

Fodelia

Yhtiöraportti

26.9.2021 20:15



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvutarina houkuttaa ohjeistusriskistä huolimatta

Odotamme kotimaisen ruoka-alan holdingyhtiöltä Fodelialta kiihtyvää kasvua ja toipuvaa kannattavuutta heikohkon alkuvuoden jälkeen. Sekä tehdasinvestointeihin liittyvät operatiiviset haasteet että koronapandemiaan liittyvät markkinakysyntää haitanneet tekijät siirtyvät vähitellen sivuun. Vuoden 2021 kannattavuusohjeistukseen pääsemiseen emme enää usko, mutta liikevaihdon osalta ohjeistus voidaan jopa ylittää. Arvostus on selvästi verrokkeja korkeampi, mutta suuri tuloskasvupotentiaali ja hyvät kilpailuedut mielestämme oikeuttavat korkeat kertoimet. Nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) viimeaikaisen kurssilaskun myötä ja toistamme 8,5 euron tavoitehinnan.

Feelia on konsernin arvонуontipotentiaalin terävin kärki

Fodelia on suomalainen vuonna 2019 perustettu elintarvikeyritysten holdingyhtiö. Konsernin arvонуonti-potentiaalin ydin muodostuu Feeliasta, jonka autoklaaviteknologialla valmistetut valmisruoat ovat hinta/laatu-suhteeltaan erinomaisia ja tarjoavat jopa 6kk pitkät säilyvyysajat. Toinen pitkäaikainen konserniyhtiö Real Snacks on myös kasvanut hyvin historiassa, mutta sen kannattavuus on Feeliaa matalampi emmekä näe sen ja muiden konserniyhtiöiden välillä merkittäviä liiketoiminnallisia synergioita. Yritysostojen kautta vuodenvaihteessa 2020-21 hankitut Perniön Liha ja Pita Factory tarjoavat maltillista arvонуontipotentiaalia kustannus- ja jakelusynergioiden ansiosta.

Kasvua verkkokaupasta ja kuntien ruokaulkoistuksista

Odotamme Fodelian kasvun nojaavan pääasiassa Feelian kykyyn voittaa markkinaosuuksia uudistamalla suomalaista elintarvikemarkkinaa. Feelian kustannustehokkaiden ratkaisujen merkitys koulu- ja hoivaruoailulle tulee korostumaan kuntatalouden kiristyessä ja työntekijäpulan voimistuessa. SOTE-uudistus kiihdyttäneen siirtymää perinteisestä keskuskeittiövetoisesta ruokahuollosta kohti kustannus-tehokkaampia ratkaisuja hoiva-alan päätöksenteon siirtyessä kunnilta hyvinvointialueille vuonna 2023. Näemme Feelian tuotteilla selkeitä kilpailuetuja myös kuluttajille suunnatussa verkkokaupassa, mikä on kasvanut vauhdilla viimeisen vuoden aikana ja tulee hyötymään Pyhännän tuoreesta tehdaslaajennuksesta.

Kuluvan vuoden kannattavuusohjeistukseen vaikeaa yltää, pitkän aikavälin tavoitteet tehtävissä

Fodelia ohjeistaa vuoden 2021 liikevaihdon yltävän noin 30-35 miljoonaan euroon (ennusteemme 36 MEUR) ja liikevoittomarginaalin noin 5-8 %:iin (ennusteemme 3,9%). Hyväkään kannattavuus H2:lla ei arviomme mukaan riitä kuromaankin alkuvuoden heikkoa kannattavuutta umpeen, mutta liikevaihto-ohjeistus voidaan jopa ylittää. Yhtiö tavoittelee 60 MEUR liikevaihtoa ja yli 10% EBIT-marginaalia vuonna 2024 (ennusteemme MEUR 57 liikevaihto ja 9,7% EBIT-marginaali). Kunnianhimoiseen liikevaihtotavoitteeseen yltäminen vaatisi 27% vuosittaista kasvua, mikä on mielestämme saavutettavissa Feelian ja verkkokaupan onnistuessa kasvustrategiassaan.

Laskenut osakekurssi ja hyvä tuloskasvupotentiaali oikeuttavat lisää-suosituksen

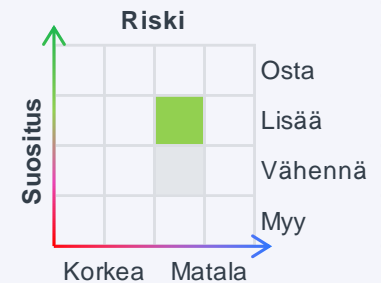
Osakkeen hinnoittelu on korkea, sillä vuoden 2022e EV/EBIT-kerroin 21x ja P/E 23x ovat 34% ja 50% yli verrokki-ryhmän. Pidämme Fodelian pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusnäkyviä kuitenkin poikkeuksellisen vahvoina defensiivisellä elintarvikesektorilla. Odotamme osakkeelta 10-15% vuosittaista tuottoa tuloskasvun vetämänä ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) muuttumattomalla tavoitehinnalla 8,5 euroa osakkeelta.

Suositus

Lisää
(aik. Vähennä)

8,50 EUR
(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:
7,70



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	23,0	36,0	43,4	49,8
kasvu-%	17 %	57 %	20 %	15 %
EBIT oik.	1,0	1,7	3,1	4,5
EBIT-% oik.	4,2 %	4,8 %	7,2 %	9,0 %
Nettotulos	0,6	0,9	2,1	3,1
EPS (oik.)	0,11	0,17	0,33	0,48
P/E (oik.)	79,6	44,3	23,1	16,0
P/B	6,8	6,1	5,3	4,4
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,0 %	1,7 %	2,7 %
EV/EBIT (oik.)	68,3	37,0	20,6	14,3
EV/EBITDA	38,7	21,6	14,2	10,6
EV/Liikevaihto	2,9	1,8	1,5	1,3

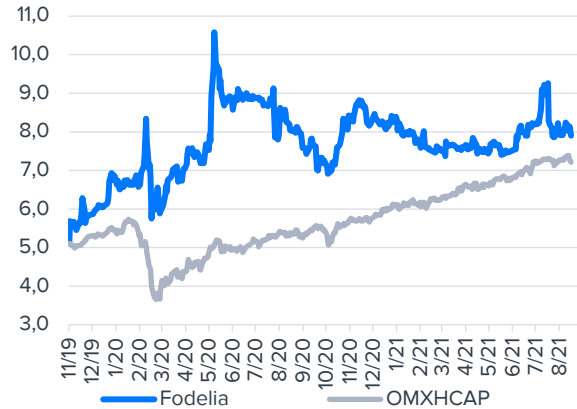
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

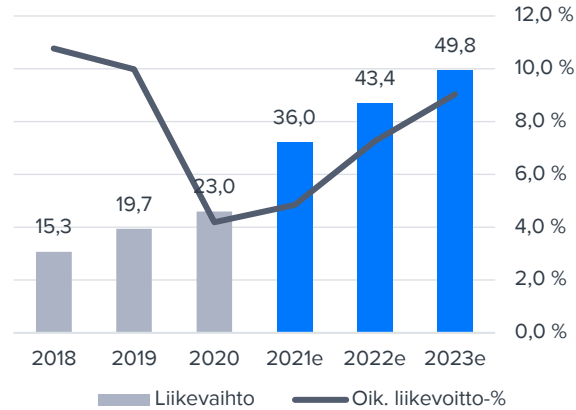
Yhtiö arvioi vuoden 2021 liikevaihdon olevan noin 30-35 MEUR (2020: 23,0 MEUR) ja liikevoittomarginaalin olevan noin 5-8 % (2020: 3,7 %).

Osakekurssi



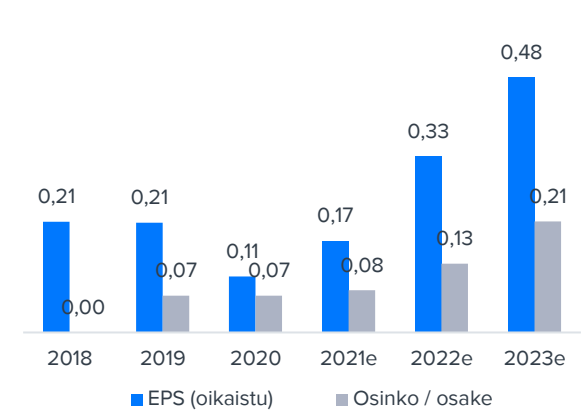
Lähde: Thomson Reuters

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 ammattikeittiön kustannuspaineet
- Vahvat kasvunäkymät Suomessa ja mahdollisuuksia myös ulkomailla
- Mahdollisuus lisäarvon luontiin portfolioyhtiöiden omistajajärjestelyjen kautta
- Ruoan verkkokaupan kasvu



Riskitekijät

- Kuluvan vuoden kannattavuusohjeistukseen on vaikeaa yltää
- Foodservice-sektorin hidas toipuminen koronapandemiasta
- Nopea kasvu vaatii investointeja, luo kasvukipuja ja houkuttelee kilpailijoita
- Suomen elintarvikesektorin haastava toimintaympäristö
- Real Snacksin riippuvuus isoista asiakkaista
- Konsernin kulurakenne voi paisua suunnitellusta tasosta
- Yritysostojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,70	7,70	7,70
Osakemäärä, milj. kpl	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	56	56	56
Yritysarvo (EV)	64	65	64
P/E (oik.)	44,3	23,1	16,0
P/E	60,5	27,1	18,0
P/Kassavirta	>100	>100	41,6
P/B	6,1	5,3	4,4
P/S	1,6	1,3	1,1
EV/Liikevaihto	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	21,6	14,2	10,6
EV/EBIT (oik.)	37,0	20,6	14,3
Osinko/tulos (%)	62,8 %	45,8 %	49,0 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,7 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus

Fodelia lyhyesti

Fodelia on suomalainen vuonna 2019 perustettu elintarvikeyritysten holdingyhtiö. Konserni muodostuu emoyhtiöstä (Fodelia Oyj) ja viidestä sen 100 %:sesti omistamasta tytäryhtiöstä (Feelia, Real Snacks, Fodnet, Perniön Liha ja TJ Jockis, joka omistaa Pita Factoryn). Konserniin kuuluu myös Bravedon kanssa perustettu yhteisyritys (Fodbar), josta Fodelia omistaa 50 %. Konsernin kotipaikka on Pyhäntä ja sen tuotantolaitokset sijaitsevat Pyhännällä, Kokkolassa, Salossa ja Jokioisissa.

Feelia tarjoaa terveellisiä ja vastuullisia valmisruokatuotteita ammattikeittiöille sekä kauppojen ruokapalvelukonsepteihin. Fodnet ja Fodbar edustavat uusia jakelukanavia pääasiassa Feelian tuotteille. Fodnet ylläpitää verkkokauppaa, joka myy konsernin tuotteita suoraan kuluttajille ja Fodbar myy avaimet käteen –ateriaratkaisua kunta-asiakkaille ja yritysille. Real Snacks tuottaa perunalastuja sekä maissi- ja kauravälipaloja pääosin kotimaisten ja ulkomaisten päivittäis-tavara-kauppojen valikoimiin. Pita Factory valmistaa kotimaisia välipalatuotteita ja pitaleipää kuluttajille, kaupalle ja alihankintana elintarviketeollisuudelle. Perniön Liha valmistaa korkealaatuisia lihatuotteita ja on tunnettu etenkin Perniön ja Helsingin Makkaratehdas -brändeistään.

Fodelia-konsernin yhteenlaskettu liikevaihto vuodelta 2020 oli 23,0 MEUR ja liikevoitto 0,8 MEUR (EBIT 3,6 %). Konserniyhtiöissä työskenteli vuoden 2020 aikana yhteensä keskimäärin 89 henkilöä, mutta määrä kasvoi mm. yritysostojen myötä 131 henkilöön H1 2021 aikana.

Emoyhtiö vastaa konsernin johtamismallista, sijoittajaviestinnästä, investoinneista ja rahoituksesta sekä koordinoi konsernin ulkoistettua taloushallintoa

sekä IT-palveluita. Fodelian konsernihallinnon palveluksessa työskentelee kolme henkilöä mukaan lukien toimitusjohtaja Mikko Tahkola ja talousjohtaja Kati Kokkonen.

Strategiset tavoitteet

Fodelian strategisena tavoitteena on olla halutuina 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. Yrityskauppojen seurauksena osaksi konsernia ovat päätyneet mm. Perniön Liha, Pita Factory ja Beofood, joka sulautettiin osaksi Feeliaa. Näemme portfolioyhtiöiden omistaja-järjestelyiden olevan keino luoda omistaja-arvoa myös tulevaisuudessa. Fodelian johto näkee nykyisissä omistuksissaan merkittävää arvonluontipotentiaalia ja keskittäneen tämänhetkiset resurssinsa niiden kannattavan kasvun tukemiseen. Yhtiöllä on tiukat yritysostokriteerit ja ostokohteelta edellytetään, että sen liiketoiminta kantaa yli toimialan hetkellisten trendien.

Konsernirakenne

 Fodelia	Fodelia Oyj (Konsernin emoyhtiö)
	Feelia Oy (100 %:n omistus)
	Real Snacks Oy (100 %:n omistus)
	Perniön Liha Oy (100 %:n omistus)
	Pita Factory Oy (100 %:n omistus TJ Jockis Oy:n kautta)
	Fodnet Oy (100 %:n omistus)
	Fodbar Oy (50 %:n omistus)

Fodelia

Fodelia Oyj lyhyesti

- Vuonna 2019 perustettu suomalainen elintarvikeyritysten holdingyhtiö
- Holdingyhtiön palveluksessa on 3 henkilöä mukaan lukien toimitusjohtaja Mikko Tahkola ja talousjohtaja Kati Kokkonen
- Strategisena tavoitteena on suomalaisen elintarviketeollisuuden kestävä tulevaisuuden rakentaminen tarjoamalla puhdasta, paikallisesti ja vastuullisesti tuotettua ruokaa.
- Konsernin liikevaihto 2020: 23,0 MEUR (kasvu 17 %)
- Konsernin oikaistu liikevoitto 2020: 1,0 MEUR (EBIT 3,6 %)
- Konsernin henkilöstö keskimäärin H1 2021: 131 (sis. vuokratyövoima)

Asiakkaat*



Fodelian tarjoamat konsernipalvelut

Itse tuotetut palvelut

- Johtamismalli
- Sijoittajaviestintä
- Investoinnit ja rahoitus



Ulkoistetut palvelut

- Taloushallinto
- HR-palvelut
- IT-palvelut



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

Konserniyhtiöt



Resurssit

Laadukkaat raaka-aineet lähialueilta



Modernit tuotantolaitokset (5kpl)



Henkilöstö H1 2021
131 kpl (sis. vuokratyövoima)



Tehokas logistiikka



Jakelukanavat



Kolmansien osapuolten jakelukanavat



Oma Verkkokauppa

Esimerkkejä tytäryhtiöiden kilpailijoista



Apetit

Ruoka.fi
Oma kauppa verkossa.

COMPASS GROUP

Estrella

Atria



Saariainen



Kauppahalli24.fi
luonnollisesti tuoreaa.

palmia

Pringles

Arla HKSCAN

Foodie.fi

sodexo

TAFFEL

RUOKA BOKSI

ARKEA

LINKOSUO

Kustannusrakenne % liikevaihdosta (2020)



Henkilöstökulut
(15 %)



Materiaalit ja palvelut
(50 %)

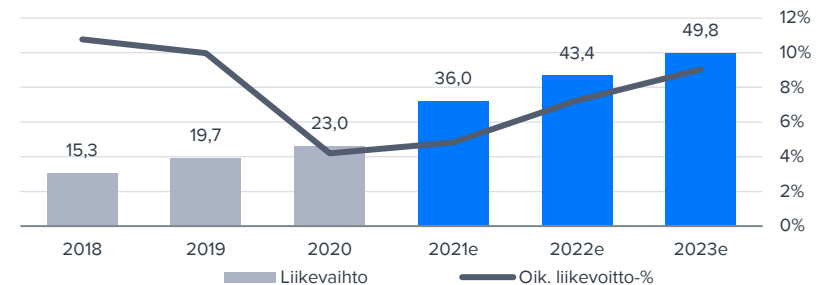


Liiketoiminnan muut kulut
(23 %)



Poistot ja arvonalentumiset
(1 %)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Feelia

Feelia lyhyesti

Feelia on suomalainen elintarviketeollisuuden toimija, joka tuottaa ja tarjoaa terveellisiä ja vastuullisia valmisruokatuotteita ammattikeittiöille, kauppojen ruokapalvelukonsepteihin sekä suoraan kuluttajille. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluu yli 150 eri tuotetta sisältäen mm. keittoja, vuokaruokia, kastikkeita ja puuroja.

Feelian tuotteita myydään liikenneasemilla, lounas- ja henkilöstöravintoloissa, kahviloissa, kioskeissa, pienissä ravintoloissa, kouluissa ja hoivayksiköissä sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Tuotteita myydään kuluttajille myös päivittäistavara-kaupan kautta (esim. Take-a-Soup -konsepti, Tokmannin verkkokauppa ja sellaisenaan kaupan hyllyissä) ja oman verkkokaupan kautta (feeliaruokakauppa.fi) kotiovelle toimitettuna.

Feelian liikevaihto vuonna 2020 oli 15,7 MEUR (kasvu 22 %) ja liikevoitto oli 1,2 MEUR (EBIT 7,4 %). Samaisena vuonna Feelia työllisti keskimäärin 58 henkilöä, josta suurin osa työskentelee tuotannossa. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2014 lähtien Jukka Ojala.

Historia

Feelia Oy on perustettu Pyhännällä vuonna 2007 Tekesin ja omistajien rahoituksella. Yhtiön konsentraattikeitoille myönnettiin patentti vuonna 2012. Feelia rakensi uuden tehtaan Pyhännälle vuonna 2013 ja laajensi tehdastaan vuonna 2016 kasvattaakseen tuotantokapasiteettiaan. Vuonna 2017 Feelia aloitti viennin muihin Pohjoismaihin. Vuonna 2018 Feelia investoi uuteen tehtaaseen kasvaneen kysynnän myötä, mikä lisäsi

merkittävästi yhtiön tuotantokapasiteettia ja tehokkuutta. Vuonna 2019 Fodelia osti kebaputuotteistaan tunnetun Beofoodin, joka sulautettiin konserniin osaksi Feeliaa. Uusittu Feelia Ruokakauppa –verkkokauppa avattiin alkuvuodesta 2020 ja eriytettiin erilliseksi yhtiöksi (Fodnet) toukokuussa 2021. Feelia investoi vuonna 2020 tehdaslaajennukseen, joka mahdollisti tuotantokapasiteetin kolminkertaistamisen sekä tuotevalikoiman laajentamisen muun muassa erikoisruokavaliotuotteisiin ja pienempiin kuluttajapakkauksiin, joille yhtiö odottaa vahvaa kysyntää mm. verkkokaupan kasvun myötä.

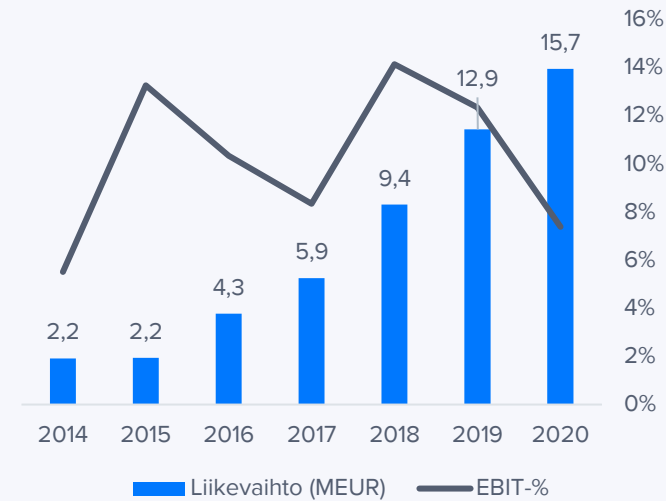
Pitkälle kehitetty ja osittain patentoitu valmistusprosessi

Feelia käyttää tuotannossaan autoklaavitekniikkaa, jonka käytöstä elintarvikkeiden valmistuksessa sillä on patentti. Feelia on tehnyt kehitystyötä valmistusmenetelmän ja -prosessin hiomiseksi vuodesta 2007 lähtien. Autoklaavitekniikassa tuote valmistetaan ensin 90-120 asteiseksi, jonka jälkeen se jäähdytetään nopeasti lähelle nollaa. Autoklaavitekniikka parantaa tuotteiden säilyvyyttä jääkaappilämpötiloissa, vähentää ruokahävikkiä ja pienentää tarvittavan varastotilan kokoa.

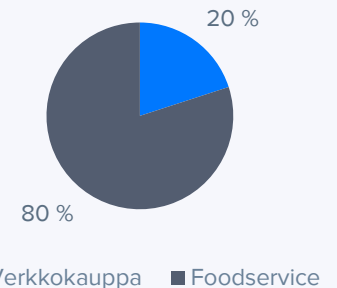
Feelia-tuotteet ovat valmiita ilman kypsentämistä ja niissä voi hyödyntää myös erä- ja kylmävalmistusta. Yhtiön mukaan valmiit- ja puolivalmiit tuotteet säilyvät jääkaappilämpötiloissa jopa puoli vuotta täysin ilman lisä- tai säilöntäaineita. Kaikki tämä vähentää ruoan valmistuksessa vaadittavia investointeja, kustannuksia ja työvoiman tarvetta.



Feelian liikevaihto ja kannattavuus



Liikevaihdon jakauma Q2 2021*



*Inderesin arvio

Feelian tuotevalikoima

Keitot ja liemet

Tuoteryhmään kuuluvat keittopohjat sekä käyttövalmiit keitot, jotka sisältävät kalaa, lihaa tai vihanneksia. Lisäksi tuoteryhmä sisältää monia gluteenittomia ja laktoosittomia vaihtoehtoja.



Puurot

Tuoteryhmä koostuu riisi-, ohra- ja manna-suurimopuuroista, jotka kaikki ovat laktoosittomia ja käyttövalmiita kuumentamisen jälkeen.



Laatikot

Tuoteryhmä sisältää erilaisia perinteisiä suomalaisia ruokia kuten liha-makaronilaatikon ja pyttipannun.



Juurekset

Tuoteryhmään kuuluvat mm. porkkanat, punajuuret, sekä nauriit, joita kaikkia voidaan tarjoilla lisukkeina.



Kastikkeet ja lihat

Kastikkeisiin ja lihoihin kuuluvat erilaiset liha-, kala- ja kasvisvaihtoehdot sekä dipit, joita voidaan tarjoilla yhdessä esimerkiksi juures- tai perunatuoteryhmien tuotteiden kanssa.



Perunat

Tuoteryhmään kuuluvat mm. kermaperunat tai perunamuusi, jotka juuresten tavoin voidaan tarjoilla lisukkeina.



- ✓ Tuotteisiin ei lisätä lainkaan lisä- tai säilöntäaineita
- ✓ Autoklaavitekniikalla vakuuissa esivalmistetut ruoat ovat hyvin säilyviä (suurin osa tuotteista säilyy jääkaappilämpötilassa jopa puoli vuotta) ja pieneen varastotilaan meneviä
- ✓ Tuotteet ovat valmiita ilman kypsentämistä
- ✓ Ennen käyttöä tulee lisätä vain nestettä ja lämmittäjä

Arvo
asiakkaalle

- ✓ Feelian tuotteet vähentävät:
 - ✓ ruoan valmistuksessa vaadittavaa aikaa
 - ✓ investointeja
 - ✓ kustannuksia
 - ✓ työvoiman tarvetta





Tehtaalta lähtevän pakkaus



Esillepano mm. kaupassa tai huoltoasemalla



Feelian tuotekonseptit ja asiakkaat

Tuotekonsepti	Osuus Feelian liikevaihdosta ¹	Mitä?	Kenelle?	Esimerkkiasiakas ²
Feelia Lounas	10-15 %	Maistuvaa ruokaa, jolla asiakas alentaa yksikkökustannuksia	Liikenneasemat lounas- ja henkilöstöravintolat	 
Feelia Koulu	30 %	Ravitsemussuosituksen mukaista ruokaa, ilman mittavia keittiöinvestointeja	Kuntien ja kaupunkien keskuskeittiöt	
Feelia Hoiva	30-35 %	Turvallista ja terveellistä ruokaa, joka vapauttaa resursseja hoivatyöhön	Kuntien ja kaupunkien keskuskeittiöt Hoivakodit	 
Feelia Fast Casual	0-5 %	Nopeaa, laadukkaasti räätälöityä ruokaa, joka erilaistaa kilpailijoista	Pubit, kahvilat ja pienet ravintolat	 
Feelia Verkkokauppa	15-20 %	Esivalmistetut kotiruuat toimitettuna suoraan kotiovelle verkkokaupan kautta	Kotitaloudet	
Feelia Tapahtuma	2 %	Vaivattomaksi räätälöidyt ruokaratkaisut tapahtumiin ja tilaisuuksiin	Referenssejä: Levi World Cup, Ruka Nordic, Suiveurat ja Finntriathlon	 
Feelia Vienti	1 %	Erinomainen alusta kestäväälle kasvulle eri konsepteissa	Paikalliset yhteistyökumppanit	
Feelia Take-a-Soup	1-2 %	Maukkaat ja terveelliset take-away-keitot. Valmiita konsepteja löytyy jo yli 50	Kahvilat ja kioskit Kaupat ja ravintolat	

1) Inderesin arvio tuotekonseptin osuudesta koko Feelian liikevaihdosta vuoden 2021 alkupuoliskolla.

2) Inderesin arvio potentiaalisista asiakkaista.

3) Mm. Kespro ja Meira Nova toimittavat tuotteet lukuisille pienemmille ravintoloille ja kahviloille.

Feelian liiketoimintamalli

Maantieteellinen asema

Feelian päämarkkina on Suomi ja vuonna 2020 yhtiön liikevaihdosta noin 99 % tuli Suomesta. Toimintaa on hiljattain laajennettu Ruotsin markkinalle ja tulevaisuuden suunnitelmiin kuuluu laajentuminen erityisesti Pohjoismaissa. Feelia on tehnyt ulkomailla erilaisia pilotteja vuonna 2019 mm. hoivayhtiöiden, päivittäistavara- ja kahviloiden kanssa. Vuonna 2019 vientivolyymit kasvoivat selvästi, mutta vuonna 2020 vienti kuihtui koronan seurauksena.

Raaka-aineet tulevat läheltä

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. Yhtiön omat tuotteet eivät sisällä säilöntä- eikä lisäaineita. Pyhännän tehtaalla kypsennykseen käytetään biokaasua.

Uusia tuotteita kehitetään säännöllisesti

Feelian tuotekehitys on jatkuvaa ja tällä hetkellä yhtiöllä on tuotevalikoimassa yli 150 eri tuotetta. Käsittelemme mukaan perinteinen lohikeitto tuo yksittäisistä tuotteista yhtiölle eniten liikevaihtoa. Tuotekehitystä tehdään paljon yhteistyössä asiakkaiden kanssa, jonka jälkeen asiakastarpeiden perusteella kehitettyjä konsepteja on helppo myydä eteenpäin.

Autoklaavatut tuotteet valmistetaan Pyhännällä

Feelian tuotantomäärältään merkittävin tehdas sijaitsee Pyhännällä. Pyhännän tehtaalta tulevien

tuotteiden valmistuksessa hyödynnetään patentoitua autoklaavitekniikkaa, mikä mahdollistaa jopa 6 kuukautta pitkät säilytysajat jääkaappilämpötilassa.

Tehdasinvestoinnit mahdollistavat kasvun

Feelia avasi uuden omaan taseeseen rakennetun tuotantolaitoksen Pyhännällä vuonna 2018, jolla korvattiin aiemmin tuotantokäytössä olleet vuokratilat. Investointi nosti tuotantokapasiteetin 7 miljoonaan kiloon vuodessa ja oli arvoltaan 3 MEUR. Tehtaalle valmistuu vuoden 2021 aikana noin 5 MEUR:n laajennusinvestointi, joka mahdollistaa valmistuskapasiteetin kolminkertaistamisen ja lisää pakkauskapasiteettia verkkokaupan kasvun tukemiseksi sekä suurten toimitus sopimusten mahdollistamiseksi kunta-asiakkaille. Tilat otettiin käyttöön alkuvuodesta, mutta uusia tuotantolinjoja avataan vielä syksyn 2021 aikana. Feelian valmistus on kustannustehokasta ja sen kulmakivinä ovat pitkälle kehitetyn autoklaavitekniologian hyödyntäminen, ketterä Lean-ohjattu tuotanto ja digitalisoitu varastonhallinta.

Pakastetut tuotteet tulevat Kokkolasta

Fodelia osti joulukuussa 2019 Kokkolassa toimivan liha- ja kasvit tuotteita valmistavan Beofoodin. Beofoodin asiakkaita ovat kaikki keskeiset foodservice -alan tukut sekä kaupan keskusliikkeet. Beofoodin tuotevalikoima sisältää jauhelihaa, falafel- ja kasvispyöryköitä. Uutena avauksena ovat myös kasvipohjaiset- ja fleksaustuotteet, joissa osa lihasta on korvattu kasviksilla. Yhtiö toimittaa myös grilleille ja pitserioille 15-20 kilon kebab-vartaita, jotka

grillataan paikan päällä. Yritystoston seurauksena Beofoodin Kokkolassa vuokra kiinteistössä sijaitseva tehdas siirtyi Fodelian käyttöön. Kokkolan tehtaalla ei käytetä autoklaavi-tekniologiaa, vaan tuotteiden säilyvyys turvataan pakastamalla.

Jakelukanavat

Tuotteita jaellaan monissa kolmansien osapuolten jakelukanavissa (mm. henkilöstöravintolat, koulut, hoivakodit, liikenneasemat, pubit, pienet ravintolat ja kaupan keskusliikkeet). Lisäksi tuotteita myydään yhteisyritys FodBarin kautta kunta-asiakkaille. Feelian tehtaat sijaitsevat hyvien logistiikkayhteyksien varrella ja yhtiö toimittaa tuotteita myös suoraan erilaisiin massatapahtumiin.

Verkkokauppa voimakkaassa kasvussa

Edellä mainittujen jakelukanavien lisäksi Feelian tuotteita myydään myös Fodelian oman verkkokaupan (feeliaruokakauppa.fi) kautta, josta kuluttaja pystyy tilaamaan ruuat kotiovelle asti ympäri Suomea. Verkkokaupan myynti kasvaa nopeasti ja se toi jo 15 % Fodelia-konsernin liikevaihdosta vuoden 2021 toisella kvartaalilla (11% vuotta aikaisemmin). Rajallinen tuotanto- ja pakkauskapasiteetti on rajoittanut verkkokaupan kasvua toistaiseksi, minkä vuoksi vuonna 2021 valmistuva investointi Pyhännän tehtaalle parantaa tulevaisuuden kasvumahdollisuuksia entisestään poistamalla tuotannon pullonkauloja ja parantamalla pienpakkausten saatavuutta.

Feelian liiketoimintamalli

Laaja asiakaskunta luo paljon mahdollisuuksia

Julkisen sektorin ruokahuolto ja kustannussäästöjen tarve

Feelia on saanut viime vuosina jalan oven väliin julkisen puolen ruokahuollossa. Julkisen sektorin heikkenevän talouskehityksen ja kustannuspaineiden takia monet kunnat ovat alkaneet etsiä keinoja tehostaa toimintoja ja kustannussäästöjä ulkoistamalla erilaisia asukkaille tarjottavia palveluita. Yksi näistä palveluista on tyypillisesti kuntien keskuskeittiöistä (tai monista pienistä yksittäisistä keittiöistä) tapahtuva ruokahuolto. Feelian tarjooma sopii tämän ongelman ratkaisuuksi erinomaisesti ja näemme tällä saralla yhtiöllä olevan runsaasti kasvupotentiaalia.

Feelia valittiin vuonna 2017 Kangasalan kunnan ateriapalveluiden tuottajaksi, kun kunta kilpailutti kaikki ateriapalvelunsa varhaiskasvatuksesta opetukseen ja ympärivuorokautisen hoivan yksiköihin. Feelia toimittaa kunnalle nykyään noin 2 miljoonaa ruoka-annosta vuodessa pitkällä viisivuotisella sopimuksella. Ateriapalveluiden ulkoistamisella Kangasalan kunta välttyi lähestyvältä 7-8 MEUR:n arvoiselta keskuskeittiöinvestoinnilta. Lisäksi ateriat tulevat uudella tuotantotavalla aiempaa edullisemmiksi ja Kangasala saavutti kunnalle merkittävät kustannussäästöt (noin 0,4 MEUR vuodessa).

Vuonna 2021 Feelia voitti kilpailutuksen Eteva kuntayhtymän ruokahuollon järjestämisestä yli 70:een eri Etevan toimipisteeseen. Eteva on yksi Suomen suurimmista vammaisalan osaamiskeskuksista, joka tuottaa palveluja erityistä tukea tarvitseville henkilöille Etelä-Suomen alueella sekä valtakunnallisesti. Etevalla on kokonaisuudessaan

yli 140 toimipistettä. Feelian ja Etevan sopimus on pituudeltaan 2+2 vuotta. Sopimus on konsernin historian suurin (vuositasolla 1,5 MEUR).

Kangasalan ja Etevan ulkoistukset toimivat Feelialle merkittävänä referenssinä ja yhtiö on saanut käsityksemme mukaan useita uusia julkisen sektorin asiakkuuksia (mm. Siikalatva & Kokkola). Julkisen sektorin asiakkaiden kanssa solmittavat sopimukset ovat tyypillisesti melko pitkiä (useita vuosia), mikä tuo liiketoimintaan ennustettavuutta ja sijoittajien arvostamaa jatkuvaa liikevaihtoa.

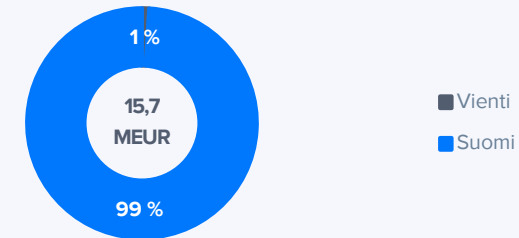
Hoiva-alan yhtiöt myös iso mahdollisuus

Feelia tekee jo nyt useiden kotimaisten hoiva-alan asiakkaiden ruokahuoltoja. Yhtiön suurimpiin asiakkuuksiin kuuluvat käsityksemme mukaan mm. Mehiläinen, Espero, Attendo ja Ambea. Muidenkin alan toimijoiden kanssa Feelia on tehnyt pilotteja ja käynyt neuvotteluja sopimuksista. Feelialta tilattu ruokahuolto antaa toimijoiden keskittyä rauhassa ydintehtäväänsä (hoivapalvelut). Tuotteet ovat hyvin säilyviä, terveellisiä, monipuolisia sekä helposti valmistettavia. Tuotteet vähentävät myös ruokahävikkiä ja ovat siten ympäristön kannalta vastuullinen ratkaisu.

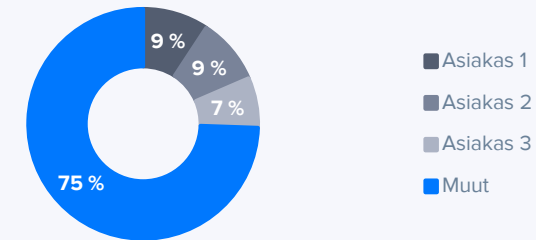
Asiakaskunta pääosin kotimaassa

Feelian toiminta on vielä toistaiseksi hyvin kotimarkkinakeskeistä ja yhtiön 2020 liikevaihdosta noin 99 % tuli Suomesta. Ulkomaille on kuitenkin tehty useita pilottiprojekteja mm. hoivayhtiöiden, kahviloiden ja päivittäistavarakauppojen kanssa, mutta korona on käsityksemme mukaan hankaloittanut Feelian vientiä merkittävästi.

Feelian liikevaihdon jakauma (2020)



Feelian suurimmat asiakkaat (2018)



Feelian asiakaskunta:

Kunnat, hoivayhtiöt, kaupan keskusliikkeet, ravintolat, kaupat ja kotitaloudet.



Fodbar

Fodbar yhteisyritys pyrkii kaupallistamaan Feelian tuotteita kuntakentässä

Fodbar on Fodelian ja Bravedon vuonna 2020 perustama yhteisyritys. Kumpikin omistaa Fodbarista 50 %. Fodelia kirjaa yhteisyrityksen luvuista puolet omaan tuloslaskelmaansa.

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 valmistaa 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 ja henkilöstön.

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.

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.

Kärsämäki on Fodbarin ensimmäinen julkinen referenssi

Koronapandemia on käsityksemme mukaan lykännyt monen potentiaalisen asiakkaan ruoka- ja palvelutarjonnan kilpailutusta, mikä on hidastanut Fodbarin kasvua. Yhtiö on tiedottanut yhdestä ulkoistussopimuksesta Kärsämäen kunnan kanssa, mikä toimii jatkossa arvokkaana referenssinä Fodbarin kyvystä vastata asiakkaan tarpeisiin. Kilpailutuksien voittaminen on todella haastavaa ilman referenssejä, joten uudet asiakkuudet ovat erittäin tärkeitä yhtiön aikaisessa kehitysvaiheessa Kärsämäen kunnan ruoka- ja siivouspalveluiden ulkoistussopimus on nelivuotinen ja kooltaan yhteensä 2 MEUR, josta Fodelialle kuuluva osuus on puolet.

Uudet sopimukset vaativat tuotantokapasiteettia

Referenssien lisäksi toinen merkittävä tekijä ulkoistussopimusten voittamisen kannalta liittyy olemassa olevaan tuotantokapasiteettiin ja toimitusvarmuuteen. Feelian tuorein laajennus Pyhännän tehtaaseen tukee Fodbarin mahdollisuuksia voittaa uusia ja suurikokoisempia ulkoistussopimuksia kuntien kanssa.



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 yhden julkisen referenssin (Kärsämäki)

FodNet (Feelia Ruokakauppa)

Feelian kuluttajille suunnattu verkkokauppa yhtiöitettiin vuonna 2021

FodNet on Fodelian kuluttajille suunnattu ruoan verkkokauppa, joka eriyttiin omaksi yhtiökseen toukokuussa 2021. Verkkokauppa hyödyntää brändinimeä Feelia Ruokakauppa. Sanna Kittelä on johtanut liiketoimintaa helmikuusta 2021 saakka ja hänet nimitettiin FodNetin toimitusjohtajaksi yhtiöittämisen yhteydessä. Kittelä on aiemmin toiminut mm. Reimalla Euroopan verkkokauppa-myynnistä vastaavana johtajana. Yhtiö on kertonut suunnittelevansa laajentumista ulkomaille mahdollisesti vuonna 2023.

Feelia Ruokakauppa jakelee koko konsernin tuotteita

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

Sujuva logistiikka mahdollistaa kannattavuuden

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

keskiostos on laskujemme mukaan noin 70 euroa ja toimituskulut ovat noin 9 euroa per tilaus.

Ruoan verkkokauppa on kasvanut viime vuosina nopeasti Suomessa, mutta alan toimijat ovat toistaiseksi kärsineet heikosta kannattavuudesta. Feelia Ruokakauppa erottuu muista ruoka-kaupoista sujuvammalla logistiikallaan, joka perustuu pitkiin säilyvyysaikoihin ja suurempiin tilausmääriin per yksittäinen tuote. Arviomme mukaan Feelia Ruokakauppa on Fodelialle kannattavaa liiketoimintaa jo nykyisillä myyntivoluumeilla ja kasvun jatkuessa kannattavuuden tulisi parantua entisestään.

Verkkokaupan liikevaihto jyrkässä kasvussa

Verkkokaupan liikevaihto oli vuoden 2021 alkupuoliskon aikana noin 2,2 MEUR tarkoittaen 150% prosenttien kasvua suhteessa edellisen vuoden vertailuajanjaksoon. Yhtiö tavoittelee liikevaihtonsa kolminkertaistamista vuoden 2021 aikana ja tavoittelee 8-12 MEUR liikevaihtoa vuoden 2022 aikana. Korona-aika ja etä-työskentely ovat uskoaksemme osaltaan tukeneet kuluttajien kiinnostusta ruoan verkkokauppaan ja toisaalta laadukkaisiin valmisruokiin.

Tehdaslaajennus poistaa pullonkaulan kasvun tieltä

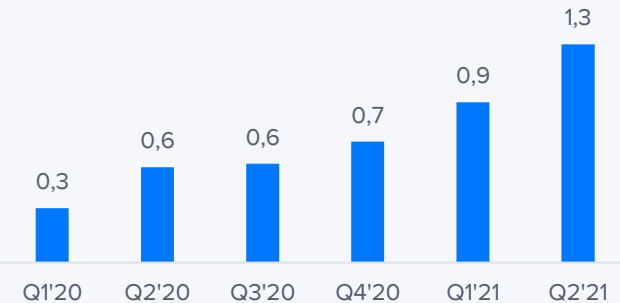
Feelia Ruokakaupalla on ollut haasteita vastata voimakkaaseen kysynnän kasvuun vuosien 2020-21 aikana etenkin pienempien pakkauskokojen osalta. Vastikään avattu tehdaslaajennus Pyhännällä poistaa tuotannollisen pullonkaulan kasvun tieltä ja mahdollistaa myös suuremmat markkinoinnilliset panostukset.



FodNet lyhyesti

- Jakelee Fodelia-konsernin ruokatuotteita verkkokaupan välityksellä Feelia Ruokakauppa –brändin alla
- Autoklaavitekniikan mahdollistamat pitkät säilyvyysajat sekä tehokas logistiikka tarjoavat liiketoiminnalle kilpailuedun verrattuna muihin ruoan verkkokauppoihin
- Yhtiö tavoittelee 8-12 MEUR liikevaihtoa vuoden 2022 aikana ja on kertonut suunnitelmista laajentua ulkomaille tulevien vuosien aikana.
- Feeliaruokakauppa.fi

Verkkokaupan liikevaihto (MEUR)



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. 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 palkituumpana lihanjalostajana. Perniön Lihan toimitusjohtajana toimii Rami Himanto, joka on työskennellyt yhtiön palveluksessa vuodesta 1997 lähtien. Hän vastaa johtoryhmässä myös Pita Factoryn liiketoiminnasta.

Perniön Lihan liikevaihto oli 6,4 MEUR vuonna 2020 ja liikevoittomarginaali oli 5%. Liikevaihto kasvoi 20%: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 1,5 MEUR vuonna 2020 ja liikevoittomarginaali oli 12%. Myynnin kasvua tuli 7% suhteessa edellisvuoteen.

Yhteistyö on syventynyt Fodelian omistuksessa

Perniön liha ja Pita Factory päätyivät osaksi Fodelia-konsernia loppuvuodesta 2020. Yhtiöt tekivät yhteistyötä ja niillä oli keskeistä myyntiä jo ennen yrityskauppaa, mikä teki kummankin hankkimisesta osaksi konsernia loogista. Fodelian omistuksessa yhtiöiden annetaan jatkaa omina yhtiöinä, mutta erilaisia synergioita etsitään säännöllisesti muun muassa brändistrategian, tuotekehityksen ja jakelukanavien kautta.

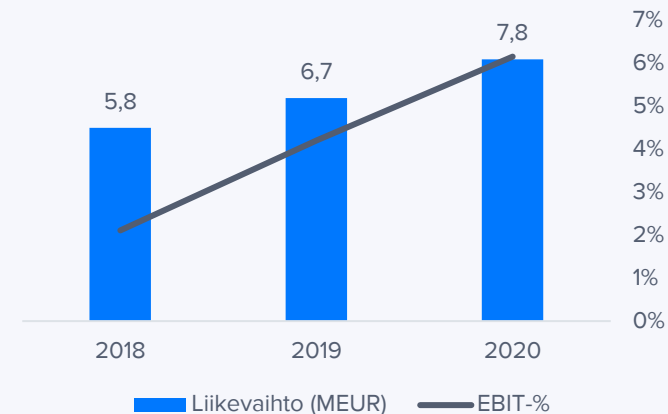
Perniön Liha ja Pita Factory myivät tuotteitaan ristiin jo ennen Fodelian omistukseen siirtymistä, mikä painoi etenkin Perniön Lihan raportoitua kannattavuutta. Fodelia pyrkii optimoimaan tytäryhtiöiden kapasiteettia valmistuksen tehostamiseksi ja mahdollisuuksia sille syntyä, kun esimerkiksi Feelia hyödyntää tuotteissaan paljon nakkeja ja Pita-tuotteissa käytetään paljon kebablihaa. Lisäksi Pita Factoryn pitakebabit siirrettiin tunnetun Helsingin Makkaratehdas – brändin alle.

Tuotannon tehostamisen lisäksi omistajavaihdoksen myötä yhtiöiden tuotteet ovat päässeet uusiin jakelukanaviin kuten Feelian verkkokauppaan ja foodservice-kanavaan. Arviomme mukaan katteet ovat uusissa kanavissa kilpailtua päivittäistavaraa paremmat, mikä tukee uusien konserniyhtiöiden kannattavuuden kehitystä ja mahdollistaa korkeammat tuotantovolyymit.

Fodelian johto näkee tässä uudessa segmentissä kasvupotentiaalia ja pyrkii kasvattamaan sen myyntiä pitaperjantain kaltaisten erikoisruokapäivien avulla.



Perniön Lihan ja Pita Factoryn yhteenlaskettu liikevaihto ja kannattavuus¹



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

Perniön Lihan ja Pita Factoryn tuotevalikoima

Nakit ja Makkarat

Perniön ja Helsingin Makkaratehdas - alla myydään nakkeja ja erilaisia makkaraita. Tuotteissa käytetään mahdollisimman vähän lisäaineita.



Pitaleivät

Pita Factoryn leivät ovat 100 % suomalaista viljaa ja ne valmistetaan Jokioissa.



Rapu- ja kalasalaatit

Rapu ja kalasalaattia myydään Helsingin Makkaratehdas -brändin alla. Tuotteet ovat suunniteltu aidosti ruotsalaiseen tyyliin ja ne myös valmistetaan Ruotsissa.



Täytetyt pitaleivät ja rullat sekä lihapiirakat

Helsingin Makkaratehdas -brändin alla myydään välipalatuotteina valmiiksi täytettyjä pitaleipiä, rullia ja lihapiirakoita. Täytevaihtoehtoja ovat mm. kana, kebab ja seitan. Tuotteissa Pitaleipä ja rullat tulevat Pita Factoryn tehtaalta Jokioisista ja käsityksemme mukaan suurin osa täytteistä tulee Beofoodin tehtaalta Kokkolassa.



Real Snacks

Manner-Suomen ainoa sipsitehdas

Real Snacks on suomalainen perunalastujen sekä maissi- ja kauravälipalojen tuottaja. Yhtiö tarjoaa snacks-tuotteita omien brändien alla ja toimii kauppojen private label -tuotteiden (mm. Pirkka ja Rainbow) sopimusvalmistajana.

Vuoden 2019 brändiuudistuksen jälkeen Oikia on yhtiön pääasiallinen brändi, jonka alta löytyvät myös Oatis, Moomin ja Junior –tuotemerkit. Oikia-brändin alla yhtiö myy ja markkinoi kotimaisia perunalastuja. Oatis-brändillä yhtiö tarjoaa puolestaan gluteenittomia, vähärasvaisia ja kuitupitoisia kaurasnacks-tuotteita. Moomin- ja Junior-brändit ovat lapsille suunnattuja gluteenittomia snacks-vaihtoehtoja.

Real Snacksin 2020-liikevaihto oli 7,3 MEUR (kasvu 8 %) ja liikevoitto 0,2 MEUR (EBIT 3 %). Yhtiö on perustettu vuonna 2001 ja sen tuotteet valmistetaan Suomen mantereen ainoalla sipsitehtaalla Pohjois-Pohjanmaalla Pyhännällä. Real Snacks työllisti vuoden 2020 aikana keskimäärin noin 28 henkilöä. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2015 lähtien Arja Kastarinen.

Perustettu yritystoston seurauksena

Yhtiön historia ulottuu vuoteen 1979, jolloin Pyhännän Einestuetanto perusti Suomen ensimmäisen perunalastutehtaan. Vuonna 1984 Raisio Oyj:stä tuli Pyhännän Einestuetannon uusi omistaja ja yhtiö kasvoi merkittävästi. Vuonna 2001 yritys siirtyi uuteen yksityiseen omistukseen ja Real Snacks Oy perustettiin.

Uudet omistajat käynnistivät mittavat tehtaan laajennus- ja kehityshankkeet. Vuodesta 2002

lähtien yhtiö on toiminut Pirkka-perunalastujen sopimusvalmistajana ja vuonna 2005 Real Snacks -tuotemerkkiperheen tuotteita tuotiin ensimmäistä kertaa suomalaisiin ruokakauppoihin. Nykyään Real Snacks jatkaa kasvuaan ja jatkojalostaa korkealuokkaisia tuotteita vastatakseen entistä paremmin niin kotimaiseen kuin kansainväliseen kysyntään.

Pyhännän tehtaalta päivittäistavarakauppoihin

Real Snacksilla on tehdas Pyhännällä, missä kaikki yhtiön tuotteet valmistetaan. Valmistuksessa tarvittava peruna tulee paikallisilta sopimusviljelijöiltä, joista suurin osa sijaitsee noin 150 kilometrin säteellä Pyhännän tehtaalta. Muista raaka-aineista kaura on kotimaista, mutta maissi tulee muualta Euroopasta.

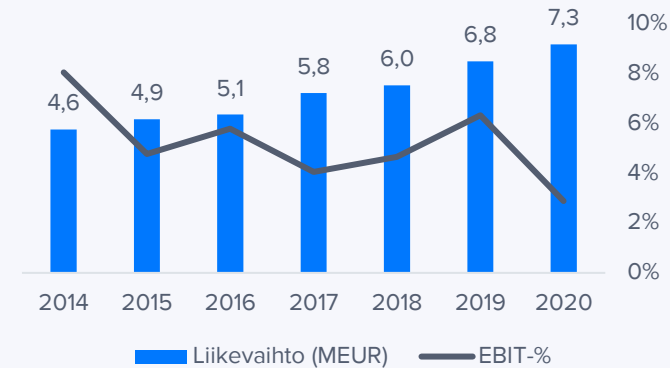
Real Snacksin tuotteiden myynnistä valtaosa tapahtuu kotimaisten päivittäistavarakauppojen kautta. Käsityksemme mukaan Oikia-brändiuudistus on tukenut neuvotteluja päivittäistavarakauppojen kanssa ja mahdollistanut uusia jakelusopimuksia.

Myös vientipotentiaalia löytyy

Yhtiö aloitti tuotteiden viennin ulkomaille vuonna 2010 ja viennin osuus liikevaihdosta on tällä hetkellä arviomme mukaan vajaat 10%. Real Snacksin tuotteita on viety yli 15 maahan joista merkittävimpiä ovat Ruotsi, Iso-Britannia, Venäjä, Espanja, Liettua, Viro, Saksa ja Tanska. Arviomme mukaan Real Snacksin tuotteille kuten gluteenittomille kaurasipseille voisi olla enemmänkin kysyntää ulkomailla, mutta yhtiön myynti- ja markkinointipanostukset Suomen rajojen ulkopuolella ovat toistaiseksi olleet maltillisia.



Real Snacksin liikevaihto ja kannattavuus



Real Snacksin asiakaskunta*

Päivittäistavarakaupat, keskusliikkeet sekä viennin kohdemaissa toimivat maahantuojat



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

Real Snacksin tuotevalikoima

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 lisätyä suolaa eikä sokeria ja ovat miedosti maustettuja.

Kaurasnaksit

Oat's -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.

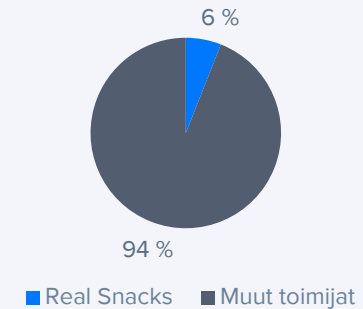


~1/3
liikevaihdoista
omista brändeistä
(Inderesin arvio)

~2/3
liikevaihdoista
private labelia
(Inderesin arvio)

Kilpailu

Markkinaosuus Suomessa (2020)*



*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.

Esimerkkejä Real Snacksin kilpailijoista



Real Snacksin liiketoimintamalli

Käytössä paikalliset raaka-aineet

Real Snacksin perunalastut valmistetaan 100 % kotimaisista raaka-aineista. Keskeinen osa raaka-aineista tulee korkealaatuisen siemenperunan tuotantoalueelta (EU:n määrittelemä High Grade -alue). Raaka-aineena käytettävät perunat saapuvat tehtaalle lähialueilta ja jokaisesta tuotteesta löytyy viljelijän tilan tiedot. Yhtiö tekee alkuvuodesta viljelijöiden kanssa sopimukset perunoiden ostomääristä ja hinnoista perustuen omiin myyntiennusteisiin. Yhtiö myös peilaa tarjolla olevan perunan hintoja kauppohen listauksiin ja tekee päätöksen siitä kuinka paljon ostoja kannattaa tehdä, että valmistus on vielä kannattavaa. Perunat toimitetaan tehtaalle pääosin H2:n aikana.

Tuotekehitys on innovatiivista

Real Snacksin omat brändit tarjoavat kuluttajille terveellisen snacks-vaihtoehdon gluteenittomilla ja laktoosittomilla tuotteillaan. Vuonna 2017 yhtiö lanseerasi maailman ensimmäisen gluteenittoman kaurapohjaisen snacksin Oatis-brändin alla, mikä on näkynyt lisääntyneenä kiinnostuksena etenkin vientimarkkinoilla. Oatis onkin ulkomaille vietävien brändituotteiden keihäänkärki. Real Snacksin valmistamien private label -tuotteiden kehitys tapahtuu yhdessä sopimusyhtiönsä kanssa.

Tuotteet valmistetaan moderneissa tiloissa

Real Snacksin tuotanto tapahtuu moderneissa tuotantotiloissa Pyhännällä. Tuotantolaitos oli aiemmin vuokrattu pitkäaikaisella vuokrasopimuksella Pyhännän kunnalta, mutta se ostettiin omaksi toukokuussa 2021. Tehdasta on laajennettu useaan otteeseen vuosien varrella. Real Snacksin tuotantolinjoja on uudistettu säännöllisesti ja yhtiö investoi vuonna 2018 tuotantokoneeseen, joka

nosti kauratuotteiden valmistuksen kapasiteettia yli 100 %. Pakkaustoiminnan automatisointiin liittyvä investointiprojekti valmistui yhtiön tehtaalle vuonna 2021, mikä lisäsi tuotantoprosessin kustannustehokkuutta.

Myynti- ja markkinointipanostukset ovat painaneet kannattavuutta

Real Snacks on panostanut viime vuosina voimakkaasti markkinointiin ja omien brändien tunnettuuden kasvattamiseen. Yhtiö on tehnyt brändiportfolion uudistamistyötä vuosien 2018-2021 aikana ja lanseerannut uuden Oikia-brändin. Markkinointipanostuksissa yhtiö on hyödyntänyt ulkoisia kumppaneita. Markkinointi ja omiin brändeihin panostaminen on heijastunut Real Snacksin kannattavuuteen viime vuosina negatiivisesti. Yhtiön mielestä omiin brändeihin panostaminen on pitkällä tähtäimellä tarpeellista ja Oikia- sekä Oatis-brändien odotetaan lähivuosina kasvattavan markkinaosuutta kotimaisten kauppohen hyllyillä.

Real Snacksin myyntipanostukset kohdistuvat pääosin suomalaisten ja kansainvälisten päivittäistavara-kauppohen, keskusliikkeiden ja maahantuojien osto-organisaatioihin ja kilpailu hyllytilasta on kovaa. Erityisesti koronapandemian alkaessa vähittäiskaupat suosivat ostoissaan suosituimpia tuotemerkkejä pienten kustannuksella.

Jakelukanavat

Valmiit tuotteet varastoidaan yhtiön tehtaalla ja toimitetaan asiakkaille niiden oman logistiikkaketjun kautta eli ne noudetaan pääosin suoraan yhtiön Pyhännän tehtaalta. Suurin osa Real Snacksin tuotteiden myynnistä kuluttajille tapahtuu suomalaisten ja kansainvälisten päivittäistavara-

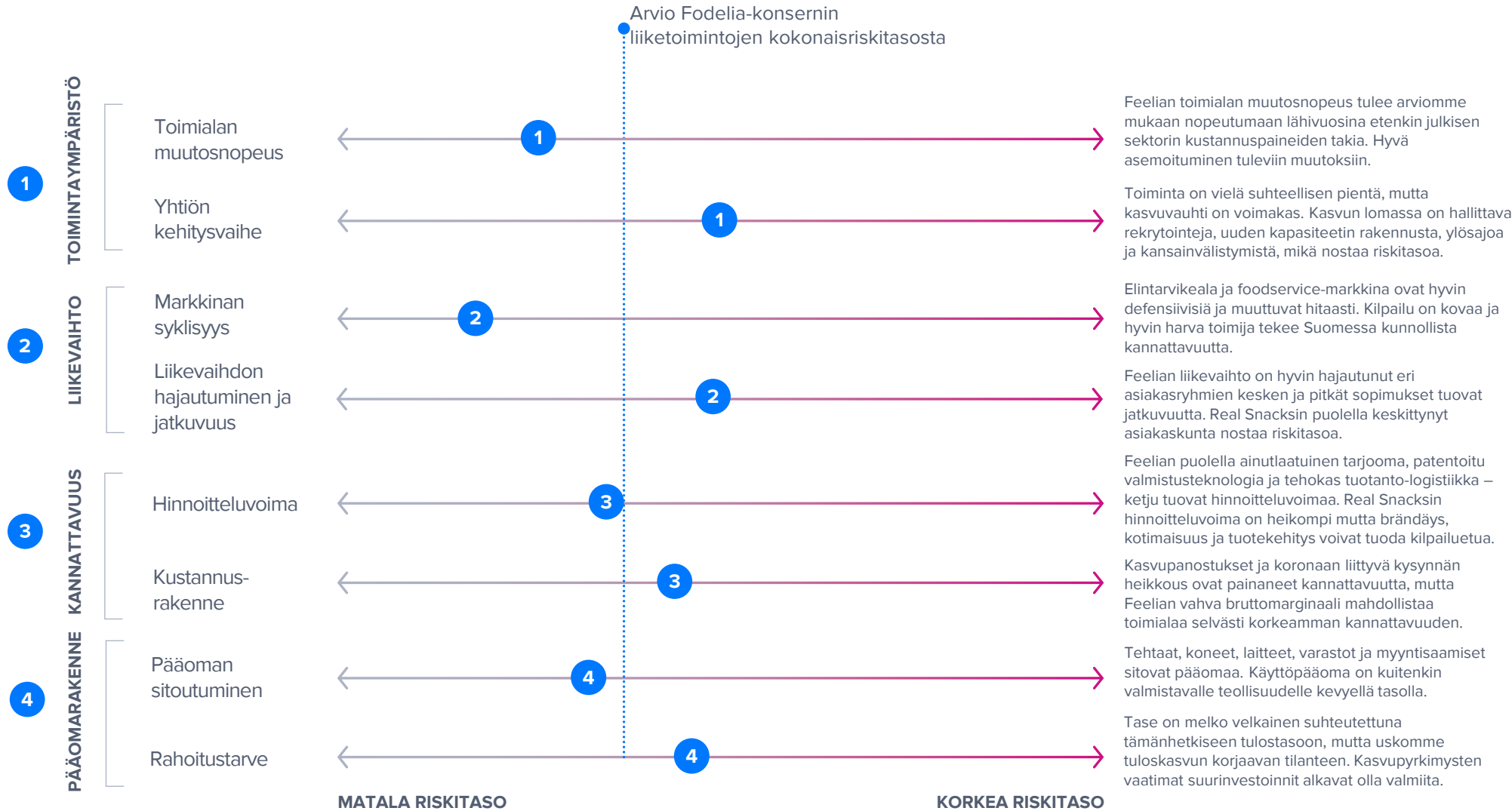
kauppohen kautta. Merkittävä osa Real Snacksin liikevaihdosta tulee kaupan omien brändien sopimusvalmistuksesta ja tyypillisesti näistä kaupoista löytyy myös Real Snacksin omien brändien tuotteita. Real Snacks tekee sopimusvalmistusta mm. Keskolle (Pirkka), S-Ryhmälle (Rainbow) ja Tokmannille (Priima). Real Snacksin tuotteita on myös hiljattain lisätty Feelian verkkokaupan tarjontaan.

Asema toimialalla on haastava

Real Snacks on toimialalla haastajan roolissa ja yhtiöllä oli vuonna 2020 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). Pärjätäkseen kilpailussa yhtiön tulisi keksiä jotain aivan ainutlaatuista, sillä tekemällä ”seitsemättä pussia Sour Cream & Onion -sipsejä” ei markkinoilla pysty erottautumaan.

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 alistua kaupan sanelemiin 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 kauppohen kanssa aina hyvät suhteet, mutta esim. vuonna 2016 ruotsalaisen Coopin kanssa lopetettiin yhteistyö, koska hinta oli painunut sille tasolle, ettei valmistus ollut enää kannattavaa.

Fodelian liiketoimintamallin riskiprofiili



Feelian toimialan muutosnopeus tulee arviomme mukaan nopeutumaan lähivuosina etenkin julkisen sektorin kustannuspaineiden takia. Hyvä asemoituminen tuleviin muutoksiin.

Toiminta on vielä suhteellisen pientä, mutta kasvuvauhti on voimakas. Kasvun lomassa on hallittava rekrytointeja, uuden kapasiteetin rakennusta, ylösajoa ja kansainvälistymistä, mikä nostaa riskitasoa.

Elintarvikeala ja foodservice-markkina ovat hyvin defensiivisiä ja muuttuvat hitaasti. Kilpailu on kovaa ja hyvin harva toimija tekee Suomessa kunnollista kannattavuutta.

Feelian liikevaihto on hyvin hajautunut eri asiakasryhmien kesken ja pitkät sopimukset tuovat jatkuvuutta. Real Snacksin puolella keskittynyt asiakaskunta nostaa riskitasoa.

Feelian puolella ainutlaatuinen tarjooma, patentoitu valmistusteknologia ja tehokas tuotanto-logistiikka – ketju tuovat hinnoitteluvoimaa. Real Snacksin hinnoitteluvoima on heikompi mutta brändäys, kotimaisuus ja tuotekehitys voivat tuoda kilpailuetua.

Kasvupanostukset ja koronaan liittyvä kysynnän heikkous ovat painaneet kannattavuutta, mutta Feelian vahva bruttomarginaali mahdollistaa toimialaa selvästi korkeamman kannattavuuden.

Tehtaat, koneet, laitteet, varastot ja myyntisaamiset sitovat pääomaa. Käyttöpääoma on kuitenkin valmistavalle teollisuudelle kevyellä tasolla.

Tase on melko velkainen suhteutettuna tämänhetkiseen tulostasoon, mutta uskomme tuloskasvun korjaavan tilanteen. Kasvupyrkimysten vaatimat suurinvestoinnit alkavat olla valmiita.

Fodelian tuotantotilat

 **5** Tuotantolaitosta

 **1** Ulkoistettu logistiikkakeskus

Pyhäntä: Feelian tehdas

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

Pyhäntä: Real Snacksin tehdas

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

Kokkola: Beofoodin tehdas

- Kokkolan tehtaalla valmistetut tuotteet pakastetaan

Jokioinen: Pita Factoryn leipomo

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

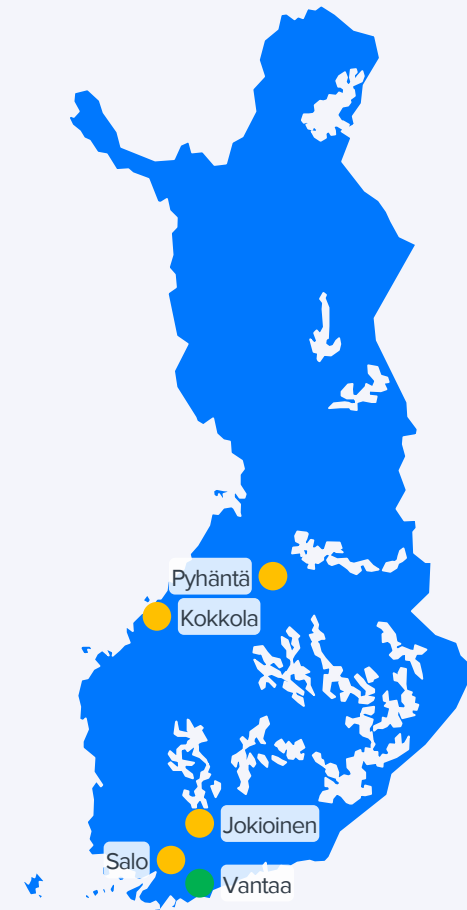
Salo: Perniön Lihan makkaratehdas ja tehdasmyymälä

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

Vantaa: Ulkoistettu logistiikkakeskus

- Ulkoinen kumppani varastoi Feelian tuotteita ja toimittaa verkkokaupan tilaukset

Fodelian sijainnit



Toimintaympäristö

Foodservice-markkina on Suomessa noin 3,2 miljardia euroa

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 ateriaa. Ammattikeittiöiden raaka-aineet hankitaan pääasiassa foodservice-tukkukaupoista.

Suomen foodservice-markkina oli Euromonitor Internationalin mukaan vuonna 2018 noin 3,2 miljardia euroa (pl. juomat). Foodservice-markkina kasvoi noin 5 % vuosivauhtia (CAGR) koronaa edeltävien viiden vuoden aikana. Vuonna 2019 Päivittäistavarakauppa ry:n foodservice-tukkukaupan jäsenyritysten myynti kasvoi 6,7 %, mutta vuonna 2020 laskua kertyi peräti 17,7 % koronapandemian aiheuttamien poikkeusolojen seurauksena. Koronan aiheuttama kysynnän lasku jäänee kuitenkin väliaikaiseksi, sillä heinäkuussa 2021 myynti oli toipunut jo lähes pandemiaa edeltäneelle tasolle.

Snacks-markkina oli 243 MEUR vuonna 2018

Suomen snacks-markkinan koko oli 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.

Esimerkiksi kaurapohjaisten snacks-tuotteiden kysyntä on voimakkaassa kasvussa, mikä tukee tulevien vuosien markkinakehitystä. Euromonitor arvioi vuonna 2018 snacks-markkinan kasvavan vuosina 2019-2023 Suomessa 3,6 % vuosivauhtia.

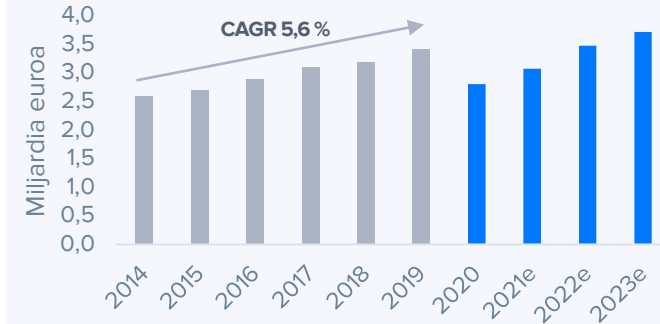
Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

Suomen päivittäistavarakaupan myynti vuonna 2020 oli 20,2 miljardia euroa. Toimiala on keskittynyt voimakkaasti K- ja S-ryhmälle, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus on 82,9 %. Päivittäistavarakaupan kolmanneksi suurin toimija on saksalainen Lidl (markkinaosuus 9,5 %).

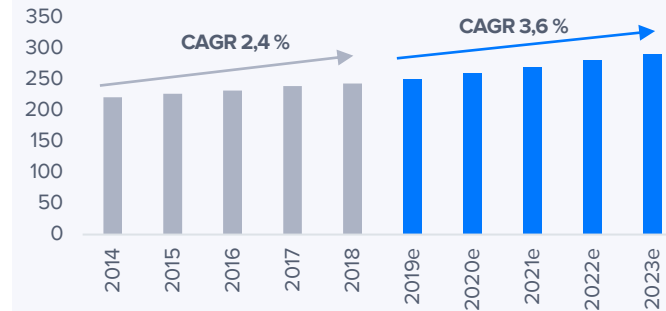
Suurten ketjujen neuvotteluasema elintarviketeollisuuden suuntaan on Suomessa poikkeuksellisen vahva, mikä tarkoittaa, että elintarviketeollisuuden toimijoiden on pitkälti alistuttava niiden ehtoihin. Sen lisäksi, että päivittäistavarakauppa on keskittynyt voimakkaasti suurille toimijoille, ovat nämä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

Feelian liiketoiminta päivittäistavarakauppaketjujen kanssa rajoittuu käsityksemme mukaan pääasiassa liikenneasemiin (lounaat), kauppoihin (take-away-keitot) ja ravintoloihin. Suurten päivittäistavaraketjujen osuus Feelian liikevaihdosta on arviomme mukaan selvästi pienempi kuin Real Snacksillä ja sen suhteellinen osuus tulee näkemyksemme mukaan laskemaan tulevana vuosina mm. hoivayhtiöiden ja julkisen sektorin asiakkaissa tapahtuvan voimakkaan kasvun myötä.

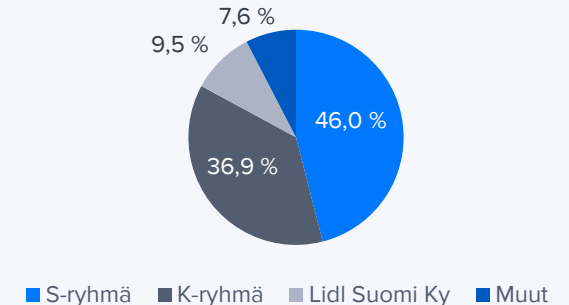
Suomen Foodservice-markkina 2014-2023e¹



Suomen snacks-markkina (MEUR)²



Päivittäistavarakaupan markkinaosuudet Suomessa (2020)³



1) Päivittäistavarakauppa ry ja Inderesin arvio

2) Euromonitor 2018

3) Päivittäistavarakauppa ry

Toimintaympäristö

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 2012-2020 noin 21 %:sta 24 %:iin. Private label-tuotteiden kysynnän ajurina on Suomessa toiminut kuluttajien kasvanut hintatietoisuus, kauppojen halpuuttamiskampanjat, heikentynyt ostovoima ja Suomen kansantalouden heikko vire.

Private label tarjoaa kuluttajille edullisen vaihtoehdon ja niiden ansiosta kauppa voi määrittellä tuoteryhmän halvimman tuotteen vertailukohdaksi muille valmistajille. Private label-valmistuksessa neuvotteluvoima on täysin 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 hyvin riippuvainen päivittäistavaraoppaketijujen private label –valmistuksesta. Private label -tuotteet muodostavat arviomme mukaan noin 2/3 Real Snacksin liikevaihdosta. Fodelia kertoi listautumisen yhteydessä kahden suurimman asiakkaan muodostavan noin 70 % Real Snacksin liikevaihdosta. Tämän jälkeen yhtiö on kuitenkin saanut ainakin yhden uuden suuren private label –asiakkuuden. Siten yhtiöstä on tullut vähemmän riippuvainen yksittäisistä suurista asiakkuuksista. Real Snacks pyrkii vähentämään riippuvuuttaan

suurista private label –asiakkuuksistaan investoimalla omiin brändeihin (mm. Oikia ja Oatis) sekä ulkomaan myyntiä kasvattamalla.

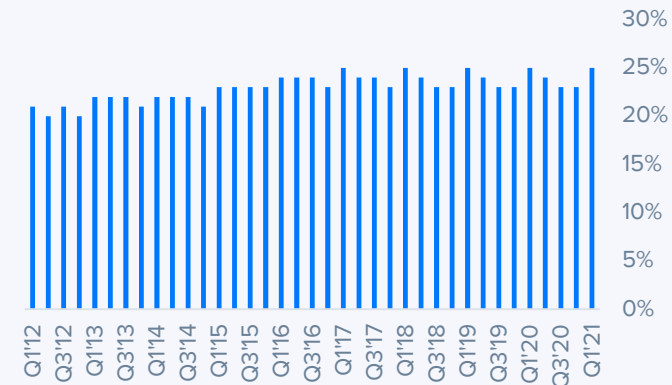
Päivittäistavarakaupan vire ja raaka-aineiden hintakehitys vaikuttavat tuloskehitykseen

Fodelian portfolioyhtiöiden tuloskehitykseen vaikuttavat sekä päivittäistavarakaupan vire että tärkeimpien raaka-aineiden hintakehitys. Tilastokeskuksen mukaan Suomen päivittäistavarakaupan kasvu oli vuonna 2020 liikevaihdolla mitattuna 8,4 % ja volyymeilla mitattuna 6,6 %. Tavanomaista korkeampi kasvuvauhti selittyi mm. palveluiden vähäisellä kulutuksella ja kuluttajien koti-keskeisellä elämäntyyllillä koronapandemian aikana.

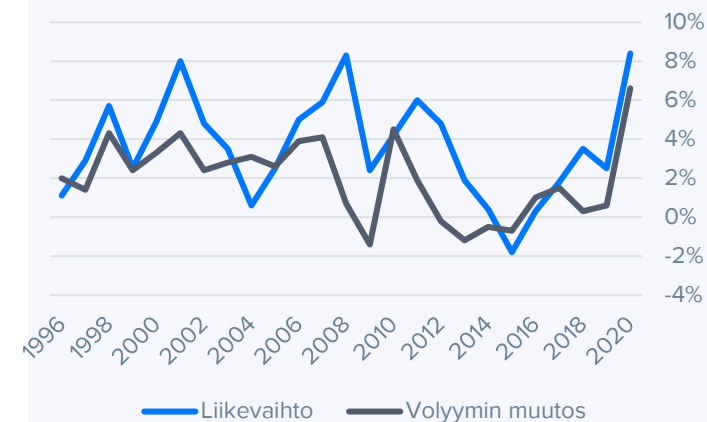
Vuosina 2015-2016 päivittäistavarakaupan liikevaihto kasvoi volyymikasvua hitaammin, mikä johtui käsityksemme mukaan erityisesti kireästä hinnoitteluympäristöstä (halpuutuskampanjat). Päivittäistavarakaupan kehitys on ollut kokonaisuudessaan pandemiaa edeltävinä vuosina suhteellisen vaisua, mihin on vaikuttanut erityisesti Suomen heikko talouskehitys (2014-2020: reaalin BKT:n kasvu keskimäärin 1,0 %).

Real Snacksin ja Feelian kannattavuusmarginaalit ovat jossain määrin alttiita raaka-aineiden hintaheilahteluille. Real Snacksille keskeisimpiä raaka-aineita ovat peruna ja kaura. Feelialle keskeisimmät raaka-aineet ovat käsityksemme mukaan lohi, peruna ja lihajalosteet. Satokaudet vaikuttavat oleellisesti raaka-aineiden hintakehitykseen.

Kaupan merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa



Päivittäistavarakaupan myynnin kehitys



Toimintaympäristö

Kuntien heikko talous kasvattaa tarvetta ruoantuotannon ulkoistamiselle

Suomessa julkisen sektorin kustannuspaineet ja kuntien heikko taloudellinen tilanne luovat merkittävää tarvetta säästöille. Vuonna 2019 Suomessa 225 kuntaa (noin 3/4 kunnista) teki negatiivisen tuloksen ja monet kunnista painivat isoissa taloudellisissa vaikeuksissa. Vuonna 2020 kuntien talous vahvistui valtion myöntämien kertaluontoisten koronatuukien ansiosta.

FCG:n ja Suomen Kuntaliiton viimeisimmän ruokapalvelukartoituksen mukaan kunnista vain neljäsosa oli ulkoistanut ruokapalveluita kuntakonsernin ulkopuolelle.

Ruokapalvelukartoituksen mukaan kuntien ruokapalveluihin kohdistuu merkittäviä muutospaineita kuntien rakenteiden uudistuessa ja taloudellisten resurssien niukentuessa.

Feelia näkee julkisen sektorin asiakkuuksien lisäämisen merkittävänä kasvumahdollisuutena, sillä kunnat hakevat nyt säästöjä monia ydinosaamisen ulkopuolella olevia toimintoja ulkoistamalla. Feeliällä on hyviä referenssejä kuntien ruokatutannon ulkoistamissopimuksista ja niiden avulla saavutetuista säästöistä kunnille. Esimerkiksi Kangasala säästyí Feelian ratkaisun ansiosta 7-8 MEUR:n keskuskeittiöinvestoinnilta säästä samalla myös annosten keskihinnassa. Sosiaali- ja terveystalveluiden siirtyminen kunnilta hyvinvointialueille vuoden 2023 alussa voi arviomme mukaan vauhdittaa kuntien ruokahuollon uudelleenjärjestelyä keskuskeittiömallista ulkoistettuun tuotantoon, mikä tarjoaa mahdollisuuksia Feelian kaltaisille toimijoille.

Feelian listautumisen yhteydessä antamien tietojen mukaan Suomen kouluruokailumarkkinan potentiaalinen koko on noin 150 MEUR ja muu julkinen sektori noin 300 MEUR. Koko lounasmarkkina Suomessa on 2,5 miljardia euroa, mistä Feelian tavoiteltu kohdemarkkina on noin 600 MEUR. Feelian liikevaihtoennustemme vuodelle 2021 on noin 22 MEUR, joten markkinapotentiaali on monikymmenkertainen nykyiseen liikevaihtoon verrattuna.

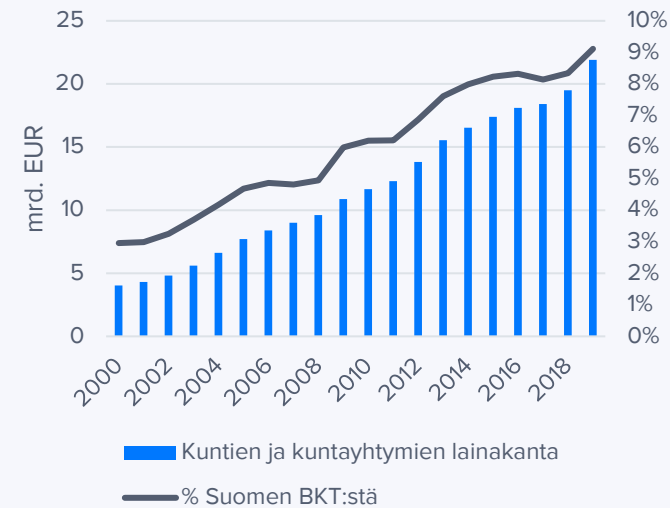
Yksityinen hoivamarkkina on suuri mahdollisuus

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.

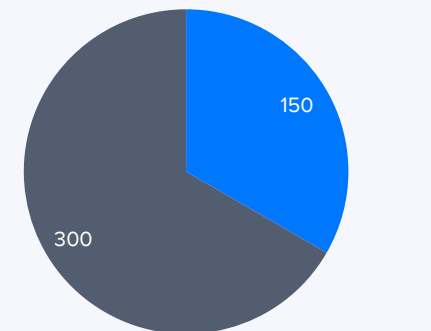
Erikoisruokavaliotuotteille riittää kysyntää

Feelian tehdaslaajennuksen myötä yhtiölle valmistui myös erikoisruokavaliotyksikkö, jolla pyritään vastaamaan erikoisruokavaliotyterioiden kysyntään. Fodelian mukaan noin 6-8 % ruokailijoista noudattaa jotakin erityistä dieettiä kohderyhmästä riippumatta. Erikoisruokavaliotyterioita tarjoillaan Feelian kohderyhmissä yli 20 miljoonaa vuodessa. Feeliällä on noin 30 erikoisruokavaliotyteriotetta, jotka valmistetaan yksinkertaisista raaka-aineista ilman allergeeneja. Erikoisruokavaliotyterotteiden valmistuksessa vaadittu huolellisuus tekee niiden valmistamisesta kallista ja työlästä.

Kuntien talous heikkenee



Julkisen sektorin markkinapotentiaali Feeliale (MEUR) *



■ Peruskoulumarkkina ■ Muu julkinen sektori

Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Fodelian historiallinen tuloskehitys

Poikkeusolot ovat hidastaneet kasvua

Vuonna 2020 Fodelian liikevaihto kasvoi 17 % ja oli 23,0 MEUR, mikä jäi yhtiön 25 %:n keskipitkän aikavälin kasvutavoitteesta. Kehitystä jarrutti koronan aiheuttama markkinamuutos, mikä rajoitti etenkin tytäryhtiö Feelian kasvumahdollisuuksia. Feelian liikevaihto kasvoi poikkeuksellisen heikosta foodservice-markkinasta huolimatta 23 % ja oli 15,7 MEUR. Feelian kasvua veti voimakkaasti kasvava kuluttajille suunnattu verkkokauppa, jonka osuus konsernin liikevaihdosta oli jo 15 % ja Feelian liikevaihdosta 26% Q2 2021 aikana. Feelian kasvu sai myös tukea joulukuussa 2019 toteutetusta Beofood-yrityskaupasta. Fodelia ei raportoi Beofoodin lukuja erikseen, mutta yhtiö teki tilikaudella 1.7.2018-30.6.2019 1,8 MEUR:n liikevaihdon, mikä on noin 11 % Feelian vuoden 2020 liikevaihdosta.

Tytäryhtiö Real Snacksin liikevaihto kasvoi 8,2% private label -myynnin vetämänä ja oli 7,3 MEUR.

Perniön Liha ja Pita Factory tulivat osaksi konsernia vuoden 2020 lopussa, mutta yrityskaupat toteutettiin niin myöhään, ettei niillä ollut oleellista vaikutusta vuoden 2020 lukuihin.

Kannattavuus laskenut huipputasolta

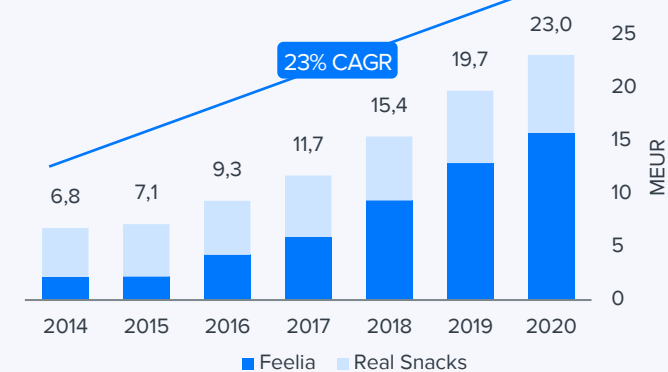
Fodelian kannattavuus oli elintarvikealan ehdotonta huippuluokkaa ennen koronaa, jopa 10% tuntumassa. Vuonna 2020 Fodelian liikevoitto laski 3,7%:iin liikevaihdosta, mikä on selvästi yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitetason alapuolella (10 %). Kannattavuuden lasku johtui koronan aiheuttamasta muutoksesta yhtiön myyntimixissä, panostuksista yhtiön uuteen verkkokauppaan sekä

keskeneräisistä investoinneista Feelian ja Real Snacksin tehtailla Pyhännällä.

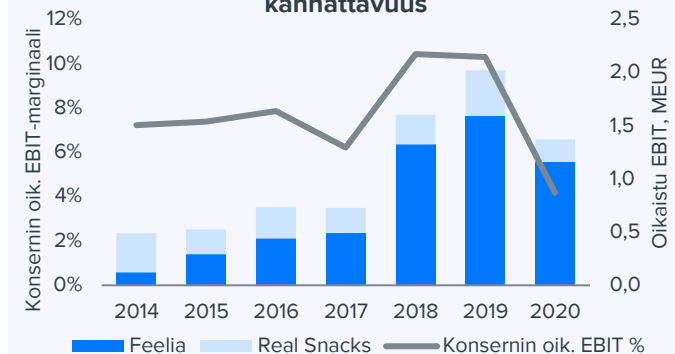
Myyntimixin heikentyminen selittyi sillä, että Feelian tehdas oli optimoitu valmistamaan suuria foodservice-asiakkaille suunnattuja pakkauksia. Koronan myötä myynnin painottuminen kuluttajille suunnattuihin pienempiin pakkauskokoihin aiheutti pullonkaloja ja tehottomuutta tuotannossa. Käsityksemme mukaan Feeliaan sulautettu Beofood on foodservice-kanavasta riippuvainen ja kärsinyt sen heikkoudesta jopa enemmän kuin muu Feelia.

Poikkeusolot ovat aiheuttaneet painetta myös Real Snacksin kannattavuuteen, koska päivittäistavara-kaupat ovat poikkeusoloissa suosineet tunnettuja brändejä pienten toimijoiden kustannuksella, minkä seurauksena Real Snacksin myynti on painottunut heikompikatteisiin private label -tuotteisiin. Myös suurten tapahtumien puute on vaikuttanut sekä Feelian että Real Snacksin kannattavuuteen negatiivisesti.

Liikevaihdon kehitys



Oikaistu liikevoitto ja konsernin kannattavuus



Fodelian taloudellinen asema

Investoinnit ja yritysostot kasvattaneet tasetta

Feelian taseen loppusumma kesäkuussa 2021 oli 25,6 MEUR, josta enemmistö pitkäaikaisia varoja (17,8 MEUR) ja noin kolmannes lyhytaikaisia varoja (8,0 MEUR). Tase kasvoi merkittävästi verrattuna edellisvuoden vastaavaan ajankohtaan (Q2 2020: 14,1 MEUR), minkä taustalla olivat vuodenvaihteen tienoilla ostetut Perniön Liha ja Pita Factory, sekä tuotantolaitosinvestoinnit erityisesti Feelian tehtaalle Pyhännälle.

Taseessa oli aineellisia hyödykkeitä 11,9 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 pakkauskooissa. Yhtiö teki noin 5 MEUR:n investoinnin (sis. rakennuksen laajennuksen sekä koneet ja laitteet) Pyhännän tehtaalle kolminkertaistaakseen tuotantokapasiteetin aiempaan verrattuna. Laitteet ovat moderneja ja tuotantoa on jatkuvasti tehostettu automatisoimalla linjastoa. Feelia on valmistautunut tuleviin laajennustarpeisiin, sillä yhtiön omistamalla tontilla on runsaasti tilaa lisää laajennuksille.

Aineettomia hyödykkeitä oli 5,5 MEUR josta valtaosa liittyy Perniön Lihan ja Pita Factoryn oston yhteydessä syntyneeseen konserniliikearvoon.

Liiketoiminta ei juuri sido käyttöpääomia

Fodelian vaihto-omaisuus kesäkuussa 2021 oli 2

MEUR eli 8 % taseen loppusummasta. Tämä vastaa noin 6% vuodelle 2021 ennustamastamme liikevaihdosta (vastaa 3 viikon mittaista varaston kiertonopeutta). Nettokäyttöpääoma oli 2,9 MEUR negatiivinen, mikä tarkoittaa että liiketoiminta on pääomatehokasta. Alhainen nettokäyttöpääoman taso johtuu osittain vahvasta kysynnän kasvusta, mikä on painanut Feelian varastotasot matalalle.

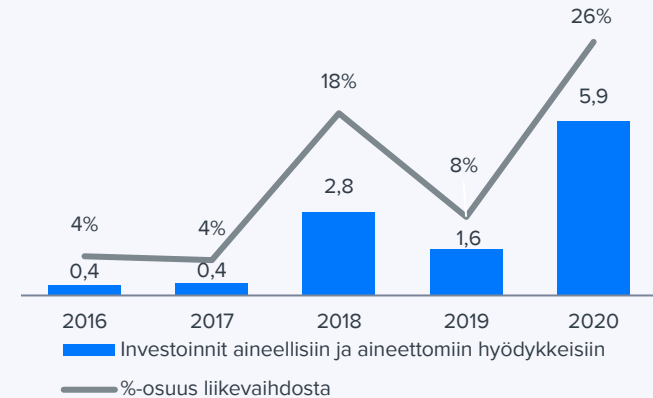
Suhteellinen velkaisuus koholla hetkellisesti

Fodelialla oli kesäkuussa 2021 10,1 MEUR:n nettovelka, joka koostui 6,9 MEUR:n pitkäaikaisista korollisista veloista, 4,9 MEUR:n lyhytaikaisista korollisista veloista ja 1,7 MEUR:n käteisvaroista. Nettovelka oli kooltaan 5,6-kertainen suhteessa edellisten 12 kuukauden käyttökatteeseen, mutta emme pidä kyseistä lukua relevanttina, koska Perniön Liha ja Pita Factory konsolidoitiin konsernin tuloslaskelmaan vasta vuodenvaihteen 2020 tienoilla. Vuoden 2021 käyttökate-ennusteeseemme verrattuna kesäkuun nettovelka on 3,5-kertainen, mikä on suhteellisen korkea taso (elintarvikealalla tyypillisesti 2-3x EBITDA). Velkaantumisuhde tulee kuitenkin todennäköisesti laskemaan nopeasti liikevaihdon kasvaessa ja kannattavuuden parantuessa.

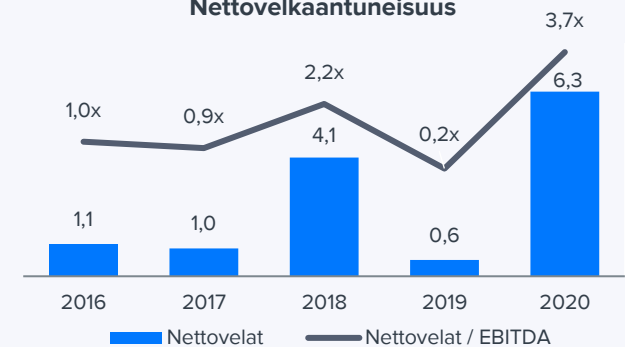
Pääomanpalautusta on jaettu joka vuosi

Fodelia jakoi pääomanpalautusta osakkeenomistajilleen 0,07 euroa per osake molemmilta tilikausilta 2019 ja 2020 koronapandemiasta ja investoinneista huolimatta.

Investoinnit (ei sis. yritysostoja)



Nettovelkaantuneisuus



Strategia, taloudelliset tavoitteet ja niiden saavuttamisen riskit

Strategia listautumisen yhteydessä

Fodelian listautumisen yhteydessä lausutun strategian mukaan yhtiön visio on tuoda kasvuvoimaa suomalaiselle elintarvikealalle ja missio on kasvattaa suomalaisista elintarvikealan yrityksistä kukoistavia kansainvälisiä menestystarinoita ja pitää kotimainen ruoantuotanto voimissaan.

Fodelian pitkään omistamat portfolioyhtiöt Feelia ja Real Snacks ovat onnistuneet mielestämme toteuttamaan hyvin näitä tavoitteita. Feelian yli 80 %:sesti kotimaisista raaka-aineista valmistettu ainutlaatuinen tuote- ja palvelutarjoama on ratkaissut monia ongelmia mm. julkisen sektorin ruokahuollon kustannuspaineissa ja tuonut kaupoille, huoltoasemille, ravintoloille, hoiva-yrityksille, henkilöstöravintoloihin, tapahtumiin ja kotioloihin helppoja, kotimaisia ja terveellisiä ratkaisuja syödä. Feelian kasvu- ja kannattavuuslukujen perusteella sitä voidaan myös kieltämättä kutsua menestystarinaksi. Kansainvälistyminen ei kuitenkaan ole vielä toistaiseksi edennyt pitkälle.

Real Snacks on ollut hieman maltillisempi kasvutarina kuin Feelia, mutta sekin on kasvanut kohtalaisen hyvin ja pystynyt tekemään tulosta. Real Snacksin raaka-aineiden kotimaisuusaste on myös korkea ja viennin osuus liikevaihdosta vajaan 10 %. Kansainvälistyminen on Real Snacksin osalta jo pidemmällä kuin Feelialla, mutta private label – perunalastujen valmistusta ei kuitenkaan voida kutsua miksiäkään ainutlaatuisiksi menestystarinaksi. Tämä voi kuitenkin muuttua tulevaisuudessa, kun yhtiön omiin brändeihin (Oikia ja Oatis) tehdyt panostukset alkavat tuottaa konkreettisia tuloksia.

Oatis-brädin alla vuonna 2017 lanseeratut maailman ensimmäiset gluteenittomat kaurapohjaiset snacksit ovat erottautuva tuoteinnovaatio, jossa näemme kansainvälistymispotentiaalia. Tämän kuluttaja-tuotteen vieminen maailmalle voisi kuitenkin olla tehokkaampi toteuttaa jonkun suuremman teollisen toimijan käsissä, jolla on valmiit jakelukanavat ja kansainvälinen myynti- ja markkinointikoneisto käytettävissään. Tästä näkökulmasta Real Snacks voisi mielestämme olla arvokkaampi jonkun muun toimijan kuin Fodelian käsissä.

Vuoden 2020 lopussa ostetut Perniön Liha ja Pita Factory eivät ole vielä päässeet näyttämään täyttä potentiaaliaan, mutta näemme synergioita niiden ja Feelian välillä mm. tuotannon tehostamisessa ja jakelukanavien hyödyntämisessä.

Uudistettu strategia

Fodelia päivitti strategiaansa 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:

- 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

Taloudelliset tavoitteet

Fodelian taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

1. **Liikevaihdon** vuosittainen kasvu keskipitkällä aikavälillä keskimäärin noin 25 %
2. **Liikevoittomarginaali** keskimäärin keskipitkällä aikavälillä yli 10 %.
3. **Osingonjakosuhte** noin 35 %. Pääosa tuloksesta on tarkoitus investoida tulevina vuosina kasvuun.

Tavoitteet ovat hyvin kunnianhimoiset, mutta suuren markkinapotentiaalain, kilpailukykyisen tuoteportfolion ja kasvavan sopimuskannan johdosta pidämme näitä realistisina.

Fodelian taloudelliset tavoitteet

Fodelian keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Kasvu



Keskimäärin noin 25 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu

Kannattavuus




Liikevoittomarginaali keskimäärin yli 10 %

Vuoden 2024 tavoite

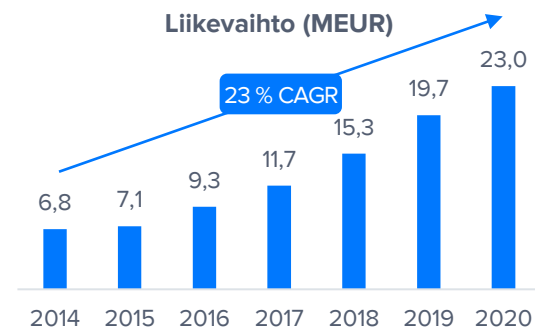
Tavoitteena yli 60 MEUR:n liikevaihto vuonna 2024

Osinkopolitiikka

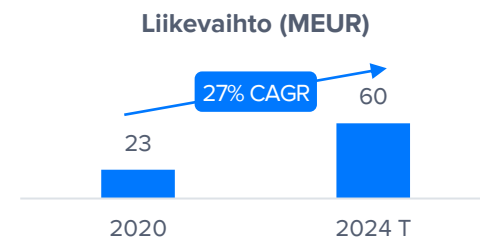


Yli 35 % osingonjakosuhde

Lähtökohta



Vuosi	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Liikevoittomarginaali	7,2 %	7,4 %	7,9 %	6,2 %	10,8 %	9,2 %	3,6 %



Vuosi	2019	2020
Osingonjakosuhteet	106 % (EUR 0.07)	79 % (EUR 0.07)

Fodelia-konsernin ennusteet (1/2)

Liikevaihdon kasvu kiihtyy vuoden 2021 jälkipuoliskolla

Ennustamme Fodelian vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan 57%:lla suhteessa edellisvuoteen, josta noin 30% selittyy orgaanisella kasvulla ja loput yritysostoilla. Konsernin orgaaninen kasvu on toipunut pandemian jälkeen lähelle vuosien 2016-19 tasoa (25-32%), joskin Perniön Lihan ja Pita Factoryn hankinta laimentaa konsernin orgaanisia kasvulukuja suhteessa edellisvuoteen.

Feelian kasvu kiihtyy syksyllä

Feelia on konsernille tärkein kasvun veturi 32% ennustetulla liikevaihdon kasvulla kuluvan vuoden aikana, mikä koostuu puhtaasti orgaanisesta kasvusta. Feelia kasvoi H1:llä 21% ja odotamme kasvun hyppäävän 41%:iin vuoden toisella puoliskolla mm. verkkokaupan kasvun sekä foodservice-markkinan toipumisen myötä. Kuluvan vuoden aikana avattu tehdaslaajennus tukee liikevaihdon kasvua sekä kannattavuutta loppuvuonna lisääntyneen kapasiteetin ja automaation seurauksena. Uutta laitteistoa asennetaan vielä loppuvuoden ajanakin, mikä tarkoittaa, että kannattavuuteen jäänee vielä parantamisen varaa ensi vuodelle.

Perniön Liha ja Pita Factory

Perniön Lihan ja Pita Factoryn orgaanista kasvulukua on vaikeaa hahmottaa, koska yhtiöillä on ristikkäistä myyntiä muun Feelia-konsernin kanssa jo ennen yritysostoa ja siten yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto on suurempi kuin konsernin raportoima konsolidoitu liikevaihto. Odotamme Perniön Lihan ja Pita Factoryn konsolidoidun liikevaihdon olevan 7% alle edellisvuoden raportoidun liikevaihdon, mutta tämä ei

tarkoita että orgaaninen liikevaihdon kehitys olisi negatiivinen. Ennustamme liikevoittomarginaalin jäävän koko vuoden tasolla 4,5%:iin (2020: 6,2%) heikosta alkuvuoden kannattavuudesta johtuen.

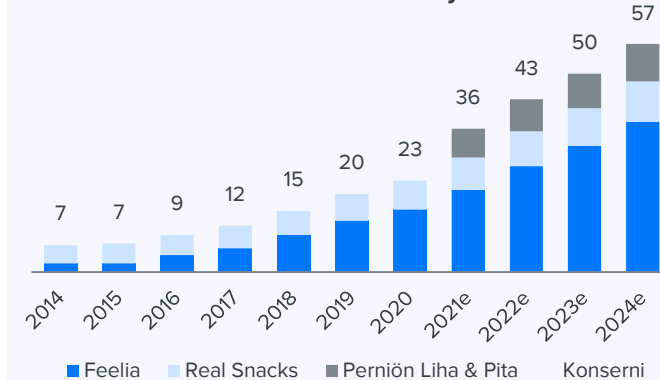
Real Snacksilta lupa odottaa parempaa kannattavuutta

Real Snacksin puolella odotamme kasvun jatkuvan samalla tasolla kuin H1:n aikana noin 11%:ssa. Tehtaan pakkausautomaatiolaitteet saatiin kuntoon Q2:n aikana, mikä tarkoittaa myöskin parempaa kannattavuutta Q3:sta alkaen. Odotamme liikevoittomarginaalin paranevan H2:lla 7,6%:iin (4,2% H1:llä). Lisäksi koronan aiheuttama poikkeama vähittäistavara-kaupan ostokäyttäytymisessä ei enää jarruta pienempien brändien myyntiä, jolloin viime vuosina sisään ajettu brändiuudistus alkanee näkymään myös taloudellisissa luvuissa ja tukee kasvua keskipitkällä aikavälillä.

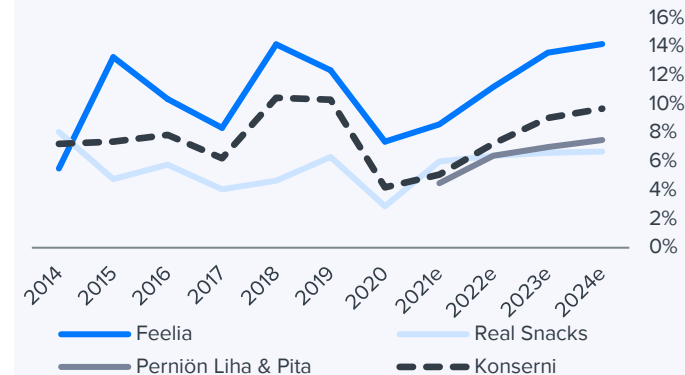
Kannattavuusohjeistus vaikuttaa haastavalta

Fodelia ohjeistaa vuoden 2021 liikevaihdon yltävän noin 30-35 miljoonaan euroon ja liikevoittomarginaalin noin 5-8 %:iin. Näemme liikevaihto-ohjeistuksen helposti saavutettavana, mutta samalla liikevoittoennusteen todella optimistisena. H1:llä Fodelian liikevoittomarginaali oli vain 0,5 % emmekä näe yhtiön kurovan kiinni ohjeistukselle alkuvuodesta annettua etumatkaa vaikka H2:n kannattavuus nousisikin jo hyvälle tasolle. Odotamme yhtiöltä 3,9% liikevoittomarginaalia koko vuodelta 2021. Liikevaihdon osalta pidämme ohjeistuksen tarkistusta ylöspäin mahdollisena, sillä ennustemme 36 MEUR on hieman annetun ohjeistuksen yläpuolella.

Liikevaihdon kehitys



Oikaistun EBIT-marginaalin kehitys



Fodelia-konsernin ennusteet (2/2)

Keskipitkän aikavälin kasvutavoitteet ovat kunnianhimoisia, mutta tehtävissä

Fodelian johdon keskipitkän aikavälin tavoitteena on saavuttaa 60 MEUR liikevaihto vuoteen 2024 mennessä. Tämä vaatisi 27% keskimääräistä kasvua vuosina 2021-24, mikä on erittäin kova, mutta tehtävissä oleva tavoite.

Emme tee merkittäviä ennustemuutoksia lähivuosille, mutta nostamme 2024 liikevaihtoennusteita 5%:lla mm. Fodnetin kansainvälistymissuunnitelmia ja kasvutavoitteita silmällä pitäen. Vuoden 2024 liikevaihtoennustemme nousee 57 miljoonaan euroon.

Odotamme pitkän aikavälin kasvun tulevan pääasiassa Feelian ja Fodnetin kautta, joiden yhteenlaskettu liikevaihto 2,5-kertaistuu vuoden 2020 tasoon suhteutettuna. Ennustamastamme Feelian ja Fodnetin yhteenlasketusta 22 MEUR kasvupyrähdyksestä noin puolet tulee kuluttajille suunnatun verkkokaupan kasvun kautta ja toinen puoli foodservice-myyntiin kasvusta mm. kunta- ja hoiva-alan asiakkaille. Lisäksi odotamme Real Snacksin, Perniön Lihan ja Pita Factoryn yhteenlasketun liikevaihdon kasvavan keskimäärin 7% vuosittaista vauhtia, josta syntyy yhteensä 4,4 MEUR orgaaninen kasvuaskel neljän vuoden aikana.

Feelian korkea bruttomarginaali ja kasvu tukevat kannattavuuskehitystä

Arviomme mukaan Feelian bruttomarginaali on elintarvikealalle epätyypillisen korkea, minkä tulisi mahdollistaa huomattava kannattavuustason nousu liikevaihdon kasvun myötä. Viimeaikaiset investoinnit tehtaaseen, organisaatioon ja verkkokauppaan ovat painaneet kannattavuutta alaspäin koronan aiheuttamien vastatuulien lisäksi. Näkemysksemme

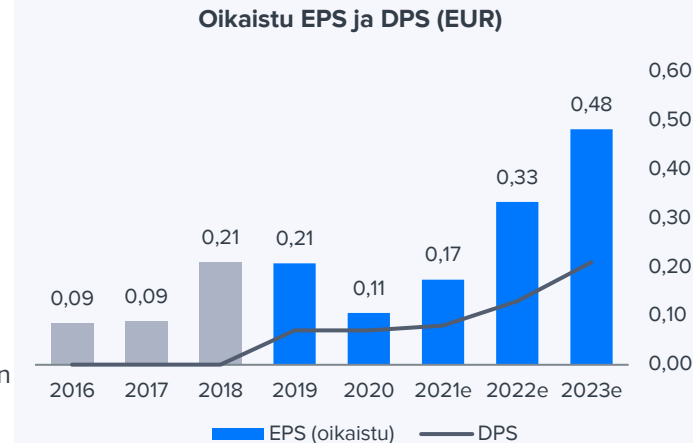
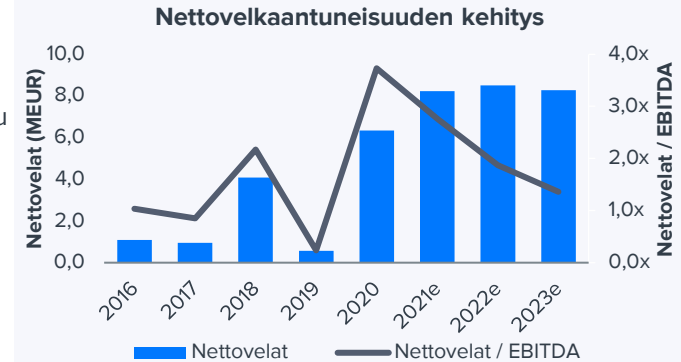
mukaan Feelian liikevoitto-marginaali voisi kuitenkin nousta merkittävästi 10 % yläpuolelle pitkällä aikavälillä. Ennustamme Feelialle 11,2-14,2% oikaistua EBIT-marginaalia vuosille 2022-24.

Jos konserni saavuttaa kasvutavoitteensa ja onnistuu samaan aikaan nostamaan konsernin liikevoitto-marginaalin takaisin tavoitellulle yli 10% tasolle, tarkoittaisi se liikevoiton kuusinkertaistamista verrattuna vuoden 2020 matalaan tasoon. Pidämme tätä täysin mahdollisena ja tällä hetkellä meidän ennusteemme Fodelian vuoden 2024 oikaistulle liikevoitolle on 5,5 MEUR (oikaistu EBIT 9,7 %). Konsernin kannattavuusennusteita painaa Real Snacksin, Perniön Lihan ja Pita Factoryn kannattavuusoletukset, jotka ovat konsernin tavoitetasoa (yli 10%) matalammat.

Tuloskasvu syö suhteellista nettovelkaa nopeasti

Yhtiön korkea suhteellinen velkaisuus sulaa ennusteidemme mukaan nopeasti vahvan kasvun ja parantuvan kannattavuuden ansiosta. Pidämme todennäköisenä, että lisäinvestointeja tullaan tarvitsemaan tulevaisuudessakin kasvun mahdollistamiseksi, vaikkakin Feelian uusi tehdas kolminkertaisella kapasiteetilla tarjoaa tuotantovolyymia muutaman seuraavan vuoden tarpeisiin. Arviomme mukaan nettovelka suhteessa EBITDA:han tulee olemaan 2,8-kertainen vuoden 2021 lopussa ja laskee 1,9-kertaiseksi vuoden 2022 loppuun mennessä.

Yhtiön osingonmaksupolitiikka on jakaa vähintään 35% nettotuloksesta osakkeenomistajille. Odotamme maltillista osinkokehitystä vuodelta 2021, mutta näemme että yhtiön osingonmaksu voi kasvaa nopeasti keskipitkällä aikavälillä, jos kasvu- ja kannattavuustavoitteisiin päästään.



Osakkeen arvostus (1/2)

Velaton yritysarvo on noin 64 MEUR

Fodelian markkina-arvo 7,7 euron osakekurssilla on 56 MEUR. Konsernilla oli vuoden 2020 lopussa noin 6,5 miljoonan nettovelka taseessa, minkä johdosta velaton yritysarvo (EV) on noin 64 MEUR.

Verrokkiryhmä arvostuksen tueksi

Olemme keränneet Fodelialle pörssilistatuista elintarvikeyrityksistä 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.

Tulospohjaiset arvostuskertoimet

Tulospohjaiset arvostusmittarit ovat koholla verrattuna verrokkiryhmään, mutta lähivuosien tuloskasvu voi muuttaa tilannetta nopeasti.

Ennusteidemme mukaiset 2021-23 oikaistut P/E-kertoimet ovat noin 44-16x. Kuluvan vuoden tulosta painaa koronaviruksen aiheuttama heikko kysyntä foodservice-kanavassa, sekä tehdasinvestoinneista johtuneet operatiiviset haasteet Feelian ja Real Snacksin tehtailla. Vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet ovat 22-11x ja oik. EV/EBIT-kertoimet 37-14x.

Verrokkiryhmän keskiarvoiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat noin 19x ja 17x. Fodelia on tämän vuoden ennusteilla arvostettu huomattavasti verrokkiryhmän yläpuolelle, mutta nopean tuloskasvun ansiosta ero kaventuu huomattavasti vuosien 2022-23 ennusteilla. Verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 15x. Tämän vuoden

heikolla tuloksella Fodelia arvostetaan korkealla preemiolla verrokkiryhmään nähden, mutta vuonna 2022 preemio kutistuu 34 %:iin.

Tasepohjainen arvostus

Fodelian oma pääoma oli Q2 lopussa 9,2 MEUR eli 1,24 euroa/osake. P/B-kerroin on vuoden 2021 ennusteillamme 6,1x, mikä on selvästi yli verrokkiryhmän keskiarvon 2,6x.

P/B-luvun yhteydessä kannattaa kiinnittää huomiota oman pääoman tuottoon (ROE-%). Fodelia ylsi vuosien 2016-18 aikana jopa 44-87% oman pääoman tuottoihin, mutta luku on laskenut noin 10% paikkeille vuosien 2019-21 aikana johtuen kannattavuus-haasteista, jotka arviomme mukaan ovat tilapäisiä. Meidän ennusteemme Fodelian 2022-2023 oman pääoman tuotoista ovat 21-27 %, mihin peilattuna nykyinen P/B-arvostuspremio on mielestämme perusteltavissa.

Osinkopohjainen arvostus

Fodelian taloudelliset tavoitteet tähtäävät yli 35%:n osingonmaksuun suhteessa osakekohtaiseen tulokseen. Ennustamme 1,0-2,7% osinkotuottoa vuosille 2021-23. Lähivuosien osinkotuotto ei mielestämme ole tällä hetkellä erityisen keskeinen tekijä osaketarinan kannalta, sillä näemme yhtiön ensisijaisesti kasvuyhtiönä.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	7,70	7,70	7,70
Osakemäärä, milj. kpl	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	56	56	56
Yritysarvo (EV)	64	65	64
P/E (oik.)	44,3	23,1	16,0
P/E	60,5	27,1	18,0
P/Kassavirta	>100	>100	41,6
P/B	6,1	5,3	4,4
P/S	1,6	1,3	1,1
EV/Liikevaihto	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	21,6	14,2	10,6
EV/EBIT (oik.)	37,0	20,6	14,3
Osinko/tulos (%)	62,8 %	45,8 %	49,0 %
Osinkotuotto-%	1,0 %	1,7 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus (2/2)

Liikevaihtopohjainen arvostus

Ennusteidemme mukaiset 2021 ja 2022 EV/S -kertoimet ovat 1,8x ja 1,5x. Fodelian kasvu- ja kannattavuuspotentiaali on mielestämme huomattavasti parempi verrattuna muihin elintarvikealan toimijoihin, mikä mielestämme oikeuttaa sektorin keskiarvoa korkeammat EV/S-kertoimet. Kotimaisista kilpailijoista Atrian, Apetit ja HKScanin EV/S luvut ovat alhaisia, vain 0,3x keskimäärin vuodelle 2021. Raisonin EV/S-luku on sen sijaan jopa 2x. Fodelialla on arviomme mukaan joukon korkein brutto-marginaali mikä mahdollistaa verrokkeja paremman kannattavuuspotentiaalin pitkällä aikavälillä.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Fodelian oman pääoman arvoksi 65,6 MEUR (9,0 euroa per osake). Ennustemallissamme 2021-2024 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on voimakasta (25 %/v.) ja lähellä yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteen kanssa (yhtiö tähtää 60 MEUR liikevaihtoon vuonna 2024, meidän ennusteemme 57 MEUR). Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme keskimäärin 6,2%:n tasolle vuosina 2025-29. Vuodesta 2030 alkavalla terminaalijaksolla kasvu on 2,5 %. Mallissamme EBIT-marginaali nousee vuoteen 2024 mennessä 9,7% tasolle (yhtiön keskipitkän aikavälin tavoite yli 10 %). Tämän jälkeen EBIT-marginaali laskee ennusteissamme (2025-2029) 8,5 %:iin. EBIT-marginaaliennusteemme terminaalijaksolle on 8,5 %. Mallissa käytetty

pääoman kustannus (WACC) on 7,6 % ja terminaalijakson osuus rahavirroista 72 %.

Tavoitehintaa ja suositus

Fodelian sijoitusprofiilissa yhdistyvät hyvät kilpailuedut patentoidun valmistusmenetelmän ansiosta, defensiivinen loppumarkkina ja suuri markkinapotentiaali. Sijoituksen riskisyyttä lisää yhtiön suhteellisen pieni koko, suhteellisen heikosti tunnetut kuluttajabrändit sekä liiketoiminnan skaalaamiseen liittyvät kannattavuushaasteet.

Osakkeen arvostus on suhteellisen korkealla tasolla verrattuna listattuihin verrokkiyhtiöihin, mutta toisaalta Fodelian kasvu- ja kannattavuuspotentiaali on omaa luokkaansa. Yhtiö on kohdannut runsaasti haasteita vuosien 2020-21 aikana johtuen sekä yhtiön sisäisistä asioista kuten kasvu- ja automaatio-investoinneista, sekä ulkoisista tekijöistä, kuten koronapandemiasta. Näiden haasteiden helpottaminen vuoden toisella puoliskolla ja edelleen ensi vuonna tulevat uskoaksemme toimimaan positiivisena ajurina yhtiön osakekurssin kehitykselle.

Pidämme yhtiön kunnianhimoisia taloudellisia tavoitteita saavutettavissa olevina, emmekä näe mahdottomana, että yhtiö voisi jopa ylittää nykyiset tavoitteet. Suuri markkina takaa kasvupotentiaalia pitkäksi aikaa, minkä johdosta arvostus pysynee verrokkien yläpuolella useita vuosia. Yhtiön asiakaslähtöinen filosofia mahdollistaa arvoa luovien liiketoimintamallien ja teknologioiden kehittämisen tulevaisuudessakin.

Näemme riskin vuoden 2021 ohjeistuksen osalta, sillä näkemyksemme mukaan 5-8% liikevoittomarginaaliin pääseminen tulee olemaan erittäin vaikeaa. Toisaalta liikevaihdon osalta voidaan nähdä myös ohjeistusta vahvempaa kehitystä.

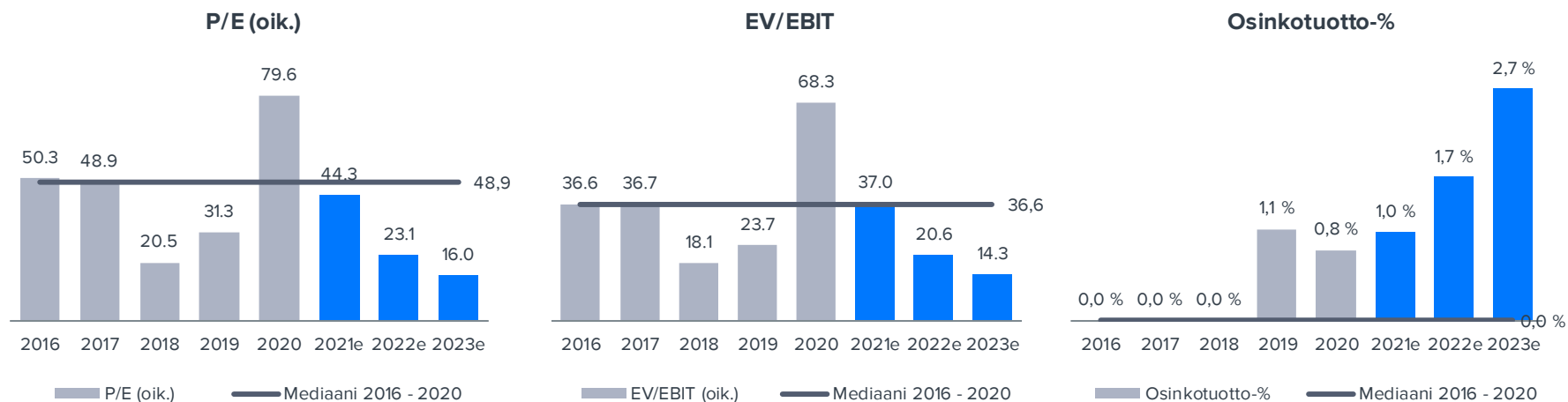
Olemme valmiit katsomaan pitkän aikavälin mahdollisuuksia lyhyen aikavälin riskeistä huolimatta, joten nostamme suosituksen tasolle lisää (aik. vähennä) muuttumattomalla tavoitehinnalla 8,5 euroa, mikä vastaa 10% nousuvaraa suhteessa nykyiseen osakekurssiin. Pidättydymme antamasta osta-suositusta toistaiseksi, koska näemme lyhyellä aikavälillä riskin, että yhtiö joutuu alentamaan kuluvan vuoden kannattavuusohjeistustaan. Myös tulevien vuosien kannattavuusennusteisiin liittyy epävarmuutta, sillä viime aikoina konsernin kannattavuus on ollut odotuksiamme heikompaa. Jotta voisimme antaa osta-suosituksen, haluaisimme nähdä merkkejä kannattavuuden kääntymisestä parempaan suuntaan tai osakkeen arvostuksen tulisi olla selvästi matalampi.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,30	4,30	4,30	6,50	8,42	7,70	7,70	7,70	7,70
Osakemäärä, milj. kpl	6,00	6,00	6,00	7,05	7,05	7,29	7,29	7,29	7,29
Markkina-arvo	26	26	26	46	59	56	56	56	56
Yritysarvo (EV)	27	27	30	46	66	64	65	64	64
P/E (oik.)	50,3	48,9	20,5	31,3	79,6	44,3	23,1	16,0	12,9
P/E	50,3	48,9	20,5	98,8	95,5	60,5	27,1	18,0	14,2
P/Kassavirta	53,1	52,4	neg.	11,5	neg.	>100	>100	41,6	28,6
P/B	23,9	19,9	16,0	6,7	6,8	6,1	5,3	4,4	3,7
P/S	2,8	2,2	1,7	2,3	2,6	1,6	1,3	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	2,9	2,3	1,9	2,4	2,9	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA (oik.)	25,7	23,7	15,9	19,5	38,7	21,6	14,2	10,6	8,6
EV/EBIT (oik.)	36,6	36,7	18,1	23,7	68,3	37,0	20,6	14,3	11,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	106,4 %	79,4 %	62,8 %	45,8 %	49,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,1%	0,8 %	1,0 %	1,7 %	2,7 %	3,5 %

Lähde: Inderes

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



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Apetit Oyj	13,30	84	87	16,2	12,7	7,7	6,8	0,3	0,3		14,8	3,9	4,9	0,9
Atria Oyj	10,94	209	403	13,9	7,8	6,3	3,6	0,3	0,3		8,8	4,7	4,8	0,7
Raisio Oyj	3,41	562	510	21,9	20,4	16,4	14,6	2,0	1,9	25,7	25,7	3,8	4,0	2,0
HKScan Oyj	1,96	183	502		15,7	5,4	5,2	0,3	0,3	21,8		2,6	4,1	
Orkla ASA	78,70	7783	9264	16,3	15,4	12,1	11,5	1,9	1,8	15,8	15,4	3,6	3,7	2,1
Danone SA	59,41	40877	52017	16,4	15,2	11,9	11,3	2,2	2,1	18,6	16,9	3,3	3,5	2,4
Cloetta AB	27,36	764	986	16,2	13,8	11,3	10,0	1,7	1,6	17,4	15,4	3,4	3,9	1,8
Nestle SA	113,44	294478	330672	24,0	22,7	19,5	18,4	4,2	4,0	25,7	23,8	2,5	2,6	7,2
Kellogg Co	63,63	18342	24920	16,1	15,9	12,8	12,5	2,1	2,1	15,5	15,1	3,7	3,8	5,8
Kraft Heinz Co	36,45	37850	56050	12,9	13,6	10,7	11,2	2,6	2,7	13,5	13,9	4,4	4,4	0,9
Fodelia (Inderes)	7,70	56	64	37,0	20,6	21,6	14,2	1,8	1,5	44,3	23,1	1,0	1,7	6,1
Keskiarvo				17,1	15,3	11,4	10,5	1,7	1,7	19,2	16,7	3,6	4,0	2,6
Mediaani				16,2	15,3	11,6	11,3	2,0	1,9	18,0	15,4	3,6	4,0	2,0
Erutus-% vrt. mediaani				127 %	34 %	86 %	26 %	-9 %	-20 %	146 %	50 %	-71 %	-57 %	204 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	9,2	10,5	19,7	10,6	12,4	23,0	16,1	19,9	36,0	19,9	23,5	43,4	49,8	57,2
Feelia/Beofood	5,9	7,0	12,9	7,4	8,3	15,7	8,9	11,8	20,7	12,0	14,7	26,6	31,7	37,7
Real Snacks	3,3	3,5	6,8	3,5	3,9	7,3	3,9	4,3	8,2	4,2	4,6	8,8	9,5	10,3
Konsernihallinto/eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Pernion Liha/Pita Factory	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	3,4	3,9	7,3	3,8	4,2	8,0	8,7	9,4
Konsemiliikearvopoistot ja muut elim.	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
Käyttökate	1,2	1,2	2,4	0,7	1,0	1,7	0,8	2,2	3,0	2,1	2,4	4,5	6,1	7,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,9	-0,7	-0,9	-1,6	-0,9	-0,9	-1,8	-2,0	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,9	1,1	2,0	0,3	0,7	1,0	0,2	1,5	1,7	1,4	1,7	3,1	4,5	5,5
Liikevoitto	0,9	0,9	1,8	0,3	0,6	0,8	0,1	1,3	1,4	1,3	1,5	2,8	4,1	5,2
Feelia/Beofood	0,7	0,9	1,6	0,4	0,7	1,2	0,5	1,3	1,8	1,4	1,5	3,0	4,3	5,4
Real Snacks	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7
Konsernihallinto/eliminoinnit	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,8	-0,5	-0,5	-0,9	-1,1	-1,2
Pernion Liha/Pita Factory	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
Konsemiliikearvopoistot ja muut elim.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,9	-1,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	0,8	0,0	0,8	0,2	0,5	0,7	0,0	1,2	1,2	1,2	1,4	2,6	3,9	5,0
Verot	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0
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
Nettotulos	0,7	-0,2	0,5	0,2	0,4	0,6	0,0	1,0	0,9	0,9	1,1	2,1	3,1	4,0
EPS (oikaistu)	0,10	0,11	0,21	0,03	0,08	0,11	0,02	0,16	0,17	0,15	0,18	0,33	0,48	0,60
EPS (raportoitu)	0,10	-0,03	0,07	0,03	0,06	0,09	-0,01	0,13	0,13	0,13	0,16	0,28	0,43	0,54

Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	111,6 %	108,6 %	28,3 %	15,0 %	18,4 %	16,8 %	52,8 %	60,3 %	56,8 %	23,3 %	18,1 %	20,4 %	14,7 %	15,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	25,6 %	13,6 %	18,8 %	-68,4 %	-36,1 %	-50,9 %	-15,2 %	121,3 %	81,0 %	499,6 %	13,4 %	80,6 %	42,9 %	23,2 %
Käyttökate-%	12,7 %	11,6 %	12,1 %	6,9 %	7,9 %	7,4 %	4,8 %	11,1 %	8,3 %	10,8 %	10,2 %	10,5 %	12,2 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,8 %	10,1 %	10,0 %	2,7 %	5,5 %	4,2 %	1,5 %	7,5 %	4,8 %	7,3 %	7,2 %	7,2 %	9,0 %	9,7 %
Nettotulos-%	7,4 %	-2,1 %	2,4 %	1,8 %	3,5 %	2,7 %	-0,3 %	4,9 %	2,6 %	4,7 %	4,8 %	4,8 %	6,3 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	6,4	14,1	15,4	16,8	18,3
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	1,5	4,1	3,8	3,6	3,3
Käyttöomaisuus	4,9	9,8	11,6	13,2	15,0
Sijoitukset osakkuusrytiksiin	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	7,9	6,8	11,6	14,0	16,0
Vaihto-omaisuus	1,4	1,8	2,8	3,3	3,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,4	3,3	5,2	6,3	7,2
Likvidit varat	4,1	1,7	3,6	4,3	5,0
Taseen loppusumma	14,3	20,9	27,0	30,7	34,4

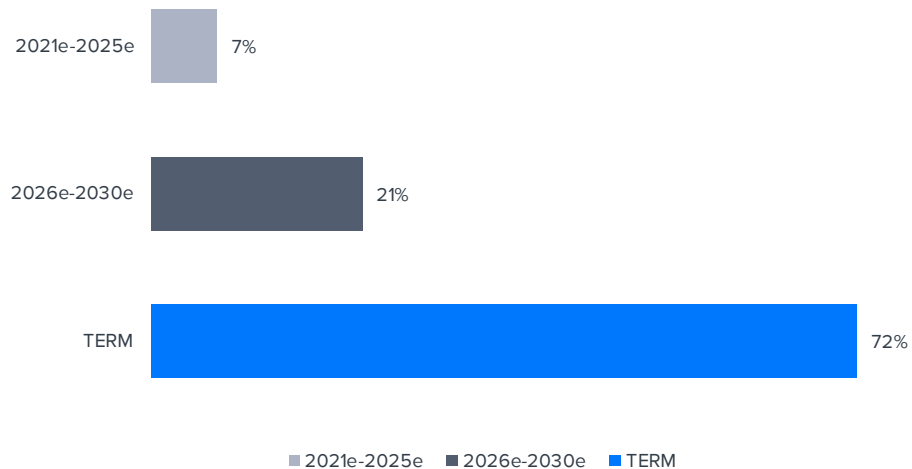
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	6,9	8,8	9,2	10,7	12,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,4	0,2	0,6	2,1	4,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,2	8,5	8,5	8,5	8,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	2,9	5,8	5,9	6,4	6,6
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	2,9	5,6	5,9	6,4	6,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,5	6,3	11,9	13,6	14,9
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	2,4	5,9	6,4	6,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	3,8	5,9	7,2	8,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	14,3	20,9	27,0	30,7	34,4

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	0,8	1,4	2,8	4,1	5,2	5,3	5,6	6,0	6,3	6,6	6,7	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,6	1,8	2,0	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,5	2,2	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,2	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,5	1,9	3,6	4,9	6,0	6,5	7,0	7,6	8,1	8,5	7,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-8,5	-3,0	-3,1	-3,5	-4,1	-4,4	-4,7	-4,9	-5,2	6,1	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-6,8	-1,4	0,5	1,3	2,0	2,1	2,4	2,6	2,9	14,7	5,1	
+/- Muut	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-6,8	0,1	0,5	1,3	2,0	2,1	2,4	2,6	2,9	14,7	5,1	103
Diskontattu vapaa kassavirta		0,1	0,4	1,1	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	8,0	2,6	52,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		72,4	72,3	71,8	70,7	69,2	67,6	66,0	64,4	62,7	54,7	52,1
Velaton arvo DCF		72,4										
- Korolliset velat		-8,0										
+ Rahavarat		1,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		65,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,0										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	15,3	19,7	23,0	36,0	43,4	EPS (raportoitu)	0,21	0,07	0,09	0,13	0,28
Käyttökate	1,9	2,4	1,7	3,0	4,5	EPS (oikaistu)	0,21	0,21	0,11	0,17	0,33
Liikevoitto	1,7	1,8	0,8	1,4	2,8	Operat. kassavirta / osake	0,12	0,35	0,21	0,26	0,49
Voitto ennen veroja	1,6	0,8	0,7	1,2	2,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,30	0,57	-0,96	0,02	0,06
Nettovoitto	1,3	0,5	0,6	0,9	2,1	Omapääoma / osake	0,27	0,97	1,24	1,26	1,47
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	Osinko / osake	0,00	0,07	0,07	0,08	0,13
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	9,3	14,3	20,9	27,0	30,7	Liikevaihdon kasvu-%	31 %	28 %	17 %	57 %	20 %
Oma pääoma	1,6	6,9	8,8	9,2	10,7	Käyttökateen kasvu-%	67 %	27 %	-29 %	76 %	52 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	127 %	19 %	-51 %	81 %	81 %
Nettovelat	§	0,6	6,3	8,2	8,5	EPS oik. kasvu-%	138 %	-1 %	-49 %	64 %	91 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	12,2 %	12,1 %	7,4 %	8,3 %	10,5 %
Käyttökate	1,9	2,4	1,7	3,0	4,5	Oik. Liikevoitto-%	10,8 %	10,0 %	4,2 %	4,8 %	7,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,1	0,6	-0,2	-0,8	-0,4	Liikevoitto-%	10,8 %	9,2 %	3,6 %	3,9 %	6,4 %
Operatiivinen kassavirta	0,7	2,5	1,5	1,9	3,6	ROE-%	86,5 %	10,9 %	8,0 %	10,3 %	20,8 %
Investoinnit	-2,8	-2,8	-8,5	-3,0	-3,1	ROI-%	34,4 %	19,8 %	5,9 %	7,4 %	12,5 %
Vapaa kassavirta	-1,8	4,0	-6,8	0,1	0,5	Omavaraisuusaste	17,3 %	48,0 %	42,0 %	34,0 %	34,8 %
						Nettovelkaantumisaste	253,6 %	8,2 %	72,3 %	89,5 %	79,7 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	1,9	2,4	2,9	1,8	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	15,9	19,5	38,7	21,6	14,2						
EV/EBIT (oik.)	18,1	23,7	68,3	37,0	20,6						
P/E (oik.)	20,5	31,3	79,6	44,3	23,1						
P/B	16,0	6,7	6,8	6,1	5,3						
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	0,8 %	1,0 %	1,7 %						

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

1.

Voimakas kasvuhakuisuus ja hyvät näytöt historiallisesta kannattavuudesta

2.

Suomessa iso markkinapotentiaali ja lisää kasvuvauhtia kansainvälistymisestä

3.

Defensiivinen toimiala ja kokonaisuutena maltillinen riskiprofiili

4.

Johto ja henkilöstö sitoutuneita yhtiöön huomattavan omistuksen kautta

5.

Asiakaslähtöinen liiketoimintamalli mahdollistaa omistaja-arvon luonnin

Potentiaali



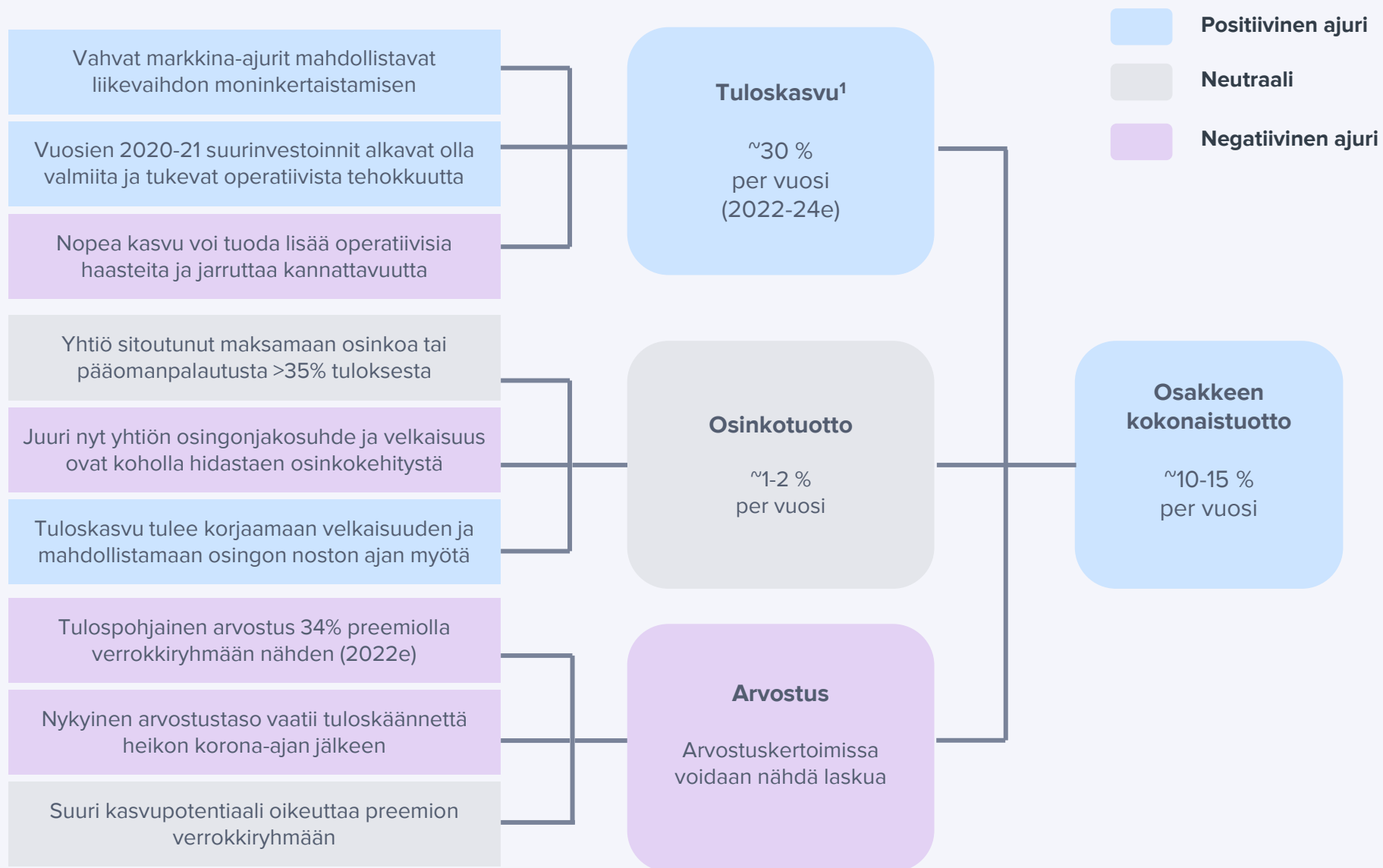
- Erinomaiset tuotteet, jotka vastaavat hyvin markkinakysyntään
- Mahdollisuus suuriin kasvuharppauksiin mm. julkisen sektorin tai isojen hoivayhtiösopimusten kautta
- Vahvat liikevaihdon kasvunäkymät sekä Suomessa että ulkomaille laajentumisen kautta
- Suotuisat megatrendit taustalla mm. syömisen helppous, ruuan terveellisyys ja ammattikeittiöiden kustannuspaineet
- Real Snacksin omien brändien onnistuminen ja kasvun kiihtyminen voisivat olla positiivinen yllätys, jolle emme ole antaneet suurta todennäköisyyttä
- Mahdollisuus lisäarvon luomiseen portfolioyhtiöiden omistajajärjestelyjen kautta

Riskit



- Nopea kasvu voi tuoda mukanaan kasvukipuja (mm. investointien, rekrytointien ja asiakaspidon epäonnistuminen)
- Vahva kasvu- ja kannattavuus voivat houkutella kilpailijoita alalle
- Suomen haastava elintarvikesektorin dynamiikka voi pitkässä juoksussa luoda haasteita omistaja-arvon luonnille
- Pieni koko ja haastajan asemassa olevat brändit voivat jäädä kilpailutilanteen kiristyessä jalkoihin
- Vaikea asema arvoketjussa ja riippuvuus suurista asiakkaista (etenkin Real Snacks)
- Yhtiön taloudelliset tavoitteet on asetettu erittäin korkealle, mikä voi aiheuttaa tulospettymyksiä
- Emoyhtiön kulurakenne voi paisua odotettua korkeammaksi

Osaketuoton ajurit 2021e-2024e



1) Tarkastelemme tuloskasvua vuosien 2022-24 välillä, koska emme usko markkinan hinnoittelevan osaketta tällä hetkellä vuoden 2021 heikon tuloksen perusteella.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**