

# **Apetit**

## **Yhtiöraportti**

**10/2018**

**inde  
res.**

# Kannattavuuskäänne pitää todistaa

Toistamme Apetitin vähennä-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintamme 10,5 euroon (aik. 12,0 euroa). Yhtiö teki mielestämme oikean ratkaisun hankkiutuessaan vuonna 2017 eroon pitkään tappiota tehneestä kalaliiketoiminnasta, mutta tällä hetkellä tulokuntoa painavat vuorostaan heikot satokaudet ja muut ongelmat kolmessa jäljelle jääneessä liiketoiminnassa.

## Kaikki liiketoiminnot kärsivät tällä hetkellä heikoista satokausista

Apetitin kolme liiketoimintaa (Viljakauppa, Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet) ovat kaikki riippuvaisia suomalaisesta alkutuotannosta. Ruokaratkaisut valmistaa kasviksista erilaisia tuoretuotteita, pakasteita ja valmisruokia, joiden raaka-aineet hankitaan pääosin suomalaisilta sopimusviljelijöiltä. Öljykasvituotteet ostaa yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsiä/rapista ja jalostaa niistä kasviöljyä ja rypsiapuristeita rehuraaka-aineeksi. Viljakauppa yhdistää viljan myyjät ja ostajat sekä viljelijät ja teollisuuden. Satokaudet ovat olleet ennätyksellisen heikkoja, mikä on vaikuttanut negatiivisesti Apetitin raaka-aineiden hankintaan sekä Viljakaupan myyntivolyymeihin ja -katteisiin. Heikoilla satokausilla on negatiivinen vaikutus vuoden 2018 tulokseen ja odotamme näiden vaikuttavan vielä vuoden 2019 alkuvuoden tulokseen negatiivisesti.

## Uusi strategia nojaa kasvistrendiin, kansainvälistymiseen, tehokkuuteen ja tuotekehitykseen

Apetit päivitti keväällä 2018 strategiansa vuosille 2018-2020. Yhtiön tavoite on olla kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä ja Suomen tunnetuin kasvipohjaiseen syömiseen erikoistunut brändi. Strategian painopistealueina ovat uudistuminen, kansainvälistyminen sekä tehokkuuden parantaminen. Apetit keskittyy toiminnassaan jatkuvaan uudistumiseen lisäämällä tuote- ja palvelukehitystä, entistä voimakkaampaan kansainvälistymiseen kasvattamalla ruuan kansainvälistä kauppaa ja kartoittamalla mahdollisia uusia hankinta-alueita viljakaupassa sekä tehokkuuden parantamiseen kaikissa liiketoiminnoissaan. Yhtiö tavoittelee käyttökattteen (EBITDA) vähintään kaksinkertaistamista vuoden 2017 tasosta (2017 jatkuvat toiminnot 6,8 MEUR), mikä on mielestämme hyvin haastava tavoite.

## Vahva tase tarjoaa mahdollisuuden investoinneille ja potentiaalisille yritysjärjestelyille

Apetitilla on vahva tase (omavaraisuus 76 % ja gearing -5 %) ja kalaliiketoiminnan myynnistä saadut varat suunnataan nyt tehokkaampaan käyttöön. Yhtiö investoi lähivuosina uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon Säkylässä (9,7 MEUR) sekä bioenergiailaitukseen Kirkkonummella (3,7 MEUR). Apetit nostaa investoinnit selvästi korkeammalle tasolle kuin mihin yhtiön historiassa on totuttu ja näillä pyritään parantamaan liiketoimintojen kilpailukykyä ja vastaamaan nopeasti kasvavien tuotekategorioiden kysyntään. Yhtiö ilmoitti uuden strategian yhteydessä olevan avoin yritysjärjestelyille ja uskomme Apetitin katsovan näihin liittyviä mahdollisuuksia tällä hetkellä aktiivisesti, jotta taseen varat saataisiin tehokkaampaan käyttöön.

## Matala tasepohjainen arvostus, korkea osinkotuotto ja osien summa-laskelma tukevat osaketta

Matala tasepohjainen arvostus (P/B=0,6x) ja korkea osinkotuotto (2018e: 6,7 %) tukevat osaketta. Vuosien 2018-2020 ennusteisiimme perustuva osien summa-laskelma antaa osakkeen arvoksi 14,9 euroa (ml. nettovelat ja Sucros), mikä on selvästi nykykurssia korkeampi. Ennusteisiimme sisältyy merkittävä tulosparannus nykyiseltä heikolta tasolta ja P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 (17x ja 13x) eivät ole erityisen houkuttelevat. Yhtiö on myös viime vuosina jäänyt jatkuvasti asetetuista tavoitteista ja tulosvaroitusten jälkeen (2015-2018 aikana kolme tulosvaroitusta) luottamus kannattavuuskäänteeseen on heikko. Tahdomme nähdä konkreettisia merkkejä kannattavuuskäänteestä ennen positiiviselle puolelle siirtymistä. Jos yhtiö saavuttaa 2020-käyttökattetavoitteensa, on osakkeen arvostus matala (EV/EBITDA 4x).

## Analyytikko

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



## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

Edellinen: Vähennä

### 10,5 EUR

Edellinen: 12,0 euroa



**Osakekurssi: 10,4 EUR**

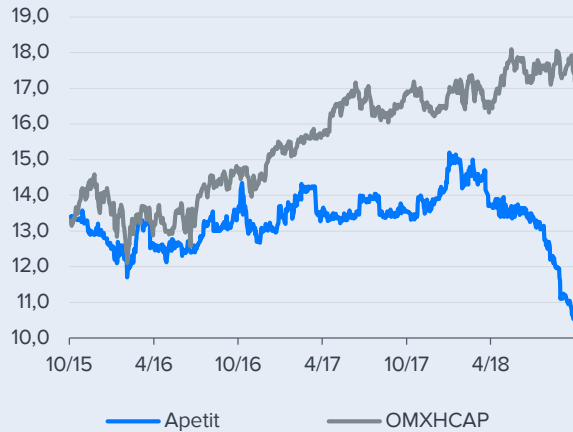
**Potentiaali: 1 %**

## Avainluvut

	2016*	2017*	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	312	312	291	309	325
-kasvu-%	-	-0,1 %	-6,8 %	6,4 %	5,3 %
EBIT	0,8	1,1	-1,3	4,8	6,1
-EBIT-%	0,3 %	0,4 %	-0,5 %	1,5 %	1,9 %
Tulos ennen veroja	0,9	1,6	-2,1	4,7	6,1
Nettotulos	1,8	2,9	-1,8	3,9	5,0
EPS (oikaistu)	0,30	0,49	-0,08	0,62	0,80
Osinko	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
-Osingonjakosuhte	237 %	152 %	-239 %	112 %	87 %
P/E	43,9	32,6	neg.	16,7	12,9
P/B	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
EV/S	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBIT	86,9	45,5	neg.	9,2	7,6
EV/EBITDA	12,8	8,6	6,7	4,1	3,9
Osinkotuotto-%	5,4 %	4,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %

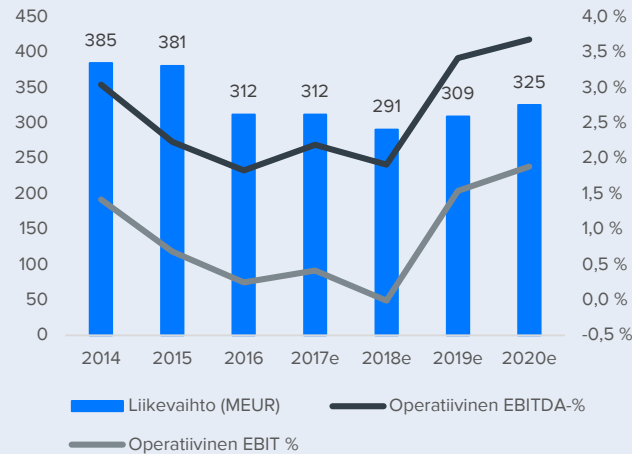
Lähde: Apetit, Inderes \*jatkuvat liiketoiminnot

## Kurssikehitys

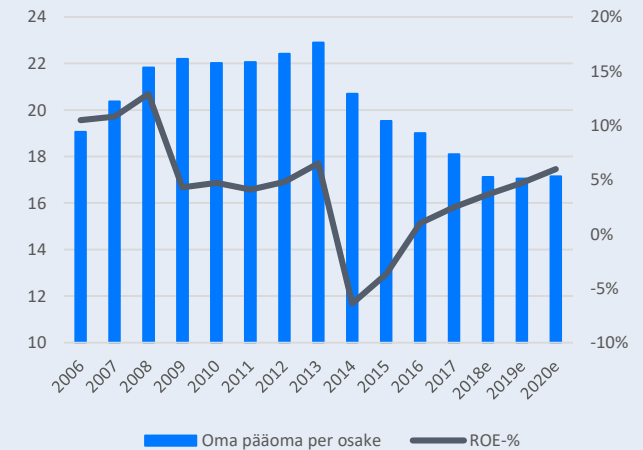


Lähde: Reuters

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Oma pääoma per osake ja ROE-%



### Arvoajurit

- Vastuullisesti tuotettu kotimainen ruoka ja tunnettu brändi ovat Apetitin kilpailuetuja
- Uusi strategia saa tukea kasvistrendistä, T&K-panostuksista ja investoinneista
- Kansainvälistymisestä uutta liikevaihtoa
- Tuloskasvua mahdollista saada, jos satokaudet ovat parempia



### Riskitekijät

- Suomen elintarvikesektorin heikko kilpailukyky
- Riippuvuus satokausien onnistumisesta
- Kaupan alan keskittyminen ja kasvava hintakilpailu
- Heikosti kannattavien liiketoimintojen kääntäminen voitolliseksi
- Uusien tuotteiden ja T&K:n onnistuminen



### Arvostus

- Tasepohjainen arvostus on matala (P/B=0,6x)
- Pääoman tuotto on kroonisesti heikko
- Vahva tase ja osingonmaksukyky tukevat osaketta
- Osien summa-laskelma nykykurssia korkeampi
- Markkinoiden luottamus tuloskäänteeseen on matala

\*Vuosien 2016 ja 2017 luvut sisältävät vain jatkuvat toiminnot.

# Sisällysluettelo

<b>Yhtiöesittely</b>	<b>s. 5-6</b>
<b>Viljakauppa-liiketoiminta</b>	<b>s. 7-8</b>
<b>Ruokaratkaisut-liiketoiminta</b>	<b>s. 9-11</b>
<b>Öljykasvituotteet-liiketoiminta</b>	<b>s. 12-13</b>
<b>Osakkuusyhtiö Sucros</b>	<b>s. 14</b>
<b>Liiketoimintamalli</b>	<b>s. 15</b>
<b>Strategia ja taloudelliset tavoitteet</b>	<b>s. 16</b>
<b>Historiallinen kehitys</b>	<b>s. 17-19</b>
<b>Ennusteet</b>	<b>s. 20-25</b>
<b>Osien summa-laskelma</b>	<b>s. 26-27</b>
<b>Arvostus</b>	<b>s. 28-32</b>
<b>Sijoitusprofiili</b>	<b>s. 33-35</b>
<b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b>	<b>s. 36</b>

# Yhtiöesittely

## Yhtiökuvaus

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jonka missio on "Luoda kasviksista hyvinvointia". Apetit on tunnettu vihannes- ja ruokapakasteista sekä esikäsittelyistä hedelmä- ja vihannestuoretuotteista. Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain tytäryhtiöineen on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias sekä kasviöljyjen ja rypsipuristeiden tuottaja.

Yhtiön suurimpia markkina-alueita ovat Suomen lisäksi Norja, Saksa ja Ruotsi. Apetit-konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna 2017 oli 312 MEUR (2016: 312 MEUR) ja liikevoitto oli 1,1 MEUR (2016: 0,8 MEUR) eli 0,4 % liikevaihdosta (2016: 0,3 %). Konsernissa työskentelee noin 560 henkilöä ja sen markkina-arvo nykyisellä 10,4 euron osakekurssilla on 64 MEUR.

## Liiketoimintasegmentit

Apetit hankkiutui vuonna 2017 eroon pitkään tappiota tehneestä kalaliiketoiminnasta, joten konsernissa on nyt jäljellä kolme eri liiketoimintaa: Viljakauppa, Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet.

**Viljakauppa-liiketoiminnan** liikevaihto vuonna 2017 oli 162,9 MEUR. Konsernin ulkopuolelle suuntautuvat liikevaihto oli 146,8 MEUR eli 47 % konsernin liikevaihdosta ja liikevoitto oli 0,8 MEUR (2016: 1,1 MEUR). Viljakauppaa harjoittava Avena toimii välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Avena tarjoaa lisäksi erilaisia asiantuntija-, kuljetus-, varastointi- ja hinnoittelupalveluita.

**Ruokaratkaisut-liiketoiminnan** liikevaihto vuonna 2017 oli 100,2 MEUR eli 32 % konsernin

liikevaihdosta ja liikevoitto -1,5 MEUR (2016: -2,8 MEUR). Ruokaratkaisut-liiketoiminta koostuu pääosin Apetit-tuotemerkillä myytävistä pakasteista sekä tuoretuotteista ja kauppojen sisältä löytyvistä palvelutiskeistä. Asiakkaita ovat pääasiassa kuluttajat ja vähittäiskauppa sekä HoReCa-sektori ja elintarviketeollisuus.

**Öljykasvituotteet-liiketoiminnan** liikevaihto vuonna 2017 oli 65,3 MEUR eli 21 % konsernin liikevaihdosta ja liikevoitto oli 1,8 MEUR (2016: 2,5 MEUR). Avena jalostaa rypsin ja rapsin siemenistä korkean jalostusarvon tuotteita kasviöljyiksi ja rehupuristeiksi eläinravitsemukseen. Kasviöljyä myydään kuluttajille Apetit- ja Neito-tuotemerkeillä sekä teollisuudelle Mildola-tuotemerkillä.

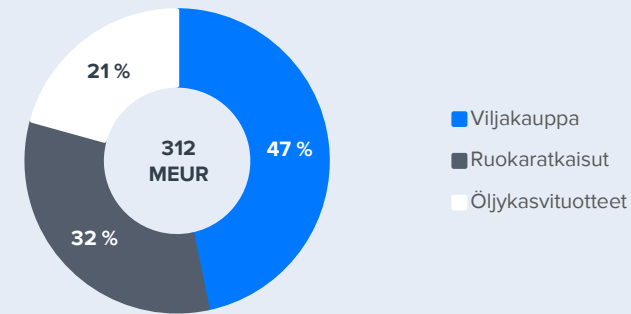
## Neljä tuotantolaitosta

Apetit-konsernilla on neljä tuotantolaitosta. Säskylän tehtaalla valmistetaan kasvi- ja ruokapakasteet. Pudasjärvellä valmistetaan pakastepizzat. Helsingin Kivikossa valmistetaan tuoretuotteet. Kirkkonummella sijaitsevassa öljynpuristamossa valmistetaan kasviöljyjä ja rypsipuristeita kotieläinruokintaan.

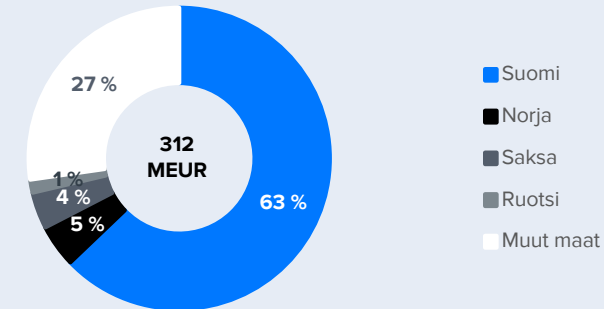
## Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 %:n osuuden Säskylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä, joka vastaa juurikassokerin tuotannosta Suomessa. Sucrosin tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Sucrosin nettovarallisuus vuoden 2017 lopussa oli 112 MEUR, josta Apetit:n osuus oli 22,4 MEUR. Sucros-omistus muodostaa näin merkittävän osan Apetit:n 64 MEUR:n markkina-arvosta.

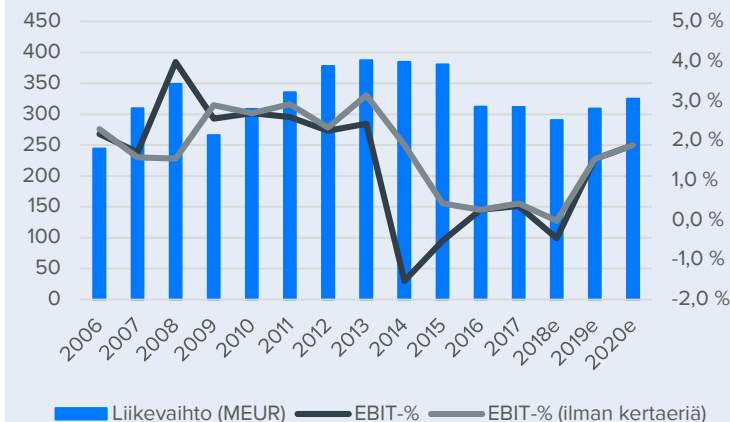
## Liikevaihto segmenteittäin 2017\*



## Liikevaihto maa-alueittain 2017\*



## Liikevaihto ja kannattavuus



\*Jatkuvat liiketoiminnot = ilman vuonna 2017 myytyä Kalajalosteet-segmenttiä

# Apetit lyhyesti

Apetit on suomalainen elintarvikeyhtiö, jonka missio on luoda kasviksista hyvinvointia. Konsernilla on kolme eri liiketoimintaa: Viljakauppa, Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet. Apetitin asiakkaita ovat ammattikeittiöt, elintarviketeollisuus, vähittäiskauppa ja kuluttajat. Yhtiöllä on vahvat siteet suomalaiseen alkutuotantoon noin 100 kotimaisen Apetit-sopimusviljelijän kautta. Apetit haluaa lisätä kasvien syöntiä kehittämällä arkea helpottavia ruokaratkaisuja. Konserniin kuuluva Avena on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias sekä kasviöljyjen ja rypsipuristeiden tuottaja. Yhtiöllä on neljä omaa tuotantolaitosta Suomessa.

**1950**

PERUSTAMISVUOSI

**1989**

LISTAUTUMINEN  
PÖRSSIIN

**64 MEUR**

MARKKINA-ARVO (osakekurssi 10,4 euroa)

**312 MEUR (2016: 312)**

LIKEVAIHTO 2017  
JATKUVAT TOIMINNOT\*

**1,3 MEUR (2016: 0,8)**

OPERATIIVINEN LIKETULOS 2017  
JATKUVAT TOIMINNOT\*

**563**

HENKILÖSTÖ H1'18  
KESKIMÄÄRIN

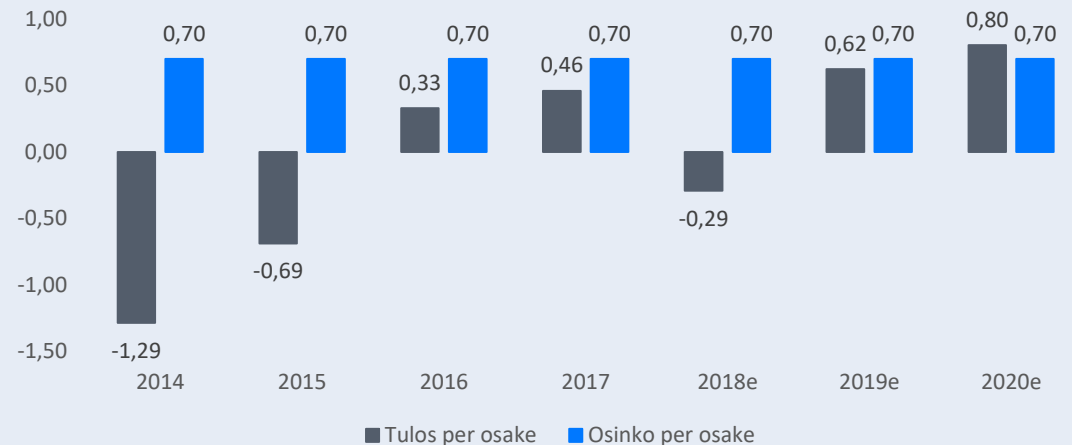
**104 MEUR**

OMA PÄÄOMA H1'18  
LOPUSSA

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



\*Jatkuvat liiketoiminnot = ilman vuonna 2017 myytyä Kalajalosteet-segmenttiä

# Viljakauppa-liiketoiminta

## Suurin segmentti liikevaihdon perusteella

Apetit-konsernin suurin segmentti liikevaihdon perusteella on Viljakauppa. Viljakaupan liikevaihto vuonna 2017 oli 162,9 MEUR (2016: 159,7 MEUR). Viljakauppa on tärkeässä roolissa myös konsernin sisäisessä raaka-aineiden hankinnassa ja osa Viljakaupan myynnistä menee Öljykasvituotteet-liiketoiminnan raaka-aineeksi Kirkkonummen öljynpuristamoon. Konsernin ulkopuolelle suuntautuvaa liikevaihtoa oli vuonna 2017 Viljakaupassa 146,8 MEUR eli 47 % konsernin liikevaihdosta.

## Viljakauppaa harjoittaa Avena Nordic Grain

Viljakauppaa harjoittaa Avena Nordic Grain tytäryhtiöineen, joka on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias. Avena hankkii viljaa viljelijöiltä, hoitaa varastoinnin, logistiikan, dokumentoinnin ja myy eteenpäin pienellä katteella. Keskeisiä kaupankäynnin kohteina olevia raaka-aineita ovat mm. vehnä, ohra, kaura, ruis, rypsi, rapsi ja soijarouhe. Suurin osa hankinnoista tehdään Suomesta (50-60 %) ja Baltiasta (30-40 %), mutta kauppa käydään aktiivisesti myös muilla markkinoilla. Avenan suurta kokoluokkaa kotimarkkinoilla kuvaa se, että Avenan osuus Suomen viljan viennistä on useina vuosina ollut yli 40 %.

## Maailmanmarkkinahintojen armoilla

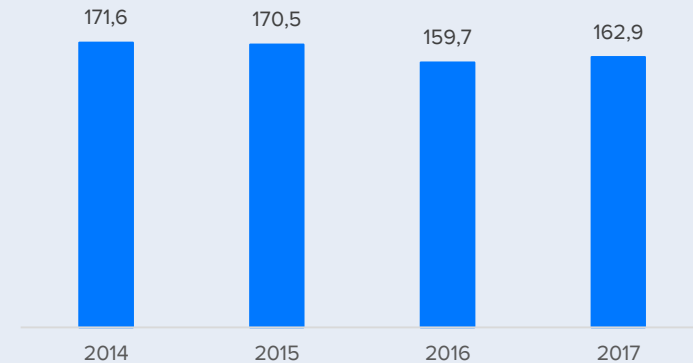
Viljakaupan liikevaihto ja tulos voivat vaihdella rajusti viljan maailmanmarkkinahintojen vaihtelun mukana. Tähän vaikuttavat eri raaka-aineiden kysynnän ja tarjonnan lisäksi mm. satokausien onnistuminen eri markkina-alueilla, viljojen varastotaset sekä muut spekulatiiviset tekijät. Vuosien 2017 ja 2018 satokaudet ovat olleet perättäin poikkeuksellisen huonoja, mikä on vaikeuttanut Viljakaupan ja koko Apetitin tuloksentekeä. Apetit antoi elokuussa 2018

tulosvaroituksen, sillä ennakoarvioiden mukaan vuoden 2018 sadosta on tulossa vuosituhatton huonoin ja sen arvioidaan rajoittavan viljakaupan kaupankäyntimahdollisuuksia erityisesti viennissä. Suomi on perinteisesti ollut ylijäämäinen viljasadosta, sillä tuotos on ollut karkeasti 4 miljoonaa tonnia (Mtn), joista 3 Mtn käytetään itse. Luonnonvarakeskus arvioi vuoden 2018 sadoksi noin 2,7 Mtn. Viljaa ei tällä hetkellä ole vietäväksi ulkomaille, joten tilanne on poikkeuksellinen ja negatiivinen viennistä riippuvaiselle Avenalle. Viljan vienti Suomesta oli H1'18 aikana heikosta sadosta johtuen vain 23 % Viljakaupan liikevaihdosta, kun vertailukaudella se oli 34 %.

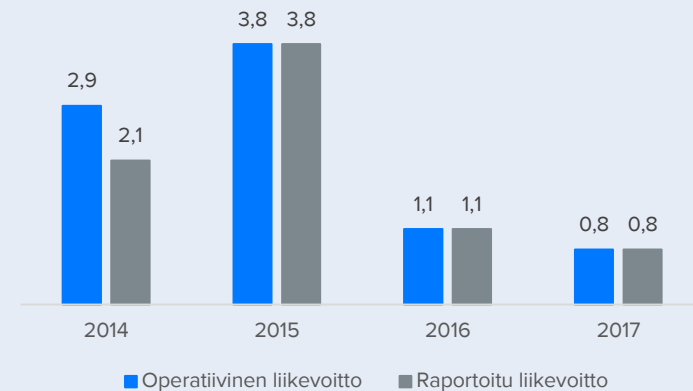
## Matalan katteen välitystoimintaa

Viljakauppa on matalan katteen välitystoimintaa. Liikutteltavat viljojen tonnimäärät ovat suuria ja sitä kautta liikevaihto muodostuu konsernin mittakaavassa ”hämäävän” suureksi. Apetit ei tavallisesti anna taloudellista ohjeistusta liikevaihdon osalta, koska viljamarkkinoiden hintatason vaihtelut tekevät sen arvioimisesta erittäin vaikeaa. Segmentin operatiivinen liikevoitto vuonna 2017 oli 0,8 MEUR (2016: 1,1 MEUR) eli vain 0,5 % liikevaihdosta. Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) vuonna 2017 oli 3 % ja 2016 se oli 4 %. Vuoden 2015 liikevoitto 3,8 MEUR oli poikkeuksellisen korkea ja segmentti pääsi silloin vahvaan 14 %:n sijoitetun pääoman tuottoon (ROCE-%). Pidämme segmentin normaalina tuloksen vaihteluvälinä noin 1-3 MEUR vuodessa. Vaikka vuosien 2016-2018 huonot satokaudet ovat hankaloittaneet merkittävästi viljakaupan toimintaympäristöä on segmentti kuitenkin pystynyt tekemään positiivista tulosta vaikeassa markkinatilanteessa. Tämä johtuu Viljakaupan tehokkaasta toimintamallista ja johdannaisilla tehdyistä hintojen vaihtelun, valuuttojen ja muiden riskitekijöiden suojauksista.

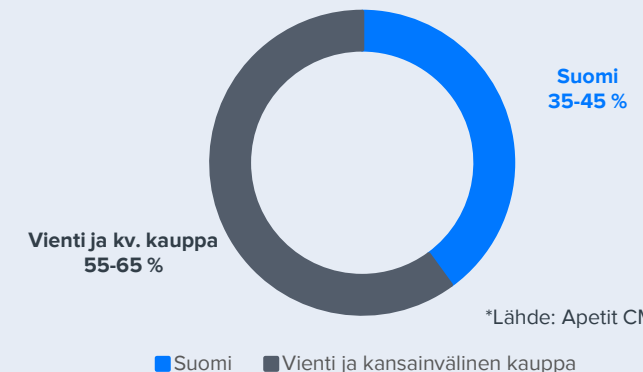
Viljakaupan liikevaihto (MEUR)



Viljakaupan liikevoitto (MEUR)



Myynnin jakauma (vaihtelee vuosittain)\*



\*Lähde: Apetit CMD 2016

# Viljakauppa-liiketoiminta

## Asiakkaat ja henkilöstö

Avenan tavoitteena on olla viljan ostajien, myyjien, viljelijöiden ja teollisuuden paras kumppani. Avenan päämarkkina-alue on Euroopan unioni, mutta yhtiö käy kauppaa monilla muillakin markkinoilla. Avena on erityisen aktiivinen Suomessa ja Baltian alueella. Viljakaupan asiakkaita ovat mm. rehuteollisuus, myllyteollisuus ja muu viljaa käyttävä teollisuus. Viljakauppa on tärkeässä roolissa myös Apetitiin sisäisessä raaka-aineiden hankinnassa. Viljakaupan henkilöstö vuonna 2017 oli keskimäärin 61 (2017: 55). Yhtiön päätoimipaikka on Helsingin Kalasatamassa ja yhtiöllä on 1.8.2018 alkaneen Viljelijän Berner -yhteistyön myötä hankintatoimipisteitä Suomessa noin 15. Paikallista viljanhankintaa varten Avenalla on tytäryhtiöt Venäjällä, Latviassa, Liettuassa, Virossa, Kazakstanissa ja Ukrainassa.

## Investoinnit

Viljakauppa vaatii hyvin vähän investointeja ja ne ovat olleet viime vuosina vain joitain satoja tuhansia euroja per vuosi, mikä on pieni summa volyyymiin ja tulokseen nähden. Tästä syystä myös poistot ovat pieniä ja näin käyttökate ja liikevoitto liikkuvat hyvin lähellä toisiaan. Vuonna 2015 yhtiö teki ison investoinnin Inkoon viljasataman varastokapasiteetin ja satamainfrastruktuurin rakentamiseksi ja tämä lisäksi oleellisesti viljanvientikapasiteettia. Vuonna 2017 yhtiö investoi mm. digitaaliseen palvelusivustoon (Avenakauppa.fi) ja Viron Muugan satamavaraston laboratorion rakentamiseen, jonka myötä jalansija Baltian markkinoilla on vahvistunut.

## Liiketoiminnan Suomi-riippuvuus

Viljakaupan liiketoimintamalli on ollut turhan haavoittuvainen sille, että toiminta on niin

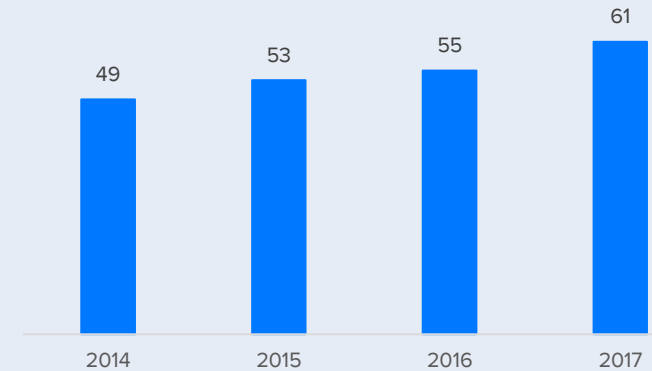
Suomi-riippuvaista. Tämä näkyi kahden surkean satovuoden jälkeen korostetusti, kun segmentin tuloskunto kärsi pahasti. Avena on viime vuosina alkanut panostaa Baltiaan juuri siksi, että riippuvuus Suomen sääolosuhteista pienenee. Yhtiö on aktivoitunut myös muissa maissa mm. Venäjä, Ukraina ja Kazakstan. Liiketoiminta jakautuu Suomen kauppaan, vientiin Suomesta ja kolmansien maiden väliseen kauppaan. Yhtiö voi myös esim. tuoda Suomeen raaka-aineita, mistä on ollut pula. Tämä avaa Avenalle huonoina satokausina myös uusia liiketoimintamahdollisuuksia, mikä voi osittain kompensoida huonoja satokausia Suomessa.

## Viljelijän Avena Berner

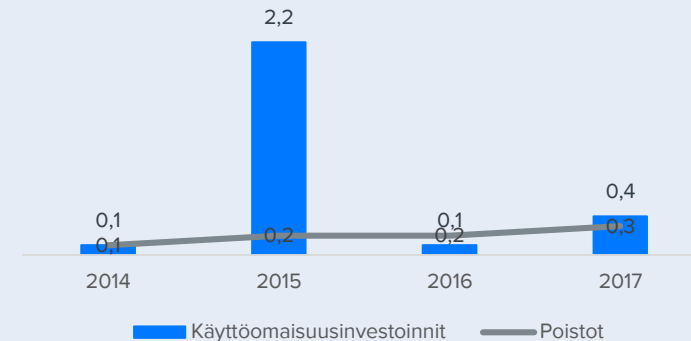
Viljamarkkina on Suomessa keskittynyt kolmen pelurin käsiin. Kesko myi K-maatalouden vuonna 2017 ruotsalaiselle Lantmännenille ja SOK myi Hankkijan vuonna 2013 tanskalaiselle DLA-konsernille. Hankkijan liikevaihto vuonna 2016 oli 729 MEUR ja K-maatalouden 334 MEUR. Kilpailu on sen jälkeen lisääntynyt sekä viljan treidaamisessa että teollisuuteen myymisessä.

Avena ja Viljelijän Berner päättivät kesällä 2018 vastata tähän tilanteeseen yhdistämällä osto- ja myyntiorganisaationsa tuotantopanos- ja viljakaupassa. Yhteisorganisaation muodostamiseen ei liity yritysjärjestelyjä, vaan toimintamallissa viljanhankintaa tehdään Avenan ja tuotantopanoskauppaa Bernerin lukuun. Uuden toimintamallin kautta Viljelijän Avena Berner tarjoaa suomalaisille viljelijöille kotimaisessa omistuksessa olevan kumppanin ja mahdollisuuden ostaa tarvikkeita kasvintuotantoon ja käydä viljakauppaa yhden luukun periaatteen mukaisesti. DLA ja Lantmännen ja ovat käsityksemme mukaan luoneet markkinaoille uudenlaista kilpailudynamiikkaa ja näillä tämän tyylinen ”yhden luukun tekniikka” on toiminut hyvin.

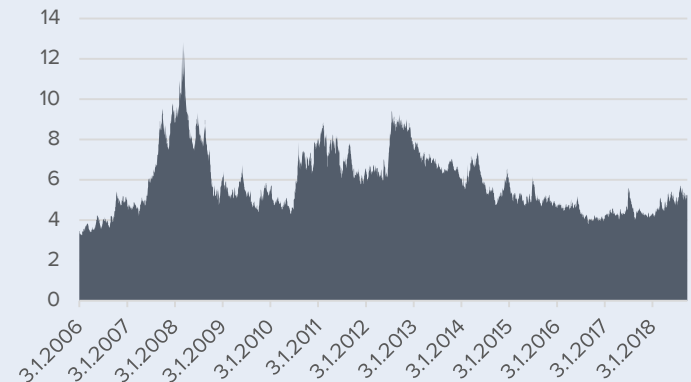
## Viljakaupan henkilöstö, keskimäärin



## Viljakaupan käyttöomaisuusinvestoinnit (MEUR)



## Vehnän hinta (US\$/bushel)





# Ruokaratkaisut-liiketoiminta

## Toiseksi suurin segmentti liikevaihdon perusteella

Vuonna 2017 Ruokaratkaisut-liiketoiminnan liikevaihto oli 100,2 MEUR (2016: 97,8 MEUR) eli 32 % konsernin liikevaihdosta. Segmentin operatiivinen liiketulos vuonna 2017 oli -1,3 MEUR (2016: -2,8 MEUR) eli -1,3 % liikevaihdosta.

## Kolme eri liiketoiminta-aluetta

### Pakasteet (~50 % liikevaihdosta)

Apetit kehittää, valmistaa ja markkinoi pääosin kotimaisista raaka-aineista valmistettuja pakasteita. Vihannes- ja ruokapakasteet valmistetaan Säkylässä ja pakastepizzat Pudasjärvellä. Tuotteet myydään pääosin Apetit-tuotemerkillä, mutta yhtiöllä on myös muita tuotemerkkejä (esim. Papa Rafkin -pizzat) ja jonkin verran tuotantoa kaupan omille merkeille (mm. Pirkka ja Kotimaista). Raaka-aineet hankitaan pitkäaikaisilta sopimustoimittajilta, jotka sijaitsevat pääosin 100 km säteellä Säkylän tehtaalta. Merkittävimmät kotimaiset raaka-aineet ovat peruna, porkkana, herne, pinaatti ja lanttu. Tärkeimmät tuontiraaka-aineet ovat maissi ja paprika. Apetitilla on läheiset suhteet omien sopimusviljelijöiden kanssa. Yhtiö käy viljelijöiden kanssa jatkuvaa dialogia tarvittavista raaka-aineista, auttaa heitä erilaisten tuotannon tekijöiden hankinnoissa ja saamaan viljelymailtaan mahdollisimman paljon laadukasta raaka-ainetta irti.

Apetit ei ole vuoden 2012 jälkeen julkistanut pakaste-tuoteryhmän lukuja, mutta arvioimme sen olevan Ruokaratkaisut-liiketoiminnan ainoa hyvää kannattavuutta tekevä segmentti. Vuoden 2008-2012 aikana pakasteliiketoiminta pääsi keskimäärin noin 7 %:n EBIT-marginaaliin, mutta käsityksemme mukaan sen jälkeen tuoteryhmä

koki liikevaihto- ja kannattavuuseroosiota, joka on parin viime vuoden aikana kääntynyt takaisin kasvu-uralle. Arvioimme pakasteiden liikevoitto-%:n olevan tällä hetkellä noin 7 %:n tasolla ja sen olevan Apetitin kannattavimpia tuoteryhmiä.

### Palvelumyynti (~25 % liikevaihdosta)

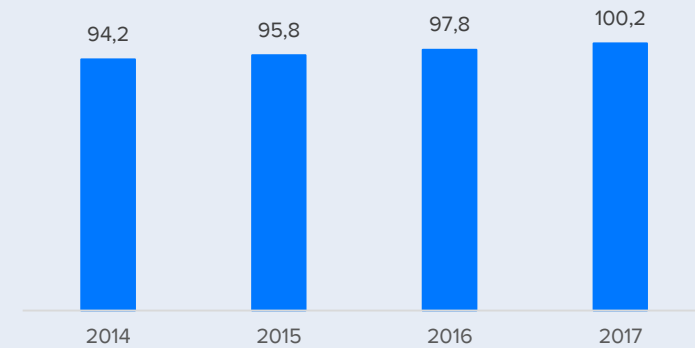
Palvelumyynti koostuu kauppojen sisältä löytyvistä mm. lihaa, kalaa, salaatteja ja valmisruokia myyvistä palvelutiskeistä. Apetit toimii konseptissa pienenä kauppana ”isäntäkaupan” sisällä, jossa se saa vapauden muodostaa valikoiman ja hinnoitella tuotteet. Malli muistuttaa siten normaalia vähittäiskauppa. Apetit maksaa tilasta vuokraa ja henkilökunta on myös Apetitin. Konsepti toimii myyntikanavana Apetitin tuotteille ja yhtiö saa sitä kautta arvokasta asiakaspalautetta siitä mitkä tuotteet toimivat ja mitkä eivät.

Palvelumyynnissä on matalat vähittäiskaupan katteet ja arvioimme liiketoiminnan tuloksen olevan hyvin lähellä nollaa. Apetit hankkiutui vuonna 2017 eroon pitkään tappiota tehneestä kalaliiketoiminnasta, jonka yksi tärkeä myyntikanava oli omat palvelutiskit. Tämän jälkeen palvelutiskien synergiat Apetitin muihin liiketoimintoihin ovat nyt selvästi pienemmät, minkä takia yhtiö on alkanut vähentää palvelupisteiden lukumäärää. Käsityksemme mukaan Apetit on mukana enää noin 20 palvelupisteessä S-ryhmän kaupoissa, jotka sijaitsevat pääosin pääkaupunkiseudulla.

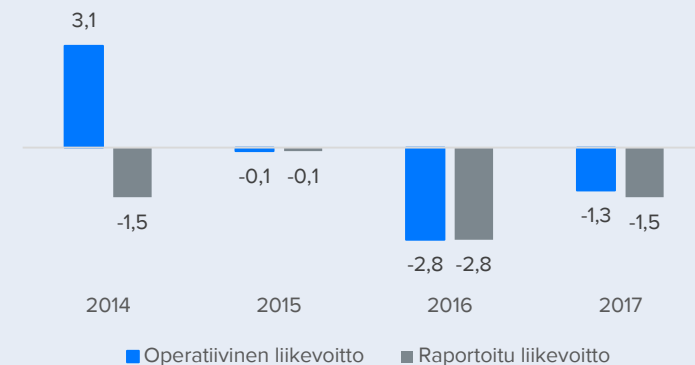
### Tuoretuotteet (~25 % liikevaihdosta)

Tarjoama koostuu esikäsitellyistä hedelmä- ja vihannestuoretuotteista, joita myydään ammattikeittiösektorille, teollisuudelle ja vähittäiskaupalle. Tuoretuote-liiketoiminnan tuotantolaitos sijaitsee Helsingin Kivikossa.

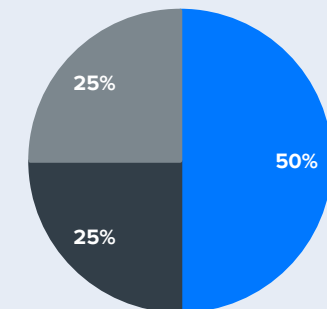
## Ruokaratkaisut liikevaihto (MEUR)



## Ruokaratkaisut liikevoitto (MEUR)



## Segmenttien osuus liikevaihdosta (Inderes arvio)



■ Pakasteet ■ Tuoretuotteet ■ Palvelumyynti

# Ruokaratkaisu-liiketoiminta

Kivikon tuotantolaitoksessa hedelmä- ja vihannestuotteet paloitellaan, viipaloidaan ja suikaloidaan tuoreina ja pakataan ilman säilöntä- ja lisäaineita. Suurimpia ammattikeittiöasiakkaita ovat henkilöstöravintolaketjut sekä hotelli- ja ravintolaketjut. Julkisen sektorin ruokahuolto on myös merkittävä asiakas.

Tuoretuotteet on viime vuosina ollut pahasti tappiollinen ja se on painanut koko Ruokaratkaisu-liiketoiminnan tulosta. HoReCa-sektorin vaisu kehitys, matalan jalostusarvon tuotteet ja kilpailevat isot tukkuliikkeet ovat pitäneet markkinan kireänä. Apetit aloitti vuonna 2016 muutosprosessin, jolla se pyrki keskusliikkeiden tuoretuotekumppaniksi ja kuluttajatuotteiden valmistajaksi. Apetit kilpaili ennen pienillä volyymeilla suurten tukkuliikkeiden kanssa, jotka olivat samalla Apetitin asiakkaita. Yhtälö ei selvästikään ollut toimiva ja Apetit on siirtynyt pois tukkuliiketoiminnasta täysin teolliseksi toimijaksi. Samalla Apetit on pyrkinyt kehittämään omia lisäarvotuotteita vähittäiskauppaan. Apetit lanseerasi vuonna 2016 mm. Tuorekset-konseptin, jonka avulla yhtiö pyrkii laajentumaan vähittäiskaupan HeVi-osastolle pakatuilla esikäsitellyillä hedelmillä ja vihanneksilla. Uusilla kuluttajille suunnatuilla korkeamman jalostusarvon tuotteilla yhtiö pyrkii hyödyntämään Apetit-brändiä liiketoiminnassa paremmin ja nostamaan kannattavuuttaan. Apetit tekee myös mm. valmiiksi pakattuja lounassalaatteja vähittäiskaupalle, joiden tavoitteena on pyrkiä kasvattamaan Kivikon tehtaalla valmistuvien tuotteiden jalostusarvoa.

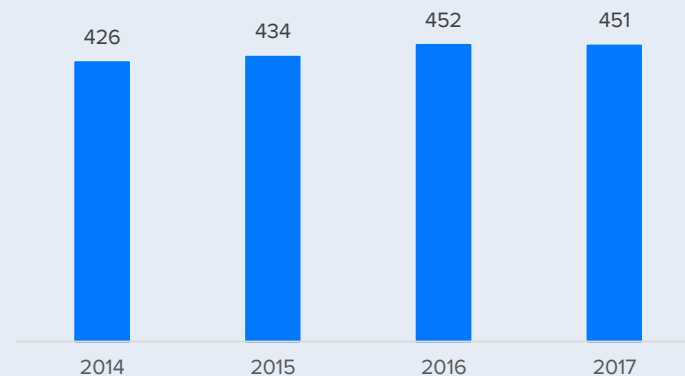
Apetit on kesän 2018 aikana toimittanut viimeiset omat tukkutoimitukset tuoretuotteiden osalta ja yhtiön muutosprosessi tukkurista teolliseksi toimijaksi alkaa olla hyvällä mallilla. Tuoretuotteiden liikevaihdosta arviomme

mukaan noin 50 % koostuu korkean lisäarvon tuotteista (mm. Tuorekset ja valmiiksi pakatut vähittäiskaupasta löytyvät on-the-go salaattit) ja noin 50 % tulee matalan lisäarvon pilkotuista ja palotelluista hedelmistä ja vihanneksista, joita löytyy mm. lounasravintoloiden salaattipöydistä. Jotta yhtiö saisi nostettua tuoretuoteryhmän voitolliseksi, pitäisi korkean jalostusarvon tuotteiden osuus liikevaihdosta nousta selvästi nykyistä korkeammaksi. Apetitin johdon mukaan segmentissä keskitytään nyt korkean lisäarvon tuotepuolen kasvattamiseen ja tämän tulisi tukea kannattavuusparannusta.

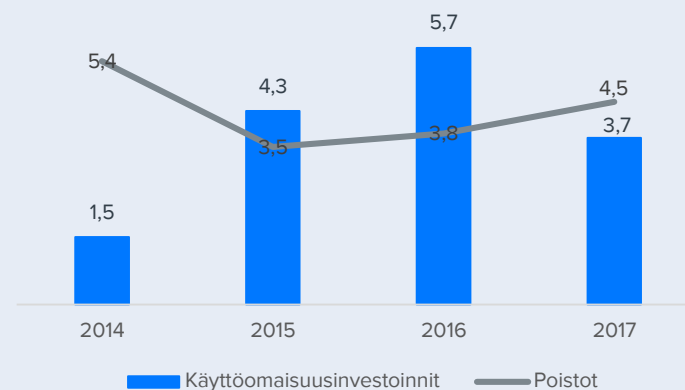
## Henkilöstö- ja investointipainotteisin segmentti

Ruokaratkaisu-liiketoiminnassa työskenteli vuonna 2017 keskimäärin 451 henkilöä eli valtaosa Apetit-konsernin noin 560 henkilöstä. Konsernin neljästä tehtaasta kolme kuuluu Ruokaratkaisu-segmentille (Säkylä, Pudasjärvi ja Kivikko), mikä luonnollisesti vaikuttaa sekä henkilöstön määrään että tehtaiden vaatimiin ylläpito- ja korvausinvestointeihin. Konsernin vuotuisista bruttoinvestoinneista suurin osa liittyy Ruokaratkaisu-segmenttiin. Vuoden 2017 investoinnit segmenttiin olivat 3,7 MEUR ja vuoden 2016 investoinnit 5,7 MEUR, kun konsernin bruttoinvestoinnit olivat yhteensä 5,9 MEUR ja 9,7 MEUR. Ruokaratkaisu-segmentin investoinnit viime vuosina liittyivät pääosin Säkylän pakastetehtaan tuotannon kehittämiseen ja Kivikon tehtaan tuotantolinjojen rakentamiseen. Apetit on tiedottanut investoivansa vuosien 2018-2019 aikana 9,7 MEUR uuteen pihvi- ja pyörökkälinjaan Säkylän tehtaalla. Tämä tuo yhtiölle lisää kapasiteettia nopeasti kasvaviin tuoteryhmiin ja pitää segmentin investointitason myös lähivuosina korkealla tasolla. Segmentin suurten poistojen takia käyttökate on positiivinen, mutta liikevoitto on ollut viimeiset neljä vuotta tappiolla.

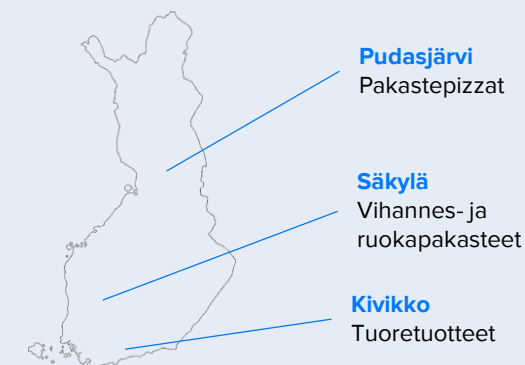
Ruokaratkaisu henkilöstö, keskimäärin



Ruokaratkaisu käyttöomaisuusinvestoinnit (MEUR)



Ruokaratkaisu-segmentin tuotantolaitokset



# Ruokaratkaisut-liiketoiminta

## Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

Ruokaratkaisut-liiketoimintaa harjoitetaan pääosin Suomessa, minkä takia Apetit on riippuvainen Suomen talouden tilasta, päivittäistavarakaupan kehityksestä ja kuluttajan ostovoimasta. Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on sen vahva keskittyminen. Vuonna 2017 päivittäistavarakaupan myynti oli 17,6 miljardia euroa, joista K- ja S-ryhmän osuus oli yhteensä 82 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 9,3 %:n osuudella ja kolmen suurimman toimijan markkinaosuus on yli 90 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä tarkoittaa, että Apetit ja muiden toimijoiden on pitkälti alistuttava niiden sanelemiin ehtoihin. Apetit pyrkii painottamaan tässä asetelmassa vahvojen brändien tuomaa kilpailuetua ja etenkin laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Apetit merkittävien kilpailu-uhka ovat kaupan omat merkit (mm. Pirkka, Euroshopper, Rainbow, Eldorado). Pakasteissa kaupan omien merkkien lisäksi muita tunnettuja tuotemerkkejä ovat mm. Findus ja Oolannin. Varsinkin viime vuosina kaupan omien merkkien suhteellinen osuus päivittäistavaroiden myynnistä on noussut, kun kuluttajat ovat siirtyneet heikon taloustilanteen ja halpuuttamiskampanjoiden johdosta halvemmän hintakategorian tuotteisiin.

## Päivittäistavarakaupan heikkous on vaikuttanut tuloskehitykseen

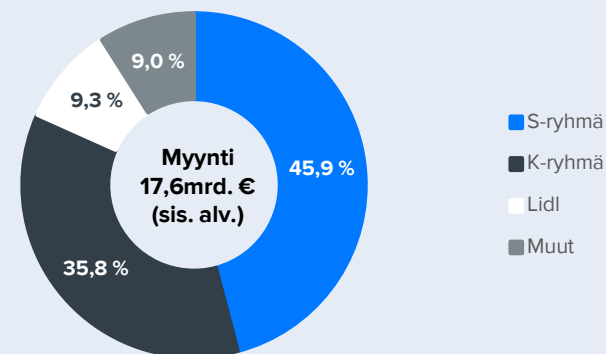
Tilastokeskuksen mukaan Suomen päivittäistavarakaupan kasvu liikevaihdolla mitattuna vuonna 2017 oli +1,7 % ja volyymilla mitattuna +1,3 %. Vuonna 2016

päivittäistavarakaupan liikevaihto kasvoi 0,3 % ja volyymimuutos oli +1,0 %. Tämä kertoo heikon markkinakasvun lisäksi sitä, että hinnoittelu on noussut yhä tärkeämpään rooliin kaupan halpuuttuskampanjoiden ja kaupan omien merkkien myynnin lisääntyessä. Lähes koko 2000-luvun liikevaihto kasvoi volyymia nopeammin, mutta vuosien 2015-2017 aikana volyymin keskimääräinen vuosikasvu on ylittänyt liikevaihdon keskimääräisen vuosikasvun. Päivittäistavarakaupan kasvuluvut ovat olleet viime vuosina melko heikolla tasolla, mikä on myös heijastunut negatiivisesti Ruokaratkaisut-liiketoiminnan tuloskehitykseen.

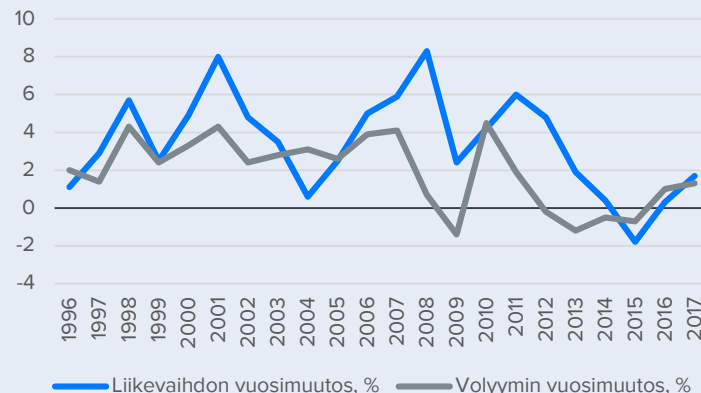
## Positiivisempaa kehitystä näkyvissä

Apetitin kannalta positiivista on se, että Suomen ja Euroopan talousluvut ovat alkaneet osoittaa pitkän heikon jakson jälkeen vihdoin parempaan suuntaan oli sitten kyse BKT:stä, kuluttajien luottamuksesta tai vähittäiskaupan kasvusta. Tämä on heijastunut myös Suomen päivittäistavarakauppaan, missä myynti kasvoi 2018 tammi-heinäkuussa 4,6 % vertailukaudesta. Päivittäistavarakaupan hinnat nousivat samalla ajanjaksolla yhteensä 2,3 %, mikä kertoo monta vuotta kestäneen kireän hinnoitteluympäristön myös hieman helpottavan. Segmentin näkymiä parantaa myös käynnissä oleva kasvispohjaisten tuotteiden kysynnän kasvu, minkä pitäisi tarjota Apetitille vetoapua markkinoilta. Apetit on viime aikoina kehittänyt monia kasvisten ympärille perustuvia tuoteuutuuksia mm. Tuorekset, kasvisjauhistuotteet, hedelmä- ja vihannespohjaiset VegePops-jäätelöt jne. Yhtiö on voittanut uutuustuotteillaan monia elintarvikealan palkintoja ja alkanut tähdätä tuotteillaan myös yhä enemmän ulkomaille, mikä tuo Apetitin korkean jalostusarvon tuotteille hyviä kasvumahdollisuuksia.

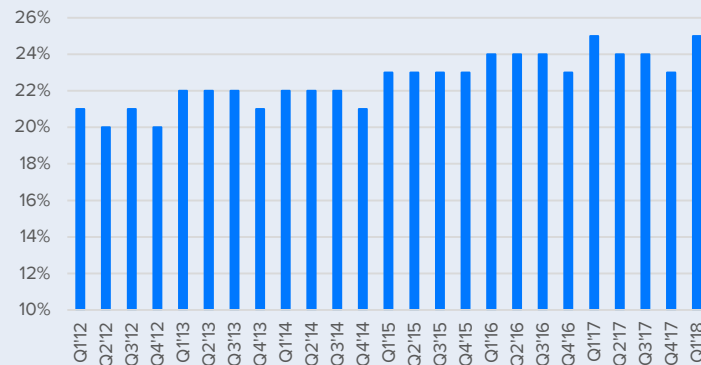
## Päivittäistavarakaupan markkinaosuudet (2017)\*



## Päivittäistavarakaupan myynnin kehitys\*\*



## Kaupan merkkien osuus päivittäistavaraostoista (%-arvo)\*\*\*



# Öljykasvituotteet-liiketoiminta

## Pienin segmentti liikevaihdon perusteella

Öljykasvituotteet on Apetitin pienin segmentti liikevaihdon perusteella mitattuna. Segmentin liikevaihto vuonna 2017 oli 65,3 MEUR (2017: 68,2 MEUR) eli 21 % konsernin liikevaihdosta. Vaikka Öljykasvituotteet on ollut viime vuosina liikevaihdolla mitattuna Apetitin pienin segmentti, on se vahvan markkina-aseman ja kilpailusuojan takia ollut Apetitin kannattavin segmentti sekä absoluuttisilla euroilla että liikevoittomarginaalilla mitattuna. Segmentin operatiivinen liikevoitto vuonna 2017 oli 1,8 MEUR (2016: 2,5 MEUR) eli 2,8 % liikevaihdosta (2016: 3,7 % liikevaihdosta).

## Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

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

## Avena ostaa yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsistä

Kirkkonummen puristamo käyttää raaka-aineenaan pääosin rypsiä ja rapsia. Avena ostaa aktiivisesti kotimaista raaka-ainetta ja yhtiön tärkeää suhdetta suomalaiseen alkutuotantoon kuvaa se, että Avena ostaa ja jalostaa yli 90 %

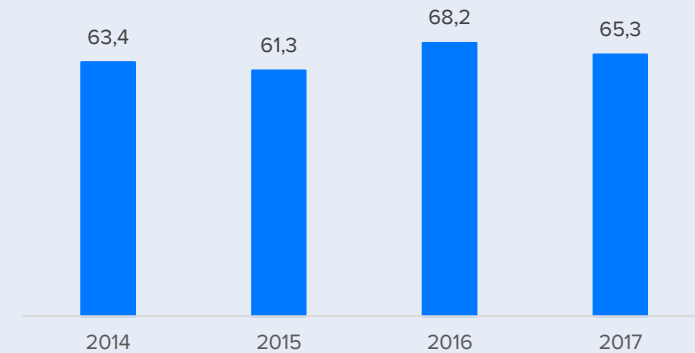
kotimaassa tuotetusta rypsistä. Yhtiöllä on siten lähes monopoliasema kotimaassa tuotetun rypsin ostajana, mikä takaa vahvan neuvotteluaseman ja siten kohtuuhintaisen raaka-aineen yhtiön omalle öljynpuristamolle. Öljykasvituotteet-segmentissä Apetitilla on mielestämme vahvin asema kaikista sen liiketoiminnoista on sitten kyse neuvotteluvoimasta raaka-aineiden hankinnassa, tuotantoprosessin tehokkuudesta tai tuotteiden hinnoitteluvoimasta asiakkaille. Tämän takia se on myös historiassa ollut Apetitin kannattavin segmentti.

Kirkkonummen puristamon vuotuinen siementarve on lähes puolitoista kertainen Suomessa tuotettuun satoon verrattuna, minkä takia yhtiö joutuu ostamaan myös ulkomaista raaka-ainetta. Normaalitytanteessa kuitenkin yli puolet puristamon raaka-aineesta tulee Suomesta. Avena tekeekin pitkäjänteistä ja tavoitteellista työtä lisätäkseen kotimaista rypsin- ja rapsintuotantoa yhteistyössä viljelijöiden ja alan toimijoiden kanssa.

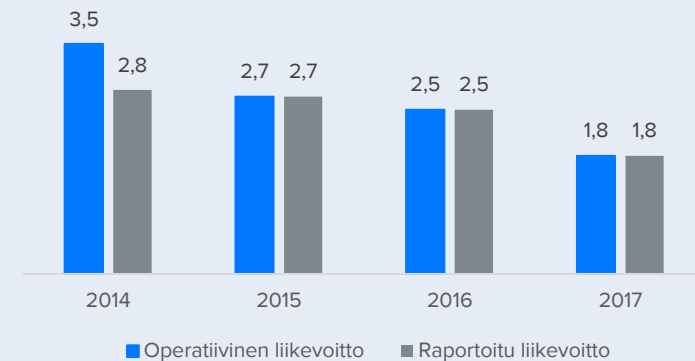
## Suomi on tärkein markkina

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta noin 71 % tuli Suomesta vuonna 2017 ja noin 29 % viennistä. Vienti suuntautuu pääosin muihin Pohjoismaihin ja tärkeimpiä vientimaita ovat Ruotsi ja Norja. Segmentin suurimpia asiakkaita ovat elintarviketeollisuus ja rehuteollisuus, jotka muodostavat yhdessä yli 80 % segmentin myynnistä. Näille myydään tavaraa joko irtöljynä tai suurissa 1000 litran konteissa. HoReCa-sektorille ja kuluttajille myydään pääasiassa erikois- ja pakattuja öljyjä (noin 10 litran pakkauksissa tai pienemmissä). Öljyjä myydään ammattikeittäille Mildola-tuotemerkillä ja kuluttajille Neito- tai Apetit-tuotemerkillä.

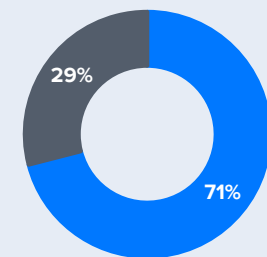
## Öljykasvituotteiden liikevaihto (MEUR)



## Öljykasvituotteiden liikevoitto (MEUR)



## Liikevaihdon jakautuminen (2017)



■ Suomi ■ Vienti

# Öljykasvituotteet-liiketoiminta

## Kirkkonummen öljynpuristamo

Öljykasvituotteet-segmentin toiminta keskittyy Kirkkonummelle, missä toimii Suomen ainoa suuren mittaluokan öljynpuristamo. Tehtaan tuotantokapasiteetti on tällä hetkellä noin 130 000 tonnia rypsiä/rapsia vuodessa. Tehdas on käsityksemme mukaan tällä hetkellä aivan nykyisen kapasiteettinsa ylärajalla, mutta pullonkauloja avaamalla ja erilaisia investointeja tekemällä, kapasiteettia pyritään jatkuvasti kasvattamaan. Uuden puristamon rakentaminen olisi liian kallis investointi, eikä markkinoille edes kannattaisi rakentaa niin paljon uutta kapasiteettia. Kapasiteetin kasvattamisen lisäksi yhtiö pyrkii kasvattamaan segmentin liikevaihtoa mm. tuotannon jalostusarvoa nostamalla.

## Henkilöstö

Öljykasvituotteet-liiketoiminnassa työskenteli vuonna 2017 keskimäärin 45 henkilöä. Öljynpuristamo on moderni, tehokas ja pitkälle automatisoitu, minkä takia tuotannon parissa työskentelevien henkilöiden määrä on pystytty pitämään pienenä. Raaka-aineiden tuonti ja tuotteiden lastaus tapahtuu muiden kuin Avenan henkilöstön taholta ja tehdään tuotanto-operaattorit, vastaanotto-operaattorit, pakkaamo ja huolto toimivat käsityksemme mukaan alle 10 hengen voimin.

Segmentissä työskentelee em. tuotantoon liittyvien henkilöiden lisäksi myynnin ja markkinoinnin henkilöstöä, tutkimus- ja tuotekehityshenkilöstöä, laboratoriohenkilöstöä ja öljykasvien hankintaan liittyvää henkilöstöä. Henkilöstön määrä on viime vuosina kasvanut hieman, kun yhtiö on ottanut Kirkkonummen öljynpuristamon huoltotoiminnan omaan haltuun ja laajentanut korkeamman lisäarvon öljytuotteiden pakkaamoa tehtaan yhteydessä.

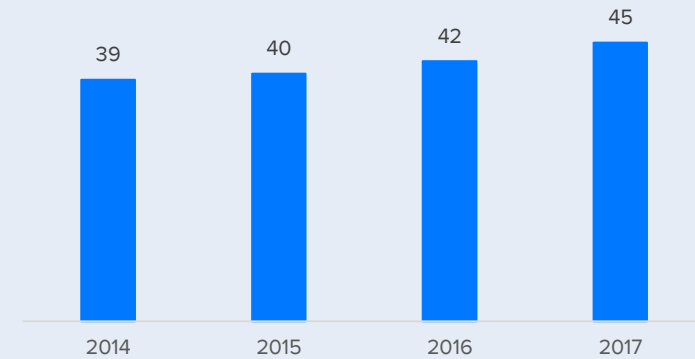
## Investoinnit

Öljykasvituotteet-liiketoiminnan investoinnit vuonna 2017 olivat 1,1 MEUR ja ne kohdistuivat pääosin Kirkkonummen öljynpuristamon kunnossapitoinvestointeihin. Vuonna 2016 segmentin investoinnit olivat 1,9 MEUR ja ne kohdistuivat pääosin öljynpuristamon vuonna 2011 rakennetun pakkaamon laajennustöihin. Viime vuosien investointeihin ja poistoihin perustuen tehdas vaatii arviomme mukaan noin 1-2 % liikevaihdosta vuotuisia kunnossapito- tai korvausinvestointeja. Jos yhtiöllä ei ole ollut mitään suurempia laajennus- tai muita projekteja käynnissä, on investoinnit pystytty pitämään 0,5 MEUR:n tasolla, mutta arvioimme vuotuisen kunnossapitoinvestointien olevan noin 1 MEUR. Apetit ilmoitti kesällä 2018, että yhtiö aikoo rakentaa öljynpuristamon yhteyteen 3,7 MEUR:n bioenergialaitoksen, joka korvaa nykyisiin uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisun. Hanke on yksi Apetitin lähivuosien suurimpia investointeja ja sen on määrä valmistua vuonna 2020. Bioenergialaitos pienentää merkittävästi koko konsernin energiakustannuksia ja hiilidioksidipäästöjä. Laitoksen rakentaminen on ehdollinen ympäristöluvan saamiselle.

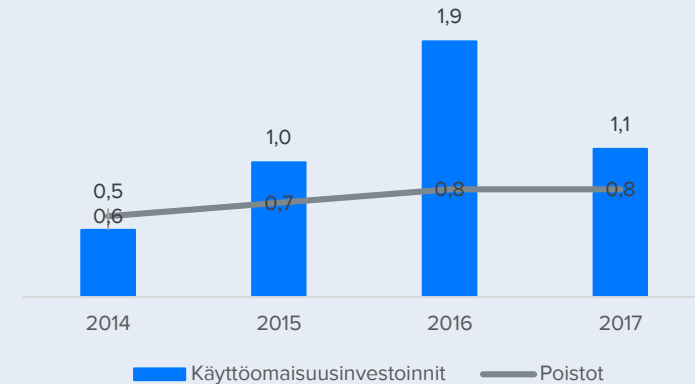
## Rypsi-ingredientin kehittämishanke

Apetit käynnisti vuonna 2017 rypsi-ingredientin kehittämishankkeen, jonka tarkoitus on löytää rypsiuristeelle uusia korkean jalostusarvon käyttötarkoituksia. Apetit sai hankkeelle Tekesin tuen ja projektin tavoite on täysin uuden ravintosisällöltään korkealaatuisen ingredientin kehittäminen elintarvikemarkkinoille. Yhtiö on panostanut siihen viime vuosina paljon ja projektin onnistuessa ingredientillä voisi olla useita käyttöyhteyksiä elintarviketeollisuudessa, mikä voisi nostaa öljynpuristamolta tulevan tuotannon jalostusarvoa.

## Öljykasvituotteiden henkilöstö, keskimäärin



## Öljykasvituotteiden käyttömousuinvestoinnit (MEUR)



## Öljykasvituotteet-segmentin tuotantolaitokset



**Kirkkonummi**  
Kasviöljyt,  
valkuaisrehu



# Osakkuusyhtiö Sucros

## Apetit omistaa 20 % Sucros Oy:stä

Apetit omistaa 20 % Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä, joka on viime vuosina tuottanut koko EU:n Suomelle myöntämän sokerikiintiön (~80 milj. kg/v.). Sucroksesta loput 80 % omistaa Nordzucker Groupia (Euroopan 2. suurin sokerin tuottaja). Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä elintarviketeollisuudelle ja vähittäiskaupalle Dansukker-tuotemerkillä.

## Sucroksella iso rooli Apetitin tuloksen kannalta

Vuodesta 2016 alkaen Apetit on raportoinut Sucroksen 20 %:n tulososuuden liikevoiton alapuolella kohdassa ”Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta”. Tätä ennen Sucroksen tulososuus sisältyi Apetitin liikevoittoon. Vuosien 2006-2016 aikana Sucroksen liikevaihto on vaihdellut välillä 132-214 MEUR ja tulos on vaihdellut välillä -5 MEUR ja +46 MEUR. Apetitille kuuluva 20 %:n tulososuus on vaihdellut tänä aikana välillä -1 MEUR ja +9,1 MEUR ja se oli keskimäärin 2,6 MEUR per vuosi. Apetit-konsernin operatiivinen liikevoitto on vuosien 2006-2016 välillä ollut keskimäärin 6,5 MEUR vuodessa eli karkeasti 40 % konsernin liikevoitosta on tullut Sucrokselta. Tilikaudella 2017 Sucroksen liikevaihto oli 181 MEUR (2016: 208 MEUR) ja nettotulos 5,1 MEUR (2016: 3,6 MEUR). Apetit kirjasi vuonna 2017 Sucrokselta 1,0 MEUR:n tulososuuden (2016: 0,7 MEUR). Kun otetaan huomioon, että Apetit-konsernin liikevoitto vuonna 2017 oli 1,1 MEUR ja vuonna 2016 0,8 MEUR, on Sucroksella edelleen merkittävä rooli Apetitin tuloksen kannalta.

## Sokerin matala hinta painaa Sucroksen tulosta

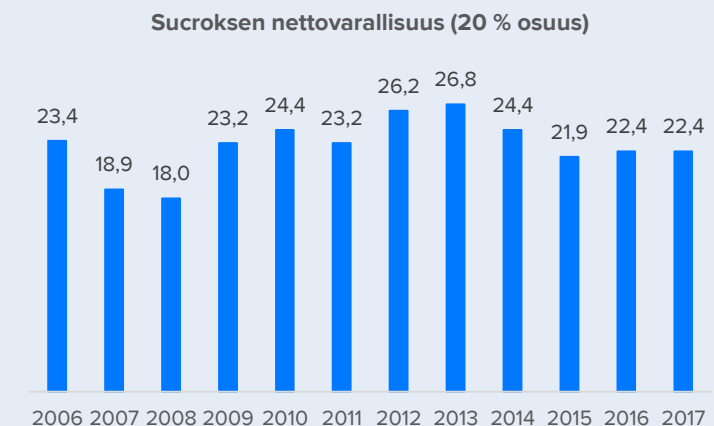
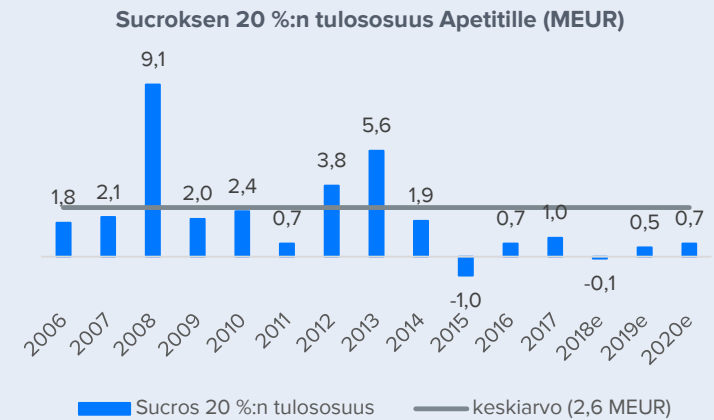
Sucroksen tulos on vahvasti riippuvainen sokerin maailmanmarkkinahinnasta. Tänä vuonna Intia ja Thaimaa (maailman 2. ja 4.

suurimmat sokerintuottajat) rikkovat uusia tuotantoennätyksiä, mikä paisuttaa ylijäämiä ja varastotasoja painaen sokerin hintaa alas. EU:n sokerikiintiöjärjestelmä lakkautettiin 1.10.2017, mikä johti myös tuotantomäärien kasvuun ja sokerin hinnan jyrkkään laskuun. Sokerin alhainen markkinahinta on painanut Sucroksen H1'18-tuloksen -0,9 MEUR:oon (H1'17: -0,5 MEUR) ja odotamme vuoden 2018 tuloksen heikkenevän selvästi viime vuodesta.

Euroopan suurimman sokerintuottajan Südzuckerin mukaan yhtiö tulee tekemään tänä vuonna tappiota alhaisen sokerin hinnan takia ja toiseksi suurimman sokerintuottajan Nordzuckerin johto on kesän aikana kommentoinut mediassa, että näillä sokerin markkinahinnoilla yksikään sokerintuottaja ei tee Euroopassa tulosta. Tämän hetkinen arviomme on, että rajusta hinnanlaskusta seuraava pudotuspeli hoitaa ajan kuluessa tehottomimmat pelaajat pois markkinoilta, minkä jälkeen tuotanto supistuu ja hinnat palaavat taas ”normaalimmalle” tasolle. Se miten kauan tässä kestää, on vaikea arvioida. Tätä odottaessa markkina voi hyvinkin olla Sucroksen kannalta pitkään vaikea ja tulos pysyä alhaisella tasolla.

## Sucroksen nettovarallisuus

Sucros Oy:n nettovarallisuus vuoden 2017 lopussa oli 112 MEUR, josta Apetitin laskennallinen 20 %:n omistusosuus on 22,4 MEUR. Apetitin arvonmäärityksessä olemme valinneet parhaaksi vaihtoehdoksi käsitellä Sucros-omistuksen arvoa sen nettovarallisuuden pohjalta, joka on pysynyt viimeisen 10 vuoden ajan suht vakiona. Tämä tarkoittaa sitä, että nettovarallisuus (22,4 MEUR) jaettuna Apetitin 6,2 miljoonalle osakkeelle on noin 3,6 euroa per osake eli noin kolmasosa Apetitin nykyisestä 10,4 euron osakekurssista.



# Liiketoimintamalli

## Konsernissa on monia eri liiketoimintamalleja

Apetit-konsernin sisältä löytyy hyvin erilaisia liiketoimintoja monelta eri toimialalta, minkä takia konsernille ei voi määrittää yhtä yhteistä liiketoimintamallia. Konsernin eri liiketoiminnot voidaan kuitenkin mielestämme jakaa karkeasti havainnoiden kolmeen eri kategoriaan pääasiallisen toimintamallin perusteella:

### 1. Välitysliiketoiminta (47 % liikevaihdosta\*)

Välitysliiketoiminta koostuu Viljakauppa-segmentistä (liikevaihto 2017: 163 MEUR). Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain toimii välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Pienellä organisaatiolla ostetaan viljelijöiltä viljaa ja öljykasveja maailmanmarkkinahinnoilla ja välitetään se ostajille. Viljakauppa-liiketoiminnan myyntivolyymit ja liikevaihto ovat riippuvaisia raaka-aineiden markkinahintojen vaihtelusta, varastotasoista, satokausien onnistumisesta jne. Liiketoimintaan sitoutuneen pääoman määrä ja liikuteltavat tonnimäärät ovat suuria ja toiminnassa on matalat välitystoiminnan katteet. Viljakauppaan liittyvät transaktiot suojataan konsernin riskienhallinnan mukaisesti, mikä tasoiittaa suurimpia tulosheilahteluja eri vuosien välillä.

Matalan katteen välitysliiketoiminnassa on lähes mahdollonta päästä hyviin suhteellisiin kannattavuuslukuihin käyttökate- tai liikevoittotasolla, mutta liiketoiminnalla on mahdollista tehdä hyvissä olosuhteissa kohtalaista pääoman tuottoa. Tästä esimerkkinä on vuonna 2015 Viljakaupassa nähty harvinaisen korkea liikevoitto (3,8 MEUR), mikä nosti sidotun pääoman tuoton (ROCE-%) 14 %:iin. Vuonna 2016

tästä kuitenkin jäätin selvästi (2016: ROCE: 3,5 %) samoin kuin vuonna 2017 (2017: ROCE 3,2 %).

Välitystoiminnan lisäksi Viljakauppa-liiketoiminta tarjoaa asiakkaille erilaisia kuljetus-, varastointi- ja hinnoittelupalveluita. Uuden yhteistyön alkaessa Bernerin kanssa, Viljakauppa pyrkii muuntautumaan yhä enemmän asiakaspalvelu- ja asiantuntijaorganisaatioksi, mistä viljelijät voivat ostaa kaikki tuotantopanokset ja käydä kauppaa yhden luukun periaatteella.

### 2. Vähittäiskauppa (~8 % liikevaihdosta\*)

Vähittäiskauppaa Apetit harjoittaa Ruokaratkaisut-liiketoimintaan kuuluvassa Palvelumyynti-osiossa. Palvelumyyntiä Apetit harjoittaa päivittäistavarakauppojen sisällä mm. lihaa, kalaa ja valmisruokia myyvissä palvelutiskeissä. Konsepti toimii kuin Apetitin oma pieni kauppa "isäntäkaupan" tiloissa, missä Apetit saa itse määritellä palvelutiskin valikoima ja hinnoitella siinä olevat tuotteet. Apetit maksaa tilasta vuokran isäntäkaupalle ja tiskissä toimiva palveluhenkilöstö on Apetitin palkkalistoilla. Synergioita muihin liiketoimintoihin tulee sitä kautta, että palvelutiski toimii myös jakelukanavana yhtiön omille tuoteryhmille. Yhtiö saa myös arvokasta palautetta kuluttajilta ja voi samalla käyttää kanavaa uusien tuotekonseptien kokeilu-/markkinointikanavana.

Vuonna 2017 tapahtuneen kalaliiketoiminnan myynnin jälkeen synergiat Apetitin myyntitiskien ja muiden liiketoimintojen välillä pienenevät ja yhtiö alkoi H1'18 aikana hallitusti karsia palvelumyyntitiskien määrää. H1'18-raportin yhteydessä Apetit totesi yhtiön hankkiutuneen eroon noin kymmenestä myyntipisteestä ja arvioimme näitä olevan jäljellä vielä noin 20 kpl.

Jäljelle jääneet palvelutiskit sijaitsevat S-Ryhmän kaupoissa pääkaupunkiseudulla. Palvelumyynti-liiketoiminnassa on matalat vähittäiskaupan katteet ja arviomme sen liikevoittotason olevan hyvin lähellä nolaa.

### 3. Jalostusliiketoiminta (45 % liikevaihdosta\*)

Jalostustoimintaan kuuluvat Öljykasvituotteet- ja Ruokaratkaisut-liiketoiminta (pl. palvelumyynti). Näiden yhdistävä tekijä on se, että ne hankkivat tiiviissä yhteistyössä alkutuotannon kanssa raaka-aineet, joista yhtiö jalostaa omilla tehtaillaan erilaisia lisäarvotuotteita, joko omilla brändeillään tai kaupan omille merkeille. Apetit valmistaa Ruokaratkaisuisia tuoretuotteita, pakasteita ja valmisruokia vähittäiskauppaan, teollisuuteen ja HoReCa-sektorille. Öljykasvituotteissa valmistetaan rehuraaka-aineeksi matalan lisäarvon rypsiuristeita kotieläinruokintaan ja korkean lisäarvon tuotteita ovat erilaiset kasviöljyt teollisuuteen, ammattikeittiöille tai vähittäiskauppaan.

Jalostusliiketoiminnassa Apetitilla on mielestämme mahdollisuudet suurimpiin katteisiin ja parhaaseen lisäarvon luontiin, mutta tämä markkina on myös kilpailluin ja vaikein, minkä Ruokaratkaisut-segmentin heikko viime vuosien kannattavuus on osoittanut. Ruokaratkaisut-liiketoiminnassa yhtiön on oltava koko ajan valmiina uudistumaan kuluttajien preferenssien mukana, kehittää uusia tuotteita trendien mukana ja valmistaa lyhyempiä tuotantosarjoja kaupan toiveiden mukaan. Tämä tarkoittaa, että Apetitin pitää juosta jatkuvasti lujempaa T&K- ja markkinointipuolella ja lisäksi tehdä suuria vuotuisia investointeja omiin tuotantolaitoksiin, jotta yhtiö pysyy kilpailukykyisenä.

\*Tilikauden 2017 jatkuvien toimintojen liikevaihdon perustella

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Missio ja visio

Apetit tunnetaan monipuolisena suomalaisena elintarvikealan yrityksenä, jonka liiketoimintoja ovat Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet. Apetitin missio on ”luoda kasviksista hyvinvointia” ja visio on ”olla kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä”.

## Strategiakausi 2018-2020

Apetit päivitti keväällä 2018 strategiansa vuosille 2018-2020. Strategiset painopistealueet ovat uudistuminen, kansainvälistyminen sekä tehokkuuden parantaminen. Apetitin tavoitteena on olla kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä ja Suomen tunnetuin kasvipohjaiseen syömiseen erikoistunut brändi.

Apetit keskittyy toiminnassaan jatkuvaan uudistumiseen lisäämällä tuote- ja palvelukehitystä, entistä voimakkaampaan kansainvälistymiseen kasvattamalla ruuan kansainvälistä kauppaa ja kartoittamalla mahdollisia uusia hankinta-alueita viljakaupassa samalla vahvistaen jalansijaa Baltiassa sekä tehokkuuden parantamiseen kaikissa liiketoiminnoissaan.

## Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2020

Apetit asetti strategiakauden 2018-2020 loppuun tavoitteet, jotka ovat seuraavat:

- Käyttökateen (EBITDA) vähintään kaksinkertaistaminen (2017: jatkuvat toiminnot 6,8 MEUR)
- Operatiivinen sidotun pääoman tuotto prosentti (ROCE) enemmän kuin 8 % (2017: 2,4 %).

Asetettujen strategisten tavoitteiden toteutuminen perustuu tavanomaiseen satokehitykseen, systemaattiseen toiminnan tehostamiseen, innovatiivisiin ja oikea-aikaisiin tuotelanseerauksiin sekä ruuan kansainvälisen kaupan kehittymiseen.

## Apetit on avoin strategiaan sopiville toimialajärjestelyille

Apetit nosti uuden strategian yhteydessä erikseen esille, että yhtiö on tällä hetkellä avoin strategiaan sopiville toimialaratkaisuille. Yhtiön tase on kalaliiketoiminnan myynnistä saatujen rahojen jälkeen todella vahvassa kunnossa ja arvioimme yhtiön olevan tällä hetkellä tositaroituksella kartoittamassa vaihtoehtoja erilaisille yritysjärjestelyille.

## Päivitetty osinkopolitiikka

Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuotteinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkona yhtiö jakaa vähintään 50 % tilikauden voitosta. Tilikausien 2014-2017 osingonjakosuhteet ovat olleet jatkuvasti yli 100 % ja yhtiö on jakanut jokaisena vuonna 0,70 euron osakekohtaisen osingon (4,3 MEUR/v.). Arvioimme yhtiön jatkavan samalla linjalla myös tulevalla strategiakaudella, sillä vahva tase mahdollistaa tämän ainakin toistaiseksi.

## Liiketoiminta-alueiden strategiset painopistealueet 2018-2020

**Ruokaratkaisut-liiketoiminnan** tavoitteena on kasvaa kannattavasti markkinoita nopeammin kotimaassa. Strategisia painopistealueita ovat:

- Pakasteiden ja tuoretuotteiden vahva

uudistaminen sekä keihäänkärkituotteiden luominen kansainvälisille markkinoille

- Lasten ja nuorten kasvisten syönnin lisääminen ja tukeminen
- Kannattavuuden selkeä parantaminen
- Vastuullinen arvoketju entistä vahvemmaksi kilpailutekijäksi

**Öljykasvituotteet-liiketoiminnan** tavoitteena on kannattavuuden parantaminen ja jalostusasteen kasvattaminen. Strategisia painopistealueita ovat:

- Öljynpuristustuotannon tehostaminen
- Kotimaisen rypsinviljelyn kehittäminen
- Uudet innovaatiot ja niiden nopea kaupallistaminen
- Kotimaisen kasviproteiiniomavaraisuuden kehittäminen

**Viljakauppa-liiketoiminnan** tavoitteena on kauppavolyymien kasvattaminen päähankinta-alueilla ja käyttöpääoman tehokas käyttö. Strategisia painopistealueita ovat:

- Markkinaosuuden kasvattaminen Baltian hankinta-alueella
- Vahvat arvoketjukumppanuudet Suomessa
- Edistyneimmät digitaaliset palvelut logistiikan ja viljakaupan tueksi
- Uusien hankinta-alueiden kartoittaminen



# Historiallinen kehitys

## Liikevaihdon kasvu on ollut pysähdyksissä

Apetitin jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna 2017 oli 312 MEUR (2016: 312 MEUR). Yhtiö myi vuonna 2017 pitkään tappiota tehneen kalaliiketoiminnan (liikevaihto 64 MEUR), minkä takia liikevaihto teki merkittävän korjauksen alaspäin. Vuoden 2016 luvut on oikaistu sisältämään vain jatkuvat toiminnot.

Viime vuosina kasvun puute on johtunut osittain päämarkkina-alueiden heikosta BKT:n ja päivittäistavarakaupan kehityksestä sekä viljakaupan keskeisten raaka-aineiden markkinahintojen laskevasta trendistä. Apetitia ei ole voinut kutsua kasvuyhtiöksi, sillä liikevaihto on edelleen samalla tasolla kuin kymmenen vuotta sitten.

Viimeisin hyppy liikevaihdossa tapahtui vuonna 2012, kun Apetit osti ammattikeittiötä palvelevan tuoreiden vihannes-, hedelmä- ja kalatuotteiden valmistukseen ja logistiikkaan erikoistuneen Caternet Finland Oy:n (nykyinen tuoretuotteet-tuoteryhmä), jonka liikevaihto oli noin 30 MEUR. Sen jälkeen markkinatilanne kaikissa liiketoiminnoissa on polkenut enemmän tai vähemmän paikoillaan ja johto ollut melko pidättyväinen investointi- ja yritysostopuolella. Tätä edeltävä iso heilahdus liikevaihdossa tapahtui vuonna 2009, kun Viljakaupan markkinahintojen romahdus teki ison loven liikevaihtoon.

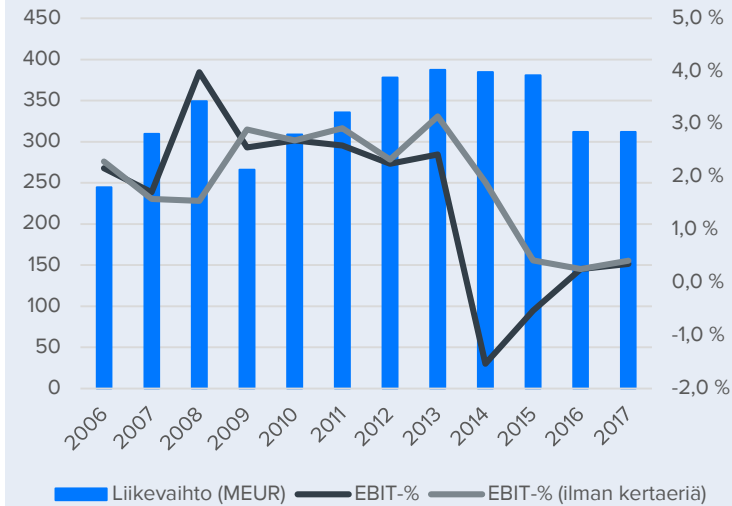
Apetitin tapauksessa liikevaihto voi olla hieman hämäävä mittari, sillä niin iso osa siitä syntyy Viljakaupan välitysliiketoiminnasta, joka voi heilahdella paljonkin johtuen mm. raaka-ainemarkkinoiden heiluvista hinta- ja varastotasoista. Tämän takia Apetit ei tavallisesti anna vuosittaista ohjeistusta liikevaihdolle, vaan ainoastaan tulokselle.

## Kannattavuus on ollut laskusuunnassa

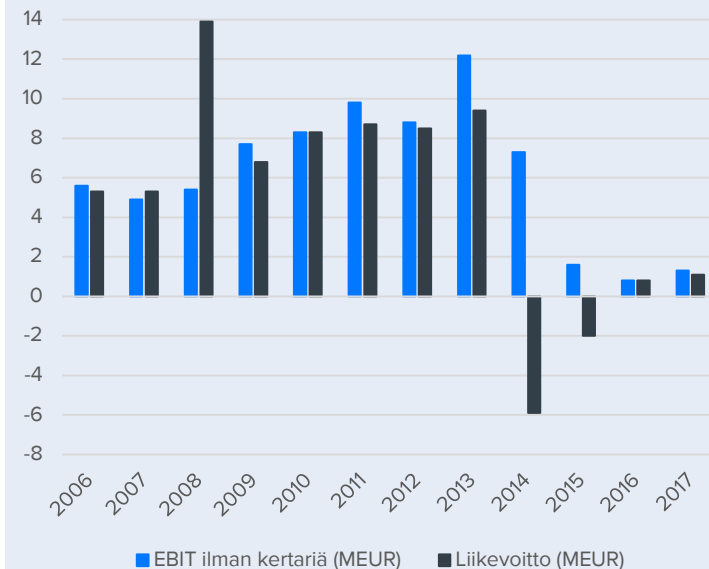
Apetit teki 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa tulosta. Vuonna 2006 liikevoitto ilman kertaeriä oli 5,6 MEUR (EBIT 2,3 %) ja se nousi 12,3 MEUR:n tasolle vuonna 2013 (3,1 % EBIT). Apetitin kaikkien aikojen paras tulos oli vuonna 2008 (nettotulos 17,1 MEUR), mikä johtui osittain Suomen Rehu Oy:n ja hilloliiketoiminnan vähemmistöosuuden myynnistä sekä osakkuusyhtiö Sucroksesta tuloutetuista positiivisista kertaeristä. Operatiivisella tasolla liikevoitto (ilman kertaeriä) kävi parhaimmillaan 12,2 MEUR:ssa vuonna 2013, silloinkin liikevoittomarginaali oli matala 3,1 %.

Apetitin tulokunto on vuoden 2013 jälkeen heikentynyt nopeasti ja vuosien 2014 ja 2015 raportoidut tulokset painuvat tappiolle ruokaliiketoimintaan tehtyjen alaskirjausten takia. Kannattavuuden ylläpitämistä ovat heikentäneet Suomen elintarvikesektorin vaikea markkinatilanne, kalaliiketoiminnan tappiot, sokerin ja viljojen matalat markkinahinnat sekä viljakaupan kärsimä volatilittein puute. Vuosien 2017 ja 2018 aikana tulosta ovat painaneet heikot satokaudet, tuoretuotteet-liiketoiminnan muutosprosessi paikallistukkurista keskusliikkeiden tuoretuotekumppaniksi ja kuluttajatuotteiden valmistajaksi sekä palvelumyyntipisteiden karsimisen tuomat ylimääräiset kustannukset. Vuonna 2017 jatkuvien toimintojen operatiivinen liikevoitto oli 1,3 MEUR (2016: 0,8 MEUR) eli vain 0,4 % liikevaihdosta. Apetitin raportoitu tulos on oikeastaan koko 2010-luvun ollut järjestäen heikommalla tasolla kuin vertailukelpoinen tulos, kun yhtiö on toistuvasti kirjannut erilaisia alaskirjauksia tai kertaluonteisia kuluja. Apetit on pyristellyt viimeiset neljä tilikautta joko tappiolla tai hyvin lähellä nollatulosta, mikä on näkynyt myös osakekurssin heikkona kehityksenä.

Liikevaihto ja suhteellinen kannattavuus



Operatiivinen ja raportoitu liikevoitto



# Historiallinen kehitys

## Osingonjako on ylittänyt tulostason

Vuosina 2006-2008 Apetit teki vahvaa yli 2,0 euron osakekohtaista tulosta. Silloin yhtiö pystyi ongelmitta maksamaan 0,85 euron osingon ja jättää ison osan voitosta tasetta vahvistamaan. Taantuma iski Apetitin liiketoimintaan vuonna 2009, jolloin osakekohtainen tulos puolittui noin 1,0 euron tasolle pitkäksi aikaa. Tuloksen puolittumisesta huolimatta, vahva tase turvasi osingonmaksun ja sitä on viimeisen kymmenen vuoden ajan jaettu vuosittain 0,70-1,00 euroa per osake.

Apetit jakoi osinkoa tilikausilta 2006-2017 yhteensä 9,75 euroa, mikä on erittäin suuri summa, kun ottaa huomioon, että osakekurssi on tällä hetkellä 10,4 euroa. Tilikausilta 2014-2017 Apetit jakoi vuotuista 0,70 euron osinkoa, vaikka tulos ei yltänyt kertaakaan tälle tasolle. Tällä neljän vuoden periodilla Apetit jakoi osinkoa yhteensä 2,80 euroa per osake, vaikka raportoitu osakekohtainen tulos oli näiltä vuosilta yhteensä 1,19 euroa tappiolla. Johto on todennäköisesti halunnut viestiä vallitsevien ongelmien olevan selätettävissä ja että osinkoa tullaan jakamaan joka vuosi, vaikka tulos olisi tappiollinen. Ylikapitalisoitunutta tasetta onkin ollut järkevä hieman keventää, mutta pidemmän päälle näin korkeaan osinkoon ei yhtiöllä ole varaa, ellei tulos parane merkittävästi nykyiseltä erittäin heikolta tasolta.

Apetitin hallitus asetti strategiakaudelle 2016-2018 tavoitteeksi jakaa osinkoa yli 40 % tuloksesta kuitenkin vähintään 0,70 euroa per osake ja näin se on tehnytkin. Uudelle strategiakaudelle 2018-2020 tämä 0,70 euron vähimmäisosinkolauseke kuitenkin poistettiin ja päivitetyn osingonjakopolitiikan mukaan Apetit jakaa jatkossa vähintään 50 % tilikauden voitosta osinkona.

Vähimmäisosingon poistamista osingonjakopolitiikasta ei tulisi pitää osoituksena siitä, että osinkoa aiotaan laskea edellisvuosilta totutusta 0,70 eurosta, mutta jotain signaaliarvoa johdon ajatusmaailmasta tällä voisi kuvitella olevan.

## Oma pääoma on huvennut

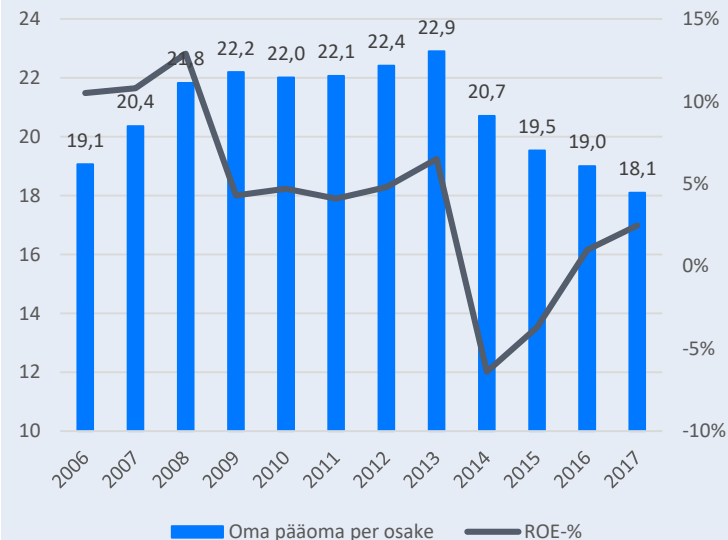
Vuoden 2017 lopussa Apetitin oma pääoma oli 12 MEUR (2016: 118 MEUR) eli 18,10 euroa per osake (2016: 19,0). Oma pääoma on huvennut viime vuosina osittain operatiivisen tuloskunnan heikentymisen ja suurten osinkojen takia, mutta yhtiö on myös tehnyt merkittäviä arvonlennuksia taseeseen vuosien 2014 ja 2015 aikana. Heikon operatiivisen tuloskunnan, merkittävien alaskirjausten ja kertaluonteisten kulujen takia tilikaudet 2014 ja 2015 jäivät tappiollisiksi (-8,7 MEUR ja -4,6 MEUR) ja vuosien 2017 ja 2018 tulokset olivat 2,9 MEUR ja 2,0 MEUR. Yhtiö on silti maksanut näiltä vuosilta 0,70 euron osingon per osake (noin 4,3 MEUR/vuosi), mikä on syönyt omaa pääomaa.

Apetitin osaketta hinnoitellaan jatkuvasti pörssissä alle sen oman pääoman tasearvon (P/B alle 1,0x). Yhtiön nykyinen 64 MEUR:n markkina-arvo on merkittävästi alempana kuin oman pääoman tasearvo ja nykyinen P/B-kerroin on vain 0,6x. Tämä voidaan tulkita siten, että osakemarkkinat eivät luota yhtiön kykyyn tehdä kunnan tuottoa pääomalle, investoida sitä kannattavasti takaisin liiketoimintaan ja näin kasvattaa omistaja-arvoa. Vuosina 2016 ja 2017 Apetit teki hyvin alhaista 1,9 %:n ja 1,3 %:n sidotun pääoman tuottoa (ROCE-%). Jos yhtiö saavuttaisi 2018-2020 strategiakaudelle asetetun taloudellisen tavoitteen (ROCE yli 8 %), tulisi osakekurssi nousemaan arviomme mukaan lähelle oman pääoman tasearvoa (P/B 1,0x).

Osakekohtainen tulos ja osinko



Oma pääoma ja oman pääoman tuotto-%



# Historiallinen kehitys

## Tase on vahvassa kunnossa

Apetitin tase on aina kuulunut yhtiön vahvuksiin. Koko 2010-luvun omavaraisuusaste on vaihdellut 60-75 %:n välillä ja gearing-% (nettovelkaantumisaste) -10 % ja +22 %:n välillä. Apetit myi vuonna 2017 pitkään tappiota tehneen kalaliiketoimintansa norjalaiselle Insula A/S:lle. Kalaliiketoiminnan myynnin jälkeen tase vahvistui jo valmiiksi hyvältä tasolta erittäin hyväälle tasolle. Apetitin vuoden 2017 lopun omavaraisuusaste oli 72,6 % (2016: 64,1 %) ja nettovelkaantumisaste -9,6 % (2016: 12,4 %).

Vaikka erinomaisessa kunnossa oleva tase pienentää Apetitin riskiprofiilia, heikentää se samalla pääoman tuottoa ja pitkällä aikavälillä yhtiön olisi omistaja-arvon maksimoimiseksi saatava tase tehokkaampaan käyttöön. Apetitin oman pääoman tuotto (ROE-%) on ollut vuosien 2006-2017 aikana keskimäärin vain 4 %, mikä kertoo siitä, että taseessa on jatkuvasti ollut liikaa varoja tehostomassa käytössä. Apetit tiedotti keväällä 2018 päivitetystä strategiassaan, että ”yhtiö on avoin strategiaan sopiville toimialaratkaisuille”. Arvioimme Apetitin etsivän tällä hetkellä aktiivisesti keinoja kasvattaa liiketoimintaansa epäorgaanisin keinoin ja vahva tase tarjoaa mahdollisia yritysjärjestelyjä varten hyvät lähtökohdat.

## Investointeja laiminlyötiin pitkään

Apetitin vuotuiset investoinnit ovat vuosien 2006-2017 aikana olleet keskimäärin 5,2 MEUR. Apetit on ollut finanssikriisin jälkeen melko pidättyväinen investoinneissaan. Investointeja on viimeisen kymmenen vuoden ajan selvästi laiminlyöty ja yhtiöllä on nyt paljon kiinni kurottavaa kilpailukyvyä palauttamiseksi. Apetit totei vuonna 2016 pidetyn CMD:n yhteydessä, että investointeja tullaan nostamaan selvästi

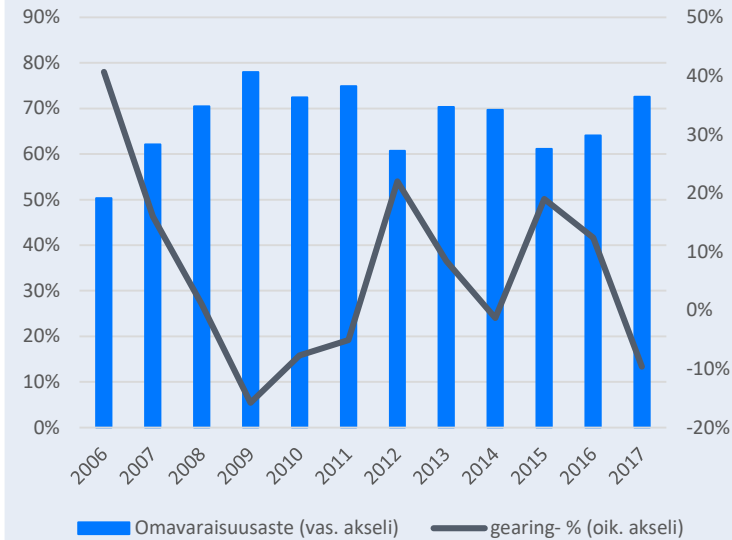
viimeisen kymmenen vuoden aikana nähdyltä tasolta. Strategiakauden 2016-2018 tavoite oli noin 9-13 MEUR:n vuotuinen investointitaso.

Vuosina 2015-2016 Apetit teki isoja investointeja mm. Inkoon viljasataman infraan ja tuotannon tehokkuutta parantaviin laitteisiin, tietojärjestelmiin ja kiinteistöihin. Vuoden 2015 investointitaso (9,1 MEUR) olikin suurin kymmeneen vuoteen ja 2016 investointitaso (9,7 MEUR) oli vielä sitäkin korkeampi. Vuonna 2017 investoinnit olivat vain 5,9 MEUR, mikä jäi selvästi tämän tason alapuolelle.

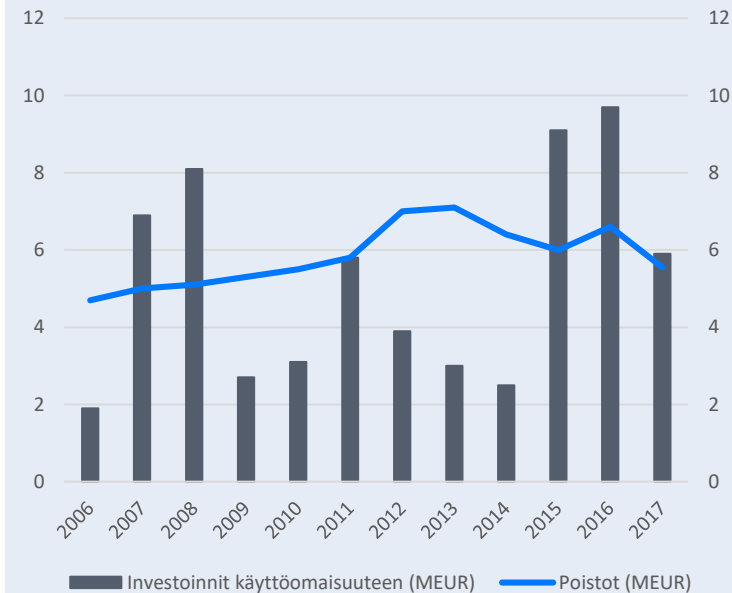
Vaikka uudelle strategiakaudelle 2018-2020 ei ole määritelty näin tarkkaa vuotuista investointitasoa, on yhtiö ilmoittanut lähivuosien investointitavoitteen pysyvän lähellä tätä 9-13 MEUR:n haarukkaa. Johto on tiedottanut vuoden 2018 aikana monesta merkittävästä investoinnista, jotka tulevat tapahtumaan vuosien 2018-2020 aikana. Kalenterivuosisen osalta investointeja voidaan kirjata eri vauhtia eri vuosille, mutta 9-13 MEUR:n taso on varmaankin keskimäärin hyvä mittari lähivuosille.

Apetit tiedotti kesällä 2018 investoivansa 9,7 MEUR uuteen pihvi- ja pyörökkälinjaan Säkylässä, jonka on tavoite käynnistyä kesällä 2019. Tämän lisäksi yhtiö kertoi investoivansa 3,7 MEUR bioenergiälaitokseen Kirkkonummen öljynpuristamolla, jonka on tarkoitus käynnistyä 2020 kesällä. Apetit osallistui vuonna 2018 myös elintarvikealaa palvelevan kehitysyritys Foodwest Oy:n osakeantiin (arviolta muutamalla sadalla tuhannella eurolla). Näiden lisäksi Apetit tekee jatkuvia ylläpito- ja korvausinvestointeja olemassa oleviin tehtaisiin, mikä nostaa lähivuosien investoinnit korkealle tasolle. Investoinnit tulevat lähivuosina olemaan selvästi korkeammat kuin poistot, mikä tulee näkymään negatiivisesti kassavirtasuhteessa.

Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste



Investoinnit



# Ennusteet 1/3

## Tulosohjeistus vuodelle 2018

Apetit antoi vuoden 2018 alussa ohjeistuksen, jonka mukaan konsernin koko vuoden operatiivisen liiketuloksen arvioitiin olevan vertailuvuoden jatkuvien toimintojen tulosta parempi (2017: 1,3 MEUR). Johto kommentoi silloin, että vuoden 2017 heikon sadon arvioidaan varjostavan alkuvuoden 2018 myyntivolyymeja ja tulosnäkyviä. Tätä ohjeistusta jouduttiin kuitenkin muuttamaan elokuussa, koska kotimainen viljasato on tänä vuonna jäämässä keskimääräistä merkittävästi heikommaksi jo toisena perättäisenä vuotena. Vuoden 2018 sadosta on näillä näkymin tulossa vuosituhatton huonoin, ja Apetit arvioi sen rajoittavan kaupankäyntimahdollisuuksia erityisesti viennissä vuoden 2018 loppupuoliskolla.

Apetitin 3.8.2018 annetun tulosvaroituksen mukaan konsernin koko vuoden 2018 operatiivisen liiketuloksen arvioidaan nyt jäävän vertailuvuoden jatkuvien toimintojen tasosta (2017: 1,3 MEUR). Toiminnan kausiluontoisuuden johdosta tulokertymä painottuu vuoden jälkimmäiselle puoliskolle. Koko vuoden myyntivolyymeja ja tulosnäkyviä varjostaa vuoden 2017 heikko sato sekä huonot satonäkymät kuluvana vuonna.

## Vuoden 2018 tulos on jäämässä heikoksi

Apetitin alkuvuosi 2018 oli heikko, eikä vuosituhatton huonoin satokausi ainakaan helpota loppuvuoden tulosnäkyviä. Jatkuvien toimintojen liikevaihto laski H1:llä 12 % vertailukaudesta ja oli 132,5 MEUR. Operatiivinen liiketulos oli -2,8 MEUR (H1'18: -1,5 MEUR). Kertaluontoinen viljantoimittajan sopimusrikkomukseen liittyvä 1,3 MEUR:n kulu laski raportoidun liiketuloksen -4,1 MEUR:oon (H1'18: -1,7 MEUR). Apetit on käynnistänyt

sopimusrikkomuksesta välimesmenettelyn ja uskoo saavansa summan takaisin. Sucroksen heikon tuloksen takia H1'18 nettotulos laski -4,5 MEUR:oon (H1'18: -2,0 MEUR).

**Viljakauppa-segmentissä** näkyi alkuvuonna vaikean satokauden 2017 vaikutukset ja sen liikevaihto laski 20 % 57,8 MEUR:oon. Erityisesti vientivolyymit jäivät vähäiseksi kotimaan heikosta sadosta johtuen. Määrällisesti ja osin myös laadullisesti heikko viljasato hankinta-alueilla heikensi viljakaupan myyntikatteita ja operatiivinen liiketulos jäi -0,9 MEUR:oon (H1'18: 0,2 MEUR). Odotamme vuoden 2018 heikon satokauden näkyvän negatiivisesti loppuvuoden myyntivolyymeissa ja katteissa, minkä takia ennustamme segmentin 2018 liikevaihdon laskevan 12 % 144 MEUR:oon. Liiketoiminnalle voi olla haastavaa laskea omaa kiinteää kustannusrakennetta näin kovan volyymilaskun yhteydessä ja ennustamme operatiivisen liiketuloksen jäävän negatiiviseksi -0,1 MEUR (2017: 0,8 MEUR), mikä olisi Viljakauppa-segmentille hyvin poikkeuksellista.

**Ruokaratkaisut-segmentin** liikevaihto laski alkuvuonna yhden prosentin vertailukaudesta 49,9 MEUR:oon. Liikevaihto kasvoi pakasteissa ja tuoretuotteissa, mutta palvelumyynniverkoston supistaminen vaikutti negatiivisesti liikevaihtoon. Pakasteissa kannattavuus parani ja tuoretuotteissa se pysyi ennallaan. Palvelumyynniverkoston supistamisesta johtuvat uudelleenjärjestelykulut vaikuttivat segmentin kannattavuuteen negatiivisesti ja sen takia operatiivinen liiketulos laski -2,8 MEUR:oon (H1'18: -2,5 MEUR). Odotamme Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 101 MEUR:oon (+1 %). Uskomme pakasteiden ja tuoretuotteiden liikevaihdon kehittyvän tänä vuonna positiivisesti, mutta segmentin kasvuvauhtia hidastaa palvelumyynniverkoston

supistaminen, minkä arvioimme aiheuttavan myös ylimääräisiä kustannuksia. Odotamme tästä syystä Ruokaratkaisut-segmentin operatiivisen liiketuloksen jäävän vertailukauden alapuolelle -1,7 MEUR:oon (2017: -1,3 MER).

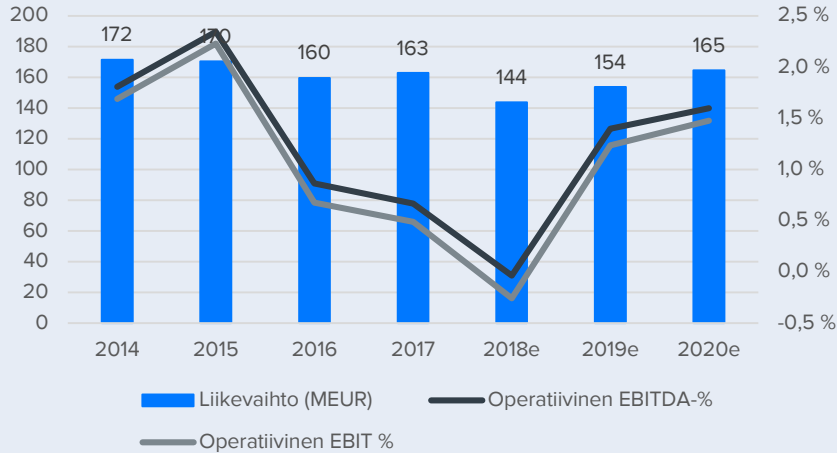
**Öljykasvituotteet-segmentti** oli ainoa, joka pystyi kasvattamaan alkuvuonna liikevaihtoaan ja tulostaan. Segmentin liikevaihto kasvoi 2 % ja oli 33,8 MEUR. Operatiivinen liikevoitto kasvoi 1,0 MEUR:oon (H1'18: 0,8 MEUR). Odotamme segmentin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 2 % 68 MEUR:oon. Vuoden 2018 kotimainen rypsi/rapsisato on jäämässä vertailuvuotta matalammalle tasolle, mikä pakottaa yhtiön hankkimaan paljon ulkomaista raaka-ainetta, jolla voi olla negatiivinen vaikutus kannattavuuteen. Odotamme kuitenkin operatiivisen liikevoiton paranevan tänä vuonna 2,1 MEUR:oon (2017: 1,8 MEUR).

**Sucros** kärsii tänä vuonna sokerin alhaisesta markkinahinnasta, mikä johtuu suurten tuottajamaiden ennätysellisistä tuotantomääristä, korkeista varastotasoista ja EU:n sokerikiintiöiden lakkauttamisesta vuoden 2017 lopulla. Sucroksen tulos on hyvin riippuvainen sokerin markkinahinnasta ja tämä on näkynyt myös Apetitille kuuluvan 20 %:n tulososuuden heikkenemisenä H1:llä -0,9 MEUR:oon (H1'17: -0,5 MEUR). Odotamme Sucroksen 20 %:n tulososuuden jäävän tänä vuonna -0,1 MEUR:oon (2017: 1,0 MEUR).

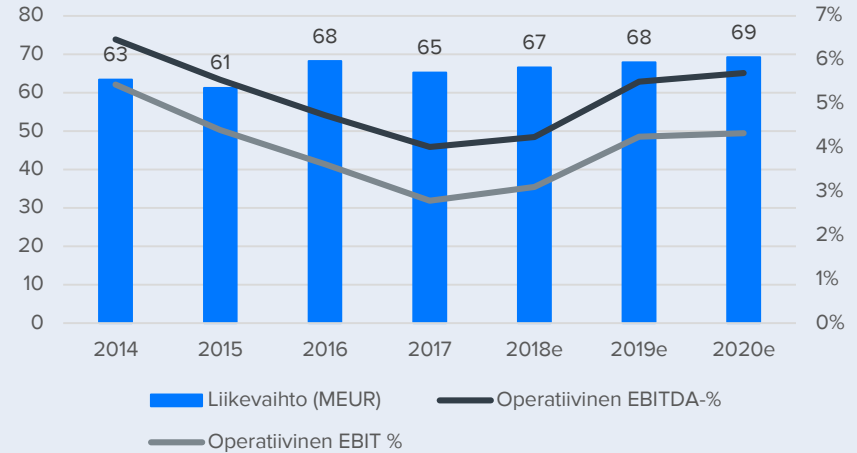
Ennustemme **Apetit-konsernin** vuoden 2018 liikevaihdosta on 291 MEUR (2017: 312 MEUR), operatiivisesta käyttökatteesta 5,6 MEUR (2017: 6,8 MEUR) ja operatiivisesta liikevoitosta on 0,0 MEUR (2017: 1,3 MEUR). Ennustemme nettotuloksesta on -1,8 MEUR (2017: 2,9 MEUR), mikä tarkoittaa -0,29 euron osakekohtaista tulosta (2017: 0,46 euroa).

# Ennusteet vuositasolla

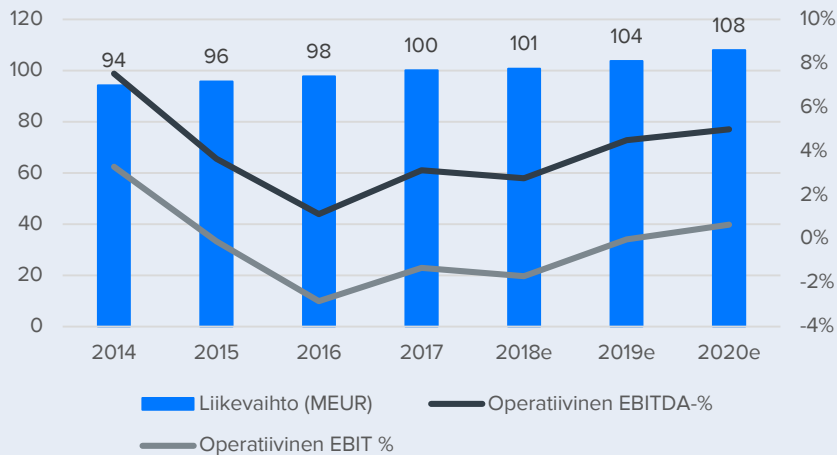
## Viljakauppa-liiketoiminta



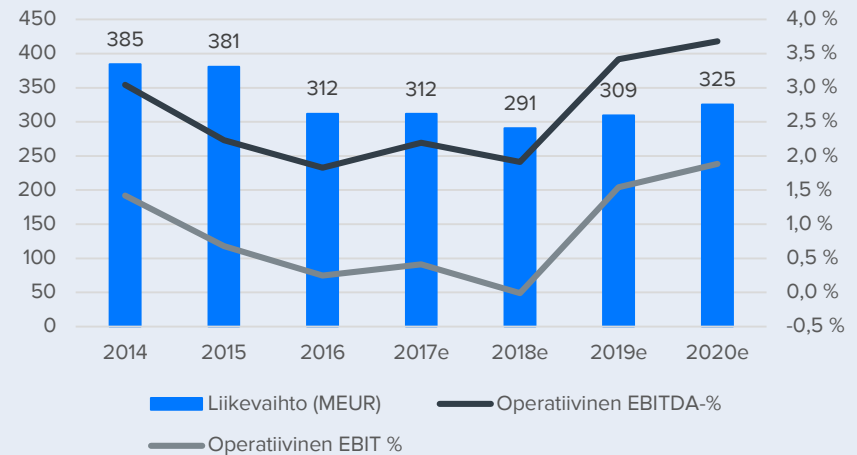
## Öljykasvituotteet-liiketoiminta



## Ruokaratkaisut-liiketoiminta



## Apetit-konserni





# Ennusteet 2/3

## Strategiakauden 2018-2020 ennusteet

Apetit asetti vuoden 2018 maaliskuussa uudet taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2018-2020. Yhtiön tavoitteet strategiakauden lopussa ovat seuraavat:

- Käyttökattteen (EBITDA) vähintään kaksinkertaistaminen (2017: jatkuvat toiminnot 6,8 MEUR)
- Operatiivinen sidotun pääoman tuotto prosentti (ROCE) enemmän kuin 8 % (2017: 2,4 %).

Yhtiön mukaan asetettujen strategisten tavoitteiden toteutuminen perustuu tavanomaiseen satokehitykseen, systemaattiseen toiminnan tehostamiseen, innovatiivisiin ja oikea-aikaisiin tuotelanseerauksiin sekä ruuan kansainvälisen kaupan kehittämiseen. Yhtiö ei myöskään ole laskenut tavoitteiden saavuttamista yritysostojen varaan, joten tulosparannus on tarkoitus tehdä nykyisillä kolmella liiketoiminnalla.

Yhtiön tavoitteet vaikuttavat hyvin haastavilta. Vuoden 2018 operatiivinen käyttökate-ennusteemme on 5,6 MEUR, mihin verrattuna Apetit pitäisi pystyä vähintään 2,5-kertaistamaan käyttökattensa kahdessa vuodessa. Meidän ennusteemme vuoden 2020 käyttökatteesta on 12,0 MEUR (EBITDA 3,7 %), mikä jää hieman yhtiön asettaman ”vähintään 13,6 MEUR:n” tavoitteen alapuolelle. Ennusteemme vuoden 2020 sidotun pääoman tuotolle (ROCE-%) on myös hieman tavoitteen alapuolella 6 %:ssa.

Apetit on viime vuosina jäänyt toistuvasti omien tavoitteidensa alapuolelle ja eri liiketoimintojen kannattavuuspotentiaalia on yhtiön toimesta

selvästi yliarvioitu. Jos verrataan yhtiön keväällä 2016 julkaiseman strategiakauden 2016-2018 tavoitetta tehdä vuonna 2018 oli yli 20 MEUR:n vuotuista operatiivista käyttökattetta, on yhtiö näillä näkymin jäämässä selvästi alle puoleen tästä tavoitteesta. Osa tästä johtuu tietysti poikkeuksellisen heikosta satokaudesta, jota yhtiö ei pystynyt ennustamaan ja kalaliiketoiminnan myymisestä, mutta kokonaan näiden syyksi tavoitteen alittamista ei voi laittaa. Viime vuosien tulospettymyksistä johtuen yhtiö on mielestämme asettanut nykyiset tavoitteensa selvästi realistisemmalle tasolle, mutta kaipaamme kannattavuuskäänteestä konkreettisia näyttöjä ennen kuin voimme nostaa strategiakauden ennusteemme lähemmäs yhtiön omia tavoitteita.

**Viljakauppa-segmentti** teki vielä vuonna 2015 toimialan kärkipäässä olevaa suhteellista kannattavuutta (ROCE 14 % ja EBIT 2,2 %), mutta tuloskunto on viimeisen kahden tilikauden aikana heikentynyt selvästi. Suurin osa tästä on johtunut heikoista satokausista, mutta kilpailudynamiikka on myös arviomme mukaan muuttunut kireämmäksi DLA:n ja Lantmännenin toimesta. Viljelijän Avena Berner pyrkii vastaamaan tähän kilpailupaineeseen, mutta vielä on aikaista sanoa kuinka nopeasti ja paljon tällä voidaan vaikuttaa liiketoiminnan kannattavuuteen.

Pääsääntönä segmentille voi todeta, että mitä korkeammalla viljojen hinnat ovat ja mitä enemmän markkinoilla on volatiliiteettia (eli hintojen vaihtelua), sitä parempaa tulosta segmentti pystyy tekemään. Viljakauppa-liiketoiminnalla ei mielestämme ole matalan kateen välitysluokan toimintamallinsa vuoksi mahdollisuuksia tehdä jatkuvasti vuoden 2015 tasoista huippukannattavuutta (liikevoitto 3,8

MEUR), mikä oli poikkeuksellisen hyvä. Odotamme segmentin liikevoittomarginaalin pysyvän 2019-2020 aikana 1-2 %:n välimaastossa, mikä tarkoittaa ennusteillamme 1,9 MEUR:n ja 2,4 MEUR:n liikevoittoa.

**Ruokaratkaisut-segmentin** tulos tulee arviomme mukaan paranemaan selvästi strategiakauden aikana, kun yhtiö saa vietyä muutosprosessin tuoretuoteliiketoiminnassa loppuun ja karsittua palvelumyöntiverkostoaan. Apetitin missio luoda kasviksista hyvinvointia sopii hyvin tämänhetkiseen kasvisbuumiin. Kasvisten syönti kasvaa Suomessa selvästi yleistä markkinakehitystä nopeammin ja Apetit on viime vuosina kuluttanut paljon resursseja uusien kasvipohjaisten tuotteiden kehittämiseen. Yhtiöllä pitäisi nyt olla kaikki ainekset hyvään kysyntänäkymään ja markkinoilta pitäisi pitkistä aikaa olla tarjolla kohtuullista vetoapua.

Odotamme Ruokaratkaisut-liiketoiminnan liikevaihdon kasvavan 3-4 %:n vauhtia vuosina 2019-2020. Liikevaihdon positiivista kehitystä makrotasolla tukevat Suomen talouden ja vähittäiskaupan parantuvat kasvunäkymät, kuluttajaluottamuksen nousu sekä meneillään olevan kasvisbuumi. Yhtiötasolla kehitystä tukevat pakasteiden ja tuoretuotteiden myynnin kasvu, jalostusarvon nosto uusien kasvipohjaisten innovaatioiden avulla sekä ulkomaille laajentuminen. Kasvua heikentää palvelumyöntiverkoston supistaminen. Käyttökate-ennusteemme vuosille 2019 ja 2020 ovat 4,7 MEUR (EBITDA 4,5 %) ja 5,4 MEUR (EBITDA 5,0 %). Segmentin edellisen strategiakauden EBITDA-tavoite oli 7,5 %, mutta se osoittautui haastavaksi. Segmentin tulevien vuosien suuren investointitarpeen ja sitä kautta suurten poistojen takia, odotamme 2019 ja 2020 liikevoittojen olevan 0,0 MEUR ja 0,7 MEUR.

# Ennusteet 3/3

**Öljykasvituotteet-segmentti** on mielestämme Apetit kolmesta liiketoiminnasta parhaimmassa kunnossa ja vahvan markkina-aseman sekä kilpailuetujen vuoksi se on myös laadukkain. Segmentti on tehnyt viime vuosina tasaisesti 4-7 %:n välillä olevaa käyttökattetta, mikä tarkoittaa 2-4 MEUR vuodessa. Kirkkonummen puristamo ajaa tällä hetkellä täydellä kapasiteetilla, minkä takia emme usko liikevaihdon tai tuloksen kehittyvän strategiakauden aikana enää paljon positiivisempaan suuntaan. Strategiakauden liikevaihdon ja tuloksen kasvupotentiaali lepää pakattujen ja erikoistuotteiden myynnin kasvattamisessa, mikä vaikuttaisi positiivisesti sekä liikevaihtoon että kannattavuuteen. Pieniä pullonkauloja poistamalla tuotantolaitoksesta voisi myös saada nykyistä enemmän irti, mutta tässä puhutaan arviomme mukaan noin 10-15 %:n kapasiteetin lisäyksestä ja 1-2 %-yksikön kannattavuusparannuksesta.

Suurin tulevaisuuden arvonluontipotentiaali Öljykasvituotteet-segmentissä lepää yhtiön kehittämässä rypsi-ingredientissä, jonka potentiaalista markkinoille tuloa joudumme varmaankin odottamaan 2020-luvun puolelle. Yhtiön kaavailema 3,7 MEUR:n arvoinen bioenergiailaitos ehtii myös valmistua vasta strategiakauden lopulla 2020 kesällä, joten tämä ei ehdi erityisen paljoa vaikuttaa strategiakauden lukuihin. Ennustamme Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdon kasvavan 2 %:n vauhtia vuosien 2019-2020 aikana, mikä tarkoittaa 69 MEUR:n liikevaihtoa strategiakauden lopussa vuonna 2020. Liikevoittomarginaaliennusteemme ovat 4,2 % ja 4,3 % (2017: 2,8 %), mitkä tarkoittavat 2,9 MEUR:n ja 3,0 MEUR:n liikevoittoa.

**Sucros** kärsii tänä vuonna sokerin alhaisesta maailmanmarkkinahinnasta. Ennätykselliset tuotantomäärät, korkeat varastotasot ja EU:n

sokerikiintiöjärjestelmän purkaminen ovat tehneet markkinasta Sucroksen kannalta vaikean ja arvioimme tuloksen pysyvän strategiakauden aikana matalalla tasolla. Tämän hetkinen arviomme on, että rajusta hinnanalaskusta seuraava pudotuspeli hoitaa ajan kuluessa tehottomimmat pelaajat pois markkinoilta, minkä jälkeen tuotanto supistuu ja hinnat palaavat taas ”normaalimmalle” tasolle. Se miten kauan tässä kestää, on vaikea arvioida. Tätä odottaessa markkina voi hyvinkin olla Sucroksen kannalta pitkään vaikea ja tulos pysyä alhaisella tasolla. Ennusteemme Sucroksen tulososuuksista vuosille 2019-2020 ovat 0,5 MEUR ja 0,7 MEUR, mitkä ovat selvästi pitkän aikavälin keskiarvon alapuolella (10 vuoden keskiarvo 2,6 MEUR/v.).

## Investoinnit ovat kasvussa

Apetit tiedotti kesällä 2018 isoista investoinneista, jotka on tarkoitus toteuttaa 2018-2020 aikana. Apetit investoi 9,7 MEUR uuteen pihvi- ja pyörykkälinjaan Säkylän tehtaalla, jonka on tarkoitus kaksinkertaistaa tuotantokapasiteetti. Linjan rakentaminen alkaa elokuussa 2018 ja tuotanto käynnistyy arviolta kesäkuussa 2019. Apetit on tiedottanut myös rakentavansa Kirkkonummen öljynpuristamon yhteyteen bioenergiailaitoksen (ehdollinen ympäristöluvalle), jonka on tarkoitus korvata yhtiön uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuva energiaratkaisu ja pienentää konsernin hiilidioksidipäästöjä. Yhtiö osallistui myös vuonna 2018 elintarvikealaa palvelevan kehitysyhtiö Foodwestin osakeanttiin (arviolta muutamalla sadalla tuhannella eurolla).

Näiden suurten erikseen tiedotettujen investointien lisäksi Apetit tekee jatkuvasti korvaus- ja ylläpitoinvestointeja tehtaillaan, itäjärjestelmiin jne. Ennustamme strategiakauden

vuotuisen investointitason olevan noin 8-10 MEUR, mikä on selvä korotus viimeisen 10 vuoden aikana nähtyyn vuotuiseseen keskiarvoon (~5 MEUR/v.). Investoinnit tulevat strategiakauden aikana olemaan selvästi korkeammat kuin poistot, mikä tulee näkymään negatiivisesti kassavirtasuhteessa.

## Osinko pysyy ennusteissamme 0,70 eurossa

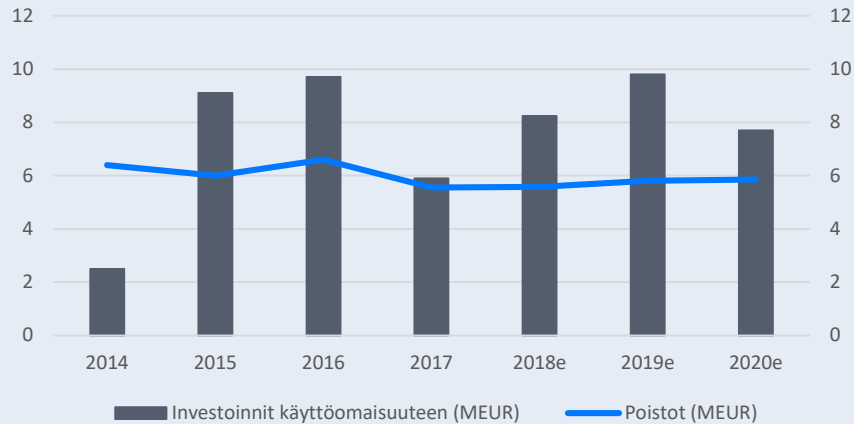
Apetit jakoi tilikausilta 2014-2017 yli 100 %:n osingonjakosuhteella joka vuosi 0,70 euron osingon, mikä tarkoittaa 4,3 MEUR per vuosi. Uskomme yhtiön pyrkivän maksamaan omistajilleen tasaista osinkoa edellisvuosien tavoin, minkä takia olemme pitäneet koko strategiakauden osinkoennusteemme 0,70 eurossa. Tämä tarkoittaa nykykurssille korkeaa 6,7 %:n osinkotuottoa. Ennusteissamme 2018-2020 osakekohtaiset tulokset ovat -0,29, 0,62 ja 0,80 euroa.

## Yliikapitalisoitunutta tasetta on varaa keventää

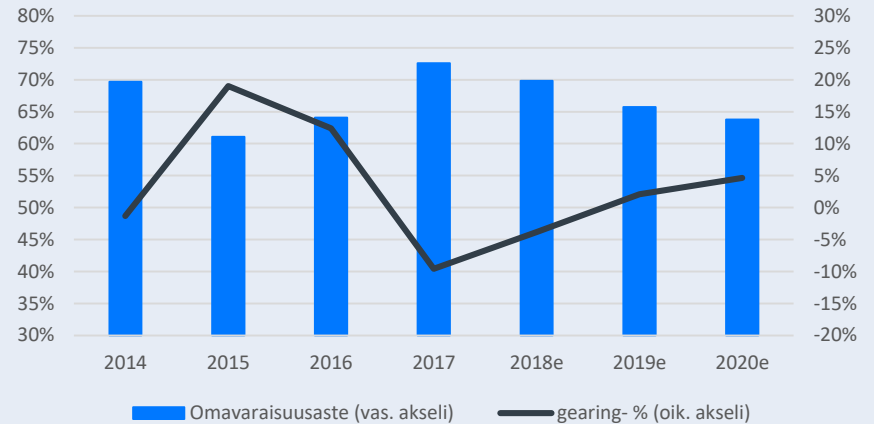
Apetitin vahva tase kestää lähivuosien suuret investoinnit ja yli 100 %:n jakosuhteella maksetun osingon, mutta arviomme mukaan tase heikentyy tasaisesti strategiakauden yli. Omavaraisuusaste laskee ennusteissamme strategiakauden loppuun mennessä 64 %:iin (2017: 73 %) ja nettovelkaantumisaste nousee +5 %:iin (2017: -10 %). Nämä ovat vielä erinomaisia lukuja mille tahansa yhtiölle, mikä kertoo siitä, että Apetit on tällä hetkellä selvästi yliikapitalisoitunut. Kun tase kevenee ja eri segmenteistä tulevat kannattavuusparannukset tulevat läpi, vaikuttaa tämä kahdesta eri suunnasta positiivisesti pääoman tuottolukuihin. Ennusteissamme ROCE-% jää kuitenkin strategiakauden lopussa noin 6 %:iin, mikä on alle yhtiön tavoitteleman yli 8 %:n tason.

# Ennusteet vuositasolla

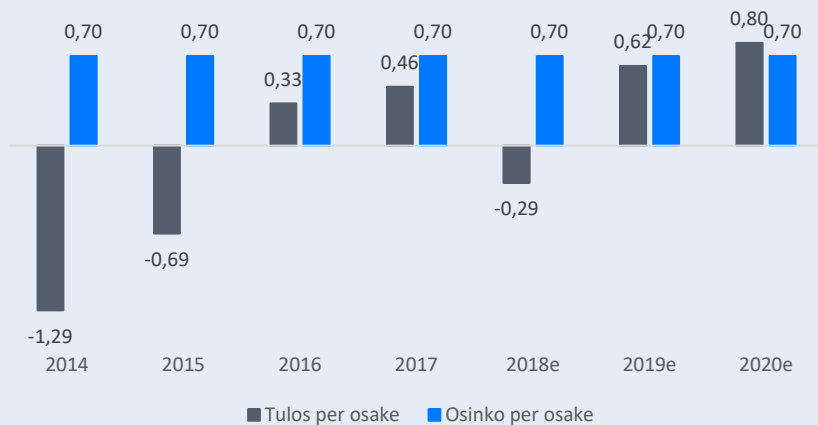
## Investoinnit ja poistot



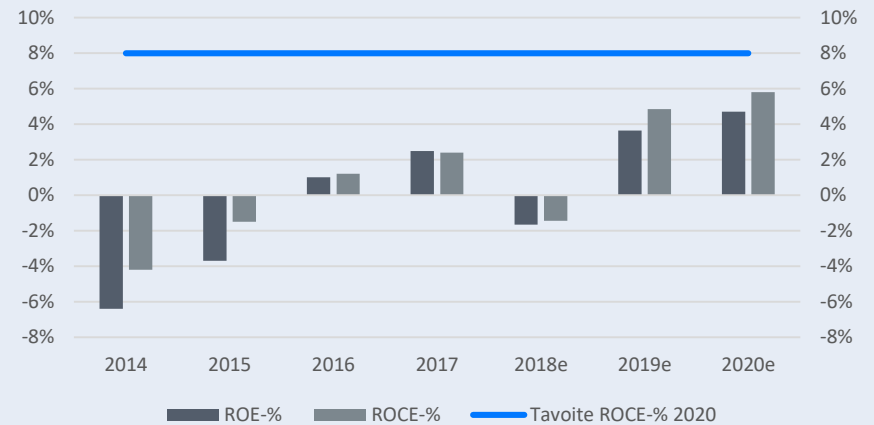
## Omaraisuusaste ja gearing-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Pääoman tuotto-%





# Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>381</b>	<b>312</b>	<b>312</b>	<b>291</b>	<b>309</b>	<b>325</b>
Kulut	-376	-306	-305	-286	-299	-313
<b>EBITDA</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>4,3</b>	<b>10,5</b>	<b>12,0</b>
Poistot	-6,3	-4,8	-5,6	-5,6	-5,8	-5,9
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-3,6	0,0	-0,2	-1,3	0,0	0,0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	2,6	0,8	1,3	0,0	4,8	6,1
Rahoituserät	-1,5	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-1,0	0,7	1,0	-0,1	0,5	0,7
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>
Verot	-1,1	0,9	1,2	0,3	-0,8	-1,1
Vähemmistöosuus	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>-4,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	-0,69	0,30	0,46	-0,29	0,62	0,80
<b>Osaakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,30</b>	<b>0,49</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,62</b>	<b>0,80</b>

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>79</b>	<b>84</b>	<b>75</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>83</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	8	8	7	7	7	7
Käyttöomaisuus	44	48	37	40	44	46
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	23	23	23	23	23	23
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	0	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	3	4	5	5	5	5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>119</b>	<b>100</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>79</b>	<b>83</b>
Varastot	75	65	46	43	45	48
Myyntisaamiset	30	30	18	17	18	19
Likvidit varat	13	5	16	15	16	16

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Oma pääoma</b>	<b>121</b>	<b>118</b>	<b>112</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>
Osakepääoma	13	13	13	13	13	13
Kertyneet voittovarot	80	76	71	65	65	65
Omat osakkeet	-2	-2	-1	-1	-1	-1
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	-1	-1	-1	-1
Muu oma pääoma	30	30	31	31	31	31
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
Laskennalliset verovelat	4	4	3	3	3	3
Varaukset	0	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>198</b>	<b>184</b>	<b>155</b>	<b>152</b>	<b>161</b>	<b>167</b>

# Osien summa -laskelma

## Osien summa-laskelma helpottaa arvonmuodostuksen hahmottamista

Apetit-konsernin arvon muodostumista on mielestämme helpompi hahmottaa osien summa-laskelman kautta. Ruokaratkaisut-, Viljakauppa- ja Öljykasvituotteet-segmentit ovat kaikki hyvin erilaisia liiketoimintoja, erilaisilla kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiileilla. Kaikki liiketoiminnat olisivat mielestämme kohtalaisen helposti eriytettävissä konsernin ulkopuolelle, joten ne ovat ainakin teoriassa koko ajan ”myynnissä” ja niille on siten aiheellista määrittää oma erillinen liiketoiminnan arvo (EV).

Eri liiketoimintojen arvonmäärittämisen lisäksi Apetitin arvonmäärittämisessä pitää myös huomioida Apetitin 20 %:n omistusosuus Sucros Oy:ssä sekä konsernin kassa ja velat. Osien summa -laskelmaa tehtäessä tulee myös huomata, ettei Avena Nordic Grain ole 100-prosenttisesti Apetitin omistama. Apetit omistaa Avena Nordic Grainista suoraan 90 %:n osuuden ja välillisesti Foison Oy:n kautta 4,5 %. Olemme vähentäneet laskelmissamme vähemmistöomistajille kuuluvan osan Avenan harjoittamista Viljakauppa- ja Öljykasvituotteet-liiketoiminnoista.

## Haarukoimme liiketoimintojen arvoa EV/EBITDA-kertoimien kautta

Olemme tarkastelleet yhtiön eri liiketoimintojen historiallisia ja ennusteidemme mukaisia käyttökatteita (EBITDA) ja antaneet eri liiketoiminnoille meidän mielestämme niille sopivat EV/EBITDA-kertoimet. Käyttökattetasolle tehtävä tarkastelu on mielestämme paras, sillä 1) jotkut liiketoiminnat ovat liikevoittotasolla tappiolla 2) yhtiö on itse arvioinut omaksi tavoitteekseen tehdä strategiakauden lopussa

(2020) vähintään 13,6 MEUR:n käyttökattetta 3) tätä kautta voidaan myös verrata, miten meidän ennusteemme vertautuvat yhtiön omaan tavoitteeseen strategiakauden lopussa.

Apetitin pitkän ajan keskiarvo EV/EBITDA-kertoimelle on ollut noin 7-8x, mutta mielestämme yhtiöllä on korkeampia arvostuskertoimia ansaitsevia parempia liiketoimintoja (Mm. Öljykasvituotteet) ja taas toisaalta heikon kannattavuuden ja kilpailuedun omaavia liiketoimintoja, jotka eivät ansaitse tulla arvioiduksi konsernin keskimääräisillä arvostuskertoimilla (mm. Viljakauppa). Osien summa-laskelman taulukossa käyttämämme EV/EBITDA-kertoimet kuvaavat osiltaan myös omaa arviotamme Apetitin eri liiketoimintojen laadusta.

## Osakkeessa on edelleen laskuvaraa ellei tulostaso ala parantua

Apetitin tuloskunto on ollut viimeisen kolmen vuoden aikana heikkoa ja laskutrendillä. Yhtiön kolme liiketoimintaa ovat tehneet vuosien 2015-2017 aikana keskimäärin 7,8 MEUR operatiivista käyttökattetta per vuosi. Nykyinen vuoden 2018 ennusteisiimme perustuva tuloskunto on kuitenkin selvästi tätä tasoa alempi (EBITDA 2018e: 4,3 MEUR). Jos tuloskunto jäisi meidän ennusteidemme mukaiselle erittäin heikolle vuoden 2018 tasolle, olisi osakkeella mielestämme vielä selvää laskuvaraa.

Jos yhtiö saa aikaan kannattavuuskäänteen ja yltää edes ennusteidemme mukaiseen keskimäärin 9,4 MEUR:n käyttökatteeseen vuosien 2018-2020 aikana, olisi osakkeessa mielestämme selvää nousuvaraa ja tätä tukee seuraavalla sivulla esitelty osien summa -laskelmamme.

## Osien summa-laskelma vuosien 2018-2020 ennusteilla antaa osakkeen arvoksi 14,9 euroa

Pääsemme vuosien 2018-2020 ennusteisiimme nojaavassa segmenttikohtaisessa osien summa-laskelmassamme karkeasti noin 65 MEUR:n yhteenlaskettuun yritysarvoon (kaikki kolme liiketoimintoa), johon Sucroksen nettovarallisuus ja Apetitin nettokassa lisätynä pääsemme oman pääoman arvoon, joka on 92 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 14,9 euroa per osake, mikä on yli 40 % korkeampi kuin nykyinen osakekurssi (10,4 euroa). Pidämme osien summa- laskelman perusteella osaketta aliarvostettuna.

Laskelmassa pitää myös huomioida se, että ennusteissamme Apetitin tuloskunto paranee merkittävästi nykyiseltä erittäin heikolta tasolta. Apetitin oma 2020 käyttökattetavoite (yli 13,6 MEUR) on mielestämme erittäin haastava ja tätä heijastelee myös oma selvästi yhtiön tavoitteen alapuolella oleva 12,0 MEUR ennusteemme vuodelle 2020. Nykyisten ennusteidemme perusteella osake on hinnoiteltu selvästi alle osien summa laskelman, mutta jos yhtiö onnistuu yllättämään markkinat ja pääsemään vuoteen 2020 mennessä yli 13,6 MEUR:n käyttökattetavoitteeseen, näemme osakkeessa merkittävää nousuvaraa nykytasolta.

Olemme kuitenkin lähteneet strategiakauden ennusteissamme liikkeelle varovaisesti, mikä johtuu yhtiön heikosta viime vuosien tuloskehityksestä ja markkinan nopeaa heikentymistä heijastelleista viime vuosina annetuista tulosvaroituksista. Jos yhtiö näyttää etenevän strategiassaan oikeaan suuntaan ja selättävän nykyiset kannattavuusongelmat, on ennusteissamme selkeää nousuvaraa. Tähän tarvitsemme kuitenkin vielä enemmän näyttöjä.

# Osien summa -laskelma

<b>Apetit toteutuneet luvut MEUR (2015-2017)</b>	<b>Operatiivinen EBITDA 2015-2017 keskiarvo</b>	<b>EV/EBITDA- kerroin</b>	<b>Liiketoiminnan arvo (EV)</b>	<b>Arvo per osake</b>
Ruokaratkaisut	2,6	7,0	18,0	2,9
Viljakauppa*	2,2	6,0	12,0	1,9
Öljykasvituotteet*	3,1	8,0	22,9	3,7
<b>Segmentit yhteensä</b>	<b>7,8</b>		<b>53,0</b>	<b>8,6</b>
Sucros**			22,4	3,6
Nettokassa			4,9	0,8
<b>Oman pääoman arvo</b>			<b>80,3</b>	<b>13,0</b>

<b>Inderesin ennusteet MEUR (2018-2020e)</b>	<b>Operatiivinen EBITDA 2018-2020 keskiarvo</b>	<b>EV/EBITDA- kerroin</b>	<b>Liiketoiminnan arvo (EV)</b>	<b>Arvo per osake</b>
Ruokaratkaisut	4,3	7,0	30,0	4,8
Viljakauppa*	1,6	6,0	8,8	1,4
Öljykasvituotteet*	3,5	8,0	26,1	4,2
<b>Segmentit yhteensä</b>	<b>9,4</b>		<b>64,9</b>	<b>10,5</b>
Sucros**			22,4	3,6
Nettokassa			4,9	0,8
<b>Oman pääoman arvo</b>			<b>92,2</b>	<b>14,9</b>

\* Apetit Oyj omistaa vilja- ja öljykasviliiketoimintaa harjoittavasta Avena Nordic Grain Oy:stä suoraan 90 % ja välillisesti 4,5 % Foison Oy:n kautta, joten laskettu arvo on tämän omistusosuuden mukainen.

\*\*Sucros on arvostettu vuoden 2017 tilinpäätöksessä olevaan nettovarallisuuteen

# Arvostus

## Sijoitusnäkemys

Näkemyksemme mukaan Apetit on tällä hetkellä vaikeassa tilanteessa, missä oma heikentynyt kilpailukyky on laitettava kuntoon samaan aikaan, kun ulkoinen kilpailupaine kasvaa kireämmäksi. Yhtiö on saanut viime vuosina jatkuvan alisuorittajan leiman ja negatiiviset tulosvaroitukset ovat indikoineet markkinatilanteen heikkenevän selvästi johdon arvioita nopeammin. Pitkään kestänyt negatiivinen tuloskehitys, elintarvikesektorin vaikea markkinatilanne ja viimeisimpänä erittäin heikot kaksi perättäistä satokautta ovat koetelleet sijoittajien kärsivällisyyttä, mikä on näkynyt osakkeen kurssikehityksessä aivan oikeutetusti negatiivisella tavalla.

## Markkinoiden luottamus pitäisi palauttaa

Arviomme mukaan markkinoilla ei tällä hetkellä uskota Apetitin saavuttavan strategiakauden 2020 taloudellisia tavoitteita, mikä pitää osakkeen matalalla tasolla siihen nähden, jos yhtiö onnistuisi tavoitteiden saavuttamisessa. Apetit tavoittelee vuoteen 2020 mennessä käyttökateen kaksinkertaistamista vuoden 2017 tasolta (2017: 6,8 MEUR), joten käyttökate tavoite vuodelle 2020 on vähintään 13,6 MEUR. Alkuvuosi 2018 on mennyt niin heikosti, että meidän ennusteemme vuoden 2018 operatiiviselle käyttökateelle on 4,3 MEUR. Vuoden 2018 tulos kärsii kahdesta hyvin heikosta perättäisestä satokaudesta, mutta se heijastaa myös Apetitin tuloksen alustumista ulkoisille riskeille. Tähän nähden vuoden 2020 käyttökate tavoite vaatisi tuloksen lähes kolminkertaistamista kahdessa vuodessa, mikä heijastaa tavoitteen korkeaa haastavuustasoa.

Apetit on viime vuosina yllättänyt markkinat useasti negatiivisesti tulosraporteillaan ja yhtiö on jatkuvasti jäänyt myös omista tavoitteistaan.

Odotamme yhtiöltä selkeämpiä merkkejä kannattavuuskäänteestä, jotta voisimme nostaa ennusteemme lähemmäs strategiakauden 2018-2020 tulostavoitteita.

## Osake on edullinen, jos taloudelliset tavoitteet saavutetaan

Apetitin 2018 ennusteidemme mukainen EV/EBITDA-kerroin on 7x. Nettotulos on ennusteidemme mukaan tappiollinen, joten P/E-lukua ei pysty laskemaan. Jos meidän selvästi yhtiön tavoitteiden alapuolella olevat tulosennusteemme toteutuvat, on vuoden 2020 tuloksesta laskettu EV/EBITDA-kerroin matala 4x ja nettotuloksesta laskettu P/E-luku 13x. Osakekurssi olisi arviomme mukaan nykyistä tasoa korkeammalla, jos markkinat uskoisivat yhtiön saavuttavan 2020-tavoitteensa. Varsinkin EV/EBITDA-luku heijastelee yhtiön vahvaa tasetta ja siihen suhteutettua korkeaa käyttökate. Nettotulospohjainen P/E-luku näyttää kuitenkin suhteellisesti korkeammalta sen takia, että yhtiön vahva tase on tällä hetkellä laiskassa käytössä, lähivuosien investoinnit ja niistä tehtävät poistot syövät suurimman osan käyttökateesta ja Sucroksen tulokunnon oletetaan jatkuvan heikkona lähivuosina. Kaikki em. tekijät pitävät nettotuloksen heikolla tasolla, mikä kannattaa ottaa huomioon EV/EBITDA-lukuja katsoessa.

Arviomme mukaan mahdollinen positiivinen kannattavuuskäänteemme toimisi Apetitin tilanteessa osakkeen ajurina kahdella tavalla: 1) se nostaisi yhtiön tulostasoa ja sitä kautta myös tukisi luottamusta korkeampia lähivuosien ennusteita kohtaan ja 2) markkinoiden luottamuksen palatuessa yhtiön tuloskäänteeseen Apetitille hyväksyttäisiin nykyistä korkeammat arvostuskertoimet. Näiden johdosta osake kohtaisi vetoapua kahdesta eri suunnasta eli sekä korkeammista tulosennusteista että

korkeammista arvostuskertoimista.

## Tulospohjainen arvostus nykyisellä tuloskunnolla on vielä korkea

Olemme sitä mieltä, että Apetit tulos pohja on nyt nähty, mutta jos tulos jäisi nykyiselle tasolle (EBITDA 4,3 MEUR; EBIT 0 MEUR), olisi osakekurssilla vielä laskuvaraa. Apetitiin tällä hetkellä sijoittavan pitää uskoa yhtiön voimakkaaseen tuloskäänteeseen neljän erittäin heikon vuoden jälkeen, sillä nykyiseen tuloskuntoon peilatuilla tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla osake ei näytä vielä erityisen houkuttelevalta (2018 P/E on negatiivinen, sillä tulos on tappiolla ja EV/EBITDA on 7x). Vuoden 2019 EV/EBITDA on 4x ja P/E-kerroin on 17x.

## Matala tase pohjainen arvostus tarjoaa tukea

Osakemarkkinoiden luottamus Apetitia kohtaan on tällä hetkellä heikko vuosia jatkuneen vaatimattoman kasvu- ja tuloskehityksen takia. Markkinoiden luottamus heijastuu osakkeeseen matalana markkina-arvona suhteessa oman pääoman tasearvoon (P/B=0,6x). Apetit arvostamisen kannalta mielestämme paras ja yksinkertaisin luku, jota sijoittajien pitäisi seurata on P/B (price-to-book). Tämä johtuu siitä, että liiketoimintaportfolion kroonisesti matalan oman pääoman tuoton takia pidämme P/B-luvun ehdotonta ylärajaa 1,0x tasolla. Tämän tason ylittäminen vaatisi yhtiöltä kaksinumeroista oman pääoman tuottoa (ROE yli 10 %), jota se ei ole pystynyt tekemään vuoden 2008 jälkeen. Yhtiö jakaa jatkuvasti koko tuloksensa osinkona ulos eikä taseeseen jätettyjä rahoja olla pystytty investoimaan riittävän suurella pääoman tuotolla takaisin liiketoimintaan, jotta oma pääoma olisi kasvanut. Viime vuosina oman pääoman tasearvo on itseasiassa tullut alaspäin, joten P/B-luvun pysyessä vakiona, myös osakekurssi on laskenut samalla kulmakertoimella.

# Arvostus

Apetitin osakekurssille kannattaakin tällä hetkellä hakea tukea taseen oman pääoman kirja-arvosta, joka oli vuoden H1'18-raportissa 104 MEUR (H1'17: 109 MEUR) eli 16,75 euroa per osake (H1'17: 17,58). Taseesta on vuosien 2014-2015 aikana alakirjattu iso määrä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa. Oma pääoma on arviomme mukaan tällä hetkellä melko kuranttia, minkä takia nykyinen markkina-arvo (64 MEUR eli 10,4 euroa per osake) heijastelee heikkoa luottamusta yhtiön kyvyille luoda liiketoiminnalla pääoman kustannukset ylittävää tuottoa. Jos yhtiö pysyy voitollisena jatkossakin, pidämme P/B-luvun järkevää alarajaa 0,60x tasolla huomioiden Apetitin vahva tase ja eri liiketoiminnoille laskemamme arvo mahdollisessa irtautumistilanteessa.

Vuonna 2016 ja 2017 Apetitin sidotun pääoman tuotot (ROCE-%) olivat vain 1,2 % ja 2,4 % ja odotamme lähivuosien tuoton jäävän selvästi alle 10 %:n tason. Jos yhtiö onnistuisi strategiakaudelle maalaamassaan kannattavuuskänteessä ja pääsisi yli 8 %:n ROCE-tasolle vuoteen 2020 mennessä, tulisi arvostus nousemaan tätä kautta arviomme mukaan hyvinkin lähelle P/B 1,0x tasoa. Tällöin oman pääoman pysyessä muuttumattomana, P/B-luvun nouseminen 1,0x tasolle vaatisi osakekurssin yli 50 %:n nousua nykytasolta.

Jos Apetit tekee jatkuvasti tappiota tällä aikavälillä ja jakaa ulos viime vuosien tyyllillä 0,70 euron osakekohtaista osinkoa (yhteensä noin 4,3 MEUR/vuosi), tulee oma pääoma hupenemaan nopealla tahdilla vielä alemmas, mikä tarkoittaa myös, että P/B-luvun pysyessä vakiona myös osakekurssi tulee samassa suhteessa alas.

## Osinkotuotto on pidetty korkealla tasolla

Apetit on tunnettu hyvänä osingonmaksajana. Apetitin osinkopolitiikan mukaan hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuotteinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkona yhtiö jakaa vähintään 50 % tilikauden voitosta. Edellisessä osinkopolitiikassa oli määritelty vuotuinen 0,70 euron osakekohtainen osinko, mutta siitä luovuttiin nyt maaliskuussa 2018 julkistetun uuden strategian yhteydessä.

Yhtiö on viimeisen neljän vuoden ajan jakanut 0,70 euron osakekohtaisen osingon (noin 4,3 MEUR yhteensä), mikä on ollut enemmän kuin yhtiö on tehnyt tulosta. Osinkotuotto on jatkuvasti ollut keinotekoisesti korkealla (noin 5-6 %:n tasolla), sillä yhtiö on käytännössä vain tyhjentänyt tasettaan aikaisempien tilikausien voitoista maksamalla osinkoa yli 100 % tilikauden tuloksesta.

Meidän ennusteemme tilikausien 2018 ja 2019 osingonjaolle on 0,70 euroa per osake, mikä tarkoittaa yli 100 %:n osingonjakosuhdetta. Tilikaudella 2020 yhtiö ylittää ennusteidemme mukaan 0,70 euron osakekohtaisen tuloksen ensimmäistä kertaa 7 vuoteen ja silloin 0,70 euron osakekohtaisella osingolla jakosuhte on noin 90 % tilikauden tuloksesta. Apetitin vakiona pidetty 0,70 euron osinko tarjoaa nykykurssin valossa 6,7 %:n osinkotuottoa, mikä on Helsingin pörssin parhaimmistoa. Sijoittajien tulee kuitenkin tiedostaa, että Apetit pystyy jatkamaan nykyistä avokätisen osingon linjaa vahvan taseen turvin vielä jonkin aikaa, mutta pitkällä aikavälillä yhtiö ei voi jakaa osinkoa enempää kuin se tekee tulosta.

## DCF-arvonmääritys heijastaa tavoitehintaamme

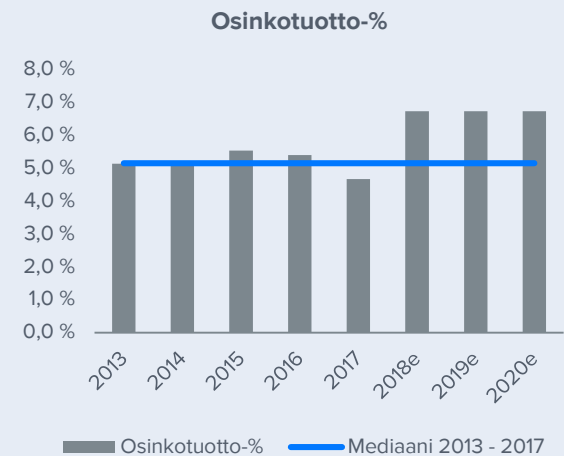
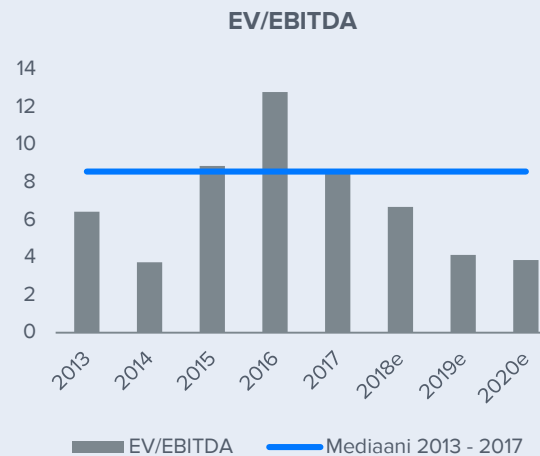
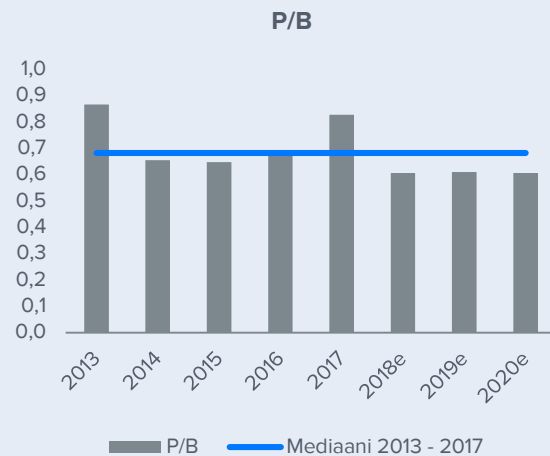
Kassavirtoihin perustuva arvonmääritysmallimme (DCF) tukee näkemystämme Apetitille antamastamme 10,5 euron tavoitehinnasta ja vähennä-suosituksesta. DCF-laskelmamme mukainen oman pääoman arvo on 65 MEUR eli 10,5 euroa per osake. Tämä tarkoittaa noin 1 %:n nousuvaraa nykykurssiin nähden. Nousuvara ei mielestämme kuitenkaan ole vielä riittävä, jos otetaan huomioon yhtiön nykyinen erittäin heikko tuloskunto ja merkittävään tulosparannukseen nojaaviin ennusteisiimme sisältyvä huomattava epävarmuus.

DCF-mallissa liikevaihdon kasvu on noin 3-6 %:n tasolla vuosina 2019-2021 ja tasaantuu tämän jakson jälkeen noin 2 %:n tasolle, mikä on myös terminaalikasvuennusteemme. Apetitin liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme nykyiseltä vuoden 2018 heikolta 0 %:n tasolta 2,5 %:iin vuonna 2021 ja tasoittuu terminaalienusteissamme 2,0 %:iin. Yhtiö pääsee ennustejaksollamme lähelle 10 MEUR:n vuotuista liikevoittotasoa, mutta ei kuitenkaan sen yli.

DCF-mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on 53 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 8,8 %, riskiton korko on 3,5 %, markkinan riskipreemio on 4,8 %, beta-kerroin 1,0. Apetitin osakkeen heikon likviditeetin takia olemme ottaneet keskimääräisen pääoman kustannuksen laskennassa huomioon myös likviditeettipreemion (0,5 %), jota ilman pääoman keskimääräinen kustannus olisi matalampi.

# Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	19,45	13,59	12,65	12,97	15,00	10,40	10,40	10,40
Markkina-arvo	123	84	78	80	93	64	64	64
Yritysarvo (EV)	137	84	79	72	59	37	44	46
P/E (oik.)	9,5	16,2	neg.	43,9	30,5	neg.	16,7	12,9
P/E	12,1	neg.	neg.	43,9	32,6	neg.	16,7	12,9
P/Kassavirta	4,5	5,0	-2,8	5,8	2,8	-37,5	-32,4	42,7
P/B	0,9	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
P/S	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	6,4	3,8	8,9	12,8	8,6	6,7	4,1	3,9
EV/EBIT	11,2	15,3	30,4	86,9	45,5	neg.	9,2	7,6
Osinko/tulos (%)	62,4 %	-54,1 %	-100,8 %	237,1 %	152,2 %	-239,0 %	112,5 %	87,1 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,2 %	5,5 %	5,4 %	4,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %

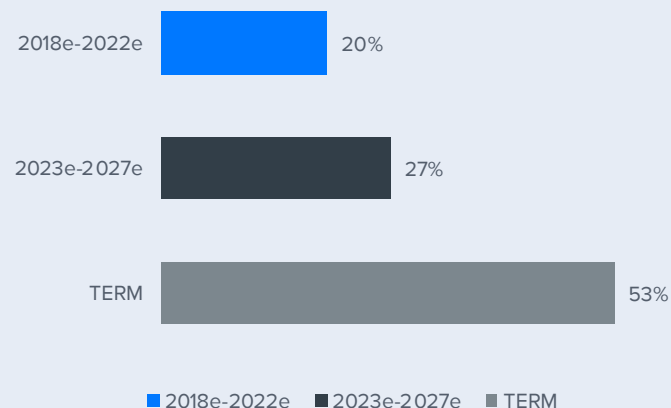


# DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	
+ Kokonaispoistot	5,6	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1	5,8	5,9	6,0	6,1	6,3	
- Maksetut verot	-0,4	0,3	-0,8	-1,1	-1,5	-1,4	-1,3	-1,3	-1,1	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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 muutokset	22,6	2,0	-1,8	-1,6	-1,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>28,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,8</b>	<b>9,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	4,6	-8,3	-9,8	-7,7	-6,9	-3,8	-6,8	-7,0	-7,1	-7,2	-7,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>33,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>4,7</b>	<b>8,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	
+/- 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	33,6	-1,7	-2,0	1,5	4,7	8,0	4,2	4,0	3,5	2,7	2,7	41,0
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,7	-1,8	1,2	3,5	5,6	2,7	2,4	1,9	1,3	1,2	18,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>35,2</b>	<b>36,9</b>	<b>38,7</b>	<b>37,5</b>	<b>33,9</b>	<b>28,3</b>	<b>25,7</b>	<b>23,3</b>	<b>21,4</b>	<b>20,1</b>	<b>18,8</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>35,2</b>										
- Korolliset velat		-4,9										
+ Rahavarat		15,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääömapalautus		-4,3										
<b>Oman pääöman arvo DCF</b>		<b>64,7</b>										
<b>Oman pääöman arvo DCF per osake</b>		<b>10,45</b>										

Pääöman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääöman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääöman kustannus	8,8 %
Pääöman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

## Rahavirran jakauma jaksittain



# Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Atria Oyj	9,07	173	434	12,4	10,1	5,4	4,9	0,3	0,3	12,1	9,4	5,5	5,8	0,6
Raisio Oyj	2,63	436	362	12,2	11,0	10,1	9,2	1,4	1,4	17,6	15,5	5,7	5,7	1,6
HKScan Oyj	2,12	108	439		25,8	16,9	6,2	0,3	0,2		31,1	4,1	4,1	0,4
Cranswick PLC	3100,00	1901	1877	18,2	17,3	13,5	12,4	1,1	1,1	22,1	21,4	1,6	1,8	
Savencia SA	67,20	940	1580	10,5	8,9	5,2	4,9	0,3	0,3	10,4	8,9	2,1	2,4	0,7
Deoleo SA	0,11	156	735	38,7	19,7	17,9	13,8	1,1	1,1		28,3			0,4
Dairy Crest Group PLC	450,20	797	1107	13,6	12,9	10,6	10,3	2,1	2,0	12,1	12,8	5,3	5,0	3,2
Agrana Beteiligungs AG	18,56	1192	1508	8,2	12,8	5,5	7,1	0,6	0,6	8,7	13,9	5,5	5,7	0,8
Bonduelle SAS	29,20	949	1778	14,8	13,7	7,9	7,9	0,6	0,6	13,7	11,7	1,7	1,9	1,4
Austevoll Seafood ASA	119,60	2563	4139	8,8	8,0	7,1	6,3	1,7	1,7	14,9	10,4	3,1	2,9	1,4
Origin Enterprises PLC	5,50	693	730	10,2	9,4	9,0	8,4	0,5	0,4	11,5	10,7	3,9	3,9	2,2
<b>Apetit (Inderes)</b>	<b>10,40</b>	<b>64</b>	<b>37</b>	<b>-1088,5</b>	<b>9,2</b>	<b>6,7</b>	<b>4,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-125,2</b>	<b>16,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>0,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>14,8</b>	<b>13,5</b>	<b>10,4</b>	<b>8,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>13,7</b>	<b>15,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>9,6</b>	<b>7,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>12,1</b>	<b>13,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>0,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-8947 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-44 %</b>	<b>-79 %</b>	<b>-77 %</b>	<b>-1138 %</b>	<b>25 %</b>	<b>63 %</b>	<b>63 %</b>	<b>-27 %</b>

Lähde: Reuters / Inderes. Huom: Inderesin käyttämä yritysarvo (EV) laskee Sucroksen omistusosuuden tasearvon mukaan "käteisenä".



# Sijoitusprofiili

## Apetit profiloituu osinkoyhtiöksi

Apetit profiloituu sijoituskohteena osinkoyhtiöksi. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin pitänyt osinkoa keinotekoisena korkealla, sillä toteutuneet tulokset ovat olleet vuosien 2014-2017 joko tappiolla tai hyvin lähellä nolaa ja silti yhtiö on pitänyt kiinni 0,70 euron osakekohtaisesta osingosta (noin 4,3 MEUR/v.). Pidemmän päälle osinkoa ei pystytä jakamaan enempää kuin liiketoiminta tuottaa tulosta, joten sijoittajien ei tule pitää nykyisen tasoista osinkoa itsestäänselvyytenä ennen kuin Apetit onnistuu kääntämään liiketoimintansa jälleen parempaan kuntoon.

## Vahva tase tarjoaa selkänöjää

Apetitin tase on vahva (omavaraisuusaste 76 % ja nettovelkaantumisaste -5 %). Vahva tase antaa aikaa kääntää liiketoimintaa parempaan suuntaan, tarjoaa selkänöjää strategiakauden vaatimille investoinneille ja tarjoaa mahdollisuuden erilaisiin yritysjärjestelyihin. Apetit voi myös vahvan taseen avulla pitää osinkoa hyvällä tasolla, mutta pitkällä aikavälillä arvonaluonti osakkeenomistajille nojaa yhtiön tulokasvuun ja pääomantuottoon, jotka ovat Apetitilla olleet viime vuosina välttävällä tasolla.

## Eri liiketoiminnat tasapainottavat riskejä

Apetitin kolme eri liiketoimintaa (Viljakauppa, Öljykasvituotteet ja Ruokaratkaisut) toimivat kaikki hieman erilaisilla liiketoimintamalleilla ja eri toimialoilla, mikä pienentää yhtiön riskiprofiilia. Kaikissa näissä on kuitenkin vahva yhteys suomalaiseen alkutuotantoon ja satokausien onnistumiseen, mikä taas nostaa riskiprofiilia. Eri liiketoimintamalleilla on myös jokseenkin samat asiakaskunnat (ammattikeittöt, elintarviketeollisuus, vähittäiskauppa ja kuluttajat), joten Apetit on myös riippuvainen

näiden kehitymisestä. Hieman erilaisissa sykleissä toimivat segmentit tasoittavat pitkässä juoksussa toistensa hyviä ja huonoja aikoja ja tuovat tulokuntoon jonkinlaista vakautta.

## Osien summa –laskelma auttaa eri liiketoimintojen arvon hahmottamisessa

Apetitin eri liiketoimintojen tuotto- ja kasvuprofiilit, ja sitä kautta niiden hyväksyttävät arvostuskertoimet poikkeavat toisistaan. Osa liiketoimintoista on tappiollisia, osa hyvin matalan katteen liiketoimintaa, osassa on hyvät mahdollisuudet luoda korkean jalostusarvon tuotteilla merkittävää taloudellista lisäarvoa jne. Tämän lisäksi osakkeen arvosta iso osa muodostuu osakkuusyhtiö Sucroksesta, jonka omistusosuudesta Apetit voisi tarvittaessa luopua. Näistä syistä osien summa -laskelma on näkemyksemme mukaan keskeisessä roolissa Apetit arvonmäärityksessä. Apetit eri liiketoimintojen välillä ei myöskään ole niin merkittäviä synergioita, etteivätkö ne voisi toimia konsernin ulkopuolella myös itsenäisesti. Siten mielestämme osien summa -laskelma on hyvä tapa hahmottaa, millä tavalla omistajien pitäisi miettiä konsernin eri osien arvoa ja niiden suhteellista osuutta Apetit osakkeen arvossa.

Osien summa -laskelmamme antaa Apetit oman pääoman arvoksi 92 MEUR, mikä tarkoittaa 14,9 euroa per osake, Tässä pitää kuitenkin huomioida, että laskelma perustuu vuosien 2018-2020 ennusteisiimme, jotka ovat selvästi nykyisen tulokunnon yläpuolella. Osien summa-laskemamme tarkoittaa noin 40 %:n nousupotentiaalia nykyiseen 10,4 euron osakekurssiin nähden. Arvokkaimmat osat ovat mielestämme Ruokaratkaisut (4,8 euroa per osake), Öljykasvituotteet (4,2 euroa per osake) ja Sucros (3,6 euroa per osake).

Ruokaratkaisut-liiketoiminnalla näemme

parhaimmat mahdollisuudet pidemmän aikavälin kasvu- ja arvonaluontipotentialiin ja siksi sen arvo on laskelmassamme suurin. Nykyisen muuntautumisprosessin keskellä segmentin tulokunto on kuitenkin ollut erittäin heikkoa, minkä takia luottamuksemme liiketoimintaan on alkanut rakoilla. Olemme käyttäneet Ruokaratkaisut-liiketoiminnan lähivuosisien ennusteissamme 8x EBITDA-kerrointa.

Öljykasvituotteet on jo pitkään ollut vahva suoriutuja ja varsinkin nyt sen rooli on korostunut, kun muut liiketoiminnat ovat kannattavuuden kanssa ongelmissa. Segmentin kasvumahdollisuudet ovat kuitenkin kapasiteetin korkean käyttöasteen takia rajatut ja se näkyy vaisuissa tulokasvuennusteissamme ja käyttämässämme 7x EBITDA-kertoimessa.

Viljakaupan arvo on laskelmassamme vain 1,4 euroa per osake, sillä matalakatteisen välitysluontiminnan kilpailuedut ja arvonaluonti ovat mielestämme pitkällä aikavälillä heikot. Segmentin tulokunto on myös viimeisen parin vuoden ajan laskenut osin heikkojen satokausien takia, mutta uskomme myös DLA:n ja Lantmännenin tulon Suomen markkinoille kiristäneen kilpailua. Kesko myi vuonna 2017 K-maatalouden Lantmännenille 38,5 MEUR:n velattomalla hinnalla (EV/EBITDA 7x). Olemme käyttäneet omassa osien summa-laskelmassamme Viljakauppa-segmentille hieman alemmaa 6x EBITDA-kerrointa.

Osakkuusyhtiö Sucros on osien summa-laskelmassamme arvostettu Apetitille kuuluvaan nettovarallisuuteen 20 %:n omistusosuuden perusteella, jolloin Sucrosen 22,4 MEUR:n arvo on 3,6 euroa per osake. Apetit käteisvarat ovat suuremmat kuin sen korolliset velat, joten sen nettokassan arvo on noin 0,8 euroa per osake.

# Sijoitusprofiili

## Positiiviset arvo-ajurit

- **Uusi strategia ja tavoitteet ovat realistisia:** Apetitin viimeiset neljä vuotta ovat olleet synkkiä. Niitä on leimannut nopeasti kiristynyt kilpailu elintarvikesektorilla sekä kaksi perättäistä huonoa satokautta. Apetit on tehnyt mielestämme oikeita asioita ongelmien kitkemiseksi viime vuosina (kalaliiketoiminnan myynti, tuoretuote-liiketoiminnan strategisen suunnan muutos paikallistukkurista teolliseksi toimijaksi, jatkuva toiminnan tehostaminen erilaisilla sopeuttamistoimenpiteillä mm. henkilöstövähennykset ja muut kustannussäästöt). Vaikka pidämme taloudellisia tavoitteita haastavina, on yhtiö tehnyt kannattavuuden parantamiseksi oikeita toimenpiteitä, vaikkakin ne näkyvät luvuissa tuskastuttavan hitaasti.
- **Kannattavuudessa iso parannuspotentiaali:** Apetitin 2014-2017 tulokset ovat olleet erittäin huonoja ja 2018 tulee jatkamaan samaa rataa. Yhtiö on käynyt läpi suuria muutoksia vuosien 2015-2018 aikana. Isot investoinnit, tehostamisohjelmat ja T&K-panostukset ovat rasittaneet kannattavuutta, minkä lisäksi heikot satokaudet ovat heikentäneet tulokuntoa vielä entisestään. Odotamme yhtiön tekemien toimenpiteiden alkavan kantaa hedelmää lähivuosina, mutta se vaatii myös parempaa toimintaympäristöä satojen kannalta. Yhtiön asettamiin taloudellisiin tavoitteisiin nähden nykytulokunto on ala-arvoinen ja näemme monessa liiketoiminnassa potentiaalia selvästi nykytilannetta parempaan kannattavuuteen.
- **Matala tasepohjainen arvostus:** Matala tasepohjainen arvostus ( $P/B=0,6x$ ) heijastaa

markkinoiden epäuskoa asetettuihin taloudellisiin tavoitteisiin ja yhtiön kykyyn luoda pääoman kustannukset ylittävää tuottoa toimintaan sidotulle pääomalle. Jos yhtiö onnistuu saavuttamaan strategiakauden tavoitteen (ROCE yli 8 %), tulisi osakkeen nousta hyvin lähelle  $P/B=1,0x$  tasoa. Tähän nähden osakkeella olisi nykyiseltä tasoltaan noin 50 %:n nousuvara.

- **Ennustemme eivät ota huomioon yritysjärjestelyjä:** Apetit on selvästi nostanut tällä strategiakaudella esiin mahdollisuuden osallistua toimialajärjestelyihin, jotka voisivat tarjota hyviä arvonluontimahdollisuuksia. Näemme mahdolliseksi, että Apetit voisi saavuttaa huomattavia skaala- ja synergiaetuja sulautumalla yhteen, jonkun toisen teollisen toimijan kanssa (mm. Saariainen yms.), jolla yhtiöllä voisi olla esim. yhteiset jakelukanavat, tuotantolaitokset, raaka-aineiden hankinta jne. Toinen vaihtoehto olisi laajentua esim. Viljakaupan arvoketjussa eteenpäin vaikka Lantmännenin tavoin, joka osti Vaasan-leipomokonsernin vuonna 2015. Ennustemme eivät ota yritysjärjestelyjen mahdollisuutta huomioon.

## Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen:** S-ryhmän ja K-ryhmän markkinaosuus oli vuonna 2017 yli 80 % Suomen päivittäistavarakaupasta. Ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on erittäin vahva, mikä tarkoittaa, että Apetitin ja muiden toimijoiden on pitkälti suostuttava niiden sanelemiin ehtoihin. Viime vuosina nähdyt halpuuttamiskampanjat, ulkomailta tuleva kilpailu ja kaupan omat merkit ovat kiristäneet toimialaa ja se vaatii kilpailukyvyyn nostamista uudelle tasolle.

- **Portfoliossa on liikaa tappiollisia liiketoimintoja:** Apetitilla on hyvin kannattavia liiketoimintoja (mm. Öljykasvituotteet, Viljakauppa ja Ruokaratkaisun pakastepuoli), mutta näiden lisäksi yhtiöllä on tappiollisia liiketoimintoja, jotka painavat konsernin tulokuntoa vuosi toisensa jälkeen. Näistä pisin murheenkryyni on ollut Kala, mutta yhtiö hankkiutui tästä eroon vuoden 2017 aikana. Viime aikoina kroonisen alisuorittajan rooliin on joutunut myös Ruokaratkaisut-liiketoiminta erityisesti tuoretuote-segmentissä nähtyjen ongelmien vuoksi.
- **Tulostaso riippuu vahvasti raaka-aineiden hintakehityksestä:** Apetit on monessa liiketoiminnassaan vaikeassa paikassa arvoketjua, missä raaka-aineiden epäsuotuisten hinnanmuutosten siirtäminen eteenpäin on vaikeaa. Viljakaupan tulostaso riippuu vahvasti maailmanmarkkinahinnoista, joihin yhtiö ei itse pysty vaikuttamaan. Samoin sokerin maailmanmarkkinahinta vaikuttaa osakkuusyhtiö Sucroksen tulokseen, jonka näkymät ovat EU:n sokerikiintiön lakkauttamisen jälkeen ainakin lyhyellä aikavälillä synkistyneet.
- **Riippuvuus suomalaisesta alkutuotannosta:** Apetit nojaa vahvasti kotimaisuuteen. Suomalaisilla viljelijöillä on pitkään mennyt heikosti, mutta viimeiset kaksi vuotta ovat olleet poikkeuksellisen vaikeita aikoja. Apetitin pitää neuvotella hinnoista viljelijöiden kanssa ja pitää ne sellaisella tasolla, että viljelijät pysyvät kannattavina. Yhtiö on kuitenkin vaikeassa paikassa arvoketjua, missä viljelijöille annettavaa korkeampaa hintaa on hyvin vaikea tai lähes mahdoton siirtää eteenpäin omien tuotteiden hintoihin, kun vastapuolella on isot kaupan alan toimijat kuten Kesko ja S-Ryhmä.

# Sijoitusprofiili

1. **Potentiaalinen käännehtiö**

2. **Vahva tase ja rahoitusasema**

3. **Vakaa osinkoyhtiö**

4. **Maltillinen riskiprofiili**

5. **Matala tasepohjainen arvostus**

## Potentiaali

- Tulos on arviomme mukaan saavuttanut pohjan ja taseen alaskirjaukset tehty
- Uusi strategia ja tavoitteet ovat realistisia
- Kannattavuudessa iso parannuspotentiaali
- Matala tasepohjainen arvostus (P/B 0,6x)
- Vahva tase ja osingonmaksukyky tukevat osaketta

## Riskit

- Suomen elintarvikesektorin heikko tilanne ja kuluttajien ostovoima
- Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen
- Portfoliossa on liikaa tappiollisia liiketoimintoja
- Tulostasoa riippuu raaka-aineiden hintakehityksestä

# Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää, osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.10.2016	Vähennä	13,00 €	13,46 €
7.11.2016	Vähennä	13,00 €	13,00 €
28.11.2016	Lisää	13,50 €	12,67 €
24.2.2017	Vähennä	13,50 €	14,32 €
9.5.2017	Vähennä	13,50 €	13,49 €
30.6.2017	Lisää	15,00 €	13,86 €
16.8.2017	Lisää	14,50 €	13,50 €
3.11.2017	Lisää	14,50 €	13,76 €
2.3.2018	Vähennä	14,50 €	15,00 €
9.5.2018	Vähennä	13,00 €	13,40 €
6.8.2018	Vähennä	12,50 €	12,75 €
17.8.2018	Vähennä	12,00 €	12,20 €
9.10.2018	Vähennä	10,50 €	10,40 €

# Inderes Oy

**Pohjoismaiden 2. palkituin tiimi vuosina 2017 ja 2018**



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/nderes](https://twitter.com/nderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)