

# Fodelia

## Laaja raportti

28.11.2022 19:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kasvu kiihtyy koulu- ja hoivaruoakailuissa

Kotimaisen elintarvikealan holdingyhtiö Fodelian lähivuosien kasvunäkymät ovat vahvat, sillä yhtiö on voittamassa markkinaosuuksia erityisesti koulu- ja hoivaruoakailusegmenteissä kilpailukykyisten tuote- ja palvelukonseptiensä ansiosta. Kannattavuus on kärsinyt mm. poikkeuksellisen kustannusinflaation myötä, mutta uskomme tilanteen korjautuvan asteittain hinnankorotusten ja tasoittuvien tuotantohintojen myötä. Arvostus on kuitenkin korkea nykyiseen tuloskuntoon sekä toimintaympäristön riskeihin nähden. Toistamme vähennä-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 4,4 euroon (aik. 3,7) ennustemuutosten myötä.

## Konserni jakautuu kasvuhakuisen Feeliaan ja kannattavuusparannusta tavoittelevaan Fodelia Retailiin

Fodelia-konserni jakautuu vuoden 2022 organisaatiouudistuksen jälkeen kahteen liiketoiminta-alueeseen Feeliaan ja Fodelia Retailiin. Feelian autoklaaviteknologialla valmistetut valmisruoat ovat monipuolisia, kustannustehokkaita ja tarjoavat jopa 6kk pitkät säilyvyysajat, mikä tekee niistä kilpailukykyisen vaihtoehdon ammattikeittiöille. Fodelia Retail koostuu useista kuluttajille suunnatuista liiketoiminnoista, kuten snacks-tuotteiden, makkaroiden ja pitaleipien valmistuksesta, sekä myöskin Feelia-tuotteiden kuluttajamyynnistä toistaiseksi pääasiassa oman verkkokaupan kautta. Organisaatiouudistuksessa kuluttajavetoiset liiketoiminnot tuotiin yhden organisaation alle kustannustehokkuuden ja sisäisten synergioiden saavuttamiseksi. Kahden liiketoiminta-alueen lisäksi konserniin kuuluu ateria- ja siivouspalveluita tarjoava yhteisyritys Fodbar sekä elokuussa 2022 ostettu ammattikeittiötä palveleva mehuja ja soseita valmistava Marjavasu Oy.

## Ammattikeittiötä palvelevat liiketoiminnot kovassa kasvussa

Sekä Feelia, että Feelian tuotteita hyödyntävä palveluyhtiö Fodbar ovat voittaneet runsaasti uusia asiakkaita vuoden 2022 aikana, mikä mahdollistaa voimakkaan kasvun jatkumisen vuonna 2023. SOTE-uudistus näyttäisi kiihdyttävän markkinan murrosta ja laittavan julkisen sektorin toimijat pohtimaan entistä kustannustehokkaampia ratkaisuja. Fodelia Retailin kasvunäkymät ovat maltillisemmat ja strateginen fokus kannattavuuden parantamisessa. Kustannusinflaatio voi edelleen haitata konsernin kannattavuutta, mutta arvioimme hinnankorotusten paikkaavan tilannetta asteittain ja tuotantohintojen nousun hidastuvan. Nostimme vuoden 2023 liikevaihto- ja liikevoittoennusteita 9 %:lla Fodbarin viimeaikaisten voitettujen asiakkaiden myötä. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 74 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä (yhtiön tavoite 100 MEUR) ja liikevoittomarginaalin kohoavan 6,7 %:iin (tavoite 8-10 %).

## Arvostus edellyttää huomattavaa käännettä kannattavuuskehitykseen

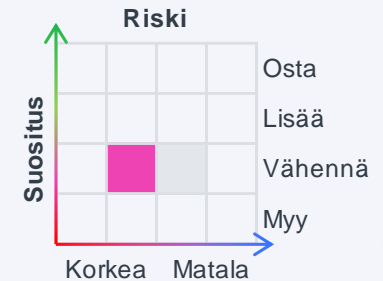
Fodelian toteutuneet tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat erittäin korkeita, sillä kannattavuus on kärsinyt viime vuosien vaikeassa toimintaympäristössä. Ennustamamme kannattavuuskäänteen toteutuessa vuosien 2023 ja 2024 EV/EBIT-luvut olisivat enää 17x ja 13x (verrokkiryhmän 2023e mediaani: 13x). Pidämme kyseisiä kertoimia hyväksyttävänä korkean kasvuprofiilin yhtiölle, mutta kannattavuuskäänteen toteutumiseen liittyy edelleen epävarmuutta, emmekä näe nykyisen arvostustason tarjoavan riittävää nousuvaraa ottaen huomioon lyhyen aikavälin kannattavuusriskit. Nykyisen osakekurssin perustelemineen vaatii mielestämme konkreettisia näyttöjä ja kannattavuuden kestävä parantumista, jota emme vielä odota tapahtuvan seuraavien kvartaalien aikana. Velkainen tase rajoittaa yhtiön osingonmaksukykyä lyhyellä aikavälillä, joten ennustamamme osinkotuottoon (2022e: 0,9 %) ei tarjoa tukea osakkeen arvostukselle.

## Suositus

**Vähennä**  
(aik. Vähennä)

**4,40 EUR**  
(aik. 3,70 EUR)

**Osakekurssi:**  
4,70



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	33,8	41,6	54,9	62,4
<b>kasvu-%</b>	47 %	23 %	32 %	14 %
<b>EBIT oik.</b>	1,7	1,3	3,0	4,1
<b>EBIT-% oik.</b>	5,0 %	3,2 %	5,5 %	6,5 %
<b>Nettotulos</b>	0,7	0,2	1,9	2,7
<b>EPS (oik.)</b>	0,14	0,07	0,28	0,38
<b>P/E (oik.)</b>	56,8	67,4	16,6	12,4
<b>P/B</b>	5,7	2,9	2,6	2,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,5 %	0,9 %	2,1 %	2,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	40,1	38,0	17,1	12,8
<b>EV/EBITDA</b>	26,4	18,7	11,0	8,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,0	1,2	0,9	0,8

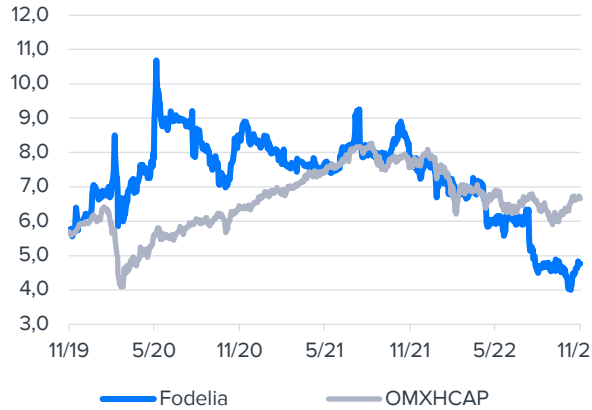
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

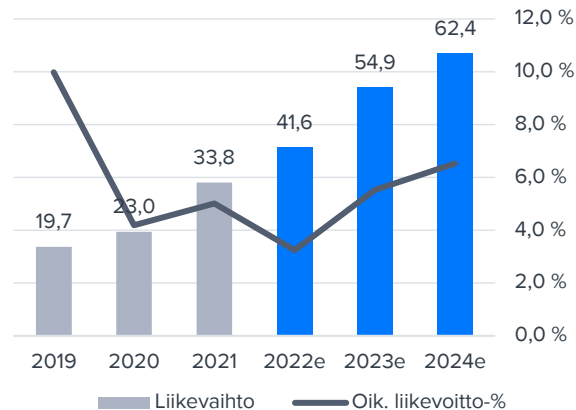
Yhtiö arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan noin 40-43 MEUR (2021: 33,8 MEUR). Liikevoittomarginaalin arvioidaan olevan edellisvuoden tasolla tai hieman sen alapuolella (2021 EBIT: 4,1 % liikevaihdosta).

## Osakekurssi



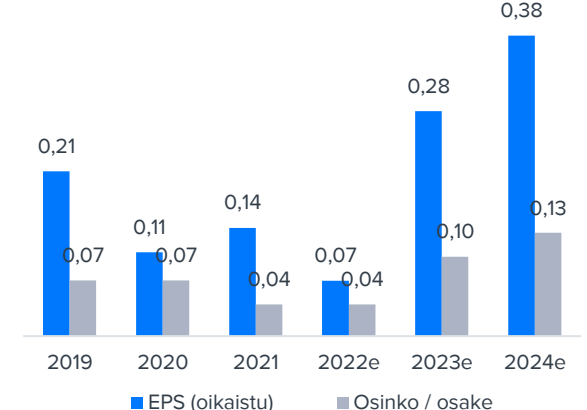
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Laadukkaat ja kilpailukykyiset tuotteet, jotka vastaavat markkinakysyntään
- Kustannustehokas tuotanto ja logistiikka
- Vahvat näytöt nopeasta ja kannattavasta kasvusta ennen koronapandemiaa
- Mahdollisuus isoihin kasvuharppauksiin mm. julkisen sektorin, kauppaketjujen tai hoivayhtiösopimusten kautta
- Suotuisat megatrendit taustalla mm. syömisen helppous, ruuan terveellisyys ja ammattikeittiöiden kustannuspaineet
- Mahdollisuus lisäarvon luontiin portfolioyhtiöiden omistajajärjestelyjen kautta
- Ruoan verkkokaupan kasvu



### Riskitekijät

- Nopea kasvu vaatii investointeja, luo kasvukipuja ja houkuttelee kilpailijoita
- Suomen elintarvikesektorin haastava toimintaympäristö
- Real Snacksin riippuvuus isoista asiakkaista
- Kulurakenteen paisuminen
- Yritystojen epäonnistuminen
- Raaka-aineiden ja logistiikan kustannusinflaatio voi painaa kannattavuutta
- Foodservice-sektorin odotettua hitaampi toipuminen koronapandemiasta

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,70	4,70	4,70
Osakemäärä, milj. kpl	7,97	7,97	7,97
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	51	52	52
P/E (oik.)	67,4	16,6	12,4
P/E	>100	19,8	14,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	39,1
P/B	2,9	2,6	2,3
P/S	0,9	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	18,7	11,0	8,5
EV/EBIT (oik.)	38,0	17,1	12,8
Osinko/tulos (%)	141,1%	42,0%	39,0%
Osinkotuotto-%	0,9%	2,1%	2,8%

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja tuotantotilat	<b>5-7</b>
Liiketoiminta-alue Feelia	<b>8-10</b>
Liiketoiminta-alue Fodelia Retail	<b>11-16</b>
Muut yksiköt	<b>17-18</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>19</b>
Toimintaympäristö	<b>20-23</b>
Historiallinen tuloskehitys ja taloudellinen asema	<b>24-25</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>26-27</b>
Ennusteet	<b>28-30</b>
Arvonmääritys ja sijoitusprofiili	<b>31-34</b>
Taulukot	<b>35-40</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>41</b>

# Yhtiökuvaus

## Fodelia lyhyesti

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

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

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

valmistavalla Real Snacksillä on pitkäaikaisin historia osana Fodelia-konsernia. Fodelian vähittäiskauppatuotteiden tarjonta vahvistui vuoden 2020 taitteessa toteutettujen Pita Factoryn ja Perniön Lihan yritysostojen myötä. Lisäksi liiketoiminta-alueeseen kuuluu Fodnet, joka myy Feelian tuotteita verkkokaupassa suoraan kuluttajille.

Konsernin toimitusjohtajana toimii yhtiön perustaja Mikko Tahkola, joka on 27 %:n osuudellaan yhtiön merkittävin osakkeenomistaja.

## Strategiset tavoitteet

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

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

Fodelia tutkii aktiivisesti yritysjärjestelyitä ja on toteuttanut viime vuosina useita yritysostoja.

## Fodelia Oyj lyhyesti

- Vuonna 2019 perustettu suomalainen elintarvikeyritysten holdingyhtiö
- Strategisena tavoitteena on suomalaisen elintarvikealan kestävän tulevaisuuden rakentaminen tarjoamalla puhdasta, paikallisesti ja vastuullisesti tuotettua ruokaa.
- Liikevaihto 2021: 33,8 MEUR (kasvu 47 %)
- Oikaistu EBITA-liikevoitto 2021: 1,7 MEUR (EBIT 5,0 %)
- Henkilöstö keskimäärin H1 2022: 133

## Konsernin raportointirakenne



## Asiakkaat



## Fodelian tarjoamat konsernipalvelut

Itse tuotetut palvelut

- Johtamismalli
- Sijoittajaviestintä
- Investoinnit ja rahoitus



Ulkoistetut palvelut

- Taloushallinto
- HR-palvelut
- IT-palvelut



## Resurssit

Laadukkaat raaka-aineet lähialueilta



Tuotantolaitokset (6 kpl)



Henkilöstö H1 2022 133 kpl (sis. vuokratyövoima)



Tehokas logistiikka



## Liiketoimintaidea

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



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

## Jakelukanavat



Kolmansien osapuolten jakelukanavat



Oma Verkkokauppa

## Konsernin raportointirakenne

Feelia



Fodelia Retail



Muut yksiköt



## Esimerkkejä kilpailijoista



FEELIA Ruokakauppa



Ruoka.fi Oma kauppa verkossa.



Kauppahalli24.fi luonnollisesti tuorein.



Foodie.fi



RUOKA BOKSI



## Kustannusrakenne % liikevaihdosta (2021)



Henkilöstökulut (18 %)



Materiaalit ja palvelut (53 %)

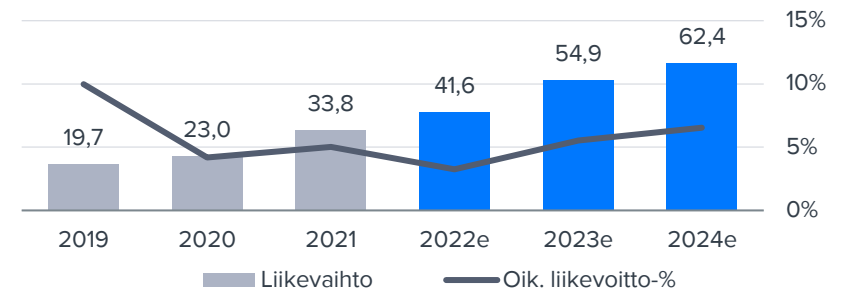


Liiketoiminnan muut kulut (22 %)



Poistot ja arvonalentumiset (3,5 %)

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Fodelian tuotantotilat

 **6** Tuotantolaitosta

 **1** Ulkoistettu logistiikkakeskus

## Pyhäntä: Feelian tehdas

- Moderni ja pitkälle automatisoitu
- Hyödyntää autoklaaviteknologiaa tuotteiden säilymiseen
- Tuotantokapasiteetti noin 240 000 annosta päivässä

## Kokkola: Feelian tehdas, hankittiin osana Beofood-yrityskauppaa

- Kokkolan tehtaalla valmistetaan pakastetuotteita kuten pyöryköitä

## Pyhäntä: Real Snacksin tehdas

- Moderni ja pitkälle automatisoitu
- Käy kolmessa vuorossa
- Tuotanto täysin gluteenitonta

## Jokioinen: Pita Factoryn leipomo

- Valmistaa Pita-, Naan- ja Lavashleipää
- Leipoo mm. maailman ainoat ruispitat

## Salo: Perniön Lihan makkaratehdas ja tehdasmyymälä

- Perniön Lihan makkaratehdas ja tehdasmyymälä
- Tehdas valmistaa Perniön ja Helsingin Makkaratehtaan tuotteita

## Kuopio: Marjivasun tehdas

- Mehutiivisteiden ja soseiden valmistusta

## Vantaa: Ulkoistettu logistiikkakeskus

- Ulkoinen kumppani varastoi Feelian tuotteita ja toimittaa verkkokaupan tilaukset

# Fodelia kartalla



# Liiketoiminta-alue Feelia (1/3)

## Terveellisiä valmisruokatuotteita ammattikeittiöille

Feelia -liiketoiminta-alue koostuu terveellisten, vastuullisten ja pitkään säilyvien valmisruokatuotteiden valmistuksesta ja myynnistä ammattikeittiöille ja kauppojen ruokapalvelukonsepteihin. Sen sijaan kuluttajille suunnattu verkkokauppaliiketoiminta Feelia Ruokakauppa (Fodnet Oy), sekä Feelia-tuotteiden myynti vähittäiskaupassa raportoidaan osana Fodelia Retail -liiketoiminta-alueella. Feelia-liiketoiminta-alueen liikevaihto vuonna 2021 oli 16,9 MEUR (kasvu 17 %<sup>1</sup>) ja liikevoitto oli 1,7 MEUR (9,8 % liikevaihdosta). Feeliassa työskentelee verkkokaupan eriyttämisen jälkeen arviolta 60-70 henkilöä, joista suurin osa työskentelee tuotannossa. Liikevaihto syntyy lähes täysin Suomen markkinalta, vaikka yhtiöllä oli myös Ruotsiin kohdistuvia pilotteja käynnissä ennen koronapandemiaa. Liiketoiminta-alueesta vastaa Jukka Ojala, joka on toiminut myös Feelia Oy:n toimitusjohtajana vuodesta 2014 lähtien.

Feelia Oy perustettiin vuonna 2007 Tekesin ja omistajien rahoituksella. Yhtiön autoklaaviprosessia hyödyntäville konsentraattikeitoille myönnettiin patenti vuonna 2012. Feelia Oy rakensi tehtaan Pyhännälle vuonna 2013, minkä jälkeen tehdasta on laajennettu useita kertoja kasvun mahdollistamiseksi. Vuosien 2020-21 tehdaslaajennus mahdollisti tuotantokapasiteetin kolminkertaistamisen sekä tuotevalikoiman laajentamisen muun muassa pienempiin kuluttajapakkauksiin ja erikoisruokavaliot tuotteisiin.

Vuonna 2019 Fodelia osti kebap tuotteistaan

tunnetun Beofoodin, joka sulautettiin konserniin osaksi Feeliaa. Yritysosto mahdollisti tuotevalikoiman laajentamisen erilaisiin lihasta, kalasta tai kasvipööräisistä raaka-aineista valmistettuihin pyöryköihin ja pihveihin. Beofoodin Kokkolassa vuokrakiinteistössä sijaitseva tehdas siirtyi Fodelian käyttöön. Kokkolan tehtaalla ei käytetä autoklaavitekniikkaa, vaan tuotteiden säilyvyys turvataan pakastamalla.

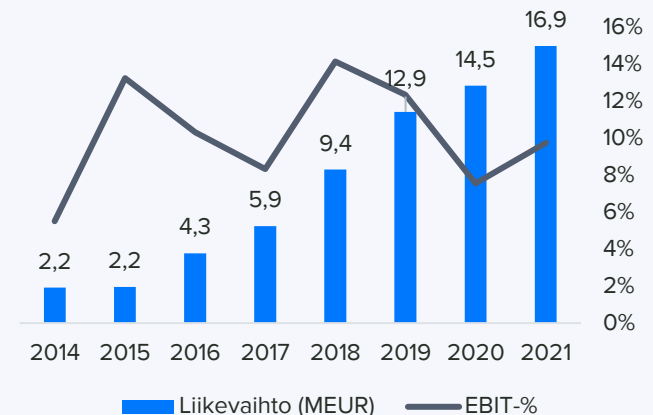
## Feelian pitkälle kehitetty ja osittain patentoitu valmistusprosessi on yhtiölle kilpailuetu

Feelia Oy käyttää Pyhännän tehtaan tuotannossaan autoklaavitekniikkaa, jonka käytöstä elintarvikkeiden valmistuksessa sillä on patenti. Feelia on tehnyt kehitystyötä valmistusmenetelmän ja -prosessin hiomiseksi vuodesta 2007 lähtien. Autoklaavitekniikassa tuote valmistetaan ensin 90-120 asteiseksi, jonka jälkeen se jäädytetään nopeasti lähelle nollaa. Näin valmistettavat valmiit ja puolivalmiit tuotteet säilyvät jääkaappi-lämpötiloissa jopa puoli vuotta täysin ilman lisä- tai säilöntäaineita. Autoklaavitekniikka parantaa tuotteiden säilyvyyttä jääkaappilämpötiloissa, vähentää ruokahävikkiä ja pienentää tarvittavan varastotilan kokoa. Feelia-tuotteet ovat valmiiksi kypsennettyjä, joten loppukäyttäjän tarvitsee tyypillisesti vain lämmittää ruoka ja lisätä nestettä. Kaikki tämä vähentää ruoan valmistuksessa vaadittavia investointeja, kustannuksia ja työvoiman tarvetta ammattikeittiöissä. Tuotteiden säilyvyyden yltäminen yli tyypillisen ruokalistakierron (4-6 viikkoa) on koulu- ja hoiva-alan asiakkaiden näkökulmasta arvokasta, koska tällöin ylimääräinen ruoka voidaan säästää seuraavaksi kerraksi, kun kyseistä ruokalajia on tarjolla.

## Feelia-liiketoiminta-alue lyhyesti

- Liiketoiminta-alueeseen kuuluu Feelia Oy:n ammattikeittiöille suuntautuva myynti. Lisäksi Feelia kirjaa sisäistä liikevaihtoa muiden kanavien (Feelia Ruokakauppa ja Fodbar) kautta myydyistä tuotteista.
- Feelia valmistaa ja toimittaa asiakkailleen vastuullisia, terveellisiä ja laadukkaita valmisruokia.
- Yhtiön tuotteita valmistetaan Pyhännän tehtaalla (autoklaavituotteet) ja Kokkolassa (pakastetuotteet).
- Liikevaihto 2021: 16,9 MEUR (kasvu 17 %)
- Liikevoitto 2021: 1,7 MEUR (EBIT 9,8 %)

Feelian liikevaihto ja kannattavuus<sup>2</sup>



1) Vuoden 2020 luvut perustuvat Inderesin arvioon



# Liiketoiminta-alue Feelia (2/3)

## Tuotevalikoima kuuluu markkinoiden laajimpiin

Feelian tuotevalikoima on erittäin laaja, minkä johdosta se voi tarjota asiakkailleen kokonaisvaltaisia kiertäviä ruokalistoja. Valikoimaan kuuluu yli 150 eri tuotetta sisältäen mm. keittoja, vuokaruokia, kastikkeita ja puuroja. Autoklaavitekniikkaan perustuvien Pyhännän tehtaalla valmistettujen tuotteiden lisäksi valikoimaa täydennetään Kokkolan tehtaalla pihveillä ja pyöryköillä, jotka ovat pakastetuotteita. Tuotevalikoimassa on laajasti vaihtoehtoja erilaisille erityisruokavaliota noudattaville loppuasiakkaille. Yhtiö on panostanut viime vuosina erityisesti kasvisruokien suunnitteluun ja pystyy ainoana toimijana Suomessa tarjoamaan kuuden viikon kiertävän kasvisruokalistan, minkä uskomme olevan yhtiölle kilpailuetu hoiva- ja kouluruokailuiden kilpailutuksissa. Tuotekehitystä tehdään paljon yhteistyössä asiakkaiden kanssa, jonka jälkeen asiakastarpeiden perusteella kehitettyjä konsepteja on helppo myydä eteenpäin.

## Palvelukonsepti luo arvoa asiakkaalle

Feelian Ateriapäivä-palvelukonsepti mahdollistaa hoiva-alan asiakkaille helpon ja joustavan ruokahuollon. Asiakas, kuten vanhusten palvelukoti, pystyy tilaamaan seuraavan viikon ruoat mobiilikäyttöliittymän kautta tarkasti kulloisenkin tarpeen mukaisesti. Logistiikka on tehokasta, sillä koko viikon ruoat voidaan toimittaa kerralla, toisin kuin keskuskeittiövetoisessa mallissa, missä ruokaa toimitetaan keskuskeittiöstä joka päivä, minkä lisäksi voi tulla kuivatuuotteiden kuten leipien toimituksia.

## Hoiva-alan asiakkaiden painoarvo kasvaa

Feelian tuotteita myydään liikenneasemilla, lounas- ja henkilöstöravintoloissa, kahviloissa, kioskeissa, pienissä ravintoloissa, päiväkodeissa, kouluissa ja hoivayksiköissä sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Lisäksi yhtiö toimittaa tuotteita myös suoraan erilaisiin massatapahtumiin. Tuotteita jaellaan sekä tukkujen kautta, että suoraan asiakasyrityksille pitkäaikaisiin tyypillisesti 2-5 vuoden mittaisiin sopimuksiin pohjautuen. Koronapandemia vähensi voimakkaasti tuotteiden kysyntää erityisesti lounasravintolasegmentissä sekä tapahtumissa, mutta yhtiö onnistui nopeasti korvaamaan tätä hetkellisesti menetettyä liikevaihtoa kasvattamalla myyntiä hoivapuolella. Koronapandemian päättyminen on jälleen piristänyt kysyntää lounasravintoloiden puolella, mutta arvioimme hoiva-alan olevan edelleen kasvava segmentti Feelialle pitkällä aikavälillä.

## Raaka-aineet tulevat läheltä ja prosessit hyödyntävät biokaasua

Feelia pyrkii tuotantoketjussaan vastuullisuuteen ja kestäviin ratkaisuihin. Suurin osa Feelian raaka-aineista tulee tutuilta tuottajilta alle kahden tunnin kuljetusmatkan päästä Pyhännältä. Kotimaisia raaka-aineita on yli 80 % hankinnoista. Ulkomailta hankittavia raaka-aineita ovat mm. lohi, tomaattikastike, bataatti ja kurpitsa. Feelia aloitti vuoden 2022 alussa yhteistyön Biocode-yhtiön kanssa selvittääkseen tuotteidensa hiilijalanjäljen. Pyhännän tehtaalla ruokien kypsentämiseen käytetään biokaasua, jonka hinta kehittyi yleensä vakaammin verrattuna maakaasun hintaan. Biokaasun hinta käsityksemme mukaan kohonnut Venäjän ja Ukrainan välisen sodan seurauksena noin 25 %.

## Feelian tuotteet

Pyhännän tehdas	Kokkolan tehdas
<ul style="list-style-type: none"><li>Keitot</li><li>Vuokaruokat</li><li>Puurot</li><li>Kastikkeet</li><li>Juurekset</li><li>Perunalisukkeet</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Pyörykät</li><li>Pihvit</li><li>Kalapaikot</li><li>Kebap-vartaat</li><li>Muut pakasteet</li></ul>

## Feelian asiakaskunta

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

LEIJONA  
CATERING

martin &  
serverä

coop

Kangasala

WIHURI

SIIKALATVA  
Suomen keuhkot

KESPRO

Suomen  
merkittävimmät  
hoivayhtiöt

RESTEL

MEIRA NOVA

Attendo

VANTTI

ambea

VALIDIA

ETEVA

REISJÄRVI

## Merkittäviä asiakassopimuksia 2021-22

Asiakas	Sopimus tiedotettu	Arvioitu vuotuinen liikevaihto <sup>1</sup>
Validia-hoivayhtiö	6/2022	1-2 MEUR
Vantaan tilapalvelut	6/2022	2,5 MEUR
Juvenes-ravintolayhtiö	7/2021	1 MEUR
Eteva-kuntayhtymä	4/2021	1,5 MEUR

1) Inderesin arvio

# Liiketoiminta-alue Feelia (3/3)

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



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

# Liiketoiminta-alue Fodelia Retail

## Fodelia Retail lyhyesti

Fodelia Retail koostuu vähittäiskauppaan keskittyvistä liiketoiminnoista, joihin sisältyy niin päivittäistavarakaupan kautta myytäviä tuotteita, kuin myös suoramyyntiä oman verkkokaupan kautta. Liiketoiminta-alue muodostettiin vuoden 2022 organisaatiouudistuksen myötä, jonka tavoitteena on parantaa tehokkuutta sekä selkeyttää toimintoja organisaation tiivistämisen kautta. Fodelia Retailiin yhdistyivät Real Snacks Oy:n, Perniön Liha Oy:n, Pita Factory Oy:n sekä FodNet Oy:n liiketoiminnot, minkä lisäksi alueeseen kuuluu myös kehitteillä oleva Feelia-tuotteiden tuominen ruokakauppoihin. Liiketoiminta-alueen vertailukelpoinen liikevaihto oli 19,5 MEUR vuonna 2021 ja sen liikevoitto oli 0,7 MEUR (3,5 % liikevaihdesta). Vuoden 2021 liikevaihdon kasvusta valtaosa syntyi epäorgaanisesti Pita Factoryn ja Perniön Lihan oston myötä (yht. 6,7 MEUR), mutta myös Fodnetilla oli vahvasti positiivinen 2,6 MEUR:n vaikutus kasvuun.

## Organisaatiomuutoksella haetaan tehokkuutta

Fodelian uusi tiivistetty organisaatorakenne astui voimaan heinäkuussa 2022. Muutoksen vaikutukset jäivät Feelian osalta rajallisiksi, mutta loput, vähittäiskauppavetoiset yhtiön liiketoiminnot yhdistettiin yhdeksi organisaatioksi, Fodelia Retailiksi. Toimenpiteellä vähennettiin johtohenkilöiden määrää ja myöskin eri yhtiöt tullaan vuoden 2023 aikana yhdistämään yhdeksi juridiseksi yksiköksi, mikä tuo lisää kustannussäästöjä pitkällä aikavälillä. Fodelia Retailin johtamisesta vastaa jatkossa Sanna Kittelä, joka on aiemmin toiminut FodNetin

toimitusjohtajana. Tiiviimmällä organisaatiolla pyritään saavuttamaan tehokkuushyötyjä PT-kaupasta riippuvaisten liiketoimintojen välillä sekä palvelemaan asiakkaita aiempaa paremmin. Yhtiö ei ole antanut numeerista säästötavoitetta uudelleenjärjestelylle. Henkilöstövähennykset ovat astuneet pääosin voimaan vuoden 2022 loppupuolella, mutta täydet säästövaikutukset tullaan näkemään vasta juridisten yksiköiden yhdistelyn jälkeen.

## Lupa odottaa maltillista kasvua, kannattavuudessa on parantamisen varaa

Suurinta osaa Fodelia Retailin liiketoiminnoista leimaa suhteellisen maltillinen liikevaihdon kehitysprofiili, eikä liiketoiminta-alueelta mielestämme kannata odottaa Feelian kaltaista vahvaa kasvua. Moni liiketoiminta-alueen yhtiöistä on kasvanut historiassa hyvin, mutta viime aikoina etenkin Real Snacksin, Perniön Lihan ja Pita Factoryn kasvuluvut ovat hyytyneet. Kyseisillä liiketoiminnoilla on hyviä kotimaassa tunnettuja brändejä, mutta rajallisesti avaimia lisäkasvun saavuttamiseksi. Kasvupotentiaalia löytyy toki Feelia-tuotteiden lanseeraamisesta ruokakauppoihin sekä oman verkkokaupan kautta suoraan kuluttajia tavoittelevasta FodNetistä. FodNetin liikevaihdon kasvu on tosin käytännössä pysähtynyt vuoden 2022 aikana koronapandemian päätyttyä.

Fodelia Retailin kannattavuus oli vuonna 2021 melko matala ja näemme siinä parantamisen varaa. Henkilöstövähennykset ja muut kulusäästöt voisivat auttaa liiketoimintoja parantamaan kannattavuustasoaan.

## Fodelia Retailin liiketoiminnot

### Nykyiset yhtiöt<sup>1</sup>

Real Snacks Oy (Oikia)



Perniön Liha Oy

Pita Factory Oy

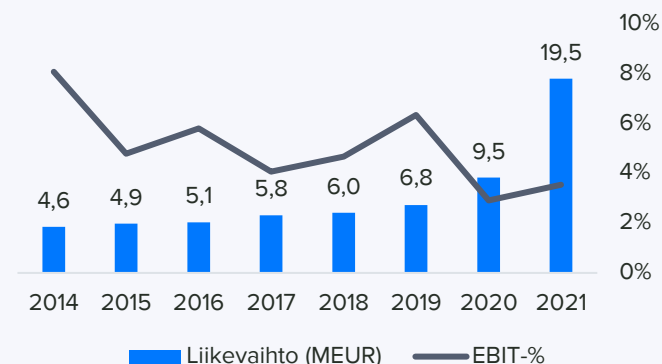
FEELIA  
Ruokakauppa



FodNet Oy

Uutena liiketoimintana Feelia-tuotteiden lanseeraus vähittäiskauppoihin

## Fodelia Retailin liikevaihto ja kannattavuus<sup>2</sup>



- 1) Fodelia Retail -liiketoiminta-alueen yhtiöt tullaan sulauttamaan yhdeksi juridiseksi yksiköksi vuoden 2023 aikana
- 2) Vuoden 2020 luvut perustuvat Inderesin arvioon ja muut vuodet yhtiön raportointiin lukuihin

# Fodelia Retail: Feelia-tuotteiden kuluttajamyynti

## Kuluttajamyyntiä laajennetaan omasta verkkokaupasta päivittäistavara-kauppoihin

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

## Oma verkkokauppa kasvoi vahvasti 2020-21

Feelia avasi kuluttajille suunnatun verkkokaupan (Feelia Ruokakauppa) helmikuussa 2020, joka eriytettiin omaksi yhtiökseen, FodNet Oy:ksi toukokuussa 2021. Sanna Kittelä on johtanut verkkokaupan toimintaa yhtiöittämisestä lähtien. Verkkokaupan liikevaihto ylsi vuoden 2021 aikana jo 4,7 MEUR:oon, mutta kasvu on hidastunut selvästi pandemian päätyttyä vuonna 2022. Yhtiössä panostettiin kasvuun voimakkaasti ja alustan kehittämistä varten palkattiin henkilöstöä vuoden 2021 aikana. Kasvun hyötyminen keväällä 2022 pakotti yhtiön kuitenkin säästötoimiin ja jatkossa verkkokauppaliiketoiminnassa keskitytään enenevissä määrin kannattavuuteen.

Feelia Ruokakaupan valikoimasta löytyy kattava kirjo Fodelia-konsernin elintarvikkeita. Feelian valmisruokien lisäksi verkkokauppa myy tällä hetkellä myös Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Real Snacksin tuotteita. Käsitksemme mukaan valtaosa verkkokaupan liikevaihdosta syntyy kuitenkin Feelian autoklaavimenetelmällä tuotettujen valmisruokien myynnistä, joiden pitkät säilyvyys jääkaappi-lämpötilassa mahdollistaa suuret

tilausmäärät.

## Sujuva logistiikka tukee kannattavuutta

Feelia Ruokakauppa toimittaa ruokaa koko Suomen alueelle. Yhtiö on ulkoistanut välivarastoinnin Vantaalla sijaitsevaan logistiikkakeskukseen, josta ne toimitetaan joko kylmäkuljetuksena tai Postin kautta asiakkaille. Kylmätorituotteet, kuten makkarat, ovat kuitenkin myynnissä vain niillä alueilla, joihin toimitetaan kylmäkuljetuksena.

Ruoan verkkokauppa on kasvanut viime vuosina nopeasti Suomessa, mutta alan toimijat ovat toistaiseksi kärsineet heikosta kannattavuudesta. Feelia Ruokakauppa erottuu muista ruokakaupoista sujuvammalla logistiikallaan, joka perustuu pitkiin säilyvyysaikoihin, rajalliseen tuotteiden lukumäärään ja suurempiin tilausmääriin per yksittäinen tuote. Arviomme mukaan Feelia Ruokakauppa on Fodelialle kannattavaa liiketoimintaa jo nykyisillä myyntivolyymeilla.

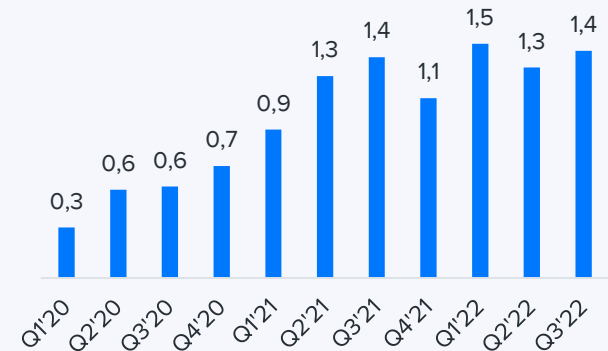
## Laajentuminen PT-kanavaan seuraava kasvuaskel

Verkkokaupan lisäksi Fodelia pyrkii kasvattamaan Feelia-tuotteiden kuluttajamyyntiä tuomalla tuotteita myyntiin myös päivittäistavara-kauppoihin ja kivijalkaan. Kasvu PT-kanavassa on vielä alkutekijöissään, sillä tuotteita löytyy toistaiseksi vasta muutamista ruokakaupoista. Arvioimme Feelia-tuotteiden kilpailueduiksi PT-kanavassa pitkät säilyvyysajat sekä hyvän hinta/laatusuhteen. Kilpailu kaupan hylyllä on kuitenkin kovaa eikä Feelian brändi ei ole vielä yhtä tunnettu kuin pääkilpailijoilla, joten kasvupyrkimykset tässä jakelukanavassa voivat osoittautua haastellisiksi.

## Feelian tuotteiden kuluttajamyynti lyhyesti

- Toistaiseksi Feelian ruokatuotteita myydään kuluttajille pääosin verkkokaupan välityksellä Feelia Ruokakaupassa
- Autoklaaviteknologian mahdollistamat pitkät säilyvyysajat sekä tehokas logistiikka tarjoavat liiketoiminnalle kilpailuedun verrattuna muihin ruoan verkkokauppoihin
- Feeliaruokakauppa.fi:n liikevaihto oli 4,7 MEUR vuonna 2021.
- Jatkossa Feelia-tuotteiden saatavuutta pyritään kasvattamaan myös kivijalkaruokakaupoissa

## Verkkokaupan liikevaihto (MEUR)



Lähde: Fodelia

# Fodelia Retail: Perniön Liha ja Pita Factory

## Perniön Liha lyhyesti

Perniön Liha on yksi Suomen vanhimmista makkaratehtaista ja perustettu vuonna 1930. Yhtiön brändejä ovat Perniön ja Helsingin Makkaratehdas. Helsingin Makkaratehtaasta tuli osa Perniön Lihaa yritysjärjestelyn seurauksena vuonna 2008.

Yhtiön päätuotteita ovat luonnonkuoriin valmistetut erikoismakkarat ja maksamakkarat, joita se valmistaa nykyaikaisessa tehtaassaan Salossa. Makkaroiden lisäksi yhtiö valmistaa muun muassa leikkeleitä, tuorelihatuotteita ja välipaloja. Maineikkaita Perniön lihan valmistamia tuotteita ovat esimerkiksi keskiajan reseptillä luotu Perunamakkarat, hirvenlihasta valmistettu Rukiinen Riistaryynäri -ryynimakkarat sekä jo 50 vuotta lähes samalla reseptillä valmistettu Yönakki. Fodelia-konserni on ylpeä Perniön Lihan nakkien ja makkaroiden suosioista ja mainostaa tytäryhtiötään Suomen 2000-luvulla palkituimpana lihanjalostajana.

Perniön Lihan liikevaihto oli 6,1 MEUR vuonna 2021 ja liikevoittomarginaali oli 1 %. Liikevaihto laski 4 %:lla suhteessa edellisvuoteen.

## Pita Factory lyhyesti

Pita Factory valmistaa kotimaisia välipalatuotteita ja esimerkiksi Pita- Naan- ja Lavash-leipää leipomossaan, joka sijaitsee Jokioisissa. Tuotteissa käytetään 100 % suomalaista viljaa. Yhtiö on perustettu vuonna 2013. Pita Factoryn liikevaihto oli 1,3 MEUR vuonna 2021 ja liikevoittomarginaali oli 4 %. Myynti laski 4 % suhteessa edellisvuoteen.

## Yrityskaupan tavoitteet eivät ole täyttyneet

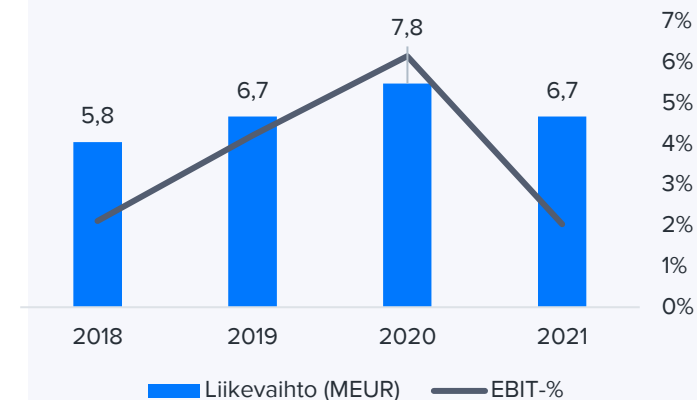
Perniön liha ja Pita Factory päätyivät osaksi Fodelia-konsernia loppuvuodesta 2020. Yhtiöt tekivät yhteistyötä ja niillä oli keskinäistä myyntiä jo ennen yrityskauppaa, mikä teki kummankin hankkimisesta osaksi konsernia loogista. Fodelia suunnitteli tehostavansa yhtiöiden tuotantoa sekä kasvattavansa ostettujen yhtiöiden tuotteiden jakelua Feelian verkkokauppaan ja foodservice-kanavaan, mikä mahdollistaisi korkeammat tuotantovolyymit. Lisäksi Fodelia näki kyseisissä tuotesegmentissä kasvupotentiaalia ja on pyrkinyt kasvattamaan myyntiä mm. pitaperjantain kaltaisten erikoisruokapäivien avulla. Yhtiöt jatkoivat aluksi omina yhtiöinä, mutta yhtiöiden yhteenlaskettu kannattavuus heikentyi selvästi ensimmäisen Fodelia-konsernin alla vietetyn vuoden jälkeen (EBIT 2021: 2 %).

## Organisaatiomuutoksella haetaan kannattavuuden palauttamista

Vuoden 2022 organisaatiouudistuksen myötä Perniön Lihan ja Pita Factoryn toiminta tullaan yhdistämään Fodelia Retail –liiketoiminta-alueeseen ja juridiset yksiköt tullaan yhdistämään vuoden 2023 aikana. Muutoksella tavoitellaan kulusäästöjä operatiivisten synergioiden kautta. Näemme yhteistyömahdollisuuksia esimerkiksi brändistrategian, tuotekehityksen ja jakelukanavien alueilla. Emme odota näistä liiketoiminnoista enää merkittävää kasvua vaan pitäisimme kannattavuuden vakauttamista 5 %:n tasolle jo positiivisena saavutuksena.



## Perniön Lihan ja Pita Factoryn yhteenlaskettu liikevaihto ja kannattavuus<sup>1</sup>



1) Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Feelian keskinäisestä kaupankäynnistä johtuen yhtiöiden konsolidoitu liikevaihto (2021) on pienempi kuin yksittäisten yhtiöiden liikevaihtojen summa (2018-20) antaisi ymmärtää.

Lähde: Asiakastieto ja Fodelia

# Fodelia Retail: Real Snacks (1/3)

## Kotimainen snacks-valmistaja

Real Snacks Oy on suomalainen perunalastujen sekä maissi- ja kauravälipalojen tuottaja. Vuonna 2021 yhtiön liikevaihto ylsi 8,1 MEUR:oon (+8 % v/v) ja liikevoitto 0,3 MEUR:oon (4 % liikevaihdosta). Real Snacks työllisti vuoden 2021 aikana keskimäärin 21 henkilöä. Yhtiön liikevaihdosta arviolta noin kolmannes on oman Oikia-brändin alla tapahtuvaa myyntiä ja kaksi kolmannesta koostuu kauppojen private label -tuotteiden (mm. Pirkka ja Rainbow) sopimusvalmistuksesta. Yhtiö on tavoitellut kasvua Suomen lisäksi myös vientimarkkinoilla ja yhtiön tuotteita onkin viety yli 15 maahan. Viennin osuus liikevaihdosta on kuitenkin käsityksemme mukaan alle selvästi alle 10 %.

## Tuotantolaitos Pyhännällä ja raaka-aineet läheltä

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. Yhtiö investoi vuonna 2018 tuotantokoneeseen, joka yli kaksinkertaisti kauratuotteiden valmistuskapasiteetin. Viimeisimmät merkittävät investoinnit tehtaaseen valmistuivat vuoden 2021 aikana, kun Real Snacks investoi uusiin pakkausautomaatiojärjestelmiin kustannustehokkuuden parantamiseksi.

Valmistuksessa tarvittava peruna tulee paikallisilta sopimusviljelijöiltä, joista suurin osa sijaitsee noin 150 kilometrin säteellä Pyhännän tehtaalta. Keskeinen osa raaka-aineista tulee korkealaatuisen siemenperunan tuotantoalueelta (EU:n

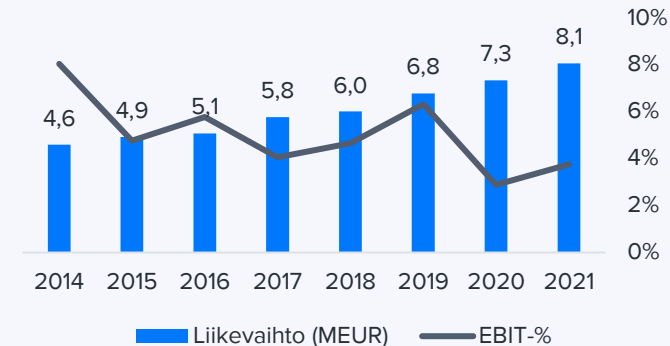
määrittelemä High Grade -alue). Tuotepakkauksista löytyy viljelijän tilan tiedot, mikä tarjoaa asiakkaalle näkyvyyden raaka-aineen alkuperään. Yhtiö tekee alkuvuodesta viljelijöiden kanssa sopimukset perunoiden ostomääristä ja hinnoista perustuen omiin myyntiennusteisiin. Muista raaka-aineista kaura on kotimaista, mutta maissi tulee muualta Euroopasta. Valmistusprosessissa tarvittava energia tuotetaan pääosin biohakkkeella. Valmiit tuotteet varastoidaan Pyhännän tehtaalla ja toimitetaan asiakkaille niiden oman logistiikkaketjun kautta eli ne noudetaan pääosin suoraan Real Snacksin tehtaalta.

## Brändituotteiden asema vahvistunut

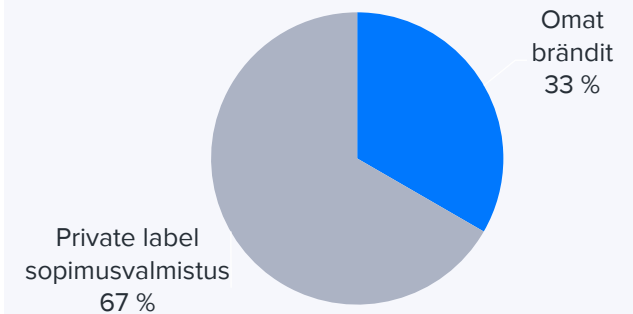
Real Snacks –tuotemerkkiperheen tuotteita tuotiin ensimmäistä kertoo suomalaisiin ruokakauppoihin vuona 2005. Vuoden 2019 brändiuudistuksen jälkeen Oikia on yhtiön pääasiallinen brändi, jonka alta löytyvät myös Oatis, Moomin ja Junior – tuotemerkit. Kotimaiset Oikia-perunalastut ovat saaneet brändiuudistuksen myötä lisää hyllytilaa vähittäiskaupassa, mikä on näkynyt omien brändituotteiden myynnin kasvuna. Brändiuudistukseen kuului merkittävät panostukset markkinointiin ja omien brändien tunnettuuden kasvattamiseen, mikä on painanut kannattavuutta viime vuosina, mutta pitäisi kantaa hedelmää pitkällä aikavälillä.

Yhtiö on tuotekehityksessään panostanut myös terveellisten vaihtoehtojen kehittämiseen. Vuonna 2017 yhtiö lanseerasi Oatis-brändin alla maailman ensimmäisen gluteenittoman kaurapohjaisen snacksin, joka on ominaisuuksiltaan kuitupitoinen ja vähärasvainen.

## Real Snacksin liikevaihto ja kannattavuus<sup>1</sup>



## Liikevaihdon jakautuminen<sup>2</sup>



1) Lähde: Fodelia

2) Lähde: Inderesin arvio



# Fodelia Retail: Real Snacks (2/3)

Moomin- ja Junior-brändit puolestaan ovat lapsille suunnattuja gluteenittomia snacks-vaihtoehtoja. Kaurapohjaisiin Oatis-tuotteisiin on laitettu hallittuja kasvupanostuksia ja ne ovat herättäneet kiinnostusta ulkomaillakin, mutta liikevaihdon kasvu ei ole kehittynyt aivan odotetusti vuoden 2022 aikana.

## Sopimusvalmistuksen liikevaihtoon vähemmän vaikutusmahdollisuuksia

Real Snacks on toiminut vuodesta 2002 lähtien Pirkka-perunalastujen sopimusvalmistajana ja yhtiö on saanut uusia asiakkauksia vuosien mittaan. Private label -tuotteiden kehitys tapahtuu yhdessä sopimusosapuolien kanssa. Samalla kun brändituotteiden myynti on kasvanut vuosien 2021-22 aikana, on private label -valmistuksen liikevaihto kehittynyt heikommin. Yhtiöllä on rajalliset mahdollisuudet vaikuttaa sopimusvalmistuksen liikevaihdon kehitykseen ja asiakkaiden päätökset voivat heiluttaa liikevaihtoa suuntaan tai toiseen.

## Päivittäistavarakaupalla suuri rooli niin asiakkaana kuin brändituotteiden jakelijanakin

Suurin osa Real Snacksin tuotteiden myynnistä kuluttajille tapahtuu suomalaisten ja kansainvälisten päivittäistavara-kauppojen kautta. Käsityksemme mukaan Oikia-brändiuudistus on tukenut neuvotteluja päivittäistavarakauppojen kanssa ja mahdollistanut uusia jakelusopimuksia. Tyypillisesti samat kauppa- ja palvelusyritykset toimivat sekä sopimusvalmistusasiakkaina (private label), että Real Snacksin brändituotteiden jakelijoina. Real Snacks tekee sopimusvalmistusta mm. Keskolle (Pirkka), S-Ryhmälle (Rainbow) ja Tokmannille

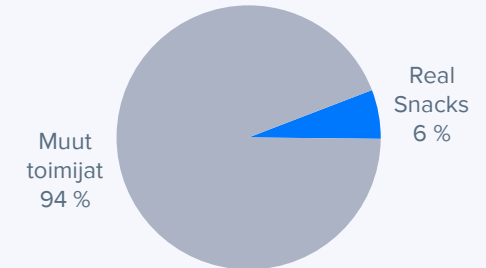
(Priima). Real Snacksin tuotteita myydään myös tapahtumiin ja tuotteita on myös lisätty Feelian verkkokaupan tarjontaan.

## Haastajan asemassa toimialalla

Real Snacks on toimialalla haastajan roolissa ja yhtiöllä oli vuonna 2021 Suomen snacks-markkinalla arviomme mukaan noin 6 %:n markkinaosuus. Real Snacksilla on vastassa useita suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Orkla) ja isoja brändejä (mm. Taffel, Pringles, Estrella ja Doritos). Erottuakseen kilpailussa yhtiö on pyrkinyt keksimään innovatiivisia ja erilaisia brändituotteita, kuten kehittämällä uusia makuyhdistelmiä, tuomalla kuluttajille terveellisiä vaihtoehtoja ja korostamalla tuotteiden kotimaisuutta ja raaka-aineen alkuperän jäljitettävyyttä.

Kiinteä yhteistyö kaupan sopimusvalmistus-kumppanina tuo vakaata ja jatkuvaa liikevaihtoa, mutta sillä on myös omat varjopuolensa. Suomessa (ja Ruotsissa) vahvasti keskittyneet kaupan alan toimijat ovat tunnettuja siitä, että pienten toimittajien rooli on tyytyä kaupan sanelemaan ehtoihin ja kannattavuuden ylläpitäminen vaatii jatkuvaa toiminnan tehostamista, sillä kaupan tavoite on joka vuosi kilpailuttaa eri toimittajia ja niiden hintoja. Yhtiöllä on omien sanojen mukaan ollut suomalaisten kauppoyritysten kanssa aina hyvät suhteet, mutta esim. vuonna 2016 ruotsalaisen Coopin kanssa lopetettiin yhteistyö, koska hinta oli painunut sille tasolle, ettei valmistus ollut enää kannattavaa.

## Markkinaosuus Suomessa (2021)



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

## Real Snacksin asiakaskunta

Päivittäistavarakaupat, keskusliikkeet sekä viennin kohdemaissa toimivat maahantuojat



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

# Fodelia Retail: Real Snacks (3/3)

## Perunalastut

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



## Maissinaksut

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



## Kaurasnaksit

**Oatis** -kaurasnaksit valmistetaan suomalaisesta täysjyväkaurajauhoista. Tuotteet ovat gluteenittomia ja niiden valmistuksessa käytetään ainoastaan vähäinen määrä öljyä.



## Private Label -tuotanto

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



~1/3  
liikevaihdosta  
omista brändeistä  
(Inderesin arvio)

~2/3  
liikevaihdosta  
private labelia  
(Inderesin arvio)

# Kilpailu

## Esimerkkejä Real Snacksin kilpailijoista



## Real Snacksin asema kilpailijoihin nähden

### Vahvuudet

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

### Haasteet

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



# Muut yksiköt: Marjvasu Oy

## Kannattava mehujen ja soseiden valmistaja

Marjvasu Oy valmistaa Delimax-brändillään erilaisia mehutiivisteitä sekä hedelmä- ja marjasoseita. Yhtiö tarjoaa myös laajan valikoiman mehuautomaatteja sekä niihin tarkoitettuja tiivisteitä. Marjvasun tuotantolaitos sijaitsee Kuopiossa ja sen toimintaa pyörittää tiivis 5 henkilöstä koostuva tiimi. Yhtiön liiketoiminnassa on yhteneväisyyksiä Feelian kanssa, sillä molemmat palvelevat samoja foodservice-kentän asiakkaita, kuten kouluja ja hoivakoteja. Marjvasu toimii kuitenkin itsenäisenä yksikkönä ja sen tulos raportoidaan erillään Feeliasta rivillä ”Muut yksiköt ja eliminoinnit”.

Fodelian mukaan ostetun yhtiön kilpailuetuja ovat mm. tehokas tuotanto ja kyky vastata asiakkaiden tarpeisiin nopeallakin aikataululla. Yhtiön tuotteet ovat laadukkaita ja kustannustehokkaita esimerkiksi logistiikan näkökulmasta, joten ne soveltuvat hyvin suurtalouskeittiöiden tarpeisiin.

Marjvasu Oy:n liikevaihto oli 2,8 MEUR (+43 %) vuonna 2021 ja liikevoitto oli 0,6 MEUR. Vuosien 2017-21 välillä Marjvasun liikevaihto on kasvanut johdonmukaisesti ja vuosittainen kasvu (CAGR) on ollut keskimäärin 24 %. Myös kannattavuus on ollut vahvalla tasolla. Vuoden 2021 käyttökate oli 23 % ja liikevoittokin 22 % liikevaihdosta.

## Yritysosto täydensi tuotevalikoimaa ja mahdollistaa tuotteiden ristiinmyynnin

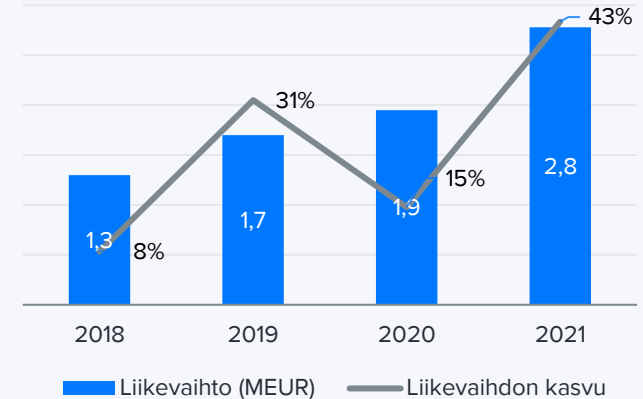
Fodelia osti yhtiön syyskuussa 2022 täydentämään Feelian tuotevalikoimaa foodservice-asiakkaiden keskuudessa. Feeliällä ei ollut ennestään omaa mehujen tai jälkiruokien tuotantoa, jolloin nämä

tuotteet jouduttiin hankkimaan ulkopuolisilta toimittajilta. Oman mehu- ja hedelmäsosetuotannon myötä Fodelia pystyy valmistamaan aiempaa suuremman osan Feelian ateriapäiväkonseptin komponenteista itse. Feelia ja Marjvasu palvelevat isossa kuvassa samaa asiakaskuntaa ja yritysosto tarjoaakin Fodelian mukaan potentiaalia ristiinmyynnille.

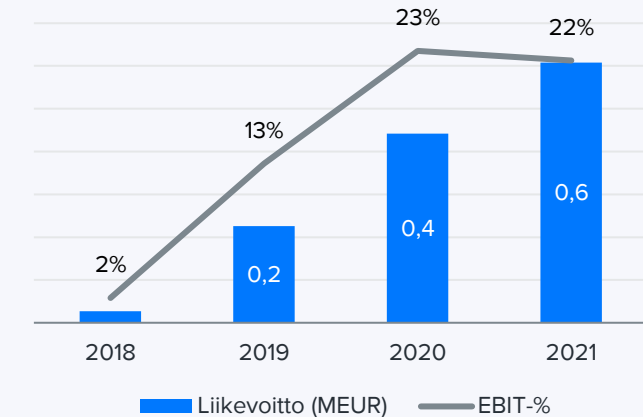
## Kauppahinta maksettiin osakkeilla

Marjvasun yritysosto toteutettiin osakevaihtona, jossa Fodelia antoi Marjvasu Oy:n osakkaille 549 828 uutta Fodelia Oyj:n osaketta, mikä vastasi tiedotuspäivän osakekurssilla 3 MEUR:n kauppahintaa ja tarkoitti 7,4 %:n kasvua Fodelian osakkeiden lukumäärässä. Kauppahinta vastaa vuoden 2021 toteutuneella tuloksella P/E-kerrointa 6x ja EV/käyttökate-kerrointa 5x, mitkä ovat selvästi Fodelian omia arvostuskertoimia edullisempia. Tulospohjaisten arvostuskertoimien valossa yrityskauppa oli mielestämme Fodelialle edullinen, mikäli Marjvasun kannattavuus voidaan ylläpitää nykyisellä korkealla tasolla (EBIT >20 %).

## Liikevaihdon kehitys



## Kannattavuuden kehitys



# Muut yksiköt: Fodbar Oy

## Fodbar yhteisyritys kaupallistaa Feelian tuotteita osana laajempaa palvelukonseptia

Fodbar on Fodelian ja Bravedon vuonna 2020 perustama yhteisyritys. Kumpikin omistaa Fodbarista 50 %. Fodelia kirjaa osan yhteisyrityksen liikevaihdosta ja tuloksesta omaan tuloslaskelmaansa riville ”Muut yksiköt ja eliminoinnit”.

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

## Fodbarin ratkaisu tuo säästöjä ja vähentää hävikkiä

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

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

ansiosta kunnilla ei ole tarvetta keskuskeittiölle, jossa ruoka valmistetaan. Keskuskeittiöneliöt ovat kalliita ja niitä käytetään tyypillisesti vain muutaman tunnin päivässä ja vajaakäytöllä kesällä, kun koulut ovat kiinni. Lisäksi ratkaisu vähentää ruokahävikkiä verrattua keskuskeittiöpohjaiseen ratkaisuun, jossa jokaiselle koululle lähetetään ennalta sovittu määrä ruokaa. Fodbarin ratkaisussa palvelukeittiö optimoi lämmitettävän ruokamäärän tilanteen mukaan ja ylijääneet ruokapakkaukset säilyvät jääkaapissa seuraavaa käyttökertaa varten.

## Kasvu voisi käynnistyä toden teolla vuonna 2023

Kuntasektorin ulkoistussopimusten voittaminen on ollut haastavaa uudelle yhtiölle, mutta kasvu voisi kiihtyä vuoden 2023 aikana. Nina Rokkila aloitti Fodbarin toimitusjohtajana helmikuussa 2022. Pidämme tätä tärkeänä rekrytointina, sillä Rokkilalla on entisenä Palmian toimitusjohtajana kokemusta julkisen sektorin kilpailutuksiin liittyvistä vaatimuksista sekä byrokratiasta.

Fodbar voitti ensimmäisen julkisen kilpailutuksen vuonna 2021, kun Kärämäen kunta ulkoisti palveluitaan Fodbarille (sopimuksen vuotuinen arvo on 2 MEUR). Lisää merkittäviä sopimuksia on saatu vuoden 2022 jälkipuoliskolla, sillä Fodbar on julkistanut sopimuksia useiden kuntien kanssa (sopimusten vuotuinen arvo yht. 7-8 MEUR!).

Lähestyvä SOTE-uudistus pakottaa kuntia ja uusia SOTE-alueita miettimään uudestaan ruokahuoltoaan, mikä voi vauhdittaa markkinan aukeamista uudentyyppisille toimijoille. Lisäksi Feelian Pyhännän tehtaan kasvanut kapasiteetti tukee Fodbarin mahdollisuuksia voittaa uusia ja suurikokoisempia ulkoistussopimuksia.

## Fodbar lyhyesti

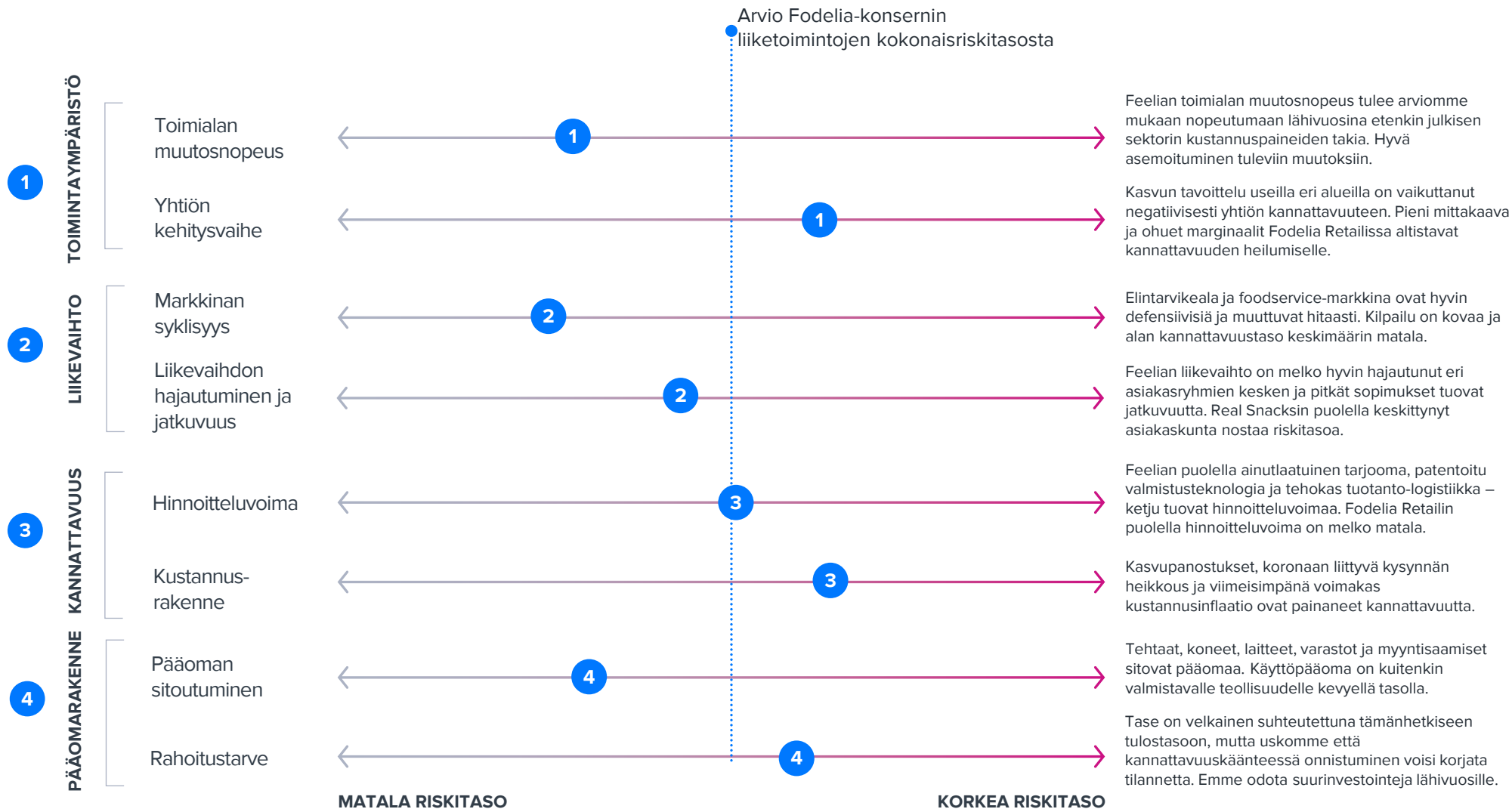
- Tarjoaa kokonaisvaltaisen ratkaisun ateria- ja siivouspalveluiden ulkoistukseen
- Fodelian ja Bravedon perustama yhteisyritys (50/50 omistus)
- Fodbarin tuloslaskelman luvuista puolet merkitään konsernin lukuihin
- Saanut kaksi julkista referenssiä: Kärämäki (2021) ja Siuntio (2022)
- Nina Rokkila (ex-Palmia CEO) aloitti yhtiön toimitusjohtajana helmikuussa 2022

## Merkittäviä julkistettuja asiakassopimuksia

Asiakas	Sopimus tiedotettu	Arvioitu vuotuinen liikevaihto
Kärämäki	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) Inderesin arvio

# Fodelian liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimintaympäristö (1/3)

## Foodservice-markkina toipunut koronakuopasta

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

Suomen foodservice-markkina oli Euromonitor Internationalin mukaan vuonna 2018 noin 3,2 miljardia euroa (pl. juomat), mutta markkina on PTY:n tukkukaupatilastoihin peilaten nousemassa jo noin 3,5 miljardin vuoden 2022 aikana. Foodservice-markkina kasvoi yli 5 %:n vuosivauhtia koronaa edeltävien viiden vuoden aikana. Päivittäistavarakauppa ry:n foodservice-tukkukaupan jäsenyritysten myynti laski koronapandemian vuoksi peräti 17,7 % vuonna 2020, mutta on toipunut sen jälkeen ja on nykyisen kehityksen valossa palaamassa ainakin euromääräisesti koronaa edeltävälle tasolle vuoden 2022 osalta, mihin osaltaan vaikuttaa myös hintatason nousu.

## Snacks-markkinan kasvu on jatkunut

Suomen snacks-markkinan koko oli Euromonitorin mukaan vuonna 2018 noin 243 MEUR. Snacks-markkina käsittää sekä sipsituotteet että muut napostelutuotteet. Snacks-markkina on kasvanut koronapandemiaa edeltävinä vuosina Suomessa 2,4 %:n vuosivauhtia. Snacks-markkinan kasvun ennustetaan kiihtyvän lähivuosina ja kasvuajurina

toimii kuluttajatottumuksissa tapahtuvat muutokset. Perunalastut ovat snacks-markkinan suurin kategoria, jonka myynti on kasvanut vuosina 2020-22 keskimäärin 5 %:n vuosivauhtia.

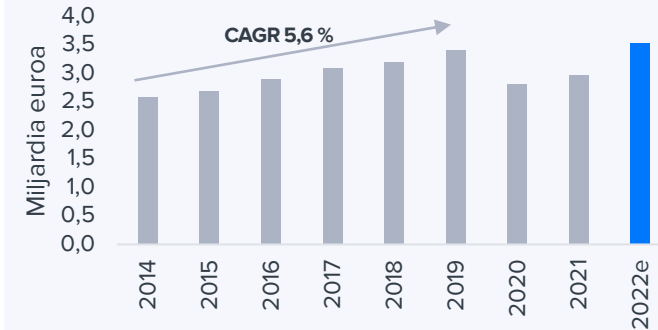
## Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

Suomen päivittäistavarakaupan myynti vuonna 2020 oli 20,9 miljardia euroa. Toimiala on keskittynyt voimakkaasti K- ja S-ryhmälle, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus on 82,7 %. Päivittäistavarakaupan kolmanneksi suurin toimija on saksalainen Lidl (markkinaosuus 9,6 %).

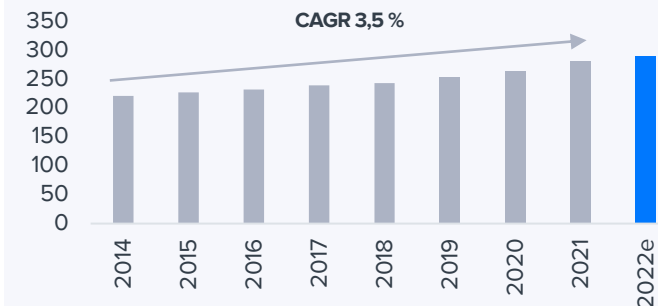
Suurten ketjujen neuvotteluasema elintarviketeollisuuden suuntaan on Suomessa poikkeuksellisen vahva, mikä tarkoittaa, että elintarviketeollisuuden toimijoiden on pitkälti alistuttava niiden ehtoihin. Sen lisäksi, että päivittäistavarakauppa on keskittynyt voimakkaasti suurille toimijoille, ovat nämä samat toimijat vahvasti myös tukkukaupassa, mikä edelleen kasvattaa niiden roolia arvoketjussa. Toimialan arvoketjua on havainnollistettu sivulla 23.

Feelian liiketoiminta päivittäistavarakaupparakettujen kanssa rajoittuu käsityksemme mukaan pääasiassa liikenneasemiin (lounaat), kauppoihin ja ravintoloihin. Suurten päivittäistavara-ketjujen osuus nopeasti kasvavan Feelian liikevaihdosta on arviomme mukaan selvästi pienempi kuin maltillisemmin kasvavalla Fodelia Retaililla. Siksi PT-kanavan osuus Fodelian asiakaskunnasta tulee näkemyksemme mukaan laskemaan tulevana vuosina mm. hoivayhtiöiden ja julkisen sektorin asiakkaina tapahtuvan voimakkaan kasvun myötä.

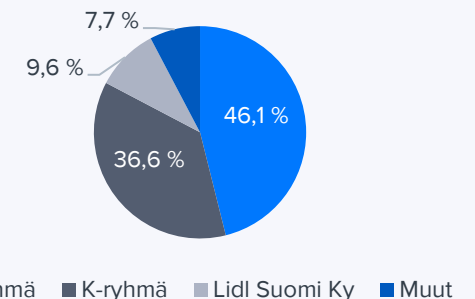
Suomen Foodservice-markkina 2014-2022e<sup>1</sup>



Suomen snacks-markkina (MEUR)<sup>2</sup>



Päivittäistavarakaupan markkinaosuudet Suomessa (2021)<sup>3</sup>



1) Euromonitor (2014-18) ja Inderesin arvio (2019-22)

2) Euromonitor (2014-18) ja Inderesin arvio (2019-22)

3) Päivittäistavarakauppa ry

# Toimintaympäristö (2/3)

## Kaupan omien merkkien kasvu

Päivittäistavarakaupassa trendinä on ollut viimeisen vuosikymmenen aikana private label-tuotteiden kasvu. Private labelilla tarkoitetaan kaupan omia tuotemerkkejä (mm. Pirkka ja Rainbow), joissa kauppa toimii sekä tuotteiden valmistuttajana että myyjänä. Kauppojen omien tuotteiden osuus päivittäistavaraostoksista on noussut 2012-2021 noin 21%:sta 24 %:iin. Private label-tuotteiden kysynnän ajurina on Suomessa toiminut kuluttajien kasvanut hintatietoisuus, kauppojen halpuuttamiskampanjat, kuluttajien heikko ostovoima sekä viimeisimpänä voimakas kustannusinflaatio. Kaupan omat merkit tarjoavat kuluttajille edullisen vaihtoehdon ja niiden ansiosta kauppa voi määrittellä tuoteryhmän halvimman tuotteen vertailukohtaksi muille valmistajille. Private label-valmistuksessa neuvotteluvoima on vahvasti kaupalla ja se voi tarvittaessa vaihtaa sopimusvalmistajaa hyvin pienin kustannuksin. Private-label valmistuksen etuna on se, että se tarjoaa valmiit jakelukanavat ja korkeammat tuotantovolyymit. Fodelian yhtiöistä Real Snacks on riippuvainen päivittäistavaraoppaketijujen private label –valmistuksesta. Private label -tuotteet muodostavat arviomme mukaan noin 2/3 Real Snacksin liikevaihdosta.

## Päivittäistavara kaupan myynnin kehitys

Fodelia Retailin tuotteiden kysyntään vaikuttaa merkittävästi päivittäistavara kaupan myynnin kehitys. Feelialle kyseinen jakelukanava ei sen sijaan ole merkittävä. Vuosina 2015-2016 päivittäistavara kaupan liikevaihto kasvoi volyymikasvua hitaammin, mikä johtui

käsityksemme mukaan erityisesti kireästä hinnoitteluympäristöstä (halpuutus kampanjat). Päivittäistavara kaupan kehitys on ollut kokonaisuudessaan pandemiaa edeltävinä vuosina suhteellisen vaisua, mihin on vaikuttanut erityisesti Suomen heikko talouskehitys (2014-2020: reaalin BKT:n kasvu keskimäärin 1,0 %). Kaupan myynnin volyymi kasvoi voimakkaasti koronapandemian aikana (2020: 7 %) sulkutoimien ja kotikeskeisen elämäntyylin vuoksi. Kasvu kuitenkin hidastui jälleen vuonna 2021 (volyymin kasvu 1 %, myynnin kasvu 3 %) kulutuksen alkaessa siirtyä asteittain takaisin palveluihin koronapandemian jäljiltä. Tällä hetkellä kehitys on jopa negatiivista hintatason noususta ja kuluttajien ostovoiman heikentymisestä johtuen. Vuoden 2022 tammi-elokuussa päivittäistavara kaupan kokonaismyynti kasvoi reilut 2 %, mikä jäi alle hintaindeksin kehityksen (7 %).

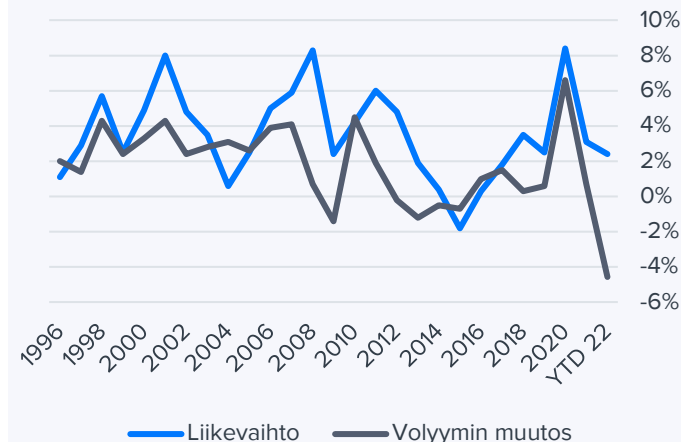
## Tuotannontekijöiden hintojen vaihtelu

Fodelian kannattavuusmarginaalit ovat jossain määrin alttiita raaka-aineiden sekä muiden tuotannontekijöiden, kuten pakkausmateriaalien ja energian hintaheilahteluille. Real Snacksille keskeisimpiä raaka-aineita ovat peruna, kaura ja kasviöljyt. Feelialle keskeisimmät raaka-aineet ovat käsityksemme mukaan lohi, peruna ja lihajalosteet. Satokaudet vaikuttavat oleellisesti raaka-aineiden hintakehitykseen. Fodelian tuotannossa käytettävästä energiasta 68 % (2021) on höyryä, joka tuotetaan pääosin bioenergialla, jonka hinta kehittyy yleensä vakaammin verrattuna fossiilisiin polttoaineisiin. Höyryn lisäksi tuotannossa käytetään sähköä (2021: 1,5 GWh), jonka hinnan kehitys vaikuttaa yhtiön kustannuksiin.

## Kaupan merkkien osuus päivittäistavaraostosta Suomessa



## Päivittäistavara kaupan myynnin kehitys<sup>1</sup>



1) Vuoden 2022 osalta esitetään tammi-syyskuun toteuma

Lähde: Päivittäistavara kauppa ry

# Toimintaympäristö (3/3)

## Kuntien heikko talous kasvattaa tarvetta ruoantuotannon ulkoistamiselle

Suomessa julkisen sektorin kustannuspaineet ja kuntien haastava taloudellinen tilanne luovat jatkuvan tarpeen uusien säästökohteiden hyödyntämiselle. Vuonna 2014 toteutetun Finnish Consulting Groupin ja Suomen Kuntaliiton ruokapalvelukartoituksen mukaan kunnista vain neljäsosa oli ulkoistanut ruokapalveluita kuntakonsernin ulkopuolelle. Feelia näkee julkisen sektorin asiakkuuksien lisäämisen merkittävänä kasvumahdollisuutena, sillä kunnat hakevat nyt säästöjä monia ydinosaamisen ulkopuolella olevia toimintoja ulkoistamalla. Feeliällä on hyviä referenssejä kuntien ruokatuotannon ulkoistamissopimuksista ja niiden avulla saavutetuista säästöistä kunnille. Feelian ensimmäinen suuri ulkoistusasiakas Kangasalan kaupunki säästyi Feelian ratkaisun ansiosta 7-8 MEUR:n keskuskeittiöinvestoinnilta ja säästi samalla myös annosten keskihinnassa. Myös henkilöstön rajallinen saatavuus voi kiihdyttää kysyntää ulkoistetuille ruokapalveluille.

## SOTE- uudistus kiihdyttäne muutosta

Sosiaali- ja terveystalouden siirtyminen kunnilta hyvinvointialueille vuoden 2023 alussa arviomme mukaan vauhdittaa kuntien ruokahuollon uudelleenjärjestelyä. Sivistys- ja SOTE-keittiöiden eriytyminen tarkoittaa, että yhä useampi kunta harkinnee ruokapalveluiden ulkoistamista ja oman keskuskeittiötoiminnan lopettamista.

Feelian listautumisen yhteydessä antamien tietojen mukaan Suomen kouluruokailumarkkinan potentiaalinen koko on noin 150 MEUR ja muu

julkinen sektori noin 300 MEUR<sup>2</sup>. Koko lounasmarkkina Suomessa on 2,5 miljardia euroa, mistä Feelian tavoiteltu kohdemarkkina on noin 600 MEUR. Feelian liikevaihtoennusteemme vuodelle 2022 on noin 23 MEUR, joten markkinapotentiaali on monikymmenkertainen nykyiseen liikevaihtoon verrattuna.

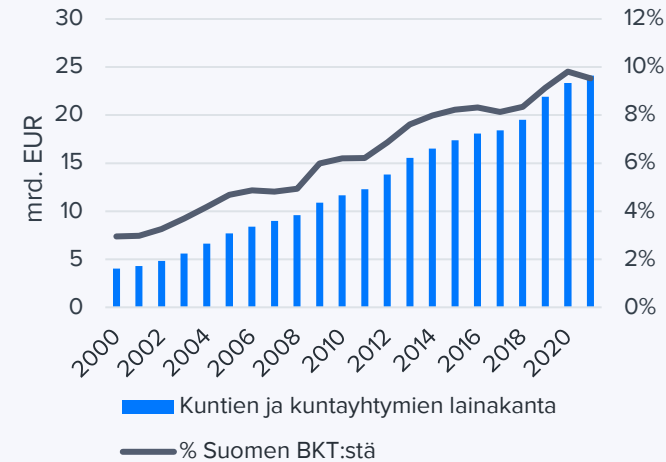
## Yksityinen hoivamarkkina on suuri mahdollisuus

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

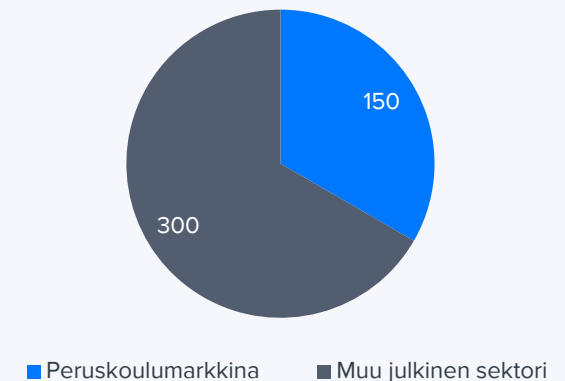
## Kilpailijat pääasiassa puhtaita palveluyhtiöitä

Julkisen sektorin ja yksityisten hoiva-alan toimijoiden ruokapalveluiden tuottamisesta kilpailee Feelian ja Fodbarin lisäksi joukko muita toimijoita. Merkittävimmät kilpailijat koostuvat palveluyhtiöistä kuten Palmia, Attendo, Sodexo, Compass Group ja Arkea. Pitkään säilyvien ruokatuotteiden oma teollinen tuotanto on arviomme mukaan selkeä kilpailuetu Feeliale ja mahdollistaa kustannustehokkaamman sekä vähähiökkisemmän toimintamallin, jossa ruoka valmistetaan lähellä loppukäyttäjää. Pääkilpailijoilla ei ole omaa merkittävää teollista ruokatuotantoa, minkä vuoksi ne joutuvat ostamaan ainekset markkinoilta ja operoimaan perinteisellä keskuskeittiövetoisella toimintamallilla.

## Kuntien velkaantuminen jatkuu<sup>1</sup>



## Julkisen sektorin markkinapotentiaali Feeliale (MEUR)<sup>2</sup>



<sup>1</sup>) Kuntaliitto ja Tilastokeskus

<sup>2</sup>) Johdon arvio

# Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



\* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä



# Historiallinen tuloskehitys

## Kasvua sekä organisesti että yritysostoin

Fodelian liikevaihdon kasvu on ollut vuosina 2017-21 keskimäärin 30 % vuodessa, josta 22 %-yksikköä organisesti ja 8 %-yksikköä yritysostojen avulla. Tarkasteluajanjakson yritysostoihin lukeutuvat Perniön Lihan, Pita Factoryn ja Beofoodin ostot Fodelian listallaoloaikana.

Orgaaninen kasvu on viime vuosina ollut pääosin Feelian ja kuluttajille suunnatun verkkokaupan (FodNet) varassa. Feelian ja FodNetin yhteenlaskettu liikevaihto kasvoi keskimäärin 18 % organisesti vuosina 2020-21, vaikka Feelia kärsi huomattavasti koronan runtelemasta foodservice-markkinasta. FodNet oli noina vuosina tärkein kasvun ajuri, mutta ilman verkkokauppaakin Feelia onnistui kasvattamaan liikevaihtoaan hankkimalla uusia asiakkuuksia hoiva-alalta. Vuoden 2022 aikana osat ovat kääntyneet, sillä verkkokaupan liikevaihdon kasvu oli tammi-syyskuun aikana enää 18 % ja Feelian ammattikeittiöille suunnatun liikevaihdon kasvu puolestaan oli noussut jo peräti 43 %:iin uusien asiakkuuksien ja foodservice-markkinan elpymisen johdosta. Myös kohonneet hinnat tukevat viimeaikaisia kasvulukuja.

Real Snacksin, Perniön Lihan ja Pita Factoryn liikevaihdon kehitys on ollut viime aikoina maltillista. Real Snacks ylsi vielä vuosina 2019-21 noin 10 %:n kasvuun, mutta vuoden 2022 H1:lla kasvu jäi vain 4 %:iin inflatorisesta ympäristöstä huolimatta. Käsittelemme mukaan brändituotteiden myynti on jatkanut kasvua, mutta private label -valmistus on kehittynyt heikommin. Perniön Lihan ja Pita Factoryn yhteenlaskettu liikevaihto laski vuonna 2021 peräti 14 % ja vuoden 2022 H1:llä edelleen 2 %. Liikevaihdon laskuun on

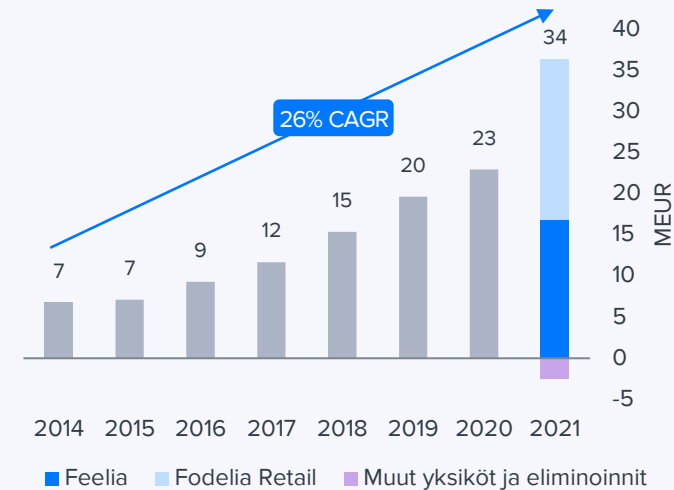
vaikuttanut mm. mukaan tuotevalikoiman kaventaminen sekä merkittävän yksittäisen asiakkaan menetys.

## Kannattavuus laskenut huipputasolta

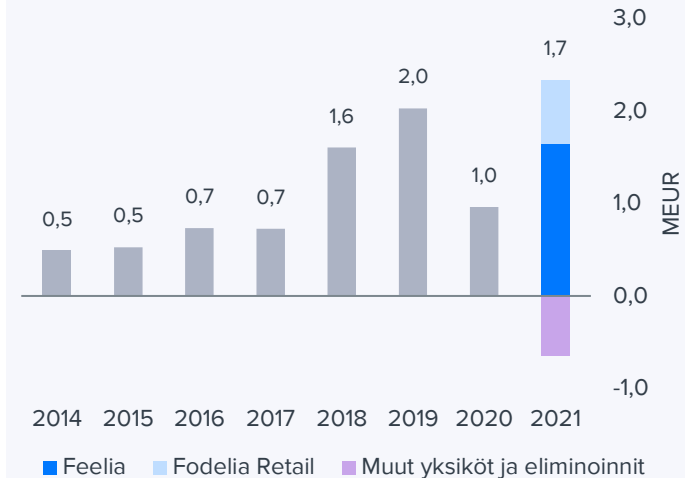
Fodelian kannattavuus on historiassa ollut elintarvikealan huippuluokkaa, vuosina 2018-19 liikevoitto oli jopa yli 10 % liikevaihdosta. Listautumisen jälkeen yhtiö ei ole kuitenkaan enää yltänyt lähimainkaan vastaaviin kannattavuuslukuihin konsernitasona. Kannattavuuteen on vaikuttanut sekä haastava toimintaympäristö (korona 2020-21, kustannusinflaatio 2022), että kasvupanostukset, jotka ovat paisuttaneet yhtiön kulumassaa. Lisäksi yritysostoilla on ollut kannattavuutta dilutoiva vaikutus ja ainakin Perniön Lihan sekä Pita Factoryn kannattavuudet ovat heikentyneet selvästi sen jälkeen, kun ne ostettiin osaksi Fodelia-konsernia.

Vuonna 2021 kannattavuutta painoivat erityisesti keskeneräiset tuotantolaitosinvestoinnit sekä verkkokaupan myötä kasvanut pienpakkausten kysyntä, joka aiheutti väliaikaista tehottomuutta tuotannossa. Vuoden 2022 aikana kustannusinflaatio on painanut kaikkien liiketoimintojen kannattavuustasoa. Lisäksi kasvupanostukset FodNetiin ja Fodbariin, sekä konsernikulujen kasvu ovat rasittaneet kannattavuutta. Tärkeimmän liiketoiminnan Feelian kannattavuus on ollut pääosin hyvällä tasolla (2021: 9,8 %). Vuoden 2022 Q3:lla kannattavuus jäi kuitenkin heikoksi (2,9 %), jolloin yhtiö totesi, että kustannukset ovat nousseet odotettua enemmän ja myyntihintojen korotukset ovat olleet toistaiseksi riittämättömiä kattamaan kohonneita kustannuksia.

## Konsernin liikevaihdon kehitys



## Konsernin EBITA-liikevoiton kehitys



Lähde: Fodelia.



# Taloudellinen asema

## Investoinnit ja yritysostot kasvattaneet tasetta

Fodelian taseen loppusumma kesäkuussa 2022 oli 27,7 MEUR, josta enemmistö pitkäaikaisia varoja (19,7 MEUR) ja vajaa kolmannes lyhytaikaisia varoja (8,0 MEUR). Tase kasvoi hieman verrattuna edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan (Q2 2021: 25,6 MEUR), minkä taustalla olivat investoinnit sekä aineettomiin (verkkokauppa), että aineellisiin hyödykkeisiin (täydentäviä investointeja tuotantoon ja pakkausautomaatioon).

Taseessa oli aineellisia hyödykkeitä 12,9 MEUR, joista suuri osa liittyy rakennuksiin, koneisiin ja kalustoon sekä muihin aineellisiin hyödykkeisiin ja ennakkomaksuihin. Feelia investoi vuosina 2020-21 voimakkaasti mm. kiinteistöön ja tuotantokalustoon kyetäkseen vastaamaan nopeasti kasvavaan kysyntään erityisesti kuluttajamyyntiin suunnatuissa pienemmissä pakkauskoissa. 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. Feelia on valmistautunut tuleviin laajennustarpeisiin, sillä yhtiön omistamalla tontilla on runsaasti tilaa lisä-laajennuksille. Lisäksi Kokkolaan on harkittu uutta noin 2 MEUR maksavaa tuotantolaitosta nykyisen vuokrakiinteistön korvaajaksi.

Aineettomia hyödykkeitä oli 6,2 MEUR josta valtaosa liittyy Perniön Lihan ja Pita Factoryn oston yhteydessä syntyneeseen konserniliikearvoon.

## Vaihto-omaisuus kiertää noin neljässä viikossa

Fodelian vaihto-omaisuus kesäkuussa 2022 oli 3,4 MEUR eli 12 % taseen loppusummasta. Tämä vastaa noin 8 % vuodelle 2021 ennustamamme liikevaihdosta (vastaa 4 viikon mittaista varaston kiertonopeutta). Nettokäyttöpääoma oli 2,4 MEUR positiivinen, joten käyttöpääoman sitoutuminen on kohtuullisen vähäistä.

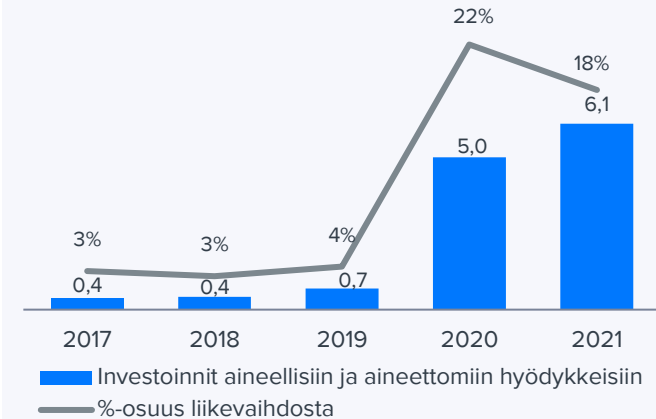
## Suhteellinen velkaisuus koholla

Fodelialla oli kesäkuussa 2021 12,1 MEUR:n nettovelka, joka koostui 7,3 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista, 4,9 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista ja 0,1 MEUR:n käteisvaroista. Nettovelka oli kooltaan 4,5-kertainen suhteessa edellisten 12 kuukauden käyttökatteeseen, mikä on erittäin korkea luku. Korkea velkaisuus nostaa riskejä rahoituskustannusten osalta ja voi rajoittaa yhtiön kykyä ottaa lisävelkaa mahdollisten kasvuhankkeiden toteuttamiseksi. Arvioimme, että kohtuullinen nettovelan taso elintarvikealalla on tyypillisesti 2-3x EBITDA. Suhteellinen velkaisuus voi kuitenkin laskea selvästi, mikäli kannattavuutta saadaan parannettua nykyiseltä heikolta tasolta. Lisäksi Fodelia suunnittelee myyvänsä ja takaisinvuokraavansa Feelian tehdaskiinteistön (tasearvo 5,3 MEUR), mikä laskisi raportoitua velkaisuutta merkittävästi.

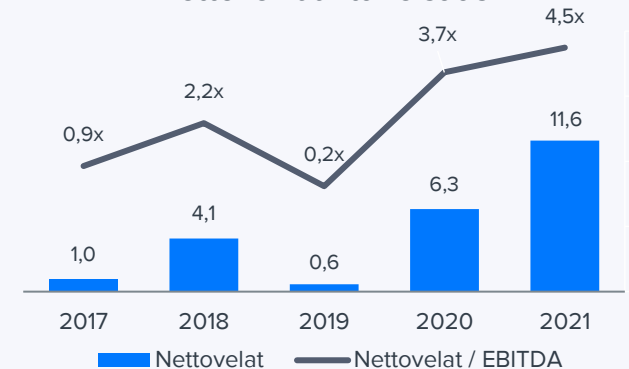
## Pääomanpalautusta on jaettu joka vuosi

Fodelia jakoi osinkoa osakkeenomistajilleen 0,07 euroa per osake tilikaudelta 2019 ja 2020, sekä 0,04 euroa per osake tilikaudelta 2021. Korkea velkaisuus voi rajoittaa osingon kehitystä lähivuosina.

## Investoinnit (ei sis. yritysostoja)



## Nettovelkaantuneisuus



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Uudistettu strategia

Fodelia päivitti strategiaansa viimeksi elokuussa 2021. Uuden strategian mukaan yhtiön keskeinen tavoite on olla halutuin ja menestyvin elintarvikealan uudistaja. Yhtiö on asettanut tehtäväkseen kasvattaa suomalaisista elintarvikealan yrityksistä menestystarinoita.

### Fodelian strategian kulmakivet ovat:

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

Uudistetussa strategiassa ei enää mainita kansainvälisen kasvun tavoittelua, mikä oli mainittu vuoden 2019 listautumisen yhteydessä julkilausutussa strategiassa. Kansainvälistymistä ei myöskään suljeta pois, mutta käsityksemme mukaan Fodelia kuitenkin keskittyy tällä hetkellä ensisijaisesti kotimaan markkinalla menestymiseen. Lisäksi uusitussa strategiassa mainitaan nyt erikseen mahdollisuus tarvittaessa luopua yhtiön omistamista tytäryhtiöistä.

## Taloudelliset tavoitteet

Fodelia päivitti taloudellisia tavoitteitaan tammikuussa 2022. Yhtiö totesi tuolloin, että aiempi 60 MEUR:n liikevaihtotavoite tullaan saavuttamaan suunniteltua (2024) aikaisemmin, minkä johdosta yhtiö asettaa aiempaa pidemmälle katsovat tavoitteet. Fodelia-konsernin nykyiset taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Tuloskasvuun tähtäävät tavoitteet ovat mielestämme erittäin kunnianhimoiset, sillä tavoitteissa onnistuminen tarkoittaisi liikevoiton kasvattamista 8-10 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä (2021: 1,2 MEUR). Liikevaihdon kasvutavoite (2026: 100 MEUR) vastaa 24 %:n keskimääräistä kasvua vuosien 2022-26 aikana, mikä on mielestämme realistinen tavoite periodin alkupäässä Feelian ja Fodbarin suuren markkinapotentiaalin, kilpailukykyisen tuoteportfolion ja kasvavan sopimuskannan ansiosta. Suhteellisen kasvuvauhdin ylläpitäminen muuttuu kuitenkin haastavaksi keskipitkällä aikavälillä. Tavoiteltu kasvu on tarkoitus saavuttaa pääosin orgaanisesti, mutta pidämme todennäköisenä, että Fodelia tulee tekemään myös yritysostoja strategiakauden aikana.

Myös tavoiteltua 8-10 %:n liikevoittomarginaalia voidaan pitää korkeana yhtiön nykyrakenne huomioiden (2021: 3,5 %). Fodelian liiketoiminta-alueista kilpailukykyisempi Feelia pystyy tekemään tavoitteen mukaista kannattavuutta (2021: 9,8 %), mutta pääosin keskinkertaisia liiketoimintoja sisältävän Fodelia Retailin puolella tällaisiin marginaaleihin yltäminen ei ole historian valossa realistista (2021: 3,5 %). Lisäksi konsernin kulut syövät osan kannattavuudesta. Fodelia-konserni voisi yltää lähemmäs tavoiteltua tasoa, mikäli Feelialle ja Fodbarille kaavailtu voimakas kasvu toteutuu ja Feelian osuus konsernista kasvaa nykyistä merkittävästi suuremmaksi (osuus liikevaihdosta 2022e: 51 %).

Täytyy myös huomioida, että kasvun tavoittelu tyypillisesti kasvattaa kiinteitä kustannuksia etupainotteisesti, joten voimakas kasvuhakuisuus ja kannattavuuden optimointi eivät välttämättä toteudu yhtäaikaaisesti. Vuoden 2022 organisaatiomuutoksen taustalla oleva ajatus kasvupanostusten keskittämisestä Feeliaan ja kannattavuuden optimointi Fodelia Retailissa on mielestämme omistaja-arvon kasvattamisen kannalta järkevää. Fodelia on viimeisten kahden vuoden aikana tehnyt voimakkaita kasvupanostuksia laajalla rintamalla, joista osa näyttää onnistuneen ja osa epäonnistuneen. Pidämme kasvupanostusten valikoivampaa keskittämistä myönteisenä kehityskulkuna, sillä elintarvikealalla pääoman tuotot jäävät tyypillisesti vaatimattomiksi ja vain alan parhaat liiketoiminnot onnistuvan ylittämään säännöllisesti sijoittajien vaatiman tuottovaatimuksen pääomalle.

# Taloudelliset tavoitteet

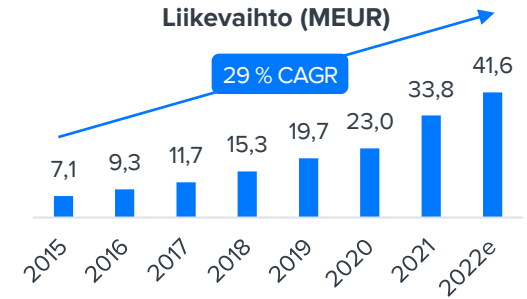
## Fodelian keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

## Lähtökohta


**Liikevaihto**



Liikevaihto 100 MEUR vuonna 2026  
(CAGR 2022-26: 24 %)



**Kannattavuus**



Liikevoittomarginaali noin 8-10 %

Vuosi	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Liikevoittomarginaali	7,9 %	6,2 %	10,8 %	9,2 %	3,6 %	4,1 %	2,4 %

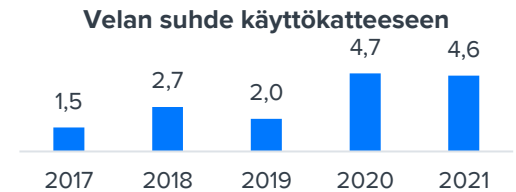
Sijoitetun pääoman tuotto yli 10 %

Vuosi	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Sijoitetun pääoman tuotto	29 %	26 %	34 %	20 %	5,9 %	7,1 %	3,9 %

**Velkaisuus**



Velan suhde käyttökatteeseen alle 3x



**Osinkopolitiikka**



Yli 35 % osingonjakosuhte

Vuosi	2019	2020	2021
Osingonjakosuhte	106 % (EUR 0.07)	79 % (EUR 0.07)	44 % (EUR 0.04)

# Fodelia-konsernin ennusteet (1/2)

## Vahvat kasvunäkymät Feelian ja Fodbarin ansiosta

Arvioimme Fodelian liikevaihdon kasvavan 74 MEUR:oon vuoteen 2026 mennessä, mikä tarkoittaa vahvaa kasvua, mutta jää kuitenkin selvästi yhtiön 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteen alapuolelle. Fodelia-konserni jakautuu kahteen hyvin erilaisen kasvuprofiilin omaavaan liiketoiminta-alueeseen. Ennustamastamme kasvusta valtaosa (27 MEUR) syntyy Feeliasta, kun peilataan vuoden 2021 lähtötasoon. Fodelia Retailin puolen kasvu jäisi vain 5 MEUR:oon. Lisäksi ennustamme Muut yksiköt – rivin liikevaihdon kasvavan 18 MEUR pääosin yhteisyritys Fodbarin ansiosta. Sisäisen liikevaihdon eliminoinnit kasvavat ennusteissamme 10 MEUR:lla.

## Feeliällä hyvät ajurit liikevaihdon kasvulle

Feelia on kasvanut vuoden 2022 tammi-syyskuun aikana 43 % v/v ja arvioimme suhteellisen kasvun jatkuvan kaksinumeroisin prosentein vielä usean vuoden ajan. Yhtiön kasvu on saanut kuluvaan vuonna tukea koronarajoitusten poistumisesta, mutta tämä efekti hiipuu asteittain vuoden 2023 aikana. Toinen vahva ajuri on ollut uusien asiakkuuksien voittaminen hoivasektorilta ja kouluruokailuista, jonka odotamme jatkuvan myös tulevina vuosina. Feelia on hankkinut lukuisia sekä pieniä että suuria asiakkuuksia vuoden 2022 aikana, jotka tuovat yhtiölle jatkuvaluonteista liikevaihtoa tuleviksi vuosiksi. SOTE-uudistus vauhdittanee markkinan murrosta ja uusien kustannuksiltaan tehokkaampien ruokaratkaisujen käyttöönottoa hoiva- ja kouluruokailuissa. Feelian ruokaratkaisut ovat innovatiivisia ja kustannustehokkaita, mikä yhdistettynä suureen loppumarkkinaan tarjoaa runsaasti kasvupotentiaalia. Myös Fodbarin kasvu heijastuu Feelian liiketoiminta-alueen kasvuun, sillä Feelia valmistaa Fodbarin tarjoamat ruoat mikä

kasvattaa sisäistä liikevaihtoa.

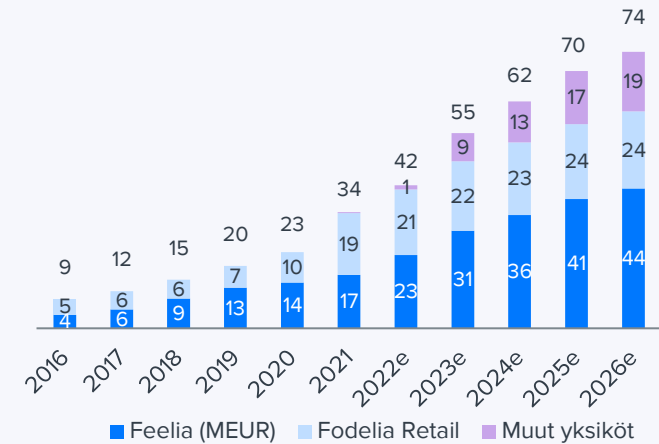
## Fodelia Retailin kasvunäkymät maltilliset

Fodelia Retailin kasvu on vuoden 2022 tammi-syyskuussa ollut vain 6 %, mikä on arvioimme mukaan syntynyt pääasiassa hinnankorotuksista kustannusinflaation seurauksena. Real Snacksissa kasvu on käsityksemme mukaan syntynyt omista brändituotteista, mutta sopimusvalmistuksen volyymit ovat olleet laskussa. Perniön Lihassa ja Pita Factoryssä on puolestaan tiivistetty valikoimaa, mikä on näkynyt pienenä liikevaihdon laskuna. Fodnetin kuluttajille suunnattu ruoan verkkokauppa kasvoi voimakkaasti korona-aikana, mutta kasvu on hyytynyt vuoden 2022 mittaan. Emme aseta merkittäviä odotuksia Feelian tuotteiden menestymiselle päivittäistavara-kaupassa, mutta tämä voisi positiivisessa skenaariossa tukea ennusteitamme. Ennustamme hintojen nousun tukevan Fodelia Retailin kasvua 5-6 %:n tasolle vuosina 2023-24e, minkä jälkeen ennustamme kasvun hidastuvan 3 %:iin vuosina 2025-26e.

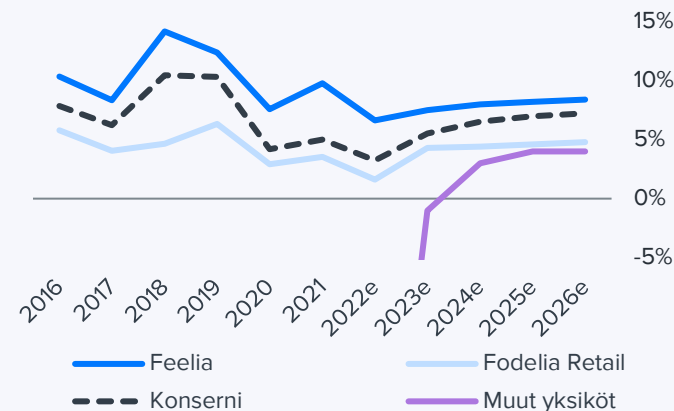
## Fodbarin kasvu näkyy Muut yksiköt -rivillä

Muut yksiköt –rivillä raportoidaan elokuussa 2022 ostettu Marjivasu Oy ja osa yhteisyritys Fodbarin liikevaihdosta. Näemme erityisesti Fodbarissa vahvaa kasvupotentiaalia lähivuosille. Fodbar on voittanut vuoden 2022 aikana useita merkittäviä monivuotisia asiakkuuksia, joiden vuotuinen arvo on arvioimme mukaan noin 8 MEUR (josta Fodelia raportoi puolet). Marjivasun liikevaihto puolestaan on kasvanut peräti 24 %:n vuotuisista vauhtia (2017-21) mutta oletamme suhteellisen kasvun hidastuvan selvästi. Arvioimme valtaosan orgaanisesta kasvusta syntyvän Fodbarista, mutta näemme Marjivasullakin mahdollisuuden yllättää positiivisesti.

## Liikevaihdon kehitys<sup>1</sup>



## EBITA-marginaalin kehitys



Lähde: Inderes

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

# Fodelia-konsernin ennusteet (2/2)

## Vuoden 2022 kannattavuus jää heikoksi

Fodelian kannattavuus on kärsinyt merkittävästi kustannusinflaatiosta vuoden 2022 aikana, sillä yhtiön myyntihinnat eivät ole pysyneet nousevien kustannusten perässä. Lisäksi voimakkaat kasvupanostukset Fodnetissä painoivat alkuvuoden kannattavuutta. Yhtiö on ryhtynyt toimenpiteisiin kannattavuuden parantamiseksi mm. tekemällä organisaatiouudistuksen, johon sisältyy henkilöstövähennyksiä vuoden 2022 aikana sekä juridisten yksiköiden yhdistäminen vuoden 2023 aikana. Myös hintoja on pyritty korottamaan lisää Q3'22:lla huomattavasti heikentyneen kannattavuuden ja nousseiden kustannusten johdosta. Ennustamme vuoden 2022 liikevoittomarginaaliksi 2,4 % (EBITA-%: 3,2 %), mikä tarkoittaa laskua edellisvuodesta (2021 EBIT: 4,1 %, EBITA: 5,0 %).

## Kannattavuuden parantamiseen löytyy rahkeita

Fodelian liiketoiminnoista erityisesti Feelian kannattavuus on historiallisesti ollut elintarvikealan tyypilliseen tasoon nähden vahvaa. Ennustamme Fodelian liikevoittomarginaalin parantuvan asteittain lähivuosina ja yltävän 6,7 % tasolle vuonna 2026 (yhtiön tavoitetaso on noin 8-10 %). Ennustamme kannattavuustaso olisi merkittävä parannus nykytasoon. Historiassa Fodelia on yltänyt jopa 10 %:n raportoituun EBIT:iin vuosina 2018-19, minkä saavuttamista pidämme nykyisellä konsernirakenteella epärealistisena kannattavuutta heikentäneiden yritysostojen vuoksi. Kannattavuuden parantaminen edellyttää liikevaihdon skaalautumista liiketoiminnoissa, joissa kasvuun on panostettu merkittävästi (Feelia ja Fodbar) sekä kustannustehokkuuden parantamista

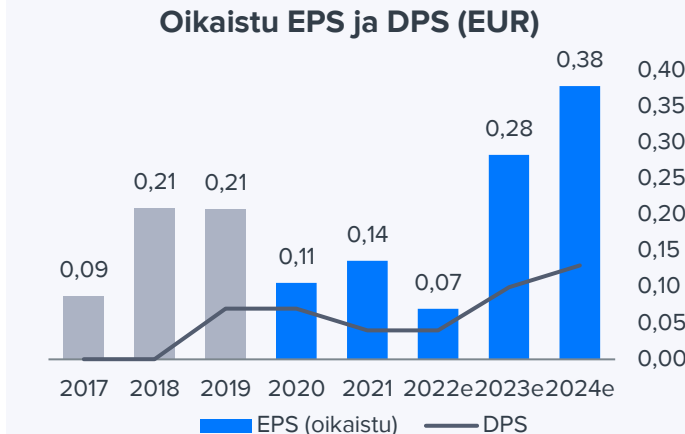
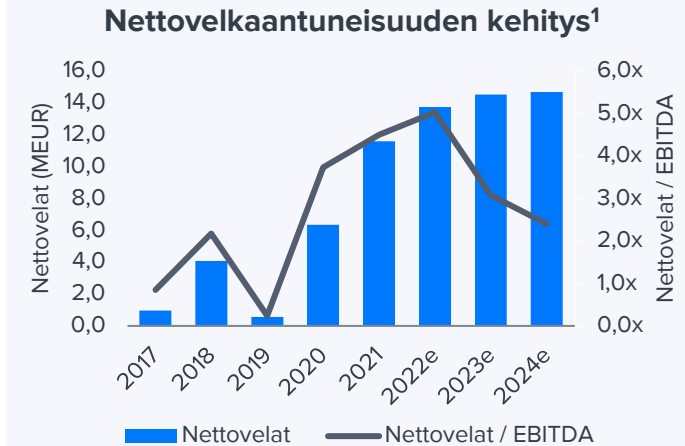
hitammin kasvavissa liiketoiminnoissa (Fodelia Retail). Kannattavuusennusteisiimme sisältyy epävarmuutta, sillä esimerkiksi Fodbarin kannattavuuspotentiaali on vielä hämärän peitossa aikaisen kehitysvaiheen vuoksi. Toisaalta oletuksissa voisi olla nostovaraakin, mikäli Fodelia onnistuisi kannattavassa kasvussa ja sisäisissä kehitystoimissaan optimaalisesti.

## Suhteellinen velkaisuus noussut korkeaksi

Fodelian nettovelkaisuus suhteessa käyttökatteeseen on paisunut korkeaksi (2022e: 5,0x) viime vuosien investointien sekä heikentyneen kannattavuuden myötä. Ennustemme ei huomioi meneillään olevaa Feelian Pyhännän tehtaan myynti- ja takaisinvuokrausoperaatiota, joka toteutuessaan laskisi raportoitua velkaisuutta arviomme mukaan 3,8x:aan (2022e). Lisäksi kannattavuuden parantuminen laskisi nopeasti suhteellista velkaisuutta. Investointitarpeita on nyt käsityksemme mukaan viime vuosia vähemmän, joten oletamme vuotuisten investointien laskevan noin 4 MEUR:oon strategiakauden ajaksi (2021: 6,1).

## Osinko voi jäädä matalaksi lyhyellä aikavälillä

Yhtiön osingonmaksupolitiikka on jakaa vähintään 35% nettotuloksesta osakkeenomistajille. Odotamme maltillista osinkokehitystä vuodelta 2022 heikentyneen kannattavuuden vuoksi, joten arvioimme osingon pysyvän vuoden 2021 tasolla (0,04 euroa per osake) emmekä ainakaan usko yhtiön kasvattavan osakekohtaista osinkoa. Osingonmaksu voisi kuitenkin kasvaa nopeasti keskipitkällä aikavälillä, jos ennusteidemme mukainen kasvu- ja kannattavuuskehitys toteutuu.



Lähde: Inderes

1) Ennustemme eivät huomioi Feelian tehtaan mahdollista myyntiä ja takaisinvuokraamista, joka toteutuessaan laskisi raportoitua velkaantuneisuusastetta merkittävästi.

# Ennustemuutokset

## Fodbarin vahva tilauskertymä tukee liikevaihtoennusteiden nostoa

- Teimme raportin päivityksen yhteydessä ennustemuutoksia. Nostimme liikevaihdon kasvuarviota erityisesti vuoden 2023 osalta, sillä Fodelian puoliksi omistama yhteisyritys Fodbar on voittanut useita ulkoistuskohteita julkisten hankintojen kilpailutuksissa. Ennustamme Fodbarin liikevaihdon kasvavan vuoden 2022 noin 2 MEUR:sta vuonna 2023 11 MEUR:oon, josta Fodelian liikevaihtoon kirjataan arviomme mukaan puolet. Fodbarin voittamat ruokahuoltosopimukset vaikuttavat myös Feelian liikevaihtoon, koska Feelia valmistaa Fodbarin ruoat. Siten myös sisäisen liikevaihdon eliminointien määrä kasvaa.
- Konsernitasolla liikevaihtoennusteemme nousi 9 % vuoden 2023 osalta ja 8 % vuoden 2024 osalta. Tämä johti oikaistun liikevoiton ennusteiden kasvuun 9 %:lla vuodelle 2023 ja 5 % vuodelle 2024.
- Teimme pieniä muutoksia poistoennusteisiin ja rahoituskuluennusteisiin. Muutoksilla oli pieni laskeva vaikutus käyttökatteeseen ja tulokseen ennen veroja.
- Laskimme vuoden 2022 osinkoennusteen vuoden 2021 tasolle 0,04 euroon per osake (aik. 0,05). Vuoden 2022 tuloskehitys sekä tiukka tasetilanne jättävät niukasti varaa osingonmaksulle.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2022e			2023e			2024e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
<b>Liikevaihto</b>	41,6	41,6	0 %	50,5	54,9	9 %	58,0	62,4	8 %
<b>Käyttökate</b>	2,7	2,7	0 %	4,6	4,7	2 %	6,0	6,1	3 %
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	1,3	1,3	0 %	2,8	3,0	9 %	3,9	4,1	5 %
<b>Liikevoitto</b>	1,0	1,0	0 %	2,5	2,7	9 %	3,6	3,7	4 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	0,7	0,7	0 %	2,3	2,3	3 %	3,4	3,3	-1%
<b>EPS (ilman kertaeriä)</b>	0,07	0,07	-6 %	0,27	0,28	6 %	0,38	0,38	0 %
<b>Osakekohtainen osinko</b>	0,05	0,04	-20 %	0,10	0,10	0 %	0,13	0,13	0 %

Lähde: Inderes



# Osakkeen arvostus (1/2)

## Vahvan kasvun yhtiö, jonka pitkän aikavälin kannattavuuteen kohdistuu epävarmuutta

Fodelian sijoitusprofiilissa yhdistyvät Feelian ja Fodbarin vahvat kasvunäkymät kilpailukykyisen tuotevalikoiman ansiosta, defensiivinen loppumarkkina ja suuri markkinapotentiaali. Sijoituksen riskisyyttä lisää yhtiön suhteellisen pieni koko, suhteellisen heikosti tunnetut kuluttajabrändit sekä viime vuosina esiin nousseet toimintaympäristöstä ja kasvupanostuksista johtuneet kannattavuushaasteet.

Osakkeen tulos pohjainen arvostus on toteutuneilla luvuilla suhteellisen korkealla tasolla verrattuna listattuihin verrokkiyhtiöihin, mutta pidämme yhtiön kasvunäkymiä toimialalle poikkeuksellisen vahvoina. Kannattavuuden palauttaminen kestävästi hyvälle tasolle tekisi osakkeen tuotto-odotuksesta houkuttelevan. Yhtiö on kohdannut runsaasti haasteita vuosien 2020-22 aikana johtuen sekä yhtiön sisäisistä asioista kuten kasvu- ja automaatio-investoinneista että varsinkin ulkoisista tekijöistä, kuten koronapandemiasta ja kustannusinflaatiosta. Kannattavuushaasteiden helpottaminen vuoden 2023 aikana voisi toimia positiivisena ajurina yhtiön osakekurssin kehitykselle. Vaadittu muutos suhteessa viimeaikojen kannattavuuteen on kuitenkin iso ja toimialan kannattavuus tyypillisesti matalahko, joten haluamme nähdä enemmän todisteita kannattavuuskäänteestä, ennen kuin olemme valmiit uskomaan siihen täysimääräisesti.

Fodelian markkina-arvo 4,7 euron osakekurssilla on 37 MEUR. Konsernin vuoden 2022 lopun ennustamamme nettovelka on noin 14 MEUR, minkä johdosta velaton yritysarvo (EV) on noin 51 MEUR. Suosimme arvonmäärityksessä EV-pohjaisia kertoimia, jotka ottavat taserakenteen huomioon.

## Verrokkiryhmä arvostuksen tueksi

Olemme keränneet Fodelialle pörssilistatuista elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän, joka koostuu osittain kotimaisista toimijoista (mm. Apetit ja Raisio), mutta mukana on myös isoja kansainvälisiä toimijoita (mm. Orkla ja Nestle). Näemme Fodelian kasvunäkymät merkittävästi parempina verrattuna verrokkiryhmän keskiarvoon, mutta toisaalta yhtiön kannattavuusennusteisiin liittyy enemmän riskejä suhteessa suurempiin ja vakaampiin verrokkeihin.

## Tulos pohjainen arvostus verrokkeja kalliimpi

Tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat toteutunutta tulosta katsottaessa erittäin korkeat, mutta kannattavuuden palauttaminen hyvälle tasolle voisi kääntää arvostuskertoimet nopeasti kohtuulliselle tasolle. Vuoden 2022 oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 68x ja 38, johtuen erityisesti kustannusinflaation aiheuttamasta kannattavuuden heikentymisestä. Vuoden 2023 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat enää 17x eli noin 20-30 % verrokkiryhmän mediaania korkeammat. Yhtiön vahvan kasvunäkymän ansiosta arvostuskertoimet voisivat laskea melko nopeasti ja olisivat vuoden 2024 ennusteilla jo karkeasti linjassa verrokkiryhmän kanssa. EV/EBITDA-kertoimet ovat selvästi oikaistuja EV/EBIT-kertoimia alemmat (2023e: 11x), sillä Fodelia on investoinut viime vuosina runsaasti tuotantokapasiteettiin, minkä johdosta myös poistomassan tulosvaikutus on merkittävä. Arvioimme investointitarpeen olevan vähenemään päin lähivuosina, mutta pitkällä aikavälillä liiketoiminta edellyttää tuotannon ylläpito- ja kasvuinvestointeja, joten pidämme käyttöomaisuuden poistot huomioivaa oikaistua EV/EBIT-kerrointa tärkeimpänä tulos pohjaisena arvostuskertoimena.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,70	4,70	4,70
Osakemäärä, milj. kpl	7,97	7,97	7,97
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	51	52	52
P/E (oik.)	67,4	16,6	12,4
P/E	>100	19,8	14,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	39,1
P/B	2,9	2,6	2,3
P/S	0,9	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	18,7	11,0	8,5
EV/EBIT (oik.)	38,0	17,1	12,8
Osinko/tulos (%)	141,1%	42,0%	39,0%
Osinkotuotto-%	0,9%	2,1%	2,8%

Lähde: Inderes

## Fodelian arvostusta tukevia tekijöitä:

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

## Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Ailahteleva kannattavuus lähihistoriassa
- Toimintaympäristön muutokset voivat vaikuttaa negatiivisesti yhtiöön
- Fodelia Retailin vaatimaton tulos kasvupotentiaali

# Osakkeen arvostus (2/2)

## Liikevaihtopohjainen arvostus

Ennusteidemme mukaiset 2022 ja 2023 EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1,2x ja 0,9x. Kertoimet ovat laskeneet alle verrokkiryhmän mediaanin (1,4x). Elintarvikealalla kannattavuustasot vaihtelevat yhtiökohtaisesti, minkä vuoksi EV/liikevaihto-kertoimen hyödyntäminen arvonmäärityksessä on haastavaa. Feelia liiketoiminta-alueella on etenkin historiallisesti ollut hyvä ja toimialan keskiarvoa parempi kannattavuus, kun taas Fodelia Retailin puolella kannattavuus on heikohko. Feelian osuus konsernin liikevaihdosta tulee tulevaisuudessa kasvamaan, jolloin koko Fodelia-konsernin kannattavuus voisi parantua toimialaa vahvemmaksi. Tämä kuitenkin edellyttää, että Feelian kannattavuus saadaan palautettua hyvälle tasolle vuoden 2022 kustannusinflaation aiheuttamien haasteiden jälkeen.

## Tasepohjainen arvostus

Ennustamme vuoden 2022 lopun omaksi pääomaksi 13 MEUR eli 1,63 per osake. Tämä vastaisi osakkeen nykykurssilla P/B-kerrointa 2,9x, mikä ylittää sekä verrokkiryhmän keskiarvon (2,3x) että mediaanin (1,3x). Pidämme tasepohjaista arvostusta korkeahkona, mutta sille löytyy myös perusteita. Verrokkiryhmän sisällä on suuria eroja tasepohjaisessa arvostuksessa. Arviomme P/B-arvostuserojen heijastelevan yhtiöiden kykyä tehdä tuottoa sijoitetulle pääomalle, taseen rakennetta ja kasvuodotuksia. Fodelian pääomantuottoluvut ovat ennen listautumista olleet erittäinkin

korkeita, mutta vuosien 2020-22 tuotot ovat jääneet pehmeiksi. Ennustamme pääomantuoton kohoavan 8 %:iin vuonna 2023 ja yli 10-12 %:iin vuosina 2024-25, mitä voidaan jo pitää kohtuullisen hyvinä tasoina elintarvikealalla. Pääoman tuottotason parantuminen riippuu kannattavuuskäanteen onnistumisesta, joten ennusteisiin liittyy epävarmuutta. Fodelian kasvunäkymät sen sijaan ovat selvästi verrokkiryhmää paremmat, millä voidaan osittain perustella korkea tasepohjaista arvostusta.

## Osinkopohjainen arvostus

Fodelian taloudelliset tavoitteet tähtäävät yli 35%:n osingonmaksuun suhteessa osakekohtaiseen tulokseen. Ennustamme 0,9-2,8 % osinkotuottoa vuosille 2022-24. Lähivuosien osinkotuotto ei mielestämme ole tällä hetkellä erityisen keskeinen tekijä sijoitustarinan kannalta, sillä näemme yhtiön ensisijaisesti kasvuyhtiönä. Yhtiön osingonmaksukyky jäänee lähivuosina vaatimattomaksi toisaalta taseen velkaisuudesta johtuen ja toisaalta, koska vuoden 2022 tulos on jäämässä heikoksi.

## DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Fodelian oman pääoman arvoksi 37,8 MEUR (4,7 euroa per osake). Ennustemallissamme 2022-2026 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on voimakasta (17 %/v.), mutta kuitenkin alle yhtiön tavoitteen kanssa (yhtiö tähtää 100 MEUR liikevaihtoon vuonna 2026, meidän ennustemme 74 MEUR).

Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 4 %:n tasolle vuosina 2027-30. Vuodesta 2030 alkavalla terminaaliyksiköllä kasvu on 2,5 %. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2026 mennessä 6,7 % tasolle ja pysyy sillä tasolla ennusteperiodin loppuun asti (yhtiön keskipitkän aikavälin tavoite noin 8-10 %). EBIT-marginaaliolotuksemme terminaaliyksikölle on 6,5 %. Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 7,8 %, mikä on suhteellisen korkeahko verrattuna muihin elintarvikealan toimijoihin, mutta maltillinen ottaen huomioon Fodelian liiketoiminnan kehitysvaiheen ja ennusteisiin liittyvän riskitason. Terminaaliyksikön osuus rahavirroista on 77 %, mikä on mielestämme korkea ja heijastelee osakkeen korkeahkoa riskitasoa.

## Tavoitteisiin yltäminen moninkertaistaisi osakkeen arvon

Mikäli Fodelia yltäisi 100 MEUR:n liikevaihtotavoitteeseen ja liikevoittomarginaali nousisi tavoitellun vaihteluvälin (8-10 %) keskikohtaan vuonna 2026, tarkoittaisi tämä 9 MEUR:n liikevoittoa. Kohtuullisella 12x EV/EBIT-kertoimella tämä tarkoittaisi noin 13 euron osakekohtaista hintaa, eli kurssi voisi näillä oletuksilla nousta lähes kolminkertaiseksi nykyiseltä tasoltaan. Neljälle vuodelle jaettuna tämä tarkoittaisi 28 %:n vuotuista tuottoa. Pidämme tavoitteisiin pääsemistä erittäin haastavana viimevuosien kannattavuushaasteiden valossa, vaikka pidämmekin yhtiön kasvunäkymiä vahvoina.



# Sijoitusprofiili

1.

**Vahva kasvuhakuisuus ja hyvät markkinan kasvuajurit**

2.

**Kannattavuus ollut historiassa toimialaa vahvemalla tasolla, mutta viime vuosina kärsinyt pahasti**

3.

**Toimialan kysyntäkuva defensiivinen, mutta kustannusten hallinta luo haasteita**

4.

**Johto ja henkilöstö sitoutuneita yhtiöön huomattavan omistuksen kautta**

5.

**Toimenpiteitä käynnissä kannattavuuden parantamiseksi**

## Potentiaali



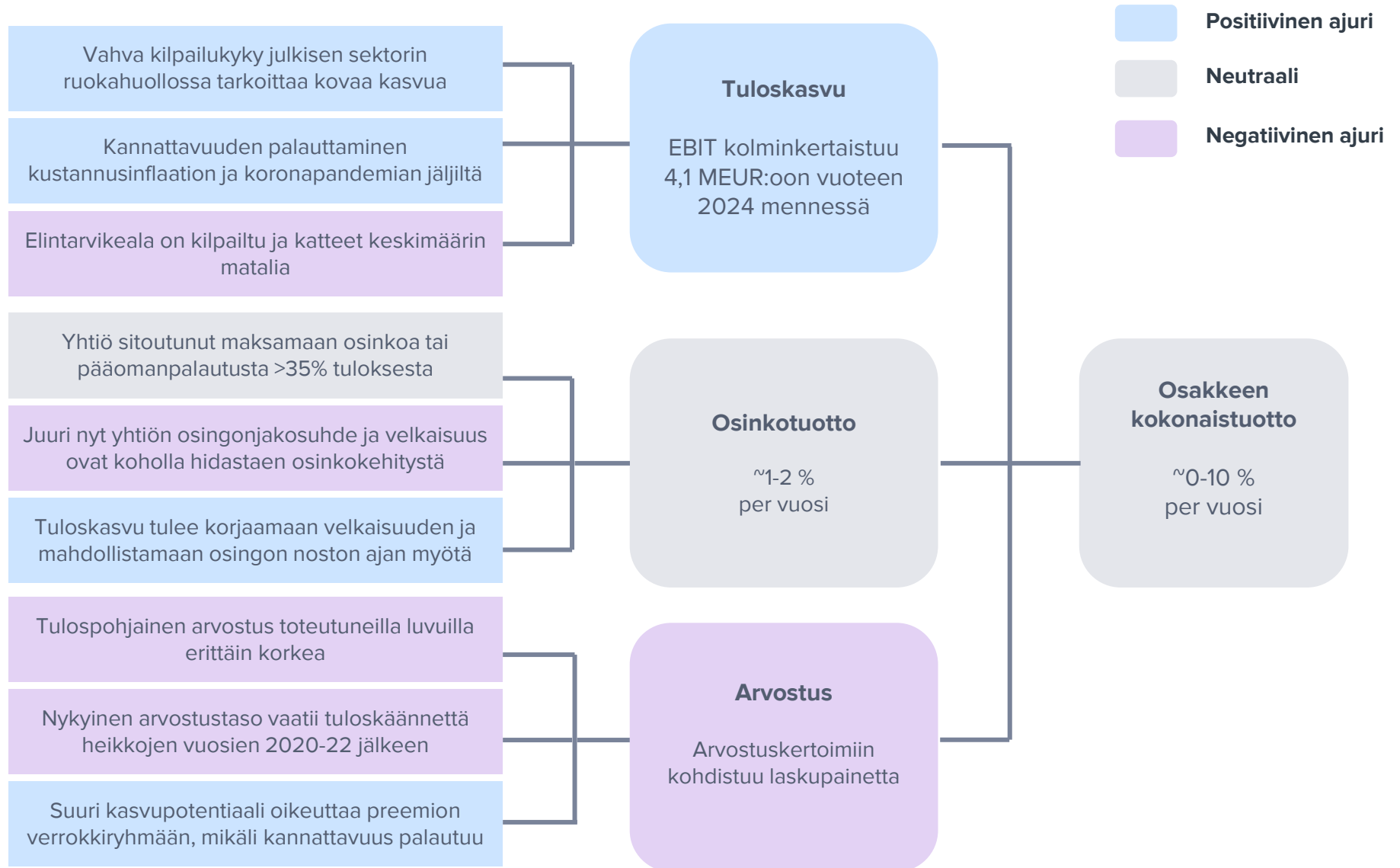
- Feeliassa uniikki tuote- ja palvelukonsepti, joka vastaa hyvin ammattikeittiöiden ja julkisen sektorin tarpeisiin
- Mahdollisuus suuriin kasvuharppauksiin mm. julkisen sektorin tai isojen hoivayhtiösopimusten kautta
- Suotuisat megatrendit taustalla mm. julkisen sektorin kustannuspaineet, ruokahuollon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

## Riskit



- Nopea kasvu voi tuoda mukanaan kasvukipuja (mm. investointien, rekrytointien, yritysostojen tai asiakaspidon epäonnistuminen)
- Feelian vahva kasvu ja kannattavuus voivat houkutella kilpailijoita alalle
- Feelian kasvu on riippuvaista julkisesta sektorista ja poliittisista päätöksistä
- Pieni koko ja haastajan asemassa olevat brändit Fodelia Retailissa voivat rajoittaa liiketoiminta-alueen hinnoitteluvoimaa
- Kannattavuus on kehittynyt viime vuosina epävakaasti ja voi jatkossakin ailahtella varsinkin, mikäli toimintaympäristössä ilmenee haasteita kuten merkittävää kustannusten nousua

# Osaketuoton ajurit vuosille 2022-24

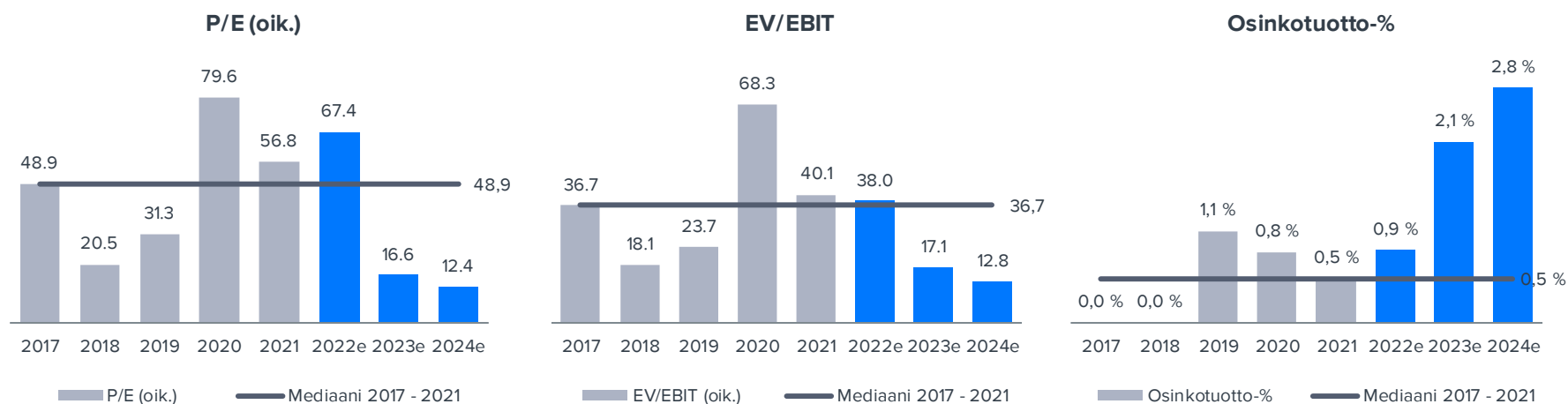


# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,30	4,30	6,50	8,42	7,74	<b>4,70</b>	<b>4,70</b>	<b>4,70</b>	<b>4,70</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,00	6,00	7,05	7,05	7,29	<b>7,97</b>	<b>7,97</b>	<b>7,97</b>	<b>7,97</b>
Markkina-arvo	26	26	46	59	56	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
Yritysarvo (EV)	27	30	46	66	68	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
P/E (oik.)	48,9	20,5	31,3	79,6	56,8	<b>67,4</b>	<b>16,6</b>	<b>12,4</b>	<b>11,4</b>
P/E	48,9	20,5	98,8	95,5	83,8	<b>&gt;100</b>	<b>19,8</b>	<b>14,1</b>	<b>11,4</b>
P/Kassavirta	52,4	neg.	11,5	neg.	neg.	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>39,1</b>	<b>24,9</b>
P/B	19,9	16,0	6,7	6,8	5,7	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
P/S	2,2	1,7	2,3	2,6	1,7	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
EV/Liikevaihto	2,3	1,9	2,4	2,9	2,0	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
EV/EBITDA (oik.)	23,7	15,9	19,5	38,7	26,4	<b>18,7</b>	<b>11,0</b>	<b>8,5</b>	<b>7,1</b>
EV/EBIT (oik.)	36,7	18,1	23,7	68,3	40,1	<b>38,0</b>	<b>17,1</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	106,4 %	79,4 %	43,3 %	<b>141,1 %</b>	<b>42,0 %</b>	<b>39,0 %</b>	<b>40,0 %</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,1 %	0,8 %	0,5 %	<b>0,9 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,5 %</b>

Lähde: Inderes

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



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Apetit	64	60	19,9	11,9	6,6	5,4	0,3	0,3	33,8	16,4	3,5	3,9	0,7
Atria	263	530	12,3	11,3	5,4	5,0	0,3	0,3	7,1	7,9	6,8	7,0	0,6
Raisio	333	298	18,1	13,0	10,9	9,0	1,3	1,3	28,5	17,6	5,1	6,3	1,2
HKScan	98	508	254,2	31,8	7,7	6,4	0,3	0,3			4,1	4,1	
Orkla	6768	8504	11,5	12,1	9,0	9,2	1,5	1,5	12,5	12,6	4,5	4,7	1,7
Danone	34110	46456	14,1	13,0	10,4	9,8	1,7	1,6	15,1	14,0	3,9	4,1	1,8
Cloetta	561	748	11,8	10,6	8,5	7,9	1,2	1,1	12,9	10,8	4,7	4,7	1,3
Nestle	315468	364130	22,6	21,2	18,1	17,0	3,8	3,6	23,6	21,9	2,6	2,8	6,5
Kellogg	23794	30296	17,1	16,3	13,5	12,8	2,1	2,0	17,6	17,5	3,2	3,4	5,6
Kraft Heinz	45789	64254	14,0	13,3	11,3	11,1	2,6	2,5	14,4	14,1	4,1	4,2	1,0
<b>Fodelia (Inderes)</b>	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>38,0</b>	<b>17,1</b>	<b>18,7</b>	<b>11,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>67,4</b>	<b>16,6</b>	<b>0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>39,6</b>	<b>15,5</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>18,4</b>	<b>14,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>15,6</b>	<b>13,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>15,1</b>	<b>14,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>144 %</b>	<b>32 %</b>	<b>94 %</b>	<b>21 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>347 %</b>	<b>18 %</b>	<b>-79 %</b>	<b>-49 %</b>	<b>115 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>23,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>33,8</b>	<b>9,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>	<b>41,6</b>	<b>54,9</b>	<b>62,4</b>	<b>69,7</b>
Feelia	15,7					16,9	5,2	5,6	6,1	6,3	23,2	30,8	35,8	40,8
Fodelia Retail	7,3					19,5	4,7	5,4	5,3	5,2	20,6	21,9	23,0	23,7
Muut yksiköt	-0,4					0,3	0,1	0,1	0,4	0,7	1,4	8,9	12,9	16,8
Eliminoinnit	0,3					-2,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-3,6	-6,7	-9,2	-11,5
<b>Käyttökate</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-1,7	-2,0	-2,4	-2,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>
Feelia	1,2					1,7	0,4	0,5	0,2	0,5	1,5	2,3	2,9	3,3
Fodelia Retail	0,2					0,7	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,9	1,0	1,1
Muut yksiköt	-0,5					-0,5	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	0,7
Eliminoinnit	0,0					-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6
Nettorahoituskulut	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>
Verot	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,08</b>	<b>0,04</b>	<b>0,14</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,07</b>	<b>0,28</b>	<b>0,38</b>	<b>0,41</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,07</b>	<b>0,03</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,24</b>	<b>0,33</b>	<b>0,41</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2020</b>	<b>Q1'21</b>	<b>Q2'21</b>	<b>Q3'21</b>	<b>Q4'21</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	16,8 %					47,4 %	22,3 %	18,8 %	23,2 %	26,8 %	22,8 %	32,0 %	13,7 %	11,6 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-50,9 %					76,2 %	266,4 %	91,2 %	-71,9 %	-19,2 %	-20,7 %	125,4 %	34,5 %	10,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,4 %	4,7 %	5,0 %	11,3 %	8,9 %	7,6 %	7,1 %	6,1 %	5,4 %	7,7 %	6,6 %	8,6 %	9,8 %	10,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,2 %	1,2 %	1,8 %	9,5 %	6,9 %	5,0 %	3,5 %	2,8 %	2,2 %	4,4 %	3,2 %	5,5 %	6,5 %	6,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,7 %	-1,3 %	0,6 %	5,9 %	2,2 %	2,0 %	0,5 %	-0,1 %	-0,3 %	2,1 %	0,5 %	3,5 %	4,2 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>14,1</b>	<b>19,2</b>	<b>23,9</b>	<b>25,8</b>	<b>27,4</b>
Liikearvo	0,0	0,1	2,4	2,4	2,4
Aineettomat hyödykkeet	4,1	5,8	5,6	5,4	5,1
Käyttöomaisuus	9,8	12,9	15,9	18,1	20,0
Sijoitukset osakkuusryhtyksiin	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>12,9</b>	<b>16,5</b>	<b>18,7</b>
Vaihto-omaisuus	1,8	2,8	3,7	4,9	5,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,3	4,0	5,0	6,0	6,9
Likvidit varat	1,7	0,3	4,2	5,5	6,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>20,9</b>	<b>26,4</b>	<b>36,8</b>	<b>42,3</b>	<b>46,1</b>

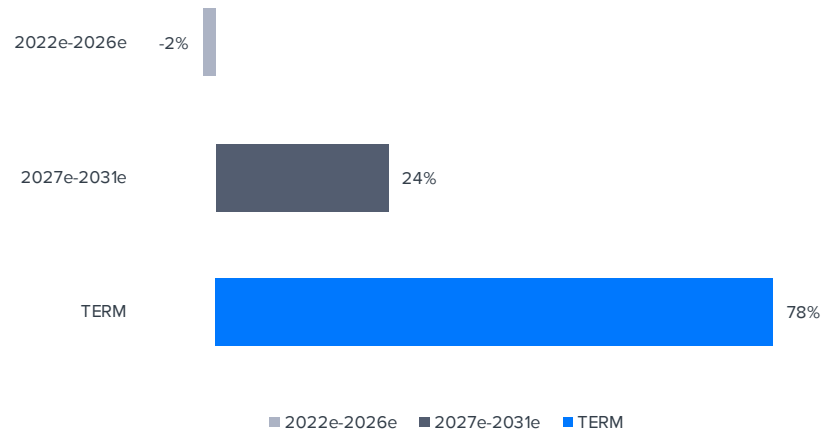
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>	<b>13,0</b>	<b>14,6</b>	<b>16,4</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	0,2	0,8	0,7	2,3	4,2
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	8,5	9,0	12,2	12,2	12,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>5,8</b>	<b>7,4</b>	<b>8,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	7,4	8,9	10,0	10,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6,3</b>	<b>9,2</b>	<b>14,8</b>	<b>17,7</b>	<b>19,2</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	4,5	8,9	10,0	10,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,8	4,6	5,8	7,7	8,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>20,9</b>	<b>26,4</b>	<b>36,8</b>	<b>42,3</b>	<b>46,1</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	47,4 %	22,8 %	32,0 %	13,7 %	11,6 %	6,7 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	4,1 %	2,4 %	4,9 %	6,0 %	6,5 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,7	2,0	2,4	2,8	3,3	3,6	3,6	3,6	2,1	2,1	
- Maksetut verot	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>6,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,3	-6,5	-4,0	-4,0	-4,5	-3,9	-3,7	-3,7	-3,5	-2,2	-2,7	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-5,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	
+/- Muut	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,8	-5,0	-0,2	1,0	1,5	3,0	3,8	3,9	4,3	4,3	4,0	76,3
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-5,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>38,5</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		49,6	54,6	54,7	53,9	52,7	50,5	47,9	45,4	42,8	40,5	38,5
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>49,6</b>										
- Korolliset velat		-11,9										
+ Rahavarat		0,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>37,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>4,7</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	19,7	23,0	33,8	41,6	54,9	EPS (raportoitu)	0,07	0,09	0,09	0,03	0,24
Käyttökate	2,4	1,7	2,6	2,7	4,7	EPS (oikaistu)	0,21	0,11	0,14	0,07	0,28
Liikevoitto	1,8	0,8	1,4	1,0	2,7	Operat. kassavirta / osake	0,35	0,21	0,17	0,19	0,48
Voitto ennen veroja	0,8	0,7	1,0	0,7	2,3	Vapaa kassavirta / osake	0,57	-0,96	-0,52	-0,63	-0,02
Nettovoitto	0,5	0,6	0,7	0,2	1,9	Omapääoma / osake	0,97	1,24	1,36	1,63	1,83
Kertaluontoiset erät	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	Osinko / osake	0,07	0,07	0,04	0,04	0,10
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	14,3	20,9	26,4	36,8	42,3	Liikevaihdon kasvu-%	28 %	17 %	47 %	23 %	32 %
Oma pääoma	6,9	8,8	9,9	13,0	14,6	Käyttökateen kasvu-%	27 %	-29 %	52 %	6 %	73 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,1	2,4	2,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	19 %	-51 %	76 %	-21 %	125 %
Nettovelat	§	6,3	11,6	13,7	14,5	EPS oik. kasvu-%	-1 %	-49 %	29 %	-49 %	306 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	12,1 %	7,4 %	7,6 %	6,6 %	8,6 %
Käyttökate	2,4	1,7	2,6	2,7	4,7	Oik. Liikevoitto-%	10,0 %	4,2 %	5,0 %	3,2 %	5,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,6	-0,2	-0,9	-0,7	-0,4	Liikevoitto-%	9,2 %	3,6 %	4,1 %	2,4 %	4,9 %
Operatiivinen kassavirta	2,5	1,5	1,3	1,5	3,8	ROE-%	10,9 %	8,0 %	7,2 %	2,0 %	13,7 %
Investoinnit	-2,8	-8,5	-6,3	-6,5	-4,0	ROI-%	19,8 %	5,9 %	7,1 %	3,9 %	8,2 %
Vapaa kassavirta	4,0	-6,8	-3,8	-5,0	-0,2	Omavaraisuusaste	48,0 %	42,0 %	37,5 %	35,4 %	34,5 %
						Nettovelkaantumisaste	8,2 %	72,3 %	117,2 %	105,4 %	99,4 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	2,4	2,9	2,0	1,2	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	19,5	38,7	26,4	18,7	11,0						
EV/EBIT (oik.)	23,7	68,3	40,1	38,0	17,1						
P/E (oik.)	31,3	79,6	56,8	67,4	16,6						
P/B	6,7	6,8	5,7	2,9	2,6						
Osinkotuotto-%	1,1 %	0,8 %	0,5 %	0,9 %	2,1 %						

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/11/2019	Lisää	5,50 €	5,20 €
16/12/2019	Myy	5,80 €	6,40 €
26/02/2020	Lisää	7,50 €	6,75 €
23/03/2020	Lisää	6,50 €	6,00 €
19/08/2020	Myy	7,50 €	8,55 €
08/10/2020	Vähennä	7,50 €	7,90 €
13/10/2020	Vähennä	7,00 €	7,36 €
28/12/2020	Vähennä	8,00 €	8,29 €
19/02/2021	Vähennä	7,50 €	7,95 €
05/05/2021	Lisää	8,50 €	7,70 €
12/08/2021	Vähennä	8,50 €	8,28 €
27/09/2021	Lisää	8,50 €	7,70 €
03/11/2021	Lisää	10,00 €	8,76 €
02/02/2022	Lisää	8,50 €	7,48 €
09/02/2022	Lisää	8,20 €	7,10 €
03/05/2022	Vähennä	7,40 €	7,00 €
10/08/2022	Vähennä	5,50 €	5,48 €
31/08/2022	Lisää	5,50 €	4,69 €
31/10/2022	Vähennä	4,00 €	4,40 €
02/11/2022	Vähennä	3,70 €	4,05 €
28/11/2022	Vähennä	4,40 €	4,70 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**