

Fodelia

Seurannan aloitus

27/11/2019

inde
res.

Suomalaisen elintarvikealan kasvulupaus

Aloitamme Fodelian seurannan lisää-suosituksella ja 5,5 euron tavoitehinnalla. Fodelia on suomalaisten elintarvikeyritysten holdingyhtiö, johon kuuluu kaksi 100 %:sesti omistettua tytäryhtiötä: valmisruokatuotteita valmistava Feelia ja perunalastujen, maissi- ja kaurasnacksien valmistaja Real Snacks. Portfolioyhtiöt ovat kasvaneet voimakkaasti (2016-2018 CAGR: 28 %) ja kannattavasti (EBIT 6-10%) ja hyvän kehityksen jatkumiselle on melko selkeät askelmerkit. Osakkeen arvostus on mielestämme vuoden 2019 tuloskuntoon nähden korkea, mutta pidämme tuloskasvunäkymiä erittäin vahvoina, minkä johdosta arvostuskuva muuttuu lähivuosina selvästi houkuttelevammaksi.

Feelian ainutlaatuinen tuote- ja palvelukonsepti tarjoaa vahvat tuloskasvunäkymät

Feelia tarjoaa valmisruokatuotteita ammattikeittiöille, kauppojen ruokapalvelukonsepteihin sekä suoraan kuluttajille. Pyhännän tehtaalla autoklaaviteknikalla valmistetut lisäaineettomat ja kotimaisista raaka-aineista valmistetut ruoat koostuvat mm. keitoista, padoista ja kiusauksista. Feelian 2018-liikevaihto oli 9,4 MEUR (CAGR 2016-2018: 48 %) ja liikevoittomarginaali 14 %. Feelian tarjoama on erityisen houkutteleva mm. julkisen sektorin, hoiva- ja kaupan alan toimijoille sekä kotitalouksille, sillä tuotteiden säilyvyys ja hinta/laatusuhde on erinomainen, valmistus on helppoa ja ne tuovat kustannussäästöjä asiakkaille mm. vapauttaen ne suurista keittiö- ja henkilöstöinvestoinneista. Pidämme Feelian kilpailuetuja vahvoina ja yhtiön kannattavuus on selvästi toimialan yleisen tason yläpuolella.

Real Snacks on vakaa tuloskone, mutta sen kilpailuedut kalpenevat Feelian rinnalla

Real Snacks on perunalastujen, maissi- ja kaurasnacksien tuottaja, jonka tuotteita myydään pääosin suomalaisten ja ulkomaisten päivittäistavara-kauppojen kautta. Real Snacksin 2018-liikevaihto oli 6,0 MEUR (CAGR 2016-2018: 9 %) ja liikevoitto 5 %. Liikevaihdosta 2/3 muodostuu kaupan omien merkkien valmistuksesta (mm. Pirkka ja Rainbow) ja 1/3 omista brändeistä. Real Snacksin kasvumahdollisuudet nojaavat omien innovatiivisten kauratuotteiden (Oatis-brändi) ja perunalastujen (Oikia-brändi) myynnistä suomalaisten ja ulkomaisten kauppojen hyllyille sekä uusiin kaupan omien merkkien valmistussopimuksiin. Alan kilpailu on kovaa ja asema private label -valmistajana sisältää omat haasteensa. Tästä syystä näemme Real Snacksin kilpailuetujen ja tuloskasvunäkymien kalpenevan Feelian rinnalla.

Konsernilla on vahvat tuloskasvunäkymät ja erittäin kunnianhimoiset pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Fodelian keskipitkän aikavälin tavoitteisiin kuuluu 1) liikevaihdon kasvu noin 25 %/v. 2) EBIT yli 10 % ja 3) osinkosuhte 35 %. Fodelia arvioi 2019-liikevaihdon olevan noin 20 MEUR (kasvu ~30 %) ja oikaistun liikevoiton olevan yli 2 MEUR. Fodelia arvioi 2020-liikevaihdon kasvavan yli 35 % ja EBIT-marginaalin olevan linjassa taloudellisten tavoitteiden kanssa (EBIT yli 10 %). Yhtiöllä on käsityksemme mukaan useita uusia 2019-2020 alkavia sopimuksia (julkinen sektori, hoiva-ala, päivittäistavara-kaupat), joiden ansiosta kasvunäkymät lähivuosille ovat hyvin vahvat.

Osakkeen arvostus sisältää jo kovat odotukset, mutta näkymät ovat poikkeuksellisen vahvat

Arvonmäärittämisemme antaa Fodelian osakekannan arvohaarukaksi annin jälkeen 24-45 MEUR (3,3-6,4 euroa/osake), mikä perustuu osien summaan, kassavirtamalliin, verrokkiryhmään ja hyväksymiimme arvostuskertoimiin. Yhtiön hyvät kasvunäkymät ja vahva kannattavuus voisivat puoltaa haarukan yläpäässä olevaa arvoa, mutta pienen koon, lyhyen toimintahistorian ja vaikean toimialadynamiikan (Suomen elintarvikesektori) takia yhtiöllä on vielä paljon todistettavaa. Ennusteidemme mukaiset oikaistut P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 24x ja 16x ja oikaistut EV/EBIT-kertoimet 19x ja 12x. Vuoden 2019 osalta kertoimet ovat korkeat ja verrokkiryhmän yläpuolella, mutta vahvan tuloskasvun ansiosta vuoden 2020 arvostus näyttää jo houkuttelevalta ja kertoimet laskevat jo 5-20 % verrokkiryhmän alapuolelle.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik.)



5,50 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi: 5,20 EUR

Potentiaali: 5,8 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö arvioi konsernin pro forma-liikevaihdon kasvavan noin 20 MEUR:oon tilikaudella 2019 sekä listautumiseen liittyvistä kertaluonteisista kuluista puhdistetun pro forma-liikevoiton olevan yli 2 MEUR.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	15,4	20,3	28,9	37,0
kasvu-%	32 %	32 %	42 %	28 %
EBIT oik.	1,6	2,0	3,0	3,8
EBIT-% oik.	10,4 %	9,9 %	10,4 %	10,3 %
Tulos ennen veroja	1,5	1,0	2,9	3,7
Nettotulos	1,3	0,6	2,2	3,0
EPS (oik.)	0,21	0,22	0,32	0,42
Osinko	0,00	0,03	0,11	0,15
P/E (oik.)	20,3	24,1	16,3	12,3
P/B	16,0	6,3	4,7	3,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,6 %	2,1 %	2,8 %
EV/EBIT (oik.)	18,6	18,7	12,5	9,8
EV/EBITDA	15,9	23,4	10,7	8,2
EV/Liikevaihto	1,9	1,9	1,3	1,0

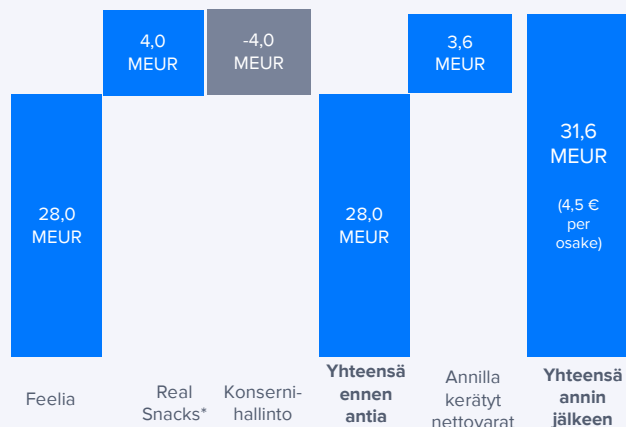
Lähde: Inderes

Fodelian osakekannan arvohaarukka annin jälkeen eri arvonmäärittämenetelmillä: osien summa – laskelma (MEUR):

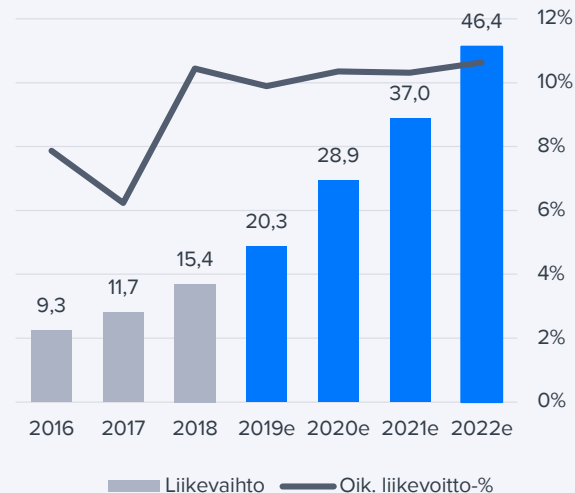
Konsernin osa	Alaraja	Keskiarvo	Yläaraja
Feelia Oy	21,0	28,0	41,0
Real Snacks Oy	3,0	4,0	4,5
Fodelia Oyj (emo)	-4,0	-4,0	-4,0
Annin nettovarat	3,6	3,6	3,6
Konserni yhteensä	23,6	31,6	45,1
per osake	3,3	4,5	6,4

Tavoitehintamme 5,5 euroa asettuu arvohaarukan keskiarvon ja yläarajan väliin.

Osakekannan osien summa –laskelmien keskiarvo käyttäen eri arvonmäärittämenetelmiä:



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



*2016-2018 luvut yhteenlaskettuna Feelia ja Real Snacks (ei pro-forma)

Fodelian osakkeen avainluvut ensimmäisen kaupankäyntipäivän 26.11.2019 jälkeen



Arvoajurit

- Erinomaiset tuotteet, jotka vastaavat markkinakysyntään
- Vahvat näytöt nopeasta ja kannattavasta kasvusta
- Mahdollisuus isoihin kasvuharppauksiin mm. julkisen sektorin, kaupakettujen tai hoivayhtiösopimusten kautta
- Suotuisat megatrendit taustalla mm. syömisen helppous, ruuan terveellisyys ja ammattikeittiöiden kustannuspaineet
- Vahvat liikevaihdon kasvunäkymät Suomessa ja ulkomailla
- Mahdollisuus lisäarvon luontiin portfolioyhtiöiden omistajajärjestelyjen kautta

Riskitekijät

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

Arvostus

- Osakkeen arvostus on vuoden 2019 tulospohjaisella arvostuksella korkea, mutta vahvan tuloskasvun ansiosta se laskee nopeasti
- Voimakas liikevaihdon kasvu, vakaa suhteellinen kannattavuus ja korkea pääoman tuotto tekevät yhdessä ajan myötä hyvää Fodelian omistaja-arvolle
- Fodelian kasvu- ja kannattavuus on selvästi kansainvälisen verrokkiyhtiöiden yläpuolella, mutta yhtiön arvostus on verrokkiyhtiöiden alapuolella

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus (Fodelia Oyj)	5-7
Feelia Oy	8-19
Real Snacks Oy	20-29
Toimintaympäristö	30-35
Strategia, taloudelliset tavoitteet ja riskit	36-39
Konserniennusteet	40-41
Arvonmäärityksen yhteenveto	42-46
Sijoitusprofiili	47
Vastuuvapauslauseke	48

Yhtiökuvaus 1/2

Fodelia lyhyesti

Fodelia on suomalainen vuonna 2019 perustettu elintarvikeyritysten holdingyhtiö. Konserni muodostuu emoyhtiöstä (Fodelia Oyj) ja kahdesta sen 100 %:sesti omistamasta tytäryhtiöstä (Feelia Oy ja Real Snacks Oy). Yhtiöiden kotipaikka on Pyhäntä ja siellä toimivat myös niiden tehtaat.

Feelia tarjoaa terveellisiä ja vastuullisia valmisruokatuotteita ammattikeittiöille, kauppojen ruokapalvelukonsepteihin ja kuluttajille. Real Snacks tuottaa perunalastuja sekä maissi- ja kauravälipaloja pääosin kotimaisten ja ulkomaisten päivittäistavarakauppojen valikoimiin.

Fodelia-konsernin yhteenlaskettu liikevaihto vuodelta 2018 (pro forma) oli 15,3 MEUR ja liikevoitto 1,6 MEUR (EBIT 10,3 %).

Konserniyhtiöissä työskenteli vuoden 2018 aikana yhteensä keskimäärin 57 henkilöä.

Emoyhtiö Fodelia Oyj tarjoaa tytäryrityksilleen ylimmän johdon palvelut (CEO, CFO) ja ulkoisesti hankittavat palvelut, kuten taloushallinnon tuen, markkinoinnin ja IT-palvelut. Fodelian konsernihallinnon palveluksessa työskentelevät toimitusjohtaja Mikko Tahkola ja talousjohtaja Kati Kokkonen. Fodelia laskuttaa tarjoamansa palvelut tytäryhtiöiltään ja yhtiön arvion mukaan konsernihallinnon kulut ovat vuodessa noin 400 000€ (sisältäen First North-yhtiön kustannukset).

Strategiset tavoitteet

Fodelian strategisena tavoitteena on suomalaisen elintarvikeketoollisuuden kestävänsä tulevaisuuden rakentaminen tarjoamalla puhdasta, paikallisesti ja vastuullisesti tuotettua ruokaa. Strategian kulmakiviä ovat:

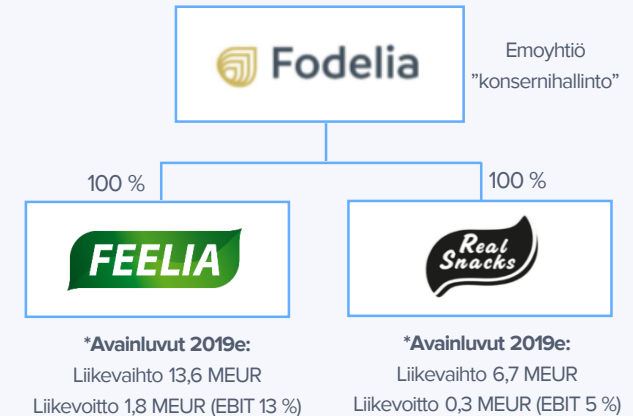
- omistettujen yhtiöiden liiketoiminnan kannattavan kasvun tukeminen kotimaassa ja kansainvälisesti
- erottautuminen uusilla, innovatiivisilla ja vastuullisilla tuotteilla sekä konsepteilla
- omistusten pitkäjänteinen kehittäminen ja omistaja-arvon kasvattaminen
- uusien kasvumahdollisuuksien aktiivinen tunnistaminen.

Fodelian tavoitteena on myös tutkia mahdollisia yritysjärjestelyitä. Näemme portfolioyhtiöiden omistaja-järjestelyiden olevan myös yksi keino luoda omistaja-arvoa tulevaisuudessa. Tällä hetkellä johto näkee nykyisissä omistuksissaan merkittävää arvonluontipotentialia ja keskittää resurssinsa niiden kannattavan kasvun tukemiseen. Yhtiöllä on tiukat yritysostokriteerit ja ostokohteelta edellytetään, että sen liiketoiminta kantaa yli toimialan hetkellisten trendien.

Omistus pohja

Fodelian omistus pohja (ennen listautumisan tian) koostui yhdeksästä henkilöstä, joista kaikki työskentelevät tai ovat työskennelleet konserniyhtiöiden palveluksessa. Yhtiö sai listautumisannissa yli 3600 uutta omistajaa, mutta suurimpien omistajien kärki pysyi ennallaan. Fodelian suurimmat omistajat annin jälkeen ovat Fodelian toimitusjohtaja Mikko Tahkola (31 %), Feelian toimitusjohtaja Jukka Ojala (15 %), Feelian tuotantopäällikkö Antti Kamula (9 %), Feelian tehtaantjohtaja Juha Lahti (6 %) ja Fodelian hallituksen pj. Mikko Paso (7,7 %). Johto ja henkilöstö ovat sitoutuneita yhtiöön merkittävän omistuksen kautta, mitä pidämme tärkeänä asiana.

Konsernirakenne



Emoyhtiö (Fodelia Oyj) lyhyesti

- Vuonna 2019 perustettu suomalainen elintarvikeyritysten holdingyhtiö
- Holdingyhtiön palveluksessa on 2 henkilöä: konsernin toimitusjohtaja Mikko Tahkola ja talousjohtaja Kati Kokkonen
- Portfolio koostuu kahdesta yhtiöstä: valmisruokavalmistaja Feeliasta ja sipsituottaja Real Snacksista
- Strategisena tavoitteena on suomalaisen elintarvikeketoollisuuden kestävänsä tulevaisuuden rakentaminen tarjoamalla puhdasta, paikallisesti ja vastuullisesti tuotettua ruokaa.
- **Konsernin liikevaihto 2019e: 20,3 MEUR (kasvu 32 %)***
- **Konsernin oikaistu liikevoitto 2019e: 2,0 MEUR (EBIT 9,9 %)***
- Konsernin henkilöstö 2019: yhteensä noin 70 kpl (sis. vuokratyövoima)

*Avainluvut 2019e: Inderes ennuste

Yhtiökuvaus 2/2

Listautumisannilla vauhtia tulevaan kasvuun

Fodelia listautui First North-markkinapaikalle 26.11.2019. Yhtiön listautumisannin koko oli 6,3 MEUR, missä uutta rahaa kerättiin 4,5 MEUR (ennen listautumisannin kuluja) ja vanhat omistajat myyvät osakkeita 1,8 MEUR:n edestä. Listautumisella kerätyt varat on tarkoitus käyttää Fodelian kasvustrategian kiihdyttämiseen. Fodelian kasvu ja kannattavuus ovat tällä hetkellä hyvällä tasolla. Molemmat tytäryhtiöt tekevät hyvää tulosta, pääoman tuottoluvut ovat korkeat ja yhtiöt ovat pystyneet maksamaan joka vuosi hyvää osinkoa. Kasvua oltaisiin voitu rahoittaa myös nykyisellä tulorahoituksella, mutta johdon tarkoitus on laittaa isompi kasvuvaihtoehto päälle markkinoinnissa, ulkomaille laajentumisessa ja tuotantoon liittyvissä investoinneissa (Feelian uusi tuotantolaitos ja Real Snacksin tuotannon automatisointi).

Feelia on konsernin selvästi arvokkaampi osa

Feelian liikevaihto on 2019-ennusteidemme mukaan 13,6 MEUR (kasvu 45 %) ja oikaistu liikevoitto 1,8 MEUR (EBIT 14 %). Feelia kasvaa vahvasti, sillä on hyvin markkinoiden megatrendeihin sopiva tarjoama ja patentoituun valmistusteknologiaan perustuva kilpailuetu. Feelian kannattavuus on jo pitkään ollut hyvällä tasolla (EBIT keskiarvo 2015-2018: 11,5 %) ja selvästi kotimaisten elintarvikeyhtiöiden yläpuolella. Feelia on investoinut vuoden 2018 aikana uuteen ruokatehtaaseen Pyhännälle, joka kaksinkertaisti yhtiön tuotantokapasiteetin (~7 milj. kg per vuosi). Feelian kasvunäkymät sekä Suomessa että vientimarkkinoilla ovat lupaavat ja yhtiö suunnittelee tehdaskapasiteetin laajentamista

2020-2021, vastatakseen voimakkaasti kasvavaan kysyntään.

Olemme määrittäneet konsernin molemmille yhtiöille omat osakekannan arvot ja tarkastelemme arvonmäärittämisessämme Fodelia-konsernia mm. osien summa –laskelman kautta. Feelia muodostaa selvästi suuremman osan konsernin arvosta ja olemme haarukoineet Feelian osakekannan arvoksi eri menetelmillä 21-41 MEUR, joista laskettu keskiarvo on 28 MEUR.

Real Snacksin arvo on selvästi pienempi

Real Snacksin liikevaihto on 2019-ennusteidemme mukaan 6,7 MEUR ja oikaistu liikevoitto 0,3 MEUR (EBIT 5 %). Real Snacks kasvaa tasaisesti ja tekee kohtalaista tulosta, mutta yhtiön kilpailuedut, kasvunäkymät ja kannattavuus ovat selvästi Feelian vastaavia heikommat.

Real Snacksin myynnistä 2/3 tulee kaupan omien merkkien sopimusvalmistuksesta (mm. Pirkka, Rainbow) ja 1/3 omista brändeistä (mm. Oatis ja Oikia). Suomessa vahvasti keskittyneen päivittäistavarakaupan private label -valmistajan rooli ei ole erityisen houkutteleva ja riskiä korostaa se, että Real Snacksin liikevaihdosta noin 50 % tulee yhtiön suurimmalta asiakkaalta. Kilpailutilanne hyllytilasta on kireä ja vastassa on monia tunnetumpia kansainvälisiä sipsi- ja snacks –brändejä. Näemme nämä tekijät suurimpina yksittäisinä riskeinä Real Snacksin tulevaisuuden liikevaihto- ja kannattavuuskehitykselle, emmekä koe yhtiöllä olevan kestäviä kilpailuetuja näiden uhkien puolustamiseen. Arvonmäärittämisessämme haarukoimme Real Snacksin osakekannan arvoksi 3,0-4,5 MEUR, mistä laskettu keskiarvo on 4,0 MEUR.



Feelia Oy lyhyesti

- Tuottaa Pyhännän tehtaalla valmisruokatuotteita HoReCa-segmenttiin, sekä kuluttajille kaupan Take-a-Soup-konseptilla ja oman verkkokaupan kautta
- Tuotevalikoimaan kuuluu noin 150 eri tuotetta mm. keittoja, vuokaruokia, kastikkeita ja puuroja
- Tuotanto osittain patentoidulla autoklaavitekniologialla, jonka ansiosta ruoka säilyy jääkaappilämpötilassa jopa 6 kk
- Päämarkkina on Suomi, tavoitteena laajentua muihin Pohjoismaihin
- **Liikevaihto 2019e: 13,6 MEUR (kasvu 45 %)**
- **EBIT 2019e: 1,8 MEUR (EBIT 13 %)**
- Henkilöstö 2018: keskimäärin 35 kpl



Real Snacks Oy lyhyesti

- Tuottaa Pyhännän tehtaalla perunalastuja sekä maissi- ja kauraväliäpaloja
- Yhtiöllä on neljä omaa brändiä: Oikia, Oatis, Moomin ja Junior.
- Myynti pääosin kotimaisten päivittäistavarakauppojen kautta, vientivolyymeja kasvatetaan
- Yhtiö toimii myös valikoitujen tahojen sopimusvalmistajana (Kesko, S-Ryhmä, Lidl ja Tokmanni)
- **Liikevaihto 2019e: 6,7 MEUR (kasvu 12 %)**
- **EBIT 2019e: 0,3 MEUR (EBIT 5 %)**
- Henkilöstö 2018: keskimäärin 22 kpl

Asiakkaat*



Fodelian tarjoamat konsernipalvelut*

- Ylimmän johdon palvelut (CEO,CFO)
- Taloushallinto
- Markkinointi
- HR-palvelut
- IT-palvelut



* Johdon arvio Fodelia Oyj:n (emoyhtiö) kuluista noin 400 000€/vuosi.

Liiketoimintaidea

Fodelia on elintarvikeyritysten holding-yhtiö, joka tuo kasvuvoimaa suomalaiseen elintarviketeollisuuteen. Fodelian tämänhetkinen yritysportfolio koostuu valmisruokavalmistaja Feeliasta ja sipsituottaja Real Snacksista.



- 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



Avainluvut 2019e:
Liikevaihto 13,6 MEUR
Liikevoitto 1,8 MEUR
EBIT 13 %



Avainluvut 2019e:
Liikevaihto 6,7 MEUR
Liikevoitto 0,3 MEUR
EBIT 5 %

Resurssit

Laadukkaat raaka-aineet lähialueilta



Modernit tuotantolaitokset (2kpl)



Henkilöstö 2019 ~70kpl (sis. vuokratyövoima)



Tehokas logistiikka



Jakelukanavat



Kolmansien osapuolten jakelukanavat



Oma Verkkokauppa

Kilpailukenttä



Kustannusrakenne % liikevaihdosta (2018)



Henkilöstökulut (15 %)



Materiaalit ja palvelut (50 %)

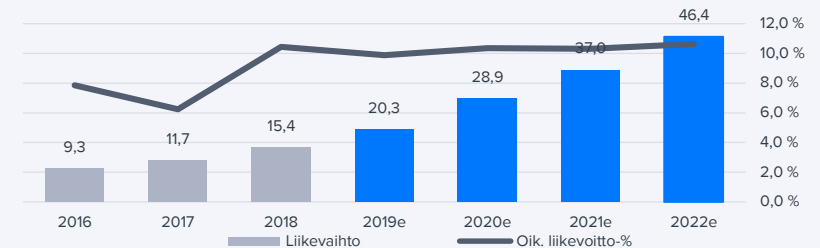


Liiketoiminnan muut kulut (23 %)



Poistot ja arvonalentumiset (1 %)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



*2016-2018 luvut yhteenlaskettu Feelia ja Real Snacks (ei pro-forma)

* Oikaistun liikevoiton kasvu (2018-2022e) CAGR: 32 % (Ennuste: Inderes)

Feelia Oy

Feelia Oy lyhyesti

Feelia Oy on suomalainen elintarviketeollisuuden toimija, joka tuottaa ja tarjoaa terveellisiä ja vastuullisia valmisruokatuotteita ammattikeittiöille, kauppojen ruokapalvelukonsepteihin sekä suoraan kuluttajille. Yhtiön tuotevalikoimaan kuuluu noin 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 (Take-a-Soup –konsepti) ja oman verkkokaupan kautta (feeliaruokakauppa.fi) kotiovelle toimitettuna.

Feelian liikevaihto vuonna 2018 oli 9,4 MEUR (kasvu 58 %) ja liikevoitto oli 1,3 MEUR (EBIT 14 %). Feelia työllisti vuoden 2018 aikana keskimäärin noin 35 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 yrityksen tavoitellessa Pohjoismaista kasvua sekä kasvaneen kysynnän myötä Feelia investoi uuteen tehtaaseen, mikä lisäsi merkittävästi yhtiön tuotantokapasiteettia ja tehokkuutta.

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.

Maantieteellinen asema

Feelian päämarkkina on Suomi ja vuonna 2018 yhtiön liikevaihdosta noin 99 % tuli Suomesta. Yhtiön tehdas sekä pääkonttori sijaitsevat Pyhännällä. Feelia on hiljattain laajentanut toimintaansa Ruotsin markkinalle ja tulevaisuuden suunnitelmiin kuuluu kansainvälistyminen erityisesti Pohjoismaisille markkinoille. Feelia on tehnyt ulkomailla erilaisia pilotteja vuonna 2019 mm. hoivayhtiöiden, päivittäistavara-kauppojen ja kahviloiden kanssa. Jo vuoden 2019 aikana vientivolyymit ovat kasvaneet selvästi ja vuonna 2020 vientivolyymit tulevat olemaan jo sellaisia, että niiden kasvu näkyy yhtiön liikevaihdossa.



- Perustettu vuonna 2007
 - Myy ruoka-alan yrityksille valmiita ja puolivalmiita ruokia
 - Valikoimissa noin 150 erilaista tuotetta
 - Pusseihin pakatut, autoklaaveissa kypsennetyt tuotteet säilyvät jääkaappilämpötiloissa jopa puoli vuotta täysin ilman lisä- tai säilöntäaineita
 - Raaka-aineet noin 80 % kotimaisia
 - Suosituin tuote: perinteinen lohikeitto
 - Feelian Take-a-Soup –keittoasemia on Suomessa yli sata
-
- **Vuoden 2018 avainluvut:**
 - Liikevaihto 9,4 MEUR (kasvu 58 %)
 - Liikevoitto 1,3 MEUR (EBIT 14 %)
 - Henkilöstö 35 kpl

Feelian tuotevalikoima

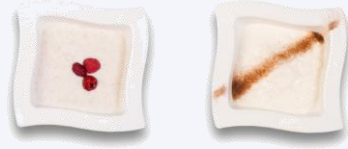
Keitot ja liemet

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 mannasuurimopuuroista, jotka kaikki ovat laktoosittomia ja käyttövalmiita kuumentamisen jälkeen.



Laatikat

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

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



Perunat

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



- ✓ Tuotteisiin ei lisätä lainkaan lisä- tai säilöntäaineita
- ✓ Autoklaaviteknikalla 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*	Mitä?	Kenelle?	Esimerkkiasiakas**
Feelia Lounas	~ 25-30 %	Maistuvaa ruokaa, jolla asiakas alentaa yksikkökustannuksia	Liikenneasemat lounas- ja henkilöstöravintolat	 
Feelia Koulu	~ 10-15 %	Ravitsemussuositusten mukaista ruokaa, ilman mittavia keittiöinvestointeja	Kuntien ja kaupunkien keskuskeittiöt	
Feelia Hoiva	~ 20 %	Turvallista ja terveellistä ruokaa, joka vapauttaa resursseja hoivatyöhön	Kuntien ja kaupunkien keskuskeittiöt Hoivakodit	 
Feelia Fast Casual	~ 10-15 %	Nopeaa, laadukkaasti räätälöityä ruokaa, joka erilaistaa kilpailijoista	Pubit, kahvilat ja pienet ravintolat	  ***
Feelia Perhe	~ 3-4 %	Esivalmistetut kotiruuat toimitettuna suoraan kotiovelle verkkokaupan kautta	Kotitaloudet	
Feelia Tapahtuma	~ 3-4 %	Vaivattomaksi räätälöidyt ruokaratkaisut tapahtumiin ja tilaisuuksiin	Referenssejä: Levi World Cup, Ruka Nordic, Suviseurat ja Finntriathlon	 
Feelia Vienti	~ 1-2 %	Erinomainen alusta kestäväälle kasvulle eri konsepteissa	Paikalliset yhteistyökumppanit	
Feelia Take-a-Soup	~ 5-10 %	Maukkaat ja terveelliset take-away-keitot. Valmiita konsepteja löytyy jo yli 50	Kahvilat ja kioskit Kaupat ja ravintolat	

* Inderesin arvio tuotekonseptin osuudesta koko Feelian liikevaihdosta.

** Inderesin arvio potentiaalisista asiakkaista

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

Feelian liiketoimintamalli

Raaka-aineiden hankinta

Feelian raaka-aineiden hankinnassa isossa roolissa on yhtiön paikalliset raaka-ainetoimittajat ja suurin osa 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 ja ne kypsennetään biokaasulla.

Tuotekehitys

Feelian tuotekehitys on jatkuvaa ja tällä hetkellä yhtiöllä on tuotevalikoimassa noin 150 eri tuotetta. Käsitksemme mukaan perinteinen lohikeitto tuo yksittäisistä tuotteista yhtiölle eniten liikevaihtoa. Feelia on kyennyt kasvattamaan tuotevalikoimaansa nopeasti, sillä vielä vuonna 2012 yhtiön tuotevalikoima käsitti ainoastaan yhdeksän tuotetta. Tuotekehitystä tehdään paljon yhteistyössä asiakkaiden kanssa, jonka jälkeen asiakastarpeiden perusteella kehitettyä konsepteja on helppo myydä eteenpäin.

Tuotteiden valmistus

Tuotteiden valmistus tapahtuu Pyhännällä vuonna 2018 rakennetussa modernissa tehtaassa. Feelia käyttää tuotannossaan autoklaavitekniikkaa, jonka hyödyntämiseen konsentraattikeittojen valmistuksessa Feelialla on patentti. Prosessissa tuote lämmitetään ensin 90-120 asteiseksi, jonka jälkeen se jäädytetään 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. Kaikki tämä vähentää ruoan valmistuksessa vaadittavia investointeja, kustannuksia ja työvoiman tarvetta.

Pyhännän ruokatehdas

Feelia laajensi vanhaa Pyhännällä sijaitsevaa ruokatehdastaan vuonna 2017, kun kapasiteetti jäi myynnin kasvun jalkoihin. Uusien sopimusten ja hyvien kasvunäkymien takia yhtiö rakennutti vuonna 2018 uuden tehtaan noin 1 km päähän vanhasta tehtaasta. Uusi vuonna 2018 rakennettu tehdas oli 3 MEUR:n arvoinen investointi ja se rahoitettiin pankkilainalla ja EU-tuella. Vuoden 2018 lopussa koko Feelian tuotanto keskitettiin uudelle tehtaalle. Tehtaan valmistuskapasiteetti on 7 miljoonaa kg valmisruokaa vuodessa, josta yhtiö käyttää vuonna 2019 arviolta lähes 4 miljoonaa kg. Hyvien kasvunäkymien johdosta yhtiö suunnittelee jo nyt rakentavansa tehtaalle lisäkapasiteettia, jonka on tarkoitus valmistua 2021. Feelia on valmistautunut tuleviin laajennustarpeisiin, sillä yhtiön omistamalla tontilla on tilaa kolmelle samankokoiselle tehtaalle. Feelian valmistus on kustannustehokasta ja sen kulmakivinä ovat pitkälle kehitetyt autoklaavitekniikan hyödyntäminen, ketterä Lean-ohjattu tuotanto ja digitalisoitu varastonhallinta. Yhtiö on jatkanut tuotantoinvestointeja tehtaan valmistumisen jälkeen mm. koneistusta kehittämällä. Yhtiö pyrkii helpottamaan robotiikalla raskaita työvaiheita, kuten pakkausten käsittelyä ja nostelua ja yhtiön arvion mukaan uudessa tehtaassa on vuoden 2019 loppuun mennessä käytössä neljä robottia.

Myynti ja markkinointi

Feelian myyntiorganisaatiossa on viisi henkilöä, jotka tekevät johdon mukaan yhteensä noin 1700 asiakastapaamista vuodessa. Myyntitoimisto sijaitsee Vantaalla. Myynnistä iso osa tapahtuu tukkuportaan kautta ja yhtiö pyrkii ennustamaan kysyntää CRM-järjestelmän avulla.

Jakelukanavat ja oma verkkokauppa

Tuotteita jaellaan monissa kolmansien osapuolten jakelukanavissa (mm. henkilöstöravintolat, koulut, hoivakodit, liikenneasemat, pubit, pienet ravintolat ja kaupan keskusliikkeet). Tehdas sijaitsee hyvien logistiikkayhteyksien varrella ja tuotteita voi ostaa myös tehtaanmyymälästä. Yhtiö toimittaa tuotteita myös suoraan erilaisiin massatapahtumiin.

Edellä mainittujen jakelukanavien lisäksi yhtiöllä on myös oma vuonna 2017 avattu verkkokauppa (feeliaruokakauppa.fi), josta kuluttaja pystyy tilaamaan ruuat kotiovelle asti ympäri Suomea. Verkkokaupan volyymit ovat vielä suhteellisen pieniä, mutta ne ovat hyvässä kasvussa. Verkkokaupan liikevaihto vuonna 2019 on yhtiön mukaan noin 0,4 MEUR ja nykyisellä kk-tason liikevaihdolla vuosittainen liikevaihto olisi noin 0,5 MEUR. Verkkokaupasta tehty kertaostos on yhtiön mukaan keskimäärin 175 euroa. Kotiovelle tilaus ei ainakaan vielä hirveän pienelle määrälle kannata, sillä esimerkiksi 3 kg lohikeitto (19,40 €) toimitettuna Helsinkiin maksaa toimituskuluineen 39,40 €. Feelia näkee verkkokaupassa suuren potentiaalin ja yhtiö on tehnyt verkkokaupan suhteen kehitystyötä ja markkinointisuunitelman, joka on kohdennettu erityisesti lapsiperheille ja ikäihmisille.

Feelian liiketoimintamalli

Laaja asiakaskunta luo paljon mahdollisuuksia

Julkisen sektorin ruokahuolto ja kustannussäästöjen tarve (Case Kangasala)

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 ratkaisuun 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).

Kangasalan ateriapalveluiden ulkoistus toimii Feelialle merkittävänä referenssinä ja yhtiö on saanut käsityksemme mukaan kuluvana vuonna useita uusia julkisen sektorin asiakkuuksia (mm. Siikalatva). Kangasalan kunnan kaltaisten julkisen

sektorin asiakkaiden kanssa solmittavat sopimukset ovat tyypillisesti melko pitkiä (useita vuosia), mikä tuo liiketoimintaan ennustettavuutta ja sijoittajien arvostamaa jatkuvaa liikevaihtoa. Arviomme mukaan Kangasalan sopimuksen kokoluokka on Feelialle noin 0,8 MEUR vuodessa, joten uusien tällaisten sopimusten saaminen toimisi voimakkaana liikevaihdon kasvuajurina tulevaisuudessa.

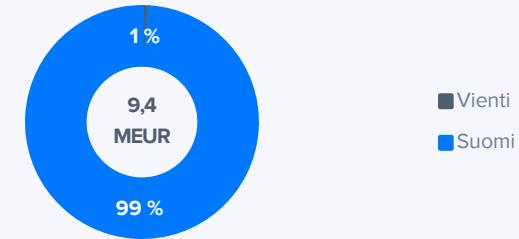
Hoiva-alan yhtiöt myös iso mahdollisuus

Feelia tekee jo nyt useiden kotimaisten hoiva-alan asiakkaiden ruokahuolto. Yhtiön suurimpiin asiakkuuksiin kuuluvat käsityksemme mukaan mm. Mehiläinen ja Esperí. 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.

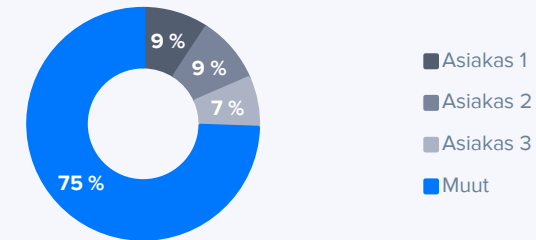
Kansainväliset markkinat avautumassa

Feelian toiminta on vielä toistaiseksi hyvin kotimarkkinakeskeistä ja yhtiön 2018 liikevaihdosta noin 99 % tuli Suomesta. Ulkomaille on kuitenkin tänä vuonna tehty useita pilottiprojekteja mm. hoivayhtiöiden, kahviloiden ja päivittäistavarakauppojen kanssa ja liikevaihto on ollut ulkomailta hyvässä kasvussa. Yhtiön mukaan vuosina 2019-2020 alkavat uudet asiakassopimukset ovat kokoluokaltaan jo sellaisia, että ne näkyvät yhtiön kasvuluvuissa.

Feelian liikevaihdon jakauma (2018)



Feelian suurimmat asiakkaat (2018)



Feelian asiakaskunta:

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



Feelian liiketoimintamallin riskiprofiili



Feelian historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta

Feelian liikevaihto on kasvanut voimakkaasti viime vuosina. Liikevaihto on kaksinkertaistunut vuoden 2016 tasolta (4,25 MEUR) vuoden 2018 tasolle (9,36 MEUR). Vuonna 2015 yhtiön tilikausi oli poikkeuksellisen lyhyt eli vain 7 kuukautta (1.6.2015-31.12.2015), kun yhtiö vaihtoi tilikautensa kalenterivuodeksi. Kuitenkin vuonna 2015 yhtiö teki liikevaihtoa 7 kuukauden aikana 2,20 MEUR, mikä oli enemmän kuin koko edellisellä 12 kk kestäneellä tilikaudella (1.6.2014-31.5.2015). Kasvu on ollut siis voimakasta koko tarkasteluperiodin ajan ja keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) vuosien 2016-2018 aikana on 48 %.

Kasvua ovat vetäneet valmisruoka-alan nousu ja yhtiön houkutteleva tarjooma. Yhtiön tuotteet ovat löytäneet tiensä yhä useampiin ravintola- ja laitoskeittäihin. Helposti valmistuvat ja terveelliset valmisruuat ovat puhutelleet mm. kuntien ateriatilauksia, joista esimerkkinä on vuonna 2017 solmittu sopimus Kangasalan kunnan kanssa. Feelia toimittaa nykyään viiden vuoden pituisella sopimuksella noin 2 miljoonaa ruoka-annosta vuodessa Pyhännän tehtaalta Kangasalle, joka teki Feelialle sopimuksentekohetkellä noin 15 %:n hypyn vuotuisen liikevaihtoon.

Pitkät ja suuret sopimukset kuntien kanssa voivat tuoda nopeita harppauksia yhtiön liikevaihtotasoon. Ne ovat myös yhtiön (ja sijoittajien kannalta) hyviä sopimuksia, sillä ne tuovat ennustettavaa volyymia ja jatkuvaa liikevaihtoa.

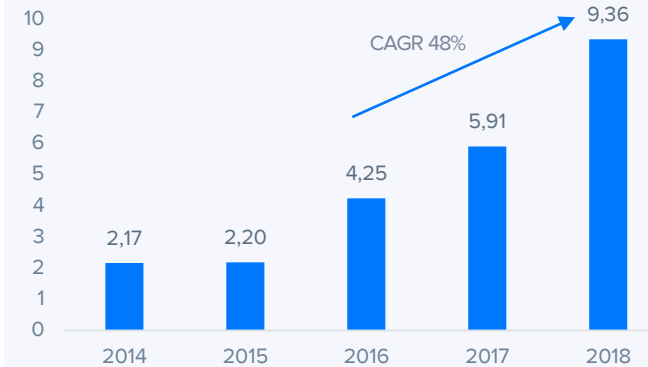
Kannattavuus on pysynyt hyvällä tasolla

Feelian kannattavuus on pysynyt vahvasta kasvusta ja viime vuosien investoinneista huolimatta hyvällä tasolla ja tulos on kasvanut voimakkaasti liikevaihdon kasvun mukana.

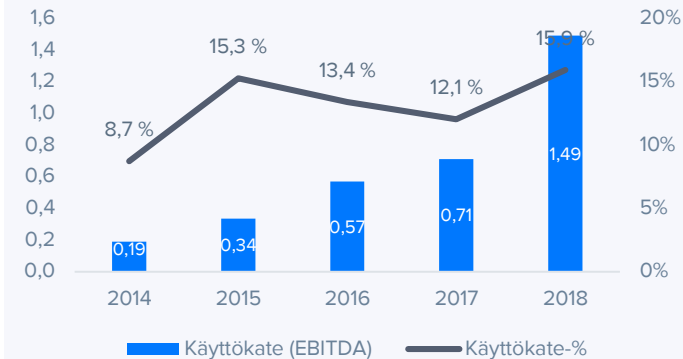
Feelian käyttökate vuonna 2018 oli 1,49 MEUR (EBITDA 15,9 %). Käyttökate on vaihdellut tarkastelujaksolla nousevalla trendillä 9-16 %:n välillä, mikä on pienelle Suomessa toimivalle elintarviketeollisuuden toimijalle vahva taso. Kannattavuus on kehittynyt yllättävänkin hyvin varsinkin, kun ottaa huomioon välissä tapahtuneet merkittävät tehdasinvestoinnit ja koko tuotannon siirtämisen vuonna 2018 uudelle tehdasalueelle.

Liikevoitto on myös pysynyt koko tarkastelujakson ajan vahvassa kasvussa ja sen on melko tarkalleen kolminkertaistunut 2016-2018 välillä. Yhtiö teki ennätyksellisen liikevoiton vuonna 2018 (1,33 MEUR), mikä tarkoittaa hyvää 14,2 %:n liikevoittomarginaalia. Ottaen huomioon Suomen elintarvikesektorin vaikean toimialadynamiikan ja useiden alan toimijoiden pitkään kestäneet kannattavuusvaikeudet, on Feelia mielestämme piristävä poikkeus toimialalla. Tämä kertoo yhtiön kilpailukykyisestä tarjoomasta, tehokkaasta tuotannosta ja hyvästä hinnoitteluvoimasta.

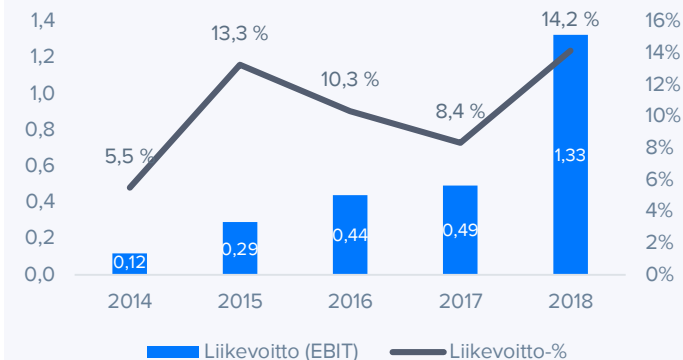
Liikevaihto (MEUR)*



Käyttökate (MEUR)



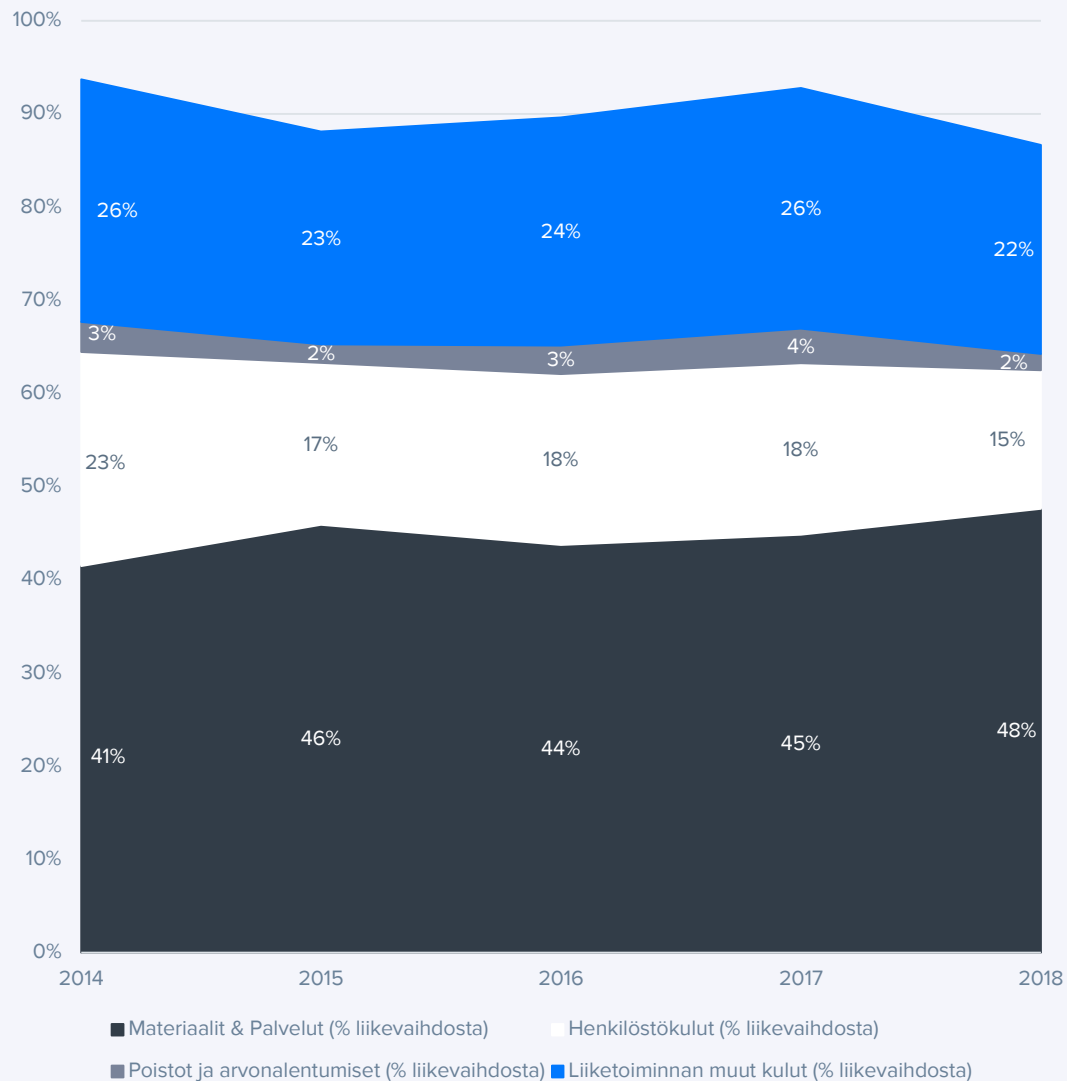
Liikevoitto (MEUR)



*Taulukoissa esitetyt tilikaudet 2014 ja 2015 olivat poikkeuksellisia, kun yhtiö vaihtoi välissä tilikautensa kalenterivuodeksi.

Tilikausi 2015 oli pituudeltaan vain 7 kk (1.6.2015-31.12.2015). Tilikausi 2014 taas oli täydet 12 kk (1.6.2014-31.5.2015)

Feelian kulurakenne



Liiketoiminnan muut kulut (22 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 liiketoiminnan muut kulut olivat 2,1 MEUR eli 22 % liikevaihdosta, kun vuonna 2014 ne olivat 26 % liikevaihdosta.

Liiketoiminnan muut kulut koostuvat pääasiassa vuokratuluista, markkinoinnista ja mainonnasta sekä muista hallinnollisista kuluista. Monet näistä ryhmistä pysyvät vakiona, vaikka yhtiön liikevaihto kasvaa, mikä on positiivista kannattavuudelle. Feelian tapauksessa liiketoiminnan muut kulut ovat kasvaneet tarkastelujaksolla liikevaihdon kasvua hitaammin, mikä kertoo siitä, että niissä on hyvin skaalautuvia elementtejä.

Poistot (2 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 poistot olivat 0,2 MEUR eli 2 % liikevaihdosta. Poistot ovat pysytelleet tarkastelujakson aikana 2-4 %:n välillä liikevaihdosta. Poistot koskevat lähinnä yhtiön omistamia rakennuksia, tehtaalla olevia koneita ja laitteita sekä muita aineellisia hyödykkeitä.

Henkilöstökulut (15 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 henkilöstökulut olivat noin 1,4 MEUR eli 15 % liikevaihdosta. Feelian palveluksessa oli vuonna 2018 keskimäärin 35 henkilöä, eli henkilöstökulu per työntekijä on noin 40 tuhatta euroa. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on laskenut liikevaihdon kasvaessa, joten ne näyttävät skaalautuvan hyvin liikevaihdon mukana. Henkilöstökulujen osuus liikevaihdosta on laskenut 23 %:sta 15 %:iin tarkastelujakson (2014-2018) aikana. Tätä kuitenkin selittää osin yhtiön siirtyminen käyttämään vuokratyövoimaa tehtaallaan.

Materiaalit ja palvelut (48 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 selvästi suurin kuluryhmä oli materiaalit ja palvelut 4,5 MEUR eli 48 % liikevaihdosta. Näiden suhteellinen osuus on noussut liikevaihdon mukana, mikä on huolestuttavaa. Käsitksemme tämän kuitenkin selittää se, että yhtiö on palkannut tuotantoon lisää vuokratyövoimaa, mikä näkyy ulkopuolisten palveluiden kulujen kasvuna ja toisaalta selittää myös henkilöstökulujen hyvältä suhteellisen näyttävän osuuden laskun.

*Taulukoissa esitetyt tilikaudet 2014 ja 2015 olivat poikkeuksellisia, kun yhtiö vaihtoi välissä tilikautensa kalenterivuodeksi. Tilikausi 2015 oli pituudeltaan vain 7 kk (1.6.2015-31.12.2015). Tilikausi 2014 taas oli täydet 12 kk (1.6.2014-31.5.2015)

Feelian taloudellinen asema

Taserakenne

Feelian taseen loppusumma vuonna 2018 oli 6,8 MEUR, joka jakautui lähes tasan pitkäaikaisiin varoihin (3,2 MEUR) ja lyhytaikaisiin varoihin (3,6 MEUR). Tase kasvoi merkittävästi edellisvuodesta (2017: 2,3 MEUR), minkä taustalla oli vuonna 2018 rakennettu uusi ruokatehdas Pyhännälle.

Feelia investoi vuonna 2018 voimakkaasti mm. kiinteistöön ja tuotantokalustoon kyetäkseen vastaamaan nopeasti kasvavaan kysyntään. Uusi ruokatehdas oli noin 3 MEUR:n investointi (sis. rakennuksen, koneet ja laitteet sekä tarvittavat tietyöt). Uudessa tehtaassa on merkittävästi enemmän kapasiteettia ja se on myös tuotantomielessä selvästi edeltäjäänsä tehokkaampi. Jos nykyiset kasvuennusteemme pitävät paikkansa, tarvitsee yhtiö jo vuoden 2021 aikana taas lisää kapasiteettia ja rakentaminen alkaa luultavammin jo vuonna 2020. Feelia on valmistautunut tuleviin laajennustarpeisiin, sillä yhtiön omistamalla tontilla on tilaa kolmelle samankokoiselle tehtaalle.

Taseen suurin varallisuuserä 2018 lopussa oli rakennukset ja rakennelmat, yhteensä 1,9 MEUR (28 % taseen loppusummasta). Erä koostuu pääosin Pyhännän ruokatehtaasta, jonka pinta-ala on 3000 neliötä ja kapasiteetti noin 7 miljoonaa kg/v. (vuonna 2019 tehtaalta valmistuu lähes 4 miljoonaa kiloa ruokaa). Koneet ja kalusto –ryhmä on taseessa 0,93 MEUR (14 % taseen loppusummasta). Tähän ryhmään kuuluvat yhtiön tehtailla olevat tuotantolaitteet. Laitteet ovat moderneja ja tuotantoa on jatkuvasti tehostettu automatisoimalla linjastoa.

Feelian vaihto-omaisuus vuoden 2018 lopussa oli 0,29 MEUR eli 4 % taseen loppusummasta. Varasto on toiminnan laajuuteen nähden maltillinen ja sitoo vähän käyttöpääomaa. Rahat ja pankkisaamiset olivat vuoden 2018 lopussa 0,94 MEUR (14 % taseen loppusummasta). Yhtiöllä oli 2018 lopussa huomattavan suuret 2,3 MEUR:n lyhytaikaiset saamiset (myyntisaamiset, muut saamiset ja siirtosaamiset). Näistä kuitenkin 1 MEUR liittyi tehdasinvestointiin saatavasta EU-tuesta, mikä maksettiin Feelialle keväällä 2019.

Tase on viritetty velan osalta huippuunsa

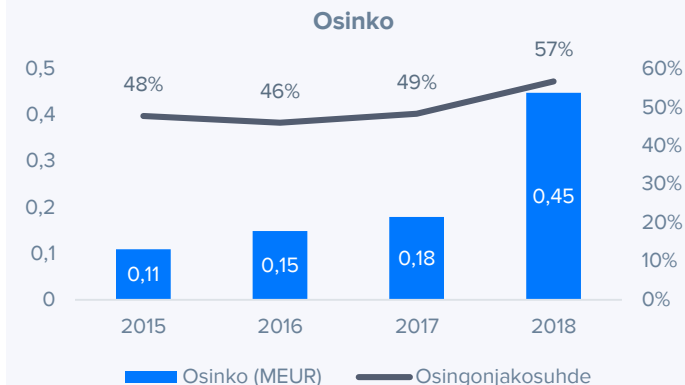
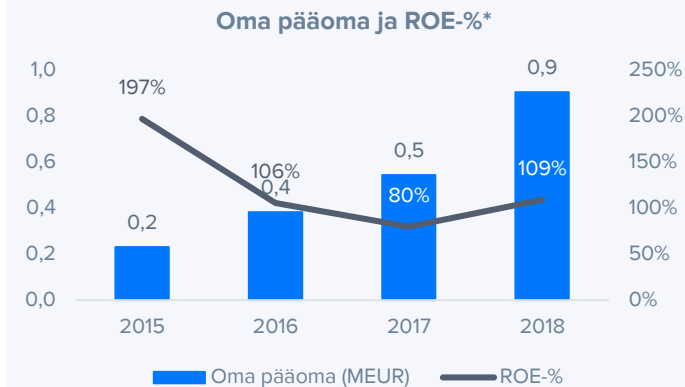
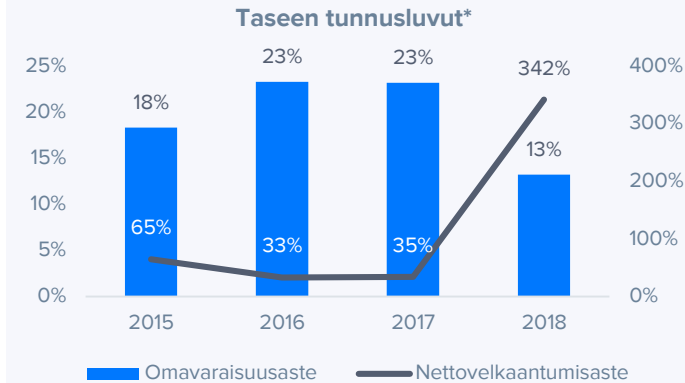
Feelian oma pääoma oli vuoden 2018 lopussa 0,9 MEUR ja omavaraisuusaste matala 13 %. Tehdasinvestointia varten nostetun pankkilainan takia tase on viritetty melko kireäksi ja nettovelkaantumisaste oli noussut merkittävästi edellisvuodesta 342 %:iin (2017: 35 %).

Pääoman tuotto on erittäin korkea

Voimakkaasti kasvavasta liiketoiminnasta, suuresta velkavivusta ja hyvästä kannattavuudesta johtuen Feelian pääoman tuotto prosentit ovat olleet koko tarkastelujakson erinomaisella tasolla. Vuonna 2018 oman pääoman tuotto oli erinomainen 109 %.

Osinkoa on jaettu joka vuosi

Tuloskunto on ollut hyvä ja nouseva, minkä lisäksi pääoman tuottoluvut ovat erinomaiset. Yhtiö on pystynyt jokaisena tarkastelujakson vuonna jakamaan osinkoa ja jakosuhte on vaihdellut välillä 46-57 %. Tilikaudelta 2018 yhtiö jakoi osinkoa 0,45 MEUR, mikä tarkoittaa 57 %:n osingonjakosuhdetta raportoidusta nettutuloksesta.

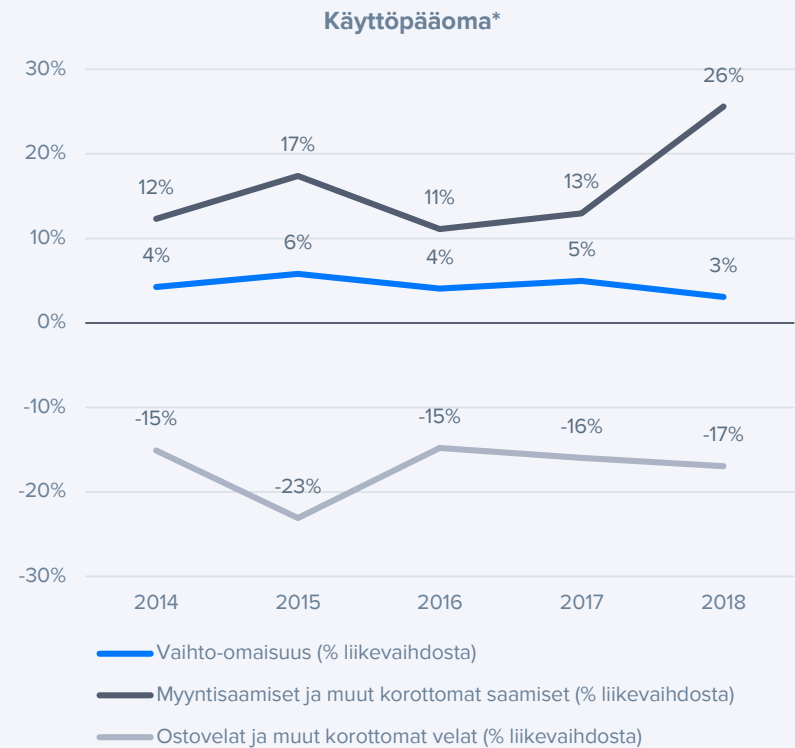
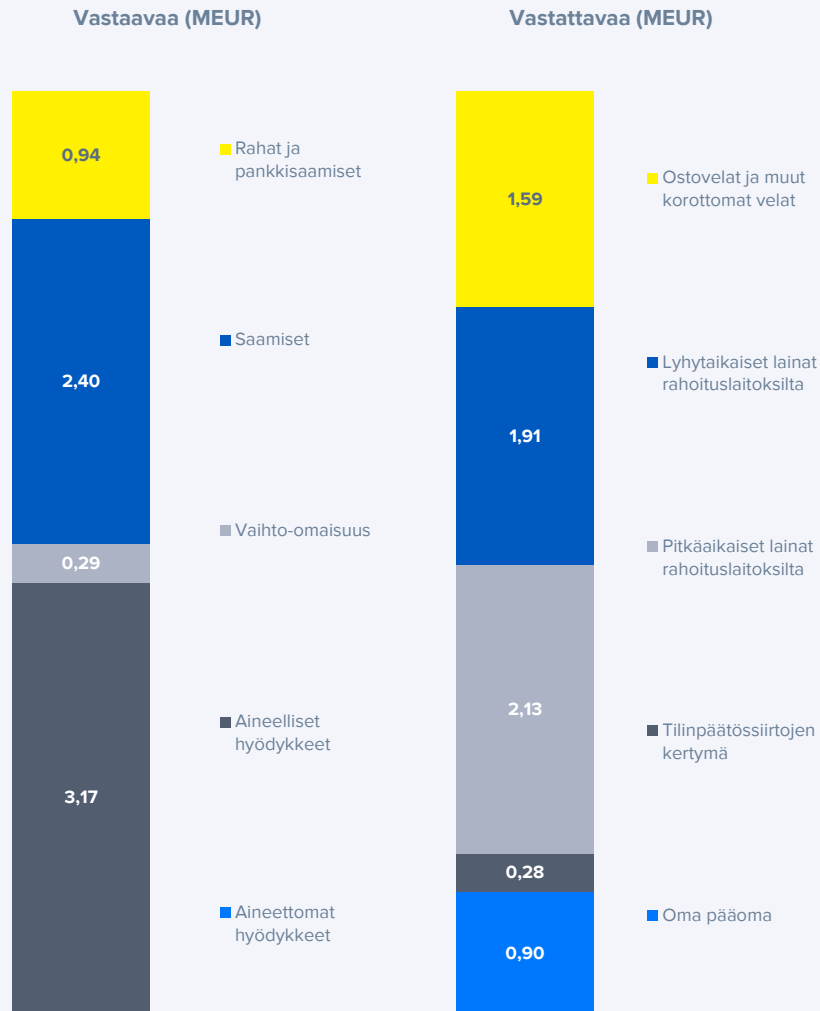


*Taulukoissa esitetyt tilikaudet 2014 ja 2015 olivat poikkeuksellisia, kun yhtiö vaihtoi välissä tilikautensa kalenterivuodeksi.

Tilikausi 2015 oli pituudeltaan vain 7 kk (1.6.2015-31.12.2015). Tilikausi 2014 taas oli täydet 12 kk (1.6.2014-31.5.2015)

Feelian taloudellinen asema

Feelian tase 31.12.2018



Feelian liiketoimintaan sitoutunut käyttöpääoma on ollut tarkastelujaksolla kevyttä, mikä on hyvä asia. Käyttöpääomaa on sitoutunut eniten myyntisaamisiin ja muihin korottomiin lyhytaikaisiin saamisiin, jotka ovat olleet keskimäärin noin 13 % liikevaihdosta. Vuoden 2018 lopussa lyhytaikaisiin saamisiin tuli merkittävä hyppäys, mikä johtui 1 MEUR:n EU-tuen kirjaamisesta taseeseen saatavaksi, joka maksettiin Feelialle keväällä 2019. Vaihto-omaisuus (eli aineet ja tarvikkeet sekä valmiit tuotteet) on jatkuvasti ollut 3-6 % liikevaihdosta, mikä on matala taso ja trendi on ollut alaspäin. Tämä kertoo tehokkaasta varaston hallinnasta. Käyttöpääomaa ovat keventäneet tukevat ostovelat, joiden osuus on ollut noin 15-17 % liikevaihdosta.

*Taulukoissa esitetyt tilikaudet 2014 ja 2015 olivat poikkeuksellisia, kun yhtiö vaihtoi välissä tilikautensa kalenterivuodeksi. Tilikausi 2015 oli pituudeltaan vain 7 kk (1.6.2015-31.12.2015). Tilikausi 2014 taas oli täydet 12 kk (1.6.2014-31.5.2015)

Feelian ennusteet

Liikevaihtoennusteet

Odotamme Feelian liikevaihdon kasvavan 45 % vuonna 2019 tasolle 13,6 MEUR (2018: 9,4 MEUR). Feelian alkuvuoden 2019 kasvu oli vakuuttavaa (+37 %) ja H1'19-liikevaihto nousi 5,9 MEUR:oon. Odotamme kasvun kiihtyvän H2:lla uusien vuoden aikana solmittujen sopimusten ansiosta. Liikevaihdon vuotuinen kasvuennustemme (CAGR) on 42 % ennustejaksolle 2019-2022.

Liikevaihdon kasvun ajureina toimivat seuraavat tekijät: 1) uudet asiakkaat kotimaassa 2) nykyasiakkaiden kasvu 3) viennin kasvu ja 4) verkkokaupan kasvu.

Kangasalan kunnan ruokahuollon sopimus toimii hyvänä referenssinä muille talousvaikeuksissa painiville kunnille. Käsitksemme mukaan Feelia on tänä vuonna solminut jo uusia saman tyyppisiä sopimuksia muiden julkisen sektorin toimijoiden kanssa ja näiden määrän odotetaan lisääntyvän tulevaisuudessa kuntien etsiessä säästöjä.

Feeliällä on tällä hetkellä monia asiakkaita (mm. päivittäistavarakauppoja, ravintolaketjuja ja hoivayhtiöitä), joiden kanssa on tehty pilotteja vain tietyissä yksittäisissä toimipaikoissa. Käsitksemme mukaan useiden asiakkaiden kanssa käydään keskusteluja pilottien laajentamisesta muihinkin toimipisteisiin ja tätä kautta yhtiö pystyisi kasvamaan voimakkaasti myös nykyisissä asiakkuuksissa.

Feelian liikevaihto on tullut tähän asti pääosin Suomesta. Kotimaan lisäksi yhtiö hakee lisämyyntiä Pohjoismaista, jonne Feelia aloitti viennin elokuussa 2017. Yhtiön mukaan signaalit

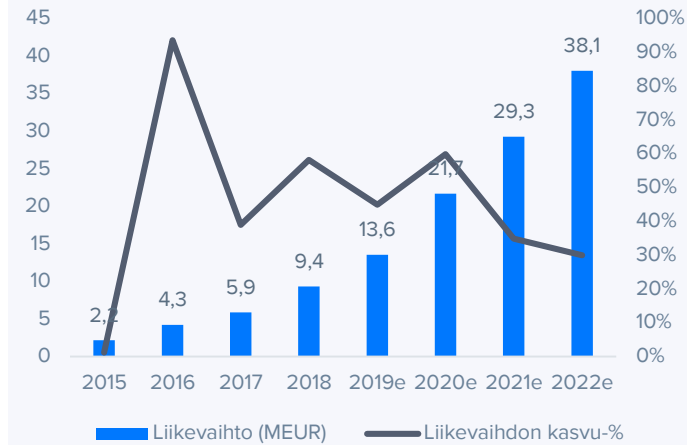
mm. Ruotsista, Norjasta ja Tanskasta ovat olleet erittäin lupaavia, ja ainakin Ruotsista on odotettavissa merkittävää kasvua vuosina 2019-2020.

Feelia näkee myös omassa verkkokaupassa suuria mahdollisuuksia. Feelian oma verkkokauppa on ollut olemassa vasta vuodesta 2017 asti ja sen vuotuinen liikevaihtotaso on noussut jo 0,5 MEUR:oon ilman merkittäviä myyntipanostuksia. Feelia on investoinut tämän vuoden aikana verkkokaupan uudelleenkonseptointiin ja uudistettu verkkokauppa lanseerataan vuodenvaihteessa. Tämän odotetaan näkyvän tulevina vuosina myös kasvavina myyntimäärinä verkkokaupassa.

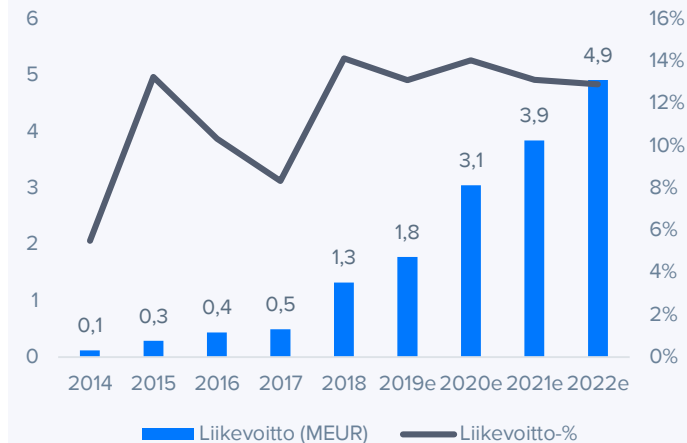
Tulosennusteet

Odotamme Feelian 2019-liikevoiton paranevan 1,8 MEUR:oon (2018: 1,3 MEUR), mikä tarkoittaa 13 %:n liikevoittomarginaalia (2018: 14 %). Meidän ennusteissamme yhtiö saa tehtyä uuden liikevaihdon avulla myös tulevina vuosina vahvaa tuloskasvua, mutta liikevoittomarginaalin parantaminen voi olla haasteellista nykyiseltä vahvalta tasolta. Vaikka Feelia saa tietyistä kuluryhmistä skaalautuvuutta isomman koon kautta, joutuu yhtiö kuitenkin arviomme mukaan tinkimään hieman marginaaleistaan, jos liikevaihdon kasvu perustuu esim. julkisen sektorin kilpailutettuihin isoihin sopimuksiin. Näissä kate ei välttämättä ole yhtä suurta, mutta pitkiin jatkuviin sopimuksiin perustuva liikevaihto on yhtiön toiminnan (ja sijoittajien) kannalta arvokasta. Liikevoittomarginaaliennustemme vuosille 2019-2022 ovat välillä 13-14%.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



*Taulukoissa esitetyt tilikaudet 2014 ja 2015 olivat poikkeuksellisia, kun yhtiö vaihtoi välissä tilikautensa kalenterivuodeksi. Tilikausi 2015 oli pituudeltaan vain 7 kk (1.6.2015-31.12.2015). Tilikausi 2014 taas oli täydet 12 kk (1.6.2014-31.5.2015).

Feelian arvonmääritys

Feelian osakekannan arvo asettuu eri menetelmillä laajaan haarakkaan 21-41 MEUR

Feelian liiketoiminta on viime vuosina kasvanut vahvasti ja toiminta on ollut hyvin kannattavaa, vaikka yhtiö on tehnyt isoja kasvupanostuksia. Feelian hyvät kasvunäkymät, ainulaatuinen tarjooma, tehokas tuotanto, suotuisat markkinatrendit ja hyvä kannattavuus antavat tukea yhtiön arvostukselle. Näkemyksemme mukaan Fodelia-konsernin arvosta pääosa muodostuu Feeliasta. Olemme haarakoineet Feelian osakekannan arvostusta itsenäisenä yhtiönä eri menetelmillä ja saamme osakekannan arvohaarukaksi melko laajan 21-41 MEUR. Alaraja pohjautuu tämän vuoden käyttökatteeseen verrokkiryhmän arvostukseen ja yläraja ensi vuoden nettotulospohjaiseen verrokkiryhmän arvostukseen. Feelian osakekannan käypä arvo on mielestämme lähellä eri menetelmillä saatujen arvojen keskiarvoa (28 MEUR), mutta lähivuosien kovien kasvunäkymien johdosta se voi nousta lähelle ylärajaa (41 MEUR).

DCF-kassavirtalaskelma

Olemme tehneet edellisillä sivuilla esitettyjen ennusteidemme pohjalta Feelialle kassavirtapohjaisen DCF-laskelman. Feelian osakekannan arvoksi tuli kassavirtalaskelman perustella 25 MEUR. Ennusteissamme käytetty keskipitkän aikaväliin (2023-2027) liikevaihdon kasvuennuste hidastuu 15 %:sta 5 %:iin ennen terminaalijaksoa (terminaalikasvu 3,0 %). Keskipitkän aikaväliin EBIT-ennusteemme on mallissa 10 % (myös terminaalijakson EBIT 10 %) ja käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on laskelmissamme 9,4 %.

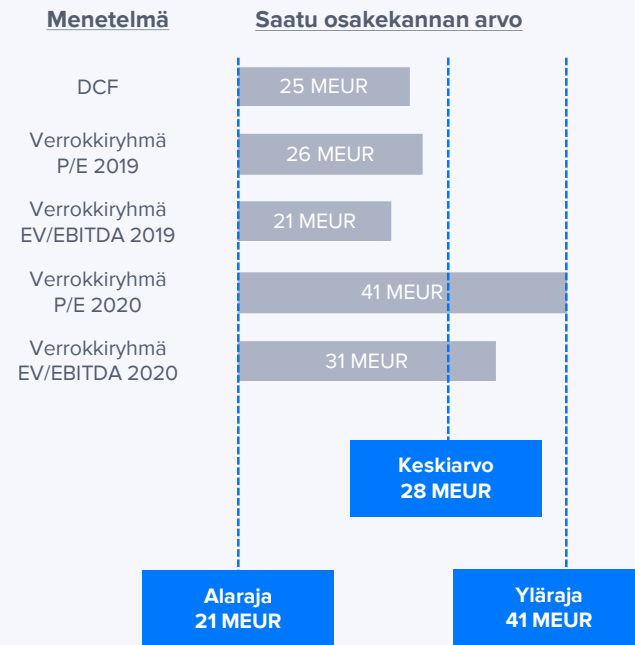
Verrokkiryhmän arvostus

Olemme keränneet Feelialle pörssilistatuista elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän, joka koostuu kotimaisista ja kansainvälisistä toimijoista. Verrokkiryhmän 2019 kertoimilla (P/E 19x ja EV/EBITDA 11x) Feelian osakekannan arvo asettuisi väliin 21-26 MEUR. Vuoden 2020 vahvojen tuloskasvunäkymien perusteella laadittujen ennusteidemme ja verrokkiryhmän arvostuskertoimia käyttäen (P/E 16x ja EV/EBITDA 10x) Feelian osakekannan arvohaarukka nousee jo selvästi korkeammaksi 31-41 MEUR. Feelia kasvaa selvästi verrokkiryhmää nopeammin ja yhtiön kannattavuus on liikevoittomarginaalilla ja pääoman tuotolla mitattuna aivan ryhmän kärkiluokkaa. Feelian lyhyen toimintahistorian, pienen koon ja haastavan toimialadynamiikan (Suomen elintarvikesektori) takia emme kuitenkaan ole valmiita hyväksymään Feelialle vakiintuneista isoista kansainvälisistä brändeistä koostuvan verrokkiryhmän arvostustasoa.

Arvostuskertoimet

Jos käytämme Feelian osakekannan arvona eri menetelmillä saatujen arvojen keskiarvoa (28 MEUR), olisi Feelian 2019 ja 2020 P/E-kertoimet itsenäisenä yhtiönä 20x ja 12x sekä vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet 14x ja 9x. Vuoden 2019 kertoimien pohjalta pidämme arvostusta korkeana, mutta voimakkaan tuloskasvun myötä kertoimet laskevat nopeasti ja 2020 arvostus olisi mielestämme jo houkutteleva. Jos ennusteemme pitävät paikkansa ja Feelian vahva tuloskasvu toteutuu, on mielestämme yhtiön arvolla varaa liikkua seuraavan 12kk aikana keskiarvosta (28 MEUR) lähemmäs ylärajaa (41 MEUR).

Feelian osakekannan arvostuksen haarakointi itsenäisenä yhtiönä eri menetelmillä:



Real Snacks

Real Snacks lyhyesti

Real Snacks on suomalainen perunalastujen sekä maissi- ja kauravälipalojen tuottaja. Yhtiö tarjoaa snacks-tuotteita omien brändien alla (2018: 1/3 liikevaihdosta) ja toimii kauppojen private label – tuotteiden (mm. Pirkka ja Rainbow) sopimusvalmistajana (2018: 2/3 liikevaihdosta).

Real Snacksilla on neljä omaa brändiä, jotka ovat Oikia, Oatis, Moomin ja Junior. 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. Yhtiöllä on myös muita rekisteröityjä tuotemerkkejä (Maisboogies ja Chipventures), mutta vuonna 2019 toteutetun brändiuudistuksen jälkeen näiden odotetaan jäävän taka-alalle.

Real Snacksin 2018-liikevaihto oli 6,0 MEUR (kasvu 4 %) ja liikevoitto 0,3 MEUR (EBIT 5 %). Yhtiö on perustettu vuonna 2001 ja se sijaitsee Pohjois-Pohjanmaalla Pyhännällä. Real Snacks työllisti vuoden 2018 aikana keskimäärin noin 22 henkilöä. Yhtiön toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2015 lähtien Arja Kastarinen.

Historia

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.

Maantieteellinen asema

Real Snacksilla on tehdas Pyhännällä, missä kaikki yhtiön tuotteet valmistetaan. Valmistuksessa tarvittava peruna tulee paikallisilta sopimusviljelijöiltä, jotka sijaitsevat noin 100 kilometrin säteellä Pyhännän tehtaalta.

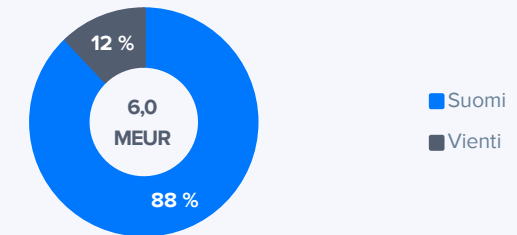
Real Snacksin tuotteiden myynnistä valtaosa tapahtuu kotimaisten päivittäistavarakauppojen kautta. Yhtiö aloitti tuotteiden viennin ulkomaille vuonna 2010 ja vuonna 2018 viennin osuus oli noin 12 % liikevaihdosta (noin 0,7 MEUR). Yhtiön johdon mukaan Real Snacks on ainoa Suomessa toimiva perunalastuvalmistaja, joka vie tuotteita ulkomaille. Real Snacksin tuotteita viedään yli 15 maahan ja merkittävimmät vientimaat ovat Ruotsi, Iso-Britannia, Venäjä, Espanja, Liettua, Viro, Saksa ja Tanska.

Real Snacks tavoittelee lähivuosina vahvaa viennin kasvua ja yhtiön omat brändit ovat osoittaneet jo varhaista vientikelpoisuutta, sillä esimerkiksi Iso-Britannian kolmanneksi suurin vähittäiskauppa Sainsbury's listasi Oatis-kaurasnacksit vuonna 2019 yli 300 liikkeeseen.



- Perunalastujen sekä maissi- ja kauravälipalojen tuottaja
- Perustettu vuonna 2001
- Perunat paikallisilta maanviljelijöiltä
- Myynti pääosin suomalaisten päivittäistavarakauppojen kautta
- Pääbrändit: Oikia, Oatis, Moomin ja Junior
- Erilaisia tuotteita noin 20
- Vientiä 15 eri maahan
- **Vuoden 2018 avainluvut:**
- Liikevaihto 6,0 MEUR (kasvu 4 %)
- Liikevoitto 0,3 MEUR (EBIT 5 %)
- Henkilöstö 22 kpl

Liikevaihdon jakauma (2018)



Real Snacksin asiakaskunta*

Päivittäistavarakaupat, keskusliikkeet sekä viennin kohdemaissa toimivat maahantuojat



* Real Snacksin suurin asiakas toi 50 % liikevaihdosta vuonna 2018 ja 2. suurin asiakas toi 20 % 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

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



Private Label -tuotanto

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

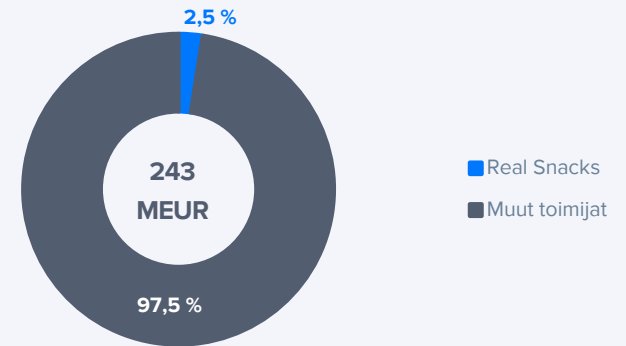


1/3
liikevaihdosta
omista brändeistä
(2018)

2/3
liikevaihdosta
private labelia
(2018)

Kilpailijat

Real Snacksin markkinaosuus Suomessa* (2018)



*Kohdemarkkina on sipsi- ja muista napostelutuotteista koostuva snacks-markkina, jonka koko Suomessa vuonna 2018 oli 243 MEUR (Lähde: Euromonitor)

Esimerkkejä Real Snacksin kilpailijoista



Real Snacksin liiketoimintamalli

Raaka-aineiden hankinta

Real Snacksin perunalastut sekä maissi- ja kaurasnacksit 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 kauppojen listauksiin ja tekee päätöksen siitä kuinka paljon ostoja kannattaa tehdä, että valmistus on vielä kannattavaa. Perunat toimitetaan tehtaalle pääosin H2:n aikana.

Tuotekehitys

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 sopimuskumppanien kanssa.

Tuotteiden valmistus

Real Snacksin tuotanto tapahtuu moderneissa tuotantotiloissa Pyhännällä. Tuotantolaitos on vuokrattu pitkäaikaisella vuokrasopimuksella Pyhännän kunnalta ja sitä 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 %. Yhtiön mukaan tuotantoa on vielä mahdollista tehostaa automaatioastetta lisäämällä.

Myynti ja markkinointi

Real Snacks on panostanut viime vuosina voimakkaasti markkinointiin ja omien brändien tunnettuuden kasvattamiseen. Yhtiö on tehnyt brändiportfolioon uudistamistyötä vuosien 2018-2019 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 kauppojen hyllyillä.

Real Snacksin myyntipanostukset kohdistuvat pääosin suomalaisten ja kansainvälisten päivittäistavara-kauppojen, keskusliikkeiden ja maahantuojien osto-organisaatioihin ja kilpailu hyllytilasta on kovaa.

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-kauppojen kautta. Noin 2/3 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).

Asema toimialalla

Real Snacks on toimialalla haastajan roolissa ja yhtiöllä on Suomen 243 MEUR:n arvoisella snacks-markkinalla vain 2,5 %: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.

Real Snacksilla on pitkäaikaiset suhteet kaupan kanssa ja yhtiö on mm. vuodesta 2002 asti tehnyt kaikki Pirkka-perunalastut. Kiinteä yhteistyö kaupan sopimusvalmistuskumppanina 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 kauppojen kanssa aina hyvät suhteet, mutta esim. vuonna 2016 ruotsalaisen Coopin kanssa lopetettiin yhteistyö, koska hinta oli painunut sille tasolle, ettei valmistus ollut enää kannattavaa.

Real Snacksin liiketoimintamallin riskiprofiili



Real Snacksin historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu on ollut tasaisen vahvaa

Real Snacksin liikevaihto on kasvanut 2014-2018 tasaisen vahvasti. Liikevaihto on kasvanut 4,61 MEUR:sta (2014) 6,02 MEUR:oon (2018), mikä tarkoittaa 7 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua (CAGR). Kasvu on ollut selvästi Suomen snacks-markkinan yleistä markkinakasvua (CAGR 2,4 %) nopeampaa. Kasvun taustalla on ollut viennin kasvu, private label –tuotannon kasvu ja omien merkkien kasvu sekä kotimaassa että ulkomailla.

Real Snacksin liikevaihto on H1'9 aikana kasvanut 12,7 % vertailukaudesta 3,3 MEUR:oon (H1'18: 2,9 MEUR), mikä kertoo kasvuvauhdin kiihtyneen selvästi edellisvuosilta totutulta tasolta.

Alkuvuoden kasvu on tullut viennin kasvusta ja kotimaassa omista merkeistä sekä private label –tuotannon kasvusta.

Suhteellinen käyttökate on ollut laskutrendillä

Real Snacksin käyttökate vuonna 2018 oli 0,39 MEUR (EBITDA 6,4 %). EBITDA-% on vaihdellut tarkastelujaksolla 6-12 %:n välillä, mikä on mielestämme liiketoiminnan luonne huomioiden hyvä/ tyydyttävä taso. Liikevaihdon tasainen kasvu ei kuitenkaan ole kääntynyt tuloskasvuksi, vaan euromääräinen tulos on pysynyt koko tarkastelujakson lähes paikoillaan. Real Snacksin suhteellinen kannattavuus (EBITDA-%) on ollut koko tarkastelujakson ajan ollut laskevalla trendillä, mikä on mielestämme huolestuttavaa.

Laskevan kannattavuustrendin taustalla on yhtiön mukaan ollut viime vuosina tehdyt panostukset vientiin, omiin merkkeihin ja brändiportfolion uudistamiseen sekä markkinointi, millä on haettu Real Snacksille yleistä medianäkyvyyttä.

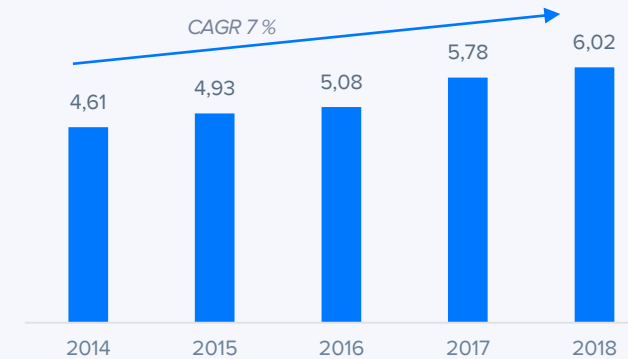
Laskeva kannattavuustrendi heijastelee myös arviomme mukaan vaikeaa arvoketjun paikkaa Suomen (ja Ruotsin) keskittyneen kaupan sopimusvalmistajan roolissa. Esimerkiksi Keskolla ja S-Ryhmällä on pieneen Real Snacksiin nähden vahva neuvotteluvoima. Näiden kahden asiakkaan suuri osuus Real Snacksin liikevaihdossa tekee yhteistyösopimuksista Real Snacksille niin tärkeitä, että niiden menettäminen olisi yhtiölle iso takaisku. Näkemyksemme mukaan Real Snacksilla (ja yleisesti muillakin kaupan alan private label –valmistajille) ei ole paljon muita vaihtoehtoja kuin suostua neuvotteluissa tekemään tuotteita isojen asiakkaiden toiveiden mukaan.

Real Snacksin käyttökate on H1'19 aikana kasvanut 0,3 MEUR:oon (H1'18: 0,2 MEUR), mikä kertoo, että yhtiö on ainakin toistaiseksi saanut negatiivisen trendin käännettyä. Johdon mukaan kannattavuus on parantunut ihan myyntikatteesta alkaen alimmille riveille, mikä olisi luonnollinen seuraus, jos omien brändien suhteellinen osuus myynnistä olisi lähtenyt kasvuun viime vuosien panostusten jälkeen.

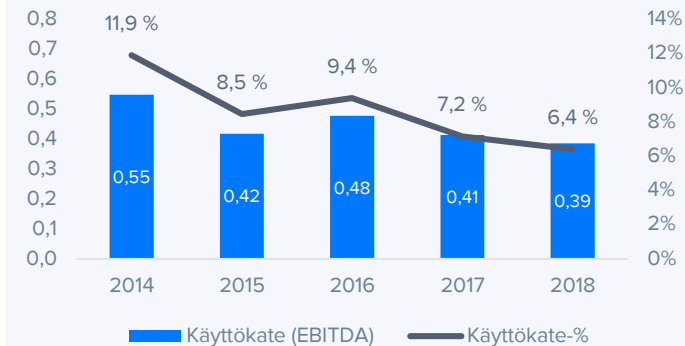
Liikevoitto on polkenut viime vuodet paikallaan

Käyttökateen tavoin, hyvät liikevaihdon kasvuluvut eivät ole tarttuneet myöskään liikevoittoon, vaan se on polkenut koko tarkastelujakson lähes paikallaan. Yhtiö teki vuonna 2018 liikevoittoa 0,28 MEUR (EBIT 4,7 %). Tarkastelujakson korkein liikevoitto tuli vuonna 2014 (0,37 MEUR), mikä tarkoitti hyvää 8,1 %:n liikevoittomarginaalia. Liikevoittomarginaali on kuitenkin näiltä vuosilta tullut trendinomaisesti alaspäin. Liikevoiton kasvua ovat rajoittaneet samat tekijät, joita käytiin läpi aiemmin käyttökatteeseen liittyen.

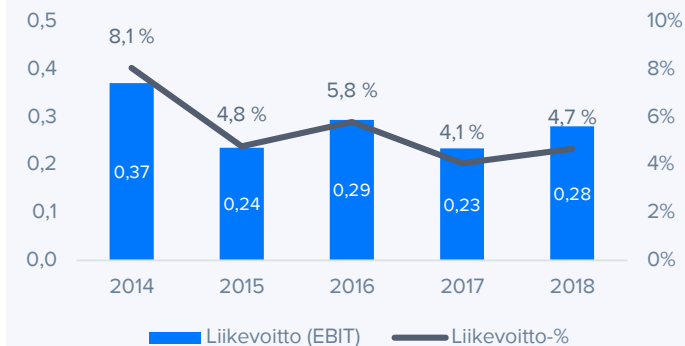
Liikevaihto (MEUR)



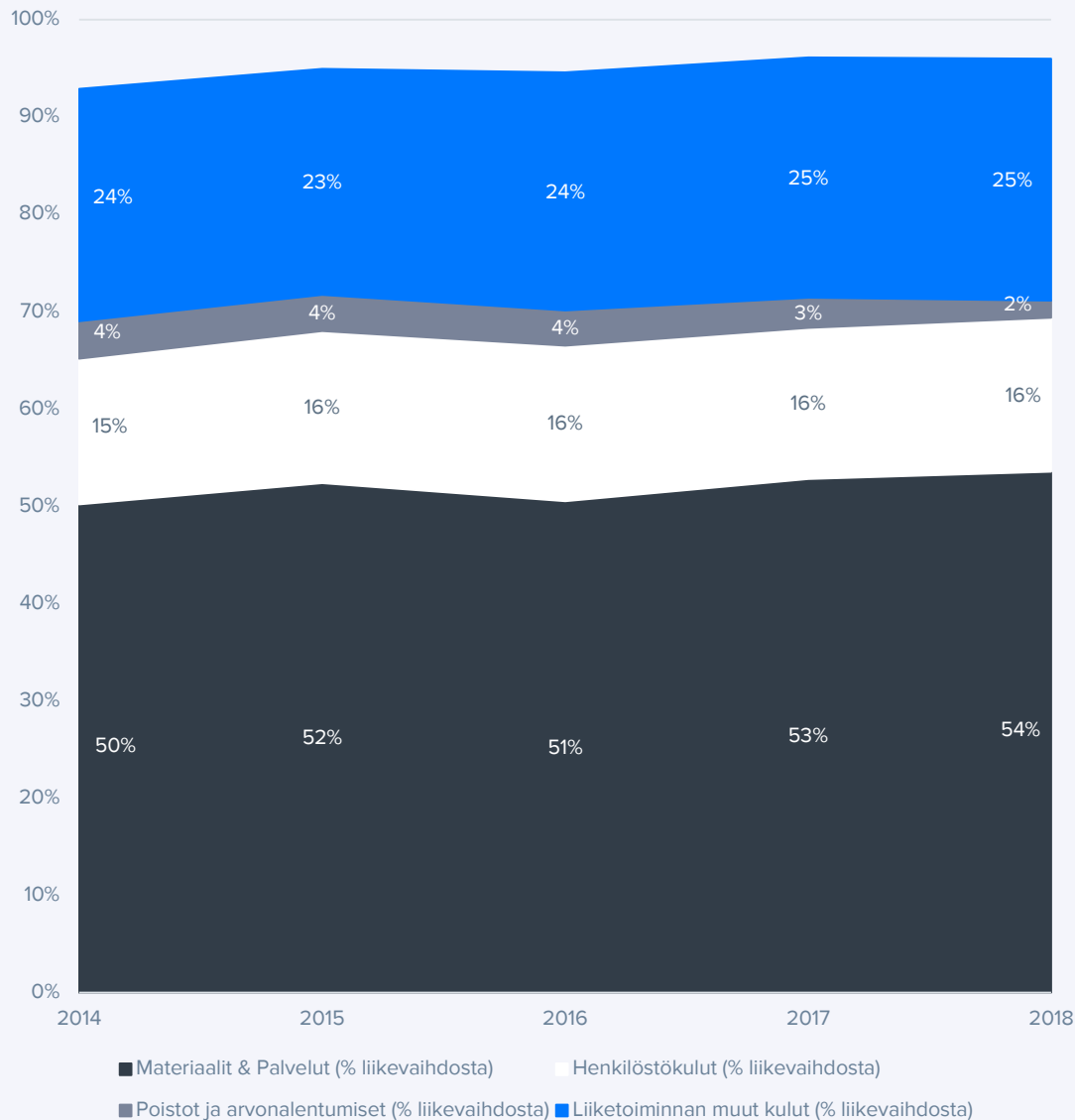
Käyttökate (MEUR)



Liikevoitto (MEUR)



Real Snacksin kulurakenne (% liikevaihdosta)



Liiketoiminnan muut kulut (25 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 liiketoiminnan muut kulut olivat 1,5 MEUR eli 25 % liikevaihdosta, kun vuonna 2014 ne olivat 24 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut koostuvat pääasiassa vuokratuluista, markkinoinnista ja mainonnasta sekä muista hallinnollisista kuluista, kuten esim. tilitoimisto- ja asianajopalveluista. Tämä ryhmä sisältää monia kuluja, jotka optimitilanteessa pysyvät vakiona, vaikka liikevaihto kasvaisi, ja siten niiden suhteellisen osuuden liikevaihdosta tulisi laskea. Real Snacksin tapauksessa näin ei ole kuitenkaan käynyt, vaan kulujen suhde liikevaihtoon on pysynyt tarkastelujaksolla melko tasaisena.

Poistot (2 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 poistot olivat 0,1 MEUR eli 2 % liikevaihdosta. Poistot koskevat lähinnä yhtiön tuotantoon liittyviä koneita ja laitteita. Poistot ovat pysytelleet tarkastelujakson aikana melko tasaisesti 2-4 %:n välillä liikevaihdosta ja trendi on ollut laskeva.

Henkilöstökulut (16 % liikevaihdosta)

Vuonna 2018 henkilöstökulut olivat 1,0 MEUR eli 16 % liikevaihdosta. Real Snacksin palveluksessa oli vuonna 2018 keskimäärin 22 henkilöä, eli henkilöstökulu per työntekijä oli noin 43 tuhatta euroa. Henkilöstökulujen suhteellinen osuus liikevaihdosta on pysynyt tarkastelujaksolla lähes vakiona 15-16 %:n tasolla. Kustannusten skaalautuvuus ei ole tässäkään ryhmässä erityisen hyvää, sillä henkilöstökulut ovat kasvaneet jopa hieman liikevaihdon kasvua nopeammin.

Materiaalit ja palvelut (54 % liikevaihdosta)

Selvästi suurin kuluryhmän tuloslaskelmassa on materiaalit ja palvelut, mikä sisältää mm. valmistuksessa tarvittavat raaka-aineet tai suoraan valmistustoimintaan liittyvän alihankinnan. Näiden kulujen osuus vuonna 2018 oli 3,2 MEUR eli 54 % liikevaihdosta. Kuluryhmän suhteellinen osuus liikevaihdosta on noussut tarkastelujakson aikana 50 %:sta 54 %:iin, mikä on huolestuttavaa. Se voi johtua mm. siitä, että tuotteiden valmistuksessa käytettyjen raaka-aineiden hinnat ovat nousseet tai valmistustoiminnassa tarpeellisten ulkopuolisten palveluiden ostoihin on alettu käyttää suhteessa enemmän rahaa.

Real Snacksin taloudellinen asema

Taserakenne

Real Snacks Oy:n taseen loppusumma vuonna 2018 oli 2,5 MEUR, josta pitkäaikaisia varoja oli 1,0 MEUR ja lyhytaikaisia varoja 1,4 MEUR. Tase on arviomme mukaan hyvin kuranttia ja erilaisten aineettomien erien osuus taseen loppusummasta on matala (2 % taseen loppusummasta).

Taseen suurin yksittäinen omaisuusery on koneet ja kalusto, joka oli 2018 lopussa 0,66 MEUR (27 % taseen loppusummasta). Tämä erä liittyy Pyhännän tehtaan koneisiin ja laitteisiin, joilla perunalastut- ja maissi- sekä kaura-snacks -tuotteet valmistetaan. Real Snacks toimii vuokratiloissa, minkä takia taseessa ei näy rakennuksia ja rakennelmia.

Vuoden 2018 lopussa vaihto-omaisuus oli 0,58 MEUR (24 % taseen loppusummasta), mikä koostuu varastossa olevista aineista ja tarvikkeista sekä valmiista tuotteista. Myyntisaamiset ja muut korottomat saamiset olivat yhteensä 0,80 MEUR (32 % taseen loppusummasta). Yhtiön kassa oli vuoden 2018 lopussa vaatimaton 46 tuhatta euroa.

Velkavipua käytetään tehokkaasti

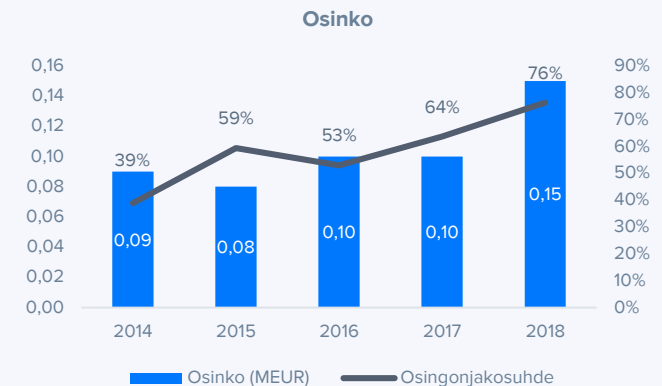
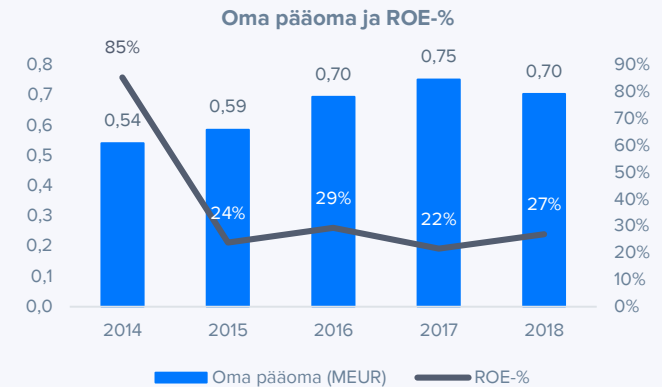
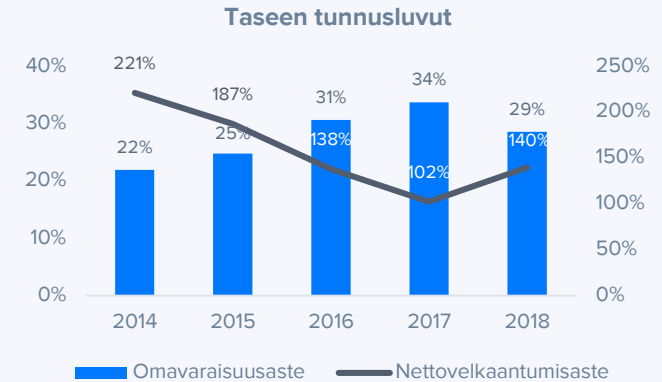
Real Snacksin oma pääoma vuoden 2018 lopussa oli 0,7 MEUR ja vieras pääoma 1,8 MEUR. Omavaraisuusaste oli 29 % (2017: 34 %), mikä on melko matala taso. Yhtiön nettovelkaantumisaste oli 140 %, mikä kertoo isosta velkavivusta. Yhtiö on käyttänyt velkavipua toiminnassaan järkevästi, sillä sen avulla on saatu nostettua oman pääoman tuottoluvut korkealle tasolle, vaikka liiketoiminnan voittomarginaalit eivät ole erityiset leveät.

Oman pääoman tuotto-% (ROE-%) on ollut vuosien 2015-2018 aikana tasaisesti noin 22-27 %:n välillä, mikä on hyvä taso. Vuonna 2014 oman pääoman tuotto oli poikkeuksellisen korkea (ROE: 85 %), sillä yhtiö teki tarkastelujakson vahvimman tuloksen ja vielä tarkastelujakson pienimmällä oman pääoman määrällä. Ottaen huomioon yhtiön liiketoiminnan luonteen (valmistava elintarviketeollisuus) ja haastavan aseman arvoketjussa (2/3 liikevaihdosta kaupan omien merkkien valmistuksesta), on mielestämme Real Snacksin pääoman tuottoluvut kiitettävällä tasolla.

Osinkoa on jaettu joka vuosi

Real Snacksin tuloskunto on ollut tarkastelujaksolla tasaista, minkä lisäksi yhtiön pääoman tuottoluvut ovat olleet hyvällä tasolla. Vaikka tase näyttää velkaiselta, ovat tunnusluvut (omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste) liikkuneet trendinomaisesti parempaan suuntaan, mikä kertoo terveestä liiketoiminnasta. Vuoden 2018 velkaantumisessa tapahtui pieni hyppäys (ja omavaraisuudessa samoin pieni pudotus), mikä johtui investoinnista uuteen kapasiteettiin.

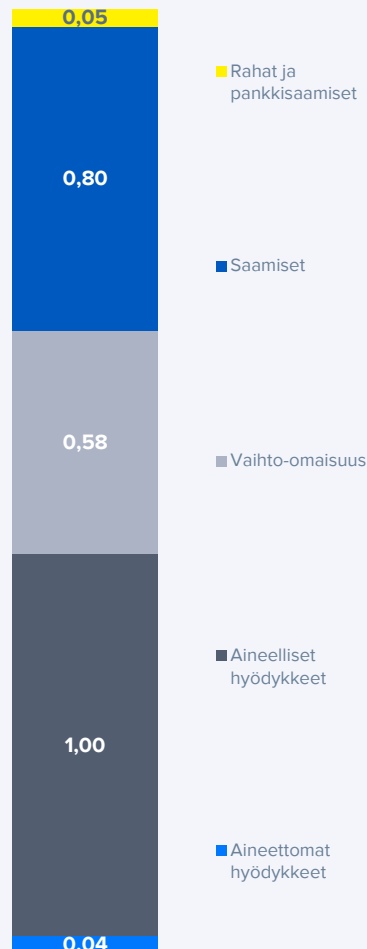
Real Snacks on pysynyt jokaisena tarkastelujakson tilikautena voitollisena ja yhtiö on pystynyt jakamaan hyvää osinkoa. Real Snacksin osingonjakosuhte on vaihdellut tarkastelujaksolla 40-80 %:n välillä. Tilikaudelta 2018 yhtiö jakoi osinkoa yhteensä 0,15 MEUR, mikä tarkoittaa 76 %:n osingonjakosuhdetta raportoidusta nettotuloksesta.



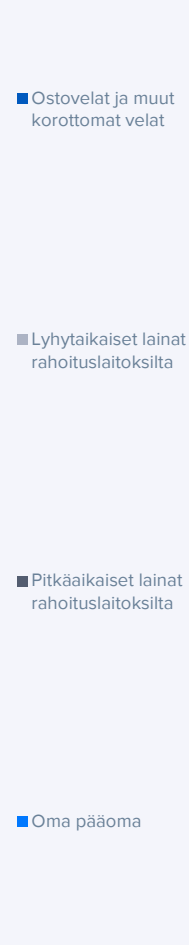
Real Snacksin taloudellinen asema

Real Snacksin tase 31.12.2018

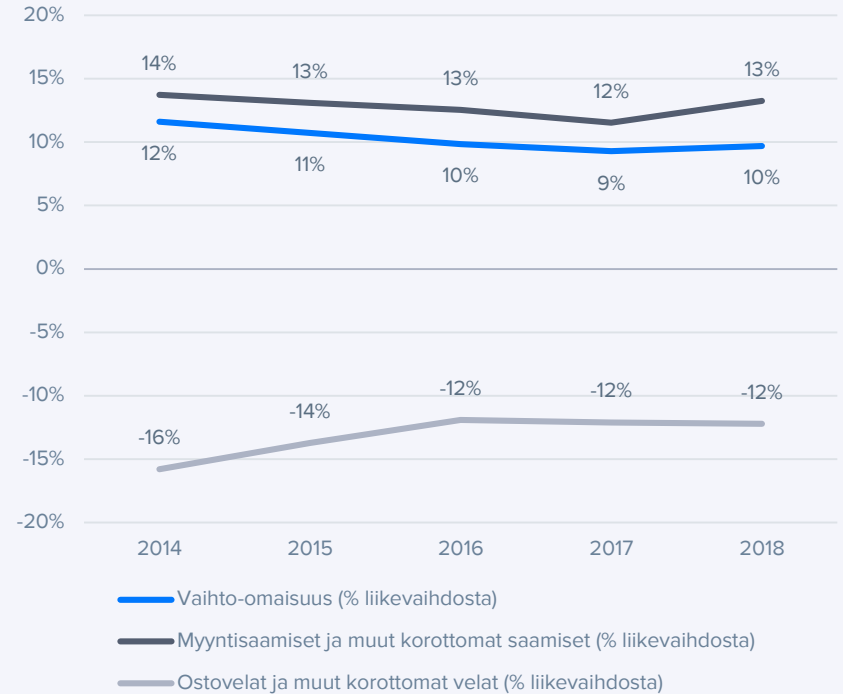
Vastaavaa (MEUR)



Vastattavaa (MEUR)



Käyttöpääoma



Real Snacksin liiketoimintaan on tarkastelujaksolla (2014-2018) sitoutunut käyttöpääomaa seuraavasti: Myyntisaamisiin ja muihin korottomiin lyhytaikaisiin saamisiin keskimäärin noin 13 % liikevaihdesta (samaa tasoa Feelian kanssa). Vaihto-omaisuutta yhtiöllä on ollut tasaisesti noin 10 % liikevaihdesta (selvästi korkeampi taso kuin Feeliällä). Käyttöpääoma ovat keventäneet tarkastelujakson alussa melko isot ostovelat, mutta niiden suhteellinen osuus liikevaihdesta on viimeisen kolmen vuoden aikana vakiintunut noin 12 %:iin liikevaihdesta (pienempi taso kuin Feeliällä). Real Snacksin toimintaan sitoutuu käyttöpääoma suhteellisesti enemmän kuin Feeliällä erityisesti (suhteellisesti) suuremman varasto ja (suhteellisesti) pienempien ostovelkojen takia.

Real Snacksin ennusteet

Liikevaihtoennusteet

Real Snacksin liikevaihto kasvoi 2014-2018 aikana noin 7 %/v., kun yleinen snacks-markkinan kasvu oli 2,4 %. Snacks-markkinan kasvun arvioidaan kiihtyvän tulevina vuosina 3,6 %:iin ja ajureina toimivat helppouden arvostus ja napostelu-syömisen lisääntyminen. Erityisesti kaurapohjaisten snacks-tuotteiden kysynnän odotetaan kasvavan voimakkaasti. Real Snacks investoi 2018 uuteen tuotantokapasiteettiin, joka nosti kaurapohjaisten tuotteiden kapasiteettia yli 100 %. Käsityksemme mukaan yhtiön kauratuotteiden kysyntä on kasvanut viime aikoina vahvasti ja tuotteet ovat saaneet merkittäviä uusia listauksia kauppoihin antaen tukea liikevaihdon kasvunäkymille.

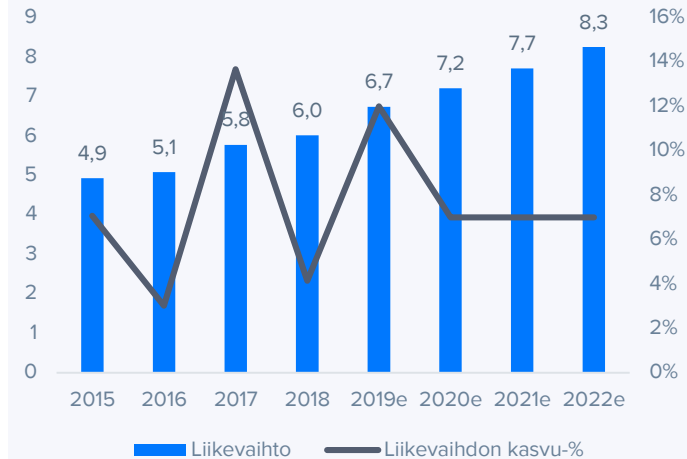
Real Snacks on haastajan roolissa Suomessa (markkinaosuus 2,5 %) ja pyrkimys on kasvattaa markkinaosuutta suomalaisissa päivittäistavarakaupoissa mm. syksyllä 2019 tehdyn Oikia-brändiuudistuksen ja käynnissä olevien kaupan omien merkkien valmistuksesta käytävien sopimusneuvottelujen kautta. Real Snacks tavoittelee myös merkittävää viennin kasvua tulevina vuosina, mistä hyvänä avauksena voidaan mainita mm. vuoden 2019 aikana saatu Oatis-tuotteiden listaus brittiläisen Sainsbury'sin yli 300 liikkeeseen. Real Snacksin liikevaihdon kasvu kiihtyi H1'19 aikana 13 %:iin ja H1'19 liikevaihto oli 3,3 MEUR (H1'18: 2,9 MEUR). Meidän ennusteemme 2019- liikevaihdolle on 6,7 MEUR (+12 %). Tärkeiden sopimusneuvotteluiden tuloksista ja liikevaihtovaikutuksista ei ole vielä tarkempaa tietoa, minkä takia olemme pitäneet lähivuosien kasvunneusteen konservatiivisina. Odotamme liikevaihdon kasvuvauhdin pysyvän 2020-2022 aikana noin 7 %:n vuotuisella tasolla.

Tulosennusteet

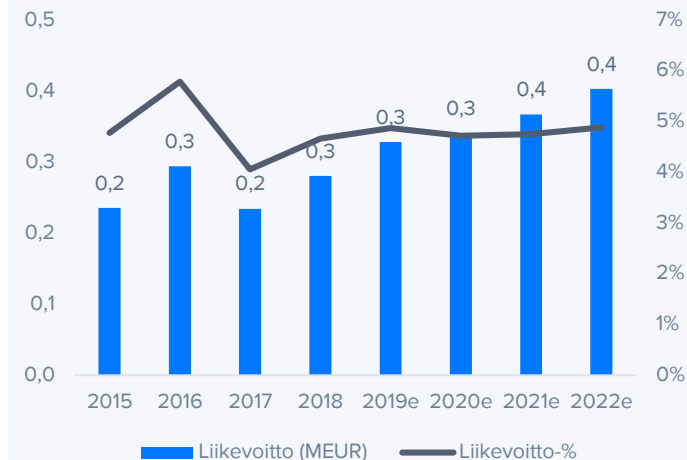
Real Snacksin kannattavuus on ollut laskevalla trendillä 2014-2018, mikä nostaa huolia tulevasta kannattavuuskehityksestä. Yhtiön mukaan kannattavuus on laskenut, koska markkinointiin ja tuotekehitykseen on panostettu paljon ja uusien tuotteiden lanseeraaminen syö euroja. Arviomme mukaan negatiivinen trendi heijastelee sitä, että kaupan omien merkkien valmistuksesta käytävissä neuvotteluissa on iso riski joutua ns. kaupan kiristysruuviin alle. Tämä tarkoittaa sitä, että kauppa pyrkii joka kerta kilpailuttamaan tuottajilta edellisvuotta alemmaa hintaa ja neuvotteluissa on hyvin vaikea saada leivottua hintoihin omia nousseita tuotantokustannuksia, mikä johtaa sopimusvalmistajien kannattavuuden jatkuvaan nakertamiseen. Vuonna 2016 Real Snacks lopetti mm. ruotsalaisen kauppaketju Coopin private label –sopimuksen, koska hinta painettiin neuvotteluissa sille tasolle, ettei valmistaminen enää kannattanut.

Real Snacks sai H1'19 aikana käännettyä tuloksen takaisin kasvu-uralle ja H1'19 liikevoitto kasvoi 0,2 MEUR:oon (H1'18: 0,1 MEUR). Myös suhteellinen kannattavuus oli parantunut. Arviomme mukaan neuvottelut kaupan kanssa ovat jatkuvasti tiukkoja ja suuren private label –valmistuksen suhteellisen osuuden takia liikevoittomarginaalilla ei ole tilaa nousta merkittävästi näiltä tasoilta. Vaikka Real Snacks pyrkii nostamaan omien brändien osuutta liikevaihdosta, odotamme liikevoittomarginaalin pysyvän vuosien 2019-2022 ennusteissamme noin 5 %:n tuntumassa, eikä entisaikojen 8 %:n marginaaleihin ole mielestämme enää palaamista. Jos yhtiön omat brändit lyövät läpi, ja niiden suhteellinen osuus myynnistä kasvaa, on ennusteissamme selvää nousuvaa.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Real Snacksin arvonmääritys

Real Snacksin osakekannan arvo asettuu ennusteillamme haarukkaan 3,0-4,5 MEUR

Real Snacks on viime vuosina kasvanut maltillisesti ja tehnyt vakaata tulosta. Suhteellisen kannattavuuden laskutrendi, riippuvuus suurista asiakkaista, vaikea paikka arvoketjussa ja pienet haastajan asemassa olevat brändit saavat meidät kuitenkin varovaiseksi ennusteiden ja hyväksytyin arvostustason osalta. Olemme haarukoineet Real Snacksin osakekannan arvostusta eri menetelmillä ja saamme vaihteluväliksi 3,0-4,5 MEUR. Alaraja pohjautuu DCF-kassavirtalaskelmaamme ja yläraja verrokkiryhmän tulos pohjaiseen arvostukseen. Mielestämme käypä arvo itsenäisenä yhtiönä on lähempänä alarajaa kuin ylärajaa.

DCF-kassavirtalaskelma

Olemme tehneet edellisillä sivuilla esitettyjen ennusteidemme pohjalta Real Snacksille DCF-laskelman, jonka mukaan osakekannan arvo on 3,0 MEUR ja velaton arvo 4,0 MEUR. Ennusteissa käytetty keskipitkän aikavälin liikevaihdon kasvu on 7 % (terminaalikasvu 2,5 %), EBIT-marginaali 5,0 % ja pääoman kustannus WACC on 10,8 %.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Olemme keränneet Real Snacksille pörssilistatuista elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän, joka koostuu osittain kotimaisista elintarvikealan toimijoista, mutta mukana on myös isoja kansainvälisiä toimijoita. Verrokkiryhmän 2019 ja 2020 tulos pohjaiset arvostuskertoimet ovat P/E-lukujen osalta 19x ja 17x ja EV/EBITDA-kertoimien osalta 11x ja 10x. Jos Real Snacksille haettaisiin verrokkiryhmän kertoimista tukea, saataisiin osakekannan arvoksi mittarista riippuen 4,1-4,5

MEUR. Edellä mainituista riskiprofilia nostavista syistä Real Snacks ei mielestämme ansaitse verrokkiryhmän (melko korkeita) arvostuskertoimia. Tästä syystä pidämme verrokkiryhmän kertoimista saatua arvostusta haarukkamme ylärajana.

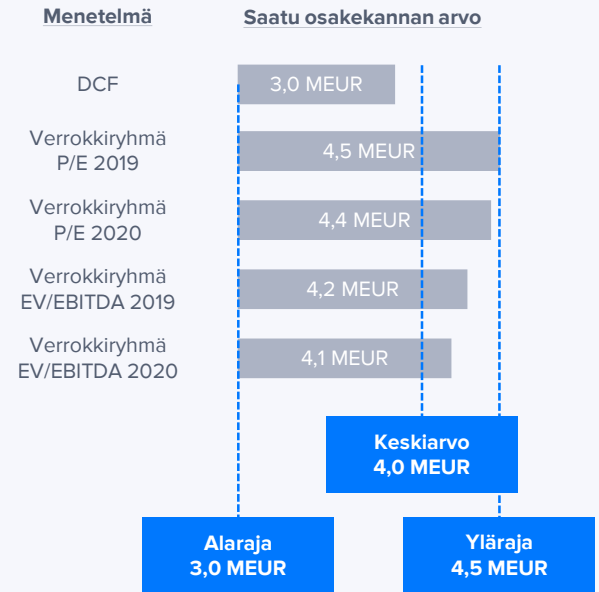
Arvostuskertoimet

Jos käytämme Real Snacksille eri menetelmillä saatujen lukujen keskiarvoa (4,0 MEUR) olisi sen 2019 ja 2020 P/E-kertoimet itsenäisenä yhtiönä 17x ja 16x ja vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet 11x ja 10x. Näiden kertoimien pohjalta pidämme Real Snacksin osakekannan arvoa 4,0 MEUR:lla jo melko haastavana ja tälle tasolle yltäminen vaatisi yhtiöltä selvästi ennusteitamme jyrkempää tuloskasvua. Jos yhtiön osakekanta arvostettaisiin DCF-laskelmamme mukaisesti 3,0 MEUR:oon, olisi 2019 ja 2020 P/E-luvut 13x ja 12x. Nämä ovat jo helpommin hyväksyttävissä ja sisältävät 30-40 %:n alennuksen verrokkiryhmään. Arvostuskertoimilla tehty tarkastelu puoltaa arviotamme, jonka mukaan Real Snacksin osakekannan käypä arvo on lähempänä DCF-laskelmamme mukaista alarajaa (3,0 MEUR).

Real Snacksin arvo teollisen ostajan hallussa

Fodelia on kertonut pyrkivänsä aktiiviseen rooliin yritysjärjestelyissä ja Real Snacks sopii mielestämme tähän kuvioon täydellisesti. Real Snacks voisi hyvinkin kiinnostaa isoa teollista bränditaloa (mm. Orkla), jolla on valmiiksi useita eri kuluttajabrändejä päivittäistavara-kaupoissa eri maissa. Real Snacksin arvo voisi teollisen ostajan silmissä olla huomattavasti arvokkaampi kuin itsenäisenä yhtiönä, kun esim. Oatis-brändi voitaisiin nopeasti skaalata valmiisiin maailmanlaajuisiin markkinointi- ja jakelukanaviin.

Real Snacksin osakekannan arvostuksen haarukointi itsenäisenä yhtiönä* eri menetelmillä:



*Real Snacksin arvo toisen teollisen ostajan hallussa (mm. Orkla) olisi mielestämme huomattavasti suurempi kuin itsenäisenä yhtiönä:

Real Snacksin "Pipers Crisps -optio"

Viime vuosina tapahtuneita elintarvikealan kuluttajabrändien kauppooja tarkastelemalla voi saada osviittaa Real Snacksistä potentiaalisesti maksettavista kauppakertoimista:

- **PepsiCo** → **Pipers Crisps Ltd. (EV/S 1,3x)** Liikevaihto £15 milj.
- **B&G Foods** → **Back to Nature Foods LLC (EV/S 2,3x)** Liikevaihto \$70 milj.
- **Mondelez** → **Enjoy Life Foods LLC (EV/S 2,0x)** Liikevaihto \$40 milj.

PepsiCo:n vuonna 2018 ostama **Pipers Crisps** (joita myydään Suomessakin) on mielestämme näistä lähin esimerkki, mikä kuvaa potentiaalista Real Snacksin tilannetta teollisena ostokohteena. Pipers Crisps -yrityskaupan EV/S-kertoimella (1,3x) ja Real Snacksin liikevaihdolla (2019e: 6,7 MEUR) arvo nousisi selvästi meidän edellä esitettyjä arvoja korkeammaksi (EV 8,7 MEUR), mistä noin 1 MEUR:n nettovelka vähennettynä Real Snacksin osakekannan arvoksi tulisi noin 7,7 MEUR.

Toimintaympäristö 1/3

Foodservice-markkina

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 2017 yli 17 000 ammattikeittiötä, jotka tarjoavat asiakkaille vuodessa yli 700 miljoonaa aterialla. 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 on kasvanut Suomessa viimeisen viiden vuoden aikana noin 5 % vuosivauhtia (CAGR). Euromonitor arvioi heikkenevistä talousnäkymistä huolimatta markkinakasvun jatkuvan lähivuosina vahvana.

Snacks-markkina

Suomen snacks-markkinan koko oli vuonna 2017 noin 243 MEUR. Snacks-markkina käsittää sekä sipsituotteet että muut napostelutuotteet. Snacks-markkina on kasvanut viime vuosina Suomessa 2,4 %:n vuosivauhtia. Snacks-markkinan kasvun ennustetaan kiihtyvän lähivuosina ja kasvuajurina toimii kuluttajatottumuksissa tapahtuvat muutokset. Esimerkiksi kaurapohjaisten snacks-tuotteiden kysyntä on voimakassa kasvussa, mikä tukee tulevien vuosien markkinakehitystä.

Euromonitor arvioi snacks-markkinan kasvavan vuosina 2018-2023 Suomessa 3,6 % vuosivauhtia.

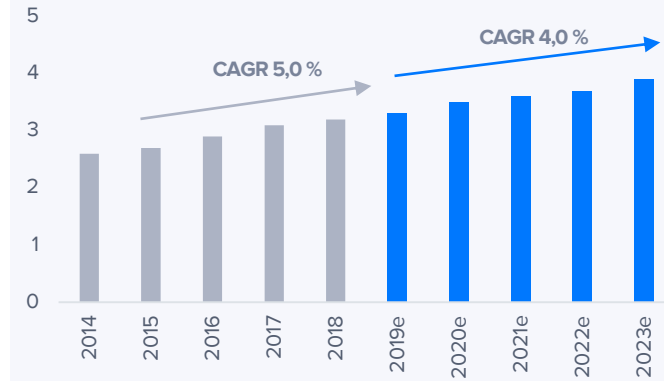
Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

Suomen päivittäistavarakaupan myynti vuonna 2018 oli 18,2 miljardia euroa. Toimiala on keskittynyt voimakkaasti K- ja S-ryhmälle, joiden yhteenlaskettu markkinaosuus on 82,5 %. Päivittäistavarakaupan kolmanneksi suurin toimija on saksalainen Lidl (markkinaosuus 9,6 %).

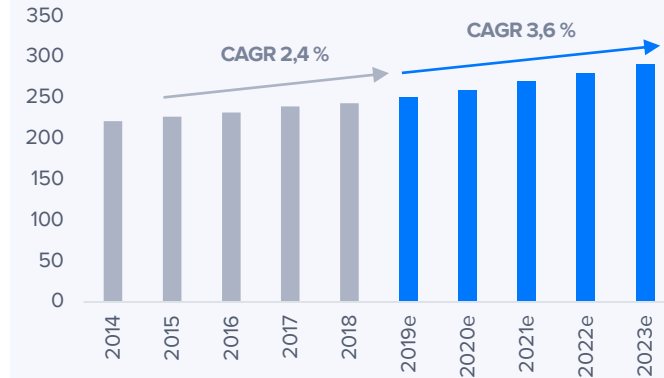
Suurten ketjujen neuvotteluasema elintarviketeollisuuden suuntaan on Suomessa poikkeuksellisen vahva, mikä tarkoittaa, että elintarviketeollisuuden toimijoiden on pitkälti alistuttava niiden ehtoihin. Sen lisäksi, että päivittäistavarakauppa on keskittynyt voimakkaasti suurille toimijoille, ovat nämä samat toimijat vahvasti myös tukkukaupassa, mikä edelleen kasvattaa niiden roolia arvoketjussa. Toimialan arvoketjua on havainnollistettu sivulla 36.

Fodelian konserniyhtiöistä Real Snacks on selvästi riippuvaisempi suurista päivittäistavaraketjuista niille suuntautuvasta merkittävästä private label-valmistuksesta johtuen (2/3 Real Snacksin liikevaihdosta). Feelian liiketoiminta päivittäistavarakauppaketjujen kanssa rajoittuu käsityksemme mukaan pääasiassa liikenneasemiin (lounaat), kauppoihin (take-a-way-keitot) ja ravintoloihin. Suurten päivittäistavaraketjujen osuus Feelian liikevaihdosta on arviomme mukaan selvästi pienempi kuin Real Snacksilla ja sen suhteellinen osuus tulee näkemyksemme mukaan laskemaan tulevina vuosina mm. hoivayhtiöiden ja julkisen sektorin asiakkaissa tapahtuvan voimakkaan kasvun myötä.

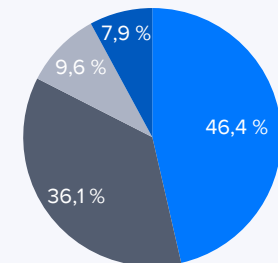
Suomen Foodservice-markkina (mrd.€)



Suomen snacks-markkina (MEUR)



Päivittäistavarakaupan markkinaosuudet (2018)



■ S-ryhmä ■ K-ryhmä ■ Lidl Suomi Ky ■ Muut

Toimintaympäristö 2/3

Kaupan omien merkkien kasvu

Päivittäistavarakaupassa trendinä on ollut viimeisen vuosikymmenen aikana private label-tuotteiden kasvu. Private labelilla tarkoitetaan kaupan omia tuotemerkkejä (mm. Pirkka ja Rainbow), joissa kauppa toimii sekä tuotteiden valmistuttajana että myyjänä. Kauppojen omien tuotteiden osuus päivittäistavaraostoksista on noussut 2012-2019 noin 21 %:sta 25 %: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 varsinkin Real Snacks on hyvin riippuvainen kahdesta Suomen suurimmasta päivittäistavaraoppaketijusta (K- ja S-ryhmä), sillä private label -tuotteet muodostavat noin 2/3 Real Snacksin liikevaihdosta. Käsitksemme mukaan valtaosa Real Snacksin private label-valmistuksesta tapahtuu K- ja S-Ryhmälle ja yhtiö on kertonut kahden suurimman asiakkaan muodostavan noin 70 % sen liikevaihdosta. Real Snacks pyrkii vähentämään riippuvuuttaan näistä ketjuista investoimalla omiin brändeihin (mm. Oikia ja Oatis) sekä ulkomaan myyntiä kasvattamalla.

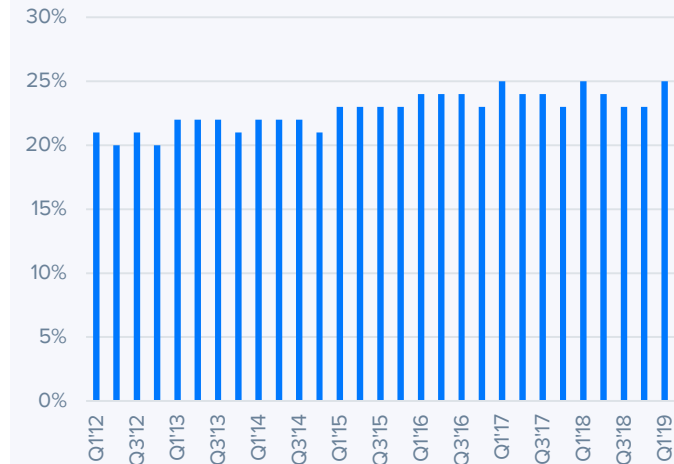
Päivittäistavarakaupan vire ja raaka-aineiden hintakehitys vaikuttavat tuloskehitykseen

Fodelian molempien portfolioyhtiöiden tuloskehitykseen vaikuttavat sekä päivittäistavarakaupan vire että tärkeimpien raaka-aineiden hintakehitys. Tilastokeskuksen mukaan Suomen päivittäistavarakaupan kasvu oli viime vuonna liikevaihdolla mitattuna 3,5 % ja volyymeilla mitattuna 0,3 %. Vuonna 2017 päivittäistavarakaupan liikevaihto kasvoi 1,8 % ja volyymit 1,5 %. Sekä Feelia että Real Snacks ovat pystyneet kasvamaan viime vuosina selvästi markkinan yleistä kehitystä nopeammin.

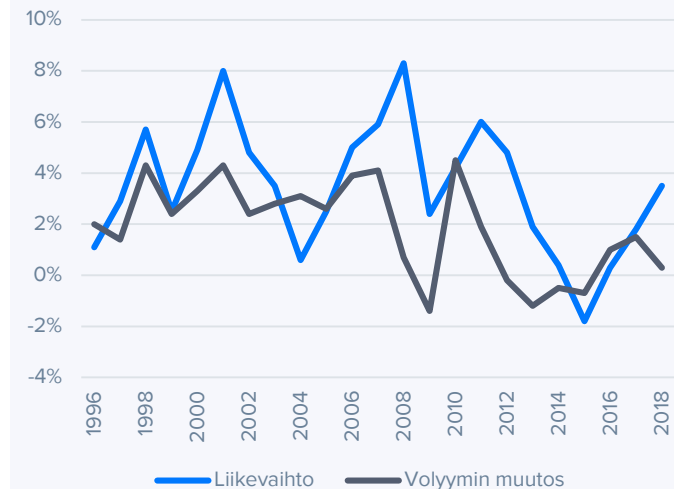
Vuosina 2015-2016 päivittäistavarakaupan liikevaihto kasvoi volyymikasvua hitaammin, mikä johtui käsityksemme mukaan erityisesti kireästä hinnoitteluympäristöstä (halpuutuskampanjat). Päivittäistavarakaupan kehitys on ollut kokonaisuudessaan viime vuosina suhteellisen vaisua, mihin on vaikuttanut erityisesti Suomen heikko talouskehitys (2014-2018: keskimääräinen BKT:n kasvu 1,5 %). Vuonna 2019 tammi-elokuussa päivittäistavarakaupan myynti on kasvanut 2,4 %. Hintojen nousu on tammi-elokuussa ollut 1,6 %.

Real Snacksin ja Feelian tuloskehitykset ovat 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



Päivittäistavarakaupan myynnin kehitys



Toimintaympäristö 3/3

Satokaudet 2017-2018 jäivät Suomessa heikoiksi. Satokauden 2018 pilasi poikkeuksellisen kuiva kesä, jonka takia viljasato jäi heikoimmaksi 26 vuoteen. Satokauden 2017 pilasi puolestaan liialliset sateet. Heikot satokaudet näkyivät negatiivisesti mm. kauran, vehnän ja perunan tuotantomäärissä ja nostivat raaka-aineiden markkinahintoja (s. 34-35). Tämä puolestaan vaikutti negatiivisesti useiden näitä raaka-aineita tuotannossaan käyttävien elintarvikeyhtiöiden kannattavuuteen. Satokausi 2019 on sujunut selvästi paremmin ja raaka-aineiden hinnat näyttävät palautuneen jyrkästä noususta.

Kuntien heikko talous kasvattaa tarvetta ruoantuotannon ulkoistamiselle

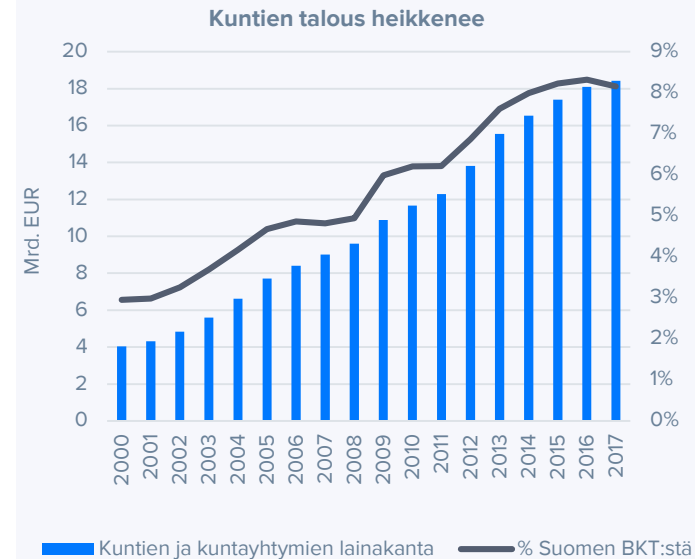
Suomessa julkisen sektorin kustannuspaineet ja kuntien heikko taloudellinen tilanne luovat merkittävää tarvetta säästöille. Vuonna 2018 Suomessa 209 kuntaa (noin 2/3 kunnista) teki negatiivisen tuloksen ja monet kunnista painivat isoissa taloudellisissa vaikeuksissa. FCG:n ja Suomen Kuntaliiton viimeisimmän ruokapalvelukartoituksen mukaan kunnista vain neljäsosa oli ulkoistanut ruokapalveluita kuntakonsernin ulkopuolelle. Ruokapalvelukartoituksen mukaan kuntien ruokapalveluihin kohdistuu merkittäviä muutospaineita kuntien rakenteiden uudistuessa ja taloudellisten resurssien niukentuessa. Kartoituksen mukaan keskeisimpiin muutospaineisiin lukeutuvat muun muassa palveluiden uudelleenjärjestelyt (ulkoistamiset, yhtiöittämiset, liikelaitoistaminen ja ostopalvelut), henkilöstön ikääntyminen sekä tilojen ja laitteiden uusimistarpeet.

Feelia näkee julkisen sektorin asiakkuuksien lisäämisen merkittävänä kasvumahdollisuutena, sillä kunnat hakevat nyt säästöjä monia ydinosaamisen ulkopuolella olevia toimintoja ulkoistamalla. Feeliällä on hyviä referenssejä kuntien ruokatuotannon ulkoistamissopimuksista ja niiden avulla saavutetuista säästöistä kunnille. Feelia solmi vuonna 2017 viiden vuoden sopimuksen Kangasalan kunnan kanssa, missä Feelia toimittaa Kangasalan kouluihin, päiväkoteihin ja hoivapalveluihin noin 2 miljoonaa ruoka-annosta vuodessa. Kangasalan sopimus toi 15 %:n lisäyksen Feelian liikevaihtoon, samalla kunta pystyi väistämään uuden 7-8 MEUR maksavan keskuskeittiöinvestoinnin ja myös annoksen keskihinta laski.

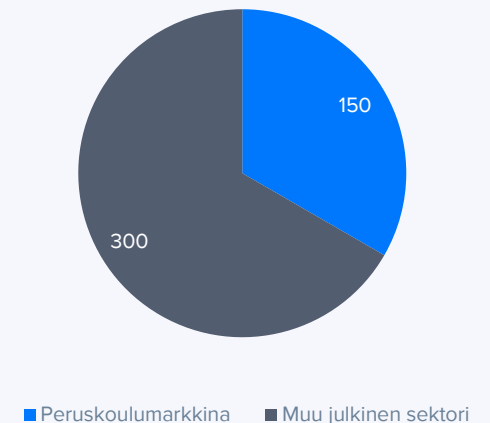
Feelian mukaan Suomen peruskoulumarkkinan potentiaalinen koko on noin 150 MEUR ja muun julkisen sektorin markkinapotentiaali puolestaan noin 300 MEUR. Koko lounasmarkkina Suomessa on 2,5 miljardia euroa, mistä Feelian tavoiteltu kohdemarkkina on noin 600 MEUR. Feelian liikevaihto on vuonna 2019 noin 14 MEUR, joten markkinapotentiaalia on jäljellä merkittävästi.

Yksityinen hoivamarkkina on suuri mahdollisuus

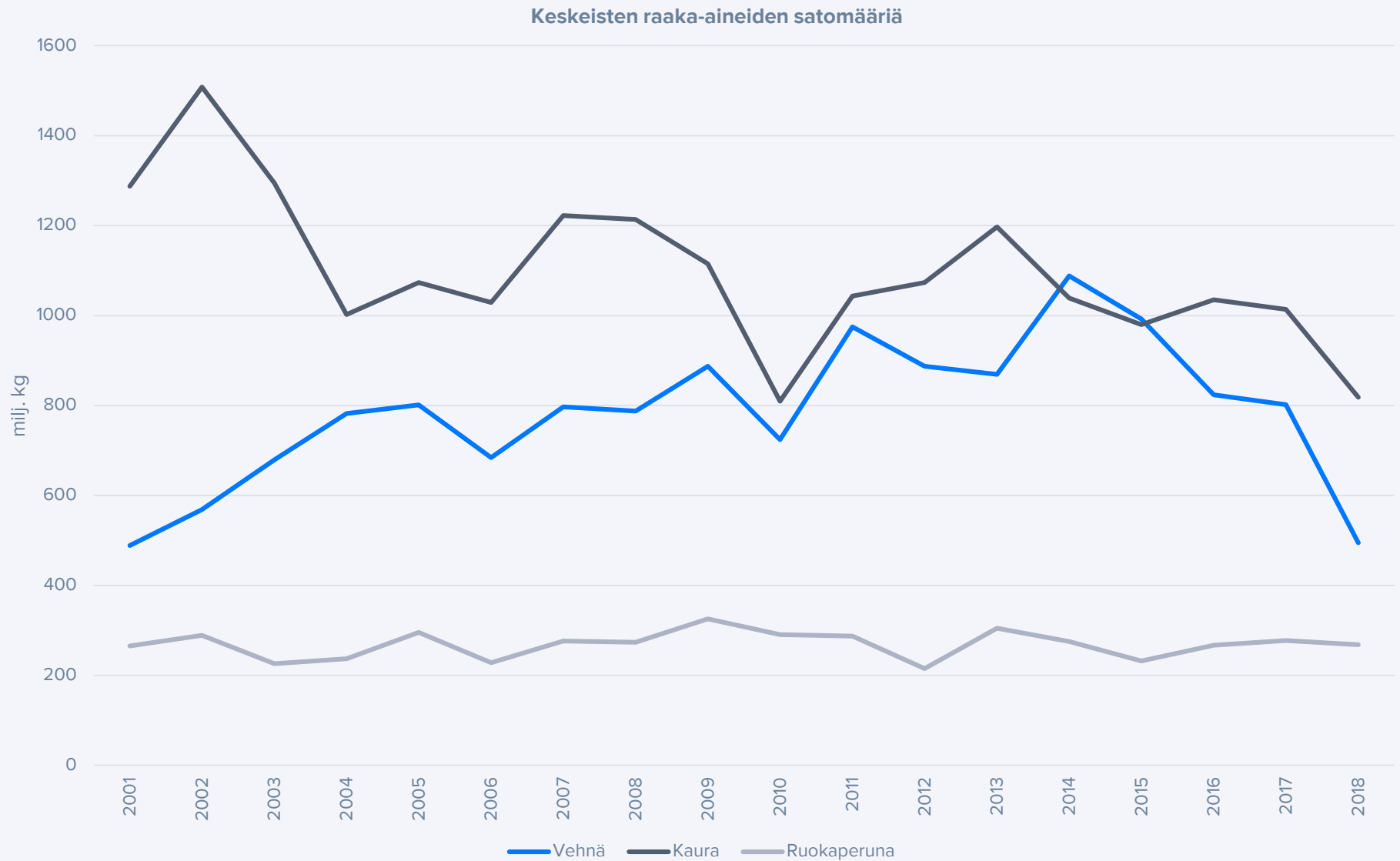
Julkisen sektorin lisäksi myös yksityisen puolen hoivamarkkina on Feelialle suuri mahdollisuus. Yhtiön suurimpiin asiakkaisiin kuuluu käsityksemme mukaan jo tällä hetkellä Mehiläisen ja Esperin kaltaisia yksityisiä hoiva-alan toimijoita. Uusia avauksia on tehty myös muiden suomalaisten ja pohjoismaisten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



Julkisen sektorin markkinapotentiaali Feelialle (MEUR) *



Keskeisten raaka-aineiden satomäärän kehitys 2001-2018



Keskeisten raaka-aineiden hintakehitys

Nasdaq Salmon Index (Average price)



Ruokaperunan tuottajahinta



Kauran tuottajahinta



Elintarvikemarkkinoiden arvoketju Suomessa



* Esimerkkejä arvoketjun eri osissa toimivista yhtiöistä

Strategia, taloudelliset tavoitteet ja niiden saavuttamisen riskit

Visio ja missio

Fodelian visio on tuoda kasvuvoimaa suomalaiseen elintarviketeollisuuteen ja missio on kasvattaa suomalaisista elintarvikealan yrityksistä kukoistavia kansainvälisiä menestystarinoita ja pitää kotimainen ruoantuotanto voimissaan.

Fodelian molemmat portfolioyhtiöt ovat onnistuneet mielestämme toteuttamaan hyvin näitä tavoitteita. Feelian yli 80 %:sti kotimaisista raaka-aineista valmistettu ainutlaatuinen tuote- ja palvelutarjoama on ratkaissut monia ongelmia mm. julkisen sektorin ruokahuollon kustannuspaineissa ja tuonut kaupolle, huoltoasemille, ravintoloille, hoivayrityksille, henkilöstöravintoloihin, tapahtumiin ja kotioloihin helppoja, kotimaisia ja terveellisiä ratkaisuja syödä. Feelian kasvu- ja kannattavuuslukujen perusteella sitä voidaan myös kieltämättä kutsua menestystarinaksi. Vaikka Feelian liikevaihdosta vasta 1-2 % tulee ulkomailta, näemme sillä merkittävää kansainvälistymispotentiaalia ja esim. Ruotsiin tehtyjen uusien sopimusten pitäisi alkaa näkyä jo merkittävänä kansainvälisen liikevaihdon kasvuna vuoden 2020 aikana.

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, perunat ovat 100 %:sti suomalaisia ja viennin osuus liikevaihdosta on 12 %. Kansainvälistyminen on Real Snacksin osalta jo pidemmällä kuin Feelialla, mutta private label – perunalastujen valmistusta ei kuitenkaan voida kutsua miksiäkään ainutlaatuiseksi 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 hyvin mielenkiintoinen ja selvästi erottautuva tuoteinnovaatio, jossa näemme on hyvinkin suurta kansainvälistymispotentiaalia. Suomalaisen kaurasnacks-innovaation vieminen maailmalle voisi kuitenkin olla tehokkaampi toteuttaa jonkun suuremman teollisen toimijan käsissä (esim. Orkla), jolla on valmiit jakelukanavat ja kansainvälinen myynti- ja markkinointikoneista käytävissä heti. Tästä näkökulmasta Real Snacks olisi mielestämme selvästi arvokkaampi jonkun muun toimijan kuin Fodelian käsissä.

Strategia

Fodelia rakentaa suomalaisen elintarviketeollisuuden kestäväää tulevaisuutta tarjoamalla puhdasta, paikallisesti ja vastuullisesti tuotettua ruokaa.

Fodelian strategian kulmakivet ovat:

- Elintarviketeollisuuden elinvoimaisten yhtiöiden omistaminen ja niiden pitkäjänteinen kehittäminen omistaja-arvoa kasvattaen
- Omistettujen yhtiöiden liiketoiminnan kannattavan kasvun tukeminen kotimaassa ja kansainvälisesti
- Erottautuminen uusilla, innovatiivisilla ja vastuullisilla tuotteilla
- Uusien kasvumahdollisuuksien tunnistaminen

Strategian toteuttamisen kannalta keskeisiä tavoitteita ovat:

- Feelian liiketoiminnan kasvattaminen Suomessa kaikissa asiakassegmenteissä, erityisesti kuntien ruokatuotannossa
- Digitaalisten ratkaisujen kehittäminen Feelian palveluliiketoimintaan, esimerkiksi tuotetietojen, ravintoarvojen, tilausten ja toimitusten hallintaan sekä ruokahävikin minimointiin
- Feelian liiketoiminnan laajentaminen Pohjoismaissa
- Suomessa myytävien snacks-tuotteiden markkinoiden haastaminen uusilla tuotteilla ja uudella Oikia-brändillä sekä toimiminen kaupan luotettavana toimituskumppanina
- Snacks-tuotteiden kansainvälinen kasvu, erityisesti kaurasnacksien globaaliin kysyntään vastaaminen

Taloudelliset tavoitteet

Fodelian taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Tavoitteet ovat hyvin kunnianhimoiset, mutta vahvan track-recordin, lupaavalta näyttävän sopimuskannan ja yhtiön puolella olevien megatrendien avulla pidämme näitä realistisina.

Strategia, taloudelliset tavoitteet ja niiden saavuttamisen riskit

Riskit strategian toteuttamisessa ja taloudellisten tavoitteiden saavuttamisessa

Yleinen maailmantalouden kehitys voi vaikuttaa portfolioyhtiöiden toimintaan, vaikka ne toimivat melko defensiivisillä aloilla, eivätkä siten ole erityisen riippuvaisia globaalin makrotalouden tilasta. Esim. USA:n ja Kiinan välisten tuontitullien tai EU:n kauppajärjestykset Brexitiin liittyen voivat luoda talouteen negatiivista ilmapiiriä ja heikentää tytäryhtiöiden toimintaympäristöä.

Kotimaisen raaka-aineen saatavuus ja hankinnassa onnistuminen on portfolioyhtiöille erittäin tärkeää, sillä kotimaiset raaka-aineet ovat yksi niiden tärkeistä erottautumistekijöistä. Mahdolliset raaka-aineiden saatavuuteen liittyvät ongelmat (mm. kotimainen peruna) tai hintojen äkillinen nousu voivat vaikuttaa negatiivisesti portfolioyhtiöiden toimintaan. Myös erilaiset **raaka-aineiden mahdollisiin epäpuhtauksiin tai brändin/yhtiön maineeseen liittyvät epäilyt tällaisista riskeistä** voivat vaikuttaa negatiivisesti.

Molemmilla portfolioyhtiöillä on vain yksi oma tehdas, missä kaikki tuotteet valmistetaan. Tehtaat sijaitsevat noin kilometrin etäisyydellä toisistaan Pyhännällä. **Tehtaille tai niiden varastoille sattuvat äkilliset vahingot tai tuotantohäiriöt** voisivat olla haitallisia ja näillä tapahtumilla voisi olla merkittävä negatiivinen vaikutus yhtiöiden myyntivolyymeihin ja kannattavuuteen.

Isojen avainasiakkaiden menettäminen on olennainen riski molempien portfolioyhtiöiden liiketoiminnalle. Real Snacksille tämä riski on mielestämme merkittävä, sillä vuonna 2018 suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin

50 %. Feeliällä suurimman asiakkaan osuus on selvästi pienempi (9 %), mutta tällaisenkin asiakkaan menettäminen olisi yhtiölle haitallista.

Real Snacksin liiketoiminnassa myös **suuri private label –tuotannon osuus** nostaa riskiä yhtiön neuvotteluasemasta suurimpia asiakkaita kohtaan ja tämän takia omien brändien suhteellisen osuuden kasvattaminen liikevaihdosta, uusien jakelukanavien löytäminen ja viennin lisääminen ovat tärkeitä tekijöitä riskin pienentämisessä.

Suomen elintarvikesektorin vaikea dynamiikka koostuu keskittyneen päivittäistavarakaupan vahvasta neuvotteluasemasta, pienistä kotimarkkinoista, korkeista tuotantokustannuksista ja ulkomaisten toimijoiden sekä private label –tuotteiden kasvavasta kilpailu-uhasta. Molemmat Fodelian portfolioyhtiöistä kohtaavat näitä haasteita toimiessaan pääosin kotimarkkinoilla.

Kuluttajamieltyksien ja –trendien ennakointi ja niihin vastaaminen on elintarvikealalla hyvin tärkeää. Yhtä tärkeää on myös ennakoida se, mitkä ainekset ja/tai tuoteryhmät yms. ovat milloinkin epäsuosiossa. Ruoan laatu, terveys, luomu, vastuullisuus jne. ovat tällä hetkellä voimakkaasti kuluttajavalintoja ohjaavia tekijöitä. Jos portfolioyhtiöiden tuotekehityksessä epäonnistutaan huomioimaan näitä kuluttajamieltyksiä tai –trendejä, voi sillä olla haitallinen vaikutus yhtiöiden menestymiseen.

Molemmilla portfolioyhtiöillä on edessään suuria tuotantolaitosinvestointeja, jotta vahvoihin kysyntänäkymiin pystytään vastaamaan. Näiden investointien onnistuminen ja sujuva käyttöönotto ovat avainasemassa kasvun jatkumiselle.

Feelian patentoitu valmistusprosessi suojaaa konsentraattikeittoja, mutta ei kaikkea autoklaavilla valmistettua ruokaa. Näemmekin riskin sille, että Feelian menestys houkuttelee kilpailijoita investoimaan vastaavanlaisen valmistusprosessin ja reseptiikan opettelemiseen.

Portfolioyhtiöt ovat olleet hyvin kannattavia jo pitkään, mutta **uuden konsernirakenteen takia perustettu emoyhtiö aiheuttaa merkittäviä uusia kuluja**, jotka tulee jatkossa kattaa.

Listautumisen tavoitteet ja varojen käyttö

Fodelian listautumisannissa saadut nettovarat olivat yhteensä noin 3,6 MEUR. Yhtiö aikoo käyttää varat liiketoiminnan kehittämiseen ja laajentamiseen. Listautumisella hankittavien varojen on tarkoitus tukea Fodelian kasvustrategian toteuttamista mm.

- Mahdollistamalla lisäpanostukset markkinointiin sekä viennin kasvattamiseen
- Tarjoamalla rahoitusta investointeihin, kuten Feelian uusi tuotantolaitos ja Real Snacksin tuotantoprosessien automatisointi
- Vahvistaa portfolioyhtiöiden uskottavuutta isompien toimijoiden kumppanina
- Tarjota pääsyn pääomamarkkinoille
- Mahdollistaa Fodelian osakkeiden käytön maksuvälineenä potentiaalisissa yrityskaupoissa
- Mahdollistaa työntekijöiden laajemman sitouttamisen omistuksen kautta.

Fodelian taloudelliset tavoitteet sekä yhtiön ennuste vuosille 2019 ja 2020

Taloudelliset tavoitteet

Noin 25 %

Liikevaihdon vuosittainen kasvu keskipitkällä aikavälillä keskimäärin.

Yli 10 %

Liikevoittomarginaali keskimäärin keskipitkällä aikavälillä.

35 %

Suunniteltu osingonjakosuhte osakekohtaisesta tuloksesta.
Pääosa tuloksesta on tarkoitus investoida tulevina vuosina kasvuun.

Ennuste 2019 ja 2020

Vuosi 2019

Yhtiön johto arvioi konsernin **liikevaihdon kasvavan noin 20 MEUR:oon** tilikaudella 2019.
Yhtiön johto arvioi konsernin **liikevoiton olevan yli 2 MEUR** (ilman vertailukelpoisuuteen vaikuttavia listautumisen kuluja).

Vuosi 2020

Yhtiön johto arvioi konsernin **liikevaihdon kasvavan yli 35 %** tilikaudella 2020.
Yhtiön johto arvioi konsernin **liikevoittomarginaalin olevan linjassa taloudellisten tavoitteiden kanssa**.

Fodelian liikevaihdon kasvutavoite 60+ MEUR vuonna 2024

- Fodelia tavoittelee voimakasta kasvua tytäryhtiöidensä kehityksen kautta.
- Konsernin tavoite on saavuttaa vuoteen 2024 mennessä yli 60 MEUR:n liikevaihto.
- Liikevaihtotavoite ei sisällä mahdollisia yrityskauppoja.



Fodelia-konsernin ennusteet

Ennusteet vuodelle 2019

Fodelian johto arvioi, että vuonna 2019 konsernin liikevaihto kasvaa noin 20 MEUR:oon (2018: 15,4 MEUR) ja liikevoiton (ilman kertaluonteisia eriä) arvioidaan olevan yli 2 MEUR. Alkuvuoden perusteella vauhti on ollut hyvä, sillä liikevaihto on kasvanut H1'19 aikana 27 % tasolle 9,2 MEUR (H1'18: 7,2 MEUR) ja liikevoitto on kasvanut 0,9 MEUR:oon (H1'18: 0,7 MEUR). Meidän ennusteemme vuoden 2019 liikevaihdolle on 20,3 MEUR (kasvu 32 %). Ennusteemme vertailukelpoiselle liikevoitolle on 2,0 MEUR, mikä tarkoittaa 9,9 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia. Tarkempia ajureita molempien tytäryhtiöiden kasvuluville on käyty läpi aiemmissa kappaleissa.

Marraskuussa 2019 toteutetun listautumisannin takia yhtiö kirjaa tälle vuodelle noin 0,9 MEUR listautumiseen liittyviä kertaluonteisia kuluja. Tästä johtuen vuoden 2019 raportoitu liikevoitto jää arviomme mukaan 1,1 MEUR:oon. Uudella osakemäärällä (7,05 miljoonaa kappaletta), osakekohtainen tulos on ennusteillamme 0,09 euroa (ilman kertaluonteisia eriä 0,22 euroa). Odotamme yhtiön jakavan osinkoa 0,03 euroa per osake, mikä tarkoittaa 35 %:n jakosuhdetta.

Ennusteet vuodelle 2020

Fodelian johto arvioi konsernin liikevaihdon vuonna 2020 kasvavan yli 35 % sekä liikevoittomarginaalin olevan linjassa taloudellisten tavoitteiden kanssa (EBIT yli 10 %). Käsitksemme mukaan sekä Feelia että Real Snacks ovat saaneet sovittua isoja uusia sopimuksia, joiden avulla yhtiö kiihdyttää kasvuvauhtiaan jo vuoden 2019 lopussa ja kehtaa antaa vuodelle 2020 jo näinkin rohkean kasvuohjeistuksen. Meidän ennusteemme vuoden

2020 liikevaihdolle on 28,9 MEUR (kasvu 42 %) Ennusteemme vuoden 2020 vertailukelpoiselle liikevoitolle on 3,0 MEUR (EBIT-marginaali 10,4 %).

Keskipitkän aikavälin ennusteet

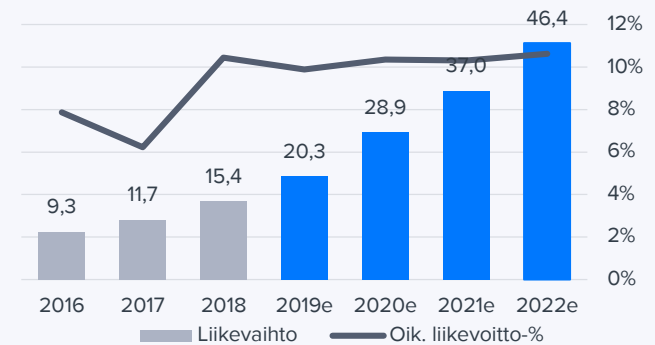
Fodelian johdon keskipitkän aikavälin tavoitteena on pitää liikevaihdon vuosikasvu noin 25 %:ssa, mikä on erittäin kova (mutta tehtävissä oleva) tavoite. Jos yhtiö pystyisi vuodesta 2020 alkaen kasvamaan seuraavat 5 vuotta noin 25 %:n vuosittaista vauhtia, ylttäisi yhtiö vuonna 2024 liikevaihdossa noin 61 MEUR:oon. Tämä tarkoittaisi liikevaihdon kolminkertaistamista viidessä vuodessa, mikä täyttäisi yhtiön 2024-liikevaihtotavoitteen (yli 60 MEUR:n liikevaihto).

Jos yhtiö onnistuisi pitämään samaan aikaan liikevoittomarginaalin nykyisellä noin 10 %:n tasolla (mikä on myös yhtiön pitkän aikavälin tavoite), tarkoittaisi se myös liikevoiton kolminkertaistamista seuraavan viiden vuoden aikana ja tällöin vuoden 2024 liikevoitto olisi noin 6 MEUR. Tällä hetkellä meidän ennusteemme vuoden 2024 liikevaihdolle on 55 MEUR ja liikevoitolle 5,5 MEUR (EBIT 10 %).

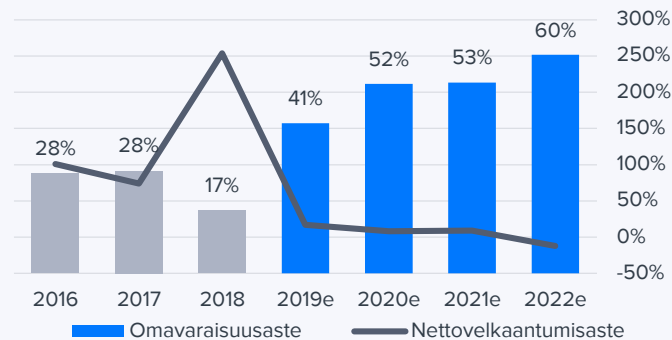
Tase alkaa hiljalleen tervehtyä

Yhtiö tekee ennusteissamme vahvan kasvun lisäksi hyvää kannattavuutta ja mm. tulevista tehdasinvestoinneista huolimatta operatiivinen vapaa kassavirta pysyy ennusteissamme joka vuosi positiivisena. Tase oli ennen antia velkainen, mutta oma pääoma ja taseen avainluvut alkavat tervehtyä, kun antirahat tulevat yhtiöön sisään ja tuloskone pääsee jauhamaan. Olemme ennustaneet 2019-2022 vuotuista 35 %:n osingonjakosuhdetta, mutta tästäkin huolimatta oma pääoma alkaa kumuloitua nopeasti.

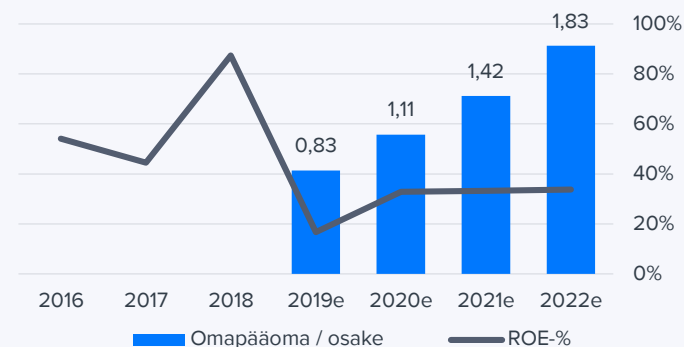
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Fodelia-konsernin ennusteet

Lyhennetty tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	6,8	7,1	9,3	11,7	15,4	20,3	28,9	37,0	46,4
Käyttökate (EBITDA)	0,7	0,8	1,0	1,1	1,9	1,6	3,5	4,6	5,9
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	0,5	0,5	0,7	0,7	1,6	2,0	3,0	3,8	4,9
Liikevoitto (EBIT)	0,5	0,5	0,7	0,7	1,6	1,1	3,0	3,8	4,9
Tulos ennen veroja	0,4	0,4	0,6	0,7	1,5	1,0	2,9	3,7	4,8
Nettotulos	0,3	0,4	0,5	0,5	1,3	0,6	2,2	3,0	3,9

Avainluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%		5,2 %	31,0 %	25,2 %	31,5 %	32,1 %	42,4 %	28,0 %	25,2 %
Käyttökate-%	10,9 %	10,6 %	11,2 %	9,6 %	12,2 %	7,9 %	12,1 %	12,3 %	12,7 %
Oik. liikevoitto-%	7,2 %	7,4 %	7,9 %	6,2 %	10,4 %	9,9 %	10,4 %	10,3 %	10,6 %
Liikevoitto-%	7,2 %	7,4 %	7,9 %	6,2 %	10,4 %	5,5 %	10,4 %	10,3 %	10,6 %
ROE-%	113,8 %	53,5 %	54,1 %	44,4 %	87,4 %	16,7 %	32,9 %	33,2 %	33,7 %
ROI-%	42,4 %	22,2 %	28,7 %	26,0 %	33,4 %	12,4 %	26,4 %	29,3 %	32,2 %
Omavaraisuusaste	16,1 %	22,5 %	27,6 %	28,3 %	17,3 %	41,5 %	52,3 %	52,6 %	60,3 %
Nettovelkaantumisaste	297,2 %	152,6 %	100,8 %	73,9 %	253,6 %	17,0 %	8,4 %	9,0 %	-11,9 %

Osakelukuja	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS (oikaistu)						0,22	0,32	0,42	0,55
Osinko / osake						0,03	0,11	0,15	0,19
Omapääoma / osake						0,83	1,11	1,42	1,83

Lähde: Inderes

*Luvut vuosilta 2014-2018 on laskettu yhteen Feelia ja Real Snacks (ei pro forma).

Fodelia-konsernin arvonmäärityksen yhteenveto

Osien summa –laskelma auttaa hahmottamaan, mistä konsernin arvo muodostuu

Feelian osakekannan arvo itsenäisenä yhtiönä (arvohaarukka 21-41 MEUR)

Aiemmin tässä raportissa esitetyn Feelian arvonmäärityksen perusteella saimme sen osakekannan arvoksi eri menetelmiä käyttämällä melko leveän haarukan 21-41 MEUR. Näistä laskettu keskiarvo oli 28 MEUR ja sitä voidaan pitää ns. ”perusskenaariona”. Haarukan leveys johtuu siitä, että Feelian absoluuttinen tulostasoa on vielä matala, mutta tuloskasvuennusteet (ja – näkymät) ovat lähivuosille erittäin kovat. Yhtiön liiketoiminta on myös vielä hyvin aikaisessa vaiheessa, joten sille ei voida hyväksyä kovinkaan korkeita (verrokkiryhmän tasolla olevia) suhteellisia arvostuskertoimia. Jos Feelia pääsee ennusteidemme mukaiseen suoritukseen vuonna 2020 (liikevoiton kasvuennuste noin 70 %) ja vuonna 2021 (liikevoiton kasvuennuste noin 26 %), laskee se merkittävästi koviin kasvuodotuksiin liittyvää epävarmuutta ja tukee yhtiön suhteellisen arvostuksen nousua lähemmäs kansainvälistä verrokkiryhmää. Tällä tavalla tuloskasvun ja hyväksytyjen arvostuskertoimien nousu tukisi Feelian osakekannan arvon nousua lähemmäs arvohaarukamme ylärajaa (41 MEUR).

Real Snacksin osakekannan arvo itsenäisenä yhtiönä (arvohaarukka 3,0-4,5 MEUR)

Aiemmin tässä raportissa esitetyn Real Snacksin arvonmäärityksen perusteella saimme sen osakekannan arvohaarukaksi eri menetelmiä käyttäen 3,0-4,5 MEUR. Real Snacksin arvo on selvästi Feeliaa pienempi ja sen takia Fodelian arvon kehitys pohjautuu pitkälti siihen, miten hyvin Feelian liiketoiminta tulevina vuosina kehittyy.

Mielestämme Real Snacksin mahdollisuudet kehittää arvoa huomattavasti näiltä tasoilta korkeammaksi itsenäisenä yhtiönä ovat nihkeät ottaen huomioon vaikean paikan arvoketjussa (2/3 liikevaihdosta private label –valmistusta), suuren riippuvuuden yhtiön isoimmista asiakkaista, voimakkaasti kilpaillun toimialan ja omien brändien menestymiseen liittyvän kysymysmerkin. Näistä syistä Real Snacksin arvo voisi mielestämme olla paljon suurempi toisen teollisen omistajan käsissä (mm. Orkla), ja olemme käyneet tätä vaihtoehtoa läpi ns. ”Pipers Crisps –optiossa” (sivu 29).

Konsernihallinnon kulut (Fodelia Oyj) laskevat kokonaisuuden arvoa noin 4,0 MEUR:lla

Emoyhtiö Fodelia Oyj on synnytetty toimimaan suomalaisten elintarvikeyhtiöiden holdingyhtiönä. Konsernihallinnossa työskentelee toimitusjohtaja Mikko Tahkola ja talousjohtaja Kati Kokkonen. Emoyhtiö tarjoaa tytäryhtiöille ylimmän johdon lisäksi erilaisia palveluita (taloushallinto, HR- ja IT-palvelut, markkinointipalvelut jne.). Johto on arvioinut konsernihallinnon kulujen olevan 0,4 MEUR/vuosi sisältäen ylimmän johdon palvelut, ulkoisten palvelujen lisääntyvän käytön sekä First North-listayhtiön kustannukset. Jos oletamme, että johdon arvio kuluista pitää paikkansa, voimme diskontata niiden negatiiviset kassavirrat tähän päivään ja näin saamme emoyhtiön kuluille -4,0 MEUR:n nykyarvon.

Listautumisannista 3,6 MEUR:n nettovarot

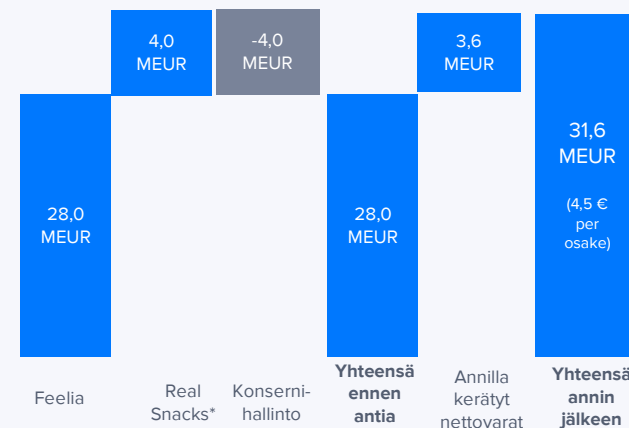
Fodelia keräsi listautumisannissa 3,6 MEUR:n nettovarot, mitkä olemme nyt ottaneet huomioon osien summa-laskelmissamme määrittellessämme listautumisannin jälkeistä arvonmääritystä.

Fodelian osakekannan arvo eri menetelmillä osien summa –laskelma (MEUR):

Konsernin osa	Alaraja	Keskiarvo	Ylärajaa
Feelia Oy	21,0	28,0	41,0
Real Snacks Oy	3,0	4,0	4,5
Fodelia Oyj (emo)	-4,0	-4,0	-4,0
Annin nettovarot	3,6	3,6	3,6
Konserni yhteensä per osake	23,6	31,6	45,1

Tavoitehintamme 5,5 euroa asetettu arvohaarukan keskiarvon ja ylärajan väliin.

Osien summa –laskelmien keskiarvo käyttäen eri arvonmääritysmenetelmiä:



*Real Snacksin arvo itsenäisenä yhtiönä on mielestämme selvästi alhaisempi kuin mitä se voisi olla toisen teollisen ostajan (mm. Orkla) käsissä. Real Snacksin piilevä arvo voisi tulla paremmin esiin potentiaalisessa yritysjärjestelytilanteessa (kts. s.29 ja ”Pipers Crisps –optio”).

Fodelia-konsernin arvonnäytteen yhteenveto

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtoihin perustuva DCF-laskelmamme antaa Fodelian oman pääoman arvoksi listautumisannin jälkeen 38,9 MEUR (5,5 euroa per osake). Olemme nyt lisänneet mallimme annissa kerätyt nettovarot ja laskeneet hieman pääoman kustannusta erittäin hyvin sujuneen listautumisen ja positiivisen sijoittajakysynnän vuoksi. Ennustemallissamme 2019-2022 liikevaihdon keskimääräinen vuosikasvu on voimakasta (30 %/v.), kun yhtiön keskipitkän aikavälin tavoite on noin 25 %. Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme 15 %:n tasolta 5 %:n tasolle 2023-2027. Terminaalijakson kasvu on 2,5 %. Mallissamme EBIT-marginaali pysyy 2019-2022 välillä 9,9 %-10,6 % (yhtiön keskipitkän aikavälin tavoite yli 10 %). Tämän jälkeen EBIT-marginaali laskee (2023-2027) 10 %:sta 7 %:iin. EBIT-marginaaliennusteemme terminaalijaksolle on 7 %. Mallissa käytetty pääoman kustannus (WACC) on 9,4 % ja terminaalijakson osuus rahavirroista 50 %.

Arvostuskertoimet

Fodelian liiketoiminnot ovat on vielä hyvin pieniä, niiden brändit ovat suurille yleisölle tuntemattomia ja liiketoiminnot ovat keskittyneet lähes täysin Suomen haastaville elintarvikemarkkinoille. Molemmilla tytäryhtiöillä on vielä melko lyhyeltä ajalta näyttöjä vahvoista kasvu- ja kannattavuuskehityksistä ja yhtiöllä on vielä paljon todistettava siitä, voidaanko toimintaa tehdä yhtä kannattavasti myös isommassa mittakaavassa. Em. tekijät sekä epävarmuus liittyen tulevien vuosien kasvuennusteisiin puoltavat sitä, että Fodeliaan sijoittaville tahoille tuottovaatimus tulisi olla korkea.

Fodelian ensimmäisen kaupankäyntipäivän yli 20

%:n kurssinousun jälkeen, yhtiön markkina-arvo on 37 MEUR. Ennusteillamme arvostuskertoimet ovat tälle vuodelle korkeat (P/E 24x, EV/EBIT 19x). Nykyiselle tulostasolle jääminen ei siten voisi mitenkään perustella Fodelialle tällaista arvoa, vaan markkina-arvoon on leivottu sisään jo merkittävät tuloskasvuodotukset. Kertoimet laskevat vahvan tuloskasvun myötä nopeasti ja arvostuskuva muuttuu jo vuonna 2020 selvästi houkuttelevammaksi. Vuoden 2020 ennusteillamme kertoimet (P/E 16x ja EV/EBIT 12x) ovat mielestämme jo Fodelian kaltaiselle yhtiölle hyväksyttävät ja ne sisältävät noin 5-20 %:n alennuksen verrokkiryhmään nähden. Jos/kun näytöt ennustamamme tuloskasvun saavuttamisesta lisääntyvät, se antaa sijoittajille luottamusta yhtiötä kohtaan ja tukee siten arvostuksen nousua lähemmäs verrokkien tasoa.

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Olemme keränneet Fodelialle pörssilistatuista elintarvikeyhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän, joka koostuu osittain kotimaisista toimijoista (mm. Apetit ja Raisio), mutta mukana on myös isoja kansainvälisiä toimijoita (mm. Orkla ja Nestle). Verrokkiryhmän mediaani P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat noin 19x ja 17x. Fodelia on tämän vuoden ennusteilla arvostettu verrokkiryhmän yläpuolelle, mutta nopean tuloskasvun ansiosta se muuttuu alennukseksi 2020. Verrokkiryhmän EV/Sales-kertoimet ovat 2,1x, joihin verrattuna Fodelia arvostetaan 14-38 %:n alennuksella. Verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 16x. Tämän vuoden heikolla tuloksella Fodelia arvostetaan preemiolla verrokkiryhmään nähden, mutta vuonna 2020 alennus on jo 20 %.

Fodelian arvostuskertoimet ensimmäisen pörssipäivän (26.11.2019) jälkeen, kun osakekurssi on 5,20 euroa ja markkina-arvo 37 MEUR:

Mukana ennusteissamme nyt:

- Uusi osakemäärä yhteensä 7,05 milj. kpl
- Annissa kerätyt 3,6 MEUR:n nettovarot
- Kertaluonteiset listautumisantiin liittyvät kulut vuodelle 2019 (noin -0,9 MEUR)

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,20	5,20	5,20
Osakemäärä, milj. kpl	7,05	7,05	7,05
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	38	37	38
P/E (oik.)	24,1	16,3	12,3
P/E	59,1	16,3	12,3
P/Kassavirta	9,0	59,6	58,9
P/B	6,3	4,7	3,6
P/S	1,8	1,3	1,0
EV/Liikevaihto	1,9	1,3	1,0
EV/EBITDA (oik.)	23,4	10,7	8,2
EV/EBIT (oik.)	18,7	12,5	9,8
Osinko/tulos (%)	35,0 %	35,0 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,6 %	2,1 %	2,8 %

Lähde: Inderes

DCF-kassavirtalaskelma

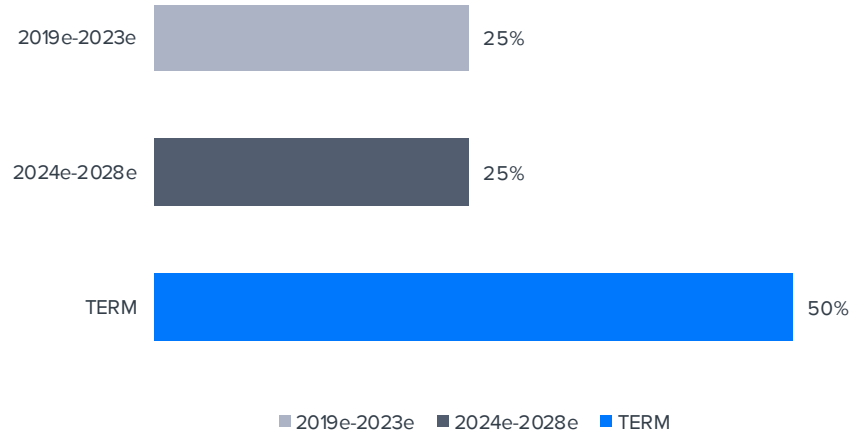
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	1,6	1,1	3,0	3,8	4,9	5,4	5,2	5,3	5,2	4,4	4,5	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,5	0,5	0,7	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	
- Maksetut verot	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	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	-1,1	0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	0,7	1,8	2,2	3,2	4,3	4,9	4,8	4,8	4,7	4,2	4,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,9	-2,0	-1,6	-2,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,8	-0,4	0,6	0,6	3,6	4,2	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	
+/- Muut	0,0	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,8	4,1	0,6	0,6	3,6	4,2	4,2	4,2	4,1	3,6	3,8	48,8
Diskontattu vapaa kassavirta		4,0	0,6	0,5	2,7	2,9	2,6	2,4	2,2	1,7	1,7	21,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		43,0	39,0	38,4	37,9	35,2	32,3	29,7	27,3	25,1	23,3	21,7
Velaton arvo DCF		43,0										
- Korolliset velat		-5,1										
+ Rahavarat		1,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		38,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	3,75 %
Likviditeettipreemio	3,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Arvostus verrokkiryhmään nähden

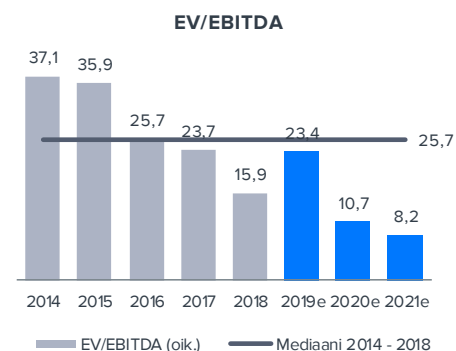
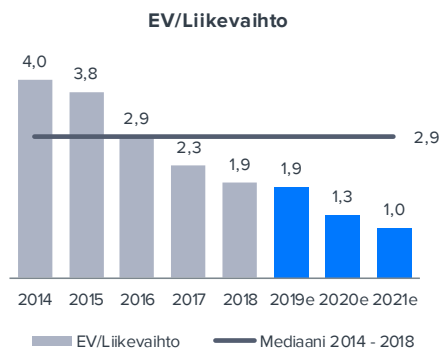
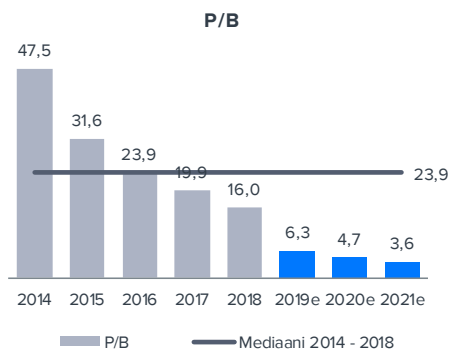
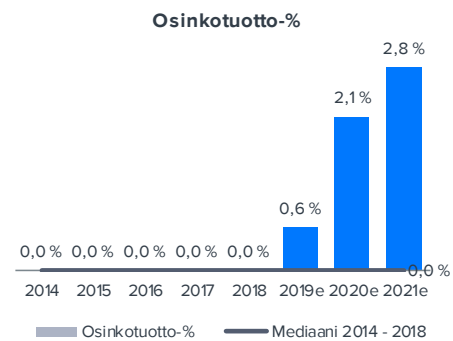
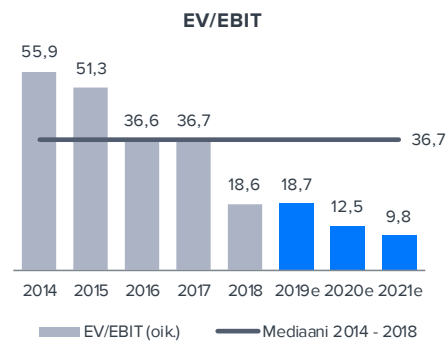
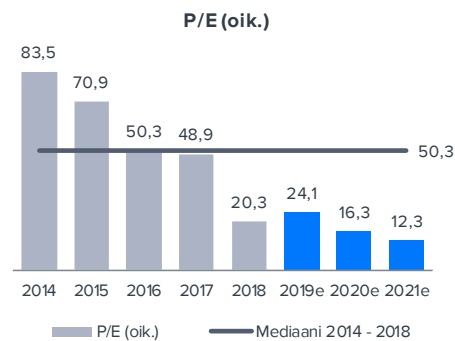
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Apetit Oyj	7,90	50	57		11,4	14,2	11,4	0,2	0,2		17,2	5,1	5,1	0,5
Atria Oyj	9,32	178	452	14,8	11,0	5,2	4,7	0,3	0,3	13,7	10,7	4,8	5,3	
Raisio Oyj	3,58	590	492	16,4	15,9	13,5	12,9	2,1	2,0	21,7	21,7	4,2	4,5	2,1
HKScan Oyj	2,60	243	568		37,9	7,9	6,6	0,3	0,3					
Orkla ASA	87,88	8710	9601	19,3	18,1	14,6	13,9	2,2	2,2	22,5	20,7	3,0	3,1	2,6
Danone SA	74,86	51213	64888	16,9	15,6	13,5	12,5	2,6	2,5	19,5	17,7	2,8	3,0	2,8
Cloetta AB	31,36	836	1069	15,6	14,1	11,0	10,3	1,7	1,7	19,0	16,2	3,6	4,0	2,2
Nestle SA	104,00	282051	317596	21,6	20,5	17,3	16,6	3,7	3,7	23,6	21,9	2,6	2,7	5,7
Kellogg Co	65,29	19927	27175	16,9	16,5	13,3	13,0	2,2	2,3	16,6	16,0	3,6	3,7	6,8
Kraft Heinz Co	30,67	34441	60310	13,2	13,8	11,0	11,4	2,7	2,7	11,1	12,0	5,2	5,2	0,7
Fodelia (Inderes)	5,20	37	38	18,7	12,5	23,4	10,7	1,9	1,3	24,1	16,3	0,6	2,1	6,3
Keskiarvo				16,8	17,5	12,2	11,3	1,8	1,8	18,5	17,1	3,9	4,0	2,9
Mediaani				16,7	15,7	13,4	11,9	2,1	2,1	19,2	17,2	3,6	4,0	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				13 %	-21 %	74 %	-11 %	-14 %	-38 %	25 %	-5 %	-84 %	-46 %	166 %

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

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	5,20	5,20	5,20	5,20
Osakemäärä, milj. kpl	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	7,05	7,05	7,05	7,05
Markkina-arvo	26	26	26	26	26	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)	27	27	27	27	30	38	37	38	35
P/E (oik.)	83,5	70,9	50,3	48,9	20,3	24,1	16,3	12,3	9,5
P/E	83,5	70,9	50,3	48,9	20,3	59,1	16,3	12,3	9,5
P/Kassavirta	neg.	48,5	53,1	52,4	neg.	9,0	59,6	58,9	10,3
P/B	47,5	31,6	23,9	19,9	16,0	6,3	4,7	3,6	2,8
P/S	3,8	3,6	2,8	2,2	1,7	1,8	1,3	1,0	0,8
EV/Liikevaihto	4,0	3,8	2,9	2,3	1,9	1,9	1,3	1,0	0,8
EV/EBITDA (oik.)	37,1	35,9	25,7	23,7	15,9	23,4	10,7	8,2	6,0
EV/EBIT (oik.)	55,9	51,3	36,6	36,7	18,6	18,7	12,5	9,8	7,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	2,1 %	2,8 %	3,7 %

Lähde: Inderes



*Luvut vuosilta 2014-2018 on laskettu yhteen Feelia ja Real Snacks (ei pro forma).

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.

Pääosa tuloksesta on tarkoitus investoida tulevina vuosina kasvuun

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 tai yritysosto voisi 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

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavaa arvonmäärittämismenetelmää: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.11.2019	Lisää	5,50 €	5,20 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**