

# Apetit

## Laaja raportti

27.3.2023 19:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Supistamisesta kohti kasvumoodia

Vuosia kestänyt liiketoimintojen supistaminen ja tehostaminen on arviomme mukaan saatu valmiiksi, joten Apetit voi parantuneen kannattavuuden ansiosta keskittyä tulevana vuosina kasvun tavoitteluun. Vuosi 2022 oli haastava koko toimialalle, mutta arvioimme Apetitin tulokunnon paranevan selvästi vuonna 2023 myyntihintojen nostojen sekä raaka-aineiden saatavuuden parantumisen myötä. Laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää) osakkeen merkittävästi kohonneen kurssin vuoksi ja asetamme tavoitehinnan 12,5 euroon (aik. 12,0).

## Fokus kannattavien liiketoimintojen kehittämisessä

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiöllä on kaksi eri liiketoimintaa: Öljykasvituotteet (65 % liikevaihdosta) ja Ruokaratkaisut (35 %), joilla se teki vuonna 2022 liikevaihtoa 182 MEUR ja liiketulosta 3,5 MEUR. Yhtiö on lähihistoriassaan divestoinut kannattamattomia liiketoimintoja ja onnistunut kääntämään konsernin kannattavuuden selvästi positiiviseksi. Arvioimme karsimisvaiheen olevan ohi ja yhtiön keskittyvän tulevana vuosina kasvun tavoitteluun. Kasvua pyritään tavoittelemaan erityisesti tuotannon jalostusarvoa kasvattamalla sekä vahvistamalla markkina-asemaa korkeakatteisemmissä tuotesegmenteissä. Yhtiö on viime vuosina investoinut kasvuun erityisesti Ruokaratkaisussa mm. rakentamalla uuden pihvi- ja pyörykkälinjaston Säkylään ja uudistamalla Pudasjärven pakastepizzatehdasta. Öljykasvituotteissa yhtiö on pyrkinyt kehittämään tuotannon olemassa olevista materiaaliavirroista korkean lisäarvon ainesosan elintarviketeollisuudelle, mutta kaupallistaminen on vasta alkuvaiheessa ja potentiaalinen tulosvaikutus vielä kysymysmerkki.

## Inflaatiopaineen helpottaminen tukisi tuloskasvua

Vuosi 2022 oli erittäin haastava koko elintarvikealalle ja Apetitin kannattavuus kärsi erityisesti öljykasviraaka-aineiden kohoamista hinnoista. Arvioimme vuoden 2023 tulonäkymän (EBIT-ennuste: 5,3 MEUR) olevan kuitenkin selvästi edellisvuotta parempi, sillä hintoja on saatu nostettua kompensoimaan kohoanutta kulutusoaa samalla, kun vuoden 2022 satokausi oli kohtuullisen onnistunut ja mm. öljykasvisiementen hinnat ovat laskeneet. Pidämme strategiakauden taloudellisia tavoitteita kuitenkin haastavina saavuttaa mm. toimialan matalasta kasvuvauhdista, ohuista marginaaleista ja satokausien aiheuttamasta vaihtelusta johtuen. Yhtiö tavoittelee 2023-25 strategiakaudella 9 MEUR:n vuotuista liikevoittoa (EBIT 2022: 3,5) ja yli 8 %:n sijoitetun pääoman tuottoa (ROCE 2020-22: ~3 %).

## Osakekurssin viimeaikainen nousu heikentänyt tuotto-odotusta

Viljakaupan divestoinnin jälkeen Apetit koostuu kahdesta kohtuullisen vakaasta, joskin matalan kannattavuuden omaavasta liiketoiminnasta. Vuosi 2022 osoitti, että jäljelle jääneetkin liiketoiminnot eivät ole vakaita tuloskoneita kaikkina aikoina. Tällä hetkellä yhtiö näyttäisi kuitenkin olevan pääsemässä kohtuullisen hyvään tuloskuuntoon, sillä myyntihinnat ja raaka-ainekustannukset on saatu hyvään balanssiin vuoden 2022 haasteiden jälkimainingeissa. Lyhyellä aikavälillä pidämme Öljykasvituotteita ja Sucrosta potentiaalisina positiivisina yllättäjinä, mutta pitkän aikavälin arvonluonnin ja tuloskasvun näkökulmasta pidämme Ruokaratkaisut segmenttiä kiinnostavimpana. Viimeaikaisen kurssin nousun jälkeen osakekurssi on mielestämme lähellä käypää tasoa. Olemme osien summa –menetelmää käyttäen määrittäneet Apetitin arvoksi 12,9 euroa per osake, mikä pitää sisällään EV/EBIT-kertoimen 10,7x vuodelle 2023 sekä arvostaa osakkuusyhtiö Sucroksen P/B-kertoimella 0,6x tai P/E-kertoimella 15x vuodelle 2023. Historiallisesti vaihtelevasta tuloskehityksestä sekä suhteellisen matalasta pääoman tuotosta johtuen Apetitia tulee mielestämme arvostaa hieman alle elintarvikealan verrokkien (ryhmän mediaani EV/EBIT 2023e: 13x).

## Suositus

### Vähennä

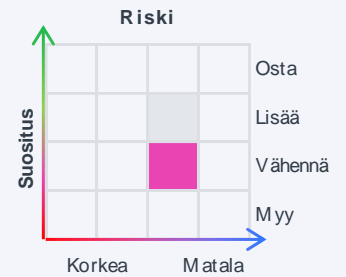
(aik. Lisää)

12,50 EUR

(aik. 12,00 EUR)

### Osakekurssi:

12,95



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	182	190	194	199
<b>kasvu-%</b>	-36 %	4 %	3 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	3,5	5,3	5,7	5,7
<b>EBIT-% oik.</b>	1,9 %	2,8 %	2,9 %	2,9 %
<b>Nettotulos</b>	3,2	4,8	4,8	4,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,51	0,77	0,76	0,76

<b>P/E (oik.)</b>	20,1	16,9	17,1	17,0
<b>P/B</b>	0,7	0,8	0,8	0,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	4,9 %	4,2 %	4,6 %	5,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,5	10,8	10,0	9,8
<b>EV/EBITDA</b>	4,2	4,9	4,6	4,5
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,2	0,3	0,3	0,3

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

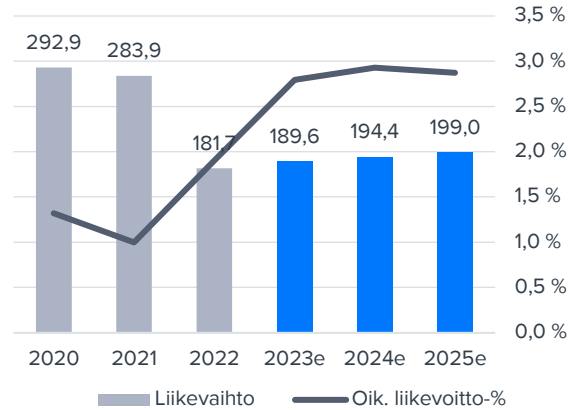
Koko vuoden jatkuvien toimintojen liikevoiton arvioidaan paranevan vertailuvuodesta (vuonna 2022: 3,5 miljoonaa euroa).

## Osakekurssi



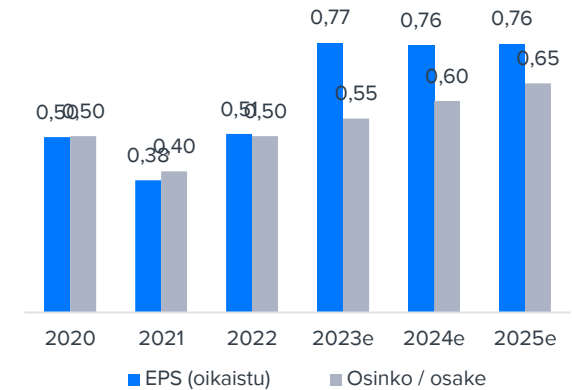
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Vastuullisesti tuotettu kotimainen ruoka
- Tunnettu Apetit-brändi
- Tulevaisuudennäkömät saavat tukea kasvistrendistä, T&K-panostuksista ja investoinneista
- Kansainvälistymisessä on liikevaihtopotentiaalia



### Riskitekijät

- Suomen elintarvikesektorin heikko kilpailukyky
- Kaupan alan keskittyminen ja kasvava hintakilpailu
- Raaka-aineiden hintojen tuoma kustannuspaine
- Uusien tuotelanseerausten ja T&K:n onnistuminen

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,32	6,32	6,32
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	57	57	56
P/E (oik.)	16,9	17,1	17,0
P/E	16,9	17,1	17,0
P/Kassavirta	36,0	21,2	18,7
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,9	4,6	4,5
EV/EBIT (oik.)	10,8	10,0	9,8
Osinko/tulos (%)	71,9 %	79,1 %	85,3 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,6 %	5,0 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-6</b>
Ruokaratkaisut-liiketoiminta	<b>7-9</b>
Öljykasvituotteet-liiketoiminta	<b>10-11</b>
Osakkuusyhtiö Sucros	<b>12</b>
Liiketoimintamallin riskiprofiili	<b>13</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>14-15</b>
Historiallinen kehitys	<b>16-17</b>
Ennusteet	<b>18-21</b>
Osakkeen arvostus	<b>22-24</b>
Sijoitusprofiili	<b>25</b>
Osaketuoton ajurit	<b>26</b>
Taulukot ja liitteet	<b>27-30</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>31</b>

# Apetit lyhyesti

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö valmistaa kasvipohjaisia ruokia sekä jalostaa rypsiä kasviöljyjä ja rypsipuristeita.

## 1950

Perustamisvuosi

## 1989

Listautuminen pörssiin

## 182 MEUR (+22 % vs. 2021)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2022

## 3,5 MEUR (2021: 5,8 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevoitto 2022

## 82 MEUR markkina-arvo

Osakekurssilla 13,0 euroa

## 288 hlö

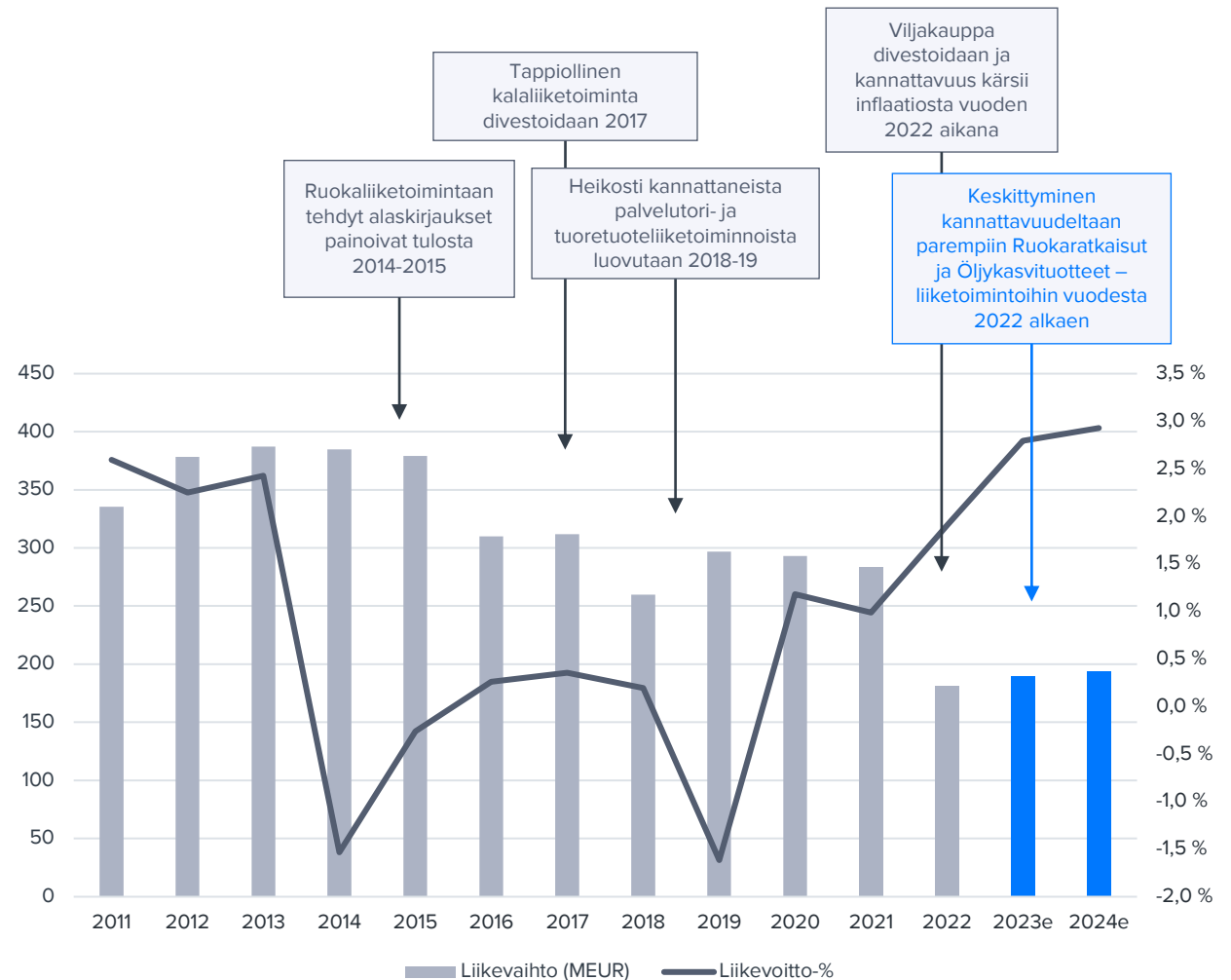
Henkilöstön määrä 2022 aikana keskimäärin

## 5,0 MEUR (2021: 6,6 MEUR)

Jatkuvien toimintojen bruttoinvestoinnit 2022

## 96 MEUR oma pääoma

2022 lopussa (15,38 euroa per osake)



Lähde: Apetit ja Inderes

# Yhtiökuvaus

## Yhtiökuvaus

Apetit on elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö luo kasvixista hyvinvointia tarjoamalla terveellisiä ja arkea helpottavia ruokaratkaisuja. Kasviksia ja ruokapakasteita myydään pääosin Apetit-brändillä, mutta yhtiöllä on valmistusta myös kaupan omille merkeille. Apetit-konserniin kuuluva Apetit Kasviöljy Oy jalostaa kasviöljyjä elintarvikekäyttöön sekä rypsiuristeita rehuraaka-aineeksi. Apetitin suurimpia markkina-alueita ovat Suomi, Norja, Saksa ja Ruotsi. Vuonna 2022 jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 182 MEUR, liiketulos oli 3,5 MEUR ja konsernissa työskenteli keskimäärin 288 henkilöä. Apetitin markkina-arvo nykyisellä 12,4 euron osakekurssilla on 78 MEUR.

## Liiketoimintasegmentit

### Öljykasvituotteet (65 % liikevaihdosta\*)

Apetit on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja rypsiuristeiden tuottaja. Kirkkonummella sijaitseva öljypuristamo hyödyntää raaka-aineena käyttämistään öljykasvisiemenistä 99,9 % jalostaen niistä tuotteita niin ihmisten kuin eläintenkin ravitsemukseen. Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto vuonna 2022 oli 118 MEUR ja liiketulos oli 1,5 MEUR.

### Ruokaratkaisut (35 % liikevaihdosta\*)

Apetit tuottaa monipuolisesti vihannes- ja ruokapakasteita sekä omalla Apetit-brändillä että kaupan omille merkeille. Suurin osa pakastekasviksista viljellään Apetit-sopimusviljelijöiden tiloilla Satakunnassa. Ruokaratkaisujen liikevaihto vuonna 2022 oli 64

MEUR ja liiketulos oli 4,2 MEUR.

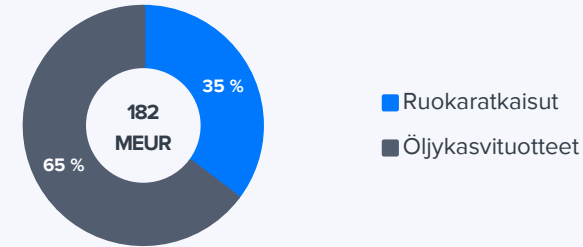
## Kolme tuotantolaitosta

Apetit-konsernilla on kolme tuotantolaitosta. Säskylän tehtaalla valmistetaan kasvis- ja ruokapakasteet. Pudasjärvellä valmistetaan pakastepizzat. Kirkkonummella sijaitsevassa öljynpuristamossa valmistetaan kasviöljyjä ja rypsiuristeita. Tuotantolaitoksiin on tehty viime vuosina useita investointeja, joilla on pyritty mm. tavoittelemaan liikevaihdon kasvua, parantamaan tuotantotehokkuutta ja kehittämään toiminnan ympäristöystävällisyyttä.

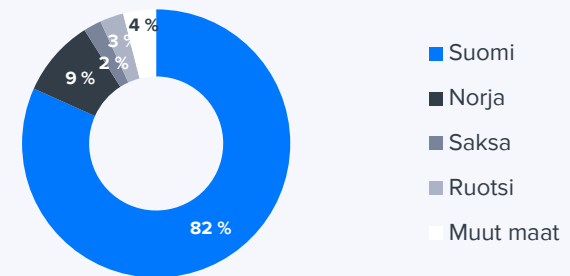
## Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 % Säskylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä. Sucroksen sokeritehdas sijaitsee Säskylän teollisuusalueella, missä toimii myös Apetit-pakastetehtas. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Apetit 20 %:n omistusosuuden mukainen arvo Sucros Oy:n nettovarallisuudesta oli 20 MEUR vuoden 2022 tilinpäätöksessä. Jos Apetit Sucros-omistuksen käypä arvo haarukoidaan lähelle sen nettovarallisuutta, muodostaa Sucros-omistus näin merkittävän osan Apetit markkina-arvosta. Apetit osuus Sucroksen tuloksesta oli 0,5 MEUR vuonna 2022 ja se sai yhtiöstä osinkoja 0,3 MEUR:n verran.

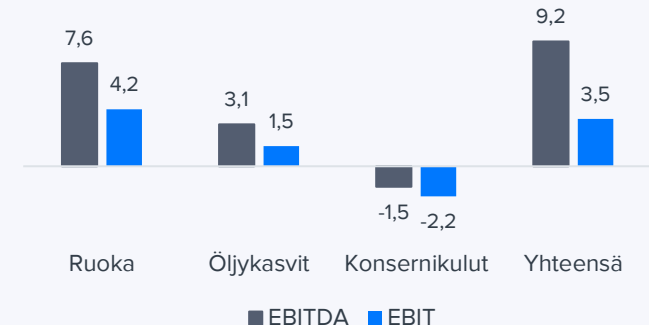
## Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2022<sup>1)</sup>)



## Myynnin jakauma maittain (2022)



## Tuloksen jakauma segmenteittäin 2022 (MEUR)



<sup>1)</sup> Konsernin ulkopuolelle suuntautuva liikevaihto jatkuvissa liiketoiminnoissa.

# Ruokaratkaisut-liiketoiminta 1/3

## Liikevoitolla mitattuna suurempi segmentti

Ruokaratkaisut-liiketoimintasegmentin liikevaihto vuonna 2022 oli 64 MEUR ja liike-tulos oli 4,2 MEUR (EBIT 6,5 %). Vaikka Ruokaratkaisut on liikevaihdolla mitattuna pienempi kahdesta konsernin liiketoimintayksiköstä (35 % liikevaihdosta), on sen rooli konsernin liike-tuloksen kannalta suuri paremmasta kannattavuudesta johtuen.

## Uudelleenjärjestely kutistanut liikevaihtoa, mutta parantanut tulosta

Ruokaratkaisujen liikevaihto vuonna 2017 oli vielä 100 MEUR, mutta sen jälkeen koko on pienentynyt merkittävästi divestointien myötä. Apetit myi pitkään tappiota tehneen kalaliiketoiminnan vuonna 2017 ja sen tärkeänä myyntikanavana toimi Apetit palvelutorit, joita löytyi osuuskaupoista (ns. ”kalatiskit”). Tämän liiketoiminnan operoimiselle oli kalaliiketoiminnan myynnin jälkeen enää hyvin vähän perusteluja, minkä takia Apetit luopui vaiheittain 2018-2019 aikana matalan katteen palvelutoriliiketoiminnasta. Elokuussa 2019 Apetit myi tappiollisen tuoretuoteliiketoiminnan Greenfood AB:lle, missä mukana siirtyi Helsingin Kivikon tuoretuotteiden tuotantolaitos. Divestointien jälkeen Ruokaratkaisut-segmentin koko pieneni merkittävästi, mutta kannattavuus parani, sillä myydyjen liiketoimintojen jatkuvat haasteet ja heikko kannattavuus olivat painaneet koko konsernin tulokuntoa.

## Toiminta koostuu ruoka- ja kasvispakasteista

Ruokaratkaisut koostuu nykyään täysin ruoka- ja kasvispakasteiden kehittämisestä, jalostamisesta ja markkinoinnista. Tuotevalikoima koostuu laajasta kirjosta erilaisia pakasteita perustuotteista

korkeamman jalostusarvon tuotteisiin ja pääosa tuotteista valmistetaan kotimaisista raaka-aineista. Apetit pyrkii hakemaan tuloskasvua erityisesti korkeamman jalostusarvon tuotteista kuten kotimaisista kalatuotteista, pakastepizzoista, lihaa korvaavista tuotteista ja kasviproteiineista. Tuotteita myydään Apetit-tuotemerkillä, mutta yhtiö tekee myös kaupan omien merkkien valmistusta ja palvelee food service -kanavaa. Apetit-tuotemerkki on kotimaisen vähittäiskaupan pakasteosaston suurimpia ja tunnetuimpia brändejä.

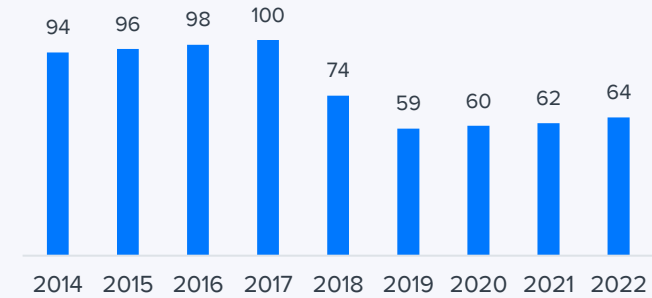
## Viennin osuus 9 % liikevaihdosta

Apetitin strategian yhtenä painopistealueena on hakea vahva jalansija Ruotsista. Yhtiön tarkoitus on syventää olemassa olevia asiakkuuksia ja rakentaa uusia. Esimerkiksi Ruotsin suurimman kauppaketjun ICA:n valikoimiin on saatu useita pakastetuotteita Apetit-brändillä vuonna 2020. Ruokaratkaisut-segmentin osalta viennin myyntivolyymit kasvoivat hieman vuoden 2022 aikana ja viennin osuus segmentin liikevaihdosta oli edellisvuoden tasolla eli 9 %. Vienti kohdistuu pääasiassa Ruotsiin, Italiaan ja Iso-Britanniaan. Vähittäiskaupan lisäksi Apetit tekee viennissä myyntiponnisteluja myös foodservice-segmentissä.

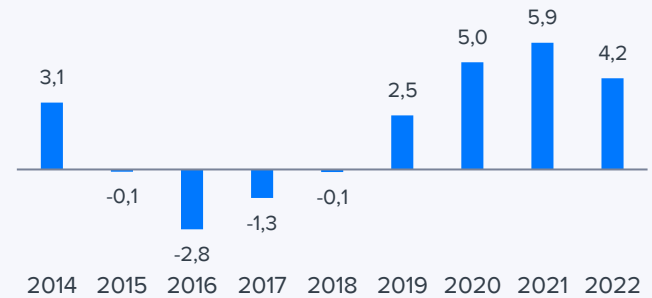
## Valtaosa henkilöstöstä työskentelee tuotannossa

Apetit-konsernin kolmesta tehtaasta kaksi kuuluu Ruokaratkaisut-segmentille. Yhtiö valmistaa Säkylän tehtaalla vihannes- ja ruokapakasteita ja Pudasjärven tehtaalla pakastepizzoja. Ruokaratkaisuihin työskenteli vuonna 2022 keskimäärin 230 henkilöä eli 80 % konsernin jatkuvien toimintojen henkilöstömäärästä.

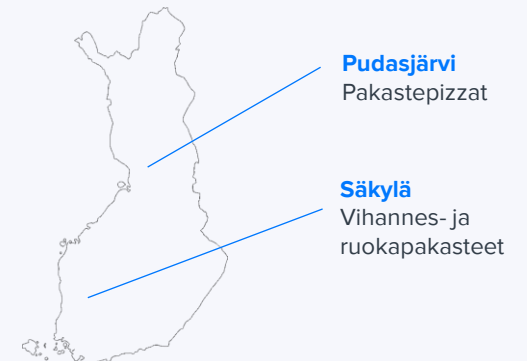
## Ruokaratkaisut liikevaihto (MEUR)



## Ruokaratkaisut liikevoitto (MEUR)



## Ruokaratkaisut-segmentin tuotantolaitokset



# Ruokaratkaisut-liiketoiminta 2/3

Henkilöstön määrä on viimeisten viiden vuoden aikana laskenut mm. divestointien takia. Lisäksi tehostamistoimenpiteet ovat parantaneet liiketoiminnan kannattavuutta.

## Raaka-aineet pääosin lähituottajilta

Raaka-aineet hankitaan pitkäaikaisilta sopimustoimittajilta, jotka sijaitsevat pääosin noin 100 km säteellä Säkylästä. Merkittävimmät kotimaiset raaka-aineet ovat peruna, porkkana, herne, pinaatti ja lanttu. Apetitilla on läheiset suhteet omien sopimusviljelijöiden kanssa, jotka viljelevät Apetitin Vastuuviljely-menetelmän mukaisesti. Yhtiö käy heidän kanssaan jatkuvaa dialogia tarvittavista raaka-aineista, auttaa heitä tuotantotekijöiden hankinnoissa ja saamaan viljelymailta irti mahdollisimman paljon laadukasta raaka-ainetta. Apetitin omassa koetoiminnassa testataan esimerkiksi tuotteisiin ja kasvuolosuhteisiin parhaiten soveltuvia kasvilajikkeita. Raaka-aineiden hankintamääristä ja hinnoista sovitaan tyypillisesti kevättalvella, jotta viljelijät voivat pyrkiä sovittamaan tuotannon vastaamaan kysyntää. Sadon laadulla on merkitystä Apetitin tuotantoprosessien toiminnalle sekä kannattavuudelle.

## Tuotantoon investoidaan aktiivisesti

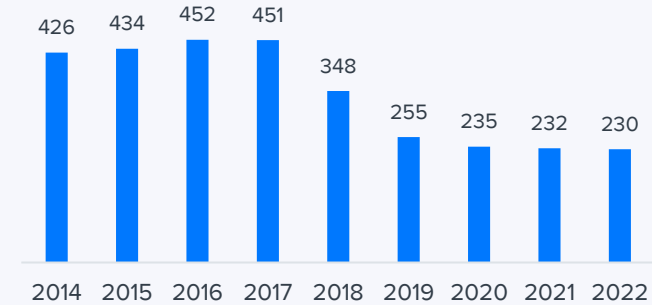
Apetit-konsernin investoinneista valtaosa liittyy nimenomaan Ruokaratkaisut-segmenttiin. Investointien sekä poistojen osuus Ruokaratkaisujen käyttökatteesta on merkittävä, joten sijoittajan näkökulmasta liikevoitto antaa käyttökattetta paremman kuvan liiketoiminnan tuottamasta kassavirrasta.

Segmentin investoinnit ovat olleet viimeisten viiden vuoden aikana keskimäärin poistotasoa korkeammat, mikä selittyy vuosien 2018-19 korkeilla investointitasoilla. Säkylän tehtaan pakastetuotantoon valmistui 2019 syksyllä 10 MEUR:n investointi uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon. Uusi linjasto kaksinkertaisti tuotantokapasiteetin, mahdollisti uusien tuotteiden valmistuksen kotimaahan ja kansainvälisille markkinoille sekä paransi tuotannon tehokkuutta. Kasvis- ja kalapohjaiset pihvit ja pyörykät ovat viime vuosina olleet yksi Apetitin voimakkaimmin kasvavista tuoteryhmistä, mutta koronapandemian aikana linjastoa on jouduttu kuitenkin pyörittämään vajaalla teholla, sillä se on suunniteltu erityisesti foodservice-kanavaa varten, jolla oli pandemian aikana haastavat ajat. Sitten investointitaso on normalisoitunut lähemmäs poistotasoa. Lähiaikojen merkittävimpiä investointeja ovat olleet mm. 2 MEUR:n investointi Pudasjärven pakastepizzatehtaaseen tuotteiden kehittämiseksi ja markkinaosuuden kasvattamiseksi sekä kesällä 2023 valmistuva tehokkuutta ja ympäristöystävällisyyttä parantava energainvestointi Säkylän tehtaalte.

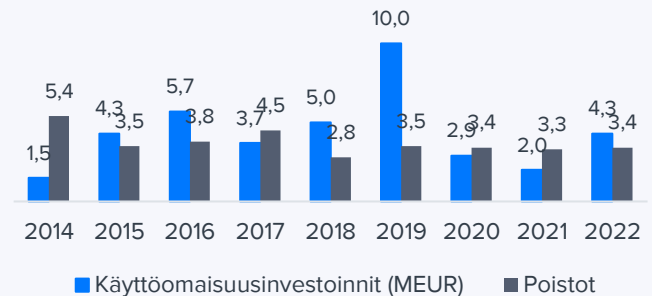
## Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

Ruokaratkaisut-liiketoimintaa harjoitetaan pääosin Suomessa. Yhtiö on uuden strategian mukaisesti hakemassa kasvua ulkomailta, mutta Suomi on edelleen segmentin selvästi suurin toimintamaa ja tulee varmaankin olemaan näin myös pitkään tulevaisuuteen.

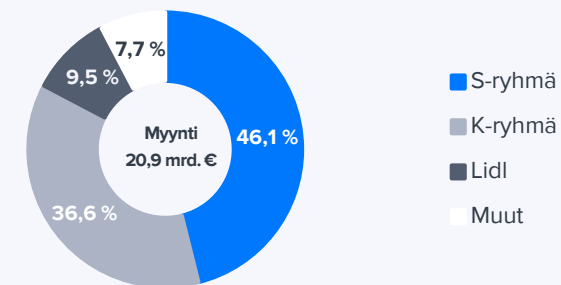
## Ruokaratkaisut henkilöstö keskimäärin



## Ruokaratkaisut poistot ja investoinnit



## Suomen PT-kaupan markkinaosuudet 2021





# Ruokaratkaisut-liiketoiminta 3/3

Yhtiö ei ole avannut tarkemmin liikevaihdon jakaamaa päivittäistavarakaupan ja food servicen välillä, mutta arvioimme PT-kaupan tuovan suurimman osan liikevaihdosta ja myyntikatteesta. Segmentin tuloskehitys on siten riippuvainen Suomen talouden tilasta, päivittäistavarakaupan kehityksestä ja kuluttajan ostovoimasta.

Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on sen vahva keskittyminen kahdelle suurelle toimijalle. Vuonna 2021 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä noin 21 miljardia euroa, joista S-ryhmän markkinaosuus oli 46,1% ja K-ryhmän 36,6%. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 9,5 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92%. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä tarkoittaa, että Apetitin ja muiden toimijoiden on pitkälti alistuttava ketjujen ehtoihin. Apetit pyrkii painottamaan tässä asetelmassa vahvojen brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Monissa tuotekategorioissa Apetit on ainoa kotimainen vaihtoehto, mikä hieman parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa.

## Päivittäistavarakaupan kasvu vaikuttaa Ruokaratkaisut-segmentin kehitykseen

Tilastokeskuksen mukaan päivittäistavarakaupan vuosikasvu on Suomessa vaihdellut viimeisen vuosikymmenen ajan -2 %:n ja +8 %:n välillä. Kovimmat kasvuluvut nähtiin koronapandemiassa (2020: 8%), mutta kasvu on sittemmin hidastunut ja volyymit ovat kääntyneet laskuun kuluttajien heikentyneen ostovoiman myötä. Arvioimme

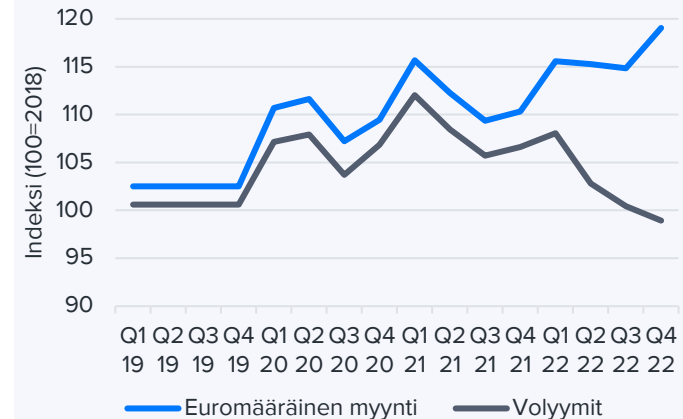
Apetitin Ruokaratkaisut-segmentin vertailukelpoisen liikevaihdon kasvun vastanneen viime vuosina pitkälti markkinan kehitystä.

## Kaupan neuvotteluvoima, private label ja ulkomaiset brändit pitävät kilpailun kireänä

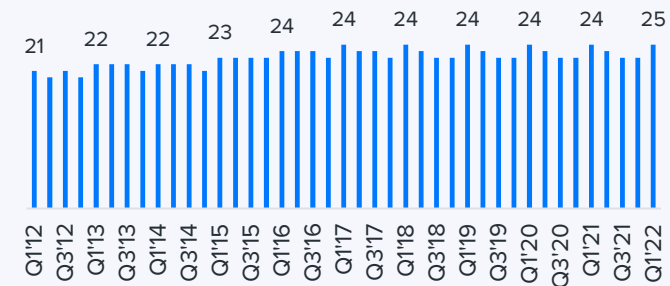
Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi Apetitin hinnoitteluvoimaa heikentävät kaupan omat merkit (mm. Pirkka, K-Menu, Rainbow ja Kotimaista). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuoden 2022 Q1:llä PTY:n tilastojen mukaan 25% ja osuus on noussut hieman vuoden 2022 aikana, koska kuluttajien ostovoiman heikentyneen on siirtänyt kulutusta suhteellisesti kaikkein edullisimpiin tuotteisiin. Private label -tuotteiden osuus on Suomessa vielä melko matala verrattuna useihin muihin Euroopan maihin.

Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden kannattavuus on selvästi brändituotteiden myyntiä heikompi. Liiallinen nojaaminen kaupan omien merkkien sopimusvalmistajana ei pitkässä juoksussa ole herkullinen asema ja kaupan kanssa pitää yrittää olla tältä osin varovainen. Apetit ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä, mutta yhtiön omien sanojen mukaan tilanne on ”hallinnassa”. Pakasteissa kaupan omien merkkien lisäksi muita tunnettuja kilpailijoiden tuotemerkkejä ovat mm. Findus, Oolannin, Grandiosa ja Dr. Oetker, joskin ne toimivat osittain eri alasegmenteissä Apetitiin nähden.

## Ruokakauppojen myynnin kehitys



## Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



# Öljykasvituotteet-liiketoiminta 1/2

## Öljykasvituotteet-segmentissä suuri liikevaihto

Öljykasvituotteet-liiketoimintasegmentti vastaa 65 % konsernin liikevaihdosta. Vuoden 2022 liikevaihto oli 118 MEUR. Viime vuosien voimakas kasvu on syntynyt pääosin myyntihintojen noususta, joka puolestaan on johtunut kohonneista raaka-ainekustannuksista. Segmentin liikevoitto vuonna 2022 oli 1,5 MEUR (EBIT 1,3 %) ja henkilöstömäärä oli keskimäärin 47.

## Suurin osa tuotannosta myydään B2B-asiakkaille

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta ~80 % tulee Suomesta ja ~20 % viennistä (pääosin muihin Pohjoismaihin). Segmentin suurimpia asiakkaita ovat elintarviketeollisuus ja rehuteollisuus, jotka muodostavat yhdessä yli 80 % segmentin myynnistä. Näille myydään tavaraa joko irtoöljynä tai suurissa konteissa. Food service –asiakkaille ja kuluttajille myydään pääasiassa erikois- ja pakattuja öljyjä (~10 litran pakkaukset tai pienemmät). Kasviöljyjä myydään ammattilaisille Apetit-tuotemerkillä ja kuluttajille Neito-brändillä sekä private label –tuotemerkeillä.

## Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

Öljykasvituotteet-liiketoiminnasta vastaava Apetit Kasviöljy Oy on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja öljykasvipohjaisten rehuraaka-aineiden tuottaja. Yhtiön öljynpuristamo sijaitsee Kirkkonummella, missä rypsin ja rapsin siemenistä jalostetaan laadukkaita ja korkean jalostusarvon tuotteita kasviöljyiksi elintarviketyöhön sekä rypsiuristeiksi rehuraaka-aineiksi. Tuotantolaitos sijaitsee erittäin hyvällä sijainnilla keskellä öljykasvien viljely- ja kulutusalueita. Läheinen satama helpottaa myös tuontiraaka-aineiden hyödyntämistä.

Puristamon kapasiteetti on ~130 000 tonnia rypsiä vuodessa. Tehdas on käynyt viime vuosina kapasiteettinsa ylärajoilla, mutta pullonkauloja avaamalla ja pieniä investointeja tekemällä kapasiteettia pyritään kasvattamaan. Uuden puristamon tai merkittävän lisäkapasiteetin rakentaminen on kallista, eikä arviomme mukaan olisi kannattavaa. Segmentin keinot kasvattaa liikevaihtoa rajoittuvatkin siten lähinnä pyrkimykseen nostaa tuotannon jalostusarvoa esimerkiksi brändituotteiden myyntiä kasvattamalla tai kehittämällä uusia käyttökohteita sivuvirroille.

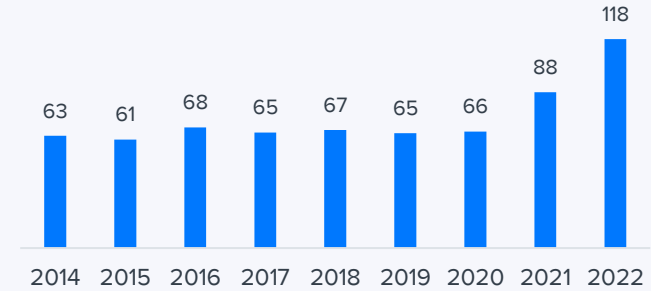
## Tuotantoprosessi pitkälle automatisoitu

Segmentissä työskenteli vuonna 2022 keskimäärin 47 henkilöä. Öljynpuristamo on moderni, tehokas ja pitkälle automatisoitu, minkä takia tuotannossa työskentelevien henkilöiden määrä on pystytty pitämään pienenä. Raaka-aineiden tuonti ja tuotteiden lastaus tapahtuu 3. osapuolten toimesta ja tuotanto-operaattorit, vastaanotto-operaattorit, pakkaamo ja huolto toimivat alle 10 hengen voimin per vuoro. Segmentissä työskentelee lisäksi myynnin ja markkinoinnin, T&K-, laboratorio- ja öljykasvien hankintaan liittyvää henkilöstöä.

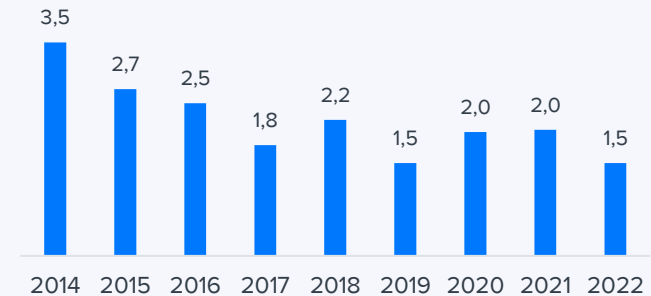
## Investoinnit

Segmentin investoinnit ovat viime vuosina ylittäneet poistotason, koska laitokselle rakennettiin noin 4 MEUR:n arvoinen bioenergialaitos vuosina 2020-21. Laitos korvasi aiemman uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisun ja pienensi merkittävästi koko konsernin energiakustannuksia ja hiilidioksidipäästöjä.

## Öljykasvituotteet liikevaihto (MEUR)



## Öljykasvituotteet liikevoitto (MEUR)



## Öljykasvituotteet-segmentin tuotantolaitos



**Kirkkonummi**  
Kasviöljyt,  
valkuaisrehu

# Öljykasvituotteet-liiketoiminta 2/2

Vuonna 2022 investoinnit kuitenkin laskivat alle poistotason ja odotamme lähivuosien investoinnin olevan melko maltilliset lähellä poistojen tasoa.

## Apetit ostaa lähes kaiken Suomessa tuotetun rypsin

Öljykasvituotteet-liiketoiminnalla on historiallisesti ollut vahva asema Suomessa, koska se on ostanut lähes kaiken kotimaisen rypsin (yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsistä). Tämä on taannut vahvan neuvotteluaseman niin viljaliikkeiden kuin asiakkaidenkin suuntaan. Öljykasvituotteet onkin historiassa ollut Apetitin suhteellisesti kannattavin segmentti. Kannattavuus on kuitenkin viime vuosina ollut laskemaan päin mm. raaka-aineen saatavuushaasteiden vuoksi.

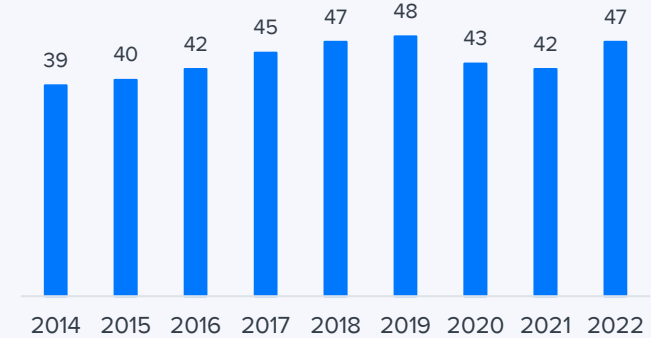
Kirkkonummen puristamon vuotuinen siementarve on selvästi suurempi kuin Suomessa tuotettu rypsi- ja rapsisato. Tämän takia yhtiö joutuu ostamaan myös ulkomaista raaka-ainetta. Puristamon raaka-aineesta enää vain noin kolmannes on viime vuosina ollut kotimaista. Apetit tavoittelee kotimaisen raaka-aineen osuuden kasvattamista. Öljykasvien viljelyala on ollut pitkällä aikavälillä laskevalla trendillä ja tuotantomäärät heiluvat vuosittain, riippuen mm. rypsin ja viljan tuottajahintojen välisestä suhteesta, tuotantokelijöiden hinnoista sekä sääoloista. Apetit on pyrkinyt lisäämään kotimaisen rypsin ja rapsin tuotantoa yhteistyössä viljelijöiden ja alan toimijoiden kanssa. Öljykasvisato kasvoi vuonna 2022 noin 40 % suhteessa heikkoon edellisvuoteen. Kasvua toivat mm. 18 % kasvaneet viljelyalat sekä suotuisat sääolot. Hyvä sato on tukenut raaka-aineen saatavuutta vuoden 2022 lopulla ja 2023 alkupuolella. Kesän 2023

satonäkymään liittyy kuitenkin epävarmuutta.

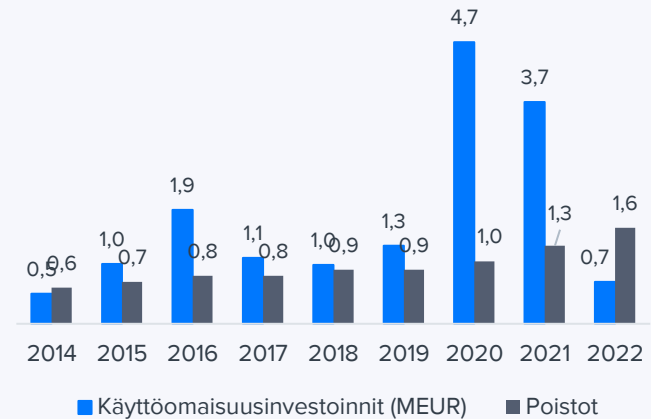
## Rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishanke

Apetit käynnisti vuonna 2017 rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishankkeen, jonka tarkoitus oli löytää rypsi-proteiinille uusia korkean jalostusarvon käyttötarkoituksia. Yhtiö sai hankkeelle Tekesin tuen ja projektin tavoite on täysin uuden ravintosisällöltään korkealaatuisen ainesosan kehittäminen elintarvikemarkkinoille. BlackGrain from Yellow Fields –tuote sai päätöksen uusielintarvikeluvan hyväksynnästä vuoden 2021 alussa. Rypsi-ingredientin pientuotannon ylösajo laitteiston testaamiseksi alihankkijan tiloissa alkoi syyskuussa 2021. Apetit käytti ainesosaa osana ammattikeittiöille suunnattuja kasvispyöryköitä vuoden 2022 aikana ja kokeiluja jatketaan vuoden 2023 aikana. Käsittelemme mukaan Apetit tarkoitus on myydä tätä proteiinia ja kuituja sisältävää jauhetta muille elintarvikeyrityksille (esimerkiksi leipiin, muroihin, patukoihin jne.). Tästä voisi pitkässä juoksussa tulla segmentille uutta korkean lisäarvon liiketoimintaa, mutta ainesosan menestyminen on epävarmaa ja kaupallistamisprosessi etenee hitaasti.

## Öljykasvituotteet henkilöstö, keskimäärin



## Öljykasvituotteet investoinnit (MEUR)



# Osakkuusyhtiö Sucros

## Apetit omistaa 20 % Sucros Oy:stä

Apetit omistaa 20 % Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä, joka on historiassa tuottanut koko EU:n Suomelle myöntämän sokerikiintiön. Loput 80 % Sucroksesta omistaa Nordic Sugar A/S, joka on osa saksalaista Nordzucker-konsernia. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä elintarviketeollisuudelle ja vähittäiskaupalle Dansukker-tuotemerkillä.

## Sucroksen osuus Apetitin tuloksesta merkittävä

Vuodesta 2016 alkaen Apetit on raportoinut Sucroksen 20 %:n tulososuuden liikevoiton alapuolella (osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta). Tätä ennen Sucroksen tulososuus sisältyi Apetitin liikevoittoon. Sucroksen liikevaihto on ollut viime vuosina 100 MEUR:n paikkeilla. Apetitille kuuluva 20 %:n tulososuus on laskenut historiallisilta huipputasoiltaan ja ollut vuosina 2020-22 0,3-0,5 MEUR. Apetit-konsernin nettotulos on samalla ajanjaksolla ollut keskimäärin vajaat 3 MEUR per vuosi, joten noin 14 % Apetit-konsernin tuloksesta on tullut Sucroksesta vuosina 2020-22.

## Sokerin hintakehitys vaikuttaa Sucroksen tulokseen

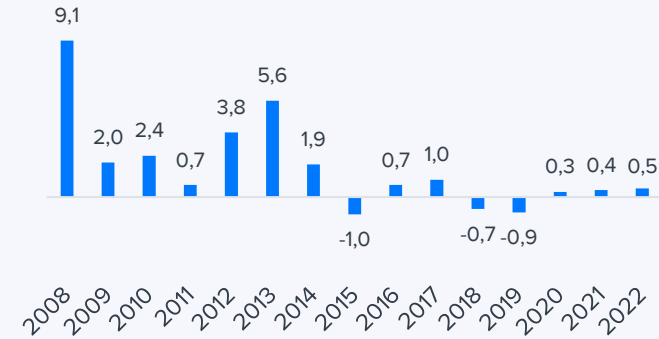
Sucroksen tulos on riippuvainen sokerin markkinahinnasta sekä energian hinnasta, sillä jalostusprosessi on erittäin energiaintensiivinen. EU:n sokerikiintiöjärjestelmä lakkautettiin 1.10.2017, mikä johti tuotantomäärien kasvuun ja sokerin markkinahinnan laskuun, mikä puolestaan vaikutti negatiivisesti Sucroksen liiketoimintaan. Sucroksen tulos oli tappiollinen vuosina 2018-19, mutta tulos on toipunut positiiviseksi viimeisen kolmen vuoden aikana.

Koko toimiala on kärsinyt matalista sokerin hinnoista, sekä korkeista energiakustannuksista. Euroopan suurin sokerintuottaja Südzucker teki liiketulosasolla tappiota tilikausilla 2020-21 ja 2021-22, mutta yhtiö ohjeistaa tilikauden 2022-23 liiketuloksen parantuvan huomattavasti nimenomaan sokeriliiketoiminnan positiivisen kehityksen vuoksi. Sokerin hinta Euroopassa on kohonnut lähes kaksinkertaiseksi suhteessa vuoden 2018 alhaiseen tasoon ja on viimeksi ollut näin korkealla tasolla vuonna 2013, jolloin Sucros teki erittäin hyvän tuloksen.

## Sucroksella on vahva tase ja korkea arvo Apetitin taseessa

Sucros Oy:n nettovarallisuus vuoden 2022 lopussa oli 100 MEUR, josta Apetitin omistusosuuden (20 %) mukainen arvo oli 20 MEUR. Tämä tarkoittaa sitä, että Apetitin omistusosuuden mukainen Sucroksen nettovarallisuus jaettuna Apetitin 6,3 miljoonalle osakkeelle on noin 3,2 euroa per osake eli noin neljäsosa Apetitin nykyisestä osakekurssista. Nettovarallisuuden realisoiminen vaatisi, että yhtiö pääsisi irtautumaan halutessaan Sucros-omistuksesta sen kirja-arvolla (P/B 1,0x), mikä voi kuitenkin olla viime vuosien tulokunnon perusteella ylioptimistinen arvio. Sucros maksaa Apetitille osinkoa (2022: 0,3 MEUR) ja Apetitin omistajien näkökulmasta osingonmaksun kasvattaminen olisi hyvä asia. Sucroksen tase on vahva, minkä vuoksi pääoman voidaan nähdä olevan osittain ”jumissa” Sucroksessa osakkeenomistajan näkökulmasta. Apetit suorittaa Sucroksen tasearvolle vuosittain mm. oletettuun tulostasoon ja diskonttokorkoon perustuvan arvonalentumistestauksen, mutta alaskirjauksille ei ole toistaiseksi nähty tarvetta.

## Sucroksen 20 % tulososuus Apetitille (MEUR)



## Sucroksen nettovarallisuus (20 %:n osuus)

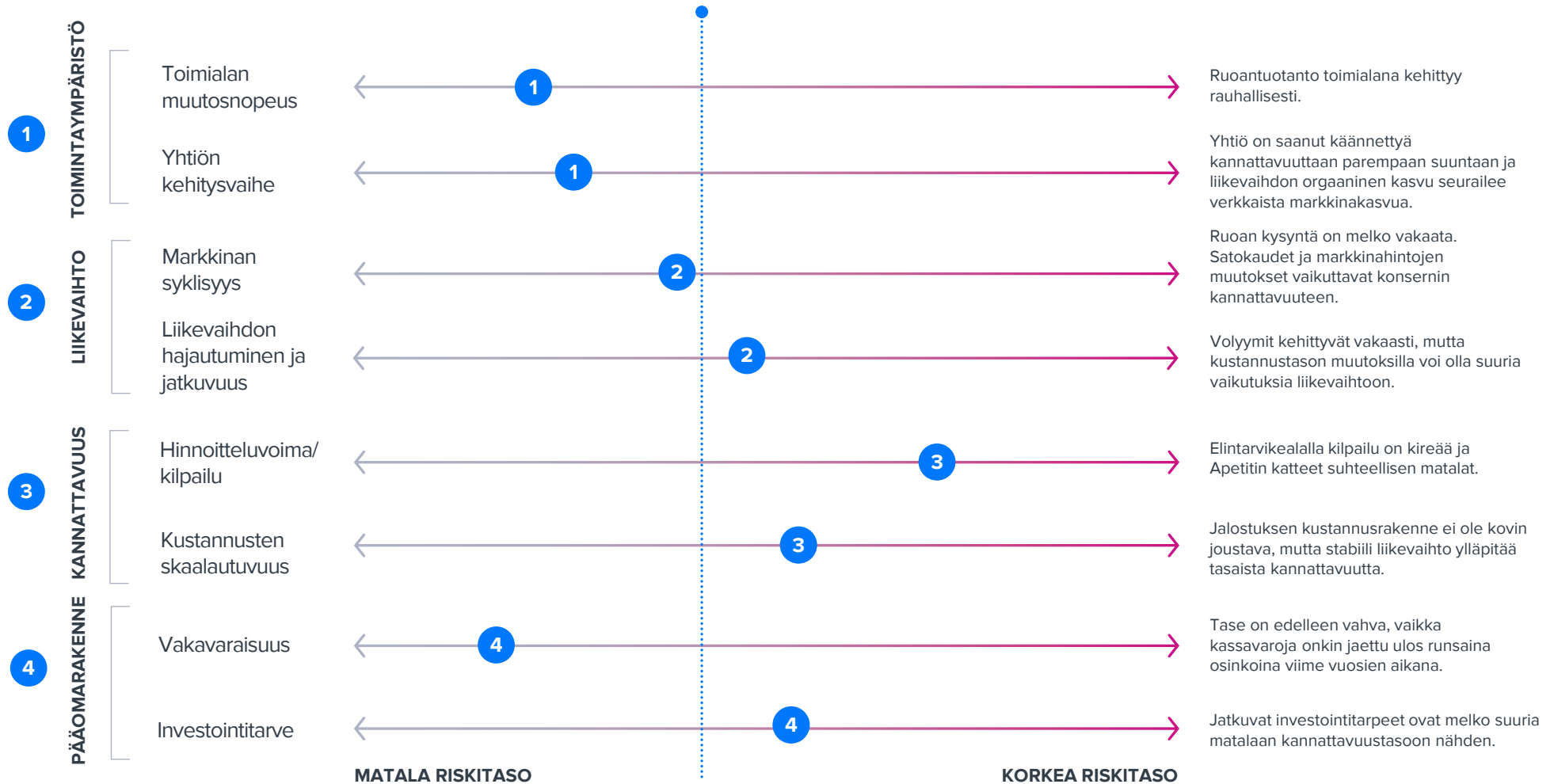


## Sokerin hinta Euroopassa (EUR/t)



# Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Apetitin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Missio ja visio

Apetit on suomalainen elintarvikealan yritys, jonka liiketoimintasegmenttejä ovat Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet. Apetitin missio on ”Kaikille hyvä ruoka. Läheltä.” ja visio on olla ”Kasvava ja kannattava kasvipohjaisten tuotteiden markkinajohtaja.”

## Strategian painopistealueet

Apetit määrittä strategiatyössään seuraavat viisi painopistealuetta vuosille 2023-2025:

### 1. Yhdessä enemmän

Panostamme viljelijäyhteistyöhön ja kotimaiseen alkutuotantoon liiketoiminnan kulmakivenä. Vahvistamme liiketoimintojen synergioita ja yhteisiä prosesseja. Ylläpidämme jatkuvan parantamisen kulttuuria. Huolehdimme kilpailueduistamme: motivoituneista ja osaavista työntekijöistä, vahvasta brändistä sekä erottavista tekijöistä.

### 2. Monipuolisesti kasvipohjaisia tuotteita

Kehitämme ruoan lisäarvotuotteita ja nostamme kasviöljyn jalostusastetta. Lisäämme ruoan vientiä ja vahvistamme asemaamme Ruotsissa. Kasvatamme strategisesti merkittävien kasvien volyymia ja viljelypinta-alaa. Teemme strategian mukaisia investointeja orgaanisen kasvun vauhdittamiseksi. Olemme avoimia yritysostoille epäorgaanisen kasvun mahdollistamiseksi.

### 3. Lisää kotimaisia kasviproteiineja

Jatkamme rypsi-ingredientti BlackGrainin

kaupallistamista kohti teollista mittakaavaa. Edistämme kotimaisten palkokasvien viljelyä. Tutkimme mahdollisuuksia kotimaisen herneproteiinin tuottamiseksi. Hyödynnämme kotimaisia kasviproteiineja monipuolisesti omassa tuotannossamme.

### 4. Vastuullinen arvoketju

Edistämme kestävää alkutuotantoa ja kestäviä ruokavalintoja. Pienennämme ilmasto- ja ympäristövaikutuksiamme. Huolehdimme läpinäkyvistä ja kestävästä hankintaprosesseista. Varmistamme sosiaalisen vastuun toteutumisen läpi arvoketjun.

### Strategiassa siirrytään kohti kasvun aikaa

Viimeisen vuosikymmenen aikana Apetit-konsernin strategista muutosta on värittänyt luopuminen heikosti kannattavista liiketoiminnoista, pala palalta. Muutos on tuottanut toivottuja tuloksia siinä mielessä, että liikevoitto on saatu käännettyä selvästi parempaan päin heikkojen vuosien 2014-19 jälkeen. Näkemyksemme mukaan Apetit-konsernin koostumus on vihdoin kannattavuusprofiililtaan sellainen, että yhtiö voi keskittyä rakennemuutosten sijaan puhtaasti toiminnan kehittämiseen. Vielä strategiakaudella 2020-22 yhtiön painopistealueisiin liittyi vahvasti kustannusten sopeuttaminen vastaamaan pienempää kokoluokkaa. Vuoden 2022 lopussa julkaistu strategia vuosille 2023-25 sen sijaan painottaa hieman enemmän kasvua, vaikka myös tehokkuudesta halutaan edelleen pitää huolta.

## Apetit avoin yritysostoille

Apetitin linjaus yritysjärjestelyiden osalta muuttui hieman 2023-25 strategiaan edelliseen strategiaan verrattuna. Aiemmin yhtiö kertoi olevansa avoin toimialajärjestelyille, mutta uudessa strategiassa linjaus on spesifimpi: Apetit on avoin yritysostoille epäorgaanisen kasvun mahdollistamiseksi. Näemme tämän linjauksen viestivän osaltaan selkeämmästä kasvuhalukkuudesta suhteessa aiempien vuosien supistamis- ja tehostamislinjaan. Yhtiön tase on hyvässä kunnossa Viljakaupan divestoinnin jäljiltä (2022 lopussa 12,7 MEUR nettokassa). Arvioimme yhtiöllä olevan varaa yritysostoihin noin 20-30 MEUR:n verran. Yritysostoja voitaisiin harkita arviomme mukaan esimerkiksi kasviproteiinien saralla, sillä kasvavalta toimialalta löytyy useita pieniä ja taloudellisilta resursseiltaan heikkoja yhtiöitä. Suhtaudumme kuitenkin varauksella Apetitin kykyyn luoda arvoa yritysostojen avulla.

Yksi vaihtoehto yritysjärjestelyissä olisi myös, että yhtiö myisi 20 %:n osuuden Sucros Oy:ssä, mutta yhtiön strategia ei anna viitteitä tämän toteutumisesta. Pitäisimme Sucrosen myyntiä pääoman käyttöä tehostavana toimenpiteenä, mikäli myynti toteutuisi tasearvon mukaisella kauppahinnalla.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Taloudelliset tavoitteet

Apetit asetti strategiakaudelle 2023-2025 taloudelliset tavoitteet, jotka ovat:

- **Liikevoitto (EBIT) yli 9 MEUR vuonna 2025**
- **Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 8 %.**

Lähtokohta uusien taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi oli haastava, sillä vuonna 2022 Apetitin jatkuvien toimintojen liikevoitto oli 3,5 MEUR, eli alle puolet tavoitellusta tasosta. Myös ROCE-tavoitteen saavuttaminen on haastavaa, sillä vuoden 2022 lähtökohta 5,7 % ei ole vertailukelpoinen. Lukuun sisältyy positiivista tulosta myös Viljakaupasta, josta luovuttiin vuoden 2022 aikana. Edellisellä 2020-22 strategiakaudella yhtiö jäi selvästi asettamistaan taloudellisista tavoitteista ja pidämme myös uusia taloudellisia tavoitteita optimistisinä suhteessa realiteetteihin.

Taloudellisiin tavoitteisiin pyritään mm. lisäarvotuotteiden ja jalostusarvon kasvattamisella, mihin liittyy mm. pakastepizzalinjaston uudistus, uusien lihaa korvaavien tuotteiden kehittäminen, kasviproteiinien hyödyntäminen ja oman BlackGrain-ainesosan kaupallistaminen. Lisäksi yhtiö pyrkii tukemaan viljelijöitä kasvattaakseen kotimaisen herneen ja öljykasvien viljelypinta-aloja.

Meidän ennusteissamme Apetitin vuoden 2025 liikevoitto on 5,9 MEUR ja ROCE 6,0 %. Odotamme yhtiön kannattavuuden paranevan vuoden 2022 tasolta mm. kustannusinflaation helpottamisen sekä myyntihintojen kohottamisen seurauksena. Lisäksi näemme Apetitin tuotevalikoiman asemoituvan melko hyvin suhteessa

megatrendeihin, kuten kasvipohjaisen ruoan ja valmisruokien kulutuksen kasvuun, minkä arvioimme tukevan myyntivolyymejä vuosien 2024-25 aikana.

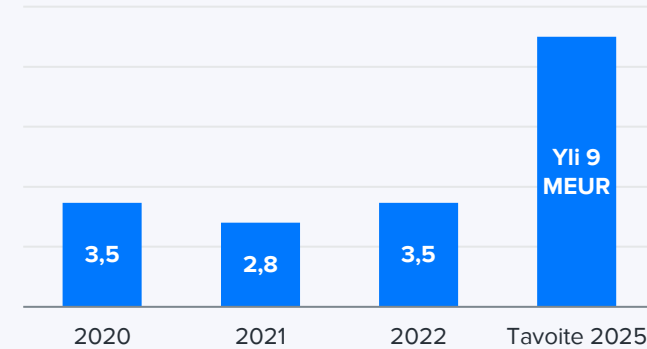
## Osinkopolitiikka

Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkopolitiikan mukaisesti yhtiön on tarkoitus jakaa omistajilleen vuosittain vähintään 40-60 % tilikauden voitosta. Tilikausilta 2014-2021 yhtiö on jakanut jatkuvasti osinkoa yli 100 %:n osingonjakosuhteella. Vahva tase ja eri liiketoimintojen divestoinneista saadut rahat ovat mahdollistaneet tämän ainakin toistaiseksi, mutta näemme osingon kasvattamisen vaativan pitkällä aikavälillä myöskin parempaa tulostasoa ja sijoitetun pääoman tuottoa.

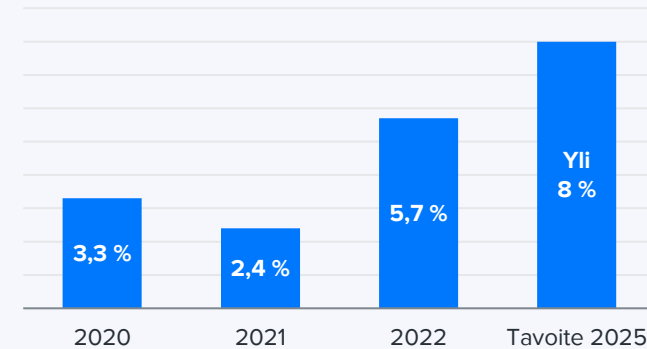
Apetit maksoi vuodelta 2022 osinkoa 0,50 euroa per osake, mikä vastasi karkeasti jatkuvien toimintojen osakekohtaista tulosta. Ennustamme kasvavaa osingonmaksua paranevan tuloskehityksen mahdollistamana.

## Lähtökohdat Apetitin taloudellisille tavoitteille

### Liikevoitto



### ROCE<sup>1</sup>



1) ROCE (return on capital employed) kuvastaa liiketoiminnan tuottoa suhteessa liiketoimintaan sitoutuneeseen pääomaan. Vuoden 2022 hyvä taso johtuu osittain lopetetuissa toiminnoissa syntyneistä voitoista.

# Taloudellinen kehitys ja asema 1/2

## Liikevaihto on supistunut divestointien myötä

Apetitin jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna 2022 oli 182 MEUR. Liikevaihto on ollut pääosin laskusuunnassa viimeisten kymmenen vuoden aikana johtuen kannattamattomista liiketoiminnoista luopumisesta. Toisaalta jatkuvien liiketoimintojen osalta liikevaihto kasvoi 22 % vuoden 2022 aikana, mikä johtui erityisesti myyntihintojen korotuksista Öljykasvituotteissa raaka-aineiden hintojen nousun seurauksena. Kuluttajakysyntä on yleisellä tasolla kärsinyt hieman ostovoiman heikentymisestä, mutta Apetitin myyntivolyymit ovat pitäneet hyvin ja esimerkiksi ravintolamyynnin toipuminen sekä hyvä sato vuodelta 2022 ovat tukeneet kasvua.

Apetitin tapauksessa liikevaihto voi olla hieman hämäävä mittari, sillä se on historiassa vaihdellut mm. viljakaupan volyymin ja hintojen mukana ja jatkuvienkin liiketoimintojen osalta vaihtelee toimialan tuotantokustannusten myötä. Tämän takia Apetit ei anna vuotuista ohjeistusta liikevaihdolle, vaan ainoastaan liiketulokselle.

## Yritysjärjestelyt vahvistaneet kannattavuutta

Apetit teki vuosien 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa tulosta. Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto kävi huipussaan vuonna 2013, milloin se oli 12,2 MEUR (EBIT 3,1%). Apetitin tulostaso on tämän jälkeen heikentynyt merkittävästi ja kääntynyt negatiiviseksi tai nollan tuntumaan vuosien 2014-19 ajaksi, mikä johtui mm. elintarvikesektorin haastavasta markkinatilanteesta, ajoittain matalista raaka-aineiden markkinahinnoista ja heikoista satovuosista viljakaupassa. Yhtiö myös suoritti

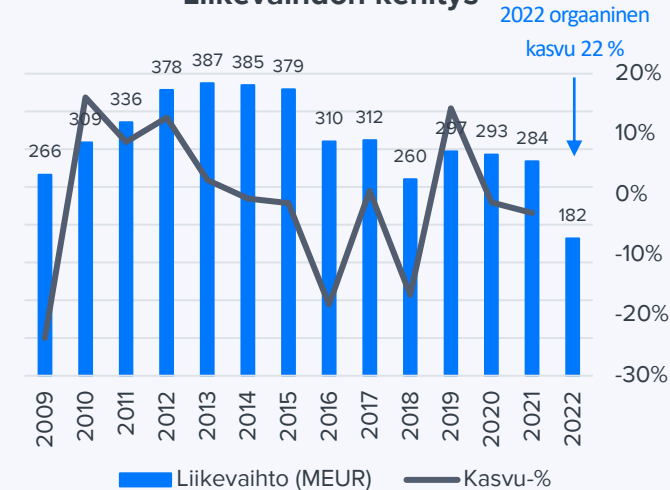
alaskirjauksia, operatiivisia muutoksia ja divestointeja heikosti kannattaviin liiketoimintasegmentteihin, mistä on toistuvasti aiheutunut kertaluonteisia kuluja. Erityisesti Viljakauppa oli yhtiölle haasteellinen segmentti ennen sen divestointia.

Vuonna 2020 kannattavuus kääntyi selvästi parempaan suuntaan (EBIT: 1,3 %) kaikkien segmenttien parantaessa kannattavuuttaan. Myös ruokaratkaisussa nähtiin hienoa kehitystä EBIT:in lähes kaksinkertaistuuessa 8,3 %:iin (2019: 4,2 %). Viljakauppa sekä öljykasvien siementen kohonnut hinta painoivat vuoden 2021 kannattavuutta. Viljakauppa divestoitui vuoden 2022 alkupuolella, mutta vuoden 2022 vertailukelpoinen liikevoitto jäi silti vain 3,5 MEUR:oon, sillä voimakas kustannusinflaatio painoi kannattavuutta molemmissa segmenteissä, erityisesti Öljykasvituotteissa. Kannattavuus on kuitenkin parantunut vuoden 2022 loppua kohden, sillä hinnankorotuksilla on onnistuttu ottamaan kiinni kohonneita tuotantokustannuksia ja toisaalta myös tuotantokustannusten nousu on rauhoittunut.

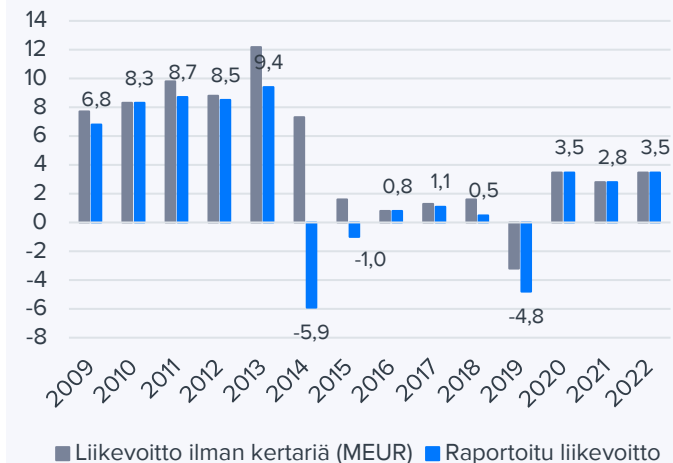
## Osingonjako on ylittänyt tulostason

Apetit on maksanut selvästi tulostason ylittävää osinkoa viimeisen vuosikymmenen aikana. Osinkoa on maksettu myös niinä vuosina, kun tulos on jäänyt tappiolliseksi. Vuosina 2016-22 yhtiö jakoi osinkoja yhteensä 23 MEUR, mikä on suuri summa ottaen huomioon, että yhtiön tulos on kyseisenä ajanjaksona ollut yhteensä vain 9 MEUR. Mielestämme yliilvidin taseen jakaminen osinkoina omistajille on osakkeenomistajien edun mukaista toimintaa.

## Liikevaihdon kehitys



## Liikevoiton kehitys





# Taloudellinen kehitys ja asema 2/2

## Investoinnit merkittävä osa käyttökatteesta

Apetitin elintarviketuotantoon perustuva liiketoimintamalli on melko pääomavaltainen. Yhtiön kolme tehdasta (Säkylän pakastetehtas, Pudasjärven pizzatehtas ja Kirkkonummen öljynpuristamo) vaativat vuosittaisia ylläpito- ja korvausinvestointeja, mikä pitää investointitason korkealla liiketoiminnasta saatuun tulokseen nähden. Apetitin poistotaso on viimeisten 3 vuoden aikana ollut noin 6 MEUR/v, mikä on vastannut keskimäärin yli 60 %:ia yhtiön käyttökatteesta. Siten sijoittajan tuleekin tarkastella mieluummin Apetitin liikevoittoa, kuin käyttökattetta, saadakseen hyvän käsityksen yhtiön kyvystä tuottaa vapaata kassavirtaa. Myös Sucroksen tulos tulee ottaa huomioon, sillä Sucroksen tulososuus vastasi vuonna 2022 14 % Apetit-konsernin nettotuloksesta.

Investoinnit ovat olleet viime vuosina pääosin poistotasoa korkeammat, mikä on johtunut mm. Apetitin pyörykkälinjaston uudistuksesta vuonna 2019 sekä energiainvestoinneista tuotannon tehokkuuden ja ympäristöystävällisyyden parantamiseksi.

## Vahva tase tuo liikkumavaraa pääoman käyttöön

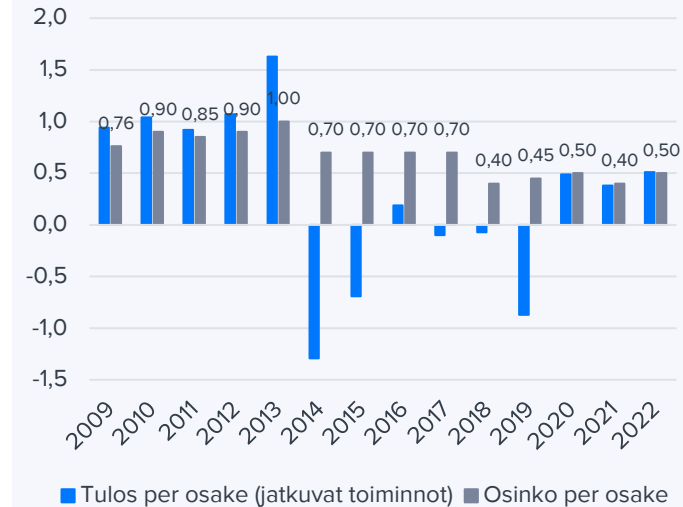
Apetitin taseessa oli vuoden 2022 lopussa 13 MEUR:n nettokassavarat, kun vielä vuoden 2021 lopussa tase oli 25 MEUR:n verran nettovelan puolella. Taseen vahvistuminen johtui siitä, että käyttöpääomaa vapautui huomattavasti Viljakaupan divestoinnin myötä. Kustannustason nousulla oli negatiivista vaikutusta käyttöpääomaan, mutta tämä efekti jäi kokonaiskuvassa suhteellisen pieneksi. Vahva tase

mahdollistaa Apetitille korkean osingonmaksun (2022: 98 % jatkuvien toimintojen osakekohtaisesta tuloksesta), sekä tarjoaa mahdollisuuksia investointien ja yritystojen saralla. Käsityksemme mukaan yhtiöllä ei kuitenkaan ole merkittäviä tarpeita suurille kasvuinvestoinneille lähivuosina, vaan investointien voidaan odottaa olevan lähellä poistotasoa.

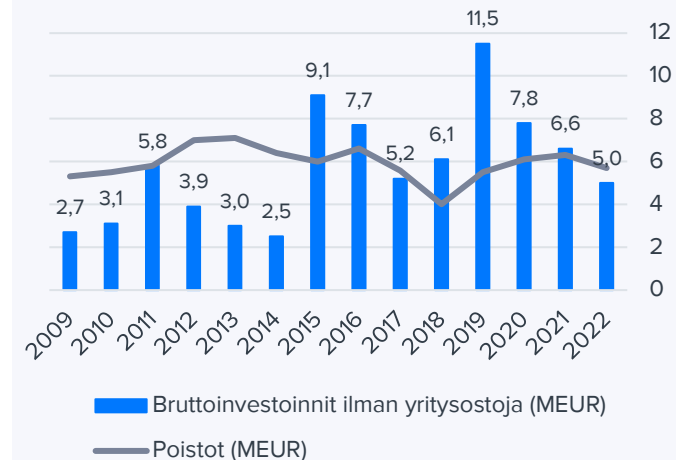
## Omavaraisuus korkealla tasolla

Apetitin taseessa on runsaasti omaa pääomaa, jopa 15,4 euroa per osake. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2022 lopussa erittäin korkea 82 %. Yhtiön oma pääoma on laskenut pitkällä aikavälillä heikon tuloksen ja korkean osingonmaksun myötä, mutta viime vuosina tulostason elpyminen on kääntänyt oman pääoman kehityksen neutraaliksi ja ajoittain nousujohteiseksi.

## EPS ja osinko



## Poistot ja investoinnit



# Ennusteet 1/2

## Tulosohjeistus vuodelle 2022

Apetit antoi 16.2.2023 ohjeistuksen vuoden 2023 osalta, jonka mukaan jatkuvien toimintojen liikevoiton arvioidaan paranevan vertailuvuodesta (vuonna 2022: 3,5 miljoonaa euroa). Meidän ennusteemme vuoden 2023 liikevoitoksi on 5,3 MEUR ja liikevaihdoksi 190 MEUR.

## Ruokaratkaisut tuo pääosan liikevoitosta

Ruokaratkaisut on Apetitin kahdesta liiketoimintasegmentistä kannattavampi, minkä ansiosta segmentti tuo valtaosan konsernin liikevoitosta. Ruokaratkaisujen kannattavuustasoa on onnistuttu parantamaan aiempien vuosien rakennejärjestelyillä, mutta tulos kääntyi laskuun vuonna 2022 kustannusinflaation vuoksi. Ennustamme Apetitin palauttavan Ruokaratkaisujen kannattavuustason hinnankorotusten myötä vuosien 2023-24 aikana. Ennustamme liikevoiton nousevan vuonna 2023 lähelle vuoden 2021 tasoa (5,9 MEUR) ja ylittävän tuon tason vuonna 2024. Olemme olettaneet liikevaihdon kasvavan 6 % vuonna 2023 hinnankorotusten saattamana, mutta arvioimme kasvun hidastuvan 3-4 %:iin seuraavina vuosina, sillä segmentin pitkän aikavälin kasvuvauhti on käsityksemme mukaan maltillinen ja seuraa markkinan kehitystä.

## Öljykasvituotteiden tulos voi nousta lyhyellä aikavälillä pitkän aikavälin tason yläpuolelle

Öljykasvituotteiden kannattavuus on ollut viime vuosina matala ja tulos kärsi vuoden 2021 lopussa sekä vuoden 2022 alkupuolella merkittävästi kohonneista raaka-ainekustannuksista. Arvioimme

marginaalin kääntyvän vuoden 2023 aikana suotuisaksi, sillä hintoja on saatu nostettua huomattavasti samalla kun raaka-aineen hinta on tasaantunut. Arvioimme liiketoiminnan kannattavuuden nousevan vuoden 2023 aikana hieman pitkän aikavälin tasoa korkeammaksi ja kompensoivan osittain edellisvuosina pehmeäksi jäänyttä kannattavuutta. Tällä hetkellä arvioimme liiketoiminnan pitkän aikavälin liiketulostason olevan noin 2 MEUR:n paikkeilla.

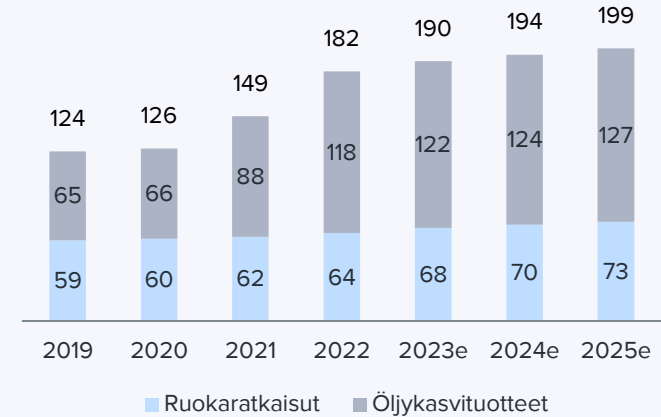
## Konsernin operatiiviset kulut

Olemme ennustaneet konsernin kustannusten kasvavan tulevina vuosina yleisen kustannusinflaation myötä. Lisäksi Apetitin kasvupanostukset voivat myös osittain vaikuttaa konsernikulujen kasvuun. Toisaalta Viljakaupasta luopuminen voi avata yhtiölle myös säästämahdollisuuksia konsernitoiminnoista, joten konsernikustannusten ennustettamme voi pitää varovaisenakin.

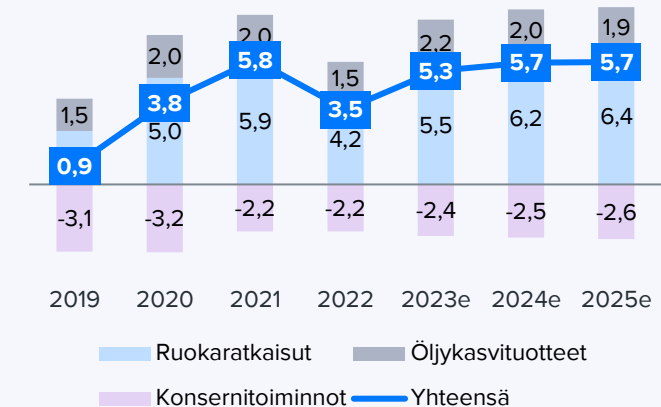
## Rahoituskulut matalalla tasolla

Arvioimme Apetit-konsernin vuotuisiksi nettorahoituskuluiksi 0,2 MEUR vuosina 2023-25. Rahoituskulutaso on laskenut entisestään, sillä yhtiön taseasema on vahvistunut ja nettovelka on kääntynyt nettokassaksi Viljakaupan divestoinnin myötä. Vaikka korolliset velat ovat enää määrältään vähäisiä, voi rahoituskustannuksia syntyä korkokulujen lisäksi myös esimerkiksi valuuttasuojauksista. Ennusteemme on melko varovainen, sillä nettokassa mahdollistaa Apetitille myös rahoitustuottoja, jolloin positiivisessa skenaariossa rahoitustuotot voisivat jopa ylittää rahoituskulut.

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



## Liikevoiton kehitys<sup>1</sup>



1) Graafi esittää liikevaihdon ja liikevoiton vain jatkuvien liiketoimintojen osalta – Viljakaupan luvut on irroitettu pois.

Lähde: Inderesin arvio

# Ennusteet 2/2

## Sucroksen tulos merkittävä ajuri nettotulokselle

Osakkuusyhtiö Sucroksen (Apetitin omistusosuus 20 %) tulos on viime vuosina ollut melko vaatimaton (2022: 0,4 MEUR), mutta kuitenkin kohtuullisen merkittävä suhteessa Apetitin nettotulokseen (2022: 14 % konsernin nettotuloksesta). Ennustamme Sucroksen tuloksen parantuvan selvästi vuoden 2023 aikana sokerin hinnan suotuisan kehityksen vuoksi. Arvioimme Apetitin tulososuudeksi 0,8 MEUR vuoden 2023 aikana ja 0,4 MEUR vuosina 2024-25. Liiketoiminnan energiantensiivisyys yhdistettynä epävakaiseen energiamarkkinaan lisää epävarmuutta Sucroksen tulostason kehityksen osalta.

## Rahoituskulut ja verot

Arvioimme Apetit-konsernin vuotuisiksi nettorahoituskuluiksi 0,2 MEUR vuosina 2023-25. Rahoituskulutaso on laskenut entisestään, sillä yhtiön taseasema on vahvistunut ja nettovelka on kääntynyt nettokassaksi Viljakaupan divestoinnin myötä. Vaikka korolliset velat ovat enää määrältään vähäisiä, voi rahoituskustannuksia syntyä korkokulujen lisäksi myös esimerkiksi valuuttasuojauksista. Ennusteemme on melko varovainen, sillä nettokassa mahdollistaa Apetitille myös rahoitustuottoja, jolloin positiivisessa skenaariossa rahoitustuotot voisivat jopa ylittää rahoituskulut.

Arvioimme Apetit-konsernin efektiiviseksi veroasteeksi 20 % pitkällä aikavälillä. Viime vuosina veroaste on jäänyt keskimäärin jopa hieman tätä alhaisemmaksi (2019-22: 17,5 %).

## 2023 voisi olla tuloksellisesti hyvä vuosi

Kolmen vuoden ennustejaksollamme vuosi 2023 on tuloksen osalta suotuisin, mitä tukee mm. hyvät marginaalitasot Öljykasvituotteissa ja Sucroksessa. Osakekohtainen tulos on ennusteissamme 0,77 euroa vuonna 2023 ja 0,76 vuosina 2024-25. Osingon ennustamme kasvavan tasaisesti 0,05 euroa per vuosi.

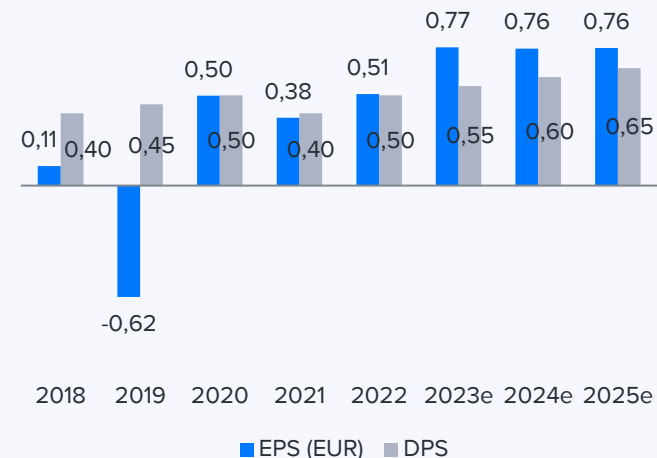
## Investointeihin kuluu iso osa kassavirrasta

Arvioimme vuoden 2023 liiketoiminnan kassavirraksi 9,7 MEUR ja investoinneiksi 7,4 MEUR, eli hieman yli poistotason, mihin vaikuttaa ennusteissamme mm. Säskylän uusi energiaratkaisu. Seuraavina vuosina kassavirtaprofiili paranee investointien laskiessa poistojen tasolla ja tuloksen parantuessa Ruokaratkaisujen vetämänä.

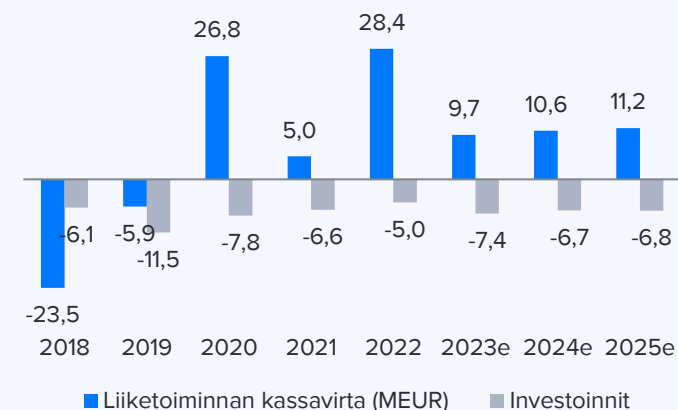
## Tase pysyy vahvana

Arvioimme Apetit-kassan laskevan hieman vuoden 2023 aikana, mutta pysyvän pitkällä aikavälillä vakaana noin 6 MEUR:n tasolla ottaen huomioon ennustetut kassavirrat ja osingonmaksun. Tulosenusteiden toteutuessa yhtiöllä on varaa jatkaa osingon kasvattamista tulevien kolmen vuoden aikana. Myös oma pääoma per osake kasvaa, koska ennustamme osingonmaksun jäävän tulosta matalammaksi.

## Osakekohtainen tulos ja osinko



## Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>284</b>	<b>42,6</b>	<b>47,3</b>	<b>45,2</b>	<b>46,6</b>	<b>182</b>	<b>46,6</b>	<b>51,1</b>	<b>46,3</b>	<b>45,6</b>	<b>190</b>	<b>194</b>	<b>199</b>	<b>203</b>
Ruokaratkaisut	61,5	17,3	14,7	15,2	17,1	64,2	18,5	15,7	16,1	17,8	68,0	70,4	72,5	74,0
Viljakauppa	165	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
Öljykasvituotteet	88,1	25,4	32,8	30,3	29,7	118	28,1	35,4	30,3	27,8	122	124	127	129
Eliminoinnit	-30,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>9,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>9,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>11,7</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-5,9	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-6,4	-6,6	-6,8	-6,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>
Ruokaratkaisut	5,9	1,1	-0,4	1,7	1,8	4,2	0,9	0,6	2,0	2,0	5,5	6,2	6,4	2,0
Viljakauppa	-2,9	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
Öljykasvituotteet	2,0	-0,7	-0,2	0,6	1,8	1,5	0,7	0,7	0,4	0,4	2,2	2,0	1,9	3,5
Konsernitoiminnot	-2,1	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-2,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,4	-2,5	-2,6	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,4	-0,3	-0,1	-0,2	1,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>
Verot	-0,4	0,1	0,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
<b>Nettotulos</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,38</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,17</b>	<b>0,57</b>	<b>0,51</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,27</b>	<b>0,30</b>	<b>0,77</b>	<b>0,76</b>	<b>0,76</b>	<b>0,76</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,38</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,17</b>	<b>0,57</b>	<b>0,51</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,27</b>	<b>0,30</b>	<b>0,77</b>	<b>0,76</b>	<b>0,76</b>	<b>0,76</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-3,1 %	-37,1 %	-31,1 %	-29,9 %	-43,8 %	-36,0 %	9,4 %	7,9 %	2,5 %	-2,1 %	4,3 %	2,5 %	2,4 %	2,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-26,9 %	-130,8 %	-14,6 %	-33,1 %	495,7 %	22,3 %	-477,1 %	-166,4 %	2,7 %	-42,4 %	53,0 %	7,5 %	0,4 %	-3,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	3,2 %	2,8 %	0,8 %	7,2 %	9,7 %	5,2 %	5,7 %	4,4 %	7,3 %	7,4 %	6,2 %	6,3 %	6,3 %	6,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	1,0 %	-0,7 %	-2,2 %	3,9 %	6,5 %	1,9 %	2,3 %	1,4 %	3,9 %	3,8 %	2,8 %	2,9 %	2,9 %	2,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,8 %	-1,3 %	-2,0 %	2,3 %	7,8 %	1,8 %	1,6 %	1,0 %	3,6 %	4,1 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,4 %

Lähde: Inderes

- Viljakauppa divestoititiin 2022, eikä kuulu enää Apetit-konserniin.
- Olemme nostaneet nettotulosennusteitamme 7 % vuoden 2023 osalta, sillä odotamme osakkuusyhtiö Sucroksen tuloksen parantuvan selvästi vuonna 2023 korkean sokerin hinnan ansiosta. Pitkän aikavälin ennusteemme ovat lähes ennallaan (2025 nettotulos +2 %).

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>67,8</b>	<b>64,9</b>	<b>65,6</b>	<b>65,4</b>	<b>65,1</b>
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	1,8	1,2	1,5	1,6	1,6
Käyttöomaisuus	41,2	39,7	40,4	40,4	40,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	19,9	20,1	20,1	20,1	20,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	4,2	3,2	2,9	2,6	2,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>89,2</b>	<b>52,4</b>	<b>57,1</b>	<b>57,3</b>	<b>59,1</b>
Vaihto-omaisuus	70,8	30,1	31,3	31,1	31,8
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	10,8	7,5	11,4	11,1	11,3
Likvidit varat	7,5	14,8	14,5	15,1	15,9
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>157</b>	<b>117</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>124</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>93,2</b>	<b>96,0</b>	<b>97,7</b>	<b>99,0</b>	<b>100</b>
Osakepääoma	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kertyneet voittovarot	51,2	54,0	55,7	57,0	58,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
Muu oma pääoma	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,8	1,2	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>61,6</b>	<b>19,8</b>	<b>23,8</b>	<b>22,4</b>	<b>22,9</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	30,5	0,9	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	31,1	18,9	22,8	21,4	21,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>157</b>	<b>117</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>124</b>

# Osakkeen arvostus 1/3

## Arvonmäärityksen yhteenveto: Defensiivistä, mutta matalakatteista liiketoimintaa

Apetit on sijoitusprofiililtaan defensiivinen osake, jonka liiketoiminta ei ole erityisen riippuvaista talouden suhdanteista, mutta toisaalta kasvunäkymät ovat myös varsin maltilliset. Yhtiö toimii vakiintuneella ja kilpaillulla markkinalla, jolla korkeiden tuottojen saaminen on haastavaa. Jalostajana yhtiö on riippuvainen kotimaisen maatalouden satokehityksestä, mikä voi ajoittain heiluttaa tulosta. Yhtiö on viime vuosien uudelleenjärjestelyiden avulla saatu kannattavaksi ja strategiassa tullaan jatkossa keskittymään aiempaa enemmän kasvuun. Pidämme pitkän aikavälin tulokasvunäkymiä kuitenkin maltillisina.

## Osakkuusyhtiö Sucros huomioitava arvostuksessa

Apetitin arvostustason tarkastelua monimutkaistaa yhtiön 20 %:n omistusosuus sokeriyhtiö Sucroksesta. Apetitn Sucros-omistusosuuden arvo ja tulosvaikutus on merkittävä, joten osakkeen arvonmäärityksen tekeminen vaatii mielestämme myös mielipidettä Sucroksen käyvistä arvosta. Yritysarvopohjaisia tunnuslukuja katsottaessa Sucroksen käypä arvo tulee vähentää Apetitn yritysarvosta (EV) tai muuten arvostuskertoimet näyttävät liian korkeilta. Myös DCF-menetelmää käytettäessä tulee huomioida Sucroksen arvo.

Mielestämme osien summa –menetelmä on paras työkalu Apetitn arvostamiseen ja DCF:kin varsin toimiva. Osien summa -arvostusmenetelmässämme määritetään erikseen arvot Apetitn molemmille liiketoimintasegmenteille sekä Sucroksen omistusosuudelle. Osien summalla katsottuna osakekohtainen arvo olisi 12,9 euroa per osake, mikä vastaa nykyistä kurssia. DCF-mallimme puolestaan

antaa arvoksi 13,5 euroa.

## Arvostus kohonnut lähelle käypää arvoa

Yhtiön osake on kohonnut mielestämme lähelle arvioimaamme käypää arvoa, sen jälkeen kun Apetit onnistui palauttamaan kannattavuutensa jälleen kohtuulliseksi vuoden 2022 Q4:llä. Vuoden 2023 ennusteillamme EV/EBIT on jo lähes 11x, kun mielestämme osakkeen käypä arvostustaso on välillä 10-12x. Apetitn käypä arvostus on mielestämme hieman verrokkiryhmää matalampi, koska yhtiö on verrokkiryhmää pienempi ja sen ohuet kannattavuusmarginaalit altistavat yhtiön heiluvalla tulostasolla. Lisäksi sijoitetun pääoman tuotto on hyvin maltillinen (ROI 2020-22: ~3 %).

Laskemme suosituksen tasolle vähennä (aik. lisää) osakekurssin viimeaikaisen nousun myötä ja asetamme tavoitehinnan 12,5 euroon per osake (aik. 12,0 euroa).

## Osien summa -arvostusmenetelmä

Olemme laatineet osien summa – arvostusmenetelmän, koska mielestämme se tarjoaa parhaan työkalun eri elementtien arviointiin. Haluamme myös nostaa esiin oletuksemme Sucroksen käyvän arvon määrittämisen taustalla. Päädyimme osien summa –menetelmällä yhteensä 12,9 euron osakekohtaiseen arvoon, josta 9,0 euroa koostuu yhtiön operatiivisista liiketoiminnoista, 1,9 euroa osakkuusyhtiö Sucroksesta ja 2,0 euroa nettokassavaroista vuoden 2022 lopussa. Olemme käyneet läpi kutakin osa-aluetta koskevat oletukset laskelman taustalla:

**Ruokaratkaisut** on mielestämme Apetitn liiketoiminnoista potentiaalisin pitkällä aikavälillä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,32	6,32	6,32
Markkina-arvo	82	82	82
Yritysarvo (EV)	57	57	56
P/E (oik.)	16,9	17,1	17,0
P/E	16,9	17,1	17,0
P/Kassavirta	36,0	21,2	18,7
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	4,9	4,6	4,5
EV/EBIT (oik.)	10,8	10,0	9,8
Osinko/tulos (%)	71,9 %	79,1 %	85,3 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,6 %	5,0 %

Lähde: Inderes

## Apetitin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Ruokaratkaisut segmentin hyvä kannattavuus
- Kohtuullisen vahva markkina-asema Suomessa Öljykasviliiketoiminnassa
- Kohtalainen osinkotuotto

## Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Ohuet marginaalit kärsivät herkästi toimintaympäristön muutoksista
- Heikot pitkän aikavälin kasvunäkymät
- Matala sijoitetun pääoman tuotto

# Osakkeen arvostus 2/3

Segmentin kannattavuus on kohtuullinen ja oikeilla kaupallisilla valinnoilla tulosta pystytään pitkällä aikavälillä kasvattamaan esimerkiksi korkeamman lisäarvon tuotteiden osuutta kasvattamalla. Liiketoiminta on kuitenkin pääomaintensiivistä ja tuotannon vaatimat investoinnit syövät merkittävän osan operatiivisesta kassavirrasta. Matalasta pääoman tuotosta johtuen arvioimme käyvän arvostustason olevan noin EV/EBIT 11x, eli alle elintarvikealan verrokkiryhmän mediaanin (13x).

**Öljykasvituotteet** on segmenttiin suhteellisen vakaa, mutta näemme liiketoiminnan kasvupotentiaalin maltillisena. Uuteen jalostamokapasiteettiin investoiminen ei ole taloudellisesti mielekäästä, joten Öljykasvituotteiden strategiana on pyrkiä maksimoimaan nykyisen jalostamon tuotantomääriä ja toisaalta löytää nykyiselle tuotannolle korkeamman lisäarvon käyttökohteita. Liiketoiminnan haasteena ovat riippuvuus öljykasviraaka-aineiden hinnoista sekä rypsin ja rapsin heikentyneet istutusalat kotimaassa. Emme näe liiketoiminnalla merkittävää tuloskasvupotentiaalia, joten arvioimme segmentin käyväksi arvostustasoksi EV/EBIT 10x. Black Grain from Yellow Fields hankkeen menestyminen parantaisi segmentin kasvuprofiilia ja voisi mahdollistaa korkeamman arvostuksen, mutta hanke on toistaiseksi edennyt hitaasti.

**Konsernitoimintojen kulut** täytyy huomioida arvonnäilytyksessä laskennallisesti negatiivisena eränä. Olemme määrittäneet konsernitoimintojen EV/EBIT-kertoimen (10,7x) painotettuna keskiarvona Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet –segmenttien arvostuskertoimista.

**Osakkuusyhtiö Sucros** (Apetitilla 20 % omistus) on osien summa –laskelmassamme arvostettu noin 12

MEUR:oon, mikä vastaa P/B-kerrointa 0,6x. Perustelemme Sucroksen selvästi kirja-arvoa matalampaa käypää arvoa mm. Sucroksen historiallisesti heikolla tulostasolla sekä sillä, että Sucroksen kirja-arvo realisoituu Apetitin osakkeenomistajille varsin hitaasti. Arvioimamme käypä arvo vastaa toteutuneella vuosien 2020-22 keskimääräisellä 0,4 MEUR:n vuotuisella tulososuudella P/E-kerrointa 30x ja vuoden 2023 ennustetulla vahvan sokerimarkkinan ryydittämällä tuloksellakin P/E-kerrointa 15x. Sucroksen vahva tase purkautuu Apetitille hitaasti osingonmaksun kautta.

## DCF-arvonnäilytyksessä tarjous nousuvaraakin

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonnäilytyksmalli (DCF) antaa hieman korkeamman käyvän arvon osakkeelle, mutta nousuvara jää nykyiseen osakekurssiin nähden kuitenkin maltilliseksi. DCF-laskelmamme mukainen oman pääoman arvo on 85 MEUR eli 13,5 euroa per osake. DCF-laskelmassa kannattaa kuitenkin huomioida se, että laskelmaan on ladattu positiiviset tuloskasvuodotukset lähivuosille sekä oletus siitä, että tulostaso jää pitkäksi aikaa selvästi paremmalle tasolle kuin mitä yhtiöltä on viimeisen vuosikymmenen aikana totuttu näkemään. Tällaisen DCF-arvon saavuttamiseksi yhtiön tulisi parantaa tuloskuntoa ja myös pitää se siellä kestävästi, mikä ei ole varmaa, vaikka kehityksen suunta onkin ollut viime aikoina pääosin positiivinen.

Olemme käyttäneet 7,8 % oman pääoman kustannusta ja 7,5 % keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme Apetitin liiketoiminnan riskitasoa yleisesti ottaen melko maltillisena, mutta defensiivisen elintarvikealan kontekstissa hieman keskimääräistä korkeampana.

## Osien summa

MEUR	EBIT 2023e	EV/EBIT-kerroin	Arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	5,5	11,0	60,8	9,6
Öljykasvituotteet	2,2	10,0	21,7	3,4
Konsernitoiminnot	-2,4	10,7	-25,7	-4,1
<b>Liiketoiminnot yhteensä</b>	<b>5,3</b>		<b>56,7</b>	<b>9,0</b>
Sucros			12,1	1,9
<b>Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä</b>			<b>68,7</b>	<b>10,9</b>
Nettokassavarat 2022			12,7	2,0
<b>Oman pääoman arvo</b>			<b>81,4</b>	<b>12,9</b>

## Osakkuusyhtiö Sucroksen arvonnäilytyks

	Inderesin määrittämä käypä arvo	Kirja-arvo 2022
Apetitin omistusosuuden arvo (MEUR)	12,1	20,1
Apetitin omistusosuuden arvo per osake (EUR)	1,9	3,2
P/B, 2022	0,6x	1,0x
P/E, 2020-22 keskiarvo	30x	50x
P/E, 2023e	15x	25x
Osinkotuotto 2022*	2,5 %	1,5 %

\*Sucroksen maksama osinko vuonna 2022 oli 0,3 MEUR, joka maksettiin vuoden 2021 tuloksesta.

# Osakkeen arvostus 3/3

Yhtiön pieni koko ja historialliset kannattavuushaasteet kohottavat riskitasoa suhteessa toimialaan. DCF-arvonmääritys on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin muutoksille.

## Tulos pohjainen arvostus verrokkeja matalampi

Nykyiset ennusteemme olettavat Apetitin tuloksen parantuvan selvästi vuoden 2023 aikana mm. keskeisten raaka-aineiden hintojen tasaantumisen sekä myyntihintojen korotusten seurauksena. Siten vuoden 2023 EV/EBIT olisi noin 11x ja P/E noin 17x. P/E-luku on korkea erityisesti Apetitin vahvan taseen vuoksi, mutta EV/EBIT-lukua voidaan pitää kohtuullisena. Apetitin verrokkiryhmän mediaaniarvostus vuodelle 2023 on 13x, mutta mielestämme Apetitin käypä arvostustaso on hieman verrokkeja matalampi heikon sijoitetun pääoman tuoton vuoksi. EV/EBITDA-arvostuskerroin on Apetitin osalta melko matala (2023e: 4,9x, verrokki: 7,5x), mutta Apetitin käyttökatteesta suuri osa kuluu investointeihin, joten pidämme EV/EBIT-kerrointa parempana arvonnäytteen mittarina niin Apetitille kuin muillekin toimialan yhtiöille.

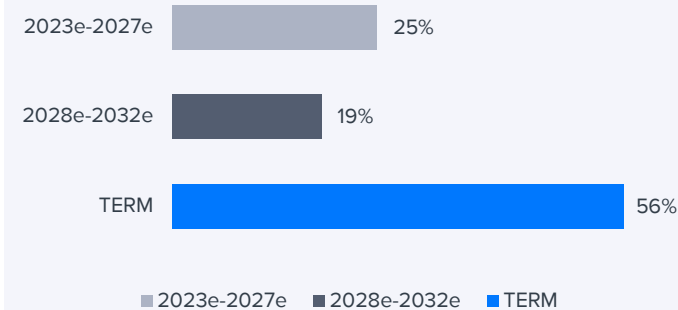
## Tase pohjainen arvostus syystäkin matala

Tase pohjainen arvostus eli markkina-arvo suhteessa oman pääoman tasearvoon (P/B) on tällä hetkellä 0,8x. Nykyinen tuloskunto riittää vain matalaan oman pääoman tuottoon (ROE-% 2020-22: ~3 %), minkä johdosta pidämme alle 1,0x P/B-lukua perusteltuna. Tämän tason ylittäminen vaatisi puolestaan lähemmäs kaksinumeroista pääoman tuottoa (ROE ~8-10 %), jota se ei ole pystynyt tekemään vuoden 2008 jälkeen.

## Osinkotuotto linjassa verrokkiryhmän kanssa

2010-luvulla Apetit jakoi enemmän osinkoa kuin se teki tulosta. Tuloksen parantuminen vuosina 2020-22 on parantanut näkymiä myös osinkokehityksen osalta. Vuodelta 2022 yhtiö maksoi osinkoa 0,50 euroa per osake, mikä vastaa nykykurssilla noin 4 %:n osinkotuottoa. Osinkotuotto on kohtuullisen hyvä ja arviomme mukaan myös sijoittajat arvostavat tasaista osinkoa. Emme näe osinkotuoton kuitenkaan tarjoavan nousuvaraa osakkeelle yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiilin huomioiden. Myös verrokkiryhmä maksaa noin 4 %:n vuotuista osinkoa.

## DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain





# Sijoitusprofiili

1.

**Ennustamme maltillista kasvua pääosin elintarvikemarkkinan mukana**

2.

**Tulostaso saatu käännettyä voitolliseksi ja inflaatiopaineen helpottaminen tukee kannattavuuden kehitystä**

3.

**Ohuet marginaalit alttiita kärsimään toimintaympäristön muutoksista**

4.

**Markkina on kilpailtu ja yhtiö riippuvainen satokausien onnistumisesta**

5.

**Vahva tase tukee osingonmaksukykyä**

## Potentiaali



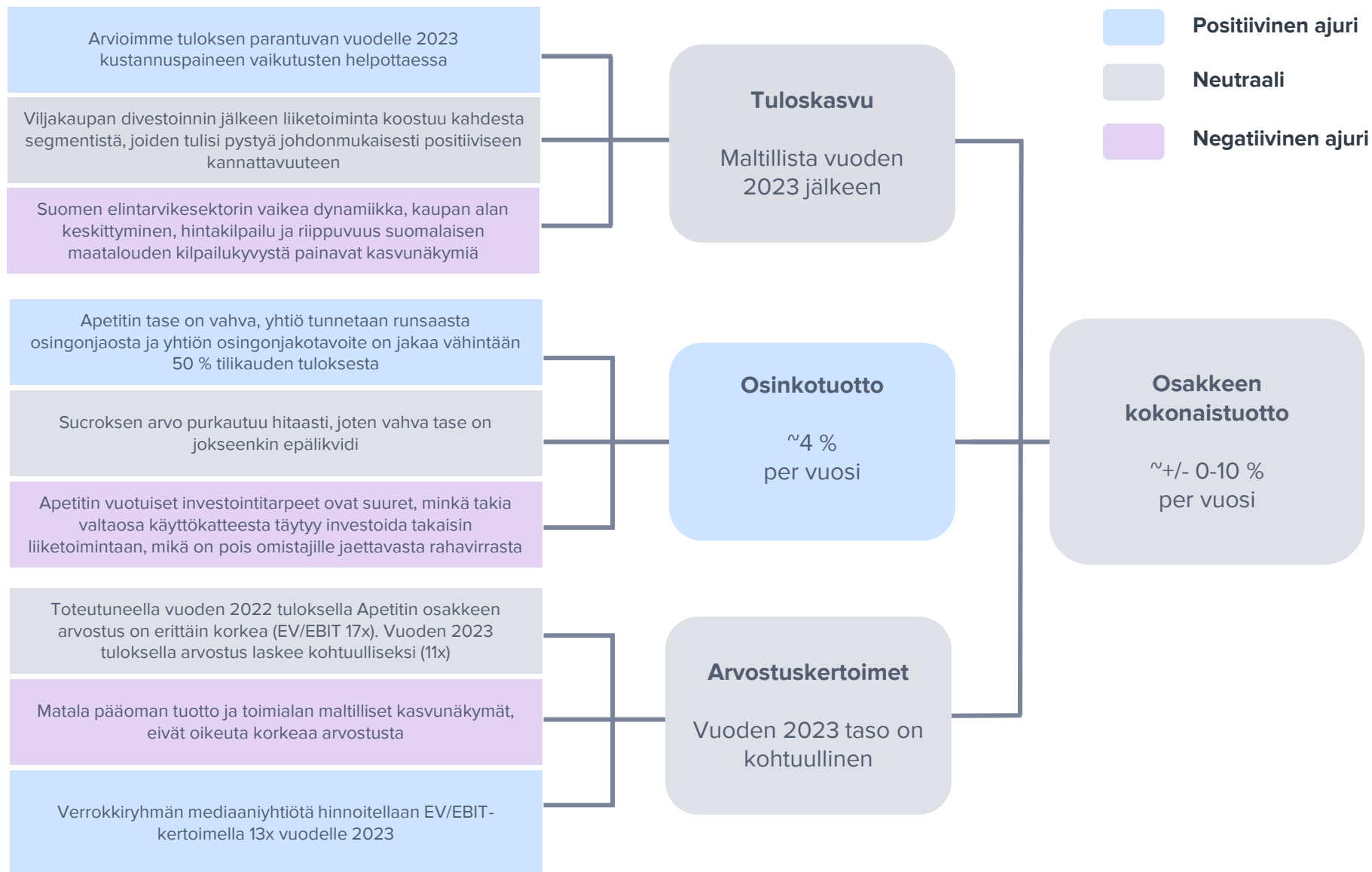
- Yhtiö on onnistunut karsimaan tappiollisia toimintoja ja kääntämään kannattavuuskehityksen parempaan suuntaan
- Ruokaratkaisut-divisioonalla on vahva asema suomalaisessa vähittäiskaupassa ja myös kohtuullista vientipotentiaalia
- Kasvispohjaisilla ruoilla ja valmisruoilla kohtuullisen hyvä kasvupotentiaali
- Vahva tase mahdollistaa liiketoiminnan kehittämiseen tarvittavat investoinnit sekä korkean osingonmaksun lyhyellä aikavälillä

## Riskit



- Kannattavuus ailahtelee ajoittain ohuista marginaaleista johtuen
- Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen ovat haitallisia Apetitin kannattavuudelle
- Yhtiön kannattavuus on vahvasti riippuvainen raaka-aineiden hintakehityksestä ja satokausien onnistumisesta
- Näkyvyys Sucroksen tulostasoon rajallinen ja osakkuusyhtiössä piilevän arvon vapautuminen voi olla hidasta

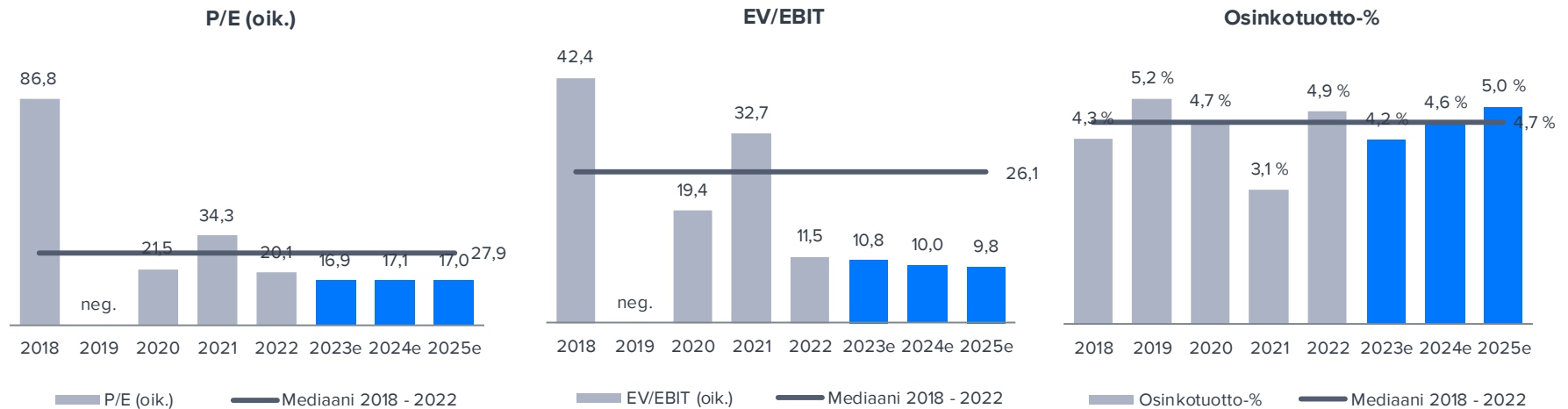
# Osaketuoton ajurit



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	9,36	8,64	10,7	12,9	10,2	13,0	13,0	13,0	13,0
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21	6,21	6,32	6,32	6,32	6,32	6,32
Markkina-arvo	58	54	66	80	64	82	82	82	82
Yritysarvo (EV)	68	75	75	93	40	57	57	56	55
P/E (oik.)	86,8	neg.	21,5	34,3	20,1	16,9	17,1	17,0	17,1
P/E	neg.	neg.	21,5	34,3	20,1	16,9	17,1	17,0	17,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	4,3	>100	1,6	36,0	21,2	18,7	19,2
P/B	0,6	0,6	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (oik.)	15,1	88,6	7,5	10,2	4,2	4,9	4,6	4,5	4,5
EV/EBIT (oik.)	42,4	neg.	19,4	32,7	11,5	10,8	10,0	9,8	10,0
Osinko/tulos (%)	neg.	neg.	100,6 %	106,6 %	98,7 %	71,9 %	79,1 %	85,3 %	92,3 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,2 %	4,7 %	3,1 %	4,9 %	4,2 %	4,6 %	5,0 %	5,4 %

Lähde: Inderes



EV:n laskennassa on huomioitu osakkuusyhtiö Sucroksen omistusosuuden mukainen käypä arvo, joka on Inderesin arvion mukaan 12,1 MEUR (P/B 2022: 0,6x, P/E 2023e: 15x)

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Atria	309	559	11,8	10,6	5,3	5,0	0,3	0,3	9,3	8,3	6,5	6,8	0,7
Raisio	393	348	14,2	12,3	9,9	8,9	1,5	1,4	20,5	17,2	5,5	5,7	1,5
HKScan	73	471	27,7	18,8	6,7	6,0	0,3	0,3		24,5			
Fodelia	35	40	20,0	13,4	10,0	8,0	0,8	0,7	16,5	12,3	2,3	3,0	2,5
Nomad Foods	2912	4681	10,8	10,3	8,9	8,5	1,5	1,5	10,9	9,9			1,1
Savencia	869	1510	7,0	6,1	3,3	3,2	0,2	0,2	7,1	6,4	2,8	3,1	0,5
Agrana Beteiligungs	965	1675	67,0	17,2	8,1	6,7	0,5	0,5	24,5	12,2	5,0	5,1	0,8
Bonduelle	396	1019	16,8	14,3	6,8	6,3	0,4	0,4	9,0	7,0	2,5	3,1	0,4
Austevoll Seafood	1555	2155	4,7	4,3	3,6	3,3	0,8	0,7	8,0	6,9	6,6	6,6	0,9
Origin Enterprises	462	639	8,4	8,2	6,2	6,1	0,3	0,3	8,2	8,0	4,1	4,3	1,1
Cranswick	1836	1993	12,3	11,7	8,3	7,9	0,8	0,7	14,7	14,8	2,6	2,7	1,9
<b>Apetit (Inderes)</b>	<b>82</b>	<b>57</b>	<b>10,8</b>	<b>10,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>16,9</b>	<b>17,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>18,3</b>	<b>11,9</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>12,4</b>	<b>11,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>1,1</b>
<b>Mediaani</b>			<b>13,3</b>	<b>12,0</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>9,3</b>	<b>9,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>1,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-18%</b>	<b>-17%</b>	<b>-34%</b>	<b>-29%</b>	<b>-47%</b>	<b>-46%</b>	<b>83%</b>	<b>73%</b>	<b>4%</b>	<b>7%</b>	<b>-15%</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

EV:n laskennassa on huomioitu osakkuusyhtiö Sucroksen omistusosuuden mukainen käypä arvo, joka on Inderesin arvion mukaan 12,1 MEUR (P/B 2022: 0,6x, P/E 2023e: 15x)

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-36,0 %	4,3 %	2,5 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	1,9 %	2,8 %	2,9 %	2,9 %	2,7 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	
+ Kokonaispoistot	5,9	6,4	6,6	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,1	6,2	6,3	
- Maksetut verot	0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	
- 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	31,9	-1,2	-0,9	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>41,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,8	-7,4	-6,7	-6,8	-6,8	-6,8	-6,8	-7,0	-6,9	-7,1	-7,2	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>37,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	
+/- Muut	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	39,4	2,3	3,9	4,4	4,3	4,2	4,3	4,2	3,6	3,7	3,7	68,9
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>33,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	60,4	58,3	54,9	51,3	48,1	45,1	42,3	39,7	37,7	35,7	33,9	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>60,4</b>											
- Korolliset velat		-2,1										
+ Rahavarat		14,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>85,2</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>13,5</b>											

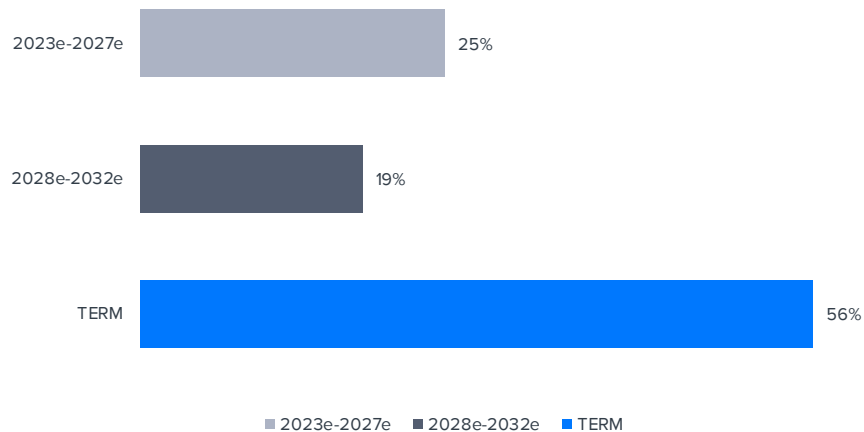
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,82
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>7,8 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,5 %</b>

Lähde: Inderes

Oman pääoman arvon laskennassa on huomioitu osakkuusyhtiö Sucroksen omistusosuuden mukainen käypä arvo, joka on Inderesin arvion mukaan 12,1 MEUR (P/B 2022: 0,6x, P/E 2023e: 15x)

## Rahavirran jakauma jaksottain



# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	292,9	283,9	181,7	189,6	194,4	EPS (raportoitu)	0,50	0,38	0,51	0,77	0,76
Käyttökate	10,0	9,1	9,4	11,7	12,3	EPS (oikaistu)	0,50	0,38	0,51	0,77	0,76
Liikevoitto	3,9	2,8	3,5	5,3	5,7	Operat. kassavirta / osake	4,10	1,04	6,60	1,53	1,67
Voitto ennen veroja	3,7	2,8	3,7	5,9	5,9	Vapaa kassavirta / osake	2,51	0,01	6,23	0,36	0,61
Nettovoitto	3,1	2,3	4,8	4,8	4,8	Omapääoma / osake	15,29	15,00	15,20	15,46	15,67
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,50	0,40	0,50	0,55	0,60
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	142,8	157,0	117,3	122,7	122,7	Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	-3 %	-36 %	4 %	3 %
Oma pääoma	95,0	93,2	96,0	97,7	99,0	Käyttökateen kasvu-%	1073 %	-9 %	3 %	25 %	5 %
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-223 %	-27 %	22 %	53 %	8 %
Nettovelat	20,6	24,8	-12,7	-12,5	-13,1	EPS oik. kasvu-%	-181 %	-25 %	35 %	51 %	-1 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	3,4 %	3,2 %	5,2 %	6,2 %	6,3 %
Käyttökate	10,0	9,1	9,4	11,7	12,3	Oik. Liikevoitto-%	1,3 %	1,0 %	1,9 %	2,8 %	2,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	15,5	-2,2	31,9	-1,2	-0,9	Liikevoitto-%	1,3 %	1,0 %	1,9 %	2,8 %	2,9 %
Operatiivinen kassavirta	25,4	6,4	41,7	9,7	10,6	ROE-%	3,3 %	2,5 %	3,4 %	5,0 %	4,9 %
Investoinnit	-9,8	-6,3	-3,8	-7,4	-6,7	ROI-%	3,4 %	2,7 %	3,5 %	6,2 %	6,1 %
Vapaa kassavirta	15,6	0,1	39,4	2,3	3,9	Omavaraisuusaste	66,5 %	59,3 %	81,8 %	79,6 %	80,7 %
						Nettovelkaantumisaste	21,7 %	26,6 %	-13,2 %	-12,8 %	-13,2 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3						
EV/EBITDA (oik.)	7,5	10,2	4,2	4,9	4,6						
EV/EBIT (oik.)	19,4	32,7	11,5	10,8	10,0						
P/E (oik.)	21,5	34,3	20,1	16,9	17,1						
P/B	0,7	0,9	0,7	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	4,7 %	3,1 %	4,9 %	4,2 %	4,6 %						

Lähde: Inderes

EV:n laskennassa on huomioitu osakkuusyhtiö Sucroksen omistusosuuden mukainen käypä arvo, joka on Inderesin arvion mukaan 12,1 MEUR (P/B 2022: 0,6x, P/E 2023e: 15x)

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 palkitseminen 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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/11/2020	Lisää	10,00 €	9,58 €
12/01/2021	Myy	10,00 €	14,00 €
30/01/2021	Vähennä	10,00 €	11,60 €
22/02/2021	Vähennä	11,00 €	12,50 €
09/05/2021	Vähennä	12,00 €	14,40 €
23/08/2021	Vähennä	12,00 €	13,30 €
25/10/2021	Myy	12,00 €	13,50 €
01/11/2021	Vähennä	12,00 €	12,30 €
28/12/2021	Vähennä	12,50 €	12,25 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	12,00 €
23/03/2022	Vähennä	13,50 €	13,10 €
26/04/2022	Vähennä	12,00 €	12,60 €
18/08/2022	Vähennä	11,00 €	10,95 €
25/10/2022	Vähennä	10,00 €	10,15 €
13/02/2023	Vähennä	10,00 €	10,90 €
17/02/2023	Lisää	12,00 €	10,80 €
27/03/2023	Vähennä	12,50 €	12,95 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**