacks on riippuvainen päivittäistavaraoppaketjujen private label -valmistuksesta. Private label -tuotteet muodostavat arviomme mukaan noin 2/3 Real Snacksin liikevaihdosta.

Päivittäistavarakaupan markkinaosuudet Suomessa (2022)³



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



Toimintaympäristö (3/3)

Koulu- ja hoiva-alan ruokailuissa suuri potentiaali

Feelian listautumisen yhteydessä antamien tietojen mukaan Suomen kouluruokailumarkkinan potentiaalinen koko on noin 150 MEUR ja muu julkinen sektori noin 300 MEUR². Markkina on tämän jälkeen kasvanut hintatason nousun vuoksi. Koko lounasmarkkina Suomessa oli listautumisen aikoihin 2,5 miljardia euroa, mistä Feelian tavoiteltu kohdemarkkina noin 600 MEUR. Feelian liikevaihtoennustemme vuodelle 2023 on noin 26 MEUR, joten kohdemarkkinoiden potentiaali on yli kymmenkertainen Feelian nykyiseen liikevaihtoon verrattuna.

Julkisen sektorin lisäksi myös yksityisen puolen hoivamarkkina on Feelialle suuri mahdollisuus. Yhtiön suurimpiin asiakkaisiin kuuluu käsityksemme mukaan jo tällä hetkellä Mehiläisen ja Attendon kaltaisia yksityisiä hoiva-alan toimijoita. Uusia avauksia on tehty myös muiden suomalaisten ja pohjoismaisten hoiva-alan toimijoiden kanssa ja niiden markkinapotentiaali on Feelialle merkittävä tulevaisuuden kasvuajuri.

Kunnilla painetta tehostaa toimintaansa, mikä kasvattaisi yksityisten yhtiöiden osuutta

Julkisen sektorin omistamilla yhtiöillä on erittäin korkea markkinaosuus Suomen catering-toimialasta. Kunnat ovat perinteisesti halunneet pitää ruokahuoltoa omissa käsissään ja hyödyntäneet itse tai yhdessä muiden kuntien kanssa omistamia in-house-yhtiöitä palveluiden tuottamiseen. Omavaraisuuden lisäksi kunnat haluavat ylläpitää paikallisia työpaikkoja ja taloudellista toimeliaisuutta. Kuntien päätöksenteko on hidasta ja kustannussäästöt eivät aina riitä perusteeksi toimintatapojen muuttamiselle.

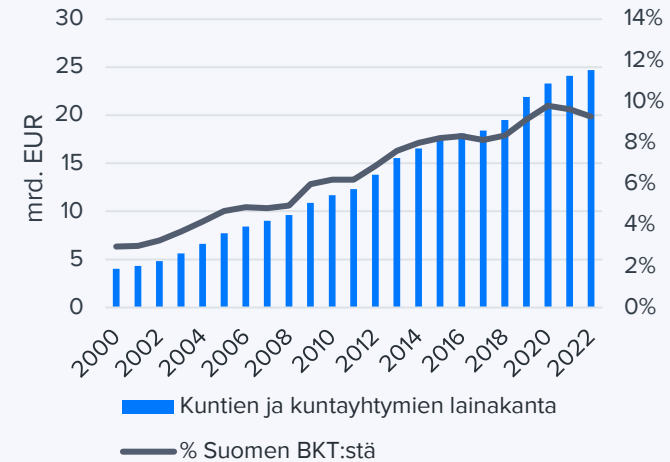
Valtakunnallinen lainsäädäntö kannustaa kuntia kuitenkin hyödyntämään aidosti markkinaehtoisia ratkaisuja säästöjen aikaansaamiseksi. Nykyinen hallitus on kaavaillut rajoituksia kuntien mahdollisuuteen tehdä suoria ostoja ilman kilpailutusta itse omistamiltaan in-house-yhtiöiltä, mikä voisi tukea yksityisen sektorin toimijoiden kuten Feelian markkinaosuutta.

Sosiaali- ja terveyspalveluiden siirtyminen kunnilta hyvinvointialueille vuoden 2023 alussa arviomme mukaan vauhditti kuntien ruokahuollon uudelleenjärjestelyä ja siirsi lisää toimintaa vapaan kilpailun piiriin. Sivistys- ja SOTE-keittiöiden eriytyminen tarkoittaa, että yhä useampi kunta harkinnee ruokapalveluiden ulkoistamista asiakasmäärien putoamisen vuoksi. Valtaosa julkisen sektorin ruokailuista on kuitenkin edelleen kunnallisesti omistettujen yhtiöiden hallussa.

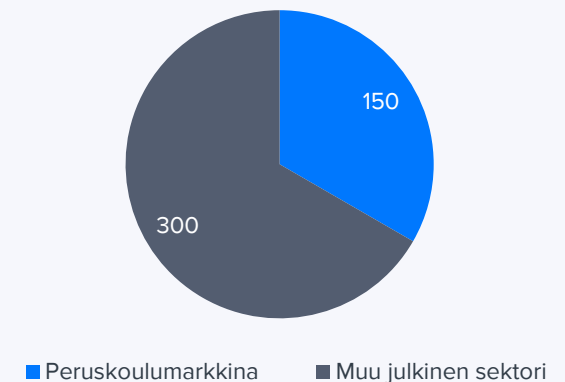
Kilpailijat pääasiassa puhtaita palveluyhtiöitä

Julkisen sektorin ja yksityisten hoiva-alan toimijoiden ruokapalveluiden tuottamisesta kilpailee Feelian ja Fodbarin lisäksi joukko muita toimijoita. Merkittävimmät kilpailijat koostuvat palveluyhtiöistä kuten Palmia, Attendo, Sodexo, Compass Group ja Arkea, joista moni on selvästi Feeliaa ja Fodbaria suurempi. Pitkään säilyvien ruokatuotteiden oma teollinen tuotanto sekä tämän ympärille rakennettu tehokas logistiikka tuovat arviomme mukaan selkeän kilpailuedun Feelialle ja mahdollistavat tehokkaamman sekä vähähiikkisemmän toimintamallin, joka ei vaadi keskuskeittiötä. Pääkilpailijoiden toimintamalli perustuu usein paikalliseen infrastruktuuriin, joka voi olla paikoin kilpailukykyinen. Feelian mallin edut korostuvat etenkin pienemmissä yksiköissä, joihin ruoan tuominen keskuskeittiöistä on tehottominta.

Kuntien velkaantuminen¹



Julkisen sektorin markkinapotentiaali Feelialle (MEUR)²



1) Kuntaliitto ja Tilastokeskus

2) Johdon arvio 2021

Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



* Fodelian rooli on jalostusvaiheen loppupäässä. Yhtiö ei keskity elintarvikkeiden perusraaka-aineiden tuottamiseen, vaan ostaa raaka-aineet ja jalostaa valmistuotteita.

Historiallinen tuloskehitys

Feelia ja yritysostot vetäneet kasvua

Fodelian liikevaihdon kasvu on ollut vuosina 2018-22 keskimäärin 29 % vuodessa, josta 21 %-yksikköä orgaanisesti ja 8 %-yksikköä yritysostojen avulla. Tarkasteluajanjakson yritysostoihin lukeutuvat Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Beofoodin ostot sekä Marjivasun osto elokuussa 2022, joka ei tosin näy vuoden 2022 luvuissa täysimääräisesti.

Orgaaninen kasvu on viime vuosina ollut pääosin Feelian varassa. Feelian orgaaninen kasvu oli vuosina 2019-22 keskimäärin 25 %, mutta kasvu on ollut hidastuvalla trendillä vuoden 2023 aikana, vaikka inflaation myötä toteutetut merkittävät hinnankorotukset ovat osaltaan tukeneet liikevaihtoa. Feelian myynti ravintoloille kärsi merkittävästi koronapandemiasta, mutta yhtiö alkoi kohdistamaan myyntipanostuksia hoiva-alalle, mikä on kantanut hedelmää myös pandemia-ajan jälkeen.

Fodelia Retailin kasvu on ollut historiassa heikompaa. Kuluttajille suunnattu verkkokauppa kasvoi voimakkaasti koronapandemian aikana, mutta vuoden 2023 tammi-syyskuussa liikevaihto laski peräti 28 % v/v. Real Snacks on hyötynyt merkittävästi perunalastumarkkinan sekä private labelin kasvusta vuoden 2023 aikana ja pitkällä aikavälillä kasvu on ollut keskimäärin 8 % (2018-22) eli hyvällä tasolla. Perniön Lihan ja Pita Factoryn liikevaihdon kehitys on kuitenkin ollut viime aikoina erittäin maltillista ja Pita Factoryn kohdalla ajoittain jopa negatiivista. Perniön lihassa tuotevalikoimaa on kavennettu kannattavuuden parantamiseksi. Pita Factory puolestaan on välillä kärsinyt merkittävän foodservice-asiakkaan

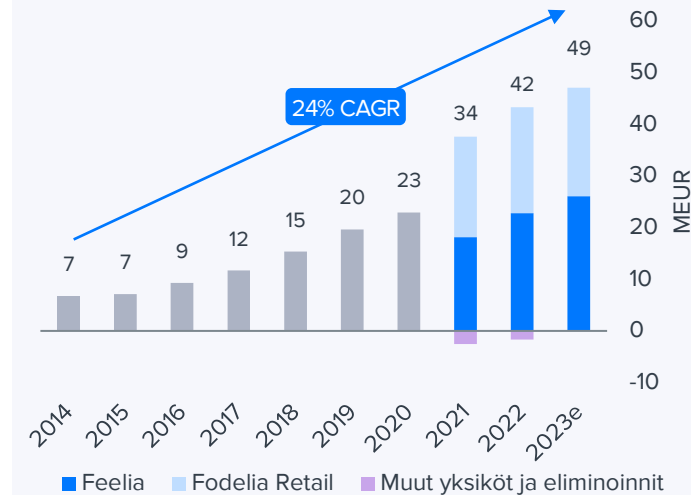
tilausvolyymien vaihtelusta, joskin tilanne on jo osittain korjaantunut.

Feelian kannattavuus palautui hyvälle tasolla, Fodelia Retailissa parantumista odotetaan vielä

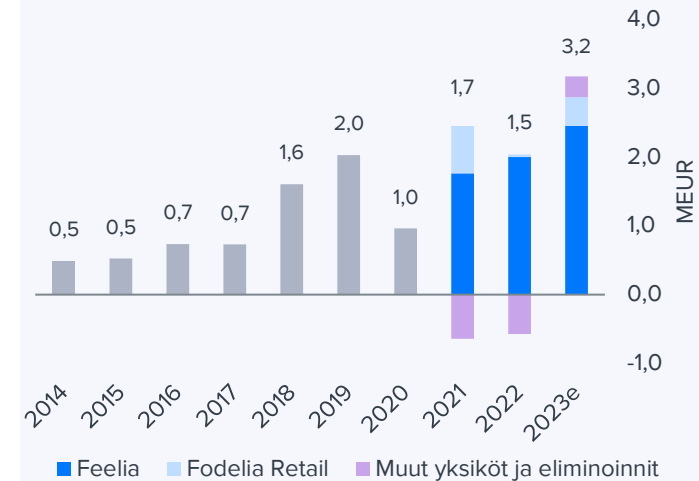
Fodelian kannattavuus on Feeliassa elintarvikealan mittapuulla erittäin hyvää luokkaa, mutta Fodelia Retailissa kannattavuus on vielä heikolla tasolla. Kannattavuuteen on viime vuosina vaikuttaneet mm. haastava toimintaympäristö (korona 2020-21, kustannusinflaatio 2022) sekä kasvupanostukset, jotka ovat paisuttaneet yhtiön kulumassaa. Yritysostoista Perniön Liha ja Pita Factory ovat olleet konsernin kannattavuutta laimentavia ja Marjivasun osto puolestaan paransi konsernin keskimääräistä kannattavuutta.

Vuonna 2021 kannattavuutta painoivat erityisesti keskeneräiset tuotantolaitosinvestoinnit sekä verkkokaupan myötä kasvanut pienpakkausten kysyntä, joka aiheutti väliaikaista tehottomuutta tuotannossa. Vuoden 2022 aikana kustannusinflaatio on painanut kaikkien liiketoimintojen kannattavuustasoja. Lisäksi kasvupanostukset FodNetiin ja Fodbariin, sekä konsernikulujen kasvu ovat rasittaneet kannattavuutta. Myyntihintojen merkittävä korottaminen vuoden 2022 lopulta lähtien on tukenut Fodelian kannattavuutta kaikissa segmenteissä, mutta erityisesti tämä on näkynyt Feelian kannattavuuden parantumisena. Vuoden 2022 organisaatiouudistuksella tavoiteltiin Fodelia Retailin kannattavuuden parantamista. Osa tehostamishyödyistä saatiin realisoitua jo vuoden 2022 lopulta lähtien ja lisää tehokkuushyötyjä on odotettavissa vuoden 2023 jälkipuoliskolla sekä vuoden 2024 alusta.

Konsernin liikevaihdon kehitys



Konsernin EBITA-liikevoiton kehitys



Lähde: Fodelia ja Inderesin ennuste

Taloudellinen asema

Investoinnit ja yritysostot kasvattaneet tasetta

Fodelian taseen loppusumma kesäkuussa 2023 oli 27,3 MEUR, josta enemmistö pitkäaikaisia varoja (17,5 MEUR) ja noin kolmannes lyhytaikaisia varoja (9,8 MEUR). Taseen koko pysyi ennallaan verrattuna edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan ja yhtiö on investoinut melko maltillisesti vuoden 2023 aikana. Investoinnit ovat olleet ajoittain erittäin korkeat yhtiön kasvupanostusten vuoksi (2021-22: 5-6 MEUR), jotka ovat kohdistuneet erityisesti Feelian valmisruokatehtaaseen.

Taseessa oli 2023 H1:n lopussa aineellisia hyödykkeitä 8,5 MEUR, joista valtaosa osa liittyy rakennuksiin, koneisiin ja kalustoon. Aineettomia hyödykkeitä oli 8,8 MEUR, josta konserniliikearvon osuus oli 6,6 MEUR. Valtaosa konserniliikearvosta syntyi Perniön Lihan ja Pita Factoryn oston yhteydessä, mihin voisi periaatteessa kohdistua alaskirjaurisriskiä, mikäli kyseisten yksiköiden kannattavuus jäisi pysyvästi matalaksi.

Feelia investoi vuosina 2020-21 voimakkaasti mm. kiinteistöön ja tuotanto-kalustoon kyetäkseen vastaamaan kasvavaan kysyntään sekä koulu- ja hoivamarkkinalla että kuluttajamyyntiin suunnatuissa pienemmissä pakkauskooissa. Yhtiö teki noin 5 MEUR:n investoinnin (sis. rakennuksen laajennuksen sekä koneet ja laitteet) Pyhännän tehtaalle kolminkertaistaakseen tuotanto-kapasiteetin aiempaan verrattuna. Laitteet ovat moderneja ja tuotantoa on jatkuvasti tehostettu automatisoimalla linjastoa. Tehtaassa on edelleen tilaa kasvattaa tuotantokapasiteettia ja tontilta löytyy myöskin tilaa laajennuksille. Seuraava merkittävä tuotannollinen investointi voisi olla Kokkolaan kaavailtu uusi noin 3-4 MEUR maksava tuotantolaitos nykyisen ahtaan ja iäkkään

vuokrakiinteistön korvaajaksi, mikäli soveltuvaa modernia vuokrakiinteistöä ei löydetä.

Fodelia kevensi tasettaan vuoden 2022 lopussa myymällä ja takaisinvuokraamalla Feelian Pyhännällä sijaitsevan tehtaan hintaan 6,6 MEUR. Arvioimme, että vastaavaa toimintatapaa saatetaan hyödyntää myös tulevaisuudessa esimerkiksi uuden Kokkolan tehtaan kanssa.

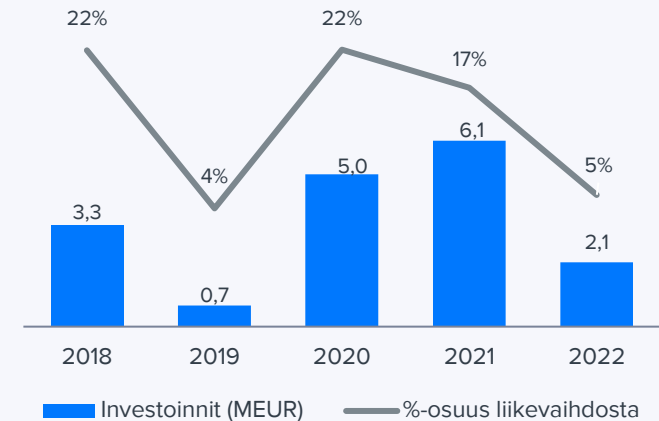
Suhteellinen velkaisuus laskenut

Fodelialla oli kesäkuussa 2023 7,1 MEUR:n nettovelka, joka koostui 3,9 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista, 4,1 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista ja 0,9 MEUR:n käteisvaroista. Nettovelka oli kooltaan 2,1-kertainen suhteessa edellisten 12 kuukauden käyttökatteeseen, mikä on kohtuullinen taso. Arvioimme, että kohtuullinen nettovelan taso elintarvikealalla on tyypillisesti 2-3x EBITDA. Velkaisuus on laskenut merkittävästi Feelian tehdaskiinteistön myynnin seurauksena ja myös kannattavuuden parantuminen on tukenut kassavirtaa sekä taseen tunnuslukuja.

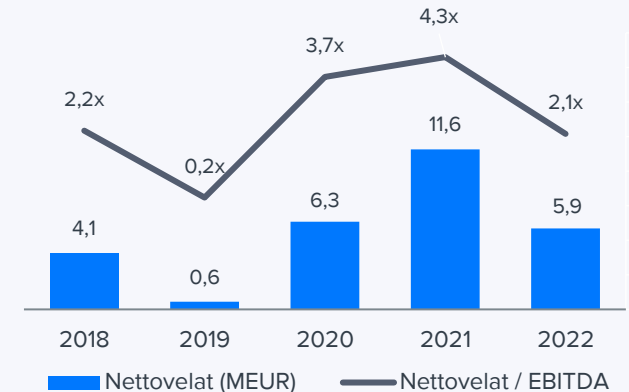
Osingonmaksu kääntynyt kasvuun

Fodelia jakoi osinkoa osakkeenomistajilleen 0,07 euroa per osake tilikausilta 2019 ja 2020, 0,04 euroa per osake tilikaudelta 2021 ja 0,06 euroa kahdessa erässä tilikaudelta 2022. Osinko laski vuonna 2021 mm. koronapandemian aiheuttamien tulosaasteiden sekä taseen velkaantumisen vuoksi, mutta osinkoa nostettiin jälleen vuonna 2022 voitonjakokyvyn kehittyessä positiivisesti. Pidämme positiivisena, että yhtiö on pitänyt kiinni osingonmaksusta haasteidenkin keskellä, sillä osinko tehostaa taseen rakennetta ja ohjaa operatiivista fokusta tehokkuuden parantamiseen nykyisissä liiketoiminnoissa.

Investoinnit (ei sis. yritysostoja)



Nettovelkaantuneisuus



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Uudistettu strategia

Fodelian strategian mukaan yhtiön keskeinen tavoite on olla halutuin ja menestyvin elintarvikealan uudistaja. Yhtiö on asettanut tehtäväkseen kasvattaa suomalaisista elintarvikealan yrityksistä menestystarinoita. Fodelia ei sulje pois kansainvälistymistä strategiassaan, mutta käsityksemme mukaan yhtiö kuitenkin keskittyy tällä hetkellä ensisijaisesti kotimaan markkinalla menestymiseen. Pidämme kotimaahan keskittymistä lähtökohtaisesti positiivisena riskienhallinnan näkökulmasta, sillä yhtiöllä on kotimaassa merkittävästi kasvu- ja arvonnouontipotentiaalia jäljellä etenkin foodservice-vetoisten liiketoimintojen (Feelia, Marjivasu ja Fodbar) kautta. Yhtiön strategiassa mainitaan erikseen mahdollisuus tarvittaessa luopua yhtiön omistamista tytäryhtiöistä. Tämä voisi arviomme mukaan viitata siihen että tulevaisuudessa arvonnouonin kannalta vähemmän keskeisistä liiketoiminnoista voitaisiin luopua sopivan ostajan löytyessä.

Taloudelliset tavoitteet

Fodelia päivitti taloudellisia tavoitteitaan tammikuussa 2022. Fodelia-konsernin nykyiset taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

1. **Liikevaihto** on yli 100 miljoonaa euroa vuonna 2026.
2. **Liikevoittomarginaali** on noin 8-10 %
3. **Sijoitetun pääoman tuotto** on yli 10 %.
4. **Korollisten velkojen** suhde käyttökatteeseen on alle 3.
5. **Osingonjakosuhte** vähintään 35 % tuloksesta.

Tuloskasvuun tähtäävät tavoitteet ovat mielestämme erittäin kunnianhimoiset, sillä tavoitteissa onnistuminen tarkoittaisi liikevoiton kasvattamista 8-10 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä (Q4'22-Q3'23: 2,5 MEUR). Liikevaihdon kasvutavoite (2026: 100 MEUR) vastaa 25 %:n keskimääräistä kasvua vuosien 2023-26 aikana, mikä on mielestämme haastava tavoite ja edellyttäisi orgaanisen kasvun huomattavaa kiihtymistä vuodelle 2023 ennustamaamme tasoon (12 %) nähden. Toisaalta historiassa yhtiö on pystynyt jopa 30 %:n kasvuun vuosina 2018-19, mutta sittemmin orgaaninen kasvu on hidastunut mm. konsernin rakenteen muutoksen myötä yrityskauppojen seurauksena. Vuosien 2020-22 keskimääräinen orgaaninen kasvu oli noin 15 %, mihin tosin koronapandemiolla oli jokseenkin negatiivinen kokonaisvaikutus (foodservice kärsi ja verkkokauppa hyötyi). Fodelian tavoittelema kasvu on tarkoitus saavuttaa pääosin orgaanisesti, mutta pidämme mahdollisena, että Fodelia tulee tekemään myös yritysostoja strategiakauden aikana.

Tavoiteltu 8-10 %:n liikevoittomarginaali ylittää selvästi Fodelian nykyisen kannattavuuden (2022: 2,7 %, 2023e: 5,6 %). Tavoitetta voitaisiin lähestyä, kun kannattavuudeltaan ja kilpailukyvyltään vahvempien liiketoimintojen Feelian ja Marjivasun osuudet kasvavat suhteessa konsernin liikevaihdosta. Ennustamme Feelian kannattavuuden olevan tulevina vuosina konsernin tavoitehaarukan ylälaidan tuntumassa. Fodelia Retailin puolella vuosina 2022-23 toteutettu kannattavuuden parantamiseen tähdännyt organisaatiomuutos voisi myös tuoda Fodeliaa lähemmäs tavoitteen saavuttamista. Perusoletuksemme kuitenkin on, että

kannattavuustavoitteeseen yltäminen on vaikeaa konsernin nykyisellä rakenteella, sillä Fodelia Retailin kannattavuus on arviomme mukaan hyvässäkin skenaariossa selvästi tavoitetta matalampi ja myös konsernin kulut syövät osan liikevoitosta. Mikäli Feelian kasvu ylittäisi odotuksemme, parantaisi se myös yhtiön liikevaihdon rakennetta ja siten tukisi kannattavuustavoitteen saavuttamista.

Tasapainottelua kasvun ja kannattavuuden välillä

Kasvun tavoittelu tyypillisesti kasvattaa kiinteitä kustannuksia etupainotteisesti, joten voimakas kasvuhakuisuus ja kannattavuuden optimointi eivät välttämättä toteudu yhtäaikaaisesti. Fodelia on toki jo viime vuosina panostanut kasvuun merkittävästi ja Feelian tuotantokapasiteetti Pyhännällä mahdollistaa jo nykyisellään huomattavaa kasvua. Toisaalta Feelian irtotuotteisiin keskittyvä tehdas Kokkolassa alkaa olla elinkaarensa päässä, joten sen uusiminen tulee lähivuosina ajankohtaiseksi.

Fodelia Retailin puolella ollaan myös nähty kasvupanostuksia vuosina 2021-22 mm. verkkokaupan kehittämiseksi. Kasvu ei ole toteutunut toivotusti ja vuosien 2022-23 organisaatiouudistus toi painopisteen entistä enemmän kannattavuuden parantamiseen. Pidämme kannattavuuden priorisoimista positiivisena suuntana. Mielestämme kasvupanostuksia tulisi tehdä valikoiden, sillä elintarvikealalla pääoman tuotot jäävät tyypillisesti vaatimattomiksi ja vain alan parhaat liiketoiminnot onnistuvan ylittämään säännöllisesti sijoittajien vaatiman tuottovaatimuksen pääomalle.

Taloudelliset tavoitteet

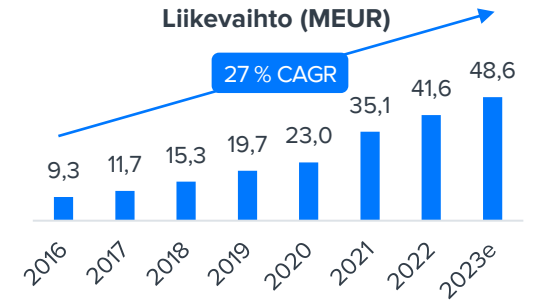
Fodelian keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Lähtökohta


Liikevaihto



Liikevaihto 100 MEUR vuonna 2026
(CAGR 2023-26: 25 %)



Kannattavuus



Liikevoittomarginaali noin 8-10 %
(raportoitu liikevoitto)

Vuosi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Liikevoittomarginaali	6,2 %	10,8 %	9,2 %	3,6 %	4,1 %	2,7 %	5,6 %

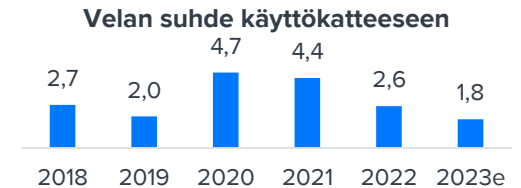
Sijoitetun pääoman tuotto yli 10 %

Vuosi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Sijoitetun pääoman tuotto	26 %	34 %	20 %	5,9 %	5,9 %	3,3 %	12,0 %

Velkaisuus



Velan suhde käyttökatteeseen alle 3x



Osinkopolitiikka



Yli 35 % osingonjakosuhte

Vuosi	2019	2020	2021	2022
Osingonjakosuhte	106 % (EUR 0.07)	79 % (EUR 0.07)	44 % (EUR 0.04)	>1000 % (EUR 0.06)

Ennusteet (1/4)

Feelia toimii kasvun veturina koko konsernille

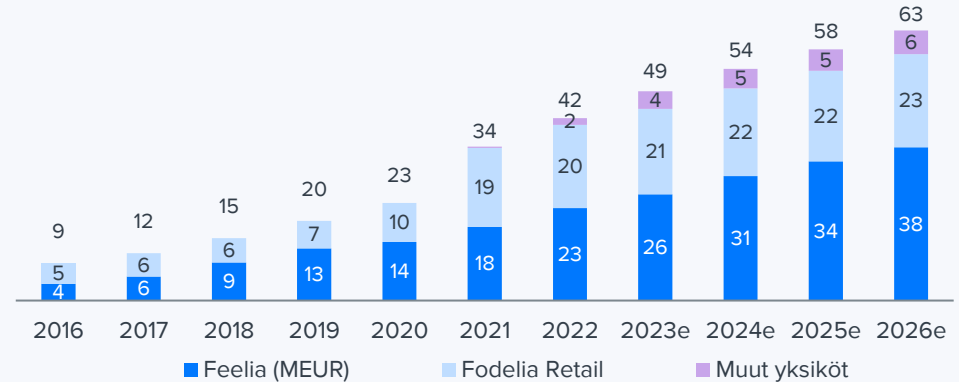
Arvioimme Fodelian liikevaihdon kasvavan 63 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä, mikä tarkoittaa hyvää, keskimäärin 9 %:n kasvua vuosina 2024-26. Ennusteemme jää kuitenkin selvästi yhtiön asettaman 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteen alapuolelle. Fodelia-konserni jakautuu kahteen hyvin erilaisen kasvuprofiilin omaavaan liiketoiminta-alueeseen. Ennustamamme kasvuvauhti vuosille 2024-26 on korkealla 13 %:n tasolla Feeliassa, 10 % Muissa yksiköissä (Marjivasu Oy) ja maltillisella 3 %:n tasolla Fodelia Retailissa.

Odotamme Feelian kasvun jatkuvan hyvällä tasolla

Feelia on kasvanut vuoden 2023 tammi-syyskuun aikana 16 % v/v. Ulkoinen liikevaihto kasvoi samana ajankohtana vahvat 21 %, mutta konsernin sisäinen myynti on kehittynyt heikosti lähinnä Feelia Ruokakaupan myynnin laskun myötä. Hinnankorotukset eivät arvioimme mukaan tue Feelian kasvua enää merkittävästi vuoden 2024 aikana ja foodservice-markkinan kasvu on tasaantunut syksyn 2023 aikana 3 %:n tasolle (elokuu-lokakuu). Feelia kuitenkin voitti kesällä 2023 vuositasolla vähintään 4 MEUR:n sopimuksen Pilke Päiväkotien kanssa, joka arvioimme mukaan tukee vuoden 2024 liikevaihtoa 3 MEUR:lla v/v. Emme ole sisällyttäneet vuoden 2024 ennusteisiimme muita merkittävän kokoisia yksittäisiä asiakkuuksia Pilke Päiväkotien lisäksi, mutta arvioimme pienempien asiakkuuksien tuovan kasvua vielä 1,4 MEUR:n verran Pilke-sopimuksen lisäksi. Feelian ruokaratkaisut ovat innovatiivisia ja kustannustehokkaita, mikä yhdistettynä suureen loppumarkkinaan tarjoaa runsaasti kasvupotentiaalia. Kasvuennusteissamme voisi siis olla nousuvaraa, mikäli yhtiö tiedottaisi jälleen merkittävistä uusista asiakassopimuksista.

Ennustamme Feelian kasvun jatkuvan vahvalla 17 %:n tasolla vuonna 2024 ja hidastuvan asteittain 12 %:iin ja 10 %:iin vuosina 2025-26. Mikäli sisäisen myynnin kasvu jää ennustamaamme 3 %:iin, tarkoittaisi tämä että ulkoisen myynnin täytyy kasvaa vielä hieman keskimääräistä kasvua nopeammin. Potentiaalia on selkeästi suurempaankin kasvuun, mikäli yhtiö voittaa lisää suuria asiakkuuksia tai mikäli julkisen hoiva-alan ruokahuolto vapautuisi nykyistä suuremmissa määrin kilpailulle. Samalla korkeiden suhteellisten kasvulukujen ylläpitäminen muuttuu kasvun myötä asteittain aiempaa haastavammaksi.

Konsernin liikevaihdon kehitys¹



Feelian kasvun kannalta keskeiset ajurit

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Feelia liikevaihto	18,1	22,8	26,2	30,6	34,3	37,7
Orgaaninen kasvu-%	24 %	26 %	15 %	17 %	12 %	10 %
-josta ulkoista liikevaihdon kasvua	9 %	40 %	22 %	18 %	13 %	11 %
-josta sisäistä liikevaihdon kasvua	116 %	8 %	-27 %	3 %	3 %	3 %
Orgaaninen kasvu (MEUR)	1,9	4,7	3,4	4,5	3,7	3,4
-josta ulkoista liikevaihdon kasvua	0,3	4,4	4,3	4,4	3,6	3,4
-josta sisäistä liikevaihdon kasvua	1,6	0,2	-0,9	0,1	0,1	0,1
Kasvua tiedotetuista sopimuksista	1,0	2,5	4,0	3,0		
Muu ulkoisen liikevaihdon kasvu	-0,7	1,9	0,3	1,4		
Yleiset markkina-ajurit						
Foodservice-tukkukaupan kasvu	6 %	16 %	8 %	3 %	3 %	3 %
Elintarvikkeiden inflaatio	3 %	10 %	7 %	2 %	2 %	2 %

1) Graafi ei esitä sisäisen liikevaihdon eliminoiteja, mutta eliminoinnit on huomioitu palkkien yläpuolisessa kokonaisliikevaihtoluvussa.

Lähde: Inderes ja PTY

Ennusteet (2/4)

Fodelia Retailin kasvunäkymät maltilliset

Fodelia Retailin kasvu on vuoden 2023 tammi-syyskuussa ollut vain 3 %, mikä alittaa ruokaan kohdistuneen inflaation. Odotamme kasvun pysyvän vakaana 3 %:ssa myös tulevina vuosina, vaikka hinnankorotuksista saatava tuki heikkeneekin. Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Real Snacksin liikevaihtonäkymät ovat melko vakaat. Odotamme näiden liiketoimintojen liikevaihdon seuraavan pitkälti elintarvikemarkkinan kasvutason, joka on tyypillisesti melko matala (2-3 %). Real Snacksin puolella voidaan jopa nähdä markkinahintojen laskua, sillä perunalastujen hinnat nousivat vuonna 2023 voimakkaasti (tammi-syyskuussa +16 % v/v) mm. kasviöljyjen hinnan mukana. Kasviöljyjen tukkuhinnat ovat kuitenkin jo kääntyneet laskuun, mikä voi vaikuttaa viiveellä elintarvikkeiden kuluttajahintoihin. Kuluttajien heikentynyt ostovoima voi edelleen tukea Real Snacksin private label –myyntiä, mutta toisaalta aiheuttaa painetta Perniön lihan valmistamille korkeamman hintakategorian tuotteille. Siirtymä private label –tuotteisiin on tukenut Real Snacksia ja oletamme yhtiön pystyvän pitämään tähän mennessä voitettua private label –volyymit.

Feelia-tuotteiden verkkokauppamyynti on merkittävä muuttuja Fodelia Retailin kasvuyhtälössä (osuus liikevaihdosta noin 19 % 2023e). Verkkokauppamyynti on laskenut 28 % vuoden 2023 tammi-syyskuun aikana. Laskun jatkuminen tai myynnin kääntyminen takaisin nousuun voisi tuoda näkyvän vaikutuksen liiketoiminta-alueen lukuihin. Perusoletuksemme kuitenkin on, että vuoden 2023 lasku johtui pandemian päättymisen aiheuttamasta

kertaluontoisesta muutoksesta kuluttajien käyttäytymisessä, minkä jälkeen liikevaihdon kehitys vakautuisi vuonna 2024.

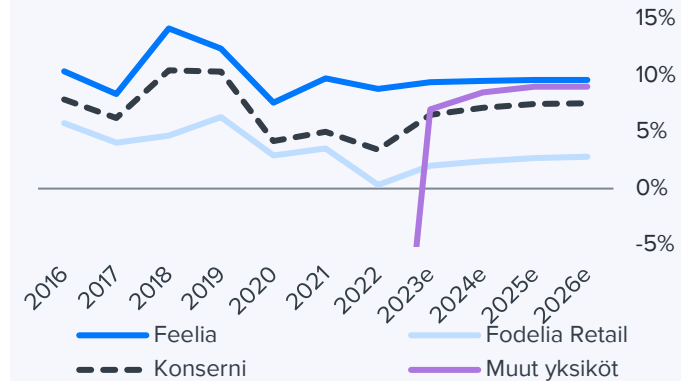
Marjajasulla mahdollisuus synergistiseen kasvuun

Muut yksiköt –rivillä raportoidaan elokuussa 2022 ostettu Marjajasu Oy. Marjajasun liikevaihto kasvoi vuonna 2022 10 % ja näemme yhtiöllä edelleen mahdollisuuksia markkinaa nopeampaan kasvuun (liikevaihdon kasvu 2024-26e: 10 %). Yhtiö voi hyödyntää Feelian nykyistä asiakaskantaa mehu- ja sosetuotteiden myynnissä. Marjajasu investoi vastikään uuteen pakkauslinjaan mahdollistaakseen myynnin pienempiin asiakasyksiköihin, joissa Feelia on käsityksemme mukaan vahvasti läsnä.

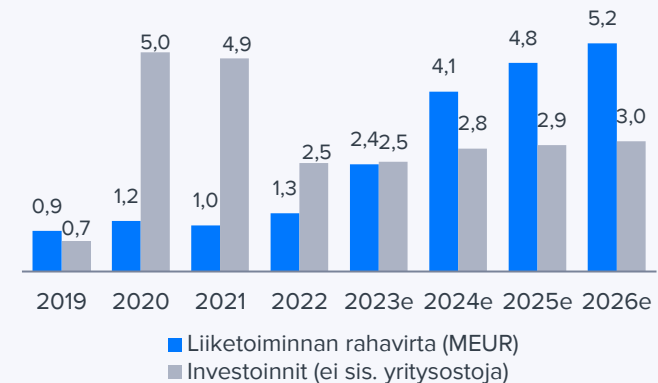
Arvioimme kannattavuuden parantuvan edelleen

Fodelia on saanut kannattavuuden korjattua vuoden 2022 kustannushaasteiden jäljiltä mm. sisäisten tehostamistoimien sekä hinnankorotusten avulla. Feelian liikevoittomarginaali ylittää kuluvana vuonna (2023e) ennusteissamme 9,4 %:iin ja Fodelia Retailin 2,0 %:iin. Arvioimme Feelian liikevoittomarginaalin parantuvan edelleen 9,5-9,6 %:iin vuosina 2024-26, mutta skaalan parantuessa suurempikin parantaminen voi olla mahdollinen. Fodelia Retailissa parantamisen varaa on suhteellisesti enemmän, sillä yhtiö on toteuttanut tehostamistoimia vuoden aikana, joiden tulisi näkyä luvuissa vuoden 2023 lopulta alkaen. Ennustamme Fodelia Retailin EBIT-marginaalin parantuvan 2,4-2,8 %:iin vuosina 2024-26.

EBITA-marginaalin kehitys



Liiketoiminnan rahavirta ja investoinnit



Ennusteet (3/4)

Muut yksiköt -tulostuloksiin sisältyy konsernin kustannukset sekä Marjivasun tulos. Ennustamme Muiden yksiköiden tuloksen yltävän positiiviseksi jo vuoden 2023 osalta (0,3 MEUR) ja parantuvan 0,4-0,5 MEUR:oon vuosina 2024-25. Konsernitasolla oikaistu EBIT-marginaali kasvaisi siis 7,1-7,5 %:iin vuosina 2024-26 (2023e: 6,5 %). Raportoitu EBIT-marginaali kasvaisi vuosina 2024-26 6,3-6,8 %:iin, mikä jää jonkin verran yhtiön tavoitetasosta (8-10 %).

Fodbarissa odotetaan tuloskäännettä lähivuosina

Fodelian 50 %:sti omistamasta yhteisyrityksestä Fodbarista ei raportoida liikevaihtoa Fodelia-konserniin vaan ainoastaan omistuksen tulososuus raportoidaan osana rahoitustuottoja ja -kuluja. Fodbarin liikevaihto on käsityksemme mukaan vuoden 2023 aikana kohonnut lähelle 10 MEUR:ia vuoden 2022 lopussa voitettujen palvelusopimusten myötä. Kausiluonteisesti suotuisalla Q3:lla yhtiön tulos nousi jo positiiviseksi, mutta koko vuoden 2023 osalta tulos on vielä negatiivinen. Ennustamme tuloksen olevan vuonna 2024 neutraali ja vuosina 2025-26 positiivinen (0,2-0,3 MEUR). Tyypillisesti Fodbarin liiketoiminnassa sopimusten ensimmäiset 6-9 kuukautta ovat kannattavuuden osalta heikompaa aikaa, minkä jälkeen tehokkuus parantuu ja mahdollisuus tuloksenteleeseen kasvaa.

Terve tase mahdollistaa investoinnit

Fodelia saattaa lähivuosina investoida uuteen irtotuotteiden (pyörykät, pihvit, kalapuikot) tehtaaseen Kokkolassa, mikä voisi edellyttää 3-4 MEUR:n investointia ja kasvattaa nettovelkaa. Olemme huomioineet tätä ennusteissamme ja asettaneet vuosien 2024-26 investoinnit

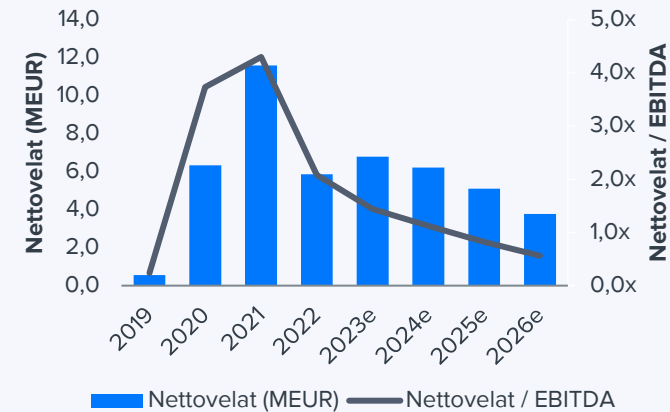
keskimäärin 55 % käyttömajauspoistoja suuremmiksi. Tämä tarkoittaisi, että käyttömajausinvestoinnit ylittävät käyttömajauspoistot noin 1 MEUR:illa per vuosi.

Vuoden 2022 lopussa toteutunut Feelian tehtaan myynti ja takaisinvuokraus sekä vuoden 2023 aikana toteutunut kannattavuuskäännös ovat parantaneet Fodelian rahoitusasemaa. Nettovelka on vuoden 2023 lopussa ennusteemme mukaan 6,8 MEUR, mitä hieman kasvattaa käyttöpääoman sitoutuminen vuoden 2023 aikana. Nettovelka suhteessa käyttökatteeseen on vuoden lopussa terveellä 1,4x tasolla, sillä arviomme mukaan terve maksimitaso olisi noin 3x. Rahoituskustannukset ovat vuosien 2023-26 ennusteissamme 0,4-0,5 MEUR välillä. Raportoitu osakekohtainen tulos olisi siten 0,21 euroa vuonna 2023e ja 0,30-0,42 euroa 2024-26e.

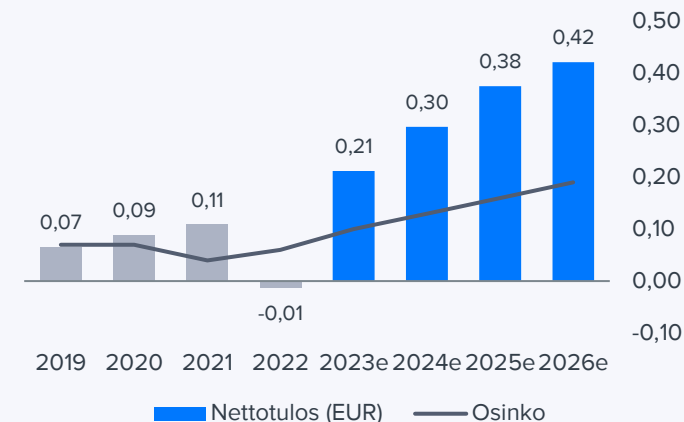
Osinko kasvaa tuloksen mukana

Yhtiön osingonmaksupolitiikka on jakaa vähintään 35% nettotuloksesta osakkeenomistajille. Ennustamme yhtiön kasvattavan osingonmaksuaan tulevina vuosina taseen parantumisen, toteutuneen kannattavuuskäänteen ja positiivisten tulostulosten ansiosta. Ennustamme vuoden 2023 osingon kasvavan 0,10 euroon per osake (2022: 0,06 euroa), mikä tarkoittaisi 47 % osingonjakosuhdetta raportoidusta nettotuloksesta. Kokkolan tehtaan investointipäätösten ajoittumisella voi kuitenkin olla pieni vaikutus osingon kehittymiseen lyhyellä aikavälillä. Osinkoa saatetaan myös jatkossa jakaa kahdessa osassa vastaavasti kuten vuoden 2022 osingosta 0,03 euroa maksettiin keväällä 2023 ja jälkimmäinen 0,03 euroa loppuvuodesta 2023.

Nettovelkaantuneisuuden kehitys



Raportoitu nettotulos ja osinko per osake



Ennusteet (4/4) - Ennustemuutokset

Nostimme hieman Feelian kasvuennusteita

- Teimme laajan raportin laatimisen yhteydessä hienosäätöä kasvuennusteisiimme. Nostimme Feelian kasvuennusteita vuosien 2024-25 osalta. Uudet kasvuennusteemme olettavat kasvun jatkuvan vahvana tulevinä vuosina uusien asiakkuuksien myötä. Oletamme, että vuoden 2023 Q3:lla nähty heikentynyt orgaaninen kasvu (8 % v/v) jää väliaikaiseksi ja sisäisen liikevaihdon lasku pysähtyy vuonna 2024. Ennustamme Feelian vuosien 2024 ja 2025 orgaanisen kasvun olevan 17 % ja 12 %. Ennusteissa olisi yhä nousuvaraa vuoden 2024 osalta, mikäli uusia merkittäviä asiakassopimuksia saataisiin jo vuoden 2024 alkupuolella.
- Laskimme hieman Fodelia Retailin kasvuoletuksia. Aikaisempi oletettu kasvuvauhti vuosille 2024-25 oli 5 %, kun uusi oletuksemme on 3 %. Emme toistaiseksi näe, miksi kasvu ylittäisi lähivuosina elintarvikemarkkinan oletetun kasvuvauhdin.
- Konsernitason liikevaihtoennusteemme nousivat 3-5 % vuosien 2024-25 osalta. Liikevoittoennusteemme nousivat 4-7 %, sillä tehdyt muutokset tarkoittavat liikevaihdon rakenteen muuttuvan kannattavammaksi.
- Laskimme hieman Fodbarin kannattavuusennusteita, mikä näkyy rahoituskulurivillä. Muutosten seurauksena vuoden 2023 nettotulosennuste laski 2 %. Tehdyt muutokset vaikuttavat myös vuosien 2024-25 nettotulosennusteisiin laskevasti ja siten osittain peittävät alleen kasvuennusteiden nostamisen vaikutusta nettotulokseen. Vuosien 2024-25 nettotulosennusteet nousivat 1-3 %.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	48,6	48,6	0 %	52,5	53,9	3 %	55,6	58,3	5 %
Käyttökate	4,7	4,7	0 %	5,4	5,5	2 %	6,2	6,2	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,2	3,2	0 %	3,7	3,8	4 %	4,1	4,4	6 %
Liikevoitto	2,7	2,7	0 %	3,3	3,4	4 %	3,7	3,9	7 %
Tulos ennen veroja	2,2	2,1	-3 %	2,9	2,9	1 %	3,6	3,7	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,27	0,27	-2 %	0,35	0,35	1 %	0,42	0,43	3 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,13	0,13	0 %	0,16	0,16	0 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus (1/3)

Kiinnostava sijoitusprofiili perustuu Feeliaan

Fodelia on elintarvikealan konserni, joka koostuu kahdesta kilpailukyvyltään eritasoisesta liiketoiminta-alueesta. Feelia on näistä kilpailukyvyiltään selvästi vahvempi, mikä näkyy hyvänä sijoitetun pääoman tuottona ja vahvana kasvuna. Fodelia Retail sen sijaan koostuu useista liiketoiminnoista, joiden keskimääräinen kilpailukyky on keskinkertainen, mikä matalampana kannattavuutena ja vaatimattomana kasvuna. Feelian osuus konsernin tuloksesta on kuitenkin hallitseva ja osuus liikevaihdostakin jo yli puolet, joten arvonmäärityksessä tulee mielestämme painottaa enemmän Feelian houkuttelevaa sijoitusprofiilia (yhdessä Marjivasun ja Fodbarin kanssa). Elintarvikealan yhtiölle tyypilliseen tapaan myös Fodelian loppumarkkina on defensiivinen, joskin nopeat muutokset kustannusympäristössä voivat toisinaan heiluttaa kannattavuutta. Sijoituskohteen arvostukseen voi vaikuttaa heikentävästi yhtiön pieni koko ja suhteellisen monimutkainen rakenne.

Tulospohjainen arvostus houkuttelee

Katsomme Fodelian osakkeen arvostusta ensisijaisesti tulospohjaisten arvostuskerrointen kautta. Osakkeen tulospohjainen arvostus on jo vuoden 2023 ennusteillamme melko edullinen (oik. EV/EBIT: 13,5x) ja laskee 11,0x ja 9,4x tasoille vuosina 2024-25, mikäli ennustettu kasvu (lähinnä Feeliassa) sekä kannattavuuden parantuminen (Fodelia Retailissa) toteutuvat oletustemme mukaisesti. Kohonnut korkoympäristö ja heikentynyt osakemarkkina ovat leikanneet erityisesti kasvuyhtiöiden hyväksytyjä arvostuskertoimia ja näin on käynyt myös Fodelian

kohdalla. Toisaalta korkoympäristön kääntyminen laskuun voi osittain kääntää edellä mainittua kehitystä. Osakemarkkina saattaa myös vielä hieman epäillä yhtiön kestäväää kannattavuustasoa viime vuosien haasteiden jälkeen, mutta uskomme arvostuksen vahvistuvan hiljalleen, mikäli yhtiö onnistuu todistamaan, että kannattavuuskäänteä jää pysyväksi. Fodelian hyvä kasvuprofiili ja pääoman tuotto oikeuttavat osakkeelle mielestämme korkeammat arvostuskertoimet suhteessa kotimaisiin listattuihin elintarvikealan yhtiöihin keskimäärin. Olemme seuraavalla sivulla demonstroineet liiketoiminnan eri palojen arvoa osien summa –arvostusmenetelmän avulla.

Tuotto-odotus oikeuttaa lisää-suosituksen

Arvioimme Fodelian osakkeen tuotto-odotuksen asetuvan 15-20 %:n tasolle, mikä ylittää oman pääoman kustannuksen (9,0 %). Nykyisillä ennusteillamme oikaistu liikevoitto kasvaisi keskimäärin 17 %/v vuosien 2024-25e aikana. Nykyinen noin (2023e) 13-14x EV/EBIT-kerroin on mielestämme kestävä taso myös tulevia vuosia ajatellen ja mikäli Feelian kasvu pysyy vielä pitkään yli 10 %:n, uskomme että arvostuskertoimissa voisi myös olla hieman nousuvaraa. Osinkotuotto 2 %:n tasolla (2023e) tuo pientä tukea, mutta ei arviomme mukaan ole keskeinen ajuri arvostukselle.

Asetamme suosituksemme tasolle lisää (ennallaan) ja nostamme tavoitehinnan 5,2 euroon per osake (aik. 5,0). Osakkeen kehityksen kannalta merkittäviä ajureita tulevat olemaan ainakin kannattavuuskäänteeseen kestävyys, Feelian orgaaninen kasvu sekä mahdolliset yritysjärjestelyt, joihin voi sisältyä myös arvonluontipotentiaaliaan heikompien osien divestointeja.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,48	4,48	4,48
Osakemäärä, milj. kpl	8,04	8,04	8,04
Markkina-arvo	36	36	36
Yritysarvo (EV)	43	42	41
P/E (oik.)	16,8	12,7	10,4
P/E	21,1	15,1	11,9
P/Kassavirta	>100	20,3	15,9
P/B	2,6	2,3	2,0
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,6	6,6
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,0	9,4
Osinko/tulos (%)	47,1%	43,8%	42,6%
Osinkotuotto-%	2,2%	2,9%	3,6%

Lähde: Inderes

Fodelian arvostusta tukevia tekijöitä:

- Feelian kilpailukykyinen liiketoimintamalli ja vahvat kasvunäkymät
- Defensiivinen loppumarkkina
- Suuri markkinapotentiaali

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Toimintaympäristön äkilliset muutokset voivat vaikuttaa negatiivisesti yhtiöön
- Fodelia Retailin kasvunäkymä ja keskimääräinen kannattavuus maltilliset
- Monimutkainen rakenne pieneksi yhtiöksi

Osakkeen arvostus (2/3)

Osien summa –menetelmä osoittaisi osakkeen arvoksi 5,1 euroa

Koska Fodelia koostuu kahdesta hyvin erilaisen kasvu- ja kannattavuusprofiilin omaavasta liiketoiminta-alueesta, sekä muista osista, pidämme osien summa –arvostusmenetelmää hyödyllisenä työkaluna arvonmäärittämisessä.

Feelia on kahdesta liiketoiminta-alueesta selvästi nopeammin kasvava (2024-26 ennustettu liikevaihdon kasvu keskimäärin 13 %) ja kannattavampi (EBIT 2023e: 9,4 %, ROIC 2022: 15,5 %). Annamme osien summassa Feelialle käyväksi arvostuskertoimeksi 15x, mikä ylittää selvästi suomalaisen elintarvikealan tason (mediaani ja keskiarvo välillä 10-12x).

Fodelia Retail sisältää useita eri liiketoimintoja. Liiketoiminta-alueen keskimääräinen kannattavuus on melko keskiverto tai jopa hieman keskimääräistä heikompi verrattuna kotimaisiin listattuihin elintarvikealan yhtiöihin. Liiketoiminta-alueen sisältä löytyy kilpailukyisiäkin liiketoimintoja, mutta keskimäärin pidämme kilpailukykyä vaatimattomana. Tästä syystä annamme Fodelia Retailiin käyväksi arvostuskertoimeksi EV/EBIT 10x.

Muut yksiköt sisältävät erittäin kannattavan Marjavasu Oy:n sekä konsernin kustannuksia. Laskemme muiden yksiköiden arvostuskertoimen perustuen Feelian ja Fodelia Retailiin keskimääräiseen painotettuun EV/EBIT-kertoimeen. Feelian korkea paino nostaa kertoimen korkeaksi 14,3x:een.

Fodbarin kohdalla määritämme arvon EV/liikevaihto-kertoimella. Valitsimme kertoimeksi 0,4x, mikä on korkea suhteessa Fodbarin toistaiseksi heikkoon kannattavuuteen. Haluamme kuitenkin antaa arvoa yhtiön kasvumahdollisuuksille sekä mahdollisuudelle parantaa kannattavuutta tulevaisuudessa. Oletamme vuoden 2023 liikevaihdoksi 10 MEUR. Fodbarin koko yritysarvoksi tulisi siten 4 MEUR, josta Fodelian osuus olisi 2 MEUR.

Nettovelka huomioiden osakkeen käypä arvo olisi osien summalla laskettuna 5,1 euroa per osake. Tämä vastaisi käypää oik. EV/EBIT-kerrointa 15,1x vuoden 2023e tuloksella tai 12,3x vuoden 2024e tuloksella. Oikaistu P/E-luku olisi vastaavasti 19,1x (2023e) tai 14,5x (2024e). P/B asettuisi 2,9x-tasolle. Pidämme mahdollisena, että markkina ei anna arvoa esimerkiksi Fodbarin kaltaiselle ulos päin melko näkymättömälle osalle ja muutoinkin hinnoittelee Fodelian osaketta alle teoreettisen osien summan yhtiön monimutkaisen rakenteen vuoksi.

Osien summa –arvonmäärittäminen menetelmä (MEUR)

	EBITA 2023e	EV/EBIT- kerroin	Arvo per osake (EUR)	2024e ennusteilla	2025e ennusteilla
Feelia	2,5	15,0x	4,6	5,4	6,1
Fodelia Retail	0,4	10,0x	0,5	0,6	0,7
Muut yksiköt	0,3	14,3x	0,5	0,7	0,8
Nettovelat	6,8		-0,8	-0,8	-0,6
	Liikevaihto 2023e	EV/liikevaihto- kerroin			
Fodbar	10,0	0,4x	0,2	0,2	0,2
Yhteensä			5,1	6,3	7,3

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet

Yhtiö	EV/EBIT 2023e	EV/liikevaihto 2023e
Apetit	9,7	0,4
Atria	10,6	0,3
Raisio	14,2	1,2
Orkla	14,3	1,5
Danone	14,9	1,8
Cloetta	9,4	0,9
Nestle	19,6	3,4
Kellogg	12,9	1,7
Kraft Heinz	12,4	2,4
Keskiarvo kotimaiset	11,5	0,6
Keskiarvo kansainväliset	13,0	1,0
Keskiarvo (kaikki)	13,9	1,9
Mediaani (kaikki)	13,6	1,8

Osakkeen arvostus (3/3)

Korkea tasepohjainen arvostus heijastelee hyvää pääoman tuottoa

Ennustamme vuoden 2023 lopun omaksi pääomaksi 14 MEUR eli 1,75 per osake. Tämä vastaisi osakkeen nykykurssilla P/B-kerrointa 2,6x, mikä ylittää sekä verokkiryhmän keskiarvon (2,1x) että mediaanin (1,2x). Korkeahkolla tasepohjaiselle arvostukselle löytyy perusteita. P/B-arvostuserot heijastelevat yhtiön kykyä kasvaa ja tehdä tuottoa sijoitetulle pääomalle. Fodelian pääomantuottoluvut ovat olleet korkeita historiassa ja muutaman vaikean vuoden jälkeen kohonneet jälleen toimialan keskimääräisiä tasoja vahvemmiksi vuoden 2023 aikana (2023e ROI: 12,0 %, ROE: 12,6 %). Myös Fodelian orgaaniset kasvunäkymät ovat selvästi paremmat kuin toimialalla, jonka kasvu tyypillisesti noudattelee BKT:n kehitystä. Siksi myös kasvunäkymillä voidaan perustella korkeaa tasepohjaista arvostusta suhteessa verrokeihin.

DCF-arvonmääritys

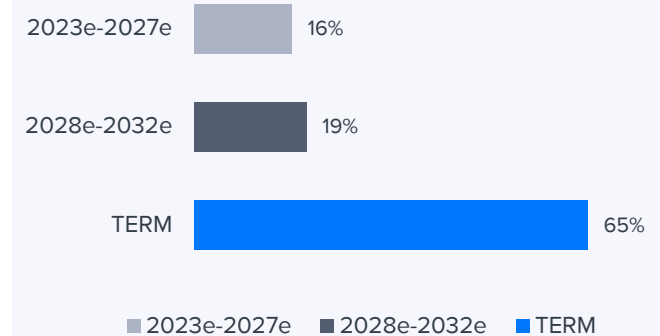
Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Fodelian oman pääoman arvoksi 42,4 MEUR (5,3 euroa per osake). Ennustemallissamme 2023-26 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on hyvää (11 %/v.), mutta selvästi hitaampaa kuin historiassa ja jää alle yhtiön tavoitteen (yhtiö tähtää 100 MEUR liikevaihtoon vuonna 2026, meidän ennusteemme on 63 MEUR). Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 5 %:n tasolle vuosina 2027-31. Vuodesta 2032 alkavalla terminaali-jaksolla kasvu on 2,5 %. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2026 mennessä 6,8 % tasolle ja pysyy sillä tasolla ennusteperiodin loppuun asti (yhtiön keskipitkän aikavälin tavoite noin 8-10 %).

EBIT-marginaalioletuksemme terminaali-jaksolle on 5,5 %. Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 7,8 %, mikä on suhteellisen maltillinen ottaen huomioon Fodelian liiketoiminnan kehitysvaiheen ja ennusteisiin liittyvän jonkinasteisen riskitason. Terminaalijakson osuus rahavirroista on 65 %, mikä on korkeampi verrattuna muihin toimialan yhtiöihin ja siten heijastelee sijoituksen suhteellisesti korkeampaa riskitasoa.

Tavoitteisiin yltäminen epätodennäköistä, mutta toteutuessaan moninkertaistaisi osakkeen arvon

Mikäli Fodelia yltäisi 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen ja liikevoittomarginaali nousisi tavoitellun vaihteluvälin (8-10 %) keskikohtaan vuonna 2026, tarkoittaisi tämä 9 MEUR:n liikevoittoa. Maltillisella 12x EV/EBIT-kertoimellakin tämä tarkoittaisi jopa 13,4 euron osakekohtaista hintaa, eli kurssi voisi näillä oletuksilla nousta noin kolminkertaiseksi nykyiseltä tasoltaan. Kolmelle vuodelle jaettuna tämä tarkoittaisi 44 %:n vuotuista tuottoa. Vaikka näemme Fodelialla suotuisat tuloskasvunäkymät ja hyvän kilpailukyvyn Feelian kautta, taloudellisten tavoitteiden toteutuminen on mielestämme nykytiedon valossa epätodennäköistä. Esimerkiksi yhtiön kasvutahti ei ole toistaiseksi lähelläkään vaadittua tasoa liikevaihtotavoitteen saavuttamiseksi orgaanisesti.

DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili

1.

Feeliassa vahva kilpailukyky ja kasvua suurikokoisella markkinalla

2.

Fodelia Retailin liiketoimintojen keskimääräinen kilpailukyky maltillinen

3.

Toimialan kysyntäkuva defensiivinen, mutta kustannusten hallinta voi ajoittain heiluttaa kannattavuutta

4.

Johto ja henkilöstö sitoutuneita yhtiöön huomattavan omistuksen kautta

5.

Tuloskasvusta huolimatta investoinnit ja käyttöpääoman sitoutuminen voivat rajoittaa vapaata kassavirtaa

Potentiaali



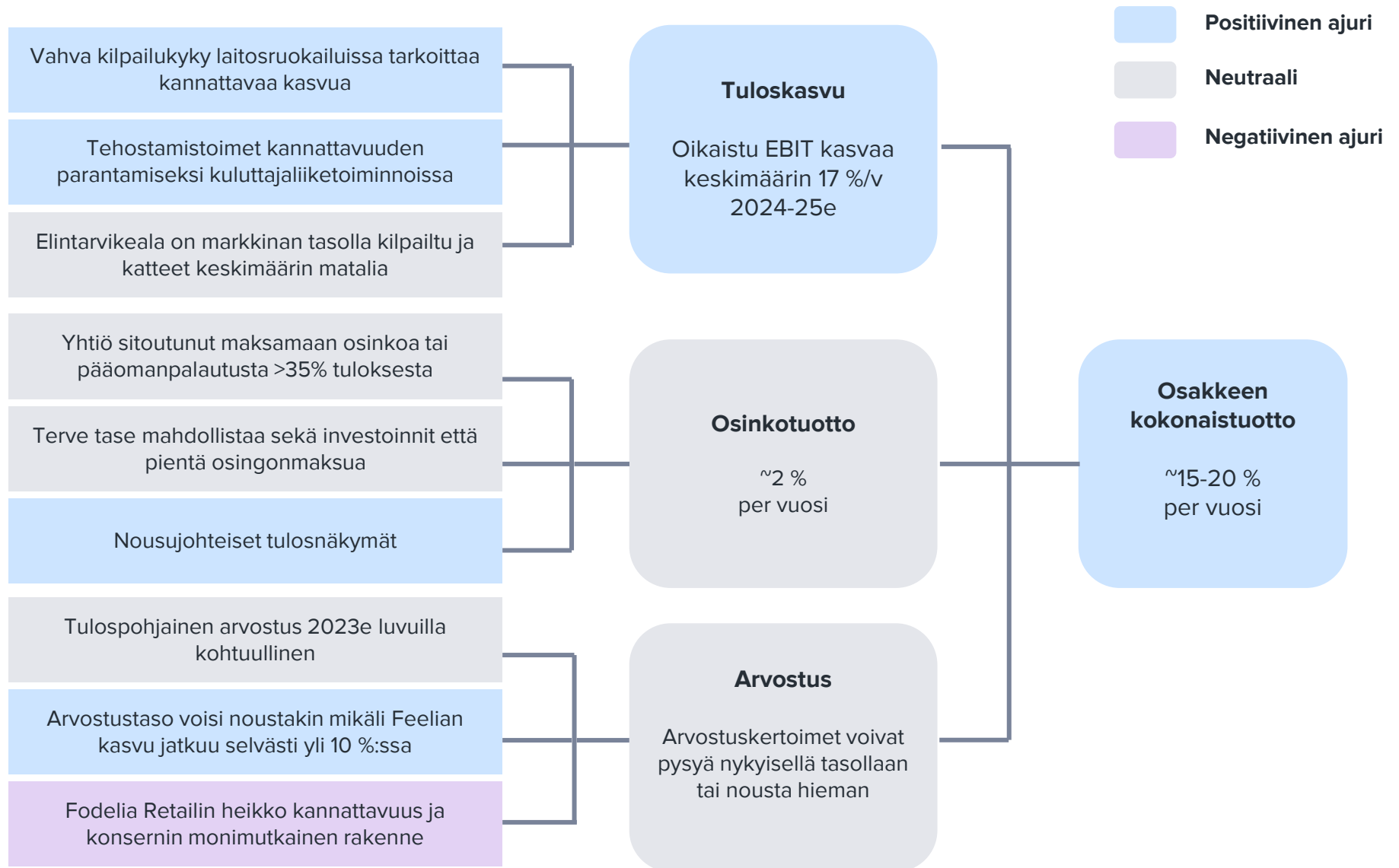
- Feeliassa uniikki tuote- ja palvelukonsepti, joka vastaa hyvin ammattikeittiöiden ja julkisen sektorin tarpeisiin
- Mahdollisuus suuriin kasvuharppauksiin mm. julkisen sektorin tai isojen hoivayhtiösopimusten kautta
- Suotuisat megatrendit taustalla mm. julkisen sektorin kustannuspaineet, ruokahuollon tehostaminen ja hävikin vähentäminen
- Fodelia Retailissa potentiaalia parempaan kannattavuuteen ja vakaaseen kassavirtaan
- Mahdollisuus lisäarvon luomiseen portfolioyhtiöiden omistajajärjestelyjen kautta (sisältäen divestoinnit)

Riskit



- Nopea kasvu voi tuoda mukanaan kasvukipuja (mm. investointien, rekrytointien, yritysostojen tai asiakaspidon epäonnistuminen)
- Hoiva-alan ruokahuoltomarkkinan aukeaminen ja Feelian menestys voivat houkutella kilpailua alalle
- Julkisen sektorin päätöksenteko on ajoittain hidasta ja poliittisiin päätöksiin liittyy riskejä
- Liiketoimintojen pieni koko ja haastajan asemassa olevat brändit Fodelia Retailissa voivat rajoittaa liiketoiminta-alueen hinnoitteluvoimaa
- Nopeat muutokset kustannusympäristössä voivat heiluttaa kannattavuutta ajoittain

Osaketuoton ajurit

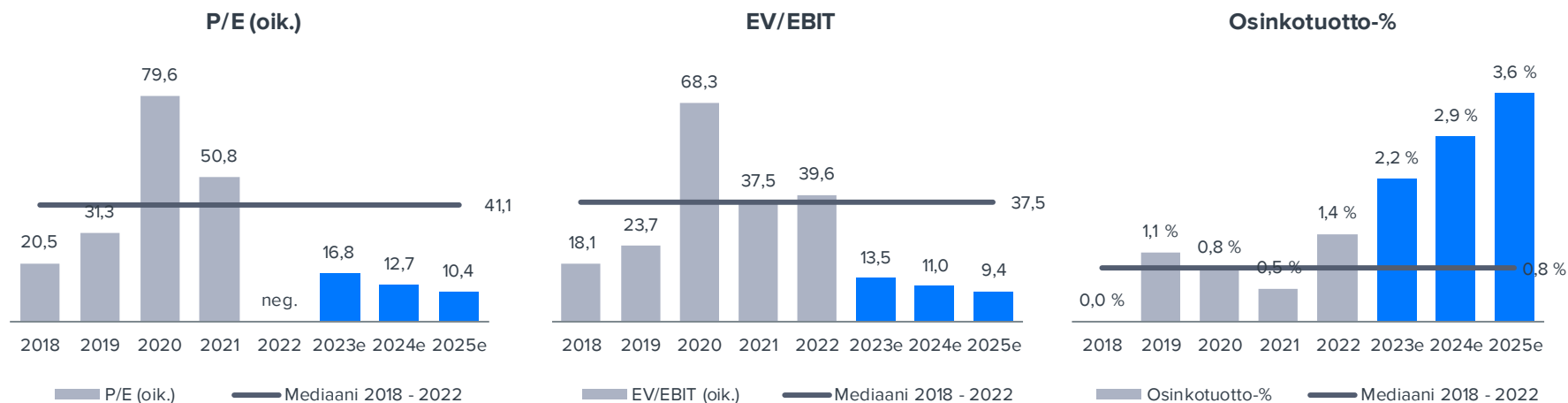


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	4,30	6,50	8,42	7,74	4,38	4,48	4,48	4,48	4,48
Osakemäärä, milj. kpl	6,00	7,05	7,05	7,29	8,04	8,04	8,04	8,04	8,04
Markkina-arvo	26	46	59	56	35	36	36	36	36
Yritysarvo (EV)	30	46	66	68	41	43	42	41	40
P/E (oik.)	20,5	31,3	79,6	50,8	neg.	16,8	12,7	10,4	9,4
P/E	20,5	98,8	95,5	71,4	neg.	21,1	15,1	11,9	10,6
P/Kassavirta	neg.	11,5	neg.	neg.	10,5	>100	20,3	15,9	13,7
P/B	16,0	6,7	6,8	5,7	2,7	2,6	2,3	2,0	1,8
P/S	1,7	2,3	2,6	1,6	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,9	2,4	2,9	1,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	15,9	19,5	38,7	25,2	14,5	9,1	7,6	6,6	5,9
EV/EBIT (oik.)	18,1	23,7	68,3	37,5	39,6	13,5	11,0	9,4	8,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	106,4 %	79,4 %	36,9 %	neg.	47,1 %	43,8 %	42,6 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	0,8 %	0,5 %	1,4 %	2,2 %	2,9 %	3,6 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Fodelia listautui 11/2019. Edellisten vuosien kohdalla käytetty Fodelia+Real Snacks lukuja ja kuvitteellisena osakekurssina on 4,30 € listautumishintaa.



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Apetit	82	68	9,7	11,3	5,2	5,6	0,4	0,4	9,9	14,3	5,4	4,6	0,8
Atria	289	599	10,6	10,3	5,3	5,0	0,3	0,3	8,8	8,2	6,9	7,2	0,6
Raisio	307	259	14,2	10,6	8,2	7,5	1,2	1,1	16,3	15,4	7,0	7,2	1,2
Orkla	6870	8809	14,3	13,5	10,4	10,0	1,5	1,4	13,5	12,9	4,1	4,2	1,7
Danone	39494	50616	14,9	14,2	10,9	10,7	1,8	1,8	16,9	16,3	3,5	3,7	2,0
Cloetta	462	659	9,4	8,6	6,8	6,3	0,9	0,9	10,7	9,2	5,6	5,6	1,0
Nestle	276442	335115	19,6	18,6	15,9	15,1	3,4	3,3	20,2	19,2	3,1	3,3	6,3
Kellogg	16915	22798	12,9	13,4	10,4	11,0	1,7	1,9	13,5	15,0	4,3	4,3	4,4
Kraft Heinz	41253	58681	12,4	11,9	10,0	9,8	2,4	2,4	12,4	12,1	4,4	4,4	0,9
Fodelia (Inderes)	36	43	13,5	11,0	9,1	7,6	0,9	0,8	16,8	12,7	2,2	2,9	2,6
Keskiarvo			13,1	12,5	9,2	9,0	1,5	1,5	13,6	13,6	4,9	4,9	2,1
Mediaani			12,9	11,9	10,0	9,8	1,5	1,4	13,5	14,3	4,4	4,4	1,2
Erutus-% vrt. mediaani			5 %	-7 %	-9 %	-22 %	-41 %	-45 %	24 %	-11 %	-49 %	-34 %	114 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	35,1	41,6	11,7	12,5	12,2	12,1	48,6	53,9	58,3	62,6
Feelia	18,1	22,8	6,4	6,6	6,6	6,6	26,2	30,6	34,3	37,7
Fodelia Retail	19,5	20,5	5,2	5,7	5,1	5,1	21,0	21,6	22,3	22,9
Muut yksiköt	0,3	1,6	1,0	1,0	1,1	1,2	4,3	4,8	5,3	5,8
Eliminoinnit	-2,8	-3,2	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-2,9	-3,2	-3,5	-3,8
Käyttökate	2,7	2,8	0,9	1,0	1,5	1,3	4,7	5,5	6,2	6,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,8	1,0	0,6	0,6	1,1	0,9	3,2	3,8	4,4	4,7
Liikevoitto	1,5	1,1	0,5	0,5	1,0	0,7	2,7	3,4	3,9	4,3
Feelia	1,8	1,9	0,5	0,6	0,7	0,6	2,5	2,9	3,3	3,6
Fodelia Retail	0,7	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6
Muut yksiköt	-0,5	-0,6	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5
Eliminoinnit	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,3
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Tulos ennen veroja	1,1	0,0	0,3	0,4	0,9	0,5	2,1	2,9	3,7	4,2
Verot	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,8	-0,1	0,2	0,3	0,7	0,4	1,7	2,4	3,0	3,4
EPS (oikaistu)	0,15	-0,01	0,04	0,05	0,10	0,07	0,27	0,35	0,43	0,48
EPS (raportoitu)	0,11	-0,01	0,03	0,04	0,09	0,06	0,21	0,30	0,38	0,42

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	52,8 %	18,6 %	28,7 %	22,2 %	11,4 %	7,6 %	16,8 %	10,7 %	8,3 %	7,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	88,4 %	-42,9 %	209,2 %	65,9 %	362,6 %	279,7 %	206,2 %	21,2 %	13,9 %	7,8 %
Käyttökate-%	7,7 %	6,8 %	7,9 %	8,2 %	12,2 %	10,3 %	9,7 %	10,3 %	10,7 %	10,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,2 %	2,5 %	4,9 %	5,1 %	9,0 %	7,0 %	6,5 %	7,1 %	7,5 %	7,5 %
Nettotulos-%	2,3 %	-0,2 %	2,0 %	2,6 %	5,7 %	3,6 %	3,5 %	4,4 %	5,2 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	19,2	17,3	17,8	18,4	19,0
Liikearvo	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	5,8	8,4	8,0	7,7	7,3
Käyttöomaisuus	12,9	8,5	9,7	10,7	11,6
Sijoitukset osakkuusryhtyksiin	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	7,1	10,2	12,9	14,5	15,8
Vaihto-omaisuus	2,8	3,8	5,3	5,9	6,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,0	4,9	5,8	6,5	7,0
Likvidit varat	0,3	1,5	1,7	2,2	2,3
Taseen loppusumma	26,4	27,5	30,7	33,0	34,8

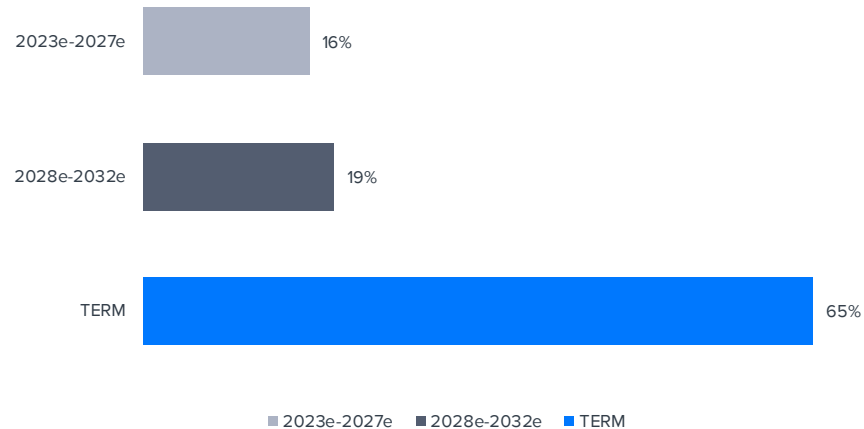
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	9,9	12,9	14,1	15,7	17,7
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,8	0,5	1,7	3,3	5,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	9,0	12,3	12,3	12,3	12,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,4	4,6	4,2	4,2	3,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	7,4	4,2	4,2	4,2	3,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,2	10,1	12,3	13,1	13,4
Korolliset velat	4,5	3,2	4,2	4,2	3,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,6	6,9	8,1	8,9	9,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	26,4	27,5	30,7	33,0	34,8

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	16,8 %	10,7 %	8,3 %	7,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	2,6 %	5,6 %	6,3 %	6,7 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	1,1	2,7	3,4	3,9	4,3	4,5	4,7	4,9	5,2	4,4	4,5	
+ Kokonaispoistot	1,8	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8	2,5	2,7	2,8	
- Maksetut verot	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	0,4	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,9	2,9	4,6	5,2	5,6	5,9	6,2	6,5	6,5	5,9	6,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,1	-2,5	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,4	0,0	1,8	2,3	2,6	2,9	3,1	3,3	3,1	2,5	3,2	
+/- 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	3,4	0,0	1,8	2,3	2,6	2,9	3,1	3,3	3,1	2,5	3,2	62,6
Diskontattu vapaa kassavirta	0,0	1,6	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8	1,4	1,6	31,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		48,6	48,6	47,0	45,0	42,9	40,8	38,7	36,6	34,7	33,4	31,7
Velaton arvo DCF		48,6										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		1,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		42,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,3										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	23,0	35,1	41,6	48,6	53,9	EPS (raportoitu)	0,09	0,11	-0,01	0,21	0,30
Käyttökate	1,7	2,7	2,8	4,7	5,5	EPS (oikaistu)	0,11	0,15	-0,01	0,27	0,35
Liikevoitto	0,8	1,5	1,1	2,7	3,4	Operat. kassavirta / osake	0,21	0,19	0,36	0,36	0,57
Voitto ennen veroja	0,7	1,1	0,0	2,1	2,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,96	-0,51	0,42	0,00	0,22
Nettovoitto	0,6	0,8	-0,1	1,7	2,4	Omapääoma / osake	1,24	1,36	1,60	1,76	1,95
Kertaluontoiset erät	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	Osinko / osake	0,07	0,04	0,06	0,10	0,13
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	20,9	26,4	27,5	30,7	33,0	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	53 %	19 %	17 %	11 %
Oma pääoma	8,8	9,9	12,9	14,1	15,7	Käyttökateen kasvu-%	-29 %	59 %	5 %	66 %	18 %
Liikearvo	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-51 %	88 %	-43 %	206 %	21 %
Nettovelat	§	11,6	5,9	6,8	6,2	EPS oik. kasvu-%	-49 %	44 %	-104 %	-4137 %	32 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	7,4 %	7,7 %	6,8 %	9,7 %	10,3 %
Käyttökate	1,7	2,7	2,8	4,7	5,5	Oik. Liikevoitto-%	4,2 %	5,2 %	2,5 %	6,5 %	7,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-0,9	0,4	-1,3	-0,3	Liikevoitto-%	3,6 %	4,3 %	2,6 %	5,6 %	6,3 %
Operatiivinen kassavirta	1,5	1,4	2,9	2,9	4,6	ROE-%	8,0 %	8,5 %	-0,9 %	12,6 %	16,0 %
Investoinnit	-8,5	-6,3	0,1	-2,5	-2,8	ROI-%	5,9 %	7,7 %	2,9 %	12,0 %	14,5 %
Vapaa kassavirta	-6,8	-3,7	3,4	0,0	1,8	Omavaraisuusaste	42,0 %	37,5 %	46,9 %	46,0 %	47,6 %
						Nettovelkaantumisaste	72,3 %	117,2 %	45,5 %	48,1 %	39,5 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	2,9	1,9	1,0	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	38,7	25,2	14,5	9,1	7,6						
EV/EBIT (oik.)	68,3	37,5	39,6	13,5	11,0						
P/E (oik.)	79,6	50,8	neg.	16,8	12,7						
P/B	6,8	5,7	2,7	2,6	2,3						
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,5 %	1,4 %	2,2 %	2,9 %						

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 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 sijoittavassa 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 sijoittavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
02/02/2022	Lisää	8,50 €	7,48 €
09/02/2022	Lisää	8,20 €	7,10 €
03/05/2022	Vähennä	7,40 €	7,00 €
10/08/2022	Vähennä	5,50 €	5,48 €
31/08/2022	Lisää	5,50 €	4,69 €
31/10/2022	Vähennä	4,00 €	4,40 €
02/11/2022	Vähennä	3,70 €	4,05 €
28/11/2022	Vähennä	4,40 €	4,70 €
08/02/2023	Vähennä	4,20 €	4,38 €
26/04/2023	Lisää	5,20 €	4,77 €
09/08/2023	Lisää	5,00 €	4,53 €
01/11/2023	Lisää	5,00 €	4,25 €
19/12/2023	Lisää	5,20 €	4,48 €

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

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.**