

# Fodelia

5.12.2024 08.05 EET



Pauli Lohi  
+35845 134 7790  
pauli.lohi@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

# LAAJA RAPORTTI



# Kannattavaa kasvua toimialaa uudistamalla

Fodelia on jatkanut vahvaa orgaanista kehitystä ja samaan aikaan virtaviivaistanut konsernin rakennetta ja strategiaa vuoden 2024 aikana. Yhtiön asiakaslähtöisesti suunnitellut ja teollisella tehokkuudella tuotetut ruokaratkaisut erottuvat selkeästi kilpailusta, mikä on auttanut sitä voittamaan nopeasti markkinaosuuksia laitosruokailuasiakkaiden keskuudessa. Julkisen sektorin markkinapotentiaalin realisoituessa nykyisiin kasvuennusteisiimme kohdistuisi nostovaraakin. Nostamme suosituksen tasolle osta (aik. lisää) ja tavoitehinnan 7,2 euroon (aik. 6,8).

## Laitosruokailumarkkinan uudistaja

Fodelia koostuu kahdesta liiketoiminta-alueesta, joista Feelian rooli arvonluonnissa on keskeinen yksikön vahvan kasvupotentiaalin sekä korkean pääomantuoton ansiosta (osuus konsernin liiketuloksesta 89 %). Feelia tuottaa monipuolisia, kustannustehokkaita ja erittäin pitkään säilyviä valmisruokia ammattikeittiöille. Feelia on viime vuosina onnistunut kasvattamaan markkinaosuuttaan vahvasti mm. yksityisten hoiva- ja varhaiskasvatusalan toimijoiden joukossa. Kuluttajatuotteita valmistava Oikia puolestaan sisältää kannattavuudeltaan lähempänä elintarvikealan keskiarvoa olevia liiketoimintoja. Oikian tulos syntyy käytännössä yhtiön snacks-liiketoiminnasta, jolla on merkittävä rooli sopimusvalmistajakumppanina kaupan alan yhtiöille sekä myös omia brändituotteita. Oikiaan kuuluu myös valmisruokatuotteiden verkkokauppa ja pitaleipien valmistusta, joiden yhteenlaskettu tulos on arviomme mukaan kuitenkin lievästi negatiivinen.

## Strategia keskittyy kilpailukykyiseen Feeliaan

Fodelian nykyinen strategia painottaa takavuosien rönsyilyn jälkeen keskittymistä yhtiön kilpailukykyisimpiin

liiketoimintoihin, erityisesti Feeliaan. Heikosti kannattaneen Perniön Lihan divestointi toukokuussa 2024 tehosti konsernin pääomantuottoprofiilia, vaikkakin leikkasi vuotuista liikevaihtoa 5,6 MEUR:lla. Feelian orgaaninen kehitys on ollut vuoden 2024 aikana hurjaa (kasvua 30 % tammi-syyskuussa), mihin on vaikuttanut erityisesti suurten päiväkotiketjujen liittyminen yhtiön asiakkaiksi vuoden 2023 lopulla. Ennustamme kasvun maltillistuvan, mutta pysyvän edelleen kaksinumeroisena lähivuodet (2025-26e: 17 % ja 12 %), mitä tukee mm. HUS-asiakkuus ja Feelian jatkuva kehitystyö uusien asiakastarpeiden täyttämiseksi. Yhtiön tavoitteet vuodelle 2028 ovat kunnianhimoiset (liikevaihto 100 MEUR ja EBIT noin 10 %) ja voisivat suotuisassa skenaariossa toteutua, jos julkisen sektorin suuri markkinapotentiaali alkaisi realisoitumaan aikaisempaa vauhdikkaammin. Nykyennusteillamme vuoden 2028 liikevaihto olisi 73 MEUR ja EBIT 7,9 %.

## Vahva arvonluontipotentiaali suurella markkinalla

Nähdäksemme kannattavasti kasvavaa Feeliaa tulisi arvostaa EV/EBIT-kertoimella 15x ja Oikiaa toimialalle tyypillisellä 10x:llä, jolloin konsernin käypä arvostustaso olisi reilut EV/EBIT 14x (vastaa 2024e arvostustasoa). Vuosille 2025-26 ennustamamme 19 %:n tuloskasvu ja noin 2 %:n osinkotuotto nostavat kokonaistuotto-odotuksen houkuttelevaksi ja oikeuttavat osta-suosituksen. Mikäli yhtiö ylttäisi taloudellisiin tavoitteisiinsa, osakekurssi voisi jopa kolminkertaistua neljässä vuodessa. Julkisella sektorilla on taloushaasteidensa vuoksi painetta siirtyä uusien tehokkaampien ruokaratkaisujen käyttöön, minkä tulisi hyödyttää Feeliaa pitkällä aikavälillä. Julkisen sektorin päätökset eivät kuitenkaan ole yhtiön omassa käsissä, mikä osittain kasvattaa kasvuennusteisiin liittyvää epävarmuutta.

## Suositus

### Osta

(aik. Lisää)

### 7,20 EUR

(aik. 6,80 EUR)

### Osakekurssi:

6,18

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	49,0	53,0	57,3	63,2
<b>kasvu-%</b>	18 %	8 %	8 %	10 %
<b>EBIT oik.</b>	3,0	3,7	4,6	5,2
<b>EBIT-% oik.</b>	6,1 %	6,9 %	8,0 %	8,3 %
<b>Nettotulos</b>	1,2	0,8	3,0	3,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,20	0,30	0,42	0,49
<b>P/E (oik.)</b>	27,1	20,3	14,7	12,6
<b>P/B</b>	3,3	3,7	3,2	2,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,4 %	1,6 %	2,1 %	2,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	17,2	14,7	11,5	9,8
<b>EV/EBITDA</b>	11,2	10,1	8,3	7,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	1,0	0,9	0,8

Lähde: Inderes

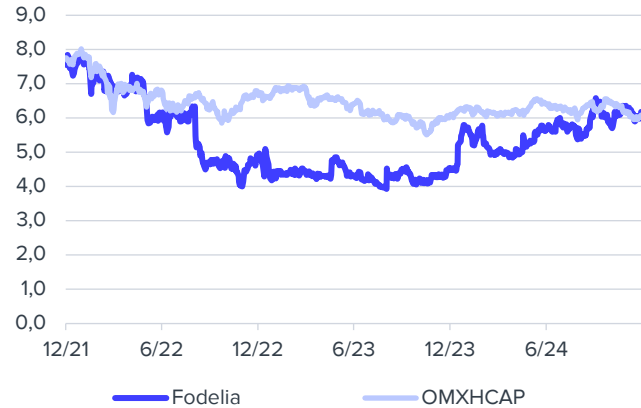
## Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan noin 50-54 MEUR. Vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin arvioidaan kasvavan edellisvuoteen verrattuna (2023 EBIT: 5,1 % liikevaihdesta).

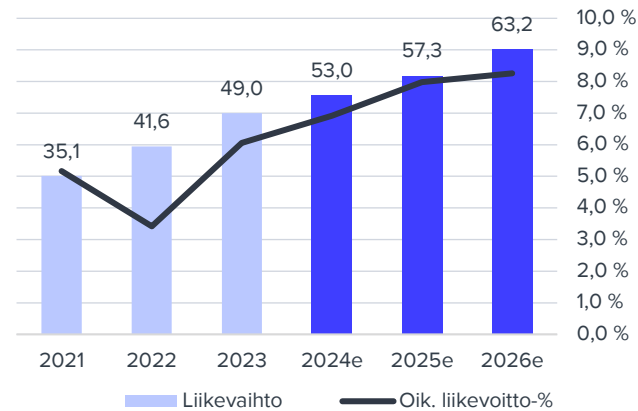


## Osakekurssi



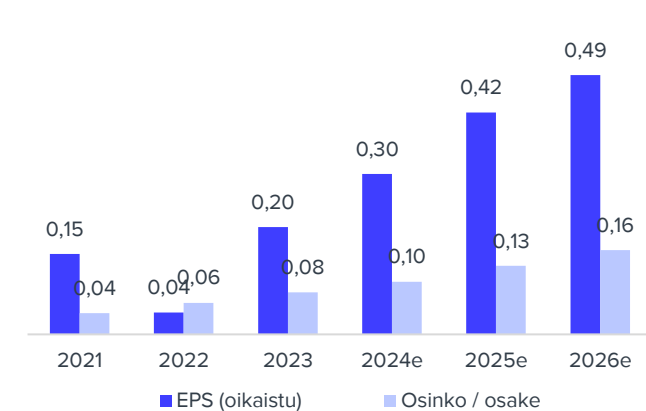
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Tehokkaasti valmistetut asiakkaiden erityistarpeita palvelevat ruokaratkaisut laitosruokailuihin
- Feelia valloittaa nopeasti yksityistä sektoria. Julkinen sektori muuttuu hitaammin, mutta tarjoaa suuren kasvupotentiaalin
- Snacks-liiketoiminta on kohtuullisen kannattavaa ja markkinalla on edelleen kasvumahdollisuuksia
- Mahdolliset synergistiset yritysostot tai alisuorittavien liiketoimintojen divestoinnit

## Riskitekijät

- Nopea kasvu vaatii investointeja ja voi ajoittain painaa kannattavuutta
- Kilpailun mahdollinen lisääntyminen houkuttelevissa segmenteissä
- Suomen elintarvikesektorin haastava toimintaympäristö kuluttajatuotteissa
- Nopeat muutokset kustannusympäristössä voivat hetkellisesti vaikuttaa kannattavuuteen
- Mahdollisten yritysjärjestelyiden epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	6,18	6,18	6,18
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	8,13	8,13	8,13
<b>Markkina-arvo</b>	50	50	50
<b>Yritysarvo (EV)</b>	54	53	51
<b>P/E (oik.)</b>	20,3	14,7	12,6
<b>P/E</b>	61,6	16,6	13,9
<b>P/B</b>	3,7	3,2	2,7
<b>P/S</b>	0,9	0,9	0,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,9	0,8
<b>EV/EBITDA</b>	10,1	8,3	7,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,7	11,5	9,8
<b>Osinko/tulos (%)</b>	99,7 %	35,0 %	36,1 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,6 %	2,1 %	2,6 %

Lähde: Inderes



# Raportin sisältö

Yhtiökuvaus ja tuotantoyksiköt	<b>5-7</b>
Liiketoiminta-alue Feelia	<b>8-13</b>
Fodbar	<b>14</b>
Liiketoiminta-alue Oikia	<b>15-21</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>22</b>
Historiallinen tuloskehitys ja taloudellinen asema	<b>23-24</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>25-26</b>
Ennusteet	<b>27-30</b>
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	<b>31-35</b>
Taulukot	<b>36-42</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>43</b>

# Fodelia lyhyesti

Fodelia on suomalainen elintarvikealan yhtiö, joka mm. jalostaa valmisruokia B2B-asiakkaille ja valmistaa snackseja vähittäiskauppaan.

## 2007

Konsernin merkittävin yhtiö Feelia perustetaan

## 2019

Listautuminen Helsingin pörssin First North -listalle

## 52,6 MEUR

Liikevaihto Q4'23-Q3'24

## 3,3 MEUR (6,3 % lv:stä)

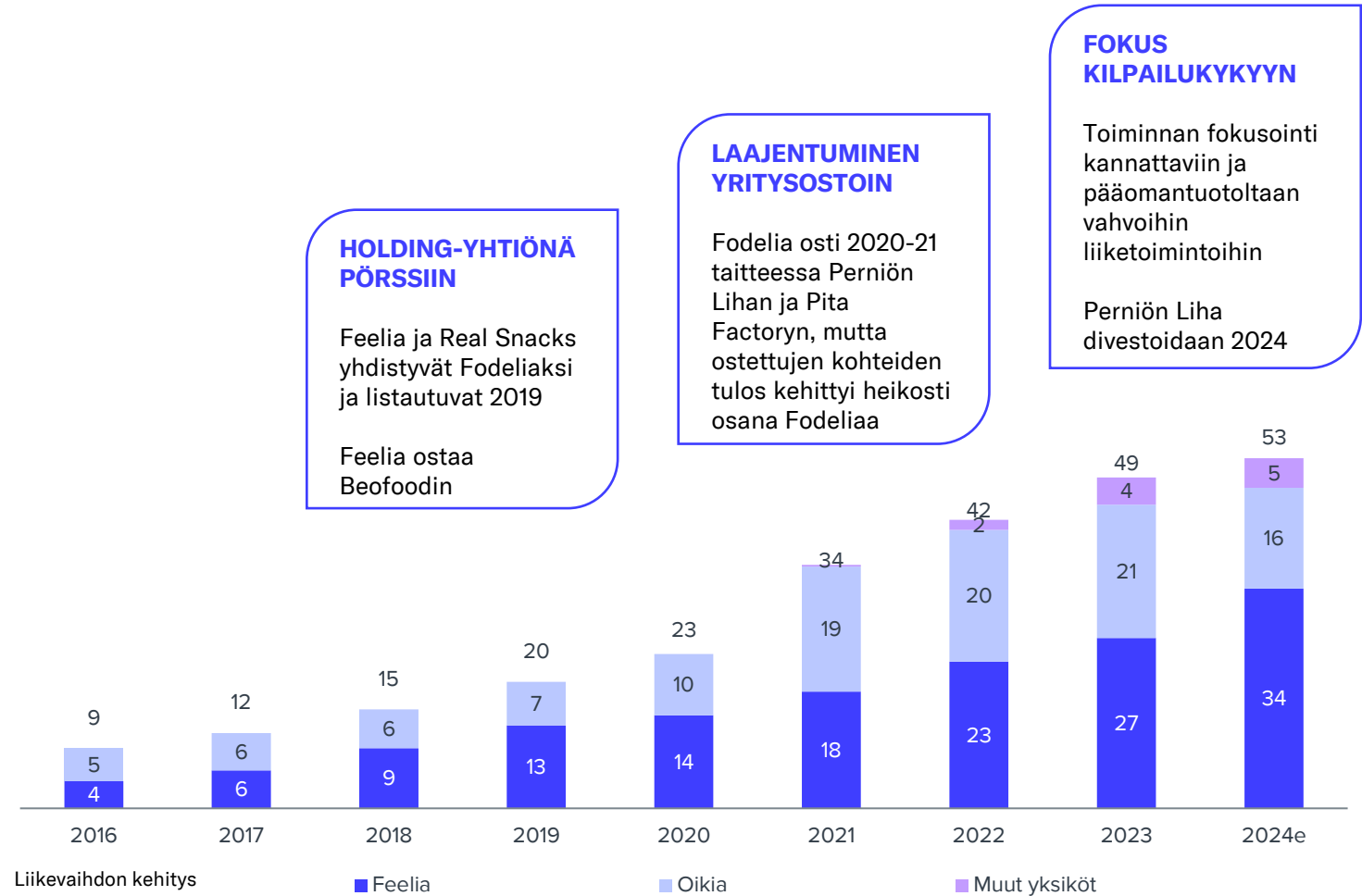
Oik. liikevoitto (EBITA) Q4'23-Q3'24

## 10,5 %

Sijoitetun pääoman tuotto 2023

## 119

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin Q3 2024



### VAHVA ORGAANINEN KEHITYS FEELIASSA

Feelia kasvanut listallaoloaikana orgaanisesti keskimäärin 18 %/v. Yhtiö on onnistunut kasvamaan jatkuvasti uusissa asiakassegmenteissä, kuten hoiva-alalla, varhaiskasvatuksessa ja sairaaloissa, kehittämällä konseptiaan vastaamaan asiakaskohtaisia tarpeita.

# Yhtiökuvaus

## Fodelia lyhyesti

Fodelia on elintarvikealan teollinen toimija, joka pyrkii aktiivisesti uudistamaan toimialaa tuomalla uusia tuotteita ja konsepteja ruokamarkkinaan. Konsernin liiketoiminta jakautuu kahteen liiketoiminta-alueeseen, joita ovat foodservice-kanavaan keskittyvä Feelia ja vähittäiskauppaan keskittyvä Oikia. Lisäksi tytäryhtiö Marjvasu Oy raportoidaan vielä toistaiseksi liiketoiminta-alueista erillisellä rivillä ”Muut yksiköt”, kunnes se yhdistyy Feeliaan vuoden 2025 alussa. Fodelian 50 %:sti omistama Fodbar Oy raportoidaan osana konsernin rahoitustuottoja- ja kuluja. Konsernin kotipaikka on Pyhäntä ja sen tuotantolaitokset sijaitsevat Pyhännällä, Kokkolassa ja Jokioisilla.

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

Oikia –liiketoiminta-alueeseen kuuluu useita kotimaisia vähittäiskaupassa myytäviä elintarviketuotteita, mutta myös sopimusvalmistusta sekä suoramyyntiä kuluttajille. Snacks-liiketoiminta on merkittävin osa Oikiaa ja siihen kuuluu mm. perunalastujen ja maissi- sekä kaurasnacksien valmistusta. Oikiaan kuuluu myös liikevaihdoltaan ja tulosvaikutukseltaan pieni pitaleipien valmistusta harjoittava liiketoiminta, joka hankittiin konserniin yrityskaupalla vuoden 2020 lopussa. Lisäksi

liiketoiminta-alueeseen kuuluu Feelian valmistamien valmisruokien myyntiä kuluttajille, missä keskeisiä myyntikanavia ovat oma verkkokauppa (Oikia Ruoka) ja pienissä määrin myös päivittäistavarakauppa.

Konsernin toimitusjohtajana toimii Mikko Tahkola, joka on 20 %:n osuudellaan yhtiön merkittävin osakkeenomistaja. Muita merkittäviä omistajia ovat mm. tytäryhtiö Feelian toimitusjohtaja Jukka Ojala (10 %) ja Saksalainen sijoitusrahasto ShapeQ (reilut 10 %).

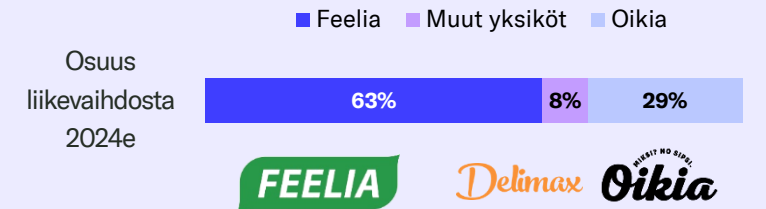
## Nykyinen strategia painottaa kilpailukykyisimpiä liiketoimintoja

Fodelia tuli pörssiin vuonna 2019 holding-yhtiönä ja laajentui noin vuosi listautumisen jälkeen uusiin vähittäiskaupan tuotesegmentteihin yritysostoilla (Perniön Liha ja Pita Factory). Ostettujen kohteiden kannattavuus kehittyi kuitenkin heikosti osana konsernia, minkä myötä strategiassa on vuodesta 2023 painotettu keskittymistä kaikkein kilpailukykyisimpiin liiketoimintoihin. Perniön Liha divestoitui vuoden 2024 toukokuussa. Konsernissa on yhä muutamia pieniä liiketoimintoja, jotka eivät välttämättä kuulu kilpailukykyyn kovaan ytimeen, mutta joilla ei toisaalta ole suurta negatiivista vaikutusta tulokseen. Feelian kannattava kasvu on näkemysemme mukaan yhtiön tuloskehityksen kannalta olennaisin ajuri ja snacks-liiketoimintakin kohtuullisen hyvä liiketoiminta. Arvioimme yhtiön jatkossa pyrkivän rajoittamaan yritysostot vain sellaisiin liiketoimintoihin, joilla on suora yhteys yrityksen nykyisiin kasvuliiketoimintoihin eli lähinnä Feeliaan. Yhtiö saattaa myös harkita myyvänsä osia konsernista tiivistääkseen konsernirakennetta kilpailukykyisimpien osien ympärille.


## Fodelia Oyj lyhyesti

- Perustettiin vuonna 2019 yhdistämällä Feelia ja Real Snacks (nykyisin Oikia) holdingyhtiön alle ja listaamalla holdingyhtiö pörssiin
- Strategisena tavoitteena uudistaa elintarvikealaa kehittämällä uusia tuotteita ja konsepteja
- Liikevaihto viimeiset 12kk<sup>1</sup>: 52,6 MEUR (kasvu 10 %)
- Oikaistu EBITA-liikevoitto viimeiset 12kk<sup>1</sup>: 3,3 MEUR (6,3 % liikevaihdosta)
- Henkilöstö keskimäärin Q3 2024: 119

## Konsernin raportointirakenne



**Muut yksiköt** sisältää Marjvasu Oy:n, joka tullaan vuoden 2025 alussa integroimaan Feeliaan

Rahoituserissä raportoidaan yhteisyrittäjä Fodbar Oy (omistus 50 %) 

# Fodelian tuotantoyksiköt

## 4 Tuotantolaitosta

### **Pyhäntä: Feelian tehdas**

- Valmistaa mm. keittoja, vuokia, kastikkeita ja puuroja
- Hyödyntää autoklaavitekniologiaa tuotteiden säilymiseen
- Tuotantokapasiteetti noin 240 000 annosta päivässä
- Vuoden 2024 syksystä alkaen tuotannossa myös mehut ja soseet
- Marjivasun tuotannon siirryttyä Kuopiosta Pyhännälle

### **Kokkola: Feelian pakastetuotteiden valmistus**

- Kokkolan tehtaalla valmistetaan pakastetuotteita kuten pyöryköitä, pihvejä ja suikaleita
- Tuli osaksi Feeliaa Beofood-yritysoston myötä vuonna 2019

### **Pyhäntä: Oikian snacks-tehdas**

- Valmistaa perunalastuja, maissinaksuja ja kaurasnackseja
- Tuotanto täysin gluteenitonta

### **Jokioinen: Pita Factoryn leipomo**

- Valmistaa pitaleipää
- Leipoo mm. maailman ainoat ruispitat
- Ostettiin osaksi konsernia vuoden 2020 lopussa

Fodelian tehtaista Pyhännän snacks-tehdas omistetaan itse ja muissa toimitaan vuokratiloissa. Lisäksi yhtiö omistaa Kuopiossa pienen tehdastilan (Marjivasun entinen tehdas), joka tullaan myymään tuotannon siirron myötä.

## Fodelia kartalla



# Liiketoiminta-alue Feelia (1/6)

## Terveellisiä valmisruokatuotteita ammattikeittiöille

Feelia -liiketoiminta-alue koostuu terveellisten, vastuullisten ja pitkään säilyvien valmisruokatuotteiden valmistuksesta ja myynnistä ammattikeittiöille. Pieni osuus Feelian tuotannosta sisältää myös yksityiskuluttajille suunnattuja ruokatuotteita, joista saatava ulkoinen liikevaihto raportoidaan kuitenkin osana Oikia-liiketoimintayksikköä.

Feelia-liiketoiminta-alueen liikevaihto vuonna 2023 oli 26,5 MEUR ja liikevoitto oli 2,5 MEUR (9,3 % liikevaihdosta). Feeliassa työskenteli vuonna 2023 keskimäärin 73 henkilöä, joista suurin osa tuotannossa. Liikevaihto syntyy lähes täysin Suomen markkinalta.

## Orgaanisia investointeja täydennetty yritysostoin

Feelia Oy perustettiin vuonna 2007 ja yhtiö toimi vuokratiloissa vuoteen 2017 saakka. Yhtiö rakensi uuden tehtaan Pyhännälle vuonna 2018, jota laajennettiin vuosina 2020-21. Laajennus mahdollisti tuotantokapasiteetin kolminkertaistamisen sekä tuotevalikoiman laajentamisen muun muassa pienempiin kuluttajapakkauksiin ja erikoisruokavaliot tuotteisiin.

Vuonna 2019 Fodelia osti kebabtuotteistaan tunnetun Beofoodin, joka sulautettiin konserniin osaksi Feeliää. Yritysosto mahdollisti tuotevalikoiman laajentamisen erilaisista raaka-aineista valmistettuihin pyöryköihin ja pihveihin. Beofoodin Kokkolassa vuokrakiinteistössä sijaitseva tehdas siirtyi Fodelian käyttöön. Kokkolan tehtaalla ei käytetä autoklaavitekniologiaa, vaan tuotteiden säilyvyys turvataan pakastamalla.

Fodelia osti elokuussa 2022 Marjvasu Oy:n joka on toistaiseksi toiminut itsenäisenä yksikkönä konsernin sisällä, mutta jonka toiminta tullaan jatkossa integroimaan Feeliaan. Tuotanto on siirretty Pyhännän tehtaan tiloihin syksyllä 2024. Marjvasu

valmistaa mehuja ja soseita Delimax-brändillä. Tuotteita voidaan hyödyntää Feelian asiakaskentässä, sillä mm. laitosruokailuasiakkaat hankkivat paljon esimerkiksi juomia ja jälkiruokia. Marjvasun kannattavuus on Feelian tavoin korkea ja sen orgaaninen kasvu on ollut historiassa vahvaa (2023 liikevaihto: 3,7 MEUR, EBIT: 18 %, kasvu 21 % v/v). Marjvasu ostettiin Fodelian omilla osakkeilla edullisella kauppahinnalla, joka vastasi P/E-kerrointa 6x vuoden 2021 tuloksella.

## Feeliällä vahva kasvu- ja kannattavuusprofiili

Feelian orgaaninen kasvu on ollut vuosina 2019-24e keskimäärin 18 % ja kasvu on jopa kiihtynyt vuoden 2024 aikana. Viime vuosina yhtiö on pystynyt voittamaan markkinaosuuksia erityisesti hoiva-, koulu- ja päiväkotimarkkinalla perinteisistä keskuskeittiövetoisista ruokahuoltomalleista poikkeavan palvelukonseptinsa ansiosta. Kasvu on koostunut sekä isoista vuositasolla usean miljoonan euron arvoisista sopimuksista että useista pienemmistä asiakkuuksista. Myös kannattavuus on Feeliassa elintarvikealan keskitasoon nähden korkea (2021-23 EBIT-%: 9-10 %). Vuoden 2023 tuloksen perusteella arvioimamme sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) Feelialle oli noin 18 % ylittäen selvästi pääoman keskimääräisen tuottovaatimuksen, mikä kertoo yhtiön kilpailukyvystä.

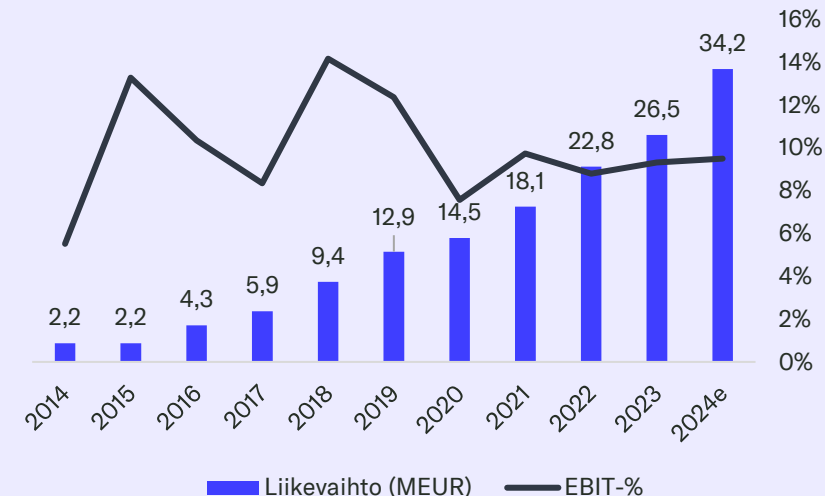
## Autoklaavitekniikka mahdollistaa säilyvyyden

Feelia käyttää Pyhännän tehtaan tuotannossaan autoklaavitekniikkaa, jossa tuote valmistetaan ensin tyhjiöpakkauksen sisällä 90-120 asteiseksi, minkä jälkeen se jäädytetään nopeasti lähelle nollaa. Näin valmistettavat valmiit ja puolivalmiit tuotteet säilyvät jääkaappi-lämpötiloissa jopa puoli vuotta ilman, että prosessissa tarvitsisi lisätä lisä- tai säilöntäaineita. Feelia-tuotteet ovat valmiiksi kypsennettyjä, joten loppukäyttäjän tarvitsee tyypillisesti vain lämmittää ruoka ja lisätä nestettä.

## Feelia-liiketoiminta-alue lyhyesti

- Liiketoiminta-alueeseen kuuluu Feelia Oy:n ammattikeittiöille suuntautuva myynti. Lisäksi Feelia kirjaa sisäistä liikevaihtoa Oikia Ruoka – verkkokaupan kautta myydyistä tuotteista.
- Yhtiön tuotteita valmistetaan Pyhännän tehtaalla (mm. autoklaavituotteet, mehut ja soseet) ja Kokkolassa (pakastetuotteet).
- Liikevaihto 2023: 26,5 MEUR (kasvu 16 %)
- Liikevoitto 2023: 2,5 MEUR (EBIT 9,3 %)

## Feelian liikevaihto ja kannattavuus<sup>1</sup>



1) Inderesin arvio tai yhtiön antama tieto



# Liiketoiminta-alue Feelia (2/6)

Säilyvyys ja valmistuksen helppous vähentävät ruoan valmistuksessa vaadittavia investointeja, kustannuksia ja työvoiman tarvetta ammattikeittioissa. Feelia on tehnyt kehitystyötä valmistusmenetelmän ja -prosessin hiomiseksi toiminnan aloituksesta lähtien. Yhtiöllä on jopa patentti keittojen valmistusta koskevaan menetelmään, mutta arviomme mukaan patentti ei itsessään muodosta merkittävää kilpailullista vallihautaa. Kilpailuedut syntyvät arviomme mukaan muilta osa-alueilta kuin patenteista – esimerkiksi valmistukseen liittyvä tietotaito ja tuotannon laaja mittakaava vaikeuttavat kilpailevan valmistustoiminnan käynnistämistä.

## Tuotantoketju hyödyntää kotimaisia raaka-aineita ja prosessilämpö tuotetaan kaasulla

Suurin osa Feelian raaka-aineista tulee tutuilta tuottajilta alle kahden tunnin kuljetusmatkan päästä Pyhäntältä. Kotimaisia raaka-aineita on yli 80 % hankinnoista, mutta joitakin raaka-aineita tuodaan ulkomailta (esim. lohi, tomaattikastike, bataatti ja kurpitsa). Pyhäntän tehtaalla ruokien kypsentämiseen tarvittava prosessilämpö voidaan tuottaa biokaasulla tai fossiilisella kaasulla. Yhtiö on vuoden 2024 aikana ottanut käyttöön valmistuksen energiatehokkuutta parantavan lauhdelämmön talteenottojärjestelmän. Lisäksi Feelian tehtaan yhteyteen ollaan rakentamassa aurinkovoimapuistoa, jossa ulkoinen kumppani vastaa laiteinvestoinneista ja energian tuotannosta.

## Suorat asiakkuudet jo yli puolet volyymistä

Feelian tuotteita käytetään erityyppisissä ravintoloissa, päiväkodeissa, kouluissa ja hoivayksiköissä sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Lisäksi yhtiö toimittaa tuotteita myös erilaisiin massatapahtumiin. Tuotteita jaellaan sekä tukkujen kautta, että suoraan asiakasyrityksille usein pitkäaikaisiin (~2-5v) sopimukseen pohjautuen. Suoratoimitusten osuus kasvaa ja on arviomme

mukaan jo yli puolet volyymistä. Osassa pitkäaikaisista sopimuksista hinnoittelu on kiinteä ensimmäisen vuoden ajan, minkä jälkeen hintoja voidaan tarkistaa 3 kuukauden välein kustannusten kehitykseen perustuen. Nopeat ja yllättävät muutokset kustannustasossa voivat siten vaikuttaa kannattavuuteen lyhyellä aikavälillä.

## Valikoimaa ja konseptia kehitetään asiakaslähtöisesti

Feelian asiakaskunta on laajentunut jatkuvasti uusiin segmentteihin yhtiön aktiivisen tuotekehitys- ja myyntityön tuloksena. Yhtiö on 2020-luvulla saanut merkittävän jalansijan hoiva-alalla, varhaiskasvatuksessa ja sairaaloissa, joissa ruoan terveellisyyteen ja reseptiikkaan liittyy erityisiä vaatimuksia. Feelia on myös kehittänyt erityistuotteita kuten lämpimässä säilyviä syöntivalmiita vararuokia sekä rasiapakattuja pitkään jääkaapissa säilyviä valmisaterioita pääasiassa kotihoidon asiakkaille. Feelia on useissa asiakassegmenteissään ainoa teollisesti ruokaa valmistava yhtiö kilpailun koostuessa pääasiallisesti paikallisesta ihmistyöväestöstä ruoanvalmistuksesta.

## Konsepti tehostaa laitospalveluiden toteuttamista

Feelian kilpailukyky ja markkinaosuuksien voittaminen perustuvat monitahoiseen tuote- ja palvelukonseptiin, jolla erityisesti laitospalveluasiakkaat pystyvät vähentämään henkilöstöön, logistiikkaan ja hävikkiin liittyviä kustannuksia. Jo tehtaalla pitkälle valmistetut tuotteet on helppo lämmittää ja viimeistellä ennen tarjoilua lähellä loppuasiakasta, mikä vähentää ruoanlaittohenkilökunnan ja valmistusfasiliteettien tarvetta. Tuotteiden pitkät säilymisajat ja toisaalta helppokäyttöinen digitaalinen tilausjärjestelmä mahdollistavat ruokatuotteiden keskitetyt toimitukset muutaman kerran viikossa, mikä vähentää logistiikkakustannuksia ja ruokahävikkiä.

## Feelian valmistamat tuotteet

### Pyhäntän tehdas

- Keitot
- Vuokaruokat
- Puurot
- Kastikkeet
- Juurekset
- Perunalisukkeet
- Hätävararuokat
- Mehut ja soseet
- Rasiapakatut ateriat

### Kokkolan tehdas

- Pyörykät
- Pihvit
- Kalapuikot
- Kebap-vartaat
- Muut pakasteet

## Feelian asiakaskunta

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



# Liiketoiminta-alue Feelia (3/6)

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

## Itse kehitetty tilausjärjestelmä luo arvoa asiakkaalle

Feelia on pyrkinyt keskittämään asiakkaiden suoratoimitusten tilauksia itse kehittämäänsä digitaalisen tilausjärjestelmään, ”FERPiin”. FERPin avulla hoivayksiköiden on helppoa tilata kaikki tarvitsemansa ruokatuotteet (myös muut kuin Feelian itse valmistamat). Järjestelmä tarjoaa tarvittavat tuotteet automaattisesti asiakasmäärän perusteella ja pakottaa myös huomioimaan erikoisruokavaliot tilausta tehtäessä. Lisäksi järjestelmä tukee laitospöytätoiminnan ohjausta, sillä sieltä löytyy kootusti tiedot esimerkiksi ruokalistaista, ruokailujen aterialuokista hinnoista ja ravintoarvoista. Järjestelmää kehitetään jatkuvasti ja kehitystyö on ulkoistettu Ukrainaan. Koska järjestelmän kautta voidaan tilata myös muita kuin Feelian valmistamia tuotteita, asiakkaiden ohjaaminen perinteisistä suppeammista tilausjärjestelmistä uuteen kokonaisvaltaiseen järjestelmään mahdollistaa Feelialle lisämyyntiä laajemman valikoiman kautta (samalla tehostaen ruokatoimitusten logistiikkaa). FERP:in kautta tilattiin aterioita ja muita tuotteita vuoden 2024 Q3:lla jo 2,2 MEUR:n arvosta, mikä oli neljännes Feelian liikevaihdosta.

## Kolme erilaista toimintamallia asiakkaiden tarpeisiin

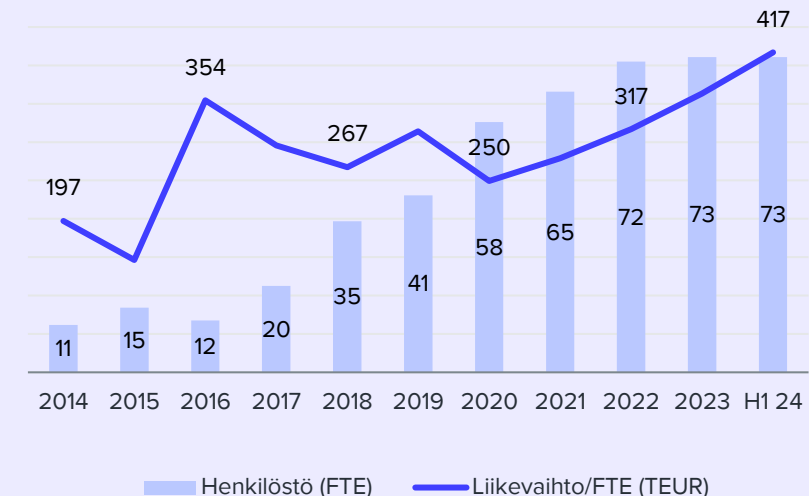
Feelian tuotetarjoamaa voidaan hyödyntää hoiva- ja kouluasiakkaiden kohdalla kolmessa eri tasossa. Kevyimmässä

vaihtoehdossa asiakas voi hankkia Feelialta ainoastaan pienen osan käyttämistään ruokatuotteista (esimerkiksi vararuoksi). Asiakas voi myös tilata kokonaisvaltaiset ruokatoimitukset, jolloin saavutetaan merkittävämpi tehokkuusparannus. Intensiivisin palvelutaso sisältää myös ruokahuollon toteuttamiseen tarvittavan henkilökunnan, jolloin palvelu ostetaan yhteisyritys Fodbarin kautta (lisää Fodbarista sivulla 14).

## Merkittäviä asiakassopimuksia 2021-24

Asiakas	Sopimus tiedotettu	Arvioitu vuotuinen liikevaihto <sup>1</sup>
HUS	6/2024	1,6 MEUR
Norlandia Päiväkodit	12/2023	2-3 MEUR
Pilke Päiväkodit	8/2023	4 MEUR
Validia-hoivayhtiö	6/2022	1-2 MEUR
Vantaan tilapalvelut	6/2022	2,5 MEUR
Juvenes-ravintolayhtiö	7/2021	1 MEUR
Eteva-kuntayhtymä	4/2021	1,5 MEUR

## Henkilöstön määrän kehitys



1) Inderesin arvio tai yhtiön antama tieto

# Liiketoiminta-alue Feelia (4/6)

Feelia on kehittänyt ruokakonseptinsa vastaamaan mm. hoiva-alan ja julkisen sektorin ruokahuollon erityistarpeita



1) Fodbar-yhteisyrityksen liikevaihtoa ei raportoida osana Feeliaa, mutta yhtiö hyödyntää Feelian valmistamia tuotteita

# Liiketoiminta-alue Feelia (5/6)

## Suuri kohdemarkkina, joka koostuu ammattikeittiöistä

Feelian kohdemarkkina koostuu pääasiassa Suomessa sijaitsevista ammattikeittiöistä, joihin sisältyy mm. hotelleja, ravintoloita, sairaaloita, kouluja sekä hoiva- ja päiväkoteja. Suomessa on noin 20 000 ammattikeittiötä, jotka tarjoavat asiakkaille vuodessa noin 800 miljoonaa ateraa.

Ammattikeittiöiden raaka-aineet hankitaan pääasiassa foodservice-tukkukaupoista. Euromääräisesti tarkasteltuna arvioimme Suomen foodservice-markkinan olevan noin 3,6 miljardia vuonna 2024. Foodservice-tukkukaupan kooksi vuonna 2024 arvioimme noin 2,5 miljardia euroa.

Foodservice-markkinan kasvu on vaihdellut viime vuosina sekä koronapandemian että talouden suhdanteiden vaikutuksesta. Arvioimme markkinan pitkän aikavälin keskimääräiseksi kasvuvauhdiksi noin 3 %. Kuluvan vuoden osalta kasvu on kääntynyt negatiiviseksi mm. ruoan hinnan laskun ja kuluttajien varovaisen kulutuskäyttäytymisen johdosta. Toisaalta koronapandemiaa edeltänyt jopa 5 %:n vuotuinen kasvuvauhti vuosina 2015-19 ylitti elintarvikemarkkinan keskimääräisen kasvun. Arvioimme ulkona syömisen ja ravintolaruoan tilaamisen kotiin yleistyvän hitaasti pitkällä aikavälillä, jolloin foodservice-markkina kasvaisi hieman muuta elintarvikemarkkinaa nopeammin.

## Yksityinen sektori omaksunut uudet konseptit nopeasti

Näemme Feelian ruokakonseptilla erityisen vahvaa kasvupotentiaalia laitospalveluissa, joissa mm. ruoantuotannon kustannustehokkuus, terveellisyys ja erityisryhmien huomioiminen korostuvat. Arvioimme laitospalvelujen markkinakooksi noin 900 MEUR, mihin sisältyy mm. koulut, päiväkodit, hoiva-ala, sairaalat ja varuskunnat. Laitospalvelupalveluiden tilaajista valtaosa on julkisen sektorin toimijoita, kuten kuntia ja hyvinvointialueita. Päiväkodeista ja hoiva-alan yksiköistä noin 15-20 % on yksityisen sektorin, kuten

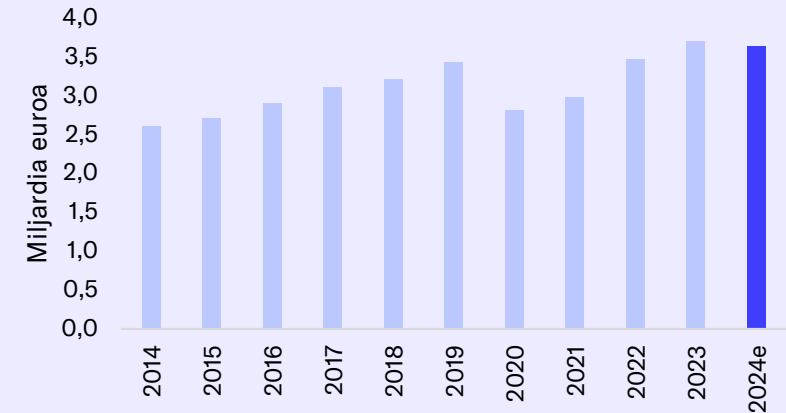
yriyten, järjestöjen ja säätiöiden operoimia. Tällaiset yksityisen sektorin toimijat ovat olleet nopeita omaksuma Feelian kustannustehokkaat ruokaratkaisut. Merkittävä osa yksityisen sektorin suuryrityksistä ovat viime vuosina tulleet Feelian asiakkaiksi.

## Julkisen sektori muuttaa toimintaansa hitaammin, mutta odotamme talouden realiteettien ajavan muutosta

Julkisen sektorin ruokahuollon tehostamista koskevassa poliittisessa päätöksenteossa kuullaan usein erilaisia vasta-argumentteja, jotka liittyvät esimerkiksi paikallisten työpaikkojen säilyttämiseen tai kunnan mahdollisuuksiin itse valvoa ruoan laatua ja toimitusketjua. Sosiaali- ja terveyspalveluiden siirtyminen kunnilta hyvinvointialueille vuoden 2023 alussa arvioimme mukaan vauhditti kuntien ruokahuollon uudelleenjärjestelyä ja on asteittain lisäämässä toimintaa vapaan kilpailun piiriin. Sivistys- ja SOTE-keittiöiden eriytyminen tarkoittaa, että yhä useampi kunta harkinnee ruokapalveluiden ulkoistamista asiakasmäärien putoamisen vuoksi. Valtaosa julkisen sektorin ruokailuista (yhteensä noin 500 MEUR) on kuitenkin edelleen kunnallisesti omistettujen yhtiöiden hallussa, joilla julkinen sektori pystyy kiertämään ruokapalveluiden kilpailuttamisvelvoitetta. In-house-yhtiöiden toiminnan rajoittamiseen on ilmaistu poliittista tahtoa myös Suomen nykyisen hallituksen hallitusohjelmassa, minkä tarkoituksena on tehostaa kuntien ja hyvinvointialueiden hankintoja. Emme kuitenkaan toistaiseksi odota hallituksen päätösten aiheuttavan suuria muutoksia markkinaan.

Tärkein muutosajuri kilpailun vapautumiselle lähtee kuntien ja hyvinvointialueiden omasta taloustilanteesta ja tarpeesta tehokkuuden ja palvelutason parantamiselle. Hyvinvointialueiden taloudet ovat huomattavan alijäämäisiä, joten odotamme tehokkuuden merkityksen vain korostuvan jatkossa.

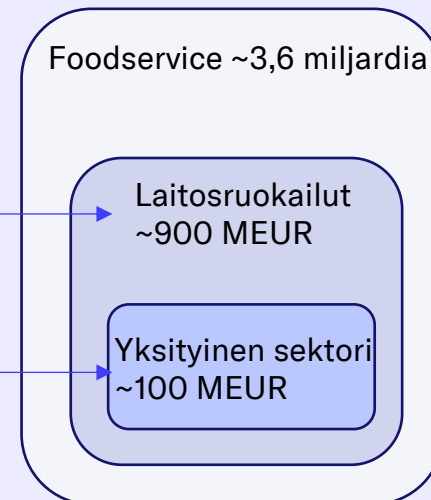
## Suomen Foodservice-markkina 2014-2024e<sup>1</sup>



## Kohdemarkkinan rakenne<sup>2</sup>

Feelian kilpailukyky on vahvimmillaan laitospalveluissa, mahdollisuus merkittävään markkinaosuuteen.

Yksityinen sektori etunenässä ottamassa Feelian konseptia käyttöön.



1) Euromonitor, PTY ja Inderesin arvio  
2) Inderesin arvio

# Liiketoiminta-alue Feelia (6/6)

Feelian markkinaosuus on vuodelle 2024 ennustamallamme 32 MEUR:n ulkoisella liikevaihdolla alle prosentin koko foodservice-markkinasta. Arvioimme markkinaosuuden olevan kuitenkin jo jokseenkin merkittävä yksityisen sektorin hoiva- ja päiväkotien tarjoamissa laitosruokailuissa. Näemme yhtiöllä edelleen merkittävästi kasvuvaraa tässäkin segmentissä, mutta voimakkaan kasvun jatkuminen pitkällä aikavälillä edellyttää myös julkisen sektorin avautumista markkinaehtoisille toimijoille.

## Feeliällä ei ole suoria kilpailijoita

Näemme Feelian enemmän tuote- kuin palveluyhtiönä eikä markkinalta siten löydy suoria puhtaasti teolliseen tuotantoon pohjavia kilpailijoita, jotka laajamittaisesti tarjoaisivat valmisruokia julkisen sektorin ja hoiva-alan asiakkaille. Feelian valmisruokakonsepti kilpailee kuitenkin perinteisempien keskuskeittäöihin ja ihmistyövoimaan luottavien palveluyhtiöiden kanssa. Fodelian tytäryhtiötä Fodbaria voidaan pitää suorana kilpailijana palveluyhtiöille, sillä Feelia-konseptia hyödyntävän Fodbarin tarjoama palvelukokonaisuus sisältää myös tarvittavat palveluelementit mm. ruoanlaiton ja siivoamisen osalta.

## Feelian konsepti voittaa markkinaosuutta keskuskeittäövetoiselta toiminnalta

Palveluyhtiöiden joukossa merkittävimpiä kilpailijoita ovat mm. Palmia, Attendo, Sodexo, Compass Group ja Arkea. Lisäksi kuntien ja muiden julkisen sektorin yhteisöjen omistamat in-houseyhtiöt tarjoavat palveluita markkinalle. Palveluyhtiöiden toimintamalli perustuu usein paikalliseen infrastruktuuriin, joka voi olla paikoin kilpailukykyinen tai ainakin uusien asiakkuuksien ottaminen voi olla kannattavaa, mikäli olemassa olevan keskuskeittäökapasiteetin käyttöastetta saadaan nostettua. Feelian mallin edut korostuvat etenkin pienemmissä yksiköissä, joihin ruoan tuominen keskuskeittäöistä on tehottominta. Lisäksi

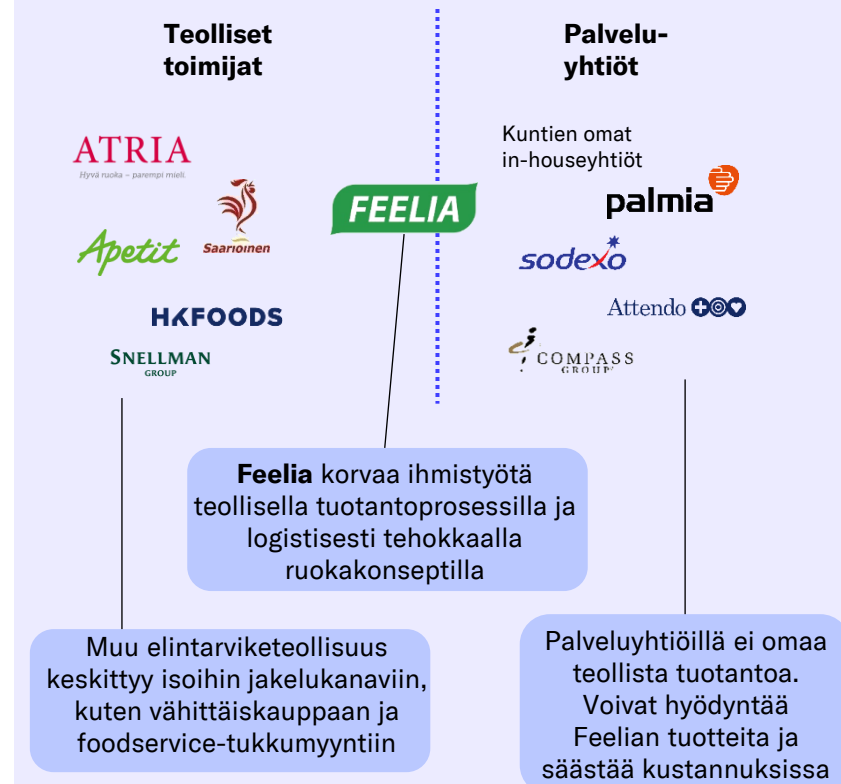
vanhojen keskuskeittäöiden tullessa käyttöikänsä päähän, voi perinteisten kilpailijoiden toiminta muuttua kannattamattomaksi ja siirtyminen Feelian malliin houkuttelevaksi. Palveluyhtiöt käsittääksemme hyödyntävät Feelian tuotteita osana omaa ruokapalvelutuotantonsa ainakin jossain määrin.

## Teollisten elintarvikeyhtiöiden fokus muissa segmenteissä

Feeliällä ei ole suoria teollisia kilpailijoita, emmekä näe tällaisen kilpailun syntymistä todennäköisenä ainakaan lähiaikoina. Teolliset elintarvikealan toimijat, kuten Atria, HKFoods, Snellman ja Saarioinen eivät kilpaile merkittävässä määrin samoilla tuotteilla tai samoissa asiakassegmenteissä kuin Feelia. Yhtiöiden toiminnan pääfokus on vähittäiskauppa-asiakkaissa sekä raaka-aineiden tarjoamisessa foodservice-kanavaan.

Teollisten toimijoidenkin strategioissa on viime aikoina painotettu kasvua jalostusarvoa kasvattamalla niin kuluttajille suunnatuissa valmisruoissa kuin myös ravintoloille suunnatuissa aiempaa pidemmälle jalostetuissa tuotteissa. Toistaiseksi tämä on tarkoittanut foodservice-kentässä mm. erilaisten kypsien, helppokäyttöisempien lihavalmisteen tuotannon lisäämistä, mikä ei vaikuta Feelian kilpailuasemaan. Kouluissa, hoiva-alalla ja sairaaloissa ruokien reseptiikan ja terveellisyysvaatimukset poikkeavat merkittävästi vähittäiskaupasta ja tavanomaisesta ravintolakentästä, mikä osaltaan rajoittaa teollisten yhtiöiden laajentumista kyseiseen segmenttiin. Kokonaisvaltaisten ruokalistojen tarjoaminen laitosruokailuihin vaatisi uusilta tulokkailta huomattavia tuotannollisia investointeja ja pitkää tuotekehitystyötä.

## Feeliällä erikoistunut markkina-asema



# Muut yksiköt: Fodbar Oy

## Fodbar yhteisyritys kaupallistaa Feelian tuotteita osana laajempaa palvelukonseptia

Fodbar on Fodelian ja Bravedon vuonna 2020 perustama yhteisyritys. Kumpikin omistaa Fodbarista 50 %. Fodelia on aikaisempina vuosina kirjannut omistusosuuttaan vastaavan osuuden yhteisyrityksen nettotuloksesta omaan tuloslaskelmaansa riville ”rahoitustuotot ja –kulut”. Vuonna 2024 Fodbarin nettotulos on ollut positiivinen, mutta sitä ei ole kuitenkaan kirjattu Fodelian tuloslaskemaan, koska Fodbarin oma pääoma on vielä toistaiseksi negatiivinen (2023: -2,2 MEUR).

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

## Fodbarin ratkaisu tuo säästöjä ja vähentää hävikkiä

Fodbarin palvelumalli toimii potentiaalisten asiakkaiden (kunnat/hoivakodit) näkökulmasta siten, että Fodelian ja Bravedon perustama yhteisyritys pystyy tarjoamaan kiinteällä hinnalla sopimusajaksi tarvittavat ruoat sekä henkilön/henkilöstön, joka huolehtii paikan päällä ruoan valmistuksesta. Lisäksi Fodbar voi tarjota muita palveluita, kuten siivousta. Yhtiö kuitenkin keskittyy pääasiassa sellaisiin sopimuksiin, joissa ruokapalveluiden osuus kokonaisuudesta on merkittävä.

Fodbarin tarjoama palvelukokonaisuus vastaa siten kilpailevien palveluyhtiöiden, kuten Palmian tai Attendon tarjoamia ruoka- ja siivouspalveluita. Liiketoiminnan tehokkuus kuitenkin erottuu kilpailusta Fodbarin hyödyntäessä Feelian valmisruokakonseptia palvelun tarjoamisessa. Ruoka toimitetaan Feelian tehtaalta palvelukeittiöön, jossa ruoka kuumennetaan ja määrät optimoidaan syöjämäärän mukaan. Konsepti poistaa tarpeen kalliille keskuskeittiötiloille, sekä vähentää ruokahävikkiä ja logistiikan tarvetta verrattuna perinteiseen keskuskeittiöpohjaiseen ratkaisuun.

## Kasvu lähtenyt kunnolla käyntiin vuosina 2023-24

Kuntasektorin ulkoistussopimusten voittaminen oli aluksi haastavaa uudelle yhtiölle, mutta vuosi 2023 toi Fodbarille merkittävää kasvua useiden merkittävien sopimusten myötä. Nina Rokkila aloitti Fodbarin toimitusjohtajana helmikuussa 2022. Pidämme tätä tärkeänä rekrytointina, sillä Rokkilalla on entisenä Palmian toimitusjohtajana kokemusta julkisen sektorin kilpailutuksiin liittyvistä vaatimuksista ja byrokratiasta.

Fodbar voitti ensimmäisen julkisen kilpailutuksen vuonna 2021, kun Kärsämäen kunta ulkoisti palveluitaan Fodbarille (sopimuksen vuotuinen arvo on 2 MEUR). Lisää merkittäviä sopimuksia saatiin runsaasti vuoden 2022 jälkipuoliskolla. Vuonna 2023 liikevaihto nousi 7,5 MEUR:oon, mutta liiketulos oli toiminnan ylösajoon liittyvien haasteiden vuoksi vielä -0,7 MEUR negatiivinen. Tulos on Fodelian mukaan parantunut selvästi vuoden 2024 aikana ja myös liikevaihdon kasvu jatkunut. SOTE-uudistus ja hyvinvointialueiden talouden alijäämäisyys ovat pakottaneet kuntia ja SOTE-alueita miettimään uudestaan ruokahuoltoaan, mikä on näkynyt aktiivisina kilpailutuksina ja vauhdittanut markkinan aukeamista puhtaasti markkinaehtoisille toimijoille.

## Fodbar lyhyesti

- Tarjoaa kokonaisvaltaisen ratkaisun ateria- ja siivouspalveluiden ulkoistukseen
- Fodelian ja Bravedon perustama yhteisyritys (50/50 omistus)
- Fodbarin nettotuloksesta puolet kirjataan Fodelia-konsernin rahoitustuotot ja -kulut riville<sup>1</sup>
- Nina Rokkila (ex-Palmia CEO) aloitti yhtiön toimitusjohtajana helmikuussa 2022
- Liikevaihto 2023: 7,5 MEUR
- Liiketulos 2023: -0,7 MEUR

## Merkittäviä julkistettuja asiakassopimuksia

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

1) Tällä hetkellä tulosta ei kirjata, koska Fodbarin oma pääoma on toistaiseksi negatiivinen

# Liiketoiminta-alue Oikia (1/6)

## Oikia lyhyesti

Oikia koostuu vähittäiskauppaan keskittyvistä liiketoiminnoista, joihin sisältyy niin päivittäistavara-kaupan kautta myytäviä tuotteita, kuin myös suoramyyntiä oman verkkokaupan kautta. Snacks-tuotteiden valmistus ja myynti (aiemmin Real Snacks Oy) on Oikian merkittävin ja kannattavin liiketoiminta. Lisäksi Oikiaan kuuluu pieni pitaleipäliiketoiminta (aiemmin Pita Factory Oy) sekä Feelia-tuotteiden myyntiä omassa verkkokaupassa ja vähittäiskaupoissa.

Oikian jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna 2023 oli 15,1 MEUR ja liiketulos 0,23 MEUR (1,6 % liikevaihdosta). Vuoden 2024 tammi-syyskuun aikana jatkuvien toimintojen liiketulos on kaksinkertaistunut vertailukaudesta, mihin vaikuttaa arviomme mukaan toteutetut rakenteelliset uudistukset, vakaa kustannusympäristö ja verkkokaupan markkinointipanostusten vähentäminen.

## Fokus terävöitynyt kilpailukykyyn ja kannattavuuteen

Oikia liiketoiminta-alue (aiemmin nimeltään Fodelia Retail) muodostettiin useista yhtiöistä vuoden 2022 organisaatiouudistuksen myötä, jonka tavoitteena oli parantaa tehokkuutta sekä selkeyttää toimintoja organisaation tiivistämisen kautta. Käytännössä koko Oikian tulos syntyy snacks-liiketoiminnasta, joka on ollut mukana Fodeliassa listautumisesta saakka. Pitaleiketoiminta ja lihajalosteita valmistanut Perniön Liha ostettiin osaksi konsernia vuosien 2020-21 vaihteessa, mutta kyseisten yksiköiden tuloskehitys ei ole vastannut odotuksia. Perniön Liha (liikevaihto 5,6 MEUR) divestoititiin toukokuussa 2024. Nähdäksemme myöskään pitaleipien tuotannolla ei ole Oikian tulevaisuuden strategiassa suurta merkitystä. Feelia-tuotteiden myynti, josta valtaosa menee itsekehitetyn verkkokaupan kautta, on kutistunut merkittävästi koronapandemian loputtua eikä myyntiä ole enää vuoden 2024

aikana haluttu kasvattaa väkisin tappiollisilla markkinointikampanjoilla. Väkinäisten kasvutoimien lopettaminen onkin keskeisiä tekijöitä Oikian tulostason toipumisen taustalla vuonna 2024. Arvioimme Oikialla olevan edelleen jonkin verran kasvupotentiaalia snacks-liiketoiminnassa esimerkiksi kotimaan brändimyyntissä sekä sopimusvalmistuksessa vientimarkkinoille. Kokonaisuudessaan näemme liiketoiminta-alueen kasvuprofiilin kuitenkin melko maltillisena, sillä verkkokaupan ja pitaleiketoiminnan kasvunäkymät ovat heikkommat.

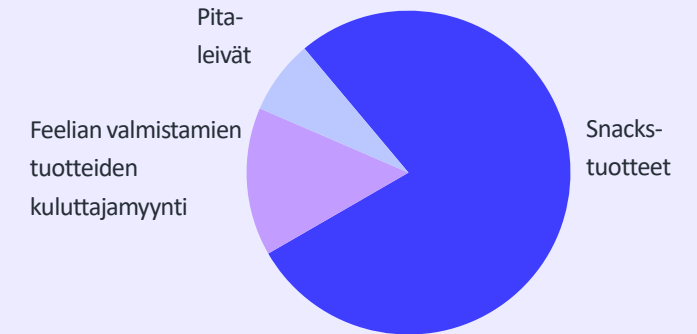
Arvioimme Oikia liiketoiminta-alueen olevan edelleen jossain määrin altis kustannusympäristön muutoksille, sillä raaka-aineiden hintojen mahdollisesti noustessa kustannusten siirtäminen myyntihintoihin ottaa hetken. Asiakaskunta koostuu mm. suurista vähittäiskauppaketjuista, mikä osaltaan haastaa neuvotteluasemaa. Toimialan arvoketjua on havainnollistettu sivulla 21.

## Snacks-liiketoiminta Oikian suurin ja kilpailukykyisin osa

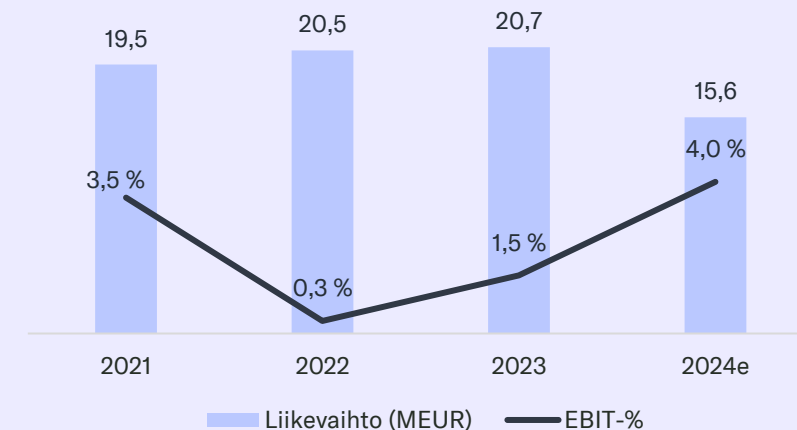
Oikian suurin liiketoiminta on toimia suomalaisena perunalastujen sekä maissi- ja kaurasnacksien tuottajana. Snacks-liiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2023 arviomme mukaan noin 10 MEUR. Liikevoiton tasoa ei ole raportoitu enää vuodelta 2023, mutta lähihistoriassa liikevoittomarginaali on ollut 4-7 %:n välillä koronapandemiavuotta lukuun ottamatta.

Snacks-liiketoiminnan liikevaihdosta arviolta noin kolmannes on oman Oikia-brändin alla tapahtuvaa myyntiä ja kaksi kolmannesta koostuu kauppojen private label -tuotteiden (mm. Pirkka ja Kotimaista) sopimusvalmistuksesta. Kasvua on tavoiteltu Suomen lisäksi myös vientimarkkinoilla ja tuotteita on viety jo yli 15 maahan. Viennin osuus liikevaihdosta on kuitenkin käsityksemme mukaan alle 10 %.

## Oikian liikevaihdon jakautuminen<sup>1</sup>



## Oikian liikevaihto ja kannattavuus<sup>2</sup>



- 1) Jatkuissa liiketoiminnoissa vuonna 2024. Inderesin arvio  
2) Sisältää Perniön Lihan toukokuuhun 2024 asti, jolloin liiketoiminta myytiin

# Liiketoiminta-alue Oikia (2/6)

Snacks-liiketoiminta on kannattavuudeltaan vahvin osa Oikiaa. Arvioimme yhtiön pystyvän normaaleina vuosina reilun 10 %:n sijoitetun pääoman tuottoon. Tulostaso voi kuitenkin heilua ajoittain esim. kustannusympäristön tai kertaluontoisten tekijöiden seurauksena.

## Tuotantolaitos Pyhännällä ja raaka-aineet läheltä

Oikia (tuolloin Real Snacks Oy) perustettiin 2001 pyörittämään Pyhännän perunalastutehdasta, joka siirtyi samalla Raisio Oyj:ltä yksityiseen omistukseen. Uudet omistajat käynnistivät mittavat tehtaan laajennus- ja kehityshankkeet. Tehdasta on laajennettu useaan otteeseen vuosien varrella ja tuotantolinjoja on uudistettu. Liiketoiminnassa investoitiin vuonna 2018 tuotantokoneeseen, joka yli kaksinkertaisti kauratuotteiden valmistuskapasiteetin. Uudet kustannustehokkuutta parantavat pakkausautomaatiojärjestelmät valmistuivat vuonna 2021. Fodelia kertoi syksyllä 2024 laajentavansa tehtaalla perunan temperointikapasiteettia tuotantovolyymien kasvun tueksi. Arvioimme tehtaan käyttöasteiden olevan hyvällä tasolla, mikä myöskin tarkoittaa, että merkittävämmän volyymikasvun saavuttaminen edellyttää yhtiöltä vähintäänkin pieniä investointeja pullonkaulojen poistamiseksi.

Valmistuksessa tarvittava peruna tulee paikallisilta sopimusviljelijöiltä, joista suurin osa sijaitsee noin 150 kilometrin säteellä Pyhännän tehtaalta. Keskeinen osa raaka-aineista tulee korkealaatuisen siemenperunan tuotantoalueelta (EU:n määrittelemä High Grade -alue). Tuotepakkauksista löytyy viljelijän tilan tiedot, mikä tarjoaa kuluttajalle näkyvyyden raaka-aineen alkuperään. Oikia tekee alkuvuodesta viljelijöiden kanssa sopimukset perunoiden ostomääristä ja hinnoista perustuen omiin myyntiennusteisiin. Muista raaka-aineista kaura on kotimaista, mutta maissi tulee muualta Euroopasta. Valmistusprosessissa tarvittava energia tuotetaan pääosin

biohakkeella. Valmiit tuotteet varastoidaan Pyhännän tehtaalla ja toimitetaan asiakkaille niiden oman logistiikkaketjun kautta eli ne noudetaan pääosin suoraan Oikian tehtaalta.

## Brändituotteiden asemaa pyritty vahvistamaan

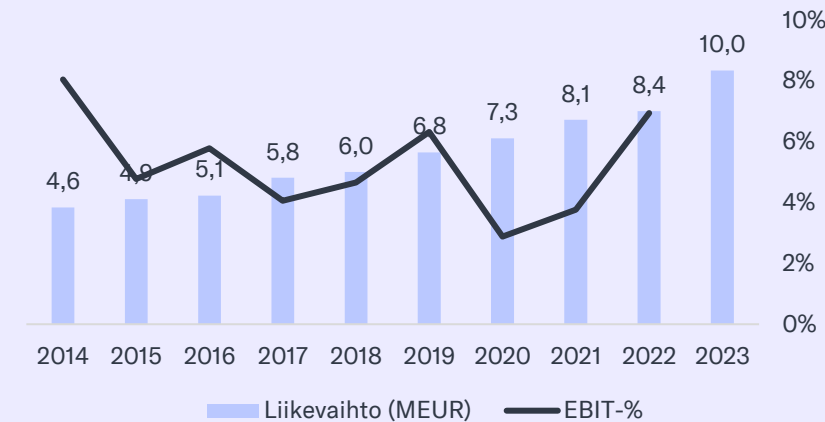
Omia brändituotteita tuotiin ensimmäistä kertoo suomalaisiin ruokakauppoihin vuonna 2005. Vuoden 2019 brändiuudistuksen jälkeen Oikia on liiketoiminnan pääasiallinen oma brändi, jonka alta löytyvät myös Oatis, Moomin ja Junior –tuotemerkit. Kotimaiset Oikia-perunalastut ovat saaneet brändiuudistuksen myötä lisää hyllytilaa vähittäiskaupassa, mikä on tukenut omien brändituotteiden myynnin kasvua. Brändiuudistukseen kuului merkittäviä panostuksia markkinointiin ja omien brändien tunnettuuden kasvattamiseen.

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

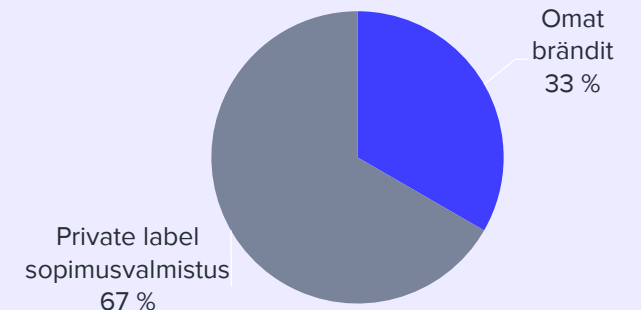
## Sopimusvalmistuksessa vahva markkina-asema

Yhtiö on toiminut vuodesta 2002 lähtien Pirkka-perunalastujen sopimusvalmistajana ja saanut uusia asiakkaita vuosien mittaan. Private label -tuotteiden kehitys tapahtuu yhdessä sopimusosapuolien kanssa. Brändituotteiden ja sopimusvalmistustuotteiden kasvut ovat edenneet eri tahdissa, mikä on tasapainottanut kokonaisyhtiön kehitystä.

## Snacks-liiketoiminnan liikevaihto ja kannattavuus<sup>1</sup>



## Liikevaihdon jakautuminen snacks-liiketoiminnassa<sup>2</sup>



1) Lähde: Fodelia

2) Lähde: Inderesin arvio



# Liiketoiminta-alue Oikia (3/6)

Vuoden 2023 aikana sopimusvalmistus on kasvanut merkittävästi, sillä kaupan ala on pyrkinyt tuomaan edullisempia tuotteita kuten private labelia enemmän esiin kuluttajien ostovoiman heikentymisen johdosta. Yhtiöllä itsellään on rajalliset mahdollisuudet vaikuttaa sopimusvalmistuksen liikevaihdon kehitykseen ja asiakkaiden päätökset voivat heiluttaa liikevaihtoa suuntaan tai toiseen. Oikian markkinaosuus Suomen perunalastumarkkinan sopimusvalmistuksesta on korkea, mikä osaltaan rajoittaa kasvupotentiaalia kotimaassa. Kasvua sopimuskannassa tavoitellaankin enenevässä määrin Suomen ulkopuolelta, vaikka logistiikkakulut rajaavatkin potentiaaliset vientimaat pääasiassa Itämeren alueelle.

## Päivittäistavarakaupalla suuri rooli asiakkaana ja jakelijana

Suurin osa Oikian tuotteiden myynnistä kuluttajille tapahtuu suomalaisten tai ulkomaisten päivittäistavarakauppojen kautta. Tyypillisesti samat kauppa- ja palvelusyritykset toimivat sekä sopimusvalmistusasiakkaina (private label), että Oikian brändituotteiden jakelijoina. Oikia tekee sopimusvalmistusta käytännössä lähes kaikille suurimmille suomalaisille kaupan alan toimijoille (mm. Kesko, S-Ryhmä, Lidl ja Tokmanni). Tiivis yhteistyö sopimusvalmistuksessa voi osaltaan tukea Oikian brändituotteiden asemaa kauppojen valikoimissa. Toisaalta yhtiön riippuvuus suurista vähittäiskaupan toimijoista rajoittaa sen neuvotteluasemaa ja kannattavuuden ylläpitäminen vaatii toiminnan jatkuvaa tehostamista kaupan pyrkiessä kilpailuttamaan toimittajia ja niiden hintoja.

## Oikia-kuluttajabrändi haastajan asemassa

Oikia on kuluttajabrändinä haastajan roolissa verrattuna suurempiin ja tunnetumpiin kilpailijoihinsa. Arvioimme Oikian markkinaosuudeksi snacks-markkinalla noin 6 %. Yhtiöllä on kilpailijoina useita suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Orkla) ja isoja brändejä (mm. Taffel, Pringles, Estrella ja Doritos).

Erottuakseen kilpailussa Oikia on pyrkinyt keksimään innovatiivisia ja erilaisia brändituotteita, kehittämään uusia makuyhdistelmiä, tuomalla kuluttajille terveellisiä vaihtoehtoja ja korostamalla tuotteiden kotimaisuutta ja raaka-aineen alkuperän jäljitettävyyttä. Lisäksi vuoden 2024 strateginen muutos ottaa Oikia-brändi käyttöön myös muissa Fodelian kuluttajaliiketoiminnoissa voi jossain määrin tukea brändin tunnetuuden vahvistamista.

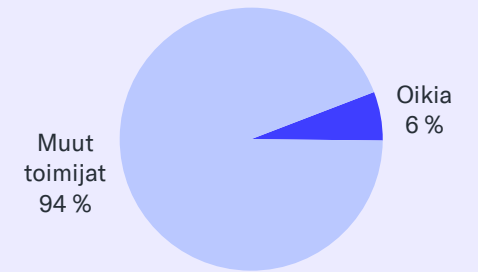
## Snacks-markkinan kasvu ollut keskimäärin ripeää

Päivittäistavarakaupan myyntitilastojen perusteella Suomen perunalastumarkkinan koko vähittäiskaupassa oli vuonna 2023 noin 163 MEUR. Tämän lisäksi Oikian kohdemarkkina kuuluu muita snacks-kategorioita, kuten maissi- ja kaurasnacksit. Lisäksi tuotteita myydään jonkin verran mm. tapahtumiin, mikä edelleen kasvattaa kokonaiskohdemarkkinaa.

Snacks-markkina kasvaa muuta elintarvikemarkkinaa nopeammin kuluttajatottumusten kehittyessä markkinan kannalta suotuisaan suuntaan. Helposti syötävien tuotteiden kysyntä kasvaa ja samalla terveellisten ratkaisujen suosiminen kasvattaa kysyntää uuden tyyppisille snackseille, joiden hinnat ovat usein perinteisiä perunalastuja korkeammat. Snacks-markkina kasvoi vuosina 2014-22 noin 4 %/v.

Viime vuosina markkinakasvussa on nähty aaltoilua inflaatiokasvun myötä. Vuonna 2023 perunalastumarkkina kasvoi peräti 22 %, mutta vuonna 2024 myynnin arvo markkinalla on ollut noin 9 %:n laskussa. Lyhyen aikavälin heilunta johtuu etenkin kasviöljyjen hinnoista, jotka nousivat vuonna 2022 erittäin voimakkaasti, mutta ovat sittemmin laskeneet lähemmäs pitkän aikavälin tasoa.

## Markkinaosuus Suomessa



Inderesin arvio, joka perustuu pääasiassa Oikian liikevaihtoon suhteutettuna perunalastumarkkinan kokoon vähittäiskaupassa. Tarkastelu jättää ulkopuolelle mm. muut snacks-kategoriat sekä muut jakelukanavat, kuten tapahtumat.

## Oikian snacks-liiketoiminnan asiakaskunta

Päivittäistavarakaupat, keskusliikkeet sekä viennin kohdemaissa toimivat maahantuojat



Arviomme mukaan suurin asiakas vastaa noin 20 % snacks-liiketoiminnan liikevaihdosta

# Liiketoiminta-alue Oikia (4/6)

## Perunalastut

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



## Maissinaksut

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



## Kaurasnaksit

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



## Private Label -tuotanto

Oikia toimii sopimusvalmistajana isoille suomalaisille päivittäistavara-kaupan omille merkeille mm. Pirkka (Kesko), Kotimaista (S-Ryhmä) ja Priima (Tokmanni). Sopimusvalmistusasiakkaisiin kuuluu myös ulkomaisia kaupan alan yhtiöitä.



~1/3  
liikevaihdosta  
omista brändeistä  
(Inderesin arvio)

~2/3  
liikevaihdosta  
private labelia  
(Inderesin arvio)

# Kilpailu

## Esimerkkejä Oikian kilpailijoista



## Oikian asema kilpailijoihin nähden

### Vahvuudet

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

### Haasteet

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

# Liiketoiminta-alue Oikia (5/6)

## Oikia Ruoka: Valmista kotiruokaa kuluttajille

Feelian valmistamia valmisruokatuotteita on pyritty viime vuosina kaupallistamaan myös kuluttaja-asiakkaille, mikä raportoidaan osana Oikia liiketoiminta-aluetta. Kuluttajille kohdistuvasta valmisruokien myynnistä valtaosa syntyy oman verkkokaupan (Oikia Ruoka) kautta, mutta pienimuotoista myyntiä syntyy myös vähittäiskaupan kautta.

## Verkkokauppa etsinyt suuntaa pandemian jälkeen

Feelia avasi kuluttajille suunnatun verkkokaupan (Feelia Ruokakauppa) helmikuussa 2020, joka eriytettiin omaksi yhtiökseen, FodNet Oy:ksi toukokuussa 2021 ja fuusioitiin myöhemmin Fodelia Retail Oy:hyn (nykyisin Suomen Oikia Oy). Verkkokaupan liikevaihto ylsi vuoden 2022 aikana jo 5,4 MEUR:oon, mutta kasvu kääntyi pandemian päätyttyä jyrkkään laskuun. Arvioimme vuoden 2024 liikevaihdoksi enää reilut 2 MEUR. Viimeaikaiseen laskuun on osaltaan vaikuttanut myös markkinoinnin ja alennuskampanjoiden vähentäminen.

Verkkokauppa on toistaiseksi painanut Fodelia-konsernin kannattavuutta, koska suotuisan kysynnän vallitessa Fodelia pyrki tukemaan verkkokaupan kasvua erilaisin teknologisin ja markkinoinnillisin panostuksin. Verkkokaupan kasvun hyytyminen on pakottanut yhtiön säästötoimiin ja vuoden 2024 aikana liiketoiminnassa on keskitytty enenevässä määrin kannattavuuteen. Fodelia kertoi 2024 Q3:lla verkkokaupan kannattavuuden parantuneen, mutta arvioimme tulostason olevan edelleen koko vuoden tasolla matala tai tappiollinen.

## Brändiuudistus toteutettu vuoden 2024 aikana

Verkkokaupan brändi uudistettiin vuoden 2024 Q2:lla. Kauppa tunnetaan nyt nimellä Oikia Ruoka (aiemmin Feelia Ruokakauppa). Uudistuksella pyritään saavuttamaan synergioita

Oikia-brändin markkinointityössä eri kuluttajaliiketoimintojen välillä. Lisäksi B2B-vetoisen Feelian brändiä ei haluta sekoittaa kuluttajaliiketoimintoihin. Uudistuksen onnistumista tullaan todennäköisesti puntaroimaan lähivuosina. Mikäli toiminnan kannattavuus jäisi edelleen heikoksi, saatettaisiin toiminnan jatkaminen ottaa tarkastelun alle.

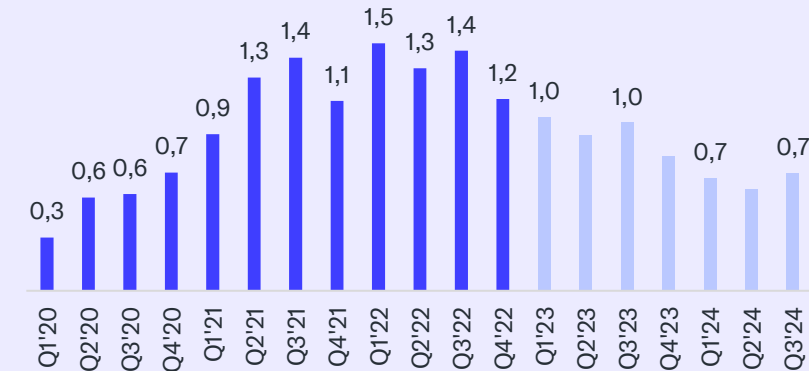
## Pitkään säilyvät valmisruoat sopivat hyvin verkkokauppaan

Verkkokaupan valikoimasta löytyy laaja valikoima pääasiallisesti Feelian valmistamia valmisruokia. Ruokien pitkät säilymisajat jääkaappilämpötilassa palvelevat kuluttajia, mutta tukevat myös verkkokaupan pyörittämiseen liittyvää logistiikkaa. Pitkien säilymisajkojen lisäksi myös tuotteiden rajallinen lukumäärä ja suuret tilausmäärät per tuote tukevat toiminnan logistiikkaa. Oikia Ruoka toimittaa ruokaa koko Suomen alueelle. Yhtiö on ulkoistanut välivarastoinnin, mistä tuotteet toimitetaan joko kylmäkuljetuksena tai Postin kautta asiakkaille.

## Päivittäistavarakauppa jäänyt pieneksi myyntikanavaksi

Fodelia pyrki erityisesti vuoden 2023 alkupuolella tuomaan Feelia-tuotteita myös päivittäistavarakauppoihin ja kivijalkaan. Kasvu maanlaajuisessa PT-kanavassa ei kuitenkaan lähtenyt liikkeelle odotusten mukaisesti, minkä vuoksi tuotteita myydään nykyisin vain rajatuilla alueilla. Isossa kuvassa kuluttajat eivät ole tottuneet Feelian valmisruokien konseptiin, sillä kaupan valmisruoat ovat tyypillisesti mikrossa lämmitettäviä annospakattuja tuotteita siinä missä Feelian valmisruokien lopputuote voi usein edellyttää esimerkiksi nesteen lisäämistä ja keittämistä kattilassa.

## Kuluttajaverkkokaupan liikevaihto (MEUR)<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Vaaleansiniset luvut perustuvat Inderesin arvioon. Vuosien 2023-24 kvartaalikohtaista liikevaihtoa ei ole raportoitu. Fodelia on kertonut kokonaiskasvun olleen -30,7 % vuonna 2023 ja kuvailut vuoden 2024 kasvua sanallisesti.

# Liiketoiminta-alue Oikia (6/6)

## Pita-liiketoiminta

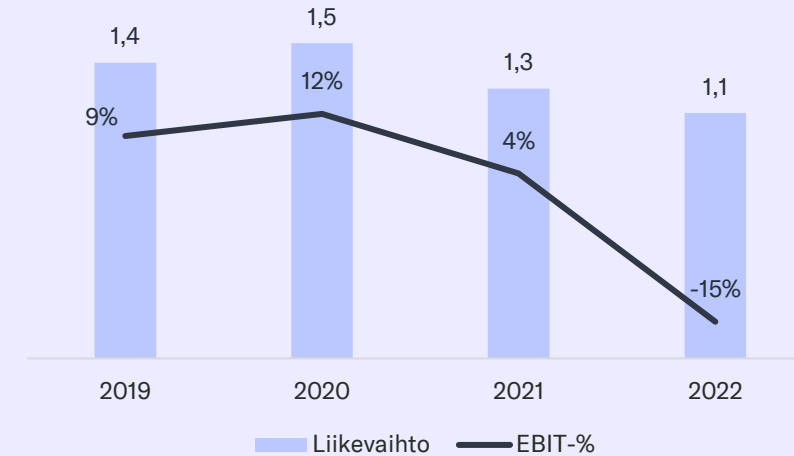
Oikiaan kuuluu myös pitaleipien ja täytettyjen pitaleipien valmistusta Jokioisissa sijaitsevassa leipomossa. Yhtiö on perustettu vuonna 2013 ja se tunnettiin aiemmin nimellä Pita Factory Oy ennen sulautumista Oikiaan. Pitaliiketoiminnan liikevaihto on arviomme mukaan noin 1 MEUR ja liiketulos nollan tuntumassa.

### Yrityskaupan tavoitteet eivät ole täyttyneet

Pita Factory päätyi osaksi Fodelia-konsernia yritysosaston myötä loppuvuodesta 2020. Pita Factorystä ja yhtä aikaa ostetusta Perniön Lihasta maksettiin tuolloin yhteensä noin 4,7 MEUR:n kauppahinta, joka vastasi noin 6x EV/EBITDA-arvostustasoa. Valtaosa kauppahinnasta kohdistui kuitenkin Perniön Lihaan, joka divestoititiin vuoden 2024 toukokuussa.

Yhtiöt tekivät yhteistyötä jo ennen yritysostoa, mikä osaltaan tuki yhdistymistä. Fodelia suunnitteli tehostavansa yhtiöiden tuotantoa sekä kasvattavansa ostettujen yhtiöiden tuotteiden jakelua verkkokauppaan ja foodservice-kanavaan, mikä olisi mahdollistanut korkeammat tuotantovolyymit. Yhtiöiden yhteenlaskettu kannattavuus heikentyi selvästi ensimmäisen Fodelia-konsernin alla vietetyn vuoden jälkeen, minkä jälkeen toimintoja on tehostettu. Kahdesta ostetusta liiketoiminnasta jäljellä oleva pitaleipien valmistus ei arviomme mukaan kuulu Fodelian osaketarinan ja omistaja-arvonluonnin kannalta keskeisiin liiketoiminta-alueisiin.

## Pita Factoryn liikevaihto ja kannattavuus



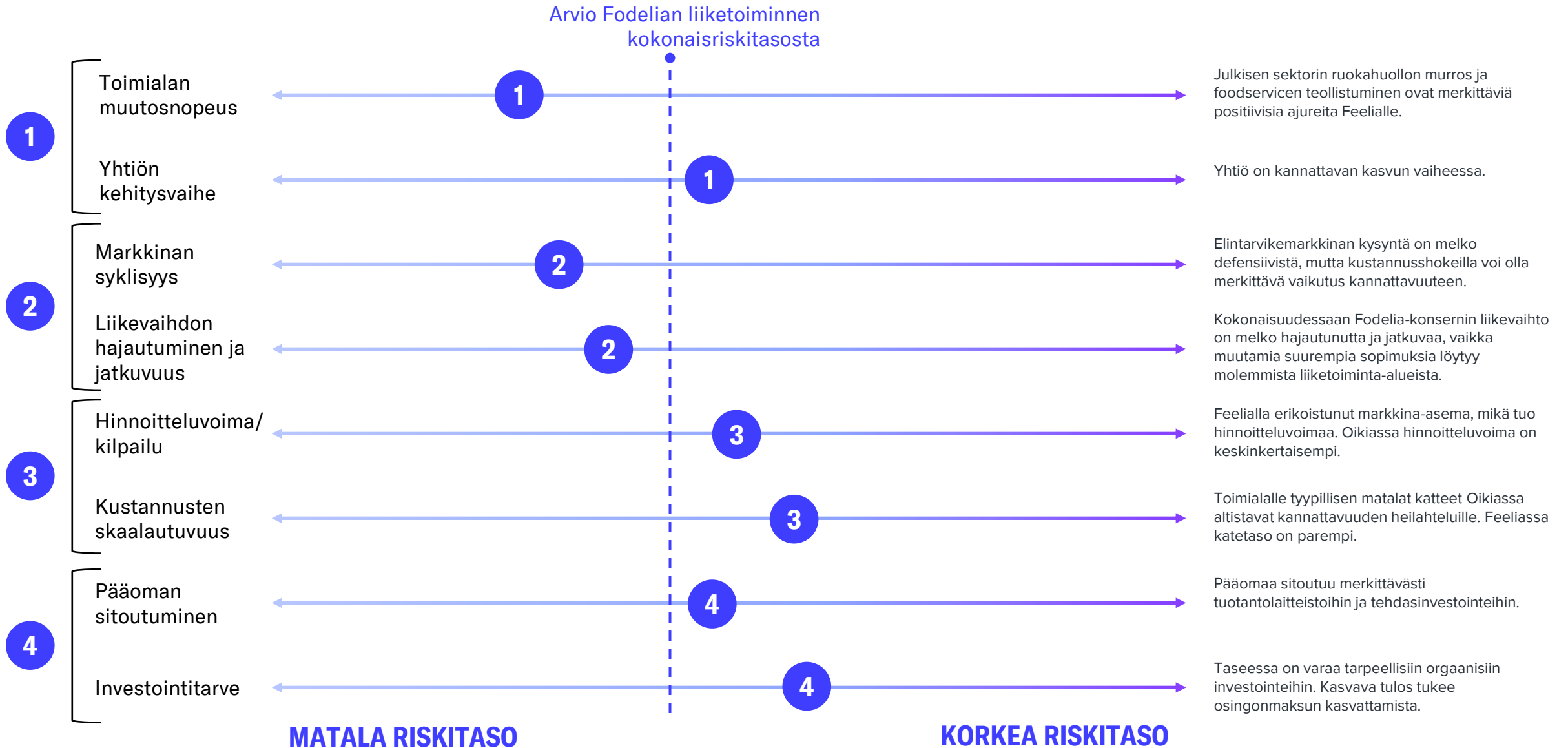
Pita-liiketoiminta on nykyisin osa Suomen Oikia Oy:tä, minkä vuoksi liiketoimintakohtaisia lukuja ei ole enää saatavilla tilinpäätöksistä.

# Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



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

# Liiketoiminnan riskiprofiili



# Historiallinen tuloskehitys

## Feelia vetänyt konsernin orgaanista kasvua

Fodelian liikevaihdon kasvu on ollut vuosina 2018-23 keskimäärin 27 % vuodessa, josta 20 %-yksikköä orgaanisesti ja 7 %-yksikköä yritysostojen avulla. Tarkasteluajanjakson yritysostoihin lukeutuvat Beofoodin, Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Marjivasun ostot. Perniön Liha divestoititiin toukokuussa 2024, eli vasta yllä mainitun tarkastelujakson jälkeen.

Orgaaninen kasvu on viime vuosina ollut pääosin Feelian varassa. Feelian orgaaninen kasvu on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 18 %. Myynti ravintoloille kärsi merkittävästi koronapandemiasta, mutta Feelia alkoi tuolloin kohdistamaan myyntipanostuksia hoiva-alalle, mikä on kantanut hedelmää myös pandemia-ajan jälkeen. Feelian kasvusta osa syntyy myös pienemmistä uusista asiakkuuksista ja nykyisten asiakkaiden parista, mutta suurten sopimusten ajoitukset voivat heiluttaa kokonaiskasvua ajoittain yli tai alle trendikasvun. Vuoden 2024 aikana kasvu on kiihtynyt suurten sopimusten vetämänä, jotka ovat kohdistuneet mm. päiväkotisegmenttiin.

## Oikiassa orgaaninen kasvuvauhti ollut keskimäärin maltillista

Oikian kasvu on ollut historiassa heikompaa. Kuluttajille suunnattu verkkokauppa kasvoi voimakkaasti koronapandemian aikana, mutta vuoden 2023 aikana liikevaihto laski peräti 31 %. Snacks-liiketoiminnan kasvu on ollut pitkällä aikavälillä hyvää (2018-22: 8 %/v) ja vuonna 2023 myynti hyötyi merkittävästi perunalastumarkkinan hintavetoisesta kasvusta sekä private labelin osuuden kasvusta. Perniön Lihan toukokuussa 2024 toteutunut divestointi ei vielä näy täysimääräisesti luvuissa, mutta tulee laskemaan Oikian liikevaihtoa vuosina 2024-25 yhteensä noin 5,6 MEUR:n verran. Pita-liiketoiminnan liikevaihto on kehittynyt vaihtelevasti, mutta sillä ei pienen kokonsa vuoksi ole merkittävää vaikutusta kokonaisuuteen.

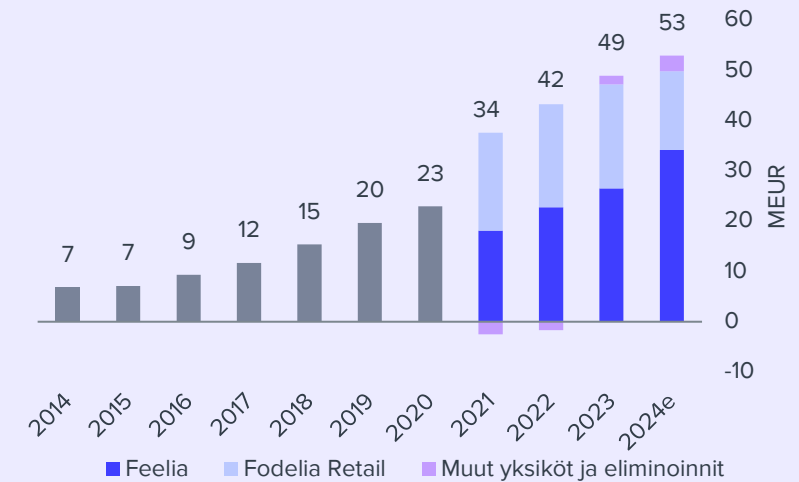
## Feelian kannattavuus toimialan mittapuulla vahvaa

Fodelian kannattavuus on Feeliassa elintarvikealan mittapuulla erittäin hyvää luokkaa, mihin arviomme mukaan vaikuttaa yhtiön erikoistunut asiakaslähtöinen liiketoimintamalli ja tehokas teollinen tuotanto. Feelian EBIT-marginaali on ollut vuosina 2021-23 keskimäärin 9,3 %. Kannattavuutta ovat haastaneet mm. keskeneräiset tuotannolliset investoinnit (2021) sekä kohonneet tuotantopanoskustannukset (2022-23), jotka pystyttiin siirtämään myyntihintoihin pienellä viiveellä. Ennen listautumista Feelian liikevoittomarginaali oli useimpina vuosina yli 10 %:n tasolla, joten on mahdollista että viime vuosina nähdystä tasosta pystyttäisiin vielä parantamaan pitkällä aikavälillä.

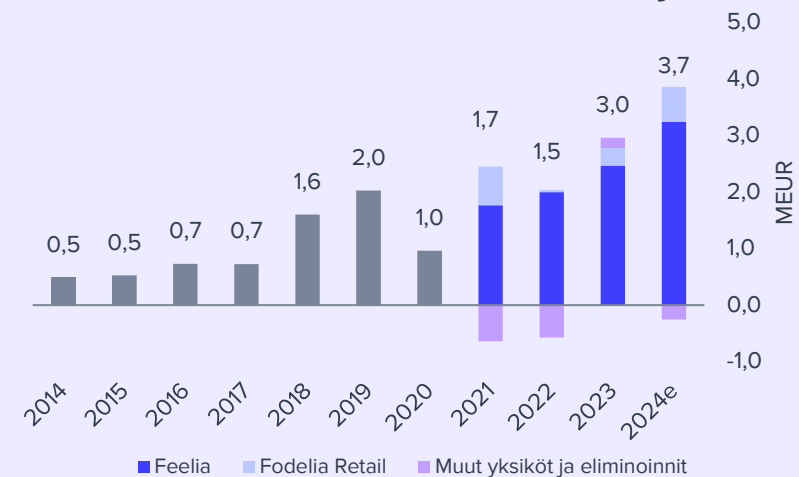
## Oikiassa snacksien kannattavuus hyvä, kokonaisuus heikompi

Oikian kannattavuusprofiili on keskinkertaisempi. Koko liiketoiminta-alueen EBIT-marginaali oli vuosina 2021-23 keskimäärin 1,8 %, mutta tämä ei arviomme mukaan kuvasta pitkän aikavälin potentiaalia. EBIT-% on vuoden 2024 aikana parantumassa arviomme mukaan 4 %:iin. Snacks-liiketoiminnan kannattavuus on hyvällä tasolla (EBIT arviolta 6-9 % liikevaihdosta), mutta heikosti kannattavat pienet liiketoiminnot eli verkkokauppa ja pita-liiketoiminta painavat kokonaiskannattavuutta. Kannattavuuden parantumiseen vuoden 2024 aikana on osaltaan vaikuttanut tehostamistoimet sekä kustannusympäristön vakautuminen aikaisempien vuosien korkean inflaation jälkeen. Erityisesti verkkokauppaliiketoiminnassa fokusta on siirretty aikaisempaa selkeämmin kannattavuuden parantamiseen. Myös matalan kannattavuuden omanneen Perniön Lihan myynnillä on positiivinen vaikutus suhteelliseen kokonaiskannattavuuteen.

## Konsernin liikevaihdon kehitys



## Konsernin EBITA-liikevoiton kehitys



# Taloudellinen asema

## Investoinnit ja yritysostot kasvattaneet tasetta

Fodelian taseen loppusumma kesäkuussa 2024 oli 24,6 MEUR, josta hieman yli puolet pitkäaikaisia varoja (13,6 MEUR) ja vajaa puolet lyhytaikaisia varoja (10,9 MEUR). Taseen koko laski hieman verrattuna edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan, mihin vaikutti mm. Perniön Lihan divestointi ja tasearvon alaskirjaus toukokuussa 2024.

Fodelian investoinnit ovat olleet historiassa ajoittain erittäin korkeat yhtiön kasvupanostusten vuoksi (2021-22: 5-6 MEUR), jotka ovat kohdistuneet erityisesti Feelian valmisruokatehtaaseen. Vuosina 2022-24 investointitaso on kuitenkin ollut vain reilun 2 MEUR:n paikkeilla, mikä on ylittänyt maltillisesti normalisoidun vuotuisen poistotason 1,4-1,7 MEUR.

Taseessa oli 2024 H1:n lopussa aineellisia hyödykkeitä 7,8 MEUR, joista valtaosa osa liittyy rakennuksiin, koneisiin ja kalustoon. Aineettomia hyödykkeitä oli 5,7 MEUR, josta konserniliikearvon osuus oli 3,7 MEUR. Konserniliikearvosta arviolta noin 0,7 MEUR liittyy pitaliiketoimintaan, mihin voisi kohdistua alaskirjausriskiä, mikäli kannattavuus jäisi matalaksi tai yksikkö myytäisiin selkeästi alle ostohinnan. Muun liikearvon kohdalla emme näe vastaavaa riskiä lähitulevaisuudessa. Taseessa on myös pienissä määrin verkkokaupan kehittämismenoja, joihin voisi myös kohdistua alaskirjausriskiä.

## Pyhännälle investoitiin isosti vuosina 2020-21

Feelia investoi vuosina 2020-21 voimakkaasti mm. kiinteistöön ja tuotantokalustoon kyetäkseen vastaamaan kasvavaan kysyntään sekä koulu- ja hoivamarkkinalla että kuluttajamyyntiin suunnatuissa pienemmissä pakkauskooissa. Yhtiö teki noin 5 MEUR:n investoinnin (sis. rakennuksen laajennuksen sekä koneet ja laitteet) Pyhännän tehtaalle kolminkertaistaakseen tuotantokapasiteetin aiempaan verrattuna. Laitteet ovat moderneja ja tuotantoa on jatkuvasti tehostettu automatisoimalla

linjastoa. Tehtaassa on edelleen tilaa kasvattaa tuotantokapasiteettia ja tontilta löytyy myöskin tilaa laajennuksille. Seuraava merkittävä tuotannollinen investointi voisi olla Kokkolaan kaavailtu uusi noin 3-4 MEUR maksava tuotantolaitos nykyisen ahtaan ja iäkkään vuokrakiinteistön korvaajaksi, mikäli soveltuvaa modernia vuokrakiinteistöä ei löydetä. Uusi laitos voitaisiin tosin rakentaa ulkopuolisen sijoittajan taseeseen, jolloin vaadittava investointi olisi edellä mainittua pienempi. Feelian pyhännällä sijaitseva tehdasrakennus myytiin ja takaisinvuokrattiin sijoittajalle vuoden 2022 lopussa, mikä auttoi Fodeliaa keventämään tasettaan (myyntihinta 6,6 MEUR).

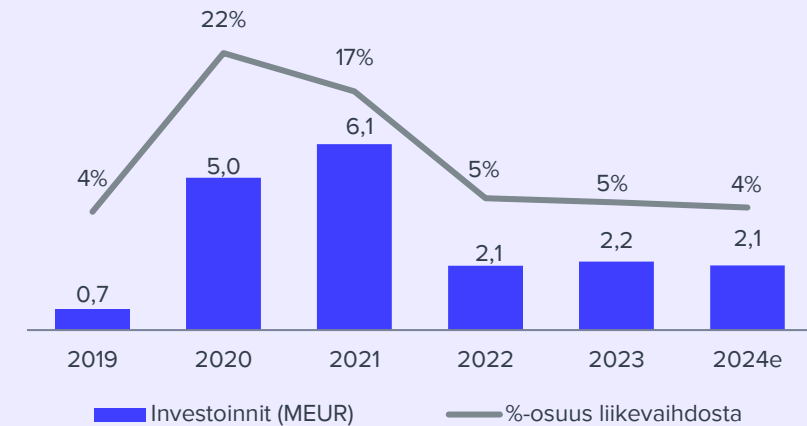
## Velkaisuus laskenut matalaksi

Fodelialla oli kesäkuussa 2024 3,2 MEUR:n nettovelka, joka koostui 5,6 MEUR:n korollisista veloista ja 2,4 MEUR:n käteisvaroista. Nettovelka oli kooltaan vain 0,6-kertainen suhteessa edellisten 12 kuukauden käyttökatteeseen, mikä on jo melko matala taso. Arvioimme, että kohtuullisen nettovelan maksimitaso elintarvikealalla on tyypillisesti 2-3x EBITDA. Velkaisuus on laskenut mm. Perniön Lihan divestoinnin, maltillisen investointitason ja hyvän kannattavuuden tukemana.

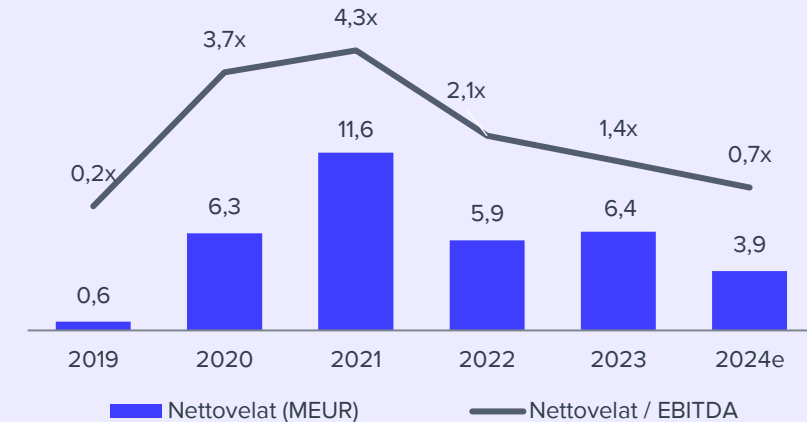
## Osingonmaksu kääntynyt kasvuun

Fodelia jakoi osakekohtaista osinkoa 0,07 euroa vuosilta 2019-20, 0,04 euroa per osake vuodelta 2021 ja 0,06-0,08 euroa vuosilta 2022-23. Osinko laski vuonna 2021 mm. koronapandemian aiheuttamien tulosaasteiden sekä taseen velkaantumisen vuoksi, mutta vahvistunut tase ja parantunut kannattavuus ovat sittemmin mahdollistaneet jälleen osingon kasvattamisen. Näemme osingonmaksun tai omien osakkeiden hankinnan sijoittajan kannalta suotuisana tapana allokoida ylimääräistä pääomaa, sillä pidämme arvonluontia yritysostoilla elintarvikealalla melko haastavana ja riskialttiina.

## Investoinnit (ei sis. yritysostoja)



## Nettovelkaantuneisuus





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Aktiivinen elintarviketeollisuuden toimija

Fodelia pyrkii olemaan aktiivinen elintarviketeollisuuden toimija, joka haluaa uudistaa toimialaa tuomalla uusia tuotteita ja konsepteja ruokamarkkinaan. Toimialan uudistaminen on toistaiseksi onnistunut parhaiten laitosruokailujen markkinalla, missä Feelia on jatkuvasti kehittänyt tuotevalikoimaansa ja kokonaiskonseptiaan pystyen siten saamaan uusia asiakasryhmiä teollisesti tuotettujen valmisruokaratkaisujen piiriin.

Kasvua haetaan ensisijaisesti orgaanisin keinoin, mutta yhtiö tutkii myös yritysostovetoisen kasvun mahdollisuuksia, joskin arviomme mukaan aikaisempaa kriittisemmällä silmällä. Tulkitsimme, että kilpailukykyistä ja orgaanisesti kasvavaa ydinliiketoimintaa (erityisesti Feelia) ei haluta laimentaa keskinkertaisilla yritysostoilla. Jäljellä oleviin pieniin ja kannattavuudeltaan heikkoihin liiketoimintoihin (verkkokauppa ja pita-liiketoiminta) suhtaudutaan arviomme mukaan kriittisesti. Fodelia ei sulje pois kansainvälistymistä strategiassaan, mutta käsityksemme mukaan yhtiö kuitenkin keskittyy tällä hetkellä ensisijaisesti kotimaan markkinalla menestymiseen.

## Taloudelliset tavoitteet

Fodelia päivitti taloudellisia tavoitteitaan viimeksi pääomamarkkinapäivän yhteydessä toukokuussa 2024. Fodelia-konsernin nykyiset taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihto on yli 100 miljoonaa euroa vuonna 2028.
- Liikevoittomarginaali on noin 10 % parantuen asteittain kohti tavoitetasoa lähivuosien aikana
- Sijoitetun pääoman tuotto on yli 10 %.
- Korollisten velkojen suhde käyttökatteeseen on alle 3.

- Osingonjakosuhte vähintään 35 % tuloksesta.

Tuloskasvuun tähtäävät tavoitteet ovat mielestämme kunnianhimoiset, sillä tavoitteissa onnistuminen tarkoittaisi liikevoiton kasvattamista 10 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä (Q4'23-Q3'24: 2,9 MEUR ilman kertaluonteisia eriä).

## Kasvutavoite vaatisi todennäköisesti kiihtyvää kasvua julkisen sektorin asiakkuuksissa

Liikevaihdon kasvutavoite (2028: 100 MEUR) vastaa 18 %:n keskimääräistä kasvua vuosien 2024-28 aikana, josta pääosan on tarkoitus syntyä orgaanisesti<sup>1)</sup>. Kahdesta liiketoiminta-alueesta Oikian kasvu voidaan mielestämme olettaa maltilliseksi (esimerkiksi 3 %/v), jolloin Feelian ja Marjivasun tulisi jatkaa voimakasta suhteellista kasvua läpi strategiakauden (tässä esimerkissä 24 %/v). Feelian ja Marjivasun yhteenlaskettu ulkoinen liikevaihdon kasvu on vuoden 2024 ennusteissamme kolmen toteutuneen kvartaalin jälkeen jopa 32 %, mutta useiden suurten sopimusvoittojen osuminen vuoden 2023 loppuun on saattanut kiihdyttää kasvun poikkeuksellisen korkeaksi. Kantalukujen kasvaessa korkeiden suhteellisten kasvuprosenttien ylläpitämisestä tulee yhä haastavampaa. Tavoitteen saavuttaminen on kuitenkin mahdollista, mikäli Feelia pystyy jatkamaan suurten uusien sopimusten voittamista. Tämä puolestaan edellyttäisi kasvun kiihtymistä julkisella sektorilla, sillä useat suurikokoiset yksityiset hoiva- ja päiväkotialan yritykset ovat jo siirtyneet Feelian asiakkaiksi viime vuosina. Myös yksityisellä sektorilla riittää tuki tilaa kasvaa etenkin pienikokoisempien asiakkaiden parissa.

## Kannattavuus parantuu mixin ja skaalan myötä

Fodelian kannattavuustavoitteen saavuttaminen on arviomme mukaan vahvasti riippuvaista liiketoiminnan jakauman kehityksestä. Feelian kannattavuus on jo lähellä 10 %:n tasoa ja

<sup>1)</sup> Liikevaihdon lähtötaso 2023: 43,4 MEUR, jos toukokuussa 2024 divestoidun Perniön Lihan liikevaihto vähennetään 2023 raportoidusta liikevaihdosta (49,0 MEUR).

liiketoiminnan skaalautuessa kannattavuus voisi vielä parantua hieman. Jos Feelian osuus konsernin liikevaihdosta kasvaisi lähelle 80 %:n tasoa jatkuvan voimakkaan kasvun seurauksena, nousisi myös konsernin keskimääräinen kannattavuus lähelle 10 %:n tavoitetta. Vastaavasti, jos Feelian liikevaihdon suhteellinen kasvu hidastuisi merkittävästi, olisi kannattavuustavoitteeseen haastavaa yltää. Arvioimme myös Oikian kannattavuudessa olevan vielä pientä parantamisen varaa mm. pienten heikkojen liiketoimintojen käänteen tai lopettamisen myötä, mutta näemme tämän merkityksen vähemmän keskeisenä pitkän aikavälin tuloskasvun kannalta.

## Pääoman allokoinnin liikkumavara kasvaa, kun tase ja rahavirrat vahvistuvat


Fodelian sijoitetun pääoman tuotto (ROI) on jo nyt nähdäksemme tavoitetasolla ja arvioimme vuoden 2025 ROI:n nousevan jo yli 20 %:n. Yhtiön vaihtoehdot pääoman allokoinnin osalta tulevat lähivuosina kasvamaan, sillä konsernin nettovelka on laskenut melko matalaksi ja arvioimme liiketoiminnan rahavirran ylittävän orgaaniset investointitarpeet. Osingonjaon kasvattaminen olisi nähdäksemme riskittömin vaihtoehto ylimääräisten varojen käyttöön, eikä tämä myöskään olisi ristiriidassa yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa, sillä osingonjakotavoitteessa (väh. 35 % tuloksesta) ei ole varsinaista ylärajaa. Sopivien arvoa luovien yritysostokohteiden löytäminen voi olla haastavaa. Emme odota Fodelialta suuria epäorgaanisia laajentumisaskelaita, vaan ennemminkin aikaisempaa tiiviimpää keskittymistä konsernin kilpailukykyisimpiin liiketoimintoihin. Yhtiö on tehnyt historiassaan sekä onnistuneita että epäonnistuneita yritysostoja. Historiassa onnistuneet yrityskaupat ovat olleet pieniä ja täydentäneet Feelian tuotevalikoimaa (Beofood ja Marjivasu) pystyen siten jatkamaan kasvua osana konsernia.

# Taloudelliset tavoitteet


**Liikevaihto**



**Kannattavuus**



**Velkaisuus**



**Osinkopolitiikka**



## Fodelian keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Liikevaihto 100 MEUR vuonna 2028  
(CAGR 2023-28: 18 %<sup>1)</sup>)

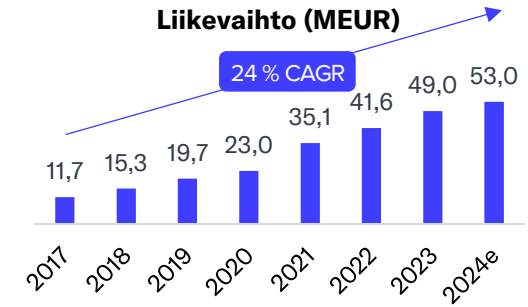
Liikevoittomarginaali noin 10 %

Sijoitetun pääoman tuotto yli 10 %  
(kertaluonteisia eriä ei oikaistu)

Velan suhde käyttökatteeseen alle 3x

Yli 35 % osingonjakosuhte

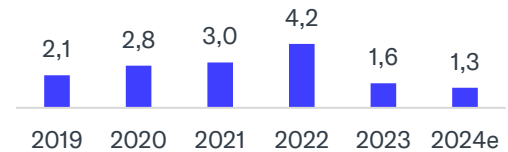
## Lähtökohta



2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
6,2 %	10,8 %	9,2 %	3,6 %	4,1 %	2,7 %	5,1 %	6,1 % <sup>2</sup>

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
26 %	34 %	20 %	5,9 %	5,9 %	3,3 %	12,0 %	10,1 %

## Velan suhde käyttökatteeseen



2019	2020	2021	2022	2023
106 % (EUR 0.07)	79 % (EUR 0.07)	44 % (EUR 0.04)	>1000 % (EUR 0.06)	53 % (EUR 0.08)

1) Liikevaihdon lähtötaso vuodelta 2023 on 43,4 MEUR vähennettyämme toukokuussa 2024 divestoidun Perniön Lihan liikevaihdon 2023 raportoidusta liikevaihdosta (49,0 MEUR).

2) Vertailukelpoisuuden vuoksi 1,25 MEUR:n alaskirjaus oikaistu, joka liittyi Perniön Lihan divestointiin alle tasearvon.

# Ennusteet (1/4)

## Feelia tekee konsernin kasvuprofilista vahvan

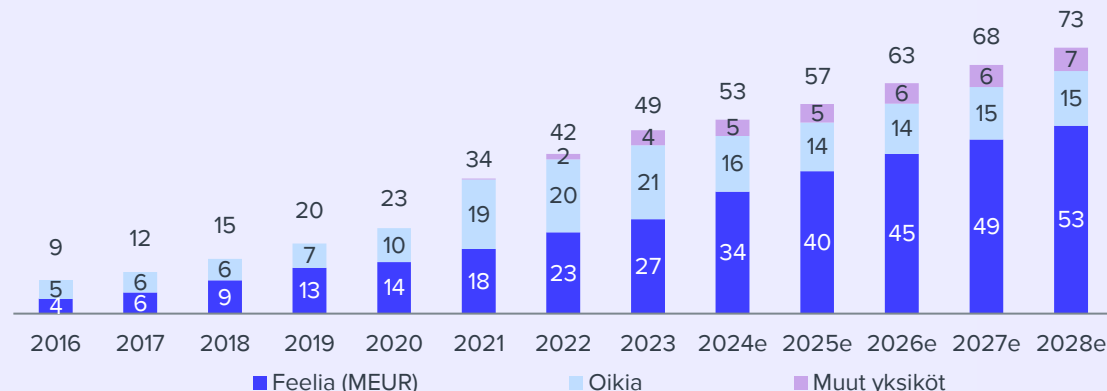
Arvioimme Fodelian liikevaihdon kasvavan 72 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä, mikä tarkoittaa ripeää, keskimäärin 11 %:n orgaanista kasvua vuosina 2024-28. Kokonaiskasvua laskee hieman Perniön Lihan divestointi, joka toteutui toukokuussa 2024 (liikevaihtovaikutus 5,6 MEUR). Ennustemme vuodelle 2028 jää yhtiön asettaman 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteen alapuolelle. Fodelia-konserni jakautuu kahteen hyvin erilaisen kasvuprofiilin omaavaan liiketoiminta-alueeseen. Ennustamamme kasvuvauhti vuosille 2024-28 on korkealla 15 %:n tasolla Feeliassa ja 10 % Muissa yksiköissä (Marjavesi Oy). Oikian liikevaihdon ennustamme kehittyvän vakaasti liikevaihdon laskiessa vuosina 2024-25, mutta kasvaessa jälleen 4 %:n tahtia 2026-28.

## Odotamme Feelian kasvun jatkuvan hyvällä tasolla

Feelia on kasvanut vuoden 2024 tammi-syyskuun aikana peräti 30 % v/v ja ulkoinen liikevaihto peräti 39 % vahvan sopimuskannan tukemana. Toistaiseksi tiedotettu sopimuskanta ei tue kasvun jatkumista näin voimakkaana vuoden 2025 aikana, vaikka uusia sopimuksia voi tuki syntyä vielä vuodenvaihteen ja alkuvuoden aikana. Ennustamme yhtiön kuitenkin pystyvän saamaan hyvää kasvua aikaisiksi pitkällä aikavälillä, sillä yhtiöllä on laaja kohdemarkkina ja toisaalta Feelia myös jatkuvasti kehittää tuotetarjoamaansa ja palvelukonseptiaan vastaamaan erilaisia asiakastarpeita. Vuoden 2025 kasvuennustemme Feelialle on 17 %, mikä on selkeästi vuoden 2024e kasvua (29 %) matalampi. Absoluuttinen vuoden 2025 kasvuennustemme 5,8 MEUR on kuitenkin melko lähellä vuoden 2024 kasvua (7,7 MEUR) ja sisältää siten oletuksen uusista asiakasvoitoista tiedossa olevien lisäksi. Vuosille 2026-28 ennustamme 4-5 MEUR:n absoluuttista kasvua per vuosi. Kasvuennusteissa voisi olla nousuvaraa, mikäli Feelia onnistuisi kiihdyttämään julkisen sektorin asiakkuuksien liikevaihdon kasvua. Toisaalta Feelian jo vahvaksi noussut markkina-asema suurten hoiva- ja päiväkotiyhtiöiden joukossa osaltaan rajoittaa kaikkein voimakkainta kasvupotentiaalia yksityisellä sektorilla.

Verkkokaupalle ja muuhun kuluttajamyntiin valmistettavien tuotteiden tuoma sisäisen liikevaihdon merkittävä lasku on hieman jarruttanut Feelian liikevaihtokehitystä vuosina 2023-24. Oletamme ennusteissamme sisäisen liikevaihdon säilyvän ennallaan tulevina vuosina, mihin tosin sisältyy epävarmuutta. Sisäinen liikevaihto on arviomme mukaan vuonna 2024 noin 1,5 MEUR, joten absoluuttisesti katsottuna tämän erän tuoma laskuvara on rajallinen.

## Konsernin liikevaihdon kehitys<sup>1</sup>



## Feelian kasvun kannalta keskeiset ajurit

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
<b>Feelia liikevaihto</b>	<b>18,1</b>	<b>22,8</b>	<b>26,5</b>	<b>34,2</b>	<b>40,0</b>	<b>44,8</b>	<b>48,9</b>	<b>52,8</b>
<b>Orgaaninen kasvu-%</b>	<b>24 %</b>	<b>17 %</b>	<b>16 %</b>	<b>29 %</b>	<b>17 %</b>	<b>12 %</b>	<b>9 %</b>	<b>8 %</b>
-josta ulkoista liikevaihdon kasvua	9 %	40 %	22 %	37 %	18 %	12 %	9 %	8 %
-josta sisäistä liikevaihdon kasvua	116 %	8 %	-27 %	-35 %	0 %	0 %	0 %	0 %
<b>Orgaaninen kasvu (MEUR)</b>	<b>1,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>7,7</b>	<b>5,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
-josta ulkoista liikevaihdon kasvua	0,3	4,4	4,6	8,5	5,8	4,8	4,0	3,9
-josta sisäistä liikevaihdon kasvua	1,6	0,2	-0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Kasvua tiedotetuista sopimuksista	1,0	2,5	4,0	5,5	1,5			
Muu ulkoisen liikevaihdon kasvu	-0,7	1,9	0,6	3,0	4,3			
<b>Yleiset markkina-ajurit</b>								
Foodservice-tukkukaupan kasvu	6 %	16 %	8 %	-2 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Elintarvikkeiden inflaatio	3 %	10 %	7 %	0 %	2 %	2 %	2 %	2 %

<sup>1</sup>) Graafi ei esitä sisäisen liikevaihdon eliminoiteja, mutta eliminoitit on huomioitu palkkien yläpuolisessa kokonaisliikevaihtoluvussa.

Lähde: Inderes ja PTY

# Ennusteet (2/4)

Yleisten markkina-ajurien osalta ei mielestämme ole vuoden 2024 jälkeen nähtävissä dramaattisia muutoksia suuntaan tai toiseen. Foodservice-tukkukaupan kasvulla on yhä rajallisempi vaikutus Feeliaan liikevaihdon syntyessä yli 50 %:sti suorista asiakkuuksista. Elintarvikkeiden hinnoissa ei ole lyhyellä aikavälillä merkittävää nousupainetta, mutta arvioimme inflaation nousevan pitkällä aikavälillä 2 %:n tasolle.

## Marjivasulla mahdollisuus synergistiseen kasvuun

Muut yksiköt –rivillä raportoidaan vielä toistaiseksi Marjivasu Oy, joka tullaan kuitenkin sulauttamaan Feeliaan 2024/25-vuodenvaihteessa. Marjivasun pitkän aikavälin kasvuprofiili on arviomme mukaan lähellä Feeliaa ja sulauttamisen myötä kasvu voisi myös kiihtyä, jos mehu- ja sosetuotteita saataisiin myytyä laajasti Feelian nykyiselle asiakaskunnalle. Marjivasun tuotannon siirto Feelian tehtaaseen syksyllä 2024 sekä uusia kokovaihtoehtoja mahdollistavat tuoret pakkausinvestoinnit tukevat synergististä kasvua osana Feeliaa. Ennustamme Marjivasun kasvuksi keskimäärin 10 %/v vuosina 2024-28.

## Oikian kasvusuuntaa kysymysmerkki

Kuluttajaliiketoimintoja sisältävän Oikian orgaaninen kasvu on kehittynyt viimeaikoina ristiriitaisesti. Näemme riskin, että verkkokaupan liikevaihdon lasku jatkuu lyhyellä aikavälillä samalla, kun snacks-liiketoiminta jatkaa vakaata kasvukehitystä. Vuosien 2024-25 kokonaiskasvuennusteemme ovat selvästi negatiiviset -25 % ja -13 % lähinnä Perniön Lihan divestoinnin takia, joka toteutui toukokuussa 2024. Keskipitkän aikavälin orgaaninen kasvuennusteemme (2026-28) on 4 %/v.

Snacks-liiketoiminta, joka vastaa koko Oikian tuloksesta, kasvaa kohtuullisen hyvin ja volyymit kehittyvät vakaasti. Kasvu syntyy mm. snacks-markkinan kasvukehityksen tukemana sekä ajoittain

mahdollisten uusien sopimusvalmistusasiakkuuksien myötä. Yhtiön markkinaosuus Suomen private label –valmistuksessa on korkea, minkä vuoksi uusia sopimusasiakkaita etsitään pääosin ulkomailta. Inflaatio, kuten esimerkiksi kasviöljyjen hintojen muutokset voivat ajoittain heijastua myyntihintoihin pienellä viiveellä. Arvioimme snacks-liiketoiminnalla olevan potentiaalia noin 5 %:n keskimääräiseen vuotuisen kasvuun. Suomen snacks-markkinan kasvu on vuosina 2014-22 ollut keskimäärin 4 %/v.

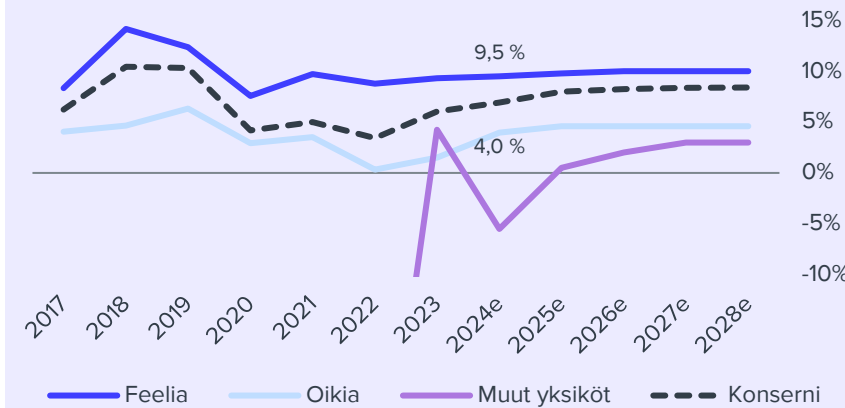
Kuluttajaverkkokauppa on Oikian suurin kysymysmerkki, sillä liikevaihto on laskenut jyrkästi vuosina 2023-24. Liikevaihto on enää arviomme mukaan reilut 2 MEUR vuonna 2024. Verkkokauppa sai brändiuudistuksen vuoden 2024 puolivälin paikkeilla, minkä vaikutus ei ole vielä selkeästi näkyvissä. Oletamme ennusteissamme verkkokaupan liikevaihdon pysyvän vakaana tulevina vuosina, mihin tosin liittyy merkittävää epävarmuutta.

Pita-leipien valmistus on Oikian liiketoiminnoista pienin (noin 1 MEUR), ja sen merkitys on vähäinen. Oletamme liikevaihdon säilyvän vakaana.

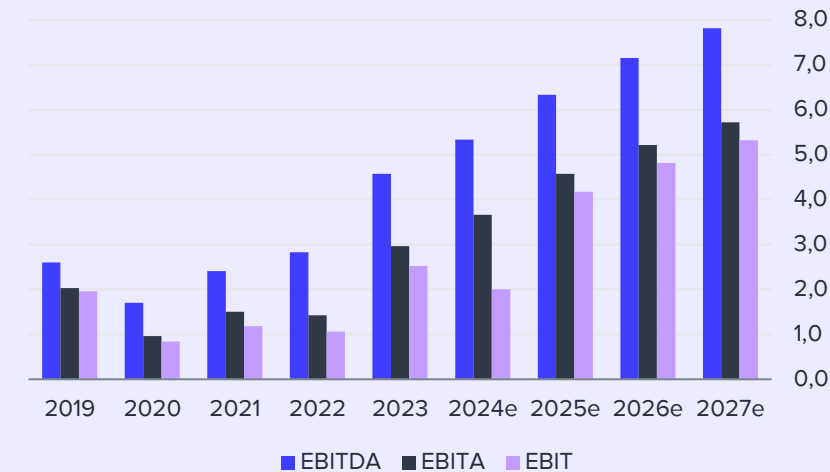
## Kannattavuus ottamassa positiivisen askeleen

Oikaistu EBITA-marginaali on nähdäksemme soveltuvien vertailukelpoinen kannattavuusindikaattori Fodelialle. Yhtiö ei ole historiassa raportoinut toistuvia oikaisueriä, mutta Perniön Lihan divestoinnista syntynyt 1,25 MEUR:n alaskirjaus vuodelle 2024 on hyvä ottaa huomioon kannattavuutta tarkastellessa. Arvioimme Fodelian oikaistun EBITA-marginaalin vahvistuvan 6,9 %:iin vuonna 2024 (2023: 6,1 %), mikä on myöskin linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa (ohjeistus olettaa vertailukelpoisen liikevoittomarginaalin parantuvan edellisvuodesta).

## EBITA-marginaali per raportointiyksikkö



## Tuloserät



# Ennusteet (3/4)

Vuoden 2024 tulosparannukseen vaikuttaa erityisesti kannattavuudeltaan vahvan Feelian voimakas kasvu sekä kannattavuudeltaan heikomman Oikian kannattavuuden huomattava parantumisen. Oikian EBIT-marginaali on parantumassa ennusteissamme 4,0 %:iin (2023: 1,5 %), mihin vaikuttaa mm. Perniön Lihan divestointi, verkkokaupan kannattavuushakuisempi operointi sekä vakaa kustannusympäristö.

## Kohtuullista kannattavuusparannusta odotuksissa myös pitkällä aikavälillä

Arvioimme Feelian EBIT-marginaaliksi 9,5-10,0 % ja Oikian 4,0-4,6 % vuosina 2024-28. Feelian kannattavuus on kehittynyt viime vuosina melko vakaasti, mutta kokoluokan kasvaessa arvioimme myös kannattavuuden skaalautuvan maltillisesti. Oikiassa puolestaan on edelleen varaa parantaa kannattavuutta tappiollisen verkkokauppaliiketoiminnan kannattavuuden kääntämisellä voitolliseksi tai lopettamalla liiketoiminta. Arvioimme kustannusympäristön olleen snacks-liiketoiminnalle suotuisa vuoden 2024 aikana ja kohoavat kasviöljyjen hinnat voivat hieman painaa kannattavuutta vuoden 2025 aikana. Kokonaisuudessaan ennustamme Oikian jatkuvien toimintojen tuloksen kuitenkin pysyvän melko vakaana vuonna 2025 verrattuna vuoteen 2024.

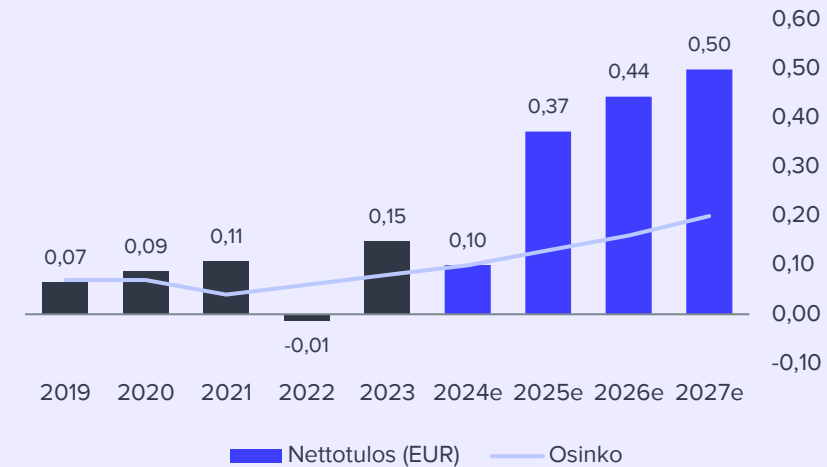
Muut yksiköt -tuloriviin sisältyy konsernin kustannukset sekä Marjivasun tulos. Tämä rivi on kääntymässä vuoden 2024 osalta negatiiviseksi (EBIT-ennuste -0,3 MEUR), mihin vaikuttaa sekä konsernin kulujen kasvu että Marjivasun tuloksen heikentyminen raaka-ainekulujen myötä. Arvioimme erän kuitenkin kääntyvän jälleen neutraaliksi vuonna 2025 ja maltillisen voitolliseksi 2026-28 (0,1-0,2 MEUR) kannattavuustason normalisoitumisen sekä liikevaihdon kasvun myötä.

Kokonaisuudessaan konsernin EBITA-marginaali parantuu arviomme mukaan 8,1-8,4 %:iin (EBIT 7,4-7,9 %) vuosina 2025-28 eli ei saavuta yhtiön tavoitetasoa (EBIT noin 10 %), mutta nousee selvästi suhteessa viime vuosien tasoon. Jos Feelian kasvu ylittäisi odotuksemme tai kannattavuus skaalautuisi selvästi oletettua voimakkaammin, voisi konsernin kannattavuus parantua jopa tavoitetasolle.

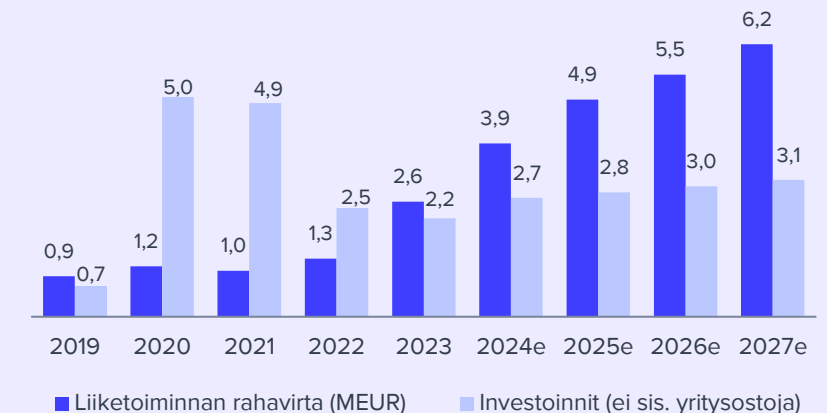
## Fodbar kääntynyt voitolliseksi

Fodelian 50 %:sti omistamasta yhteisyrityksestä Fodbarista ei raportoida liikevaihtoa Fodelia-konserniin vaan ainoastaan omistuksen tulososuus raportoitaisiin normaalisti osana rahoitustuottoja ja -kuluja. Toistaiseksi tulososuuttakaan ei raportoida, koska Fodbarin oma pääoma on negatiivinen (2023: -2,2 MEUR) aikaisempien vuosien tappioiden myötä. Ennustamme positiivisen tuloskehityksen kääntävän oman pääoman voitolliseksi vuoteen 2027 mennessä, jolloin tulososuutta alettaisiin raportoidaan 2028 alkaen. Odotamme Fodbarin jatkavan liikevaihdon kasvua lähivuosina uusien voitettujen sopimusten tukemana. Sopimusten alkuvaiheessa kannattavuus on tyypillisesti matalampi tai tappiollinen, jolloin kannattavuuden tulisi kehittyä nousujohteisesti kohti strategiakauden loppua. Ennustamme tulososuuden olevan 0,4 MEUR vuonna 2028 ja kasvavan tästä eteenpäin 5 %/v vuoteen 2033 saakka. Yhtiöstä raportoidaan toistaiseksi hyvin vähän tietoa, minkä vuoksi yksityiskohtaisten ennusteiden laatiminen on haastavaa.

## Raportoitu nettotulos ja osinko per osake<sup>1</sup>



## Liiketoiminnan rahavirta ja investoinnit



Lähde: Inderes.

1) Vuoden 2024e oikaistu EPS: 0,31 euroa.

# Ennusteet (4/4)

## Nettotulos selkeässä kasvussa

Fodelian oikaistu nettotulos nousee vuoden 2024 ennusteissamme 2,5 MEUR:oon (oik. EPS: 0,31 €). Vuonna 2027 osakekohtainen tulos olisi jo 0,55 euroa oikaistuna konserniliikearvon poistoilla tai 0,50 euroa ilman oikaisuja. Rahoituskulut ovat jo vuoden 2024 aikana laskeneet edellisvuosista ja tulevien vuosien osalta arvioimme laskun olevan maltillisempaa. Nettorahoituskulut ovat ennusteissa noin 5 % korollisesta velasta vuosina 2025-27 eli 0,1-0,2 MEUR/v. Veroasteeksi olemme arvioineet 22 %, mikä perustuu oletamaan 20 %:n verokannasta sekä konserniliikearvon poistojen verovähennyskelvottomuudesta. Terminaalijaksolla vero-olettamamme on kuitenkin vain 20 %.

## Orgaanisia laajennusinvestointeja jatketaan lähivuosina

Vaikka emme odota Fodelialta Pyhännän tehtaan laajennukseen rinnastettavia jätti-investointeja, arvioimme investointitason kuitenkin kohoavan tulevina vuosina hetkellisesti yli poistotason. Tähän vaikuttaa erityisesti Kokkolaan suunnitteilla oleva uusi irtotuotteiden tehdas, mikä voisi edellyttää 3-4 MEUR:n investointia. Tehtaan rakentaminen vuokralle voisi rajoittaa Fodelian rahallista investointia hankkeessa. Olemme asettaneet vuosien 2025-27 investointiennusteet keskimäärin 54 % käyttöomaisuuspoistoja korkeammiksi. Tämä tarkoittaisi, että käyttöomaisuusinvestoinnit ylittävät käyttöomaisuuspoistot noin 1 MEUR:lla per vuosi.

Arvioimme Feelian Pyhännän tehtaan tilojen riittävän lähivuosien kasvupyrkimysten toteuttamiseen. Tuotantolinjojen lisääminen tehtaan sisällä edellyttää suhteellisen maltillisia investointeja.

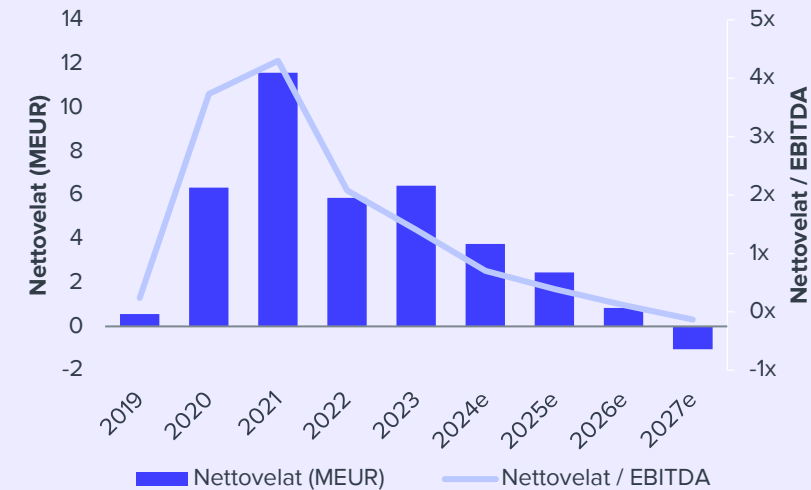
## Vahva tase tuo liikkumavaraa

Nettovelka on vuoden 2024 lopussa ennusteemme mukaan 3,8 MEUR, missä on merkittävä lasku vuoden 2023 loppuun nähden (6,4 MEUR) mm. vahvan tulokunnon ja Perniön Lihan divestoinnin seurauksena. Odotamme nettovelan määrän laskevan myös tulevina vuosina hyvän kannattavuuden myötä, vaikka investointioletukset ovatkin selvästi koholla poistoihin nähden. Nettovelan ja käyttökatteen suhde on laskemassa matalalle tasolle (2024e: 0,7x, 2025e: 0,4x), joten yhtiön pääoman käytön liikkumavara kasvaa. Tämä voisi puoltaa kiihtyvää osingonmaksun korottamista. Tase myös tarjoaa mahdollisuuden yritysostoille, vaikka yhtiön nykyisessä strategiassa epäorgaanista kasvua ei erityisesti painoteta.

## Osingon kasvu voisi kiihtyä

Yhtiön osingonmaksupolitiikka on jakaa vähintään 35% nettotuloksesta osakkeenomistajille. Vuosien 2025-27 osinkoennusteemme vastaavat keskimäärin 37 % ennustetusta raportoidusta nettotuloksesta, joten yhtiöllä olisi varaa maksaa ennusteitamme korkeampaakin osinkoa tai esimerkiksi ostaa omia osakkeitaan.

## Nettovelkaantuneisuuden kehitys



Lähde: Inderes

# Arvostus (1/3)

## Kiinnostava sijoitusprofiili perustuu Feeliaan

Fodelia on elintarvikealan konserni, joka koostuu kahdesta kilpailukyvyltään eritasoisesta liiketoiminta-alueesta. Feelia on näistä kilpailukyvyltään selvästi vahvempi, mikä näkyy korkeana sijoitetun pääoman tuottona (~20 %) ja vahvana kaksinumeroisena kasvuna. Oikia sen sijaan koostuu useista liiketoiminnoista, joiden keskimääräinen kasvu ja kannattavuus ovat lähempänä elintarvikealan keskitasoa. Feelian (sekä siihen liitettävän Marjivasun) osuus konsernin tuloksesta on kuitenkin noin 90 % ja osuus liikevaihdostakin jo noin 70 %, joten arvonmäärityksessä tulee mielestämme painottaa enemmän Feelian houkuttelevaa sijoitusprofiilia. Yhtiön molempien liiketoiminta-alueiden kysyntä kehitty melko defensiivisesti, mutta nopeat muutokset kustannusympäristössä voivat toisinaan heiluttaa kannattavuutta.

Konsernin monimutkainen yhtiörakenne on arviomme mukaan saattanut vaikuttaa viime vuosina negatiivisesti arvostukseen, mutta nähdäksemme rakenne on yksinkertaistumassa ja liikevaihdon laatu parantumassa mm. Perniön Lihan divestoinnin myötä sekä Marjivasun yhdistyessä Feeliaan. Konsernin strategian keskittyminen kilpailukykyisimpiin liiketoimintoihin vuosina 2023-24 on mielestämme myös laskenut osakkeen riskitasoa sijoittajan näkökulmasta.

Pääoman allokoitipäätökset ja mahdolliset muutokset konsernirakenteessa voivat vaikuttaa yhtiön sijoitusprofiiliin. Fodelian strategian keskittyminen Feeliaan tarkoittanee, että yhtiö käyttää pääomaa tulevaisuudessa lähinnä Feelian kasvun tukemiseen tai osingon kasvattamiseen. Arvioimme, että tämä olisi myös osakemarkkinoiden näkökulmasta suotuisaa kehitystä. Pidämme myös mahdollisena, että Oikian liiketoiminnoista heikoimmin kannattavia voitaisiin edelleen divestoida tai lopettaa, mikä voisi tukea konsernin pitkän aikavälin tulosta.

## Sovellamme tulos pohjaista arvostusta sekä kassavirtamallia

Katsomme Fodelian osakkeen arvostusta ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskerrointen kautta. Osakkeen tulos pohjainen arvostus on jo vuoden 2024 ennusteillamme kasvuyhtiölle kohtuullinen (oik. EV/EBITA: 14,7x) ja laskee 11,5x ja 9,8x tasolle vuosina 2025-26, mikäli ennustettu kasvu (Feeliassa) sekä vakaa tuloskehitys (Oikiassa) toteutuvat oletustemme mukaisesti. Oik. EV/EBITA luvusta on oikaistu konserniliikearvon poistot. Arvioimme konsernin liiketuloksen kasvavan vuosina 2025-26 keskimäärin 19 %/v ja osinkotuoton olevan noin 2 %, mitkä yhdessä mahdollistaisivat noin 20 % vuotuisen tuoton nykyisillä ennusteillamme. Tavoitehintamme 7,2 euroa vastaisi oik. EV/EBITA-kertoimia 13,3x ja 11,4x vuosille 2025-26, joita voidaan pitää kohtuullisina. Rahan aika-arvon myötä (oman pääoman tuotto vaatimus: 9 %/v) sekä ennusteisiin liittyvän epävarmuuden helpottaessa odotammekin kurssin kehittyvän yli nykyisen tavoitehintamme vuosien 2025-26 aikana. Lähivuosien tulos pohjaisen arvonmäärityksen lisäksi pidämme DCF-laskelmaa hyödyllisenä arvostusmenetelmänä, vaikka se onkin herkkä mm. pääoman kustannuksen oletusten muutoksille. DCF osoittaa osakkeen arvoksi 7,2 euroa.

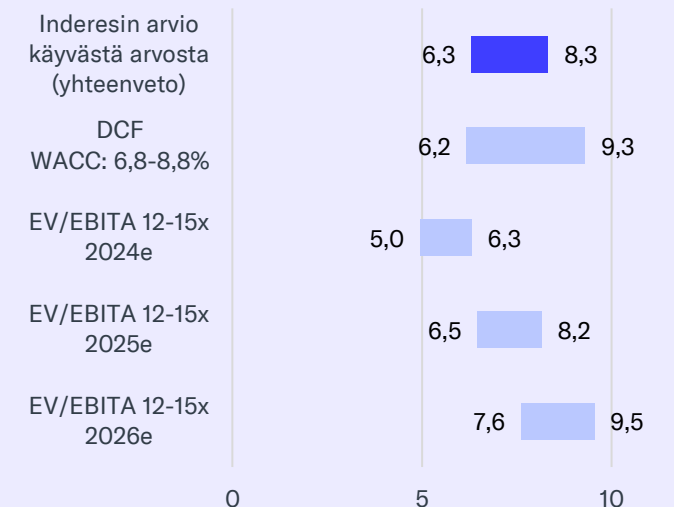
## Taloudellisten tavoitteiden saavuttaminen kasvattaisi nousuvaraa

Nykyiset ennusteemme ovat mielestämme realistiset ja edellyttävät yhtiöltä edelleen merkittäviä sopimusvoittoja lähivuosina. Ennusteissa olisi kuitenkin merkittävää nousuvaraa, mikäli julkisen sektorin toimintamalleissa nähtäisiin suuri muutos ja hyvinvointialueet sekä kunnat alkaisivat hankkimaan isossa mittakaavassa aidosti markkinaehtoisia ruokaratkaisuja nykyisten in-house-yhtiöissä keskuskeittiövetoisesti tuotettujen palveluiden sijaan. Tällöin Fodelia voisi jopa yltää asettamiinsa korkeisiin taloudellisiin tavoitteisiinsa ja osakkeen nousuvara olisi moninkertainen (havainnollistettu seuraavalla sivulla).

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	6,18	6,18	6,18
Osakemäärä, milj. kpl	8,13	8,13	8,13
Markkina-arvo	50	50	50
Yritysarvo (EV)	54	53	51
P/E (oik.)	20,3	14,7	12,6
P/E	61,6	16,6	13,9
P/B	3,7	3,2	2,7
P/S	0,9	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,1	8,3	7,1
EV/EBIT (oik.)	14,7	11,5	9,8
Osinko/tulos (%)	99,7 %	35,0 %	36,1 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,1 %	2,6 %

Lähde: Inderes

## Käyvän arvon määrittäminen



# Arvostus (2/3)

## Osien summa –menetelmä osoittaa osakkeelle merkittävää nousuvaraa

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

Feelia on kahdesta liiketoiminta-alueesta selvästi nopeammin kasvava (2025-26 ennustettu liikevaihdon kasvu keskimäärin 15 %) ja kannattavampi (EBIT 2025e: 10 %, ROIC 2023: 18 %). Yhtiöllä on erottuva markkina-asema, sillä se on ainoa yhtiö, joka on kehittänyt laajamittaisen teollisesti tuotetun ruokakonseptin laitosruokailuihin, kuten hoiva-alalle, kouluihin ja päiväkoteihin. Yhtiön markkinaosuus yksityisen sektorin asiakkuuksissa kasvaa nopeasti. Mikäli myös julkinen sektori alkaisi suuressa mittakaavassa ulkoistaa ruokahuoltoa markkinaehtoisille toimijoille, voisi ennusteissamme olla nousuvaraa, sillä julkisen sektorin markkinapotentiaali on moninkertainen yksityiseen sektoriin verrattuna. Annamme osien summassa Feelialle käyväksi arvostuskertoimeksi EV/EBITA 15x, mikä ylittää selvästi suomalaisen elintarvikealan tason (kotimaisten verrokkien EV/EBIT 2024e kertoimet ovat välillä 9-12x).

Oikia sisältää useita eri liiketoimintoja, joista snacks-liiketoiminta on keskeisin. Liiketoiminta-alueen keskimääräinen kannattavuus ja kilpailukyky ovat melko keskimääräiset suhteutettuna kotimaisiin listattuihin elintarvikealan yhtiöihin. Tästä syystä annamme Oikian käyväksi arvostuskertoimeksi EV/EBITA 10x. Tästäkin yksiköstä voisi purkautua lisää arvoa pienissä määrin esimerkiksi kannattamattomien yksiköiden tuloskäänteen tai divestointien kautta.

Muut yksiköt sisältävät erittäin kannattavan Marjavasu Oy:n sekä konsernin kustannuksia. Laskemme muiden yksiköiden

arvostuskertoimen perustuen Feelian ja Oikian keskimääräiseen painotettuun EV/EBITA-kertoimeen. Feelian korkea paino nostaa kertoimen korkeaksi 14,3x:een.

Fodbarin kohdalla määritämme arvon yksinkertaisella DCF-mallilla, joka olettaa liikevaihdon kasvavan 20 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä ja liikevoittomarginaalin olevan 4 %. Mallissamme Fodelian 50 %:n omistusosuuden arvo olisi noin 2 MEUR. Fodbarille DCF-mallissa asettamamme kasvu- ja kannattavuusoletukset ovat melko maltilliset, sillä yhtiön kehityksestä raportoidaan vain hyvin vähän tietoa. Lisäksi huomautamme, että Fodelian osuus Fodbarin tasearvosta on viime vuosien tappioiden myötä toistaiseksi noin -1 MEUR tappiollinen.

Nettovelka huomioiden osakkeen käypä arvo olisi osien summalla laskettuna 6,1 euroa per osake vuoden 2024 ennusteilla, 8,1 euroa per osake vuoden 2025 ennusteilla ja nousisi aina 12,0 euroon per osake vuoteen 2028 mennessä. Vuotuinen tuotto-odotus asetuu vuoden 2025 hyvää tuloskasvua olettavilla ennusteilla noin 35 %:iin ja neljän vuoden tähtäimellä 19 %:iin. Nousuvara osakkeessa syntyy pääosin Feelian ennustetun kasvun sekä positiivisen kassavirran ansiosta.

## Yhtiön tavoitetilassa osake voisi kolminkertaistua

Fodelia on asettanut tavoitteekseen liikevaihdon kasvattamisen 100 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin 10 %:iin. Ennustamme vuoden 2028 liikevoitoksi on 73 MEUR. Arviomme mukaan 100 MEUR:oon yltäminen on mahdollista, mutta edellyttäisi voimakasta kasvua myös julkisen sektorin asiakkuuksissa, mistä näyttö on toistaiseksi ohuempaa. Jos tavoitteisiin ylletään, voisi osakkeen arvo nousta lähelle 20 euroa, eli kolminkertaistua nykytasoon nähden.

## Osien summa –arvonmääritysmenetelmä (MEUR)

	EBITA 2025e	EV/EBITA -kerroin	Arvo per osake (EUR)	2026e ennusteilla	2027e ennusteilla
Feelia	3,9	15,0x	7,2	8,3	9,0
Oikia	0,6	10,0x	0,8	0,8	0,8
Muut yksiköt	0,0	14,3x	0,0	0,2	0,3
Nettovelat	2,5		-0,3	-0,1	0,1
Osingot			0,1	0,2	0,4
Fodbar			0,2	0,2	0,2
<b>Yhteensä</b>			<b>8,1</b>	<b>9,6</b>	<b>10,9</b>
<b>Nousuvara yhteensä</b>			<b>35 %</b>	<b>61 %</b>	<b>82 %</b>
<b>Vuotuinen tuotto</b>			<b>35 %</b>	<b>27 %</b>	<b>22 %</b>

## Arvostusskenaariot 2028e (MEUR)

	Inderesin ennuste	Yhtiön tavoite
Liikevaihto	73,3	100,0
EBITA	6,2	
EBIT	5,8	10,0
Käypä EV/EBIT-kerroin (x)	15	15
Yritysarvo	87	150
Nettokassa	3	3
Osingot 2024-27e	5	5
Fodbar	2	2
Markkina-arvo	97	160
<b>Markkina-arvo EUR per osake</b>	<b>12,0</b>	<b>19,7</b>
<b>Nousuvara yhteensä</b>	<b>99 %</b>	<b>228 %</b>
<b>Vuotuinen tuotto</b>	<b>19 %</b>	<b>35 %</b>



# Arvostus (3/3)

Mahdollisten negatiivisten skenaarioiden keksiminen on vaikeampaa, sillä yhtiön tuloksen kehityssuunta on niin selvästi positiivinen. Yksi selkeimpiä riskejä on tietenkin kasvun hidastuminen kasvumahdollisuuksien vähentyessä, mikä voisi painaa hyväksytyjä arvostuskertoimia. Nähdäksemme yhtiöllä on kuitenkin yhä varaa kasvaa nykyisillä päämarkkinoillaan, joten kasvun tulisi joka tapauksessa pysyä toimialan keskiarvon yläpuolella. Kilpailun mahdollinen lisääntyminen olisi myös riski Feelialle, mutta tällaista ei ole toistaiseksi näköpiirissä ja pidämme Feelian konseptin kopioimista haastavana.

## Korkea tasepohjainen arvostus heijastelee hyvää pääoman tuottoa ja vahvaa kasvupotentiaalia

Ennustamme vuoden 2024 lopun omaksi pääomaksi 14 MEUR eli 1,7 euroa per osake. Tämä vastaisi osakkeen nykykurssilla P/B-kerrointa 3,7x, mikä ylittää sekä verrokkiryhmän keskiarvon (2,5x) että mediaanin (1,4x). Korkeahkolla tasepohjaiselle arvostukselle löytyy perusteita. P/B-arvostuserot heijastelevat yhtiön kykyä kasvaa ja tehdä tuottoa sijoitetulle pääomalle. Fodelian pääomantuottoluvut ovat olleet korkeita historiassa ja muutaman vaikean vuoden jälkeen kohonneet jälleen toimialan keskimääräisiä tasoja vahvemiksi vuosien 2023-24 aikana (2023-24e oik. ROI: 11-20 %). Myös Fodelian orgaaniset kasvunäkymät ovat selvästi paremmat kuin toimialalla, jonka kasvu tyypillisesti noudattelee BKT:n kehitystä. Siksi myös kasvunäkymillä voidaan perustella korkeaa tasepohjaista arvostusta suhteessa verrokkiryhmään.

## DCF-arvonmääritys

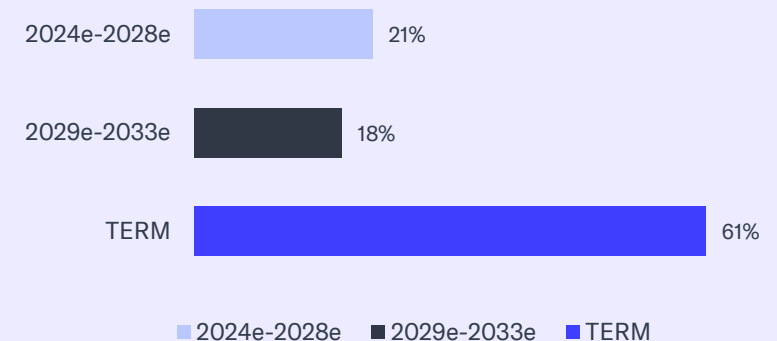
Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Fodelian oman pääoman arvoksi 60,5 MEUR (7,4 euroa per osake). Ennustemallissamme 2025-27 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on hyvää (8-10 %/v.), mutta hitaampaa kuin

historiassa ja jää alle yhtiön tavoitteen (yhtiö tähtää 100 MEUR liikevaihtoon vuonna 2028, meidän ennusteemme on 73 MEUR). Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 5 %:n tasolle vuosina 2029-32. Vuodesta 2033 alkavalla terminaaliyksiköllä kasvu on 2,5 %. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2028 mennessä 7,9 % tasolle ja pysyy sillä tasolla ennusteperiodin loppuun asti (yhtiön keskipitkän aikavälin tavoite noin 10 %). EBIT-marginaalioletuksemme terminaaliyksikölle on 6,5 %. Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 7,8 %, mikä on suhteellisen matala koko Helsingin pörssin mittakaavassa ja erityisesti yhtiön kokoluokka huomioiden. Samalla muistutamme, että elintarvikealan defensiivinen kysyntäprofiili sekä Feelian vahva markkina-asema rajoittavat toiminnan riskitasoa. Terminaaliyksikön osuus rahavirroista on 61 %, mitä on hieman korkeampi kuin muilla toimialan yhtiöillä, mutta kasvuyhtiölle maltillinen.

## Verrokkiryhmän arvostuskertoimet

Yhtiö	EV/EBIT 2024e	P/B 2024e
Apetit	10,1	0,8
Atria	8,8	0,8
Raisio	12,2	1,3
Orkla	16,2	2,1
Danone	15,4	2,4
Cloetta	12,2	1,5
Nestle	17,1	5,6
Kellogg	17,8	7,3
Kraft Heinz	10,5	0,8
<b>Keskiarvo kotimaiset</b>	<b>10,4</b>	<b>1,0</b>
<b>Keskiarvo kansainväliset</b>	<b>14,9</b>	<b>3,3</b>
<b>Keskiarvo (kaikki)</b>	<b>13,4</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani (kaikki)</b>	<b>12,2</b>	<b>1,5</b>

## DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



# Sijoitusprofiili

1.

**Feeliällä vahva kilpailukyky, sillä yhtiö on ainoa teollinen laitosruokaluihin räätälöityjen ruokaratkaisujen valmistaja Suomessa**

2.

**Feeliällä suuri kohdemarkkina, jossa asiakkaiden tehostustarpeet ajavat kohti uusia ruokaratkaisuja**

3.

**Oikian liiketoiminnot kannattavuuden ja kasvun osalta lähempänä toimialan keskiarvoa**

4.

**Toimialan kysyntäkuva defensiivinen, mutta kustannusympäristön muutokset voivat ajoittain heiluttaa kannattavuutta**

5.

**Pääoman allokointi parantunut ja yritystovetoisesta laajentumisesta luovuttu**

## Potentiaali



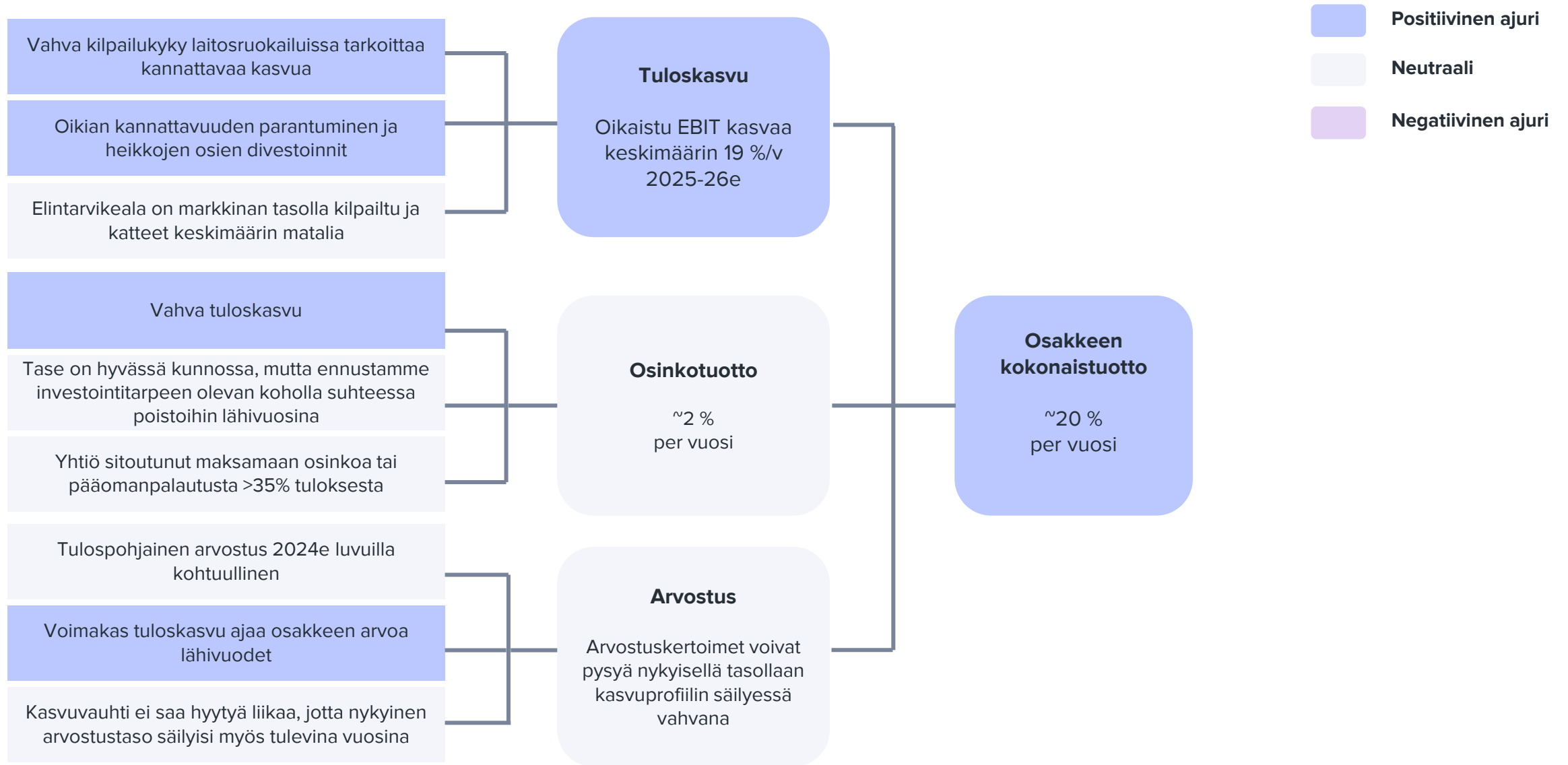
- Feeliassa uniikki tuote- ja palvelukonsepti, joka vastaa hyvin ammattikeittiöiden ja julkisen sektorin tarpeisiin
- Mahdollisuus suuriin kasvuharppauksiin mm. julkisen sektorin tai isojen yksityisen sektorin sopimusten kautta
- Suotuisat megatrendit: mm. julkisen sektorin kustannuspaineet, ruokahuollon tehostaminen ja hävikin vähentäminen
- Oikian kannattavuuden parantuminen
- Pääoman käytön rajoittaminen Feeliää tukeviin kasvuinvestointeihin ja osingon kasvattamiseen tukisi arvonluontia

## Riskit



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

# Osaketuoton ajurit



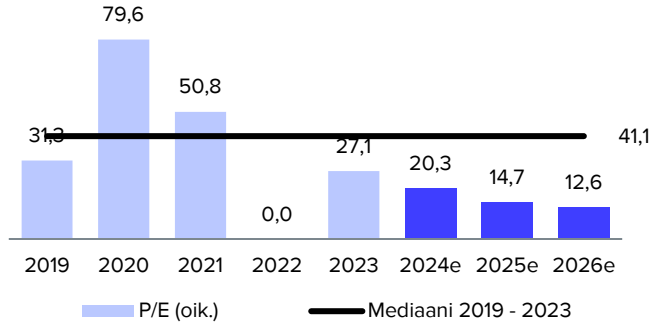
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

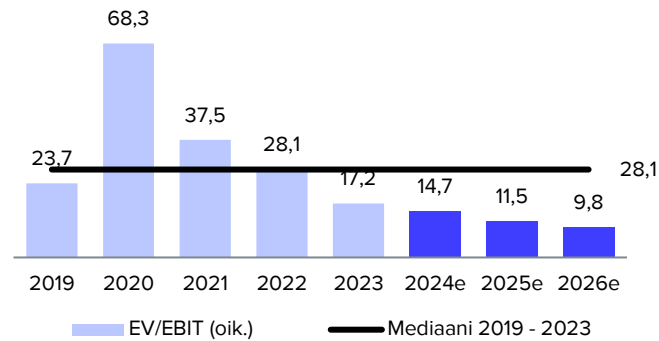
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,50	8,42	7,74	4,25	5,52	6,18	6,18	6,18	6,18
Osakemäärä, milj. kpl	7,05	7,05	7,29	8,04	8,09	8,13	8,13	8,13	8,13
Markkina-arvo	46	59	56	34	45	50	50	50	50
Yritysarvo (EV)	46	66	68	40	51	54	53	51	49
P/E (oik.)	31,3	79,6	50,8	>100	27,1	20,3	14,7	12,6	11,3
P/E	98,8	95,5	71,4	neg.	37,1	61,6	16,6	13,9	12,4
P/B	6,7	6,8	5,7	2,7	3,3	3,7	3,2	2,7	2,4
P/S	2,3	2,6	1,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	2,4	2,9	1,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	19,5	38,7	25,2	14,1	11,2	10,1	8,3	7,1	6,3
EV/EBIT (oik.)	23,7	68,3	37,5	28,1	17,2	14,7	11,5	9,8	8,6
Osinko/tulos (%)	106,4 %	79,4 %	36,9 %	neg.	53,7 %	99,7 %	35,0 %	36,1 %	40,1 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	0,8 %	0,5 %	1,4 %	1,4 %	1,6 %	2,1 %	2,6 %	3,2 %

Lähde: Inderes

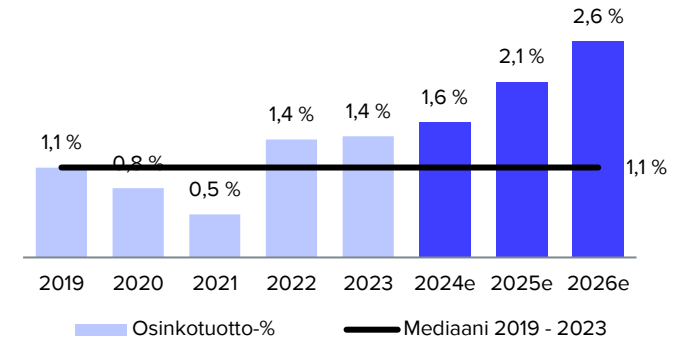
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Apetit	87	81	10,1	11,6	5,4	5,8	0,5	0,5	12,3	13,3	5,4	5,4	0,8
Atria	311	613	8,8	8,9	4,7	4,7	0,4	0,3	7,6	7,5	6,6	7,1	0,8
Raisio	342	278	12,2	10,4	8,8	7,6	1,2	1,2	18,0	16,4	6,4	6,5	1,3
Orkla	8829	10629	16,2	15,0	11,9	11,4	1,8	1,7	15,8	15,1	3,4	3,4	2,1
Danone	43994	53932	15,4	14,5	11,7	11,2	2,0	1,9	18,3	17,0	3,2	3,4	2,4
Cloetta	662	820	12,2	10,6	8,9	8,0	1,1	1,1	14,7	14,7	3,8	3,8	1,5
Nestle	215015	279097	17,1	17,3	13,7	13,9	2,9	2,8	16,6	16,7	4,0	4,0	5,6
Kellogg	26349	31543	17,8	16,8	14,8	14,0	2,6	2,5	21,4	20,5	2,8	2,9	7,3
Kraft Heinz	35599	53637	10,5	10,5	8,9	8,8	2,2	2,2	10,3	10,1	5,2	5,2	0,8
<b>Fodelia (Inderes)</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>14,7</b>	<b>11,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>20,3</b>	<b>14,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>13,4</b>	<b>12,8</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>15,0</b>	<b>14,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>			<b>12,2</b>	<b>11,6</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>15,8</b>	<b>15,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>20 %</b>	<b>0 %</b>	<b>13 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-46 %</b>	<b>28 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-59 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>154 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>41,6</b>	<b>11,7</b>	<b>12,5</b>	<b>12,2</b>	<b>12,5</b>	<b>49,0</b>	<b>13,7</b>	<b>13,5</b>	<b>12,9</b>	<b>12,8</b>	<b>53,0</b>	<b>57,3</b>	<b>63,2</b>	<b>68,3</b>
Feelia	22,8	6,4	6,6	6,6	7,0	26,5	8,4	8,4	8,6	8,7	34,2	40,0	44,8	48,9
Oikia	20,5	5,2	5,7	5,1	4,8	20,7	4,5	4,4	3,5	3,2	15,6	13,6	14,2	14,7
Muut yksiköt	1,6	1,0	1,0	1,1	1,1	4,2	1,2	1,0	1,2	1,2	4,6	5,2	5,7	6,3
Eliminoinnit	-3,2	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4	-2,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Käyttökate</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,8</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-2,1	-0,6	-1,8	-0,5	-0,5	-3,3	-2,2	-2,4	-2,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>
Feelia	1,9	0,5	0,6	0,7	0,6	2,5	0,9	0,7	0,8	0,9	3,2	3,9	4,5	4,9
Oikia	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	0,6	0,6	0,7	0,7
Muut yksiköt	-0,6	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,2
Eliminoinnit	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-1,3	-0,1	-0,1	-1,6	-0,4	-0,4	-0,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>
Verot	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-1,0	-0,9	-1,0	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,10</b>	<b>0,01</b>	<b>0,20</b>	<b>0,09</b>	<b>0,02</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,30</b>	<b>0,42</b>	<b>0,49</b>	<b>0,55</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,15</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,10</b>	<b>0,37</b>	<b>0,44</b>	<b>0,50</b>

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>18,6 %</b>					<b>17,6 %</b>	16,6 %	7,9 %	5,6 %	3,0 %	8,2 %	8,2 %	10,2 %	8,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	<b>-21,5 %</b>					<b>108,4 %</b>	60,5 %	-6,1 %	3,1 %	54,9 %	23,5 %	24,9 %	14,1 %	9,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	<b>6,8 %</b>	7,9 %	8,2 %	12,2 %	9,0 %	9,3 %	9,9 %	7,5 %	11,9 %	11,1 %	10,1 %	11,0 %	11,4 %	11,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	<b>3,4 %</b>	4,9 %	5,1 %	9,0 %	5,2 %	6,1 %	6,7 %	4,5 %	8,8 %	7,8 %	6,9 %	8,0 %	8,3 %	8,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	<b>-0,2 %</b>	2,0 %	2,6 %	5,7 %	-0,5 %	2,5 %	4,4 %	-8,9 %	5,7 %	5,3 %	1,5 %	5,3 %	5,7 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Emme tehneet laajan raportin yhteydessä merkittäviä muutoksia vertailukelpoisen liikevoiton ennusteisiin. Liikevaihtoennustemme vuosille 2025-26 nousivat kuitenkin 2 %:lla pääasiassa Feelian kasvupotentiaalin uudelleenarvioinnin myötä.

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>17,3</b>	<b>17,3</b>	<b>15,0</b>	<b>15,7</b>	<b>16,2</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	8,4	8,5	6,9	6,6	6,3
Käyttöomaisuus	8,5	8,5	8,0	9,0	9,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,9</b>	<b>13,0</b>
Vaihto-omaisuus	3,8	3,7	4,0	4,3	4,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,9	5,2	5,6	6,0	6,7
Likvidit varat	1,5	0,6	1,6	1,5	1,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>27,5</b>	<b>26,7</b>	<b>26,1</b>	<b>27,5</b>	<b>29,2</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>12,9</b>	<b>13,5</b>	<b>13,7</b>	<b>15,9</b>	<b>18,4</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,5	1,1	1,2	3,4	6,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,2	3,5	2,7	2,0	1,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>
Korolliset velat	3,2	3,5	2,7	2,0	1,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,9	5,8	6,6	7,2	7,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>27,5</b>	<b>26,7</b>	<b>26,1</b>	<b>27,5</b>	<b>29,2</b>

# DCF-laskelma

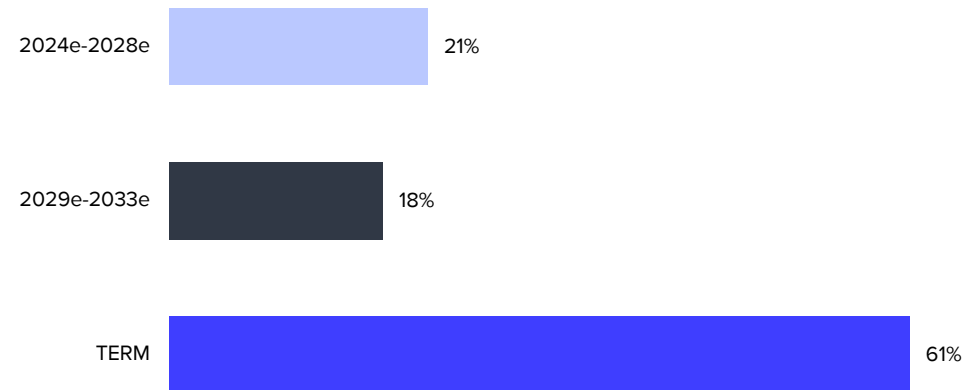
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	17,6 %	8,2 %	8,2 %	10,2 %	8,2 %	7,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	5,2 %	3,8 %	7,3 %	7,6 %	7,8 %	7,9 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	
+ Kokonaispoistot	2,1	3,3	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	2,7	2,8	2,9	2,9	
- Maksetut verot	-0,5	-1,0	-0,9	-1,0	-1,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,1	-1,0	-2,8	-3,0	-3,1	-3,3	-3,4	-3,3	-3,2	-3,3	-3,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>0,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	
+/- Muut	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,7	4,5	2,3	2,8	3,3	3,7	3,8	3,9	4,4	3,9	4,2	81,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>41,2</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	67,5	63,0	60,8	58,4	55,8	53,1	50,5	48,0	45,5	43,3	41,2	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>67,5</b>											
- Korolliset velat		-7,0										
+ Rahavarat		0,6										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>60,5</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>7,4</b>											

## Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

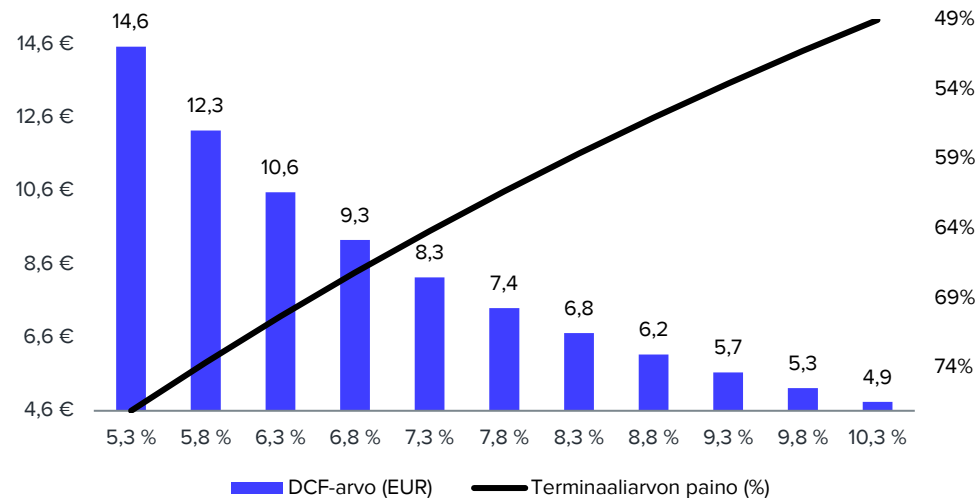


■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

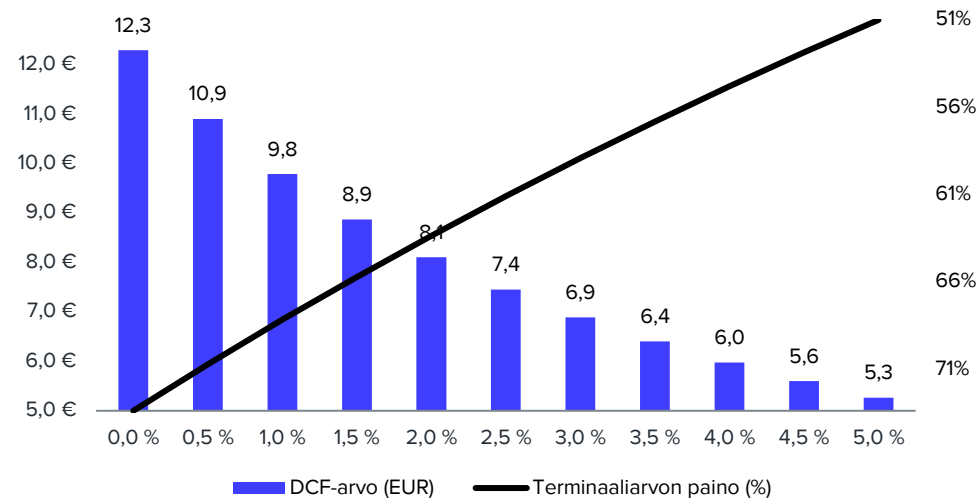


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

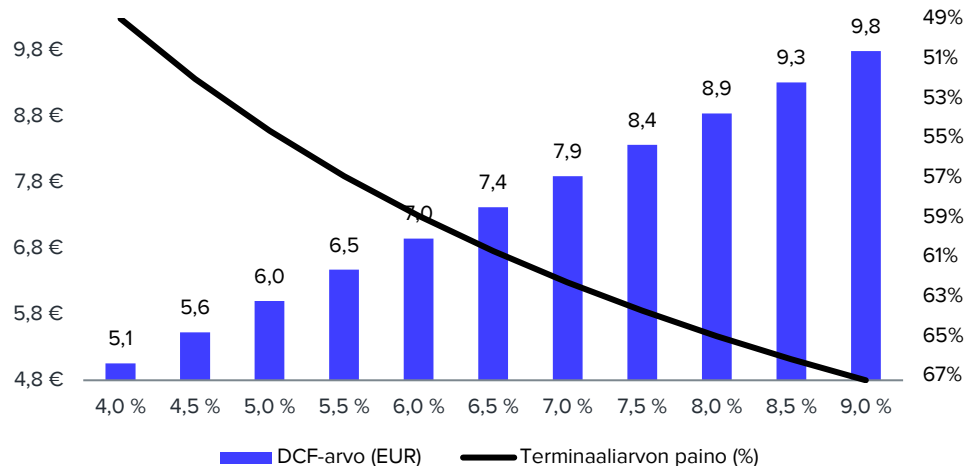
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



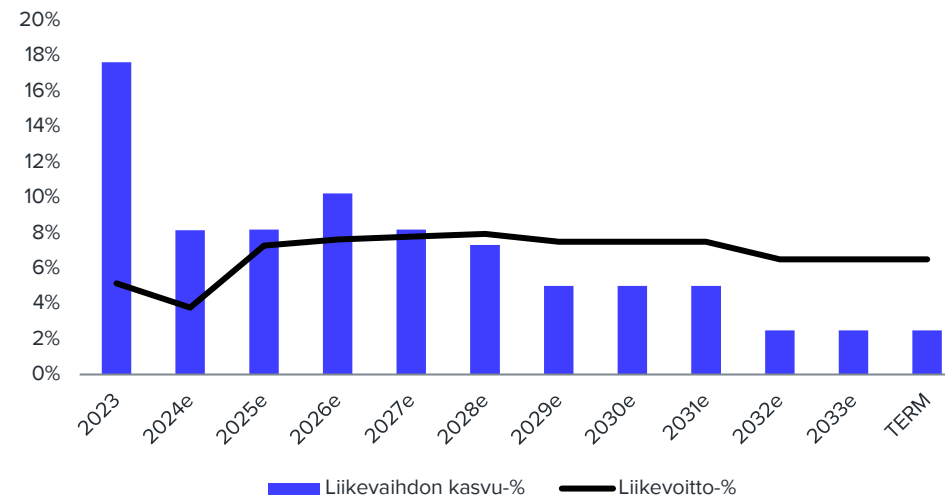
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	35,1	41,6	49,0	<b>53,0</b>	<b>57,3</b>
Käyttökate	2,7	2,8	4,6	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>
Liikevoitto	1,5	1,1	2,5	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>
Voitto ennen veroja	1,1	0,0	1,7	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>
Nettovoitto	0,8	-0,1	1,2	<b>0,8</b>	<b>3,0</b>
Kertaluontoiset erät	-0,3	-0,4	-0,4	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>

Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	26,4	27,5	26,7	<b>26,1</b>	<b>27,5</b>
Oma pääoma	9,9	12,9	13,5	<b>13,7</b>	<b>15,9</b>
Liikearvo	0,1	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Nettovelat	§	5,9	6,4	<b>3,8</b>	<b>2,5</b>

Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e
Käyttökate	2,7	2,8	4,6	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	0,4	-1,3	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>
Operatiivinen kassavirta	1,4	2,9	2,7	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>
Investoinnit	-6,3	0,1	-2,1	<b>-1,0</b>	<b>-2,8</b>
Vapaa kassavirta	-3,7	3,4	0,7	<b>4,5</b>	<b>2,3</b>

Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e
EV/Liikevaihto	1,9	1,0	1,0	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
EV/EBITDA	25,2	14,1	11,2	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>
EV/EBIT (oik.)	37,5	28,1	17,2	<b>14,7</b>	<b>11,5</b>
P/E (oik.)	50,8	>100	27,1	<b>20,3</b>	<b>14,7</b>
P/B	5,7	2,7	3,3	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>
Osinkotuotto-%	0,5 %	1,4 %	1,4 %	<b>1,6 %</b>	<b>2,1 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
EPS (raportoitu)	0,11	-0,01	0,15	<b>0,10</b>	<b>0,37</b>
EPS (oikaistu)	0,15	0,04	0,20	<b>0,30</b>	<b>0,42</b>
Operat. kassavirta / osake	0,19	0,36	0,33	<b>0,55</b>	<b>0,64</b>
Vapaa kassavirta / osake	-0,51	0,42	0,09	<b>0,55</b>	<b>0,29</b>
Omapääoma / osake	1,36	1,60	1,67	<b>1,68</b>	<b>1,95</b>
Osinko / osake	0,04	0,06	0,08	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>

Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	53 %	19 %	18 %	<b>8 %</b>	<b>8 %</b>
Käyttökateen kasvu-%	59 %	5 %	62 %	<b>17 %</b>	<b>19 %</b>
Liikevoiton oik. kasvu-%	88 %	-21 %	108 %	<b>24 %</b>	<b>25 %</b>
EPS oik. kasvu-%	44 %	-73 %	388 %	<b>50 %</b>	<b>38 %</b>
Käyttökate-%	7,7 %	6,8 %	9,3 %	<b>10,1 %</b>	<b>11,0 %</b>
Oik. Liikevoitto-%	5,2 %	3,4 %	6,1 %	<b>6,9 %</b>	<b>8,0 %</b>
Liikevoitto-%	4,3 %	2,6 %	5,2 %	<b>3,8 %</b>	<b>7,3 %</b>
ROE-%	8,5 %	-0,9 %	9,1 %	<b>6,0 %</b>	<b>20,5 %</b>
ROI-%	7,7 %	2,9 %	10,9 %	<b>10,1 %</b>	<b>21,5 %</b>
Omavaraisuusaste	37,5 %	46,9 %	50,4 %	<b>52,3 %</b>	<b>57,6 %</b>
Nettovelkaantumisaste	117,2 %	45,5 %	47,7 %	<b>27,5 %</b>	<b>15,5 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
03/05/2022	Vähennä	7,40 €	7,00 €
10/08/2022	Vähennä	5,50 €	5,48 €
31/08/2022	Lisää	5,50 €	4,69 €
31/10/2022	Vähennä	4,00 €	4,40 €
02/11/2022	Vähennä	3,70 €	4,05 €
28/11/2022	Vähennä	4,40 €	4,70 €
08/02/2023	Vähennä	4,20 €	4,38 €
26/04/2023	Lisää	5,20 €	4,77 €
09/08/2023	Lisää	5,00 €	4,53 €
01/11/2023	Lisää	5,00 €	4,25 €
19/12/2023	Lisää	5,20 €	4,48 €
27/12/2023	Lisää	5,70 €	5,22 €
07/02/2024	Lisää	6,00 €	5,50 €
24/04/2024	Lisää	6,50 €	5,50 €
07/08/2024	Lisää	6,50 €	5,50 €
23/10/2024	Lisää	6,80 €	6,10 €
05/12/2024	Osta	7,20 €	6,18 €



# TIETO ON SIOJITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

## **Inderes Oyj**

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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

**inde  
res.**