

# Apetit

Laaja raportti

9/2020

# Odotettu tulosparannus näkyy jo osakekurssissa

Apetit on viime vuosina divestoinut tappiollisia toimintojaan ja tehnyt positiivisen tuloskäänteen. Uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet (2020-2022) ennakoivat positiivisen trendin jatkuvan ja ennusteemme sisältävät merkittävän tulosparannuksen viime vuosina nähdyltä heikolta tasolta. Odotettu tulosparannus näkyy jo osakkeen hinnassa, eikä kovan tuloskasvun sisältävien ennusteidemme mukainen tuotto/riski –suhde ole mielestämme riittävä positiiviselle suositukselle. Toistamme siten vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 9,0 euroon (aik. 8,8 euroa).

## Liiketoimintaportfoliota on siivottu, uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet asetettu ja tuloskäännä näkyy jo

Apetit on suomalainen elintarvike-yhtiö, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiöllä on kolme eri liiketoimintaa: Viljakauppa (60 % liikevaihdosta), Öljykasvituotteet (22 %) ja Ruokaratkaisut (20 %), joilla se teki vuonna 2019 liikevaihtoa 297 MEUR ja liiketulosta -4,8 MEUR. Apetitin tulos on ollut viimeiset kuusi vuotta tappiollinen tai lähellä nollaa, kun eri liiketoiminnot ovat vuoron perään kohdanneet erilaisia haasteita. Apetit on viime vuosina divestoinut tappiollisia tai heikosti kannattavia liiketoimintoja (kala-, tuoretuote- ja palvelutoriiliiketoiminta) ja tehnyt isoja investointeja kapasiteetin lisäykseen, T&K-toimintaan ja tehokkuuden parantamiseen. Uusia avauksia on tehty myös viennissä (mm. ICA-keijuun Ruotsissa). Uusi johto on antanut hyviä näyttöjä positiivisesta tuloskäänteestä H1'20 aikana, mutta tulos on edelleen vaatimattomalla tasolla ja taloudellisiin tavoitteisiin on pitkä matka. Apetit julkisti toukokuussa uuden strategian ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2020-2022. Yhtiö tavoittelee 14 MEUR:n käyttökate (2022) ja sijoitetun pääoman tuottotavoite (ROCE) on yli 8 %. Näiden saavuttaminen vaatii kovan työn, sillä 2019 jatkuvien toimintojen käyttökate oli 0,8 MEUR ja ROCE -4,0 %. Vuoden 2022 EBITDA-ennusteemme on 12,3 MEUR, mikä on hieman tavoitteen alapuolella.

## Vahva tase tarjoaa mahdollisuuden investoinneille ja potentiaalisille yritysjärjestelyille

Apetitilla on vahva tase (Q2'20 omavaraisuus 69 % ja gearing -5 %). Yhtiö on viime vuosina käyttänyt vahvaa tasettaan ja investoinut mm. Säkylän uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon, Kirkkonummen öljynpuristamon bioenergiailaitokseen sekä T&K:hon. Näillä investoinneilla yhtiö on pyrkinyt parantamaan liiketoimintojensa kilpailukykyä (joka pääsi 2010-luvulla rapistumaan), vastaamaan nopeasti kasvavien tuotekategorioiden kysyntään ja pienentämään yhtiön hiilijalanjälkeä sekä energiakustannuksia. Vahva tase antaa aikaa kääntää liiketoimintaa parempaan suuntaan, tarjoaa selkänjojaa myös tulevan strategiakauden vaatimille investoinneille ja antaa mahdollisuuden erilaisiin yritysjärjestelyihin. Apetitin vuotuinen investointitarve on melko suuri ja odotamme sen pysyvän 5-10 MEUR:n välillä strategiakauden 2020-2022 aikana. Koska iso osa käyttökateesta joudutaan vuosittain investoimaan takaisin liiketoimintaan, heikentää se omistajille jäävää kassavirtaa ja suosittelemme sijoittajia seuraamaan EBITDA:n lisäksi myös liikevoiton ja nettotuloksen kehittymistä.

## Matala tasepohjainen arvostus, korkea osinkotuotto ja osien summa –laskelma antavat tukea osakkeelle

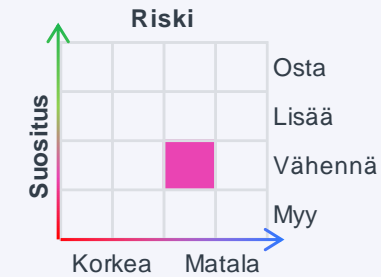
Vaikka ennustamaamme tulosparannukseen ja sen kestävytyteen liittyy vielä merkittävä epävarmuus, ei tulospohjainen arvostus ole erityisen houkutteleva. Ennusteidemme mukaiset 2020 ja 2021 P/E-luvut ovat 23x ja 13x, jotka ovat 30-70 % verrokkiryhmän yläpuolella. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 15x ja 10x. Matala tasepohjainen arvostus (P/B 0,6x) ja hyvä osinkotuotto (5-6 %) antavat kuitenkin tukea osakkeelle. Apetitin liiketoiminnoilla ei ole erityisen vahvoja synergioita keskenään ja yhtiö ilmoitti uudessa strategiassa olevan avoin yritysjärjestelyille, joten kaikki toiminnot ovat periaatteessa jatkuvasti myynnissä. Yhtiön potentiaalista arvoa voi pyrkiä hahmottelemaan osien summa –laskelman kautta, jonka arvoksi saamme noin 14,5 euroa per osake. Apetit-konsernin vallitseva tuloskunto ei pystyisi perustelemaan tällaista osakkeen arvostusta, mutta osien summa –laskelman arvo voisi purkautua mm. onnistuneiden yritysjärjestelyiden kautta.

## Analytiikot



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

## Suositus



## Vähennä

(aik. Vähennä)

**9,00 EUR**

(aik. 8,80 EUR)

**Osakekurssi:**

8,64

**Potentiaali:**

4,2 %

## Ohjeistus

(Ennallaan)

Koko vuoden jatkuvien toimintojen liiketuloksen arvioidaan paranevan vertailuvuodesta (2019: -4,8 MEUR) ja olevan voitollinen.

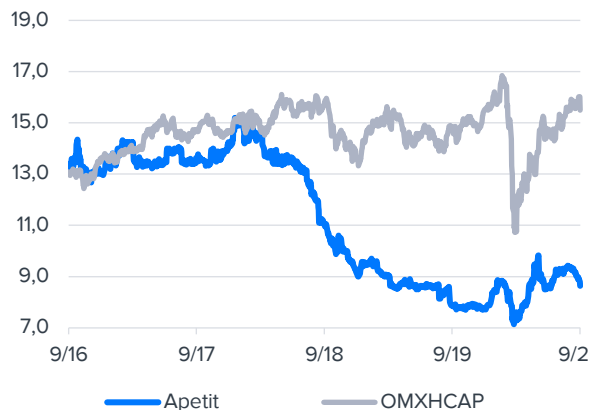
## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	297	305	310	318
<b>kasvu-%</b>	14 %	3 %	2 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	-3,2	3,6	5,4	6,4
<b>EBIT-% oik.</b>	-1,1 %	1,2 %	1,7 %	2,0 %
<b>Nettotulos</b>	-5,4	2,3	4,3	5,3
<b>EPS (oik.)</b>	-0,62	0,38	0,69	0,85

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	22,9	12,5	10,2
<b>P/B</b>	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,2 %	5,2 %	5,8 %	6,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	15,1	10,0	8,1
<b>EV/EBITDA</b>	79,2	5,8	4,9	4,3
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,2	0,2	0,2	0,2

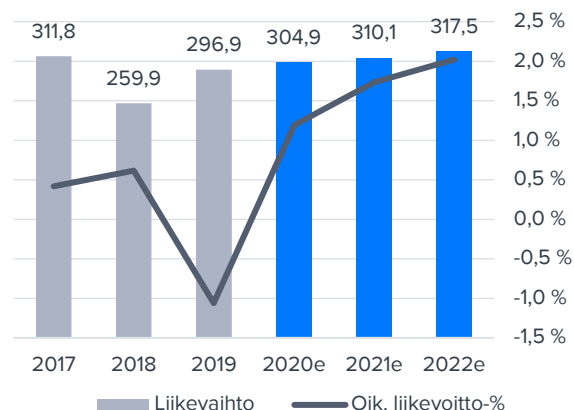
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP  
**54**  
MEUR

Osinko  
**5,2%**  
2020e

EV/EBIT  
**15,1**  
2020e

P/E (oik.)  
**22,9**  
2020e

### Arvoajurit

- Vastuullisesti tuotettu kotimainen ruoka ja tunnettu Apetit-brändi
- Tulevaisuudennäkymät saavat tukea kasvutrendistä, T&K-panostuksista ja investoinneista
- Kansainvälistymisessä on liikevaihtopotentiaalia
- Tulokasvua lähivuosina ajavat myydyt tappiolliset tai heikkokatteiset liiketoiminnot ja tehdyt tehostamistoimet
- Tulokasvua on mahdollista saada merkittävästi, jos satokaudet ovat parempia

### Riskitekijät

- Suomen elintarvikesektorin heikko kilpailukyky
- Riippuvuus satokausien onnistumisesta ja Viljakaupan tulokunnan palauttaminen
- Kaupan alan keskittyminen ja kasvava hintakilpailu
- Heikosti kannattavien liiketoimintojen kääntäminen voitolliseksi
- Uusien tuotelanseerausten ja T&K:n onnistuminen
- Sokerin maailmanmarkkinahinnan lasku ja Sucroksen heikon tulostason kääntäminen takas voitolliseksi

### Arvostus

- Tasepohjainen arvostus on matala
- Pääoman tuotto on kroonisesti heikko
- Vahva tase ja osingonmaksukyky tukevat osaketta
- Markkinoiden luottamus yhtiöön on matala
- Tappiollinen tulos ja kannattavuuskäänteen epävarmuus eivät anna osakkeelle vielä tukea tulos pohjaisen arvostuksen kautta

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	<b>5-6</b>
Viljakauppa-liiketoiminta	<b>7-8</b>
Ruokaratkaisut-liiketoiminta	<b>9-11</b>
Öljykasvituotteet-liiketoiminta	<b>12-13</b>
Osakkuusyhtiö Sucros	<b>14</b>
Liiketoimintamali	<b>15</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>16-17</b>
Historiallinen kehitys	<b>18-20</b>
Ennusteet	<b>21-25</b>
Osakkeen arvostus	<b>26-30</b>
Osien summa -laskelma	<b>31-33</b>
Sijoitusprofiili	<b>34-37</b>
Osaketuoton ajurit	<b>38</b>
Yhteenveto	<b>39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40</b>

# Apetit lyhyesti

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö tarjoaa kasvixista erilaisia ruokaratkaisuja, jalostaa rypistä kasviöljyjä ja rypsipuristeita sekä käy viljakauppaa kansainvälisesti.

## 1950

Perustamisvuosi

## 1989

Listautuminen pörssiin

## 297 MEUR (+14 % vs. 2018)

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2019

## -4,8 MEUR (2018: 0,5 MEUR)

Jatkuvien toimintojen liikevoitto 2019

## 54 MEUR markkina-arvo

Osakekurssilla 8,6 euroa

## 335 hlö (H1'19: 564)

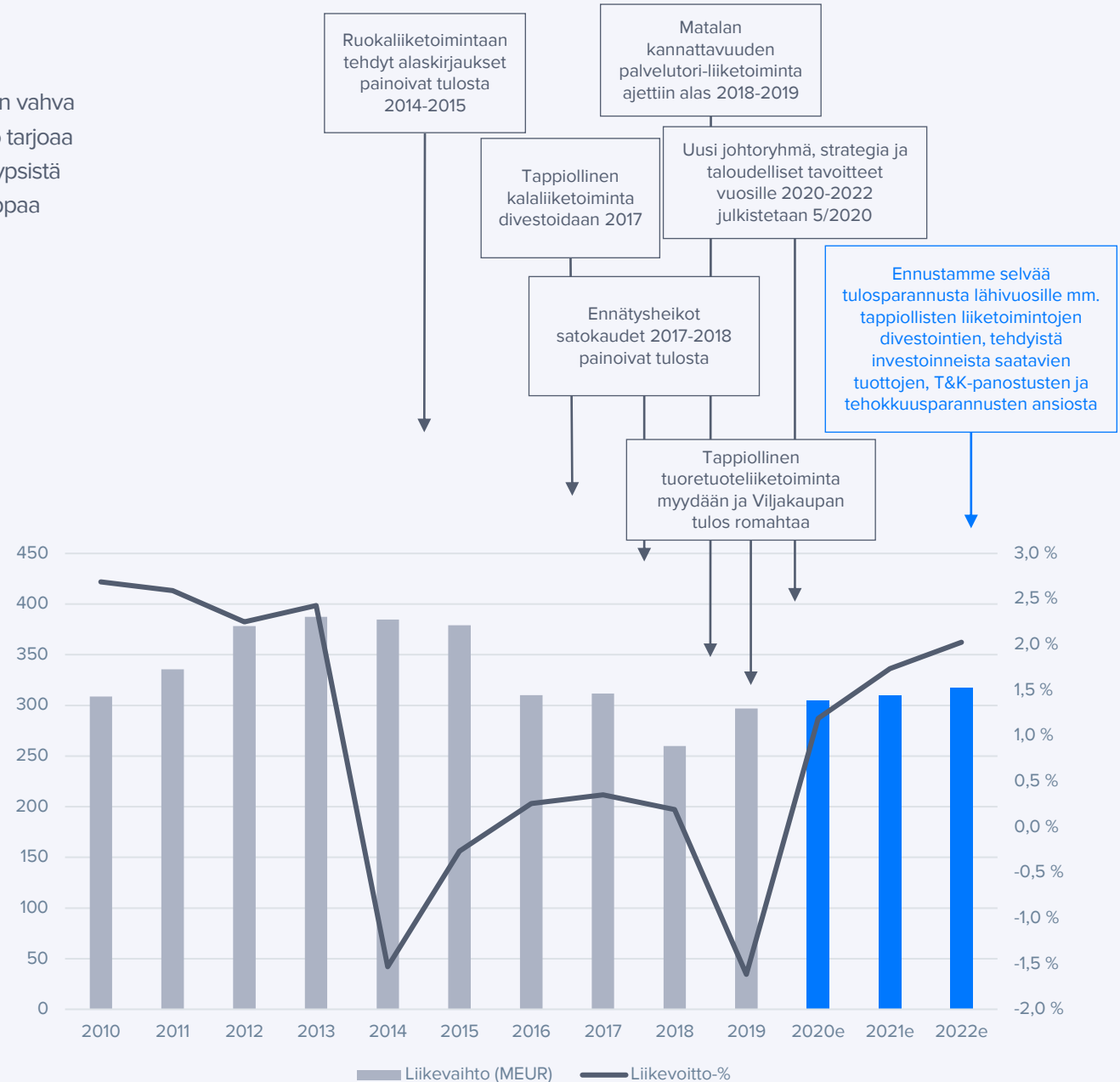
Henkilöstön määrä H1'20 aikana keskimäärin

## 11,5 MEUR (2018: 6,1 MEUR)

Jatkuvien toimintojen bruttoinvestoinnit 2019

## 91 MEUR oma pääoma

Q2'20 lopussa (14,65 euroa per osake)



# Yhtiökuvaus

## Yhtiökuvaus

Apetit on elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö luo kasviksista hyvinvointia tarjoamalla terveellisiä ja arkea helpottavia ruokaratkaisuja. Kasviksia ja ruokapakasteita myydään pääosin Apetit-brändillä, mutta yhtiöllä on valmistusta myös kaupan omille merkeille. Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain jalostaa rypsisistä kasviöljyjä ja rypsipuristeita rehuraaka-aineeksi sekä käy viljakauppaa kansainvälisesti. Apetitin suurimpia markkina-alueita ovat Suomi, Norja, Saksa ja Ruotsi. Vuonna 2019 jatkuvien toimintojen liikevaihto oli 297 MEUR, liiketulos oli -4,8 MEUR ja konsernissa työskenteli keskimäärin 452 henkilöä. Apetitin markkina-arvo nykyisellä 8,6 euron osakekurssilla on 54 MEUR.

## Liiketoimintasegmentit

### Viljakauppa (58 % liikevaihdosta\*)

Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain toimii aktiivisesti vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainemarkkinoilla. Avena harjoittaa viljakauppaa eli toimii välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Yhtiö tarjoaa asiakaspalvelua ja kaupankäynnin työkalut sekä ostajille että myyjille. Päähankinta-alueet ovat Suomi ja Baltia, mutta viljakauppaa käydään kansainvälisesti. Viljakaupan liikevaihto vuonna 2019 oli 195 MEUR ja konsernin ulkopuolelle tästä suuntautui 173 MEUR. Viljakaupan liiketulos vuonna 2019 oli -5,6 MEUR.

### Öljykasvituotteet (22 % liikevaihdosta\*)

Avena on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja rypsipuristeiden tuottaja. Kirkkonummella sijaitseva öljypuristamo hyödyntää

raaka-aineena käyttämistään öljykasvisiemenistä 99,9 % jalostaen niistä tuotteita niin ihmisten kuin eläintenkin ravitsemukseen. Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto vuonna 2019 oli 65 MEUR ja liiketulos oli 1,5 MEUR.

### Ruokaratkaisut (20 % liikevaihdosta\*)

Apetit tuottaa monipuolisesti vihannes- ja ruokapakasteita sekä omalla Apetit-brändillä että kaupan omille merkeille. Suurin osa pakastekasviksista viljellään Apetit-sopimusviljelijöiden tiloilla Satakunnassa. Ruokaratkaisujen liikevaihto vuonna 2019 oli 59 MEUR ja liiketulos oli 2,5 MEUR.

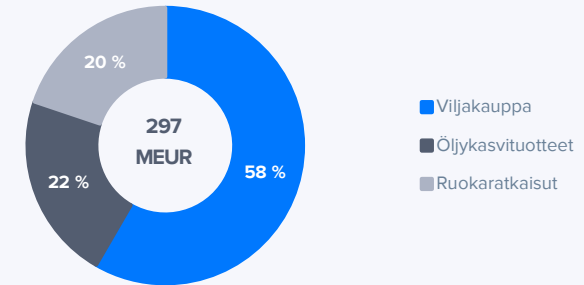
### Kolme tuotantolaitosta

Apetit-konsernilla on kolme tuotantolaitosta. Säskylän tehtaalla valmistetaan kasvis- ja ruokapakasteet. Pudasjärvellä valmistetaan pakastepizzat. Kirkkonummella sijaitsevassa öljynpuristamossa valmistetaan kasviöljyjä ja rypsipuristeita.

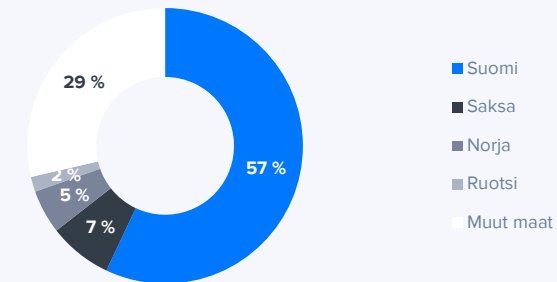
### Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 % Säskylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä. Sucroksen sokeritehdas sijaitsee Säskylän teollisuusalueella, missä toimii myös Apetitin pakastetehtas. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Sucros Oy:n vuoden 2019 lopun nettovarallisuus oli 96 MEUR, josta Apetitin 20 %:n omistusosuuden mukainen arvo oli 19 MEUR. Jos Apetitin Sucros-omistuksen käypä arvo haarakoidaan lähelle sen nettovarallisuutta, muodostaa Sucros-omistus näin merkittävän osan Apetitin markkina-arvosta.

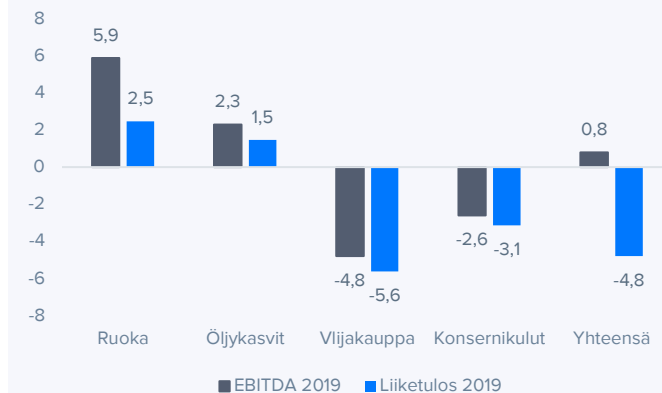
## Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2019\*)



## Myyntin jakauma maittain (2019)



## Tuloksen jakauma segmenteittäin 2019 (MEUR)



\* Jatkuvat toiminnot, konsernin ulkopuolelle suuntautuva liikevaihto 2019.

# Viljakauppa-liiketoiminta 1/2

## Suurin segmentti liikevaihdon perusteella

Apetitin suurin segmentti liikevaihdon perustella on Viljakauppa (58 % konsernin liikevaihdosta). Viljakauppa on tärkeässä roolissa myös konsernin sisäisessä raaka-ainehankinnassa ja osa segmentin myynnistä menee raaka-aineeksi Öljykasvituotteet-segmentin öljynpuristamoon. Viljakauppa-liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2019 oli 195 MEUR. Konsernin ulkopuolelle suuntautuva Viljakauppa-liiketoiminnan liikevaihto oli 173 MEUR.

## Viljakauppaa harjoittaa Avena Nordic Grain

Apetit-konsernissa viljakauppaa harjoittaa Avena Nordic Grain tytäryhtiöineen. Avena on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias. Avena hankkii viljaa viljelijöiltä, hoitaa varastoinnin, logistiikan, dokumentoinnin ja myy eteenpäin pienellä katteella. Keskeisiä kaupankäynnin kohteena olevia raaka-aineita ovat mm. vehnä, ohra, kaura, ruis, rypsi, rapsi ja soijarouhe. Suurin osa hankinnoista tehdään Suomesta ja Baltiasta, mutta kauppaa käydään aktiivisesti myös muilla markkinoilla. Avenan osuus Suomen viljan viennistä on useina vuosina ollut ~40 %, joten sen merkitys Suomen viljan viennistä on suuri.

## Satokausien ja markkinahintojen armoilla

Viljakaupan liikevaihto ja tulos voivat vaihdella rajusti viljan maailmanmarkkinahintojen vaihtelun mukana. Tähän vaikuttavat eri raaka-aineiden kysynnän ja tarjonnan lisäksi mm. satokausien onnistuminen eri markkina-alueilla, viljojen varastotasot sekä muut spekulatiiviset tekijät. Viljakaupassa Avenan toimintamalliin kuuluu johdannaisilla tehdyt hintojen vaihtelujen, valuuttojen ja muiden riskitekijöiden suojaukset,

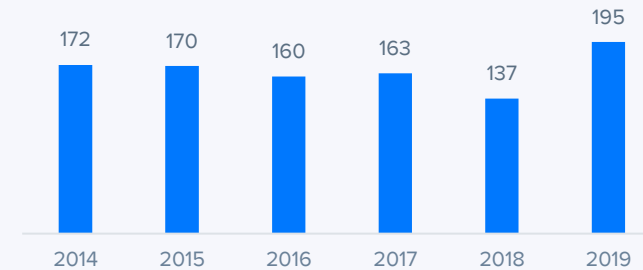
joilla pyritään tasaamaan riskiä ja tulostulovaihteluita. Vuosina 2017-2018 satokaudet olivat poikkeuksellisen huonoja, mikä vaikeutti sekä Viljakaupan että koko Apetitin tuloksentelekykyä. Suomi on perinteisesti ollut ylijäämäinen viljasadosta, mutta 2017-2018 viljasato oli Suomessa niin heikko ettei sitä käytännössä ollut vietäväksi ulkomaille. Tilanne oli poikkeuksellinen ja negatiivinen viennistä riippuvaiselle Avenalle.

## Matalan katteen välitykliiketoimintaa

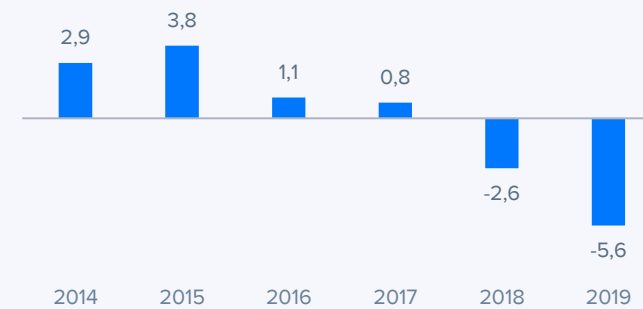
Viljakauppa on matalan katteen välitykliiketoimintaa. Liikuteltavat viljojen tonnimäärät ovat suuria ja sitä kautta liikevaihto muodostuu konsernin mittakaavassa ”hämäävän” suureksi. Apetit ei anna taloudellista ohjeistusta liikevaihdon osalta, koska viljamarkkinoiden hintatason vaihtelut tekevät sen arvioimisesta hyvin vaikeaa ja liikevaihto heiluu merkittävästi kvartaalista ja vuodesta toiseen riippuen esim. siitä, milloin suuret laivalastit lähtevät satamasta.

Viljakaupan liiketulos vuonna 2019 oli -5,6 MEUR. Segmentin tuloskunto on viime vuosina pudonnut jyrkästi, sillä vuosien 2014-2017 aikana Viljakauppa teki vielä positiivista tulosta. Yhtiö laittoi vuosien 2017-2018 tulokset heikkojen satokausien piikkiin. Vuonna 2019 satokausi oli jo normaalin kaltainen ja tulos heikkeni entisestään, mikä sai meidät epäilemään, että Viljakaupassa on myös syvemmälle ulottuvia ongelmia. Viljakaupassa vuoden 2015 liikevoitto oli poikkeuksellisen korkea 3,8 MEUR ja sijoitetun pääoman tuotto (ROCE %) oli 14 %. Tämä on yhtiön lähihistorian onnistunein vuosi ja pidämme tätä ns. täydellisenä suorituksena. Jatkossa voisimme pitää Viljakaupan 2-3 MEUR:n vuotuista liikevoittoa hyvänä tasona.

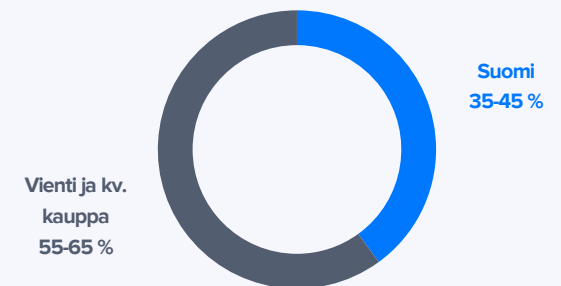
Viljakaupan liikevaihto (MEUR)



Viljakaupan liikevoitto (MEUR)



Myyntin jakauma\* (vaihtelee vuosittain)



\* Lähde: Apetit CMD 2016

# Viljakauppa-liiketoiminta 2/2

## Asiakkaat ja henkilöstö

Avenan tavoitteena on olla viljan ostajien, myyjien, viljelijöiden ja teollisuuden paras kumppani. Avenan päämarkkina-alue on Euroopan unioni, mutta yhtiö käy kauppaa myös muilla markkinoilla. Avena on erityisen aktiivinen Suomessa ja Baltian alueella. Viljakaupan asiakkaita ovat mm. rehu-, mylly- ja muu viljaa käyttävä teollisuus. Viljakauppa on myös tärkeässä roolissa Apetitin sisäisessä raaka-ainehankinnassa.

Viljakaupassa työskenteli keskimäärin 60 henkilöä vuonna 2019. Yhtiön päätoimipaikka on Helsingin Kalasatamassa, mistä toimintoja ohjataan. Suomessa parin ihmisen hankintakonttoreita on puolenkymmentä ja kumppani Viljavan betonisiiloja on vajaalla 20 paikalla. Viljakaupalla on ulkomaantoimipisteitä Virossa, Liettuassa, Latviassa ja Ukrainassa. Avena on keskittänyt toimintojaan Suomen ja Baltian alueelle viime vuosina. Venäjän ja Kazakstanin tytäryhtiöt suljettiin vuoden 2019 aikana tavoitteena liiketoiminnan kannattavuuden parantaminen.

## Investoinnit

Viljakauppa-liiketoiminnan investointivaatimukset ovat matalat ja ne ovat olleet viime vuosina vain joitain satoja tuhansia euroja vuodessa. Tästä syystä myös poistot ovat pienet ja näin käyttökate ja liikevoitto liikkuvat lähellä toisiaan. Vuonna 2015 yhtiö teki poikkeuksellisen ison investoinnin Inkoon viljasataman varastokapasiteetin ja satamainfrastruktuurin rakentamiseksi ja tämä lisäsi oleellisesti viljanvientikapasiteettia. Vuonna 2017 yhtiö investoi mm. digitaaliseen palvelusivustoon (Avenakauppa.fi) ja Viron Muugan satamavaraston laboratorioon.

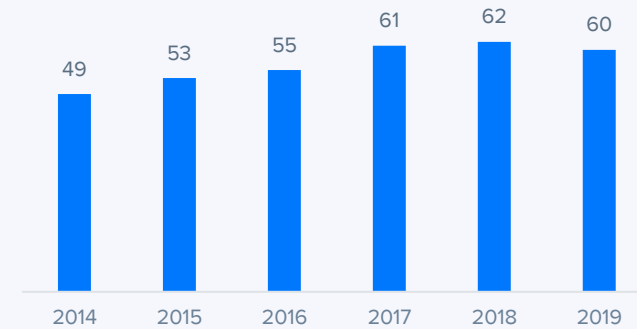
## Liiketoiminnan Suomi-riippuvuus

Viljakaupan toimintamalli on ollut turhan haavoittuvainen sille, että se on niin Suomi-riippuvaista. Tämä näkyi 2017-2018 kahden surkean satovuoden jälkeen korostetusti, kun segmentin tulokunto kärsi, sillä Suomen sadosta ei riittänyt viljaa vietäväksi ulkomaille. Avena on panostanut viime vuosina Baltiaan, jotta riippuvuus Suomen sääolosuhteista pienenee. Liiketoiminta jakautuu Suomen kauppaan, vientiin Suomesta ja kolmansien maiden väliseen kauppaan. Yhtiö voi myös tuoda Suomeen raaka-aineita, mistä täällä on pula. Tämä avaa Avenalle uusia liiketoimintamahdollisuuksia, mikä voi kompensoida huonoja satokausia Suomessa.

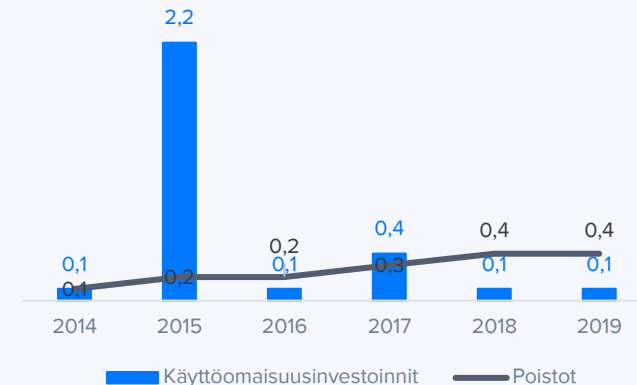
## Viljelijän Avena Berner

Viljamarkkina on Suomessa keskittynyt viime vuosina kolmen pelurin käsiin. Kesko myi K-maatalouden 2017 ruotsalaiselle Lantmannenille ja SOK myi Hankkijan 2013 tanskalaiselle DLA:lle. Näiden yritysjärjestelyjen jälkeen kilpailu viljakaupassa on selvästi lisääntynyt ja tämä on näkynyt negatiivisesti Avenan tulokunnossa. Avena ja Viljelijän Berner päättivät kesällä 2018 vastata tähän tilanteeseen yhdistämällä osto- ja myyntiorganisaationsa tuotantopanos- ja viljakaupassa. Yhteisorganisaation muodostamiseen ei liittynyt yritysjärjestelyjä, vaan toimintamallissa viljanhankintaa tehdään Avenan lukuun ja tuotantopanoskauppaa Bernerin lukuun. Uuden toimintamallin kautta Viljelijän Avena Berner tarjoaa suomalaisille viljelijöille kotimaisessa omistuksessa olevan kumppanin ja mahdollisuuden ostaa tarvikkeita tuotantoa varten ja käydä viljakauppaa yhden luukun periaatteella.

Viljakaupan henkilöstö, keskimäärin



Viljakaupan investoinnit (MEUR)





# Ruokaratkaisut-liiketoiminta 1/3

## Pienin segmentti liikevaihdon perusteella

Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihto vuonna 2019 oli 59 MEUR ja se on tällä mittarilla konsernin pienin segmentti (20 % liikevaihdosta). Segmentin liiketulos oli 2,5 MEUR (EBIT 4,2 %) ja segmentissä työskenteli keskimäärin 260 henkilöä.

## Divestoinnit ovat supistaneet segmentin kokoa

Ruokaratkaisujen liikevaihto vuonna 2017 oli vielä 100 MEUR, mutta sen jälkeen koko on pienentynyt merkittävästi. Apetit myi pitkään tappiota tehneen kalaliiketoiminnan vuonna 2017 ja sen tärkeänä myyntikanavana toimi Apetit palvelutorit, joita löytyi osuuskaupoista (ns. "kalatiskit"). Tämän liiketoiminnan operoimiselle oli kalaliiketoiminnan myynnin jälkeen enää hyvin vähän perusteluja, minkä takia Apetit luopui vaihteittain 2018-2019 aikana matalan katteen palvelutori-liiketoiminnasta. Elokuussa 2019 Apetit myi tappiollisen tuoretuoteliiketoiminnan Greenfood AB:lle, missä mukana siirtyi Helsingin Kivikon tuoretuotteiden tuotantolaitos ja työntekijät Greenfoodin tytäryhtiölle Salicolle. Divestointien jälkeen Ruokaratkaisut-segmentin koko pieneni merkittävästi, mutta kannattavuus parani, sillä myytyjen liiketoimintojen jatkuvat haasteet ja heikko kannattavuus painoivat koko konsernin tuloskuntoa viime vuosina.

## Toiminta koostuu ruoka- ja kasvispakasteista

Ruokaratkaisut koostuu nykyään täysin ruoka- ja kasvispakasteista. Apetit kehittää, valmistaa ja markkinoi pääosin kotimaisista raaka-aineista valmistettuja pakasteita. Tuotteita myydään Apetit-tuotemerkillä, mutta yhtiö tekee myös kaupan omien merkkien valmistusta ja palvelee food

service -kanavaa.

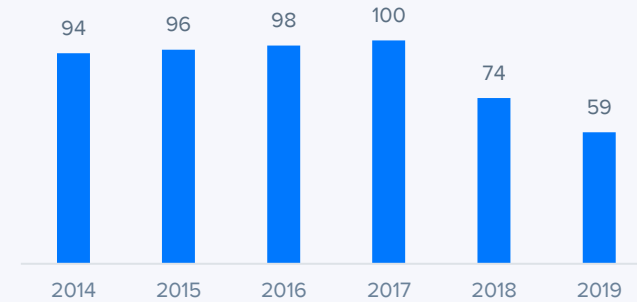
Raaka-aineet hankitaan pitkäaikaisilta sopimustoimittajilta, jotka sijaitsevat pääosin noin 100 km säteellä Säskylästä. Merkittävimmät kotimaiset raaka-aineet ovat peruna, porkkana, herne, pinaatti ja lanttu. Apetitilla on läheiset suhteet omien sopimusviljelijöiden kanssa. Yhtiö käy heidän kanssaan jatkuvaa dialogia tarvittavista raaka-aineista, auttaa heitä tuotannontekijöiden hankinnoissa ja saamaan viljelymailta irti mahdollisimman paljon laadukasta raaka-ainetta.

## Henkilöstö- ja investointipainotteisin segmentti

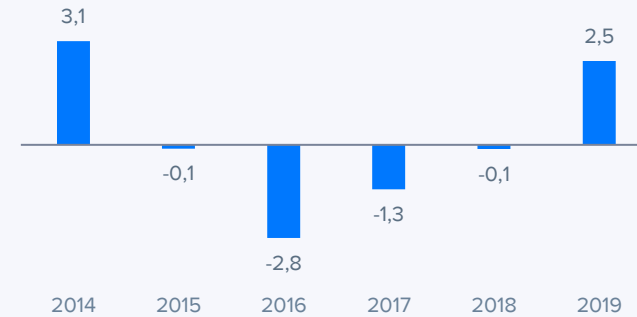
Apetit-konsernilla on kolme tehdasta, joista kaksi kuuluu Ruokaratkaisut-segmentille. Yhtiö valmistaa Säskylän tehtaalla vihannes- ja ruokapakasteita ja Pudasjärven tehtaalla pakastepizzoja. Yhtiöllä oli ennen näiden lisäksi tehdas myös Kivikossa, mutta se siirtyi pois konsernista vuoden 2019 lopussa tuoretuoteliiketoiminnan myynnin yhteydessä. Teollinen tuotanto vaikuttaa luonnollisesti sekä henkilöstön määrään että tehtaiden vaatimiin ylläpito- ja korvausinvestointeihin. Tämän takia ylivoimaisesti suurin osa konsernin henkilöstöstä työskentelee Ruokaratkaisut-segmentissä ja samalla segmentti syö myös suurimman osan konsernin vuotuisista investoinneista.

Ruokaratkaisut-liiketoiminnassa työskenteli vuonna 2019 keskimäärin 260 henkilöä eli valtaosa konsernin jatkuvien toimintojen henkilöstömäärästä. Henkilöstön määrä on viime vuosina laskenut merkittävästi em. divestointien takia. Segmentin heikon kannattavuuden johdosta Ruokaratkaisuissa on toteutettu myös muita tehostamistoimenpiteitä ja yt-neuvotteluita, joiden johdosta kilpailukyky on parantunut.

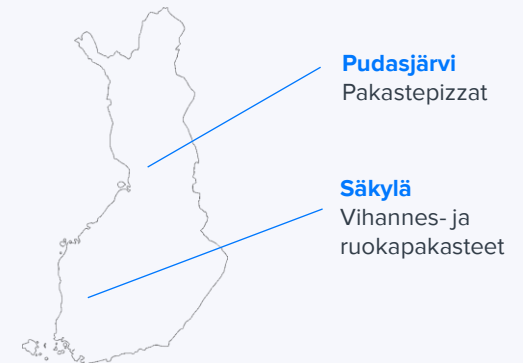
Ruokaratkaisut liikevaihto (MEUR)



Ruokaratkaisut liikevoitto (MEUR)



Ruokaratkaisut-segmentin tuotantolaitokset



## Ruokaratkaisut-liiketoiminta 2/3

Ruokaratkaisut-segmentin investoinnit ovat viime vuosina olleet korkeat. Vuonna 2019 segmentin bruttoinvestoinnit käyttöomaisuuteen olivat 10,0 MEUR ja vuonna 2018 ne olivat 5,0 MEUR. Molempina vuosina investoinnit ylittivät selvästi poistotason. Investoinnit liittyivät mm. Säkylän tehtaan pakastetuotannon kehittämiseen ja yhtiölle valmistui 2019 syksyllä 10 MEUR:n investointi uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon. Uusi linjasto kaksinkertaistaa tuotantokapasiteetin, mahdollistaa uusien tuotteiden valmistuksen kotimaahan ja kansainvälisille markkinoille sekä parantaa tuotannon tehokkuutta.

Kasvis- ja kalapohjaiset pihvit ja pyörykät ovat viime vuosina olleet yksi Apetitin voimakkaimmin kasvavista tuoteryhmistä ja tämä investointi tukee yhtiön mahdollisuuksia vastata tämän hyvin kasvavan segmentin kysynnän kasvuun. Linjasto jouduttiin kuitenkin pitämään koronakeväällä muutamia viikkoja kiinni, sillä se on suunniteltu erityisesti food service –kanavaa varten, jolla on ollut keväällä hyvin haastavat ajat.

Arviomme mukaan Ruokaratkaisut-segmentin investointitaso laskee merkittävästi lähivuosina, jos vertailukohteeksi otetaan investointien huippuvuosi 2019, mutta elintarviketeollisuuden raskaiden investointivaatimusten takia tämä liiketoiminta tulee jatkossakin vaatimaan suurimman osan konsernin investoinneista.

Vaikka Apetitin taloudelliset tavoitteet on sidottu EBITDA:n kehittämiseen, kannattaa sijoittajien etenkin Ruokaratkaisut-segmentissä seurata myös liikevoiton kehittymistä. Tämä johtuu siitä, että liiketoiminta on käyttökäteen osalta tehnyt kohtalaisen hyvää tulosta useina vuosina, mutta suuri osa segmentin käyttökäteestä joudutaan

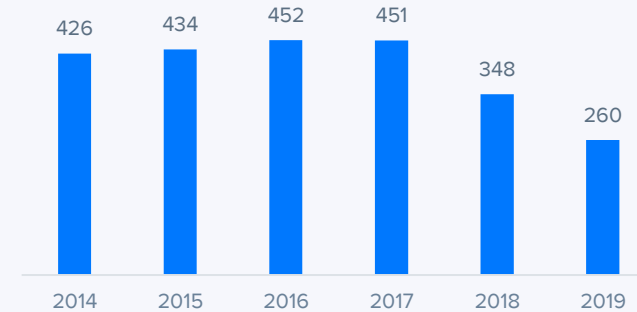
investoimaan takaisin liiketoimintaan, jotta se pysyy kilpailukykyisenä. Tämän takia käyttökäteestä ei jää paljoa jaettavaksi omistajille.

### Päivittäistavarakaupan keskittyminen tekee markkinasta haastavan

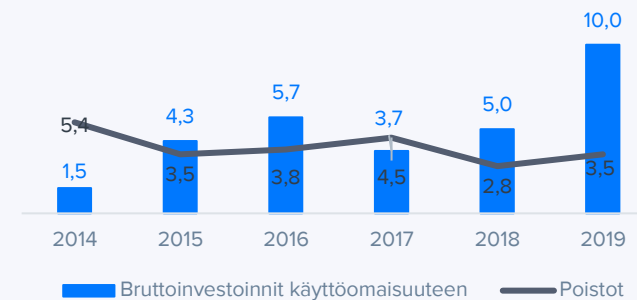
Ruokaratkaisut-liiketoimintaa harjoitetaan pääosin Suomessa. Yhtiö on uuden strategian mukaisesti hakemassa kasvua ulkomailta, mutta Suomi on edelleen segmentin selvästi suurin toimintamaa ja tulee varmaankin olemaan näin myös pitkään tulevaisuuteen. Yhtiö ei ole avannut tarkemmin liikevaihdon jakaumaa päivittäistavarakaupan ja food servicen välillä, mutta arvioimme PT-kaupan tuovan selvästi suurimman osan liikevaihdosta. Segmentin tuloskehitys on siten riippuvainen Suomen talouden tilasta, päivittäistavarakaupan kehityksestä ja kuluttajan ostovoimasta.

Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on sen vahva keskittyminen kahdelle suurelle toimijalle. Vuonna 2019 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä 18,6 miljardia euroa, joista S-ryhmän markkinaosuus oli 46,2 % ja K-ryhmän 36,5 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 9,6 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 93 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä tarkoittaa, että Apetit ja muiden toimijoiden on pitkälti alistuttava ketjujen ehtoihin. Apetit pyrkii painottamaan tässä asetelmassa vahvojen brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Monissa tuotekategorioissa Apetit on ainoa kotimainen vaihtoehto, mikä hieman parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa.

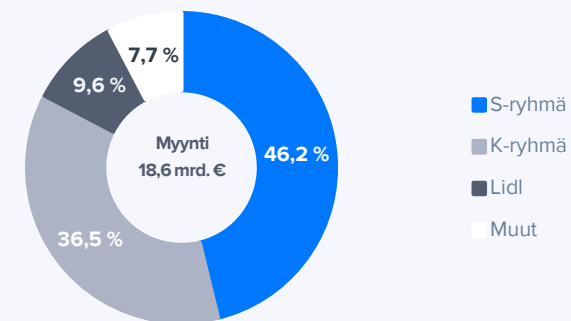
Ruokaratkaisut henkilöstö keskimäärin



Ruokaratkaisut investoinnit (MEUR)



Suomen PT-kaupan markkinaosuudet 2019



# Ruokaratkaisut-liiketoiminta 3/3

## Päivittäistavarakaupan kasvu vaikuttaa Ruokaratkaisut-segmentin kehitykseen

Tilastokeskuksen mukaan päivittäistavarakaupan vuosikasvu on Suomessa vaihdellut viimeisen vuosikymmenen ajan -2 %:n ja +8 %:n välillä. Kasvu oli alkuvuonna 2020 erittäin voimakasta ja koronapandemia kasvatti päivittäistavarakaupan myyntiä Q1:llä 5,7 % ja Q2:lla 8,6 %. Ruokaratkaisut-segmentin myynnistä suurin osa tulee Suomesta ja tästä pääosa tapahtuu päivittäistavara-kauppojen kautta. Tästä johtuen Ruokaratkaisut-segmentin kehitykseen vaikuttaa selvästi se, että miten hyvin Suomen päivittäistavarakaupan myynti kehittyi.

Apetitin Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihto laski H1'20 aikana 1 % edellisvuodesta 29,6 MEUR:oon. Apetitin liikevaihto on siis kehittynyt selvästi päivittäistavarakaupan myyntiä heikommin. Tämä kuitenkin selittyy sillä, että vertailukauden luvuissa oli vielä mukana palvelutoriliiketoimintaa ja food service –kanavan myynti laski merkittävästi ravintoloiden sulkeutuessa ja muiden julkisten palveluiden, kuten koulujen ja päiväkotien toiminnan supistuessa.

## Kaupan neuvotteluvoima, private label ja ulkomainen kilpailu ovat uhkatekijöitä

Apetitin merkittävimpiä kilpailu-uhkia suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi ovat kaupan omat merkit (mm. Pirkka, Euroshopper, Rainbow, Kotimaista ja Eldorado). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuoden 2020 Q1:llä PTY:n tilastojen mukaan 24 %. Vaikka kaupan omien merkkien suhteellinen osuus on noussut viimeisen vuosikymmenen aikana trendinomaisesti, on kehitys ollut melko rauhallista ja private label –

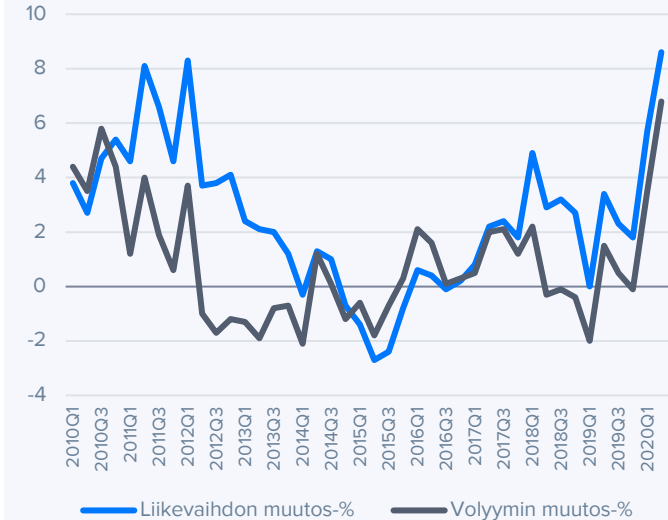
tuotteiden osuus on Suomessa vielä melko matala verrattuna useihin muihin Euroopan maihin.

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

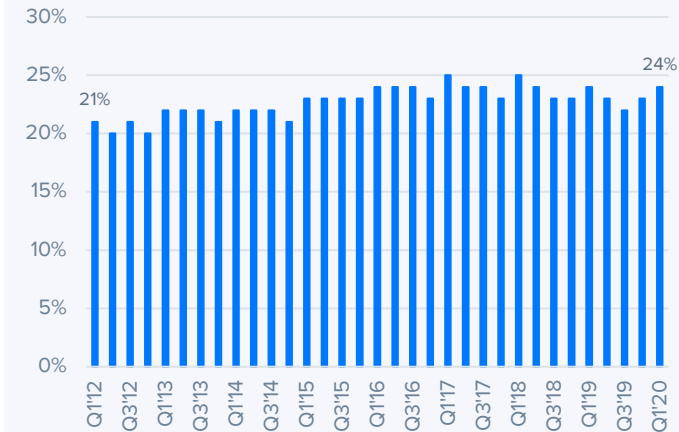
## Apetit hakee Ruotsista uusia kasvupolkuja mm. ICA-ketjun kautta

Apetitin uuden 2020-2022 strategian yhtenä painopistealueena on hakea vahva jalansija Ruotsista. Yhtiön tarkoitus on syventää olemassa olevia asiakkuuksia ja rakentaa myös uusia asiakkuuksia. Yksi tällainen oli alkuvuonna Ruotsin suurimman kauppaketju ICA:n kanssa tehty sopimus, jossa maaliskuusta 2020 alkaen kahdeksan Apetit-brändillä myytävää pakastetuotetta pääsi ICA:n valikoimiin ja näin pakasteiden vienti kaksinkertaistui. Ruokaratkaisut-segmentin osalta vienti on käsityksemme mukaan vielä pientä (alle 10 % segmentin liikevaihdosta), mutta tähän pyritään saamaan aikaan muutos. Yhtiön mukaan ICA-ketju ottaa lisää Apetitin tuotteita myyntiin syksyllä 2020 ja ainakin strategiakauden alun perusteella Ruotsiin laajentuminen on näyttänyt lupaavia merkkejä.

Suomen päivittäistavarakaupan myynnin kehitys (muutos-%)



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista (%-arvo)



# Öljykasvituotteet-liiketoiminta 1/2

## Toiseksi suurin segmentti

Öljykasvituotteet on liikevaihdolla mitattuna Apetitin toiseksi suurin segmentti. Liikevaihto vuonna 2019 oli 65,0 MEUR (22 % liikevaihdosta) ja se on pysynyt tällä tasolla pitkään. Segmentin liikevoitto vuonna 2019 oli 1,5 MEUR (EBIT 2,3 %) ja henkilöstömäärä oli keskimäärin 48.

## Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

Öljykasvituotteet-liiketoiminnasta vastaava Avena on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja öljykasvipohjaisten rehuraaka-aineiden tuottaja. Öljykasvituotteet valmistetaan Kirkkonummen öljynpuristamossa, joka jalostaa rypsin ja rapsin siemenistä laadukkaita ja korkean jalostusarvon tuotteita kasviöljyiksi ja rypsipuristeiksi kotieläinruokintaan. Kirkkonummen öljynpuristamo sijaitsee erittäin hyvällä sijainnilla keskellä öljykasvien viljely- ja kulutusalueita. Puristamo sijaitsee lähellä satamaa, joten se pystyy ottamaan vastaan tarvittaessa myös tuontiraaka-ainetta.

## Avena ostaa lähes kaiken Suomessa tuotetun rypsin

Kirkkonummen öljynpuristamo käyttää raaka-aineenaan pääosin Suomesta hankittua rypsiä ja rapsia. Avena ostaa aktiivisesti kotimaista raaka-ainetta ja yhtiön tärkeää suhdetta suomalaisen alkutuotantoon kuvaa se, että Avena ostaa ja jalostaa yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsistä. Yhtiöllä on pitkään ollut lähes monopoliasema kotimaisen rypsin ostajana, mikä on taannut vahvan neuvotteluaseman ja kohtuuhintaisen raaka-aineen yhtiön omalle öljynpuristamolle.

Öljykasvituotteet-liiketoiminnassa on ollut

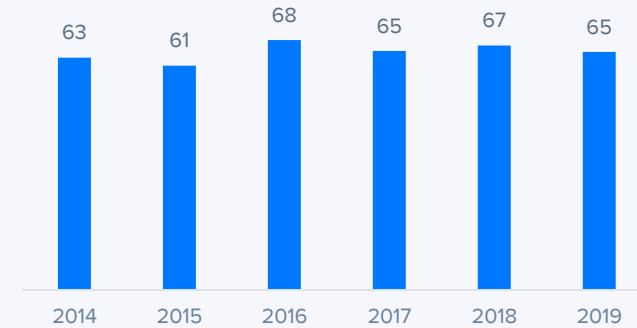
mielestämme Apetitin kaikista liiketoiminnoista vahvin asema on sitten kyse raaka-aineiden hankinnasta, tuotantoprosessin tehokkuudesta tai tuotteiden hinnoitteluvoimasta asiakkaiden suuntaan. Tämän takia se on ollut myös historiassa Apetitin suhteellisesti kannattavin segmentti.

Kirkkonummen puristamon vuotuinen siementarve on selvästi suurempi kuin Suomessa tuotettu rypsi- ja rapsisato. Tämän takia yhtiö joutuu ostamaan myös ulkomaista raaka-ainetta. Puristamon raaka-aineesta normaalisti yli puolet on tullut Suomesta. Apetit on tehnyt pitkäjänteistä ja tavoitteellista työtä lisätäkseen kotimaista rypsin ja rapsin tuotantoa yhteistyössä viljelijöiden ja alan toimijoiden kanssa. Tästä huolimatta öljykasvien viljelyala laski Suomessa vuonna 2019 alimmalle tasolle 40 vuoteen ja vuonna 2020 viljelyala laski vielä 18 % edellisvuodesta ja se jäi noin 30 000 hehtaariin (2019: 36 700 hehtaaria). Öljykasvien viljelyhalukkuus näyttää olevan Suomessa jo huolestuttavan alhainen ja raaka-ainehankintaa joudutaan entistä enemmän hoitamaan ulkomailta.

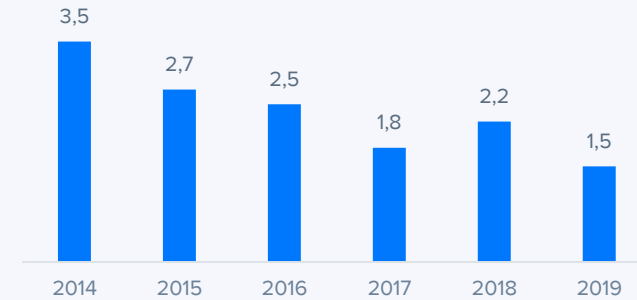
## Suomi on tärkein markkina

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta ~70 % tulee Suomesta ja ~30 % viennistä (pääosin muihin Pohjoismaihin). Segmentin suurimpia asiakkaita ovat elintarviketeollisuus ja rehuteollisuus, jotka muodostavat yhdessä yli 80 % segmentin myynnistä. Näille myydään tavaraa joko irtoöljynä tai suurissa konteissa. Food service –asiakkaille ja kuluttajille myydään pääasiassa erikois- ja pakattuja öljyjä (~10 litran pakkaukset tai pienemmät). Kasviöljyjä myydään ammattilaisille ja kuluttajille Mildola-, Neito- ja Apetit -tuotemerkeillä.

## Öljykasvituotteet liikevaihto (MEUR)



## Öljykasvituotteet liikevoitto (MEUR)



## Öljykasvituotteet-segmentin tuotantolaitos



**Kirkkonummi**  
Kasviöljyt,  
valkuaisrehu

# Öljykasvituotteet-liiketoiminta 2/2

## Kirkkonummen öljynpuristamo

Öljykasvituotteet-segmentin toiminta keskittyy Kirkkonummelle, missä sijaitsee Suomen ainoa suuren mittaluokan öljynpuristamo. Puristamon kapasiteetti on ~130 000 tonnia rypsiä vuodessa. Tehdas on käynyt viime vuosina kapasiteettinsa ylärajoilla, mutta pullonkauloja avaamalla ja pieniä investointeja tekemällä kapasiteettia pyritään jatkuvasti kasvattamaan. Uuden puristamon rakentaminen olisi liian kallis investointi, eikä markkinoille edes kannattaisi rakentaa niin paljon uutta kapasiteettia. Segmentin keinot kasvattaa liikevaihtoa rajoittuvatkin siten lähinnä pyrkimyksiin nostaa tuotannon jalostusarvoa.

## Henkilöstö

Segmentissä työskenteli vuonna 2019 keskimäärin 48 henkilöä. Öljynpuristamo on moderni, tehokas ja pitkälle automatisoitu, minkä takia tuotannossa työskentelevien henkilöiden määrä on pystytty pitämään pienenä. Raaka-aineiden tuonti ja tuotteiden lastaus tapahtuu 3. osapuolten toimesta ja tuotanto-operaattorit, vastaanotto-operaattorit, pakkaamo ja huolto toimivat alle 10 hengen voimin. Segmentissä työskentelee lisäksi myynnin ja markkinoinnin, T&K-, laboratorio- ja öljykasvien hankintaan liittyvää henkilöstöä. Henkilömäärä on kasvanut viime vuosina liikevaihtoa nopeammin, sillä yhtiö on ottanut huoltotoiminnan omaan haltuun, laajentanut korkeamman lisäarvon tuotteiden pakkaamaa ja panostanut uuden rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishankkeeseen.

## Investoinnit

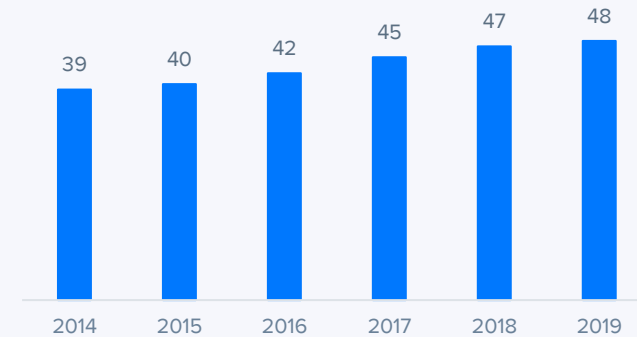
Segmentin investoinnit vuonna 2019 olivat 1,3 MEUR. Viime vuosina segmentin investoinnit ovat

kohdistuneet pääosin öljynpuristamon pakkaamon laajennustöihin ja uuden bioenergialaitoksen rakentamiseen. Yhtiö ilmoitti kesällä 2018 rakentavansa öljynpuristamon yhteyteen 5,2 MEUR:n bioenergialaitoksen, joka korvaa nykyisiin uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisut. Hankkeen on määrä valmistua vuoden 2020 lopussa ja se pienentää merkittävästi koko konsernin energiakustannuksia ja hiilidioksidipäästöjä. Arvioimme segmentin vuotuisen kunnossapitoinvestointitarpeen olevan noin 1-2 % liikevaihdosta eli noin 1 MEUR.

## Rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishanke

Apetit käynnisti vuonna 2017 rypsi-proteiini-ingredientin kehittämishankkeen, jonka tarkoitus oli löytää rypsi-puristeelle uusia korkean jalostusarvon käyttötarkoituksia. Yhtiö sai hankkeelle Tekesin tuen ja projektin tavoite on täysin uuden ravintosisällöltään korkealaatuisen ingredientin kehittäminen elintarvikemarkkinoille. BlackGrain from Yellow Fields –tuotteelle jätettiin 2018 lopussa uusielintarvikelupahakemus Euroopan elintarvikeviranomaiselle. Yhtiö sai elokuussa 2020 luvan myöntämistä puoltavan lausunnon ja päätös uusielintarvikeluvan hyväksynnästä on odotettavissa 2021 alussa. Käsityksemme mukaan Avenan tarkoitus on aloittaa kumppanuusmallilla ja myydä tätä hyviä ravintoarvoja sisältävää jauhetta muille elintarvikeyhtiöille (mm. leipiin, muroihin, patukoihin jne.). Apetit uudessa strategiassa on mainittu tavoite ”luoda malli rypsi-ingredientin kaupallistamiseen”, joka kertoo toiminnan olevan vielä alkuvaiheessa. Tästä voi pitkässä juoksussa tulla segmentille hyvää uutta korkean lisäarvon liiketoimintaa, mutta yhtiön johto on ollut tähän asti projektin potentiaalista melko vähäsanainen.

Öljykasvituotteet henkilöstö, keskimäärin



Öljykasvituotteet, investoinnit (MEUR)



# Osakkuusyhtiö Sucros

## Apetit omistaa 20 % Sucros Oy:stä

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

## Sucroksella on ollut iso rooli Apetitin tuloksessa

Vuodesta 2016 alkaen Apetit on raportoinut Sucroksen 20 %:n tulososuuden liikevoiton alapuolella (osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta). Tätä ennen Sucroksen tulososuus sisältyi Apetitin liikevoittoon. Vuosina 2006-2019 Sucroksen liikevaihto on vaihdellut 112-214 MEUR:n välillä ja tulos on vaihdellut -5 MEUR:n ja +46 MEUR:n välillä. Apetitille kuuluva 20 %:n tulososuus on vaihdellut tarkastelujaksolla -2,7 MEUR:n ja +9,1 MEUR:n välillä ja se on ollut keskimäärin 2,0 MEUR per vuosi. Apetit-konsernin liikevoitto on samalla ajanjaksolla ollut ~5 MEUR per vuosi eli karkeasti noin 40 % Apetit-konsernin tuloksesta on historiallisesti tullut Sucrokselta.

## Sokerin matala hinta painaa Sucroksen tulosta

Sucroksen tulos on riippuvainen sokerin markkinahinnasta. EU:n sokerikiintiöjärjestelmä lakkautettiin 1.10.2017, mikä johti tuotantomäärien kasvuun ja sokerin markkinahinnan laskuun. Sokerin alhainen markkinahinta on vaikuttanut negatiivisesti Sucroksen liiketoimintaan ja vuonna 2019 Sucroksen liikevaihto ja tulos olivat ennätyksellisen huonolla tasolla (liikevaihto 112 MEUR ja nettotulos -2,7 MEUR). Apetit kirjasi Sucrokselta tilikauden 2019 tulokseensa -0,9

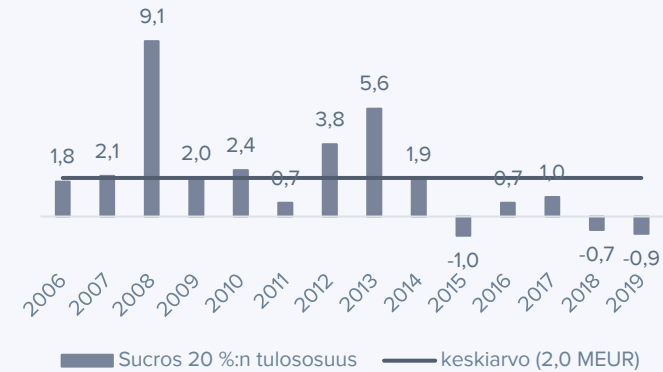
MEUR:n tulososuuden (2018: -0,7 MEUR). Kun otetaan huomioon, että Apetit-konsernin jatkuvien toimintojen liikevoitto vuonna 2019 oli -4,8 MEUR, painoi Sucros tulosta vielä tämän lisäksi enemmän pinnan alle.

Euroopan suurin sokerintuottaja Südzucker on tehnyt viimeiset kaksi vuotta tappiota sokeriliiketoiminnallaan alhaisen markkinahinnan takia, eikä käsityksemme mukaan nykyisessä ympäristössä yksikään sokerintuottaja tee Euroopassa positiivista tulosta. Arvioimme, että vaikeasta markkinatilanteesta seuraava pudotuspeli hoitaa ajan kuluessa tehottomimmat pelaajat pois markkinoilta, minkä jälkeen hinnat palaavat jälleen ”terveelle” tasolle. Se miten kauan tässä kestää, on vaikea arvioida. Tätä odottaessa markkina voi hyvinkin olla Sucroksen kannalta pitkään vaikea ja tulos pysyä alhaisella tasolla.

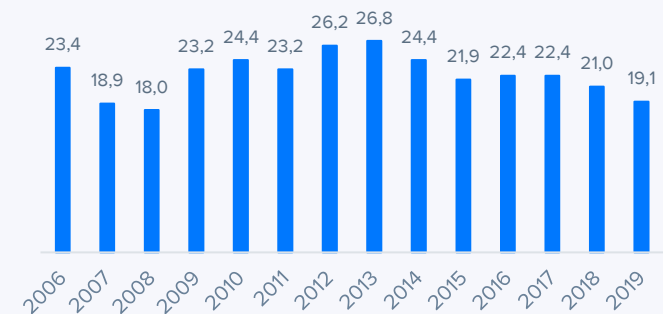
## Sucros muodostaa ison osan Apetitin arvosta

Sucros Oy:n nettovarallisuus vuoden 2019 lopussa oli 96 MEUR, josta Apetit omistusosuuden (20 %) mukainen arvo oli 19,1 MEUR. Apetit arvonmäärityksessä olemme valinneet parhaaksi vaihtoehdoksi käsitellä Sucros-omistuksen arvoa sen nettovarallisuuden pohjalta, joka on pysynyt viimeisen 10 vuoden aikana suhteellisen tasaisena. Tämä tarkoittaa sitä, että Apetit omistusosuuden mukainen Sucroksen nettovarallisuus (19,1 MEUR) jaettuna Apetit 6,2 miljoonalle osakkeelle on noin 3,1 euroa per osake eli yli kolmasosa Apetit nykyisestä 8,64 euron osakekurssista. Tämä sisältää oletuksen, että yhtiö pääsisi irtautumaan halutessaan Sucros-omistuksesta sen kirja-arvolla (P/B 1,0x), mikä voi kuitenkin olla viime vuosien tuloskunnan perusteella ylioptimistinen arvio.

Sucroksen 20 % tulososuus Apetitille (MEUR)



Sucroksen nettovarallisuus (20 %:n osuus)



Sokerin hinta (US\$. Generic 1st "SB" future)





# Liiketoimintamalli

## Konsernissa on eri liiketoimintamalleja

Apetit-konsernin sisältä löytyy erilaisia liiketoimintamalleja ja konsernin kolme eri liiketoimintaa (Viljakauppa, Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet) voidaan jakaa karkeasti kahteen eri kategoriaan pääasiallisen toimintamallin perusteella.

### 1. Välitysliiketoiminta (58 % liikevaihdosta)

Konsernin liikevaihdon näkökulmasta suurin liiketoimintamalli on välitysliiketoiminta. Välitysliiketoiminta koostuu Viljakauppa-segmentistä, joka muodostaa 58 % konsernin liikevaihdosta.

Avena Nordic Grain toimi välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Pienellä organisaatiolla ostetaan viljelijöiltä viljaa ja öljykasveja maailmanmarkkinahinnoilla ja välitetään se ostajalle pienellä katteella. Viljakauppa-liiketoiminnan myyntivolyymit ja liikevaihto ovat riippuvaisia raaka-aineiden markkinahintojen vaihteluista, varastotasosta, satokausien onnistumisesta jne. Liiketoimintaan sitoutuneen pääoman määrä ja liikuteltavat tonnimäärät ovat suuria ja toiminnassa on hyvin ohuet välitystoiminnan katteet. Viljakauppaan liittyvät transaktiot suojataan konsernin riskienhallinnan mukaisesti, millä pyritään tasoittamaan suurimpia riskejä ja tulosheilahteluja eri vuosien välillä.

Matalan katteen välitysliiketoiminnassa on lähes mahdotonta päästä hyviin suhteellisiin kannattavuuslukuihin käyttökate- tai liikevoittotasolla ja liikevoittomarginaali on ollut hyvänäkin vuonna vain 1-2 %:n luokkaa.

Liiketoiminnalla on kuitenkin hyvissä olosuhteissa mahdollista tehdä kohtalaista pääoman tuottoa. Tästä esimerkkinä on vuonna 2015 Viljakaupassa nähty harvinaisen korkea liikevoitto (3,8 MEUR; EBIT 2,2 %), mikä nosti Viljakaupan sidotun pääoman tuoton (ROCE) 14 %:iin. Tämä muodostui kuitenkin liiketoiminnan huippuvuodeksi ja sen jälkeen näistä tasoista on jääty selvästi jälkeen.

Välitysliiketoiminnan lisäksi Viljakauppa-liiketoiminta tarjoaa asiakkaille erilaisia kuljetus-, varastointi- ja hinnoittelupalveluita. Uuden yhteistyön alkaessa Bernerin kanssa, Viljakauppa on muuntautumassa yhä enemmän asiakaspalvelu- ja asiantuntijaorganisaatioksi, mistä viljelijät voivat ostaa kaikki tuotantopanokset ja käydä kauppaa yhden luukun periaatteella.

### 2. Jalostusliiketoiminta (42 % liikevaihdosta)

Jalostusliiketoimintaan kuuluvat Öljykasvituotteet- ja Ruokaratkaisut-liiketoiminnat. Näiden yhdistävä tekijä on se, että ne hankkivat tiiviissä yhteistyössä alkutuotannon kanssa raaka-aineet, joista yhtiö jalostaa omilla tehtaillaan (Säkylä, Pudasjärvi ja Kirkkonummi) erilaisia lisäarvotuotteita. Apetit valmistaa Ruokaratkaisuisia pakasteita vähittäiskauppaan, teollisuuteen ja food service -sektorille. Öljykasvituotteissa valmistetaan matalan lisäarvon rypsipuristeita rehuraaka-aineeksi kotieläinruokintaan ja korkean lisäarvon kasviöljyjä teollisuuteen, ammattikeittäille ja vähittäiskauppaan.

Jalostusliiketoiminnassa Apetitilla on mielestämme parhaat mahdollisuudet pitkällä aikavälillä taloudellisen lisäarvon luontiin, mutta markkina on myös erittäin kilpailtu. Ruokaratkaisut

-liiketoiminnassa yhtiön on oltava koko ajan valmiina uudistumaan kuluttajien preferenssien mukana, kehittämään uusia tuotteita trendien mukana ja valmistaa lyhyempiä tuotantosarjoja kaupan toiveiden mukaan. Tämä tarkoittaa, että Apetitin pitää juosta jatkuvasti lujempaa T&K- ja markkinointipuolella ja lisäksi tehdä suuria vuotuisia investointeja omiin tuotantolaitoksiin, jotta yhtiö pysyy kilpailukykyisenä. Tarve luoda korkeamman lisäarvon tuotteita on näkynyt myös siinä, että Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto on junnannut paikallaan jo vuosia kannattavuuden laskiessa ja yhtiö on alkanut kehittää uutta rypsiproteiini-ingredienttiä kääntääkseen tämän laskevan kannattavuustrendin nousuun.

### Iso liikevaihto, ohuet liikevoittomarginaalit ja kroonisesti heikko pääoman tuotto

Apetit-konsernille ominaista on se, että Viljakaupan suurten volyymien takia konsernin liikevaihto on suuri, mutta välitystoiminnan matalan katerakenteen takia liikevoittomarginaali on hyvin matala. Apetitin liikevoittomarginaali voi Ruokaratkaisuisissa ja Öljykasvituotteissa nousta hyvinä vuosina ~5 %:n tasolle, mutta Viljakaupassa 1-2 % on jo hyvä taso. Viljakaupan suuri suhteellinen osuus vaikuttaa näin koko konsernin suhteellisiin kannattavuuslukuihin. Vain pieni osa konsernin liikevaihdosta on korkean jalostusarvon liiketoimintaa (Ruokaratkaisut ja osa Öljykasvituotteista). Yhtiön teollinen toiminta vaatii liiketoiminnan kokoon nähden suuria vuotuisia investointeja ja Suomen elintarvikesektorin vaikea toimialadynamiikka pitää katteet kireinä. Näistä syistä konsernin pääoman tuotto on jo pidemmän aikaa jäänyt kroonisesti heikolle tasolle.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

## Missio ja visio

Apetit tunnetaan monipuolisena suomalaisena elintarvikeyrityksenä, jonka liiketoimintoja ovat Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet. Apetitin missio on ”Kaikille hyvä ruoka. Läheltä.” ja visio on olla ”Menestyvä kasvipohjaisiin tuotteisiin keskittyvä suomalainen yhtiö.”

## Strategiakausi 2020-2022

Apetitin uusi toimitusjohtaja Esa Mäki aloitti tehtävässään syksyllä 2019, minkä jälkeen alkoi uuden strategian ja taloudellisten tavoitteiden työstäminen. Edellinen strategia ja taloudelliset tavoitteet oli määritelty vuosille 2018-2020 ja konsernissa tapahtui sen jälkeen merkittäviä muutoksia (kala-, tuoretuote- ja palvelutorit divestoititiin). Edellisen strategiakauden aikana alkoi myös näyttää vahvasti siltä, ettei taloudellisiin tavoitteisiin päästä, joten uusille tavoitteille oli myös tarve.

Uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet julkistettiin toukokuussa 2020. Yhtiön mukaan keskeistä uudessa strategiassa on vahvistaa olemassa olevaa ainutlaatuista arvoketjua, jonka vahva perusta on kotimaisessa alkutuotannossa. Strategiakauden toimenpiteet tähtäävät tavoitteeseen rakentaa Apetitista menestyvä kasvipohjaisiin tuotteisiin keskittyvä suomalainen yhtiö.

## Strategian toteuttamiseen liittyvät ilmiöt

Apetitin toimintaympäristössä on tunnistettavissa erilaisia ilmiöitä, jotka tukevat yhtiön strategiaa ja sen toteuttamista. Kasvipohjaisten tuotteiden kysyntä kasvaa, mikä tukee Apetitin kasvunäkymiä. Syömisen trendeinä arjen

helpottuminen, hyvinvointi ja ruoan alkuperä korostuvat edelleen ja myös pakastemarkkina kasvaa, mikä tukee etenkin Ruokaratkaisuliiketoimintaa.

Isossa kuvassa ilmastonmuutos lisää sään ääri-ilmiöitä ja sitä kautta myös satokausivaihteluita. Tämä on näkynyt jo viime vuosina ennätysheikkoina satokausina, mikä on tuonut haasteita etenkin Viljakauppa-liiketoiminnalle. Ilmastovastuulliset arjen teot korostuvat, kun Apetit rakentaa kestäväää ruokaketjua erilaisten arvoketjujen kautta. Apetit on viime vuosina panostanut vastuullisuuteen mm. investoimalla bioenergialaitokseen Kirkkonummen öljynpuristamon yhteyteen, joka korvaa nykyisen uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisun ja pienentää merkittävästi koko konsernin hiilidioksidipäästöjä.

## Strategian painopistealueet

Apetit määrittä strategiatyössään seuraavat viisi painopistealuetta vuosille 2020-2022:

### 1. Ydintoiminnot kuntoon

Parannamme prosessitehokkuutta kaikissa toiminnoissamme. Skaalaamme tuotantomme suhteutettuna yhtiön olemassa olevaan kokoon. Parannamme resurssitehokkuutta kumppanuuksien kautta. Kehitämme kaupankäynnin kyvykkyytämme viljakaupassa.

### 2. Vahva jalansija Ruotsiin

Vahvistamme Ruotsin markkinaa ruoan viennin kärkenä. Varmistamme ja syvennämme olemassa olevien asiakkuuksia sekä rakennamme myös uusia asiakkuuksia. Kehitämme ja laajennamme

markkinakohtaista tuotteistoa. Rakennamme tarkoituksenmukaiset kumppanuudet muille valikoiduille markkinoille.

### 3. Kasvaa kasvipohjaisissa lisäarvotuotteissa

Kasvatamme olemassa olevan tuotteiston myyntiä ja laajennamme asiakaspohjaa. Laajennamme uusiin tuotesegmentteihin. Vahvistamme kaupallista asemaamme food service -kanavassa. Luomme mallin rypsi proteiini-ingredientin kaupallistamiseen.

### 4. Viljelijäkumppanuuksien kehittäminen

Ruokaratkaisut: Laajennamme sopimusviljelyä herneessä ja mahdollisissa uusissa kasveissa. Parannamme viljelyn edellytyksiä esimerkiksi viljelytoimenpiteitä, maaperän kasvukuntoa ja kasvinsuojelumenetelmiä kehittämällä. Hyödynnämme uusia mahdollisuuksia kuten hiiliviljelyä.

Öljykasvituotteet: Syvennämme sopimusviljelymallia kotimaisen raaka-aineen varmistamiseksi.

Viljakauppa: Tulemme viljelijän ensisijaiseksi kumppaniksi kehittämällä logistisia ratkaisuja ja hyödyntämällä valittuja kumppanuuksia.

### 5. Vastuullisia tekoja

Edistämme viljelykehitystä ja jalkautamme uusia kestäviä viljelymenetelmiä. Tarjoamme monipuolisia vaihtoehtoja kasvipohjaisen ja vastuullisen syömisen lisäämiseksi. Tuomme vastuullisuuden entistä kiinteämmäksi osaksi kaikkia toimintojamme. Pienennämme konsernin ympäristö- ja ilmasto vaikutuksia asetettujen tavoitteiden mukaisesti.



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

## Taloudelliset tavoitteet

Apetit asetti strategiakaudelle 2020-2022 taloudelliset tavoitteet, jotka ovat:

- **Käyttökate (EBITDA) 14 MEUR vuonna 2022**
- **Sijoitetun pääoman tuotto (ROCE) yli 8 %.**

Vuonna 2019 Apetitin jatkuvien toimintojen käyttökate oli 0,8 MEUR ja ROCE -4,0 %. Apetitin tulisi siis tehdä merkittävän kokoinen kannattavuusloikka vuoden 2019 tasolta, jotta tavoitteisiin päästäisiin. Yhtiön tulos on viimeiset kuusi tilikautta ollut hyvin lähellä nolaa tai tappiollinen. Yhtiö on myös jatkuvasti jäänyt taloudellisten tavoitteidensa alapuolelle, mikä kertoo, että johto on toistuvasti aliarvioinut toimintaympäristön haastavuutta ja vastaavasti yliarvioinut Apetitin kilpailukykyä alati kiristyvällä elintarviketeollisuuden kilpailukentällä. Apetitin ROCE on viimeksi ollut yli 8 %:n tasolla vuonna 2008 ja yhtiön ydinliiketoiminnot ovat kuitenkin jo pitkän aikaa olleet samoja, joista nykyinenkin konsernin ”ydin” muodostuu (Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet).

Yhtiön mukaan tavoitteiden toteutuminen perustuu tavanomaiseen satokehitykseen sekä strategisten toimenpiteiden systemaattiseen toteuttamiseen. Vuoden 2020 tammi-kesäkuussa Apetitin tulokunnossa on näkynyt lupaavaa kehitystä parempaan suuntaan ja kannattavuus on noussut selvästi edellisvuodesta. Vaikka yhtiön tulos liikkuu nyt oikeaan suuntaan, on kannattavuustaso absoluuttisesti vielä hyvin heikko ja matkaa taloudellisiin tavoitteisiin on vielä runsaasti. Molempiin tavoitteisiin pääseminen

vaatii selvää parantamista nykyiseltä tasolta ja annamme strategiakauden taloudellisten tavoitteiden toteutumislle lähtökohtaisesti pienen todennäköisyyden

Meidän ennusteissamme Apetitin vuoden 2022 käyttökate on 12 MEUR ja ROCE-% on noin 5 %. Odotamme yhtiön kannattavuuden paranevan merkittävästi viime vuonna nähdyltä erittäin heikolta tasolta, mutta olemme ennusteissamme yhtiön omien tavoitteiden alapuolella.

### Apetit on avoin strategiaan sopiville toimialajärjestelyille

Apetit toisti uuden strategian yhteydessä viestin, että yhtiö on avoin strategiaan sopiville toimialajärjestelyille. Yhtiö tase on eri liiketoimintojen myynneistä hyvässä kunnossa (Q2'20 lopussa omavaraisuusaste oli 69 % ja nettovelkaantumisaste oli -5 %). Arvioimme yhtiöllä olevan nyt kauan kestäneen toiminnan supistamisen ja tehostamisen jälkeen tahtotila alkaa myös jossain vaiheessa kääntää kelkkaa oman pesän siivoamisesta kasvun suuntaan. Apetitin toimintaympäristön matalan orgaanisen kasvun lisäksi tätä voitaisiin vauhdittaa myös yritysostoin.

Yritysostojen lisäksi Apetitin mainitsemat toimialajärjestelyt voivat tarkoittaa tietysti myös lisää divestointeja. Tällä saralla mielestämme kaikista luonnollisin vaihtoehto olisi viime vuosina huonoja suorituksia esittänyt Viljakauppa, jonka toimialamuutokset ovat tehneet markkinasta hyvin haastavan, eikä Viljakaupalla näytä olevan helppoa tietä historiallisiin kannattavuustasoihin.

Yksi vaihtoehto yritysjärjestelyissä olisi myös, että yhtiö myisi 20 %:n osuuden Sucros Oy:ssä, mistä ei mainittu uudessa strategiassa sanaakaan. Apetit on historiallisesti ollut hyvin vähäsanainen Sucrokseen liittyvästä omistuksestaan.

### Osinkopolitiikka

Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkopolitiikan mukaisesti yhtiön on tarkoitus jakaa omistajilleen vuosittain vähintään 50 % tilikauden voitosta. Tilikausilta 2014-2019 yhtiö on jakanut jatkuvasti osinkoa yli 100 %:n osingonjakosuhteella. Vahva tase on mahdollistanut tämän ainakin toistaiseksi, mutta pitääkseen kiinni vuosien 2014-2019 tuloksista maksetuista 0,40-0,70 euron osakekohtaisista tuloksista, yhtiön tulisi parantaa tuloksentelekokykyään merkittävästi nykyiseltä tasolta.

Meidän ennusteissamme Apetit maksaa vielä tilikaudelta 2020 osinkoa yli 100 %:n jakosuhteella (2020e: 0,45 euroa per osake tarkoittaa noin 120 %:n osingonjakosuhdetta). Tämän jälkeen ennusteemme osingonjakosuhteesta laskevat 60-70 %:n tasolle.

# Historiallinen kehitys 1/3

## Liikevaihto on supistunut divestointien myötä

Apetitin jatkuvien toimintojen liikevaihto vuonna 2019 oli 297 MEUR. Liikevaihto on vaihdellut voimakkaasti tarkastelujaksomme aikana johtuen mm. useista yritysjärjestelyistä ja Viljakaupan myyntivolyymien muutoksista. Liikevaihdon trendi on kuitenkin viimeisten vuosien aikana ollut laskeva, sillä Apetit on keskittynyt enemmän liiketoimintaportfolionsa harventamiseen kuin sen kasvattamiseen.

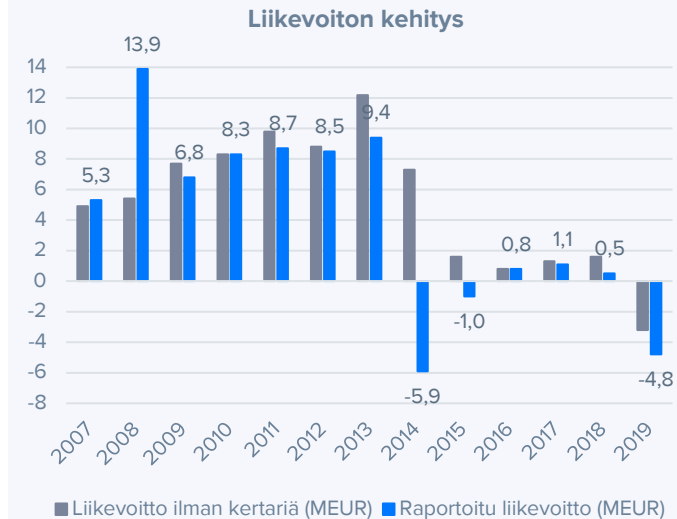
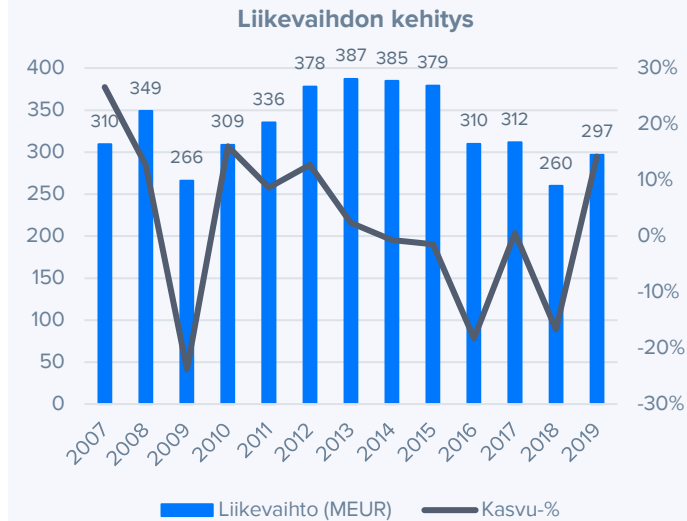
Liikevaihto on nyt selvästi alemmalla tasolla kuin suurimman osan 2010-luvusta, mikä kertoo yhtiön viime vuosina tehdyistä divestoinneista, päämarkkina-alueiden heikosta BKT:n ja päivittäistavarakaupan kehityksestä sekä viljakaupan vaikeasta toimintaympäristöstä. Vuoden 2015 jälkeen yhtiö on myynyt tappiota tehneen kalaliiketoiminnan, tappiota tehneen tuoretuoteliiiketoiminnan sekä ajanut alas matalan katteen palvelutorit eli osuuskauppojen sisältä löytyvät ns. ”kalatiskit”. Liikevaihdon laskusta ei pidä olla turhan huolissaan, sillä viime vuosina divestoitu liikevaihto on ollut tappiollista tai heikosti kannattavaa, minkä pitäisi näkyä tulevaisuudessa positiivisesti kannattavuudessa.

Apetitin tapauksessa liikevaihto voi olla hieman hämäävä mittari, sillä niin iso osa siitä syntyy Viljakaupasta. Viljakaupan liikevaihto voi heilahtella paljon kvartaalien ja vuosien välillä johtuen mm. raaka-ainemarkkinoiden hinta- ja varastotasoista sekä isojen laivatoimitusten ajoittumisesta. Tämän takia Apetit ei anna vuotuista ohjeistusta liikevaihdolle, vaan ainoastaan liiketulokselle.

## Kannattavuus on ollut erittäin heikkoa vuodesta 2014 alkaen

Apetit teki vuosien 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa tulosta. Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto kävi huipussaan vuonna 2013, milloin se oli 12,2 MEUR (EBIT 3,1 %). Apetitin tuloskunto on tämän jälkeen heikentynyt merkittävästi. Vuosien 2014 ja 2015 raportoidut tulokset painuivat tappiolle ruokaliiketoimintaan tehtyjen alaskirjausten takia. Kalaliiketoiminnan myynti tapahtui vuonna 2017, josta oikaistuna jatkuvien toimintojen liikevoitto oli juuri ja juuri voitollinen vuosien 2016 ja 2017 ajan. Vuosien 2017 ja 2018 tulosta painoivat Suomen elintarvikesektorin haastava markkinatilanne, raaka-aineiden matalat markkinahinnat ja ennätysheikot satokaudet viljakaupassa. Samaan aikaan yhtiö teki tuoretuotteiden muutosprosessia ja karsi palvelumyyntipisteitään osuuskaupoissa, mikä aiheutti kertaluonteisia kuluja.

Vuonna 2019 tulokselta katosi pohja, kun jatkuvien toimintojen liiketulos valahti -4,8 MEUR:oon. Heikko suoritus oli pitkälti Viljakaupan epäonnistumisten syytä. Vuoden 2019 satokausi oli jo normaali, joten Viljakaupan ongelmia ei pystytty enää kuittaamaan heikkojen satokausien piikkiin, vaan ongelmat näyttävät olevan syvemmällä. Apetitin raportoitu tulos on koko 2010-luvun ollut järjestäen heikommalla tasolla kuin vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu tulos, kun yhtiö on toistuvasti kirjannut erilaisia alaskirjauksia tai kertaluonteisia kuluja. Apetit on pyristellyt viimeiset kuusi tilikautta joko tappiolla tai hyvin lähellä nolatulosta, mikä on näkynyt myös osakekurssin heikkona kehityksenä.



# Historiallinen kehitys 2/3

## Osingonjako on ylittänyt tulostason

Ennen vuonna 2008 puhjennutta finanssikriisiä Apetit teki yli 2,0 euron osakekohtaista tulosta. Silloin yhtiö pystyi ongelmitta maksamaan lähes euron osakekohtaisen osingon ja jättää osan voitosta tasetta vahvistamaan. Taantuma iski liiketoimintaan 2009, jolloin EPS puolittui 1,0 euron tasolle pitkäksi aikaa. Tuloksen puolittumisesta huolimatta vahva tase turvasi osingonmaksun ja sitä jaettiin pitkään lähes koko tuloksen verran tai enemmän noin 0,7-1,0 euroa per osake.

Apetit on jakanut tilikausilta 2007-2019 osinkoa yhteensä 9,76 euroa per osake, mikä on erittäin suuri summa, kun ottaa huomioon, että osakekurssi on tällä hetkellä 8,64 euroa.

Tilikausilta 2014-2019 Apetit on jakanut joka vuosi enemmän osinkoa kuin yhtiö on tehnyt tulosta. Johto on todennäköisesti halunnut viestiä vallitsevien ongelmien olevan selätettävissä ja että osinkoa tullaan jakamaan joka vuosi, vaikka tulos olisi tappiollinen. Ylikapitalisoitunutta tasetta onkin ollut järkevää keventää, ellei tuottavia investointikohteita ole ollut tarjolla, mutta sijoittajien kannattaa huomioida, ettei tämän tasoiseen osinkoon ole pidemmän päälle varaa, ellei tulos parane merkittävästi nykyiseltä heikolta tasolta.

Apetit hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Yhtiön osinkopolitiikkana on jakaa vähintään 50 prosenttia tilikauden voitosta.

## Oma pääoma on huvennut

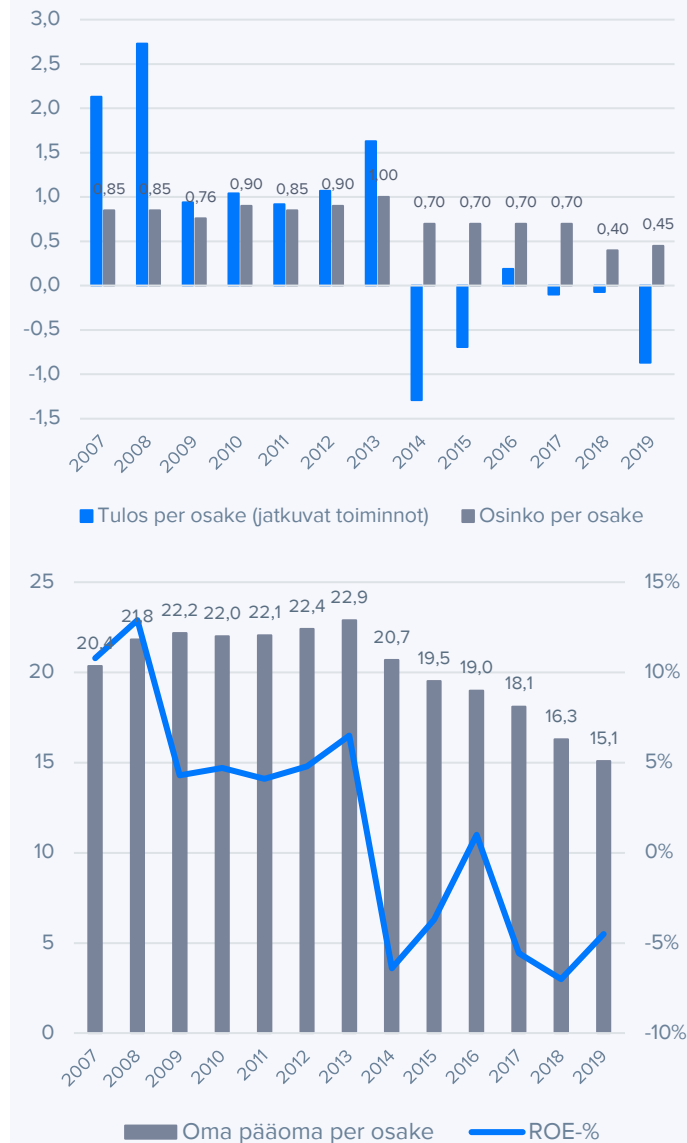
Vuoden 2019 lopussa Apetit oma pääoma oli 94

MEUR (2018: 101 MEUR) eli 15,1 euroa per osake (2018: 16,3 euroa per osake). Oma pääoma on huvennut viime vuosina osittain operatiivisen tuloskunnan heikentymisen ja avokätisen osingonjaon takia, mutta yhtiö on myös tehnyt merkittäviä arvonalennuksia taseen omaisuuseriin mm. 2014-2015 välillä. Heikosta operatiivisesta suorittamisesta huolimatta yhtiö on koko ajan maksanut avokätisesti osinkoa, mikä on syönyt omaa pääomaa.

Apetitin osaketta hinnoitellaan jatkuvasti pörssissä alle sen oman pääoman tasearvon (P/B alle 1,0x). Yhtiön nykyinen 54 MEUR:n markkina-arvo (osakekurssi 8,64 euroa) on selvästi alempana kuin oman pääoman tasearvo (Q2'20: 14,65 euroa) ja nykyinen P/B-kerroin on vain 0,6x. Tämä voidaan tulkita siten, että osakemarkkinat eivät ole enää pitkään luottaneet yhtiön kykyyn tehdä kunnan tuottoa pääomalle, investoida sitä kannattavasti takaisin liiketoimintaan ja näin luoda omistaja-arvoa.

Apetitin oman pääoman tuotto (ROE-%) on 2010-luvulla ollut keskimäärin -1%. Samalla ajanjaksolla sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) on ollut 1%. Yhtiön pääoman tuotot alittavat siten selvästi yhtiön keskimääräisen pääoman kustannuksen, minkä takia Apetit osakkeesta ei suostuta maksamaan oman pääoman tasearvon vertaa, koska pääomaa syödään niin nopealla tahdilla pois. Jos yhtiö onnistuisi savuttamaan strategiakaudelle 2020-2022 asetetun taloudellisen tavoitteen (ROCE yli 8%), antaisi se osakekurssille arviomme mukaan hyvät eväät nousta lähemmäs oman pääoman tasearvoa (P/B 1,0x), mikä tarkoittaisi noin 14-15 euron tasoa.

### EPS ja osinko



# Historiallinen kehitys 3/3

## Tase on vahvassa kunnossa

Apetitin tase on aina kuulunut yhtiön vahvuuksiin ja 2010-luvulla omavaraisuusaste on vaihdellut välillä 55-75 % ja nettovelkaantumisaste -10 %:n ja +36 %:n välillä. Vuoden 2019 lopussa omavaraisuusaste oli laskenut 55 %:iin ja nettovelkaantumisaste noussut 36 %:iin. Tämä johtui kuitenkin vuoden 2020 puolelle venyneistä Viljakaupan myyntisaamisista, jotka kotiutuivat alkuvuonna ja Q2'20 lopussa luvut olivat jo selvästi paremmat (omavaraisuus 69 % ja gearing -5 %).

Vaikka hyvässä kunnossa oleva tase pienentää Apetitin riskiprofilia, se myös heikentää pääoman tuottoa ja pitkällä aikavälillä yhtiön olisi omistaja-arvon maksimoimiseksi saatava tase tehokkaampaan käyttöön. Tämä voi tapahtua joko liiketoiminaan sijoitettua pääomaa pienentämällä tai kannattavuutta parantamalla. Viime vuosina Apetit on tehnyt vain ensimmäistä näistä. Apetitin oman ja sijoitetun pääoman tuotot ovat olleet 2010-luvulla keskiarvona nollan tuntumassa. Tämä kertoo siitä, että varat ovat olleet tehotomassa käytössä. Tase on ollut muhkea ja liiketoiminnat heikosti kannattavia. Uudessa strategiassa yhtiö kertoo olevan avoin erilaisille toimialajärjestelyille. Arvoimme Apetitin etsivän tällä hetkellä keinoja kasvattaa liiketoimintaansa epäorgaanisesti ja vahva tase tarjoaa hyvät lähtökohdat mahdollisia yritysjärjestelyjä varten.

## Investointeja on tehty viime vuosina runsaasti

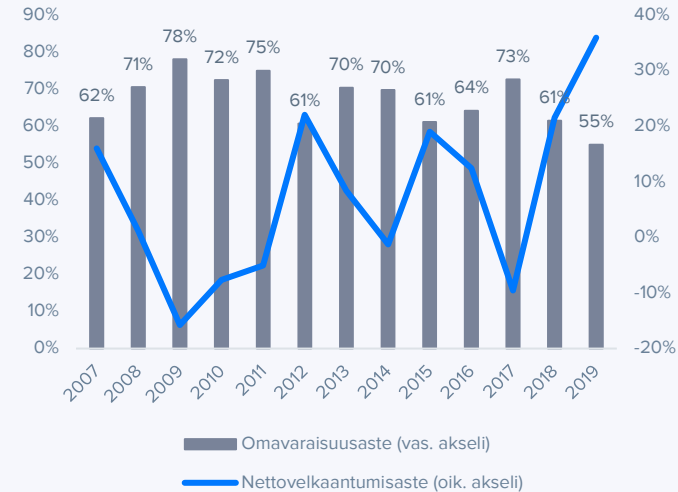
Apetitin bruttoinvestoinnit ilman yritysostoja olivat tarkastelujaksollamme (2007-2019) keskimäärin 5,8 MEUR vuodessa. Apetit oli finanssikriisin jälkeen melko pidättyväinen investoinneissaan,

mutta yhtiö alkoi nostaa voimakkaasti investointitasoa edellisen toimitusjohtajan Juha Vanhaisen kaudella (2015-2019). Edellinen johto totesi aloittaessaan, että investointeja oli viimeisen kymmenen vuoden ajan laiminlyöty ja yhtiöllä oli paljon kiinni kurottavaa kilpailukyvyyn palauttamiseksi.

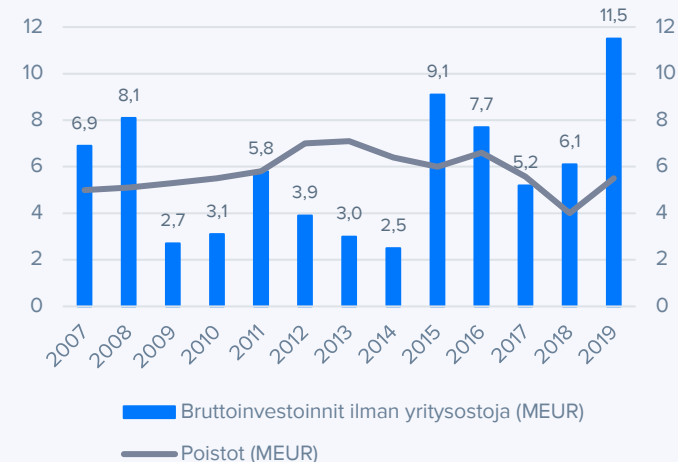
Vuosina 2015-2019 Apetit teki isoja investointeja mm. Inkoon viljasataman infraan, Viron satamavaraston laboratorioon, tuotannon tehokkuutta parantaviin laitteisiin Säkylässä, Kirkkonummella ja Pudasjärvellä, kunnossapitoon, tietojärjestelmiin ja kiinteistöihin. Vuoden 2019 bruttoinvestoinnit olivat poikkeuksellisen korkeat (11,5 MEUR), joista suurin osa koostui Säkyllän tehtaalle rakennetusta uudesta pihvi- ja pyörkkälinjastosta, joka valmistui syksyllä 2019.

Apetitin elintarviketuotantoon perustuva liiketoimintamalli on melko pääomavaltainen. Yhtiön kolme tehdasta (Säkyllän pakastetehtas, Pudasjärven pizzatehtas ja Kirkkonummen öljynpuristamo) vaativat vuosittaisia ylläpito- ja korvausinvestointeja, mikä pitää investointitason korkealla liiketoiminnasta aikaansaatuun tulokseen nähden. Odotamme investointien laskevan lähivuosina selvästi poikkeuksellisen korkealta vuoden 2019 tasolta, mutta arvioimme niiden pysyvän strategiakauden 2020-2022 aikana 5-10 MEUR:n välillä. Apetitin kunnianhimoinen vuoden 2022 käyttökattavuus on 14 MEUR, joka vaatii merkittävän tulosparannuksen nykytasolta. Vaikka yhtiö onnistuisi tässä, niin iso osa käyttökatteesta joudutaan joka vuosi investoimaan matalalla pääoman tuotolla takaisin liiketoimintaan, mikä on pois omistajille jaettavasta rahavirrasta.

Taseen tunnusluvut



Poistot ja investoinnit



# Ennusteet 1/2

## Tulosohjeistus vuodelle 2020

Apetit on pitänyt vuoden 2020 ohjeistuksestaan kiinni koronapandemian puhkeamisesta huolimatta. Yhtiö kertoi kesällä luopuvansa vaihtoehtoisten tunnuslukujen ("operatiivinen liiketulos") käytöstä, joten ohjeistus päivitettiin Q2-raportin yhteydessä vastaamaan yhtiön nykyisiä raportointiperiaatteita. Yhtiö puhuu nyt "operatiivisen liiketuloksen" sijaan vain "liiketuloksesta".

Vuoden 2020 ohjeistuksen mukaan jatkuvien toimintojen liiketuloksen arvioidaan paranevan edellisvuodesta (2019: -4,8 MEUR) ja olevan voitollinen. Apetit ei ohjeista liikevaihtoa, sillä Viljakaupan volyymit ja markkinahinnat vaikuttavat siihen niin paljon, ettei yhtiöllä ole siihen riittävän hyvää näkyvyyttä.

H1-liikevaihto kasvoi 2 % 139 MEUR:oon ja liiketulos parani 0,3 MEUR:oon (H1'19: -3,9 MEUR). Yhtiö on hyvässä vauhdissa ohjeistuksen saavuttamisen kanssa ja tulos on parantunut selvästi viime vuodesta, vaikka se on vielä absoluuttisesti heikolla tasolla. Osakkuusyhtiö Sucroksen H1-tulososuus oli -0,7 MEUR, mikä tiputti Apetitin H1-nettotuloksen 0,8 MEUR tappiolle ja H1 EPS oli -0,13 euroa (H1'19: -0,63).

## Vuonna 2020 tapahtuu kauan odotettu positiivinen tuloskäänne

Apetit-konsernin tulos on ollut 2014-2019 ajan joko tappiollinen tai hyvin lähellä nollaa, kun eri liiketoiminnot ovat vuoron perään kohdanneet erilaisia haasteita. Tuloskäännettä on jouduttu odottamaan tuskallisen kauan, mutta tänä vuonna se näyttää vihdoinkin tapahtuvan. Vuoden 2019 tulos sukelsi hyvin syvälle, joten tulosparannusta

indikoivan ohjeistuksen täyttyminen on tänä vuonna vain muodollisuus. Tässä merkittävänä tekijänä toimii Viljakaupan tuloskunnan nostaminen edes tyydyttävälle tasolle.

Apetit on saanut divestoitua kannattamattomia liiketoimintoja, päivittäistavarakauppa on vetänyt koronatilanteen takia hyvin ja satokaudesta ei ole tulossa samanlaista kriisivuotta kuin esim. 2017-2018. Yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet yltää tänä vuonna positiiviselle tulokselle ja meidän ennusteemme vuoden 2020 liikevoitolle on 3,6 MEUR (EBIT 1,2 %). Tämä tarkoittaa todella suurta 8,4 MEUR:n tulosparannusta edellisvuodesta.

Vuoden 2020 liikevaihtoenusteemme on 305 MEUR (kasvu 3 %), EPS-ennusteemme on 0,38 euroa (2019: -0,87) ja osinkoenusteemme on edellisvuoden tasolla 0,45 eurossa, mikä tarkoittaa noin 120 %:n osingonjakosuhdetta.

## Ajurit strategiakauden 2020-2022 tulosparannukselle

**Viljakauppa:** Vuosi 2019 oli Viljakaupalle huonoin miesmuistiin ja segmentti teki liiketappiota 5,6 MEUR. Tämä oli mielestämme huolestuttavaa, sillä kahden edellisen tilikauden (2017-2018) kannattavuushaasteet pistettiin pitkälti ennätysheikkojen satokausien piikkiin ja vuonna 2019 Viljakaupan olisi pitänyt tavanomaisen satokauden mahdollistamana palata ns. "normaaliin tuloskuuntoon". Yhtiö on myöntänyt, että se epäonnistui satokauden ostojen ja myyntien suunnittelussa, mutta viljakaupan arvoketjussa kilpailu on myös lisääntynyt, kun kansainväliset toimijat ovat laajentuneet Apetitin kotimarkkinoille.

Olemme hieman huolissamme siitä, ovatko Viljakaupan väliaikaiseksi kuvittelemamme haasteet muuttuneet nyt pidempiaikaisiksi rakenteellisiksi ongelmiksi, sillä viime vuosina nähdylle kannattavuustasolle jääminen voisi hyvin pilata koko konsernin tuloksen pitkäksi aikaa. Meidän odotuksissamme suurin osa 2020 tulosparannuksesta tulee Viljakaupasta ja odotamme segmentin liiketuloksen vuonna 2020 nousevan 0,8 MEUR:oon.

Pidämme hyvän epätodennäköisenä, että viljakauppa palaisi enää tekemään vuoden 2015 tasoista ennätysyhyvää liikevoittoa (3,8 MEUR) nykyisessä kiristyneessä kilpailuympäristössä. Strategiakauden 2020-2022 ennusteemme segmentin liikevoitolle ovat välillä 0,8-1,5 MEUR.

**Ruokaratkaisut:** Ruokaratkaisut-liiketoiminta on kammennut itsensä muutaman vaikean vuoden jälkeen paremmalle suoritusasolle ja vuoden 2019 liikevoitto oli jo kohtalainen 2,5 MEUR. Kun segmentin tappiollisista tai heikosti kannattavista liiketoiminnoista on päästy viime vuoden aikana eroon (tuoretuotteet ja palvelutorit) on liiketoimintaportfolio nyt selvästi pienempi, mutta kannattavampi. Pakastetuotteiden kategorialla on yleisesti hyvät kasvunäkymät (Suomessa ja vientimarkkinoilla) ja odotamme Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 tasolle 60 MEUR (2019: 59 MEUR). Koronavirus on siirtänyt kuluttajakäyttäytymistä kevään aikana vahvasti ruokakauppoihin, mikä tukee Apetitin pakastekategoriaa, mutta samaan aikaan food service -liiketoiminta on romahtanut, mikä painaa segmentin kasvunäkymiä ainakin lyhyellä aikavälillä.



## Ennusteet 2/2

Arvioimme Ruokaratkaisut-segmentin kokonaisuudessaan hyötynneen hieman päivittäistavarakaupan hyvästä kasvusta tänä keväänä, sillä päivittäistavarakaupat muodostavat suurimman osa segmentin liikevaihdosta.

Apetit on saanut solmittua Ruokaratkaisut-segmentin tuotteille uusia sopimuksia Ruotsin suurimman vähittäiskauppaketjun ICA:n kanssa, mikä tukee liiketoiminnan kasvunäkymiä strategiakaudella 2020-2022. Uusi Säkylin pihvi- ja pyörykkälinjasto tukee myös kasvunäkymiä, mutta käsityksemme mukaan yhtiöllä on ollut sen ylösajossa pieniä haasteita viime syksystä lähtien ja haasteet ovat jatkuneet myös tänä keväänä food service –markkinan heikkouden takia. Tämä voi haitata kannattavuuskehitystä ainakin lyhyellä aikavälillä. Ruokaratkaisuisissa raaka-aineiden saanti on toiminut yhtiön mukaan hyvin, viimeinen satokausi on ollut isossa kuvassa hyvä ja tavoitemääriin on päästy.

Kohtalaisen hyvien kasvunäkymien lisäksi arvioimme Ruokaratkaisut-segmentin kulurakenteessa oleva vielä tehostamisen varaa. Tämä johtuu siitä, että segmentin historiallisesti selvästi suurempi kokoluokka on vaatinut aivan erilaista organisaatiota kuin nykyinen käytännössä pelkkään pakasteliiketoimintaan keskittyvä Apetit. Apetitilla on siten mahdollisuus skaalata nykyistä kulurakennetta vastaamaan selvästi pienentynyttä kokoluokkaa mm. henkilöstön, it-järjestelmien ja muiden kiinteiden kulujen osalta. Odotamme näistä kannattavuusparannuksia strategiakauden aikana ja liikevoittoennusteemme Ruokaratkaisut-segmentille ovat vuoden 2020-2022 ennusteissamme välillä 3,6-5,3 MEUR.

**Öljykasvituotteet:** Öljykasvituotteissa sekä kasvu- että kannattavuusnäkyviä voi tänä vuonna haitata koronavirus, mikä on hiljentänyt myyntiä ammattikeittiöiden suuntaan kevään aikana. Suomessa on myös ollut haasteita hankkia kotimaista raaka-ainetta, sillä rypsin ja rapsin viljelyalat ovat vähentyneet ja raaka-ainetta on jouduttu hankkimaan ulkomailta, mikä on näkynyt esim. kasvaneina logistiikkakustannuksina. Yhtiöllä on myös käynnissä iso investointi Kirkkonummen öljynpuristamon bioenergiailaitokseen, mikä saattaa haitata jokapäiväisen tekemisen tehokkuutta ja lisätä kustannuksia vuonna 2020. Bioenergiailaitoksen kokonaisinvestointi on 5,2 MEUR, ja sen pitäisi valmistua vuoden 2020 lopussa. Tätä kautta yhtiö saa pienennettyä merkittävästi energiakustannuksiaan, mikä tulee tukemaan kannattavuutta strategiakauden loppua kohti mentäessä.

Lähellä täyttä kapasiteettia käyvästä Kirkkonummen öljynpuristamosta on vaikea saada merkittävästi lisää volyymia, joten segmentin kasvunäkymät nojaavat pitkälti lisäarvotuotteiden myynnin suhteellisen osuuden kasvuun. Apetitilla on ollut vuodesta 2017 alkaen käynnissä rypsiptoteiini-ingredienttihanke, joka sai 2020 elokuussa uuselintarvikeluvan myöntämistä puoltavan lausunnon Euroopan elintarviketurvallisuusviranomaiselta (EFSA). Yhtiö odottaa saavan uuselintarvikeluvan viimeistään vuoden 2021 alussa, jonka jälkeen BlackGrain from Yellow Fields -tuotteen kaupallistaminen voi alkaa. Vaikka tämä hanke on nostettu Apetitin uudessa strategiassakin esiin, johto on ollut melko varovainen kommentoimaan tämän innovaation

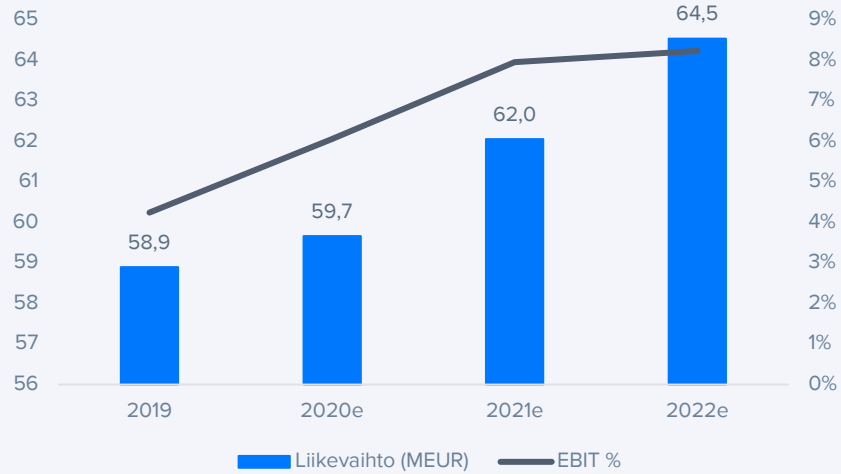
taloudellista potentiaalia ja sitä on vielä hyvin vaikea hahmottaa. Onnistuessaan tämä hanke voi tuoda hyvää kannattavuuspotentiaalia nykyisellään suhteellisen matalan jalostusarvon liiketoimintaan. Tähän liittyy kuitenkin useita haasteita ja riskejä matkalla ja pitää huomioida, että tässä on kyse vain yhden Apetitin liiketoimintasegmentin (Öljykasvituotteet ~20 % konsernin liikevaihdosta) yhdestä tuoteinnovaatioista.

Uudessa strategiassa asetettu sanamuoto ”luoda malli rypsi-ingredientin kaupallistamiseen” kertoo myös siitä, että strategiakauden (2020-2022) aikana tämän tuoteinnovaation ympärille ollaan vasta käynnistämässä liiketoimintaa, joten ihan lähivuosina tällä tulee vielä arviomme mukaan olemaan melko rajallinen vaikutus koko konsernin mittakaavassa. Öljykasvituotteet-segmentille meidän liikevoittoennusteemme strategiakaudelle 2020-2022 ovat 2,3-2,5 MEUR.

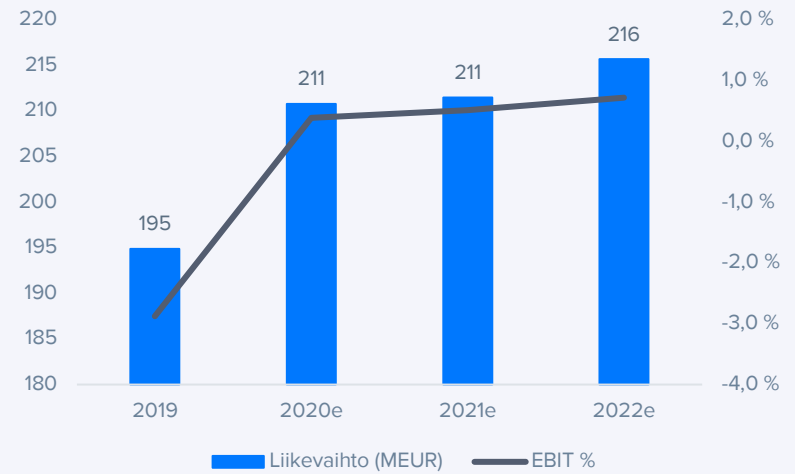
**Sucros:** Sucroksen tuloskunto on viime vuosina kärsinyt sokerin maailmanmarkkinahinnan laskusta, eikä se vielääkään ole erityisen hyvällä tasolla. Emme odota Sucroksen palaavan takaisin entisten aikojen tuloskuntoon ja tästä syystä lähivuosien ennusteemme Sucroksen tulososuudesta ovat matalammalla tasolla kuin historiallinen keskiarvo. Sucros on tuonut Apetitille vuosien 2007-2019 aikana keskimäärin noin 2,0 MEUR tulosta per vuosi, mutta odotamme sen lähivuosina jäävän 0-0,5 MEUR:n tasolle. Tämä summa esitetään liikevoiton alapuolella, joten sillä ei ole vaikutusta strategiakauden taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseen.

# Ennusteet liiketoiminnoittain

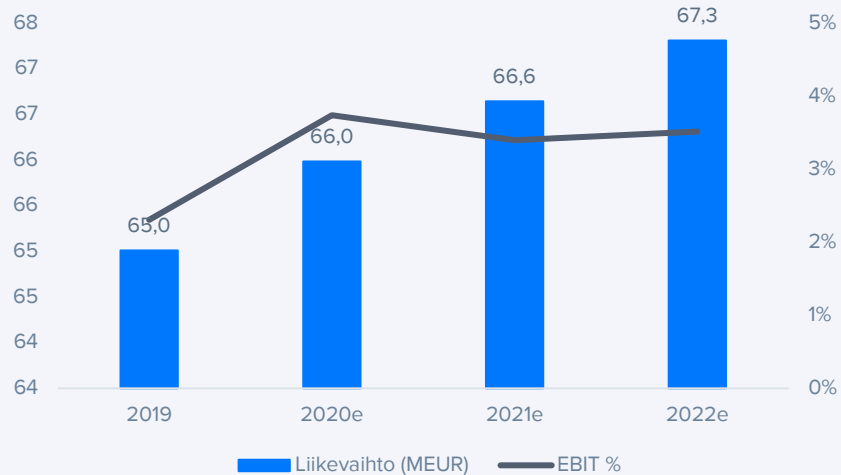
Ruokaratkaisut (20 % liikevaihdosta)



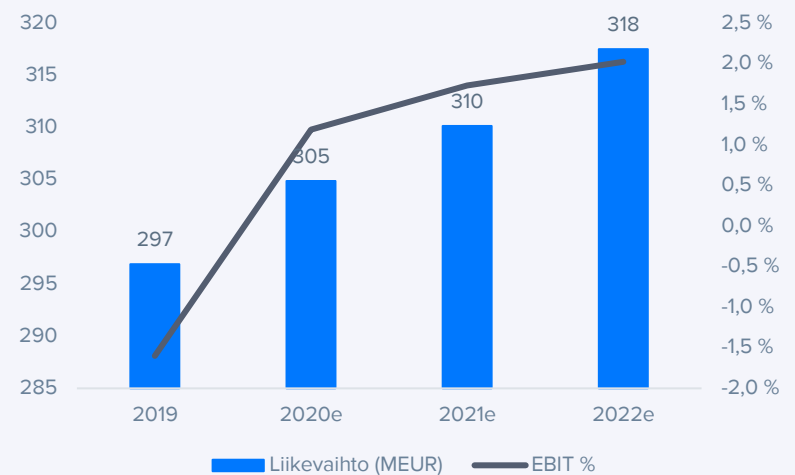
Viljakauppa (58 % liikevaihdosta)



Öljykasvitutteet (22 % liikevaihdosta)



Apetit-konserni



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>260</b>	<b>71,0</b>	<b>64,5</b>	<b>56,0</b>	<b>105</b>	<b>297</b>	<b>65,1</b>	<b>73,7</b>	<b>58,0</b>	<b>108</b>	<b>305</b>	<b>310</b>	<b>318</b>	<b>324</b>
Ruokaratkaisut	74,2	16,7	13,3	13,3	15,7	58,9	16,7	12,8	13,8	16,3	59,7	62,0	64,5	65,8
Viljakauppa	119	38,4	34,9	44,2	77,4	195	36,2	50,5	45,1	78,9	211	211	216	220
Öljykasvituotteet	66,5	16,1	16,4	17,0	15,6	65,0	17,1	16,0	17,1	15,7	66,0	66,6	67,3	68,7
Konsernitoiminnot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminoinnit	0,0	-0,1	-0,1	-18,5	-3,3	-21,9	-4,9	-5,7	-18,0	-3,0	-31,6	-30,0	-30,0	-30,6
<b>Käyttökate</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>9,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,3</b>	<b>12,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-1,2	-1,4	-1,9	-1,1	-5,6	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-5,8	-5,6	-5,9	-5,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>
Ruokaratkaisut	2,5	0,9	-0,8	1,2	1,3	2,5	1,1	-0,5	1,2	1,8	3,6	4,9	5,3	5,4
Viljakauppa	-4,2	-0,5	-2,8	-0,6	-1,7	-5,6	-0,3	0,5	0,2	0,4	0,8	1,1	1,5	1,5
Öljykasvituotteet	2,2	0,5	0,4	0,4	0,3	1,5	0,4	0,7	0,7	0,6	2,5	2,3	2,4	2,4
Konsernitoiminnot	0,0	-0,8	-0,6	-0,7	-1,0	-3,1	-1,1	-0,7	-0,7	-0,8	-3,3	-2,9	-2,8	-2,8
Eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-6,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
Verot	0,2	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	-1,2	-1,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,19</b>	<b>0,13</b>	<b>-0,62</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,21</b>	<b>0,30</b>	<b>0,38</b>	<b>0,69</b>	<b>0,85</b>	<b>0,86</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,52</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,87</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,21</b>	<b>0,30</b>	<b>0,38</b>	<b>0,69</b>	<b>0,85</b>	<b>0,86</b>

Apetitin strategiakauden 2020-2022 taloudellinen tavoite on tehdä vuonna 2022 käyttökate 14 MEUR.

Inderesin ennuste vuoden 2022 käyttökateelle on 12,3 MEUR (EBITDA 3,5 %).

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-16,6 %	17,2 %	7,8 %	-19,7 %	51,1 %	14,2 %	-8,4 %	14,4 %	3,7 %	2,5 %	2,7 %	1,7 %	2,4 %	2,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	23,1 %	-92,0 %	673,9 %	-67,7 %	-90,0 %	-296,9 %	275,0 %	-103,9 %	329,2 %	3248,0 %	-215,2 %	48,3 %	19,4 %	1,8 %
<b>Käyttökate-%</b>	1,7 %	1,7 %	-3,8 %	3,8 %	0,0 %	0,3 %	2,5 %	2,2 %	4,7 %	3,2 %	3,1 %	3,5 %	3,9 %	3,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	0,6 %	0,1 %	-5,5 %	0,6 %	0,1 %	-1,1 %	0,2 %	0,2 %	2,3 %	1,9 %	1,2 %	1,7 %	2,0 %	2,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	-0,2 %	-0,8 %	-5,0 %	-2,2 %	-0,4 %	-1,8 %	-0,8 %	-0,4 %	2,2 %	1,7 %	0,8 %	1,4 %	1,7 %	1,7 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>68,1</b>	<b>64,4</b>	<b>67,0</b>	<b>66,1</b>	<b>66,1</b>
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	3,2	2,1	3,0	3,1	3,2
Käyttöomaisuus	37,2	33,1	35,1	34,4	34,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	21,0	19,4	19,4	19,4	19,4
Muut sijoitukset	0,0	4,1	4,1	4,1	4,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	5,8	5,0	4,7	4,4	4,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>96,5</b>	<b>106</b>	<b>97,6</b>	<b>98,6</b>	<b>100</b>
Vaihto-omaisuus	80,7	66,4	64,0	64,5	65,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,3	37,0	24,4	24,8	25,4
Likvidit varat	2,6	2,9	9,1	9,3	9,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>165</b>	<b>171</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>166</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>101</b>	<b>93,9</b>	<b>93,5</b>	<b>95,0</b>	<b>97,1</b>
Osakepääoma	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kertyneet voittovarot	59,6	52,6	52,1	53,6	55,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	23,0	23,4	23,4	23,4	23,4
Muu oma pääoma	5,8	5,4	5,4	5,4	5,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>
Laskennalliset verovelat	1,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,4	4,4	9,1	9,0	8,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>58,9</b>	<b>71,8</b>	<b>61,4</b>	<b>60,2</b>	<b>60,1</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	22,0	32,2	20,0	19,6	18,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	35,0	39,4	41,2	40,3	41,3
Muut lyhytaikaiset velat	1,9	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>165</b>	<b>171</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>166</b>

# Osakkeen arvostus 1/2

## Markkina-arvo on 54 MEUR

Apetitin markkina-arvo nykyisellä 8,64 euron osakekurssilla on 54 MEUR. Viime vuosien heikko tulokunto, taseen alaskirjaukset ja avokätinen osingonjako ovat laskeneet markkina-arvon lähelle vuosikymmenen alinta tasoa. Apetitin nettovelat olivat Q2'20 lopussa -4 MEUR (Q2'19: 7 MEUR), joten velaton yritysarvo (EV) on lähellä markkina-arvoa.

## Tulos pohjainen arvostus ei houkuttele

Apetitin 2019 tulos oli liikevoiton ja nettotuloksen osalta tappiollinen, joten niiltä osin ei voida laskea tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Vuoden 2019 käyttökate oli 0,8 MEUR, joten siitä muodostuu EV/EBITDA-kertoimeksi korkea ~80x. Jos tulos jäisi viime vuoden heikolle tasolle, olisi osakkeessa vielä näkemyksemme mukaan selvästi laskuvaraa.

Ohjeistuksen mukaan jatkuvien toimintojen liiketulos paranee ja on voitollinen. Ennusteissamme vuoden 2020 käyttökate on 9,4 MEUR (EBITDA 2020e: 3,1%) ja EV/EBITDA-kerroin on 6x. EBITDA-tasolla osakkeen arvostus näyttää matalalta, mutta suurten investointitarpeiden ja poistojen takia EBITDA-mittarin käyttö antaa Apetitän tapauksessa mielestämme liian ruusuisen kuvan. Liikevoittopohjainen arvostus on korkea (2020 EV/EBIT: 15x). Kun otetaan huomioon vielä ennustamamme Sucroksen nollatulos, rahoituskulut ja verot, on nettotulosennusteemme 2,3 MEUR, jonka pohjalta laskettu P/E-luku on korkea 23x. Tulos pohjainen arvostus ei vielä näillä kurssitasoilla houkuttele, vaikka tälle vuodelle on odotuksissa merkittävä tulosparannus. Vuoden 2021 lukujen perusteella (EV/EBIT 10x ja P/E 13x) arvostus on jo selvästi matalampi, mutta ei mielestämme vielä tulosparannukseen (ja sen kestävytyteen) liittyviin riskeihin nähden riittävän houkutteleva.

## Tase pohjainen arvostus on matala

Osakemarkkinoiden luottamus Apetitia kohtaan on heikko jo vuosia jatkuneen vaatimattoman kasvu- ja tuloskehityksen takia. Markkinoiden luottamus heijastuu osakkeeseen matalana markkina-arvona suhteessa oman pääoman tasearvoon (P/B = 0,6x). Apetitän osakkeen kannalta selkein ja yksinkertainen luku, jota sijoittajien tulisi seurata on P/B. Tämä johtuu siitä, että liiketoimintaportfolion kroonisesti matalan oman pääoman tuoton (ROE-%) takia, pidämme P/B-luvun ehdotonta ylärajaa 1,0x tasolla. Tämän tason ylittäminen vaatisi yhtiöltä kaksinumeroista pääoman tuottoa (ROE ~10%), jota se ei ole pystynyt tekemään vuoden 2008 jälkeen. Apetit on asettanut omista tavoitteissaan sijoitetun pääoman tuottotavoitteen (ROCE) 8 %:iin, mikä kertoo myös yhtiön omasta epäilystä kaksinumeroisiin pääoman tuottolukuihin.

Apetit on viime vuosikymmenellä jakanut osinkoa enemmän kuin se on tehnyt tulosta, eikä taseeseen jätettyjä rahoja olla pystytty investoimaan riittävän suurella pääoman tuotolla takaisin liiketoimintaan, jotta oma pääoma olisi kasvanut. Viime vuosikymmenen aikana Apetitän oman pääoman määrä on trendinomaisesti pienentynyt, joten P/B-luvun pysyessä lähes vakiona (0,6-0,9x), myös osakekurssi on laskenut samalla kulmakertoimella. Apetitän oman pääoman määrällä ja markkina-arvolla on ollut pitkällä aikavälillä hyvinkin vahvasti korreloiva suhde.

Kroonisesti heikon pääoman tuoton, korkean investointitarpeen ja korkean tulos pohjaisen arvostuksen takia osakkeeseen sijoittaminen ei näillä kurssitasoilla houkuttele, mutta osake saa kuitenkin tukea taseen oman pääoman kirja-arvosta, joka oli Q2'20 lopussa 91 MEUR (Q2'19: 95 MEUR) eli 14,65 euroa per osake (Q2'19: 15,25).

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	8,64	8,64	8,64
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	54	54	54
Yritysarvo (EV)	55	54	52
P/E (oik.)	22,9	12,5	10,2
P/E	22,9	12,5	10,2
P/Kassavirta	3,1	15,8	11,5
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	5,8	4,9	4,3
EV/EBIT (oik.)	15,1	10,0	8,1
Osinko/tulos (%)	119,4 %	72,2 %	65,0 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	5,8 %	6,4 %

Lähde: Inderes

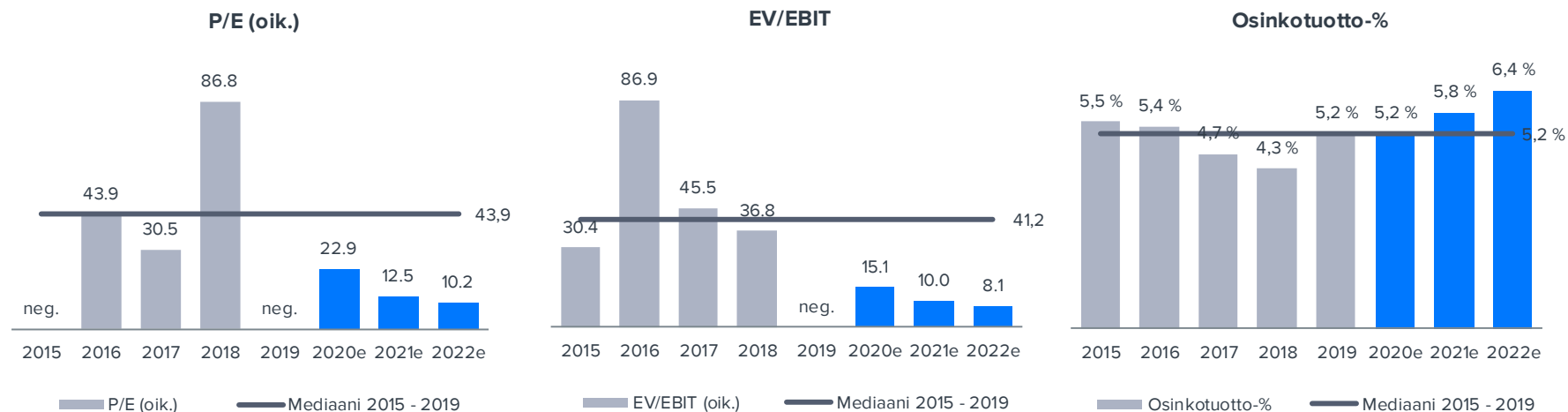
Apetitin markkina-arvo ja oma pääoma (MEUR)



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	12,7	13,0	15,0	9,36	8,64	<b>8,64</b>	<b>8,64</b>	<b>8,64</b>	<b>8,64</b>
Osakemäärä, milj. kpl	6,19	6,20	6,20	6,21	6,21	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>
Markkina-arvo	78	80	93	58	54	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
Yritysarvo (EV)	79	72	59	59	67	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>51</b>
P/E (oik.)	neg.	43,9	30,5	86,8	neg.	<b>22,9</b>	<b>12,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>
P/E	neg.	43,9	32,6	neg.	neg.	<b>22,9</b>	<b>12,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>
P/Kassavirta	neg.	5,8	2,8	neg.	neg.	<b>3,1</b>	<b>15,8</b>	<b>11,5</b>	<b>10,6</b>
P/B	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
P/S	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
EV/EBITDA (oik.)	14,9	12,8	8,8	13,1	79,2	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>
EV/EBIT (oik.)	30,4	86,9	45,5	36,8	neg.	<b>15,1</b>	<b>10,0</b>	<b>8,1</b>	<b>7,7</b>
Osinko/tulos (%)	neg.	237,1%	152,2 %	neg.	neg.	<b>119,4%</b>	<b>72,2 %</b>	<b>65,0 %</b>	<b>63,7 %</b>
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,4 %	4,7 %	4,3 %	5,2 %	<b>5,2 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>

Lähde: Inderes



## Osakkeen arvostus 2/2

Apetitin taseesta on alaskirjattu vuodesta 2014 alkaen iso määrä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa. Oma pääoma on arviomme mukaan tällä hetkellä melko kuranttia, minkä takia nykyinen markkina-arvo heijastelee heikkoa luottamusta yhtiön kykyyn luoda liiketoiminnalla pääoman kustannukset ylittävää tuottoa. Jos yhtiö pysyy voitollisena jatkossakin, pidämme P/B-luvun nykyistä tasoa melko hyvänä lattiana huomioiden Apetitin vahva tase ja eri liiketoiminnoille laskemamme arvo mahdollisessa irtautumistilanteessa (osien summa –laskelma).

Vuosina 2018 ja 2019 Apetitin sidotun pääoman tuotot (ROCE-%) olivat -7 % ja -4 %. Odotamme strategiakauden osalta näiden nousevan positiivisiksi, mutta jäävän alle yhtiön tavoitetason (ROCE 8 %). Jos yhtiö onnistuisi strategiakaudelle maalaamassaan kannattavuuskäänteessä ja pääsisi yli 8 %:n ROCE-tasolle vuoteen 2022 mennessä, olisi osakkeella silloin näkemyksemme mukaan mahdollisuudet nousta tätä kautta lähelle P/B 1,0x tasoa. Tällöin oman pääoman pysyessä muuttumattomana, P/B-luvun nousu 1,0x tasolle tarkoittaisi osakekurssin lähes 70 %:n nousua nykytasolta. Jos Apetit kuitenkin jatkaisi tappion tai nollatuloksen tekemistä ja jakaisi viime vuosien tavoin osinkoa enemmän kuin se tekee tulosta, tulisi oma pääoman hupenemaan vielä alemmas, mikä tarkoittaisi P/B-luvun pysyessä vakiona sitä, että myös osakekurssi tulisi samassa suhteessa alas.

### Osinkotuotto on pysynyt korkealla tasolla

Apetit on tunnettu hyvänä osingonmaksajana ja yhtiö tuo tätä myös proaktiivisesti esille omissa

esityksissään. Apetitin osinkopolitiikan mukaan hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkona yhtiö on päättänyt jakaa vähintään 50 % tilikauden voitosta.

Apetit jakoi tilikausilta 2014-2017 osinkoa vuosittain 0,70 euroa per osake (4,3 MEUR), mutta tilikauden 2018 osinko pudotettiin 0,40 euroon (2,5 MEUR) ja tilikaudelta 2019 osinko oli 0,45 euroa per osake (2,8 MEUR). Apetitin osinkotuotto on vuodesta 2014 lähtien näyttänyt keinotekoisesti korkealta (5-7 %), sillä yhtiö on käytännössä vain tyhjentänyt tasettaan aiempien tilikausien voitoista maksamalla osinkoa yli 100 %:n jakosuhteella.

Meidän ennusteemme tilikausien 2020 ja 2021 osingonjaolle ovat 0,45 euroa ja 0,50 euroa, mitkä tarkoittavat 120 %:n ja 70 %:n osingonjakosuhteita. Tilikaudella 2021 ennusteemme mukaan Apetitin osakekohtainen osinko ylittää ensimmäistä kertaa 8 vuoteen osakekohtaisen tuloksen. Sijoittajien tulee tiedostaa, että Apetit pystyisi jatkamaan viime vuosina nähtyä avokätisen osingon linjaa vahvan taseensa turvin vielä jonkin aikaa, mutta pidemmällä aikavälillä yhtiö ei voi jakaa osinkoa enempää kuin se tekee tulosta.

### DCF-arvonmääritys heijastaa tavoitehintaamme

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonmääritysmalli (DCF) tukee näkemystämme Apetitille antamastamme tavoitehinnasta ja suosituksista. DCF-laskelmamme mukainen oman pääoman arvo on 60 MEUR eli 9,7 euroa per osake. Luku on hieman Apetitin nykyisen osakekurssin (8,64 euroa) yläpuolella. DCF-laskelmassa kannattaa kuitenkin huomioida se,

että laskelmaan on ladattu suuret tuloskasvuodotukset lähivuosille sekä oletus siitä, että tulostaso jää pitkäksi aikaa selvästi paremmalle tasolle kuin mitä yhtiöltä on viimeisen vuosikymmenen aikana totuttu näkemään. Tällaisen DCF-arvon saavuttamiseksi yhtiön tulisi parantaa tuloskuntoa selvästi ja myös pitää se siellä kestävästi, mikä sisältää tällä hetkellä mielestämme myös suurta epävarmuutta.

### Apetitin arvostus verrokkiryhmään nähden

Käyttämämme verrokkiryhmä muodostuu pääosin suomalaisista ja muista eurooppalaisista elintarvikeyhtiöistä. Jos verrataan konsensusennusteiden mukaisiin verrokkiryhmän mediaani P/E-kertoimiin vuoden 2020 ja 2021 ennustella (13x ja 9x) on Apetit näihin nähden hinnoiteltu 70 %:n ja 40 %:n preemiolla. EV/EBITDA-kertoimen osalta Apetitin osake on hinnoiteltu noin 30-40 %:n alennuksella verrokkiryhmään nähden, mutta aiemmin todetun mukaan EBITDA-mittarin käyttö antaa Apetitin tapauksesta mielestämme liian ruusuisen kuvan.

P/B-luvun osalta Apetitin osake on arvostettu noin 40 %:n alennuksella verrokkiryhmään (P/B 1,0x) nähden. Apetitin osinkotuotot ovat ennusteillamme 5,2 % ja 5,8 %, jotka ovat 120 % ja 55 % verrokkiryhmän yläpuolella.

# Verrokkiryhmän arvostus

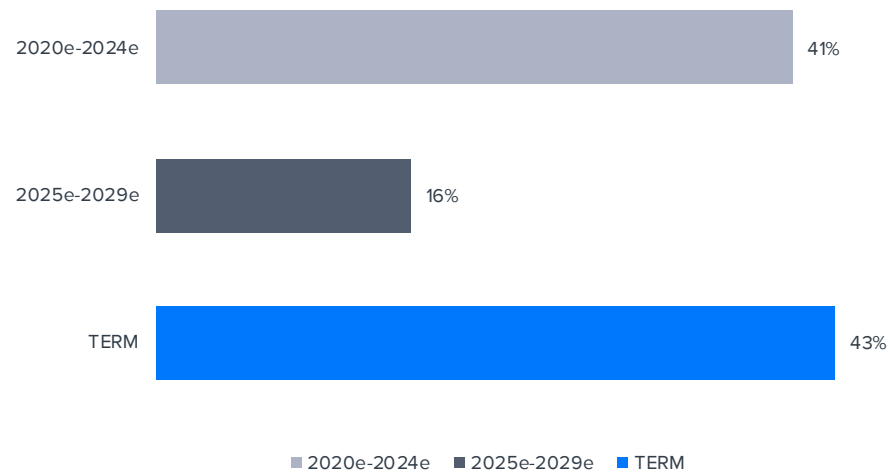
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Atria Oyj	8,50	163	426	11,5	9,7	4,6	4,2	0,3	0,3	10,5	8,5	5,2	5,8	
Raisio Oyj	3,01	504	428	15,1	14,1	12,1	11,0	1,8	1,7	21,3	19,0	4,5	4,9	1,7
HKScan Oyj	1,88	176	508	40,6	21,6	6,1	5,5	0,3	0,3		25,0		0,5	
Fodelia Oyj	8,02	57	59	29,3	19,5	29,3	14,7	2,5	1,9			1,0	1,5	7,5
Cranswick PLC	3406,00	1942	2086	19,7	16,4	14,1	11,5	1,2	1,0	23,5	18,4	1,6	2,0	3,0
Savencia SA	54,80	765	1567	10,6	8,4	4,3	4,0	0,3	0,3	8,1	6,5	1,9	2,6	0,5
Deoleo SA	0,25	131	510							20,0				0,8
Agrana Beteiligungs AG	15,94	1012	1573	18,6	16,8	8,2	7,4	0,6	0,6	19,9	15,4	6,5	6,2	0,8
Bonduelle SA	19,62	655	1634	16,2	14,0	8,4	8,0	0,6	0,6	10,8	8,8	2,4	2,6	0,8
Austevoll Seafood ASA	78,55	1486	3030	14,1	8,0	8,5	5,8	1,4	1,2	13,3	8,3	5,1	4,9	1,0
Origin Enterprises PLC	3,17	400	706	13,3	11,3	12,7	9,0	0,4	0,4	12,6	7,7	1,0	5,1	1,1
<b>Apetit (Inderes)</b>	<b>8,64</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>15,1</b>	<b>10,0</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>22,9</b>	<b>12,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>0,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>18,9</b>	<b>14,0</b>	<b>10,8</b>	<b>8,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>15,5</b>	<b>13,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>15,6</b>	<b>14,1</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>13,3</b>	<b>8,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-4 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-70 %</b>	<b>-71 %</b>	<b>72 %</b>	<b>42 %</b>	<b>121 %</b>	<b>55 %</b>	<b>-44 %</b>

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

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	
+ Kokonaispoistot	5,6	5,8	5,6	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,8	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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 muutokset	-6,8	16,8	-1,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,1	-0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-6,0</b>	<b>25,8</b>	<b>8,4</b>	<b>10,8</b>	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,4	-8,7	-5,0	-6,1	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-5,6	-6,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-10,3</b>	<b>17,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	
+/- Muut	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,3	17,1	3,4	4,7	5,1	4,9	4,7	4,2	4,0	4,1	3,7	64,0
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>16,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>33,6</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		77,7	61,0	57,8	53,9	49,8	46,2	42,9	40,2	37,8	35,5	33,6
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>77,7</b>										
- Korolliset velat		-36,6										
+ Rahavarat		2,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-2,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>60,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,7</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>7,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Osien summa –laskelma 1/2

## Osien summa –laskelma helpottaa arvonmuodostuksen hahmottamista

Apetitin arvonmuodostuksen hahmottamista helpottaa osien summa -laskelman tarkasteleminen. Ruokaratkaisut-, Viljakauppa- ja Öljykasvituotteet ovat kaikki hyvin erilaisia liiketoimintoja, erilaisilla kasvu- ja kannattavuus- ja riskiprofiileilla. Kaikki liiketoiminnot olisivat mielestämme kohtalaisen helposti eriytettävissä, joten ne ovat ainakin teoriassa koko ajan myynnissä. Apetit totesi uudessa strategiassaan olevansa avoin erilaisille yritysjärjestelyille, joten näitä voidaan myös nähdä lähitulevaisuudessa. Eri liiketoimintojen välillä ei ole myöskään niin merkittäviä synergioita, etteikö ne voisi toimia konsernin ulkopuolella myös itsenäisesti. Siten mielestämme osien summa –laskelma on hyvä tapa hahmottaa, millä tavalla omistajien pitäisi miettiä konsernin eri liiketoimintojen arvoa ja niiden osuutta Apetitin osakkeen arvossa.

Eri liiketoimintojen arvon määrittämisen lisäksi osien summa -laskelmassa pitää huomioida Apetitin 20 %:n omistusosuus Sucros Oy:ssä sekä konsernin nettokassa (korolliset velat - rahavarat). Avena Nordic Grain ei myöskään ole 100 %:sesti Apetitin omistama, vaan Apetit omistaa 90 % Avenasta ja välillisesti Foison Oy:n kautta 5 %.

## Haarukoimme liiketoimintojen arvoa EV/EBITDA-kertoimien kautta

Olemme tarkastelleet Apetitin eri liiketoimintojen historiallisia ja ennustettuja kannattavuustasoja ja antaneet eri liiketoiminnoille mielestämme sopivat EV/EBITDA-kertoimet. Käyttökateatasolla tehtävä tarkastelu toimii tähän tarkoitukseen, sillä 1) jotkut liiketoiminnoista ovat olleet aiempina vuosina

liikevoittotasolla tappiolla 2) yhtiö on itse arvioinut omaksi tavoitteekseen tehdä strategiakauden 2022 loppuun mennessä vähintään 14 MEUR:n käyttökateetta ja 3) voimme verrata omia ennusteitamme tähän tavoitteeseen.

Käyttämämme verrokkiryhmän EV/EBITDA-kertoimien mediaanit ovat tällä hetkellä 8-9x, kun Apetit vastaaavatoimet ovat 5-6x. Apetitilla on heikon kannattavuuden ja matalan kilpailuedun omaavia liiketoimintoja, jotka eivät ansaitse tulla arvioiduksi verrokkiryhmän tasoilla kertoimilla (Viljakauppa). Jotkut toiminnot omaavat mahdollisuudet korkean lisäarvon luontiin ja sitä kautta myös korkeammat kertoimet (Ruokaratkaisut ja Öljykasvituotteet). Osien summa –laskelman taulukossa käyttämämme eri kertoimet heijastavat siten myös osittain omaa arviotamme Apetitin eri liiketoimintojen laadusta.

## Ruokaratkaisut on selvästi arvokkain osa

Apetitin eri liiketoimintojen kasvu- ja kannattavuusprofiilit, ja sitä kautta myös niiden arvostukset poikkeavat huomattavasti toisistaan. Jotkut toiminnot ovat tappiollisia, jotkut hyvin matalan lisäarvon toimintaa ja osassa on hyvät mahdollisuudet luoda brändin ja korkean jalostusarvon tuotteilla lisäarvoa. Vaikka Viljakauppa tuo ~60 % liikevaihdosta, on sen arvonluontikyky heikkoa ja se on osien summa –laskelmassamme kaikista pienin osa yhtiön arvoa. Kaikista pienin segmentti (Ruokaratkaisut) on taas selvästi konsernin arvokkain osa. Apetit arvosta isohko osa muodostuu osakkuusyhtiö Sucroksesta, jonka omistuksesta Apetit voisi tarvittaessa luopua, sillä Sucros ei selvästikään kuulu yhtiön ydinliiketoimintoihin, eikä sitä mainita

uudessa strategiassa sanallakaan.

Osien summa –laskelmamme antaa Apetitin oman pääoman arvoksi 90 MEUR (14,5 euroa per osake). Tässä pitää huomioida, että laskelma perustuu 2020-2022 tulosennusteisiimme, jotka ovat selvästi nykyisen tulostason yläpuolella ja arvostuskertoimet ovat arvioitamme potentiaalisessa yritysjärjestelytilanteessa. Osien summa –laskelmamme tarkoittaa lähes 70 %:n nousuvaraa nykyiseen 8,64 euron osakekurssiin nähden. Näkemyksemme mukaan arvokkaimmat osat konsernissa ovat Ruokaratkaisut (9,3 euroa per osake), Öljykasvituotteet (3,1 euroa per osake) ja osakkuusyhtiö Sucros (3,1 euroa per osake).

**Ruokaratkaisut-liiketoiminnalla** näemme parhaimmat mahdollisuudet pitkän aikavälin kasvu- ja arvonluontipotentialiin ja siksi sen arvo on laskelmissamme suurin. Nykyisellä rakenteella (tuoretuotteet ja palvelutorit divestoituna) tuloskunto on alkanut näyttää tervehtymisen merkkejä ja luottamuksemme liiketoiminnan kannattavuuteen on alkanut palautua. Olemme käyttäneet Ruokaratkaisut-liiketoiminnan arvon haarukoimiseen lähivuosien tulosennusteidemme ohella 7x EV/EBITDA-kerrointa, jolloin liiketoiminnan arvoksi muodostuu 57 MEUR (9,3 euroa per osake).

**Öljykasvituotteet** on pitkään ollut vahva suoriutuja ja sen rooli on ollut konsernille tärkeä, kun konsernin muilla liiketoiminnoilla on ollut haasteita 2014-2019 aikana. Segmentin kannattavuus on vakaa, mutta kasvumahdollisuudet ovat kuitenkin kapasiteetin korkean käyttöasteen takia rajatut, mikä näkyy tulevien vuosien ennusteissamme ja hyväksytyssä arvostuskertoimessa.

# Osien summa –laskelma 2/2

Suomalaisten öljykasvituotteiden viljelyalan supistuminen ja kotimaisen raaka-aineen hankintaan liittyvät haasteet luovat varjoja näkyville. Ulkomaiset kilpailijat ovat myös käsityksemme mukaan lisänneet tarjontaa etenkin teollisuusmyynnissä, millä on kilpailutilannetta kiristävä vaikutus. Uuden rypsi-proteiini-ingredientin tutkimushankkeeseen on käytetty monta vuotta ja sen kaupallistaminen on lähellä. Koko hankkeen tuottopotentiaali on kuitenkin meille vielä kysymysmerkki, eikä yhtiö ole kertonut siitä paljoa. Kirkkonummen öljynpuristamolle tänä vuonna valmistuva bioenergiälaitos parantaa tulevaisuudessa liiketoiminnan kannattavuutta ja näemme lähivuosien tulostulosten saavan tästä tukea. Olemme käyttäneet Öljykasvituotteet-segmentille osien summa –laskelmassamme hieman Ruokaratkaisuja alemmaa EV/EBITDA-kerrointa 6x, mikä kuvaa meidän näkemystämme liiketoiminnan matalammasta pitkän aikavälin arvonluontipotentiaalista. Liiketoiminnan arvoksi muodostuu 19,5 MEUR (3,1 euroa per osake).

**Viljakaupan** arvo on laskelmissamme matalin kolmesta liiketoiminnasta. Matalakatteisen välitystoiminnan kilpailuedut ja arvonluonti ovat pitkällä aikavälillä heikot. Segmentin tulostulo on myös viime vuosina laskenut osin heikkojen satokausien takia, mutta uskomme myös DLA:n ja Läntmännin tulon Suomen markkinoille kiristäneen kilpailua selvästi aiemmista vuosista. DLA osti Hankkijan SOK:lta vuonna 2013. Sitten Läntmännin osti K-maatalouden, Raision naudanrehuliiketoiminnan ja Vaasan. Tähän ulkomaisten toimijoiden kilpailupaineeseen Apetit on yrittänyt vastata muodostamalla yhteistyötä Bernerin kanssa vuonna 2018 solmitulla Viljelijän

Avena Berner –konseptilla, joka ei ainakaan vielä tässä vaiheessa ole näyttänyt onnistuvan palauttamaan tuloksentekokykyä. Kesko myi vuonna 2017 K-maatalouden Läntmännin 38,5 MEUR:n velattomalla hinnalla (EV/EBITDA 7x). Olemme käyttäneet omassa osien summa –laskelmassamme Viljakauppa liiketoiminnalle hieman alemmaa 5x EV/EBITDA –kerrointa, millä arvoksi tulee 7,5 MEUR (1,2 euroa per osake).

Apetit muutti keväällä 2020 raportointiaan niin, että se alkoi ilmoittaa eri liiketoimintojen lisäksi eriteltynä konsernitoimintojen kuluja (2019: -2,6 MEUR). Olemme määritelleet **konsernitoimintojen kulujen** arvoksi osien summa –laskelmassa -17,9 MEUR (-2,9 euroa per osake). Tässä oletuksena on, että konsernikuluja olisi ~3 MEUR per vuosi.

Osakkuusyhtiö **Sucros** on osien summa –laskelmassamme arvostettu Apetitiin kuuluvaan 20 %:n omistussuuden perusteella. Sucroksen nettovarallisuus vuoden 2019 lopussa oli 96 MEUR, josta Apetitin osuus on 19,4 MEUR (3,1 euroa per osake). Ottaen huomioon Sucroksen viime vuosien heikon tulostulon, oletus Sucroksen omistuksen mahdollisesta myynnistä P/B 1,0x kertoimella voi olla ylioptimistinen.

## **Osakkeessa on selvää laskuvaraa, jos tulostaso jää viime vuosina nähdylle tasolle**

Apetitin tulostulo on vuodesta 2014 alkaen ollut tappiollinen tai hyvin lähellä nollaa. Vuoden 2019 osalta yhtiö ylsi käyttökateen osalta juuri plussan puolelle (0,8 MEUR), mutta suurten vuotuisten investointitarpeiden ja suurten poistojen takia jatkuvien toimintojen liiketulos valahti 4,8 MEUR tappiolle. Jos tulostulo jäisi tälle tasolle, olisi osakkeella vielä selvästi laskuvaraa ja vuoden

2019 luvuilla osien summa –laskelma näyttää 6,4 euron osakekohtaista hintaa.

## **Tulosennusteisiin on ladattu suuret odotukset**

Lähivuosien ennusteemme nojaavat odotukseen merkittävästä kannattavuuskäänteestä ja korkean tulostason ylläpitämisestä. Yhtiön oma tavoite 14 MEUR:n käyttökateesta vuonna 2022 on erittäin haastava ja vaatii isoa tuloshyppyä. Meidän ennusteissamme 2022 EBITDA jää hieman yhtiön oman tavoitteen alapuolelle ja on 12,3 MEUR. Käyttökate kuitenkin paranee ennusteissamme merkittävästi 2014-2019 tasolta ja on 2020-2022 aikana keskimäärin 10,3 MEUR, mikä on yhtiön viime vuosien suorituksiin nähden hyvä taso.

Vaikka yhtiön kannattavuuskäänteeseen on näyttänyt alkuvuoden 2020 perusteella hyvältä, olemme lähteneet strategiakauden ennusteissamme liikkeelle yhtiön omia tavoitteita varovaisemmin. Tämä johtuu Apetitin heikoista viime vuosien suorituksista ja useiden vuosien ajan yhtiön omien ennusteiden alapuolelle jääneistä tuloksista. Apetit vanhojen taloudellisten tavoitteiden mukaan yhtiön olisi pitänyt jo tänä vuonna tehdä käyttökate noin 14 MEUR, mutta tavoitetta siirrettiin tämän vuoden strategiatyössä 2 vuodelle eteenpäin.

Jos yhtiö näyttää etenevän strategiassaan ja taloudellisissa tavoitteissaan oikeaan suuntaan ja selättävän viime vuosina nähdyt kannattavuusongelmat, on ennusteissamme nousuvaraa ja sitä kautta myös osakkeessa on nousuvaraa. Tähän tarvitsemme kuitenkin vielä enemmän näyttöjä.



## Osien summa –laskelma

Apetit toteutuneet luvut MEUR	EBITDA 2019	EV/EBITDA- kerroin	Liiketoiminnan arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	5,9	7,0	41,3	6,7
Viljakauppa*	-4,8	5,0	-22,3	-3,6
Öljykasvituotteet*	2,3	6,0	12,8	2,1
Konsernitoiminnot	-2,6	6,0	-15,6	-2,5
<b>Liiketoiminnot yhteensä</b>	<b>0,8</b>		<b>16,2</b>	<b>2,6</b>
Sucros**			19,4	3,1
<b>Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä</b>			<b>35,6</b>	<b>5,8</b>
Korolliset nettovelat***			4,2	0,7
<b>Oman pääoman arvo</b>			<b>39,8</b>	<b>6,4</b>

Inderesin ennusteet MEUR (2020-2022e)	EBITDA 2020-2022 keskiarvo	EV/EBITDA- kerroin	Liiketoiminnan arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	8,2	7,0	57,3	9,3
Viljakauppa*	1,6	5,0	7,5	1,2
Öljykasvituotteet*	3,5	6,0	19,5	3,1
Konsernitoiminnot	-3,0	6,0	-17,9	-2,9
<b>Liiketoiminnot yhteensä</b>	<b>10,3</b>		<b>66,3</b>	<b>10,7</b>
Sucros**			19,4	3,1
<b>Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä</b>			<b>85,7</b>	<b>13,9</b>
Korolliset nettovelat***			4,2	0,7
<b>Oman pääoman arvo</b>			<b>89,9</b>	<b>14,5</b>

\* Apetit Oyj omistaa vilja- ja öljykasviliiketoimintaa harjoittavasta Avena Nordic Grain Oy:stä suoraan 90 % ja välillisesti 5 % Foison Oy:n kautta, joten laskettu arvo on tämän omistusosuuden mukainen.

\*\*Sucros on arvostettu vuoden 2019 tilinpäätöksessä olevaan nettovarallisuuteen

\*\*\* Laskettu Q2'20 tilanteen mukaan.

# Sijoitusprofiili 1/3

## Sijoitusnäkemys

Näkemyksemme mukaan Apetit on nyt tilanteessa, missä yhtiö on karsinut pitkään heikosti kannattavia liiketoimintoja ja saanut jätettyä portfolioonsa uuteen strategiaan sopivat ydinliiketoiminnot. Vaikka yhtiön kokoluokka on pienentynyt viime vuosina selvästi, pitäisi divestointien tukea kannattavuutta ja näemme yhtiöllä olevan hyvät mahdollisuudet parantaa jo vuosia heikolla tasolla olevaa tulostaan.

Jäljelle jääneistä toiminnoista Ruokaratkaisut on selvästi uuteen strategiaan sopivin osio ja sillä on Apetit-brändin ja kotimaisen vastuullisesti tuotetun ruoan kautta hyvä mahdollisuus luoda lisäarvoa. Ruokaratkaisut on osoittanut alkuvuonna 2020 positiivisia tuloskäänteiden merkkejä ja yhtiöllä on pakasteiden myynnissä hyvät kasvunäkymät.

Viljakauppa on viime vuosina yskinyt pahasti ja sen tuloskunto on mielestämme suurin yhtiöön tällä hetkellä liittyvä kysymysmerkki. Viljakaupan heikkoa tuloskuntoa selitettiin 2017-2018 aikana huonoilla satokausilla, mutta satokausi 2019 oli hyvä ja tappio vain syveni. Olemme hieman huolestuneita, että Viljakaupan ongelmat ovat syviä ja voivat jatkua pitkään, vaikka alkuvuoden 2020 tulosparannus hälvensi hieman näitä huolia.

Öljykasvituotteissa suomalaisten öljykasvien viljelyalan supistuminen näyttää tuovan omat haasteensa jatkoa ajatellen, ja samoin kuin Viljakaupassa, on Öljykasvituotteissa ulkomainen kilpailu on viime vuosina lisääntynyt, mikä on tehnyt markkinasta haastavamman. Rypsi proteiini-ingredienttiin liittyvään kehitystyöhön on yhtiössä investoitu vuosia, ja siitä voidaan pian odottaa

myös tuottoja. Näkyvyys rypsi-ingredientin tulevaisuuden potentiaaliin on kuitenkin vielä hämärän peitossa.

Uudessa strategiassa ei puhuttu Sucroksesta sanallakaan, minkä takia otamme sen huomioon sijoitusnäkemyksessämme tasearvolla.

Yksi tulokasvun kannalta tärkeä kysymys on myös, miten johto onnistuu sopeuttamaan konsernin kulurakenteen kaikilta osin vastaamaan nykyistä selvästi pienentyntä organisaatiota.

## Apetit profiloituu osinko- ja käännetyhtiöksi

Apetit profiloituu osinkoyhtiöksi. Yhtiö toimii defensiivisellä elintarviketoimialalla, jonka kasvunäkymät ovat maltilliset. Tase on vahva ja yhtiö on osinkopolitiikassaan ilmaissut tahtonsa jakaa enemmän kuin puolet tilikauden tuloksesta. Viime vuosien heikkojen suoritusten jälkeen Apetit on näyttänyt alkuvuonna 2020 vakuuttavia positiivisen tuloskäänteiden merkkejä ja näin yhtiö profiloituu nyt myös käännetyhtiöksi.

## Vahva tase tarjoaa selkänöjää

Apetitin tase on vahva, mikä antaa aikaa kääntää liiketoimintaa parempaan suuntaan, tarjoaa selkänöjää strategiakauden investoinneille ja antaa mahdollisuuden erilaisiin yritysjärjestelyihin. Apetit voi myös vahvan taseen avulla pitää osinkoa hyvällä tasolla, mutta pitkällä aikavälillä arvonluonti osakkeenomistajille nojaa yhtiön tulokasvuun ja pääoman tuottoon, jotka ovat olleet viime vuosina välttävällä tasolla.

## Eri liiketoiminnot tasapainottavat riskejä

Apetitin kolme eri liiketoimintaa toimivat kaikki

hieman erilaisilla liiketoimintamalleilla ja eri aloilla, mikä pienentää yhtiön riskiprofiilia. Kaikissa näissä on vahva yhteys suomalaiseen alkutuotantoon ja satokausien onnistumiseen, mikä taas nostaa riskiprofiilia ja riippuvuutta suomalaisen elintarvikealan arvoketjusta. Kaikilla liiketoiminnoilla on myös samoja asiakaskuntia (ammattikeittiöt, elintarviketeollisuus, vähittäiskauppa ja kuluttajat), joten Apetit on myös riippuvainen näiden menestyksestä. Hieman erilaisissa sykleissä toimivat segmentit kuitenkin tasoittavat pitkässä juoksussa toistensa hyviä ja huonoja aikoja ja tuovat siten tasapainoa.

## Positiiviset ajurit

- **Uusi konsernirakenne, strategia ja johtoryhmä:** Apetit on viime vuosina hankkiutunut eroon tappiollisista tai heikosti kannattavista liiketoiminnoista, vaihtanut ja tiivistänyt johtoryhmän rakennetta, laatinut uuden strategian ja taloudelliset tavoitteet sekä karsinut yleistä kustannustasoa ympäri konsernia. Yhtiössä on tehty oikeita asioita kannattavuuden parantamiseksi ja tästä on alkanut näkyä jo positiivisia merkkejä tulosraporteissa.
- **Matala tasepohjainen arvostus:** Osakkeen matala tasepohjainen arvostus (P/B 0,6x) heijastaa markkinoiden epäuskoa asetettuihin taloudellisiin tavoitteisiin ja yhtiön kykyyn luoda kohtuullista tuottoa toimintaan sidotulle pääomalle. Jos yhtiö onnistuisi saavuttamaan strategiakauden taloudelliset tavoitteet (EBITDA 14 MEUR ja ROCE 8 %), tulisi osakkeen nousta mielestämme lähemmäs P/B = 1,0x tasoa, mikä tarkoittaisi merkittävää nousuvaraa nykytasolta.

## Sijoitusprofiili 2/3

- **Kannattavuuden iso parantamispotentiaali:** Apetitin tulokset ovat olleet heikkoja vuoron perään ongelmia kärsineiden liiketoimintojen takia. Yhtiö on käynyt suuria muutoksia läpi 2014-2019 aikana. Isot investoinnit Säkylän uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon, Kirkkonummen bioenergiailaitokseen ja rypsi-proteiini-ingredienttiin ovat myös nostaneet kulutasoa ilman niistä saatavaa liikevaihtoa. Samaan aikaan yhtiö on divestoinut entisiä heikosti kannattavia liiketoimintojaan, mikä nostaa jatkossa tuloskäänteen todennäköisyyttä. Odotamme yhtiön tekemien investointien alkavan kantaa hedelmää lähivuosina, mikä voi tuoda hyvän tulosvivun, kun heikot liiketoiminnot eivät ole enää mukana painamassa konsernin tulosta alaspäin. Yhtiön asettamiin taloudellisiin tavoitteisiin nähden nykytulokunto on alarvoinen ja näemme monessa liiketoiminnassa potentiaalia selvästi parempaan kannattavuuteen.
- **Apetit on asemoitunut hyvin kasvistrendiin:** Apetit on hyvässä asemassa tulevaisuuden megatrendeihin nähden, sillä kiinnostus kasvisruokaa kohtaan on nyt suurta ja se kasvaa jatkuvasti. Erilaiset kasvisvaihtoehdot lisääntyvät kaupoissa ja ravintoloissa nyt nopeasti ja Apetit on Suomessa tällä saralla yksi tunnetuimpia brändejä. Apetit T&K-puoli on alkanut viime aikoina tuottaa uusia innovaatioita ja esim. Pohjoismaissa kysyntä erilaisista kasvipihveistä ja –pyöryköistä on ollut voimakasta. Tähän kasvavaan kysyntään yhtiö pyrkii vastaamaan uudella Säkylän pihvi- ja pyörykkälinjaston investoinnilla, mikä valmistui vuoden 2019

lopussa ja kaksinkertaisti tuotantokapasiteetin.

- **Ennustemme eivät ota huomioon potentiaalisia yritysjärjestelyjä:** Meidän ennustemme perustuvat Apetit nykyisiin liiketoimintoihin (Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet). Apetit on uudessa strategiassaan nostanut esiin mahdollisuuden osallistua toimialajärjestelyihin, jotka voisivat tarjota hyviä arvonluontimahdollisuuksia. Pidämme mahdollisena, että Apetit voisi saavuttaa huomattavia skaala- ja synergiaetuja sulautumalla yhteen jonkun toisen teollisen toimijan kanssa ja tällä tavalla vahva tase saataisiin paremmin töihin. Toinen vaihtoehto olisi laajentua esim. Viljakaupan arvoketjussa eteenpäin Läntmannenin tavoin, joka osti Vaasan leipomokonsernin vuonna 2015. Kolmas vaihtoehto olisi hankkiutua eroon Viljakaupasta, sillä Apetit suorittaminen ei ole ollut siinä kovin hyvää viime vuosina ja se voisi olla arvokkaampi jonkun muun alan toimijan käsissä. Ennustemme eivät ota yritysjärjestelyjen mahdollisuutta huomioon, mutta sijoittajien kannattaa tajuta, että niitä voi osua tälle strategiakaudelle. Apetitilla ei ole erityisen hyviä näyttöjä viimeisten yritysostojen onnistumisesta (mm. kala ja tuoretuotteet), joten tälle vaihtoehdolle ei kannata asettaa erityisen suurta positiivista odotusarvoa.

### Negatiiviset ajurit ja riskit

- **Kaupan alan keskittyminen ja kiristynvä hintakilpailu:** S-Ryhmän ja K-ryhmän markkinaosuus Suomen päivittäistavara-kaupasta on yli 80 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima

elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä tarkoittaa, että Apetit ja muiden toimijoiden on pitkälti suostuttava niiden sanelemiin ehtoihin. Viime vuosina nähdyt kaupan halpuuttamiskampanjat, ulkomailta tuleva kilpailu ja kaupan omat merkit ovat kiristäneet toimialan kilpailutilannetta ja se vaatii myös Apetit kilpailukyvyn nostamista uudelle tasolle.

- **Portfoliosta kuoriutuu jatkuvasti uusia tappiollisia liiketoimintoja:** Apetitilla on aina ollut tulosta tekeviä liiketoimintoja, mutta konsernista on löytynyt myös tappiollisia liiketoimintoja, jotka ovat painaneet tulosta vuosi toisensa jälkeen. Kun tappiollisesta kalaliiketoiminnasta päästiin eroon, alkoi Ruokaratkaisut-segmentissä ilmentyä ongelmia. Kun Ruokaratkaisut-segmentistä divestointiin pois tuoretuotteet ja palvelutoriiliiketoiminta, alkoi Viljakauppa tehdä tappiota. Välillä tuntuu, että Apetit portfolioista kuoriutuu jatkuvasti uusia ongelmia, mitä ei osaa edes arvata ja konserni ei ole pitkään aikaan saanut aikaan ehjää tilikautta, missä kaikilla liiketoiminnoilla olisi mennyt samaa aikaa hyvin.
- **Uusien tuotelanseerausten ja T&K-panostusten onnistuminen:** Apetit toimii rajusti kilpailuilla kuluttajatuotemarkkinoilla, missä kuluttajamieltyksien ja –trendien ennakointi sekä niihin vastaaminen on hyvän tärkeää. Yhtä tärkeää on myös ennakoida se, mitkä ainekset tai tuoterohdat ovat milloinkin epäsuosiossa. Ruoan laatu, terveys, vastuullisuus, luomu jne. ovat voimakkaasti kuluttajavalintoja ohjaavia tekijöitä. Jos tuotekehityksessä epäonnistutaan huomioimaan kuluttajamieltyksiä, voi sillä olla haitallinen vaikutus yhtiön menestykseen.

## Sijoitusprofiili 3/3

- **Tulostaso riippuu vahvasti raaka-aineiden hintakehityksestä ja saatavuudesta:** Apetit on monessa liiketoiminnassaan vaikeassa paikassa arvoketjua, missä katteet ovat ohuet, raaka-aineiden saatavuusongelmat ja epäsuotuisten hinnanmuutosten siirtäminen eteenpäin on vaikeaa. Viljakaupan tulostaso riippuu vahvasti maailmamarkkinahinnoista, joihin yhtiö ei itse pysty vaikuttamaan. Samoin sokerin maailmamarkkinahinta vaikuttaa osakkuusyhtiö Sucroksen tulokseen, jonka näkymät ovat EU:n sokerikiintiön lakkauttamisen jälkeen synkistyneet. Öljykasvituotteissa yhtiöllä on viime vuosina ollut vaikeuksia saada kotimaista raaka-ainetta riittävästi, mikä on vaikuttanut marginaaleihin negatiivisesti.
- **Riippuvuus suomalaisesta alkutuotannosta:** Apetit nojaa vahvasti kotimaisuuteen ja yhtiö käyttää tuotteissaan pääosin suomalaisia raaka-aineita. Suomalaisilla viljelijöillä on jo pitkään mennyt heikosti ja 2017-2018 heikot satokaudet olivat erityisen haastavia. Apetitin pitää jatkuvasti neuvotella raaka-aineiden hinnoista omien vastuuviljelijöidensä kanssa ja pitää ne sellaisella tasolla, että viljely on kannattavaa ja tarvittavia raaka-aineita saadaan. Yhtiö on kuitenkin vaikeassa paikassa arvoketjua, missä viljelijöille annettavaa korkeampaa hintaa on hyvin vaikea tai lähes mahdoton siirtää eteenpäin omiin myyntihintoihin. Viljelyhalukkuus on mm. kotimaisten öljykasvien osalta laskenut merkittävästi viime vuosina, mikä on herättänyt yhtiön keksimään uusia keinoja, millä viljelyhalukkuutta ja kannattavuutta voitaisiin lisätä.
- **Suomen elintarvikesektorin vaikea dynamiikka:** Suomen elintarvikesektori koostuu keskittyneen päivittäistavarakaupan vahvasta neuvotteluasemasta, pienistä kotimarkkinoista, korkeista tuotantokustannuksista ja ulkomaisten toimijoiden sekä private label –tuotteiden kasvavasta kilpailu-uhasta. Apetit kohtaa näitä haasteita jatkuvasti toimiessaan pääosin kotimarkkinoilla.

# Sijoitusprofiili

1.

**Apetit profiloituu sekä osinko- että käännetyhtiö -kategorioihin**

2.

**Pitkään jatkuneiden haasteiden jälkeen yhtiö on tekemässä tuloskäännettä**

3.

**Heikkojen liiketoimintojen divestoinnit, uudistettu strategia, tiivistetty johtoryhmä ja tiukka kulukuri tarjoavat tuloskäänteelle eväät**

4.

**Yhtiön vahva tase tarjoaa selkänorjaa tarvittaviin investointeihin ja eri liiketoiminnot tasapainottavat riskejä**

5.

**Viime vuosien tuloskunnolla osakkeen nykyarvostusta ei voida perustella, joten tuloskäänteeseen on onnistuttava**

6.

**Osinkoa on maksettu monta vuotta enemmän kuin yhtiö on tehnyt tulosta ja nykyinen osinkotasoa on kestävä, ellei tuloskunto parane merkittävästi**

## Potentiaali



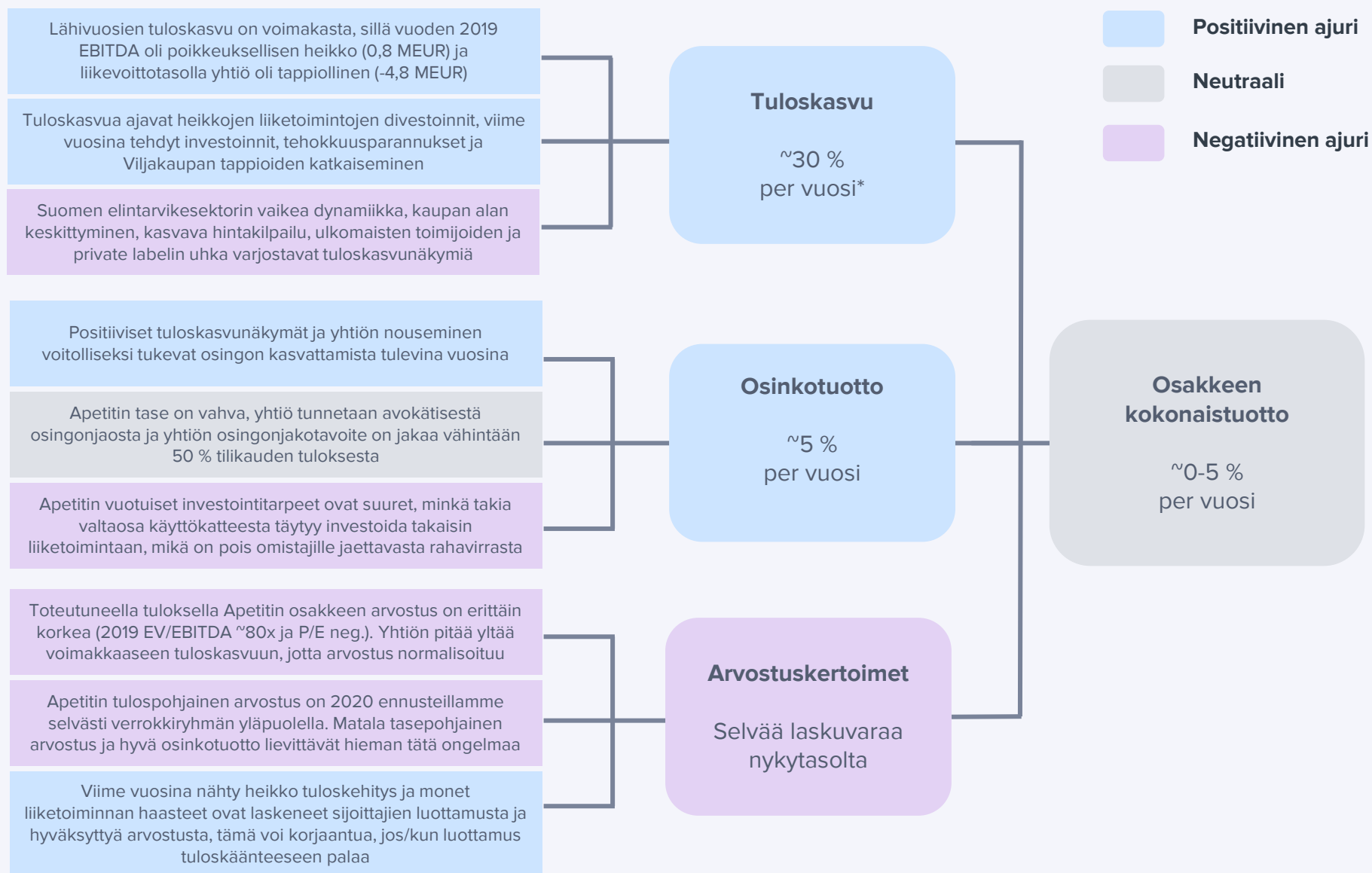
- Uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet ovat kunnianhimoiset ja onnistuessaan yhtiöllä on edessä suuri tulosparannus
- Vahva tase antaa aikaa tuloskäänteeseen tekemiseen, mahdollistaa liiketoiminnan kehittämisen ja tarvittavat investoinnit
- Monen vuoden heikon tuloskehityksen jälkeen yhtiöllä on runsaasti kannattavuuden parantamispotentiaalia ja tähän tähtäävät toimenpiteet ovat jo käynnissä
- Matala tasepohjainen arvostus voi tarjota osakkeelle hyvän tuotto potentiaalin, jos tuloskäännä realisoituu

## Riskit



- Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen ovat haitallisia Apetitin kannattavuudelle
- Yhtiön liiketoimintaportfoliosta kuoriutuu jatkuvasti ulos uusia tappiopesiä, kun vanhoista on päästy eroon
- Yhtiön kannattavuus on vahvasti riippuvainen raaka-aineiden hintakehityksestä ja satokausien onnistumisesta
- Suuri riippuvuus suomalaisesta alkutuotannosta ja sen heikosta kilpailukyvyistä
- Suomen elintarvikesektorin vaikea dynamiikka

# Osaketuoton ajurit 2020-2022e



\* Inderesin ennuste Apetitin liikevoiton kasvusta 2020-2022

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	311,8	259,9	296,9	<b>304,9</b>	<b>310,1</b>	EPS (raportoitu)	0,46	-0,07	-0,87	<b>0,38</b>	<b>0,69</b>
Käyttökate	6,7	4,5	0,9	<b>9,4</b>	<b>11,0</b>	EPS (oikaistu)	0,49	0,11	-0,62	<b>0,38</b>	<b>0,69</b>
Liikevoitto	1,1	0,5	-4,8	<b>3,6</b>	<b>5,4</b>	Operat. kassavirta / osake	4,65	-3,86	-0,97	<b>4,15</b>	<b>1,35</b>
Voitto ennen veroja	1,6	-0,6	-6,4	<b>3,0</b>	<b>5,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	5,42	-3,73	-0,21	<b>2,75</b>	<b>0,55</b>
Nettovoitto	2,9	-0,4	-5,4	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	Omapääoma / osake	18,11	16,27	15,12	<b>15,05</b>	<b>15,29</b>
Kertaluontoiset erät	-0,2	-1,1	-1,6	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,70	0,40	0,45	<b>0,45</b>	<b>0,50</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	154,7	164,6	170,8	<b>164,6</b>	<b>164,8</b>	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	-17 %	14 %	<b>3 %</b>	<b>2 %</b>
Oma pääoma	112,3	101,1	93,9	<b>93,5</b>	<b>95,0</b>	Käyttökäteen kasvu-%	19 %	-33 %	-81 %	<b>1009 %</b>	<b>16 %</b>
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	57 %	23 %	-297 %	<b>-215 %</b>	<b>48 %</b>
Nettovelat	-10,8	21,8	33,7	<b>20,0</b>	<b>19,3</b>	EPS oik. kasvu-%	67 %	-78 %	-671 %	<b>-161 %</b>	<b>84 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	2,1 %	1,7 %	0,3 %	<b>3,1 %</b>	<b>3,5 %</b>
Käyttökate	6,7	4,5	0,9	<b>9,4</b>	<b>11,0</b>	Oik. Liikevoitto-%	0,4 %	0,6 %	-1,1 %	<b>1,2 %</b>	<b>1,7 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	22,6	-26,8	-6,8	<b>16,8</b>	<b>-1,7</b>	Liikevoitto-%	0,4 %	0,2 %	-1,6 %	<b>1,2 %</b>	<b>1,7 %</b>
Operatiivinen kassavirta	28,8	-24,0	-6,0	<b>25,8</b>	<b>8,4</b>	ROE-%	2,5 %	-0,4 %	-5,6 %	<b>2,5 %</b>	<b>4,6 %</b>
Investoinnit	4,6	0,8	-4,4	<b>-8,7</b>	<b>-5,0</b>	ROI-%	1,7 %	-0,2 %	-4,5 %	<b>2,7 %</b>	<b>4,7 %</b>
Vapaa kassavirta	33,6	-23,2	-1,3	<b>17,1</b>	<b>3,4</b>	Omavaraisuusaste	72,5 %	61,4 %	55,0 %	<b>56,8 %</b>	<b>57,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-9,7 %	21,6 %	35,9 %	<b>21,4 %</b>	<b>20,3 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Valio Pension Fund			8,2 %			EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Berner Oy			7,9 %			EV/EBITDA (oik.)	8,8	13,1	79,2	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>
Esko Eela			6,2 %			EV/EBIT (oik.)	45,5	36,8	neg.	<b>15,1</b>	<b>10,0</b>
Nordea Fonder			5,7 %			P/E (oik.)	30,5	86,8	neg.	<b>22,9</b>	<b>12,5</b>
EM Group Oy			2,2 %			P/B	0,8	0,6	0,6	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
MTK			2,0 %			Osinkotuotto-%	4,7 %	4,3 %	5,2 %	<b>5,2 %</b>	<b>5,8 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy - Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laatinen analytikon 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.11.2016	Lisää	13,50 €	12,67 €
24.2.2017	Vähennä	13,50 €	14,32 €
9.5.2017	Vähennä	13,50 €	13,49 €
30.6.2017	Lisää	15,00 €	13,86 €
16.8.2017	Lisää	14,50 €	13,50 €
3.11.2017	Lisää	14,50 €	13,76 €
2.3.2018	Vähennä	14,50 €	15,00 €
9.5.2018	Vähennä	13,00 €	13,40 €
6.8.2018	Vähennä	12,50 €	12,75 €
17.8.2018	Vähennä	12,00 €	12,20 €
9.10.2018	Vähennä	10,50 €	10,40 €
1.11.2018	Vähennä	10,50 €	10,30 €
2.1.2019	Lisää	10,00 €	9,12 €
20.2.2019	Vähennä	9,00 €	9,38 €
8.5.2019	Vähennä	9,00 €	8,70 €
19.8.2019	Lisää	9,00 €	8,14 €
16.9.2019	Vähennä	7,90 €	8,00 €
6.11.2019	Vähennä	7,50 €	7,82 €
23.2.2020	Vähennä	8,00 €	8,66 €
11.5.2020	Vähennä	8,00 €	8,70 €
24.8.2020	Vähennä	8,80 €	9,40 €
23.9.2020	Vähennä	9,00 €	8,64 €





Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [www.inderes.fi](http://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.**