

APETIT

27.03.2025 20.45 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tarina etenee mutta ajoitus ei ole otollinen

Apetit on johtava suomalainen elintarvikealan toimija pakastevihannesten tuotannossa ja öljykasvituotteiden jalostuksessa. Viime vuosien vahvasta tuloskehityksestä pääosa on nähdäksemme kestäväää parantamista, mutta myös väliaikaisesti suotuisat olosuhteet raaka-aineiden hankinnassa ovat arviomme mukaan auttaneet. Näkymä kuluvan vuoden tulokseen on laskeva mm. öljykasvin siementen hinnannousun vuoksi, eikä osakkeen tarjoama nousuvara siksi ole nykyisillä oletuksillamme riittävä. Mikäli marginaalipaineesta selvitään pienin kolhuin ja tulokasvu jatkuisi viime vuosien tapaan, voisi osakkeessa olla suotuisassa skenaariossa nousuvaraakin. Lähiaikojen markkinariskit huomioiden pidämme kuitenkin toistaiseksi kiinni vähennä-suosituksesta ja nostamme tavoitehinnan 14,5 euroon (aik. 14,0 €).

Merkittävä asema kotimaisessa elintarviketuotannossa

Apetit on suomalainen elintarvikeyhtiö, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiöllä on kaksi eri liiketoimintaa: Öljykasvituotteet (54 % liikevaihdosta) ja Ruokaratkaisut (46 %), joilla se teki vuonna 2024 liikevaihtoa 163 MEUR ja liike-tulosta 9,3 MEUR. Yhtiöllä on molemmissa segmenteissä merkittävä asema ainoana suomalaisena suurena toimijana, mikä on viime vuosina mahdollistanut kannattavaa kasvua erityisesti kuluttajavetoisessa Ruokaratkaisut-segmentissä. Kasvua pyritään tavoittelemaan mm. myynnin jalostusarvoa ja kateprofiilia kasvattamalla sekä lisäämällä ruoan vientiä. Yhtiö on vahvan taseensa turvin tehnyt viime vuosina merkittäviä investointeja tehokkuuden, päästöjen vähentämisen ja kasvupotentiaalia tarjoavien tuotesegmenttien saralla.

Marginaalipainetta odotettavissa lyhyellä aikavälillä

Apetit on parantanut kannattavuuttaan jo usean vuoden ajan, mistä osa liittyy heikkojen liiketoimintojen divestointeihin, mutta merkittävä osa myös nykyisten ydinliiketoimintojen vahvistumiseen. Yhtiö ohjeistaa vuoden 2025 liike-tuloksen

laskevan hieman (2024: 9,3 MEUR) ja meidän ennusteemme vuodelle 2025 on 8,0 MEUR. Odotamme Öljykasvituotteet-segmentin tuloksen laskevan raaka-aineen hintojen nousun ajamana. Ruokaratkaisuihin vuoden 2024 tulos hyötyi ehkä poikkeuksellisenkin laadukkaasta sadosta ja tehokkaasta satokausituotannosta, minkä vuoksi odotamme tuloksen pysyvän vakaana vuonna 2025 ennen kuin tulokasvu voi jälleen myöhemminä vuosina jatkua. Keskipitkällä aikavälillä Ruokaratkaisut hyötyy tuotantovolyymien kasvattamisesta viennin vetämänä sekä parempikatteisten pidemmälle jalostettujen tuotteiden myynnin kasvusta. Yhtiö saavutti nykyisen strategiakautensa taloudelliset tavoitteet jo vuonna 2024, minkä vuoksi odotamme sen todennäköisesti korottavan tavoitteita vuoden 2025 lopulla. Lisäksi yhtiö selvittää investointeja kasvupohjaisiin proteiineihin (pöydällä sekä rapsiin että herneproteiiniin liittyviä kasvuhankkeita), mutta emme ole ottaneet näitä toistaiseksi ennusteissa huomioon.

Selkeään nousuvaraa ei ole toistaiseksi näkyvyyttä

Apetit on sijoitusprofiililtaan defensiivinen ja pääomaintensiivinen yhtiö, jonka kannattavuus heiluu ajoittain satokausien ja kustannusympäristön vaihtelun mukana. Yhtiö pystyy pitkällä aikavälillä kasvattamaan tulostaan, mutta pääomaintensiivisyydestä johtuen arvioimme arvonluonnin olevan maltillista. Tasepohjaisesti katsottuna osakkeen arvostus on edullinen (P/B 0,8x) ja voisi nousta, jos yhtiö pystyisi pitämään sijoitetun pääoman tuoton pysyvästi viime vuoden tasolla (ROI 2020-22: ~3 %, 2024: 9,6 %, 2025-26e: 7,8 %). Painotamme suosituksessa tulospohjaista arvostusta. Nykyinen EV/EBIT 9,7x on mielestämme lähellä käypää tasoa (~10x) ja vuosien 2026-27 EV/EBIT-kertoimetkaan eivät tarjoa merkittävää nousuvaraa ellei tulokasvu ylitä odotuksiamme. Tuotto-odotus koostuu siten pääasiassa 5 %:n osinkotuotosta eikä merkittävästi ylitä tuottovaatimusta (8 %).

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

14,50 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

14,40

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	163	169	175	178
kasvu-%	-7 %	4 %	3 %	2 %
EBIT oik.	9,3	8,0	8,3	8,5
EBIT-% oik.	5,8 %	4,7 %	4,8 %	4,8 %
Nettotulos	8,5	7,4	7,6	7,8
EPS (oik.)	1,36	1,19	1,23	1,26

P/E (oik.)	10,2	12,1	11,7	11,4
P/B	0,8	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	5,4 %	4,9 %	5,2 %	5,2 %
EV/EBIT (oik.)	8,2	9,7	9,2	8,8
EV/EBITDA	4,8	5,1	4,9	4,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

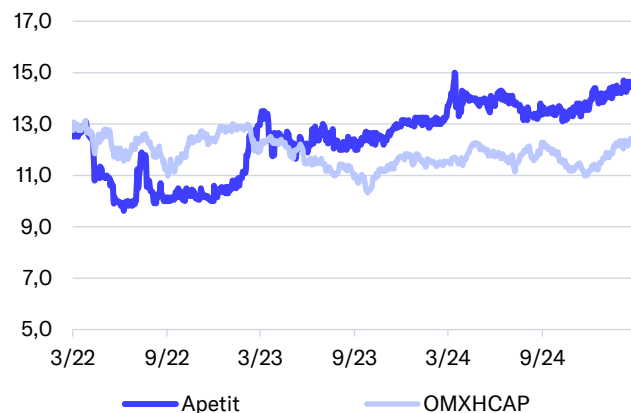
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

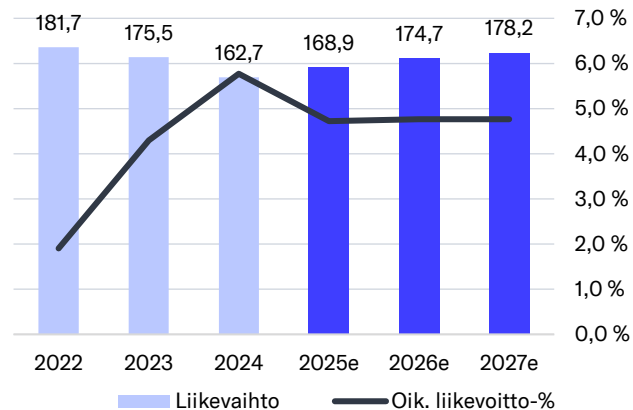
Konsernin 2025 liikevoiton arvioidaan laskevan hieman vertailuvuodesta (vuonna 2024: 9,3 MEUR).

Osakekurssi



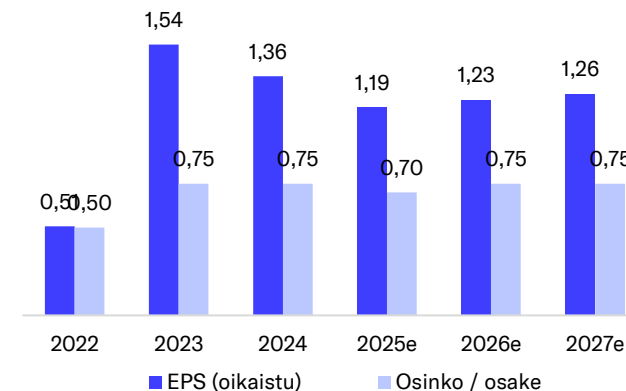
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Merkittävä markkina-asema ainoana suurena kotimaisena pakastekasvien tuottajana sekä kasviöljyjen puristajana
- Tunnettu Apetit-brändi
- Tulevaisuudennäkymät saavat tukea kasvistrendistä, T&K-panostuksista ja investoinneista
- Kansainvälistymisessä on liikevaihtopotentialia

Riskitekijät

- Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailu
- Riippuvuus satokausien onnistumisesta
- Mahdolliset yritysostot tai investoinnit uusiin tuotealueisiin voivat epäonnistua
- Sokerin ja kasviöljyjen jalostusmarginaalien vaihtelu markkinan mukana

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,4	14,4	14,4
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	89	89	89
Yritysarvo (EV)	78	76	75
P/E (oik.)	12,1	11,7	11,4
P/E	12,1	11,7	11,4
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,1	4,9	4,7
EV/EBIT (oik.)	9,7	9,2	8,8
Osinko/tulos (%)	59,0 %	61,1 %	59,4 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,2 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Yhtiökuvaus

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jolla on vahva integraatio kotimaiseen alkutuotantoon. Yhtiö valmistaa kasvipohjaisia ruokia sekä jalostaa rypsiä ja rapsista kasviöljyä ja puristeita.

1950

Perustamisvuosi (pörssiin 1989)

163 MEUR

Liikevaihto 2024

9,3 MEUR

Liiketulos (EBIT) 2024

315

Henkilöstön lukumäärä keskimäärin 2024

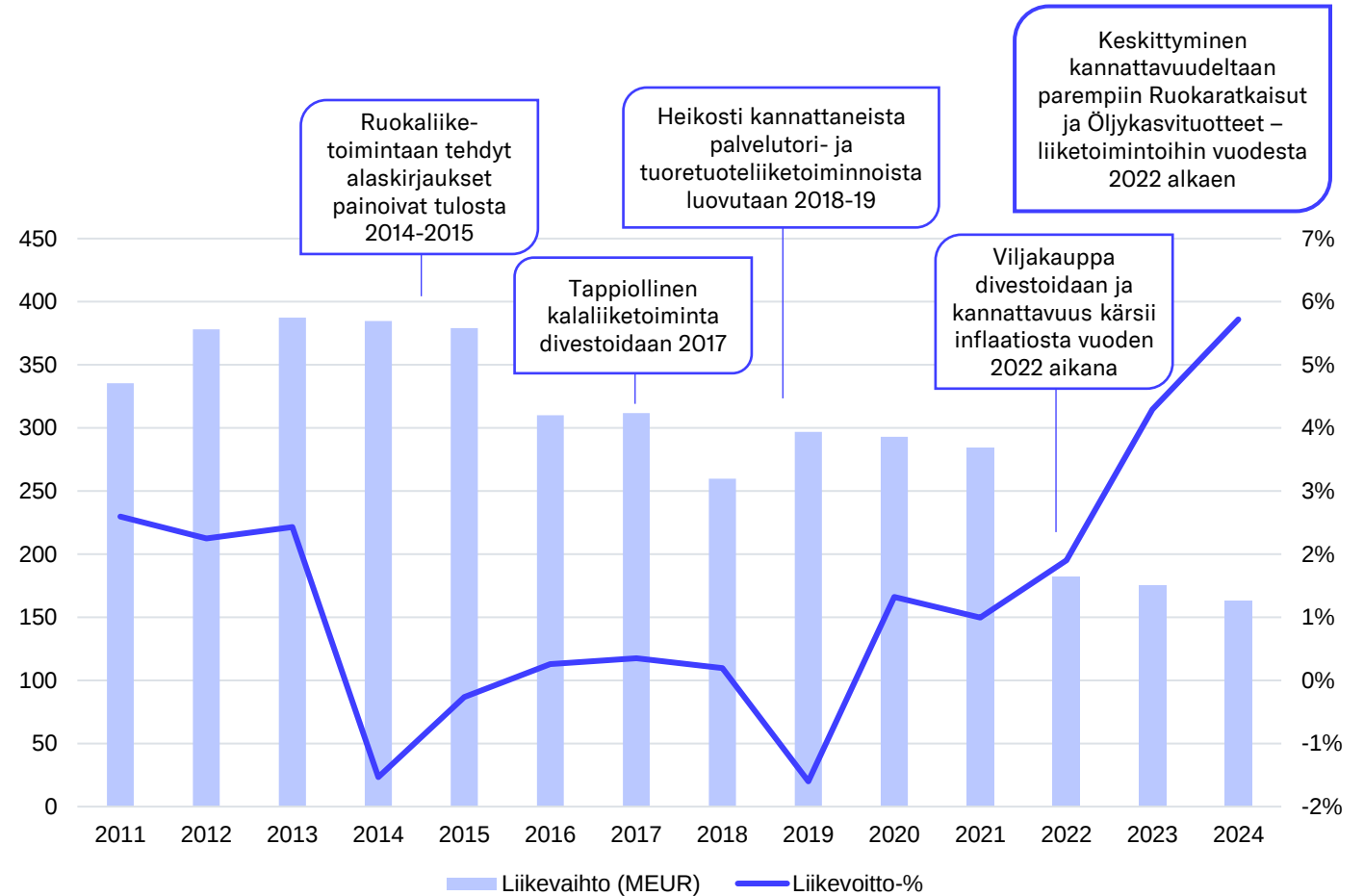
17,3 EUR

Oma pääoma per osake 2024

8,0 %

Oman pääoman tuotto 2024

Liikevaihdon kehitys ja yhtiön historia



Yhtiökuvaus

Suomalainen elintarvikkeiden jalostaja

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 Apetit Kasviöljy Oy jalostaa kasviöljyjä elintarvikekäyttöön sekä rapsipuristeita rehuraaka-aineeksi. Apetit Kasviöljyn myynnistä valtaosa kohdistuu teollisuuteen ja vähemmistö ravintolakäyttöön sekä vähittäiskauppaan. Apetitin suurimpia markkina-alueita ovat Suomi, Norja ja Ruotsi. Vuonna 2024 liikevaihto oli 163 MEUR, liiketulos oli 9,3 MEUR ja konsernissa työskenteli keskimäärin 315 henkilöä.

Liiketoimintasegmentit

Öljykasvituotteet (54 % liikevaihdosta)

Apetit on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja rapsipuristeiden tuottaja. Kirkkonummella sijaitseva öljypuristamo hyödyntää raaka-aineena käyttämistään öljykasvisiemenistä 99,9 % jalostaen niistä tuotteita niin ihmisten kuin eläintenkin ravitsemukseen. Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto vuonna 2024 oli 87 MEUR ja liiketulos oli 4,2 MEUR.

Ruokaratkaisut (46 % 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 2024 oli 76 MEUR ja liiketulos oli 8,1 MEUR.

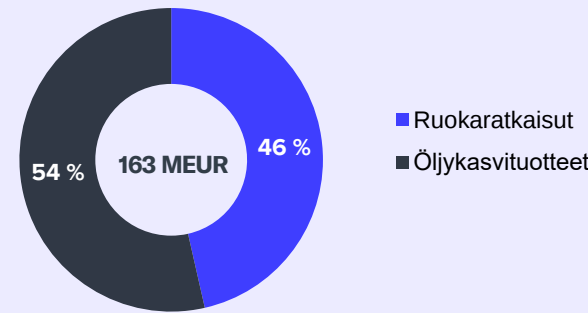
Kolme tuotantolaitosta Suomessa

Apetit-konsernilla on kolme tuotantolaitosta, jotka sijaitsevat eri puolilla Suomea. Säkylän tehtaalla valmistetaan kasvis- ja ruokapakasteet. Pudasjärvellä valmistetaan pakastepizzat. Kirkkonummella sijaitsevassa öljynpuristamossa valmistetaan kasviöljyjä ja rapsipuristeita. Tuotantolaitoksiin investoidaan aktiivisesti. Viime vuosien investointien teemoja ovat olleen mm. kasvu korkeamman arvonlisän segmenteissä, tuotannon tehostaminen, toiminnan ympäristöystävällisyyden kehittäminen sekä ERP-järjestelmän uusiminen.

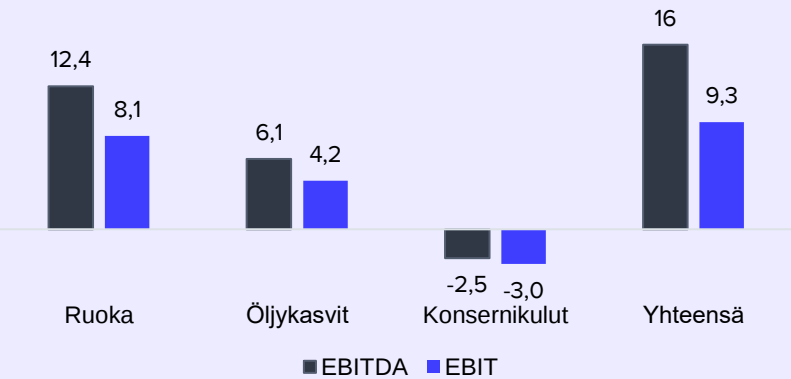
Osakkuusyhtiö Sucros muodostaa merkittävän osan tuloksesta

Apetit omistaa 20 % Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä. Sucroksen sokeritehdas sijaitsee Säkylän teollisuusalueella, missä toimii myös Apetitin pakastetehtas. Lisäksi Sucroksella on tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy, joka jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Apetitin 20 %:n omistusosuuden mukainen arvo Sucros Oy:n nettovarallisuudesta oli 21,6 MEUR vuoden 2024 tilinpäätöksessä. Jos Apetitin Sucros-omistuksen käypä arvo haarukoidaan lähelle sen nettovarallisuutta, muodostaa Sucros-omistus näin merkittävän osan Apetitin markkina-arvosta. Apetitin osuus Sucroksen tuloksesta oli 1,5 MEUR vuonna 2024 (2023: 4,0 MEUR), mikä vastasi 18 % konsernin nettotuloksesta. Sucros maksaa tyypillisesti koko vuotuisen tuloksensa osinkoina osakkeenomistajilleen.

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin 2024¹



Tuloksen jakauma segmenteittäin 2024 (MEUR)



1) Konsernin ulkopuolelle suuntautuva liikevaihto.

Ruokaratkaisut-liiketoiminta 1/3

Ruokaratkaisut tekee valtaosan tuloksesta

Ruokaratkaisut-liiketoimintasegmentin liikevaihto vuonna 2024 oli 76 MEUR ja liiketulos oli 8,1 MEUR (EBIT-marginaali: 10,7 %). Vaikka Ruokaratkaisut on liikevaihdolla mitattuna pienempi kahdesta konsernin liiketoimintayksiköstä (46 % liikevaihdosta), on sen rooli konsernin liiketuloksen kannalta suuri paremmasta kannattavuudesta johtuen.

Tulos kehittynyt suotuisasti jo useita vuosia

Ruokaratkaisujen tulos on kehittynyt isossa kuvassa nousujohteisesti jo suhteellisen pitkään. Tuloksen parantaminen voidaan jakaa kahteen vaiheeseen, joista ensimmäinen oli heikoista liiketoiminnoista luopuminen (2017-19), mitä on seurannut jäljelle jääneiden terveiden liiketoimintojen jatkuva kasvun ja tehokkuuden vahvistaminen. Vuosien 2017-19 divestoituihin ja lopetettuihin liiketoimintoihin kuului mm. kalaliiketoiminta, Apetit palvelutorit osuuskaupoissa ja tuoretuoteliiketoiminta.

Divestointien jälkeen tuloskehitys on jatkunut isossa kuvassa positiivisena, vaikkakaan ei lineaarisen tasaisena. Inflaation aiheuttama marginaalipaine heikensi vuosien 2022-23 kannattavuutta, mistä päästiin kuitenkin yli vuoden 2024 aikana vahvan tulokasvun kera. Jatkuvaan parantamiseen on sisältynyt mm. investointeja kasvaviin ja katetasoltaan suotuisiin segmentteihin, tuotekehitystä sekä operaatioiden tehostamista.

Toiminta koostuu ruoka- ja kasvispakasteista

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

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

Viennin osuus 11 % liikevaihdosta

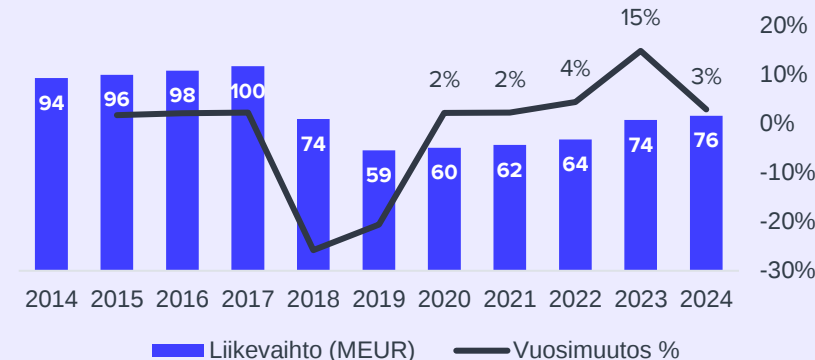
Apetitin strategian yhtenä painopistealueena on lisätä ruoan vientiä ja vahvistaa jalansijaa Ruotsissa. Viennin osuus liikevaihdosta oli 11 % vuonna 2024, missä oli pientä laskua vuoteen 2023 (12 %) johtuen vertailuvuoden poikkeuksellisen suurista pakasteherneiden toimituksista. Keskipitkällä aikavälillä viennin suhteellinen osuus on kuitenkin kasvanut (2020-22 osuus oli 9 %). Tärkeimpiä vientimaita ovat Ruotsi ja Italia.

Vientimarkkinoilla tähdätään olemassa olevien asiakassuhteiden syventämiseen sekä uusien suhteiden rakentamiseen. Ruotsin suurimman kauppaketjun ICA:n valikoimiin saatiin useita pakastetuotteita Apetit-brändillä vuonna 2020, minkä jälkeen vientitoimintaa on laajennettu. Vähittäiskaupan lisäksi Apetit tekee viennissä myyntiponnisteluja myös foodservice-segmentissä.

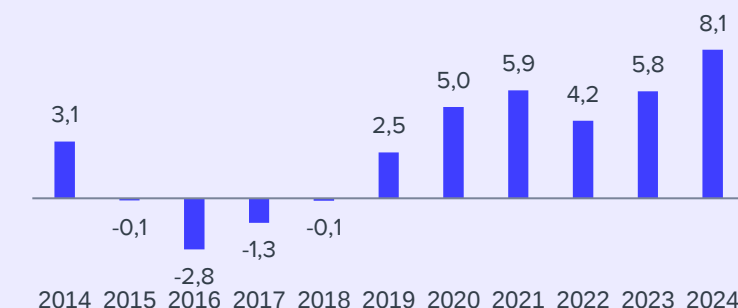
Valtaosa henkilöstöstä työskentelee tuotannossa

Apetit-konsernin kolmesta tehtaasta kaksi kuuluu Ruokaratkaisut-segmentille. Yhtiö valmistaa Säkylän tehtaalla vihannes- ja ruokapakasteita ja Pudasjärven tehtaalla pakastepizzoja.

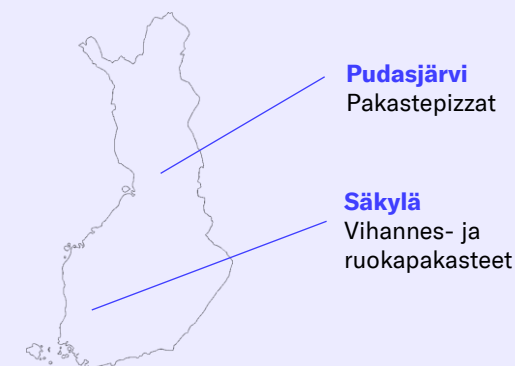
Ruokaratkaisut liikevaihto



Ruokaratkaisut liikevoitto (MEUR)



Ruokaratkaisut-segmentin tuotantolaitokset



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 2/3

Ruokaratkaisuisissa työskenteli vuonna 2024 keskimäärin 247 henkilöä eli 78 % konsernin jatkuvien toimintojen henkilöstömäärästä. Henkilöstön määrä laski vuosina 2017-21 mm. divestointien ja tehostamisen johdosta. Määrä kääntyi kuitenkin nousuun vuosina 2023-24 heijastellen Apetitin siirtymistä supistamisesta kohti kasvua ja tuotantomäärien kasvattamista.

Raaka-aineet pääosin lähituottajilta

Raaka-aineet hankitaan pääosin pitkäaikaisilta sopimustoimittajilta, jotka sijaitsevat pääosin noin 100 km säteellä Säkylästä. Merkittävimmät kotimaiset raaka-aineet ovat peruna, porkkana, herne, pinaatti ja lanttu. Apetitilla on läheiset suhteet omien sopimusviljelijöiden kanssa, jotka viljelevät Apetitin Vastuuviljely-menetelmän mukaisesti. Yhtiö käy heidän kanssaan jatkuvaa dialogia tarvittavista raaka-aineista, auttaa heitä tuotannontekijöiden hankinnoissa ja saamaan viljelymailta irti mahdollisimman paljon laadukasta raaka-ainetta. Apetitin omassa koetoiminnassa Räpin tilalla testataan esimerkiksi tuotteisiin ja kasvuolosuhteisiin parhaiten soveltuvia kasvilajikkeita. Raaka-aineiden hankintamääristä ja hinnoista sovitaan tyypillisesti jo vuodenvaihteen aikaan, jotta viljelijät voivat pyrkiä sovittamaan tuotannon vastaamaan kysyntää. Sadon laadulla on merkitystä Apetitin tuotantoprosessien toiminnalle sekä kannattavuudelle. Viljelyaloja kasvatettiin vuoden 2024 aikana ja myös sadon laatu oli hyvä, mikä tuki satokausituotannon tehokkuutta Säkylän tehtaalla.

Tuotantoon investoidaan aktiivisesti

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

käyttökatetta paremman kuvan liiketoiminnan tuottamasta kassavirrasta.

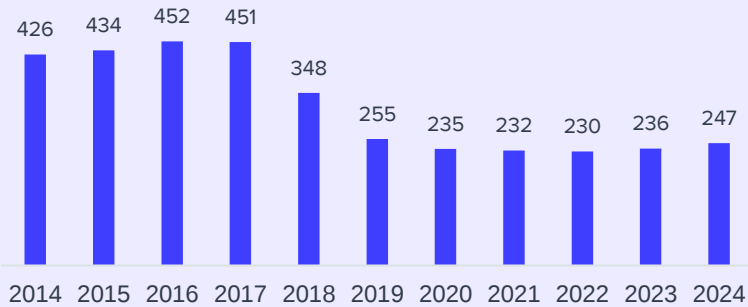
Segmentin investoinnit olivat koholla vuosina 2018-19, jolloin Apetit investoi uuteen pihvi- ja pyörykkälinjastoon Säkylän tehtaan pakastetuotannossa. Uusi linjasto kaksinkertaisti tuotantokapasiteetin, mahdollisti uusien tuotteiden valmistuksen kotimaahan ja kansainvälisille markkinoille sekä paransi tuotannon tehokkuutta. Kasvis- ja kalapohjaiset pihvit ja pyörykät ovat viime vuosina olleet yksi Apetitin kasvavista tuoteryhmistä erityisesti foodservice-myyntikanavan kysynnän vuoksi.

Vuosina 2020-24 investoinnit ovat olleet keskimäärin aavistuksen alle poistotason. Lähihistorian merkittävimpiä investointeja ovat olleet mm. 2 MEUR:n investointi Pudasjärven pakastepizzatehtaaseen tuotteiden kehittämiseksi ja markkinaosuuden kasvattamiseksi (2022) sekä Säkylän tehtaan tehokkuutta ja ympäristöystävällisyyttä parantanut energiainvestointi (2023).

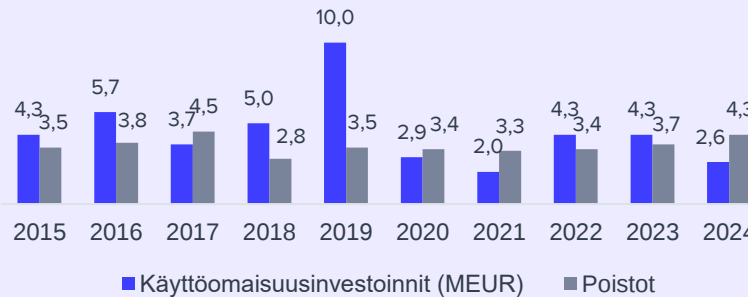
Päivittäistavarakauppa on tärkein myyntikanava

Suomi on Ruokaratkaisuille edelleen pääasiallinen loppumarkkina, vaikka viennin kasvattaminen onkin yksi strategian keskeisistä osa-alueista. Päivittäistavarakauppa on nähdäksemme yhtiön tärkein myyntikanava, minkä lisäksi tuotteita myydään myös foodservice-segmenttiin pääasiassa tukkujen kautta. Ruokaratkaisujen myynnin kehitys on siten riippuvaista kotimaisesta kulutuksesta ja kauppojen tuotevalikoimapäätöksistä. Apetitin tuotevalikoima painottuu hintatasoltaan edullisiin ja keskihintaisiin tuotteisiin, minkä johdosta sen myyntivolyymit kotimaassa kehittyvät verrattain vakaasti suhdanteesta riippumatta.

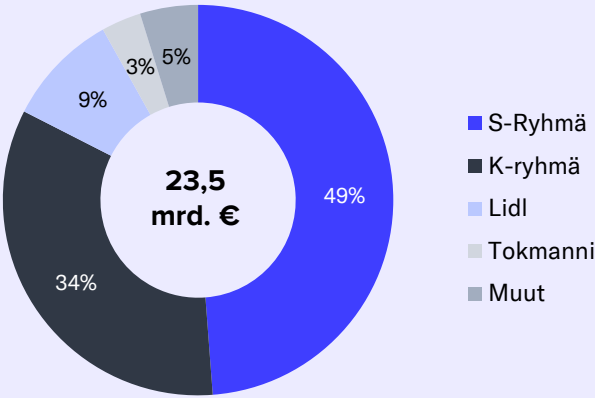
Ruokaratkaisut henkilöstö keskimäärin



Ruokaratkaisut poistot ja investoinnit



Suomen PT-kaupan markkinaosuudet (2024)



Ruokaratkaisut-liiketoiminta 3/3

Tilastokeskuksen mukaan päivittäistavarakaupan vuosikasvu on Suomessa vaihdellut viimeisen vuosikymmenen ajan -2 %:n ja +8 %:n välillä (10 vuoden keskiarvo 2,9 %/v). Kovimmat euromääräiset kasvuluvut nähtiin koronapandemiassa (2020: 8 %) volyymivetoisesti sekä inflaation kiihtymisen myötä vuonna 2023 (6 %) hintavetoisesti. Elintarvikkeiden myyntivolyymi Suomessa laski vuosina 2022-23 kuluttajien heikentyneen ostovoiman myötä, mutta kääntyi jälleen noin 2 %:n kasvuun 2024 aikana kustannusympäristön vakauduttua.

Apetitin Ruokaratkaisut-segmentin vertailukelpoinen liikevaihdon kasvu on arviomme mukaan vastannut viime vuosina pitkälti markkinan kehitystä (liikevaihdon kasvu 2020-24: 5 %). Aivan viime vuosina (2023-24) kasvu on tosin ylittänyt markkinan kehityksen, missä lienee kyse yhtiön tuotevalikoiman defensiivisyydestä heikossakin kysyntäsuhdanteessa sekä mahdollisesti pienemmässä määrin pakastepizzakonseptin uudistamisesta vuonna 2022.

Suomen päivittäistavarakauppa on keskittynyt

Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on sen vahva keskittyminen kahdelle suurelle toimijalle. Vuonna 2023 päivittäistavarakaupan myynti oli Suomessa yhteensä noin 23 miljardia euroa, joista S-ryhmän markkinaosuus oli 48 % ja K-ryhmän 34 %. Lidl on markkinoiden 3. suurin toimija 10 %:n markkinaosuudella ja kolmen suurimman toimijan osuus on yhteensä 92 %. Suurten ketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on vahva, mikä rajoittaa Apetitin ja muiden toimijoiden neuvotteluvoimaa. Apetit pyrkii painottamaan tässä asetelmassa tunnettujen brändien tuomaa kilpailuetua ja laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan

valikoimissa. Monissa tuotekategorioissa Apetit on ainoa kotimainen vaihtoehto, mikä parantaa yhtiön neuvotteluvoimaa.

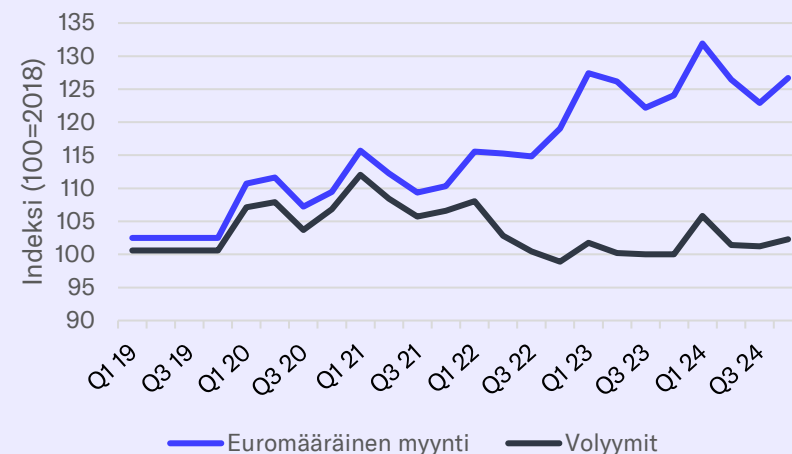
Kaupan neuvotteluvoima, private label ja ulkomaiset brändit pitävät kilpailua yllä

Suurten kauppaketjujen neuvotteluvoiman lisäksi Apetit hinnoitteluvoimaa koettelevat kaupan omat merkit (mm. Pirkka, K-Menu, Coop ja Kotimaista). Kaupan omien merkkien osuus Suomen päivittäistavarakaupan myynnin arvosta oli vuoden 2024 Q1:llä PTY:n tilastojen mukaan 25 % (2023 Q1: 26 %). Osuus on ollut pienessä nousussa vuosina 2022-23, koska kuluttajien ostovoiman heikentyminen on siirtänyt kulutusta suhteellisesti kaikkein edullisimpiin tuotteisiin. Viimeisimmän datapisteen perusteella private labelin osuuden kehitys olisi kuitenkin tasaantumassa. Kaupan omien merkkien osuus on Suomessa melko matala verrattuna useihin muihin Euroopan maihin.

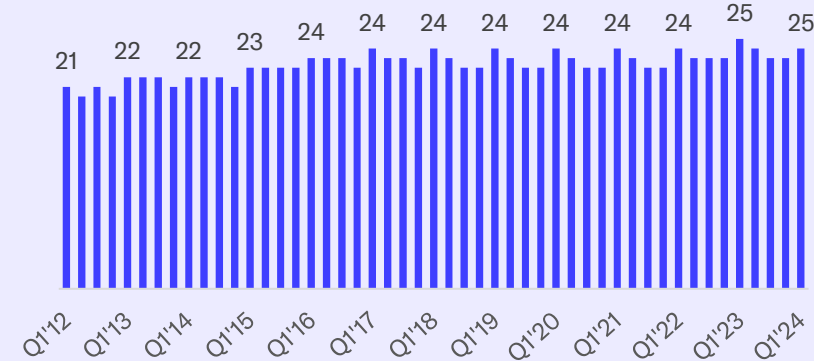
Private label -sopimukset tuovat teollisuudelle hyviä volyymeja, mutta niiden kannattavuus on brändituotteiden myyntiä heikompi. Liiallinen nojaaminen kaupan omiin merkkeihin sopimusvalmistajana ei pitkässä juoksussa ole suotuista asema. Apetit ei julkista jakoa kaupan omien merkkien ja brändituotteiden myynnin välillä.

Pakasteissa kaupan omien merkkien lisäksi muita tunnettuja kilpailijoiden tuotemerkkejä ovat mm. Findus kasvispakasteissa ja Grandiosa sekä Dr. Oetker pakastepizzoissa. Kasvispakasteissa Apetitilla on nähdäksemme korkea markkinaosuus ja melko vahva asema suurimpana ja useissa kasvituotteissa jopa ainoana kotimaisena valmistajana.

Elintarvikkeiden myynti PT-kaupassa



Kaupan omien merkkien osuus päivittäistavaraostoista Suomessa (%)



Öljykasvituotteet-liiketoiminta 1/2

Öljykasvituotteet matalakatteisempaa liiketoimintaa

Öljykasvituotteet-liiketoimintasegmentti vastaa 54 % konsernin liikevaihdosta. Vuoden 2024 liikevaihto oli 87 MEUR. Liikevaihto on laskenut markkinahintojen mukana vuosien 2023-24 aikana. Segmentin liikevoitto vuonna 2024 oli 4,2 MEUR (EBIT 4,8 %) ja henkilöstömäärä oli keskimäärin 54.

Suurin osa tuotannosta myydään B2B-asiakkaille

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta ~80 % tulee Suomesta ja ~20 % viennistä (Norja tärkein kohdema). Segmentin suurimpia asiakkaita ovat elintarviketeollisuus ja rehuteollisuus, jotka muodostavat arviomme mukaan valtaosan segmentin myynnistä. Näille myydään tavaraa joko irtoöljynä tai suurissa konteissa. Food service – asiakkaille ja kuluttajille myydään pääasiassa erikoisöljyjä ja pakattuja öljyjä (~10 litran pakkaukset tai pienemmät). Kasviöljyjä myydään kuluttajille Apetit- ja Neito-brändeillä sekä private label –tuotemerkeillä.

Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

Öljykasvituotteet-liiketoiminnasta vastaava Apetit Kasviöljy Oy on Suomen merkittävin kasviöljyjen jalostaja ja öljykasvipohjaisten rehuraaka-aineiden tuottaja. Yhtiön öljynpuristamo sijaitsee Kirkkonummella, missä rypsin ja rapsin siemenistä jalostetaan laadukkaita ja korkean jalostusarvon tuotteita kasviöljyiksi elintarvikekäyttöön sekä rapsipuristeiksi rehuraaka-aineiksi. Tuotantolaitos sijaitsee erittäin hyvällä sijainnilla keskellä öljykasvien viljely- ja kulutusaluetta. Läheinen satama helpottaa myös tuontiraaka-aineiden hyödyntämistä. Puristamon kapasiteetti on ~130 000 tonnia rypsin ja rapsin siementä vuodessa. Tehdas on käynyt viime vuosina kapasiteettinsa ylärajoilla, mutta pullonkauloja avaamalla ja pieniä

investointeja tekemällä kapasiteettia pyritään kasvattamaan. Uuden puristamon tai merkittävän lisäkapasiteetin rakentaminen on kallista, eikä arviomme mukaan olisi kannattavaa. Segmentin keinot kasvattaa myyntikatetta rajoittuvatkin siten lähinnä pyrkimyksiin nostaa tuotannon jalostusarvoa esimerkiksi brändituotteiden myyntiä kasvattamalla tai kehittämällä uusia käyttökohteita sivuvirroille.

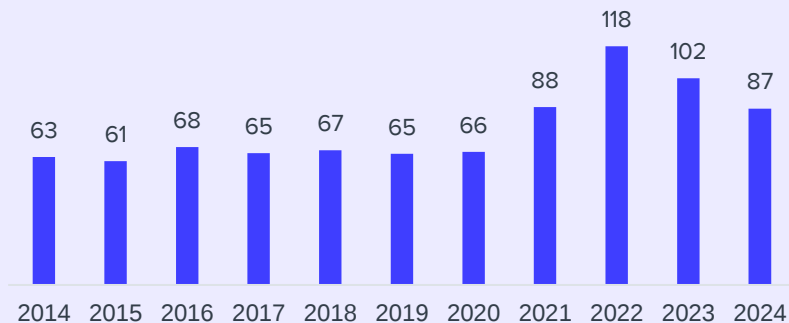
Tuotantoprosessi pitkälle automatisoitu

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. Tuotanto-operaattorit, vastaanotto-operaattorit, pakkaamo ja huolto toimivat keskimäärin alle 10 hengen voimin per vuoro. Segmentissä työskentelee lisäksi myyntiin, markkinointiin, tuotekehitykseen, laadunvalvontaan ja öljykasvien hankintaan liittyvää henkilöstöä. Segmentissä työskentelevien henkilöiden keskiarvoinen lukumäärä kasvoi vuonna 2024 8 %:lla yhtiön käynnistettyä oman pullotustoiminnan, mikä ostettiin aiemmin ulkoisena palveluna.

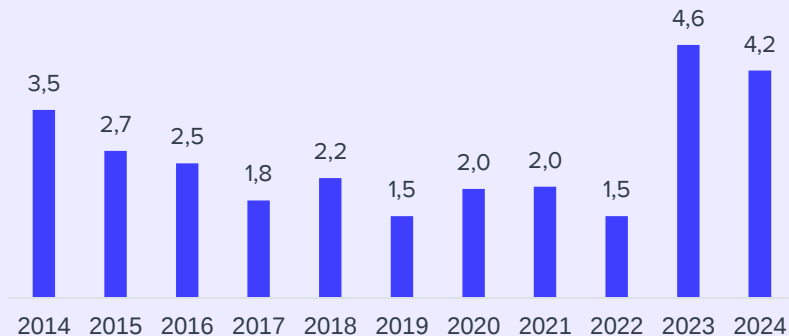
Liiketoimintaan investoidaan aktiivisesti

Segmentin investoinnit ylittivät selvästi poistotason vuosina 2020-21, jolloin Kirkkonummen laitokselle rakennettiin noin 4 MEUR:n arvoinen bioenergiailaitos. Laitos korvasi aiemman uusiutumattomiin polttoaineisiin perustuvan energiaratkaisun ja pienensi merkittävästi koko konsernin energiakustannuksia ja hiilidioksidipäästöjä. Investointien taso on sittemmin laskenut vuosiksi 2022-23, kunnes nousivat jälleen 2024 pullotuslinjaston rakentamisen vuoksi (kustannus reilut 4 MEUR).

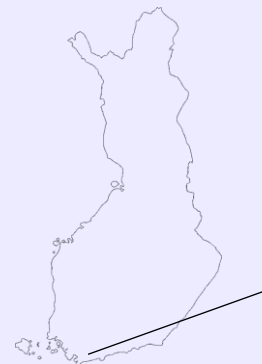
Öljykasvituotteet liikevaihto (MEUR)



Öljykasvituotteet liikevoitto (MEUR)



Öljykasvituotteet-segmentin tuotantolaitos



Kirkkonummi
Kasviöljyt, valkuaisrehu
Kapasiteetti: 130 000 t/v

Öljykasvituotteet-liiketoiminta 2/2

Uuden pullotuslinjan myötä Apetit saa pienpakkaustuotannon toimitusketjun ja tuotekehityksen vahvemmin omiin käsiinsä. Investointi mahdollistaa mm. kustannussäästöjä sekä materiaalien käytön vähentämisen, millä on myös ympäristöä tukevia vaikutuksia. Investointi on osa yhtiön pyrkimystä nostaa korkeamman arvonlisän tuotteiden osuutta mm. kasvattamalla kotimaisten Apetit ja Neito –kasviöljyjen myyntiä vähittäiskaupassa.

Apetit ostaa valtaosan Suomen rypsisadosta

Öljykasvituotteet-liiketoiminnalla on historiallisesti ollut vahva asema Suomessa, koska se on ostanut valtaosan kotimaisesta rypsistä. Tämä on vahvistanut neuvotteluasemaa niin raaka-aineiden välittäjien kuin asiakkaidenkin suuntaan. Öljykasvituotteet onkin ollut historiassa Apetitin suhteellisesti kannattavin segmentti pitkän aikaa ennen Ruokaratkaisuiden uudelleenjärjestelyitä, jotka saatiin päätökseen 2019. Muun muassa kotimaisen raaka-aineen saatavuus on kuitenkin ajoittain rajoittanut segmentin kannattavuuskehitystä viimeisen vuosikymmenen aikana.

Kirkkonummen puristamon vuotuinen siementarve on selvästi suurempi kuin Suomessa tuotettu rypsi- ja rapsisato. Tämän takia yhtiö joutuu ostamaan myös ulkomaista raaka-ainetta. Puristamon raaka-aineesta enää vain korkeintaan neljännes on viime vuosina ollut kotimaista. Öljykasvien viljelyala on ollut pitkällä aikavälillä laskevalla trendillä ja tuotantomäärät heiluvat vuosittain, riippuen mm. rypsin ja viljan tuottajahintojen välisestä suhteesta, tuotannontekijöiden hinnoista sekä sääoloista. Rypsin ja rapsin kotimainen sato oli huipussaan vuonna 2010 (179 milj. kg), minkä jälkeen sadot ovat laskeneet ja vuosien 2022-24 sadot olivat enää välillä 41-58 milj. kg. Apetit on viime vuosina pyrkinyt kääntämään kehitystä ja

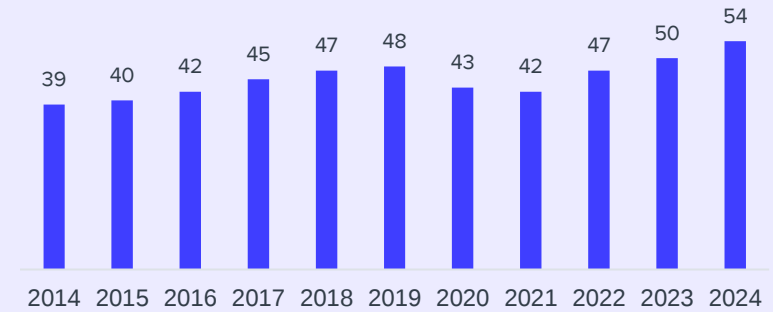
lisäämään kotimaisen rypsin ja rapsin tuotantoa yhteistyössä viljelijöiden ja alan toimijoiden kanssa. Vuoden 2025 viljelyalat ja satonäkymä hyötyvät öljykasvien suhteellisen korkeasta hintatasosta suhteessa viljoihin. Vilja-alan Yhteistyöryhmä ennustaa yli 30 %:n kasvua öljykasvien viljelyaloihin kotimaassa vuodelle 2025 (11.3.2025).

Rapsiproteiini-ainekas massatuotantoa selvitetään

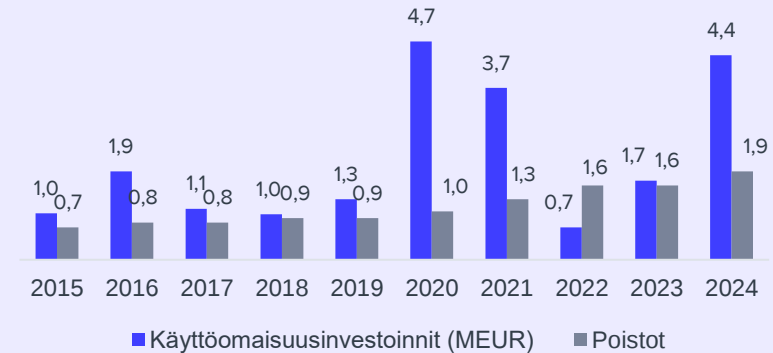
Apetit käynnisti vuonna 2017 rapsiproteiini-ainekas kehittämisprojektin, jonka tarkoitus oli löytää rapsipuristeelle uusia korkean jalostusarvon käyttötarkoituksia. Yhtiö sai BlackGrain from Yellow Fields –tuotteelle uuselintarvikeluvan vuoden 2021 alussa. Ainesosa sisältää proteiinia, kuituja sekä hyviä rasvoja ja sitä voitaisiin hyödyntää eri tuotteissa, kuten leivissä, patukoissa, kasviproteiinituotteissa, myseleissä ja pyöryköissä. Ainesosaa on testattu erilaisissa tuotteissa ja toimitettu myös mm. ammattikeittiöille osana kasvispyöryköitä vuosina 2022-23. Tällä hetkellä yhtiö selvittää erilaisia suuremman skaalan tuotantoratkaisuja, mikä voisi - tulkintamme mukaan - mahdollisesti johtaa investointipäätökseen muutaman vuoden jännteellä.

Ainesosasta voisi pitkässä juoksussa tulla segmentille uutta korkeamman lisäarvon liiketoimintaa. Yhtiö selvittää ohessa myös herneneproteiinin tuotantomahdollisuuksia Ruokaratkaisu-segmentin puolella, mikä voisi tarjota tuotekehityksellisiä synergioita BlackGrainin kanssa. Uusien ainesosien kehittämistä tukee Apetit Ruokaratkaisujen useiden vuosien kokemus kasviproteiinien käyttämisestä osana tuotteita. Uusien ainesosien kaupallinen menestyminen on kuitenkin epävarmaa ja kehitysprosessit etenevät melko hitaasti.

Öljykasvituotteet henkilöstö, keskimäärin



Öljykasvituotteet investoinnit (MEUR)



Rapsin futuurihintojen kehitys (EUR/t)



Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 % Sucros Oy:stä

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

Sucroksen osuus Apetitin tuloksesta merkittävä

Vuodesta 2016 alkaen Apetit on raportoinut Sucroksen 20 %:n tulososuuden liikevoiton alapuolella (osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta). Sucroksen liikevaihto on ollut viime vuosina 100 MEUR:n paikkeilla. Tulostaso oli selvästi positiivinen vuosina 2008-14, mutta laski nollan tuntumaan vuosiksi 2015-22. Tulostaso nousi jälleen korkeaksi vuonna 2023 (Apetitin tulososuus 4,0 MEUR), mutta on sittemmin laskenut kohti pitkän aikavälin tasoa. Vuosina 2020-24 Sucroksen tuoma osuus Apetitin nettotuloksesta oli keskimäärin 25 %.

Sokerin hintapiikki nostanut tulostasoa

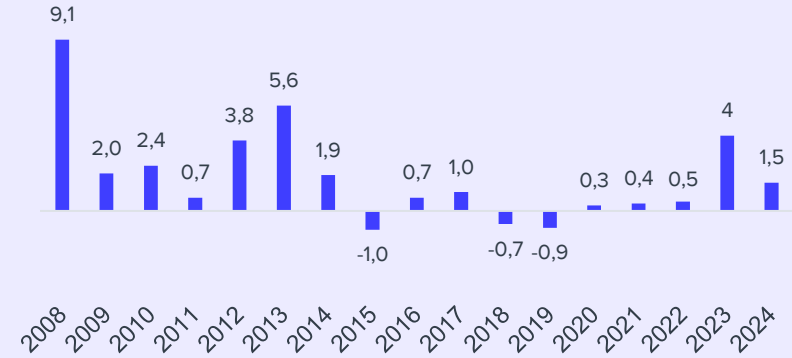
Sucroksen tulos on riippuvainen jalostetun sokerin markkinahinnasta sekä energian hinnasta, sillä jalostusprosessi on erittäin energiaintensiivinen. Edullisen uusiutuvan energian korkea saatavuus tukee sokerinjalostusteollisuuden edellytyksiä Suomessa. Koko toimiala on kärsinyt matalista sokerin hinnoista EU:n kiintiöjärjestelmän lakkauttamisesta lähtien (2017), kunnes hintataso lähti voimakkaaseen nousuun vuoden 2022 jälkipuoliskolla. Esimerkiksi Euroopan suurin sokerintuottaja

Südzucker on Sucroksen tavoin onnistunut vahvistamaan kannattavuuttaan huomattavasti tilikausilla 2022-23 ja 2023-24, mutta sokeriliiketoiminnan liiketulos on jälleen valahtanut tappiolliseksi viimeisten 9 kk:n aikana tilikaudella 2024-25. Sokerin globaali markkinahinta on laskenut vuoden 2024 loppupuolella lähes 30 % vuoden 2023 huipputasoihin nähden, mutta hintataso on edelleen koholla 10 vuoden keskiarvoon nähden.

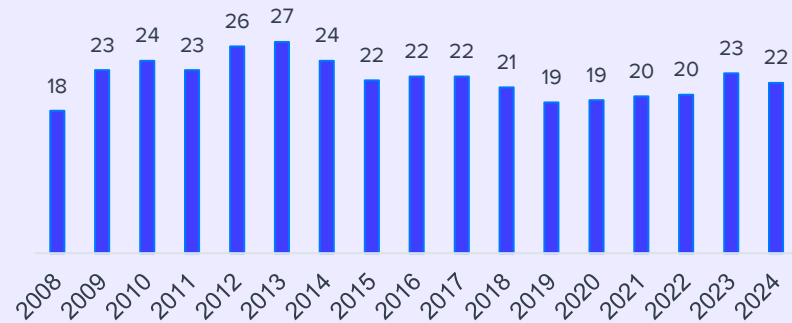
Sucroksella on vahva tase ja korkea arvo Apetitin taseessa

Sucros Oy:n nettovarallisuus vuoden 2024 lopussa oli 108 MEUR, josta Apetitin omistusosuuden (20 %) mukainen arvo oli 21,6 MEUR. Tämä tarkoittaa sitä, että Apetitin omistusosuuden mukainen Sucroksen nettovarallisuus jaettuna Apetitin 6,3 miljoonalle osakkeelle on noin 3,4 euroa per osake. Nettovarallisuuden realisoiminen vaatisi, että yhtiö pääsisi irtautumaan halutessaan Sucros-omistuksesta sen kirja-arvolla (P/B 1,0x), minkä toteutumista emme odota toteutuvan ainakaan lähivuosina. Sucros maksaa Apetille osinkoa tulostason verran, vaikka Apetitin omistajien näkökulmasta osingonmaksun kasvattaminen yli tulostason olisi hyvä asia. Sucroksen tase on vahva, minkä vuoksi pääoman voidaan nähdä olevan osittain ”jumissa” Sucroksessa Apetitin osakkeenomistajan näkökulmasta. Apetit suorittaa Sucroksen tasearvolle vuosittain mm. oletettuun tulostasoon ja diskonttokorkoon perustuvan arvonalentumistestauksen, mutta alaskirjauksille ei ole toistaiseksi nähty tarvetta.

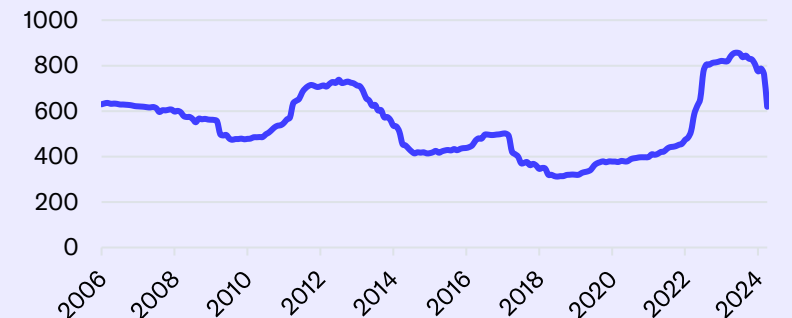
Sucroksen 20 % tulososuus Apetille (MEUR)



Sucroksen nettovarallisuus (20 %:n osuus)



Sokerin hinta Euroopassa (EUR/t)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Apetit Missio ja visio

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

Strategian painopistealueet

Apetit määrittä strategiatyössään seuraavat neljä painopistealuetta vuosille 2023-2025:

1. Yhdessä enemmän

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

2. Monipuolisesti kasvipohjaisia tuotteita

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

3. Lisää kotimaisia kasviproteiineja

Jatkamme rapsi-ingredientti BlackGrainin kaupallistamista kohti teollista mittakaavaa. Edistämme kotimaisten palkokasvien viljelyä. Tutkimme mahdollisuuksia kotimaisen

herneproteiinin tuottamiseksi. Hyödynnämme kotimaisia kasviproteiineja monipuolisesti omassa tuotannossamme.

4. Vastuullinen arvoketju

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

Terveeltä pohjalta kasvua hakemaan

Vuosina 2017-22 Apetit-konsernin strategista muutosta on värittänyt luopuminen heikosti kannattavista liiketoiminnoista. Näkemyksemme mukaan Apetit-konsernin nykyinen koostumus on kannattavuus- ja pääomantuottoprosessiltaan kohtuullisen hyvä. Liiketoiminnan terve rakenne mahdollistaa, että yhtiö voi keskittyä rakennemuutosten sijaan kasvun tavoitteluun ja toiminnan kehittämiseen.

Jalostusasteen kasvattaminen ja vienti keskeisiä ajureita

Kasvun tavoittelun kannalta lähivuosien tärkeimpiä strategisia teemoja ovat mielestämme myyntivolyymien kasvattaminen (mm. viennin avulla) ja korkeamman lisäarvon tuotteiden suhteellisen osuuden kasvattaminen (pakastepizzat, brändätyt kasviöljyt ja valmiimmat ruoat). Elintarvikemarkkina muuttuu hitaasti ja kasvu on maltillista, mutta jalostusasteen nousu on yksi selkeimpiä kasvun ajureita markkinassa, mistä todisteena mm. valmisruokien merkittävä volyymikasvu PT-kaupassa vuosien 2020-24 aikana (keskimäärin 8 %/v). Ihmiset kaipaavat entistä helpompia, valmiimpia mutta myös kiinnostavampia uusia ruokaratkaisuja.

Kasviproteiineissa pitkä peli vielä avoinna

Apetit on ottanut kasviproteiineja mukaan ruokatuotteisiinsa viime vuosina, mutta omien ainesosahankkeiden kehitys on vielä melko aikaisessa vaiheessa. Yhtiö selvittää parhaillaan rapsiainesosa BlackGrainin sekä herneproteiinin tuotannollisia ratkaisuja. Kasviproteiinien kasvunäkymä saa tukea ruoantuotantoon liittyvistä suurista ympäristöhaasteista, jotka myöskin vaikuttavat ihmisten kulutustottumuksiin. Kasviproteiinien kysynnän kasvu ei kuitenkaan ole suoraviivaista ja kuluttajien vaatimustaso tuotteiden maun, rakenteen ja hinnan suhteen on korkealla. Mikäli yhtiö päättää investoida ainesosien massatuotantoon, pidämme mahdollisena, että tuotanto olisi alkuvaiheessa vielä tappiollista ja vaatisi pitkäjänteistä työtä asiakastyötä volyymien kasvattamiseksi.

Apetit avoin yritysostoille

Apetit on strategiansa mukaan avoin yritysostoille, joskaan yhtiö ei ole antanut tarkempia vihjeitä, minkälaiset kohteet sitä kiinnostavat. Nähdäksemme liiketoimintaportfolioon sopisi esimerkiksi erilaiset ruokapakasteet. Yhtiön tase on hyvässä kunnossa, sillä merkittävää nettovelkaa ei ole. Arvioimme yhtiöllä olevan varaa yritysostoihin periaatteessa jopa 30 MEUR:n verran, sillä noin 16 MEUR:n käyttökate (2024) tukee velanhoidokykyä.

Suhtaudumme kuitenkin varauksella Apetitin kykyyn luoda arvoa yritysostojen avulla, sillä elintarvikealalla kilpailu on kovaa ja sijoitetun pääoman tuotot heikkoja. Toimialalla toteutetuilla yritysostoilla on viime vuosina usein tuhattu arvoa arvonnun sijaan (viitaten muihin yhtiöihin kuin Apetitiin itseensä).

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Emme odota Apetitin valmistelevalle liiketoimintojen myyntejä. Yksi teoreettinen vaihtoehto yritysjärjestelyissä olisi, että Apetit myisi 20 %:n osuuden Sucros Oy:ssä, mutta yhtiön strategia ei anna viitteitä tämän toteutumisesta. Pitäisimme Sucroksen myyntiä osakkeen sijoitustarinaa selkeyttävänä ja pääoman käyttöä lievästi tehostavana toimenpiteenä, mikäli myynti toteutuisi kauppahinnalla, joka olisi lähellä omistuksen tasearvoa. Sucroksen tehtaalla sijainti Apetit Säkylän tehtaalla yhteydessä voi myös vaikuttaa omistussuhteen pysyvyyteen, vaikka yhtiöllä ei olekaan enää yhteistä energiaratkaisua Apetitin vuoden 2023 energiainvestoinnin jälkeen.

Taloudelliset tavoitteet

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

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

Lähtökohta uusien taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi oli haastava, sillä vuonna 2022 Apetitin jatkuvien toimintojen liikevoitto oli 3,5 MEUR, eli alle puolet tavoitellusta tasosta ja ROCE 5,7 % eli selvästi alle tavoitteen. Tuloskehitys vuosina 2023-24 on kuitenkin ollut huomattavan positiivista ja yhtiö ylsi tavoitteiden mukaiselle tasolle vuonna 2024 (EBIT: 9,3 MEUR, ROCE: 8,3 %). Vahvaan tuloskehitykseen on vaikuttanut moni asia, joista suuri osa on yhtiön oman kehitystyön tulosta, mutta osa myös liittyy markkinatilanteen normalisoitumiseen korkean inflaation jäljiltä. Yhtiön ohjeistus indikoi pientä liiketuloksen laskua vuodelle 2025.

Odotamme yhtiön julkistavan uuden strategian ja

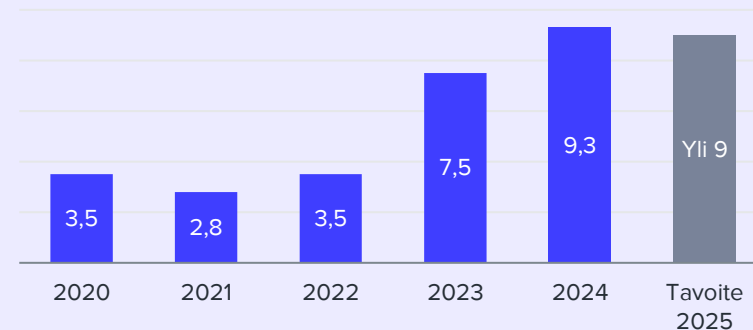
taloudelliset tavoitteet vuoden 2025 lopun tienoilla. Pidämme todennäköisenä, että liikevoittoa koskevaa tavoitetta nostetaan ja näemme yhtiöllä olevan edelleen potentiaalia parantaa tulostasoa edellisillä lueteltujen teemojen kautta. Yksi vaihtoehto voisi tulla, että yhtiö toteuttaisi merkittäviä investointeja kasviproteiinihankkeisiinsa, mikä painaisi kannattavuutta seuraavan strategiakauden alkupuolella. Yhtiön strategia on viime vuosina koostunut melko turvallisista investoinneista ja kannattavuuden parantaminen on ollut keskeisessä asemassa. Kasvun eteen ei ole otettu suuria riskejä, mikä on mielestämme toimialan kontekstissa hyvä linja sijoittajan kannalta. Yhtiö on siten onnistunut välttämään sellaisia kasvupyrkimyksiin liittyviä virheitä ja tappioita, mihin moni muista elintarvikesektorin yhtiöistä on kompastunut.

Osinkopolitiikka

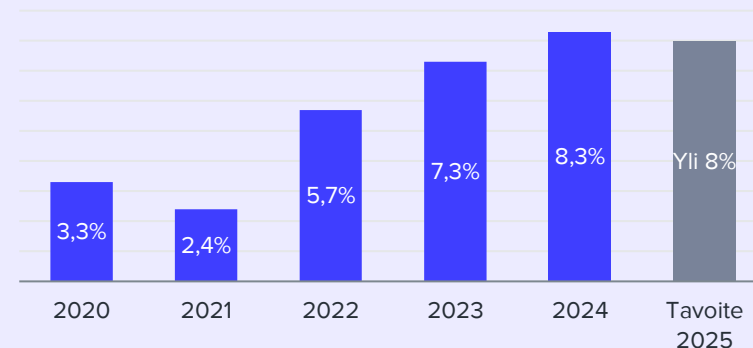
Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Osinkopolitiikan mukaisesti yhtiön on tarkoitus jakaa omistajilleen vuosittain vähintään 40-60 % tilikauden voitosta. Tilikausilta 2014-2021 yhtiö jakoi osinkoa yli 100 %:n osingonjakosuhteella. Tulostason parannuttua vuosien 2023-24 osingonjakosuhteeksi oli enää 48-55 %. Nykyisellä terveellä tuloksenteollisuudella yhtiö pystyy nähdäksemme ylläpitämään nykyistä osinkoa kestävästi tulevina vuosina.

Lähtökohdat Apetit taloudellisille tavoitteille

Liikevoitto (MEUR)



ROCE¹



1) ROCE (return on capital employed) kuvastaa liikevoittoa suhteessa sijoitettuun pääomaan. Tunnusluku ei sisällä osakkuusyhtiö Sucroksen tulososuutta.

Taloudellinen kehitys ja asema 1/2

Kokonaisliikevaihdon lasku ei anna täyttää kuvaa liiketoiminnan suunnasta

Apetitin liikevaihto vuonna 2024 oli 163 MEUR. Liikevaihto on ollut pääosin laskusuunnassa viimeisten kymmenen vuoden aikana johtuen luopumisesta kannattamattomista liiketoiminnoista vuosina 2017-22. Vuosina 2023-24 jatkuvien toimintojen liikevaihtoa on lisäksi painanut öljykasvituotteiden laskevat markkinahinnat, jotka kävivät huipussaan vuoden 2022 aikana. Volyymipohjaisesti katsottuna jatkuvien toimintojen myynnin kehitys on ollut arviomme mukaan maltillisen positiivista lähihistoriassa – pääasiassa Ruokaratkaisujen vetämänä. Ruokaratkaisujen liikevaihto on kasvanut keskimäärin 5 % vuosien 2019-24 välillä, josta tosin merkittävä osa vuosien 2022-23 inflaation ja hinnankorotusten seurauksena. Öljykasvituotteissa puristusvolyymit ovat vuodesta toiseen kapasiteetin maksimitasolla, joten liikevaihdon kehitys riippuu hintatason muutoksista. Liikevaihdon kehitys on siten Öljykasvituotteissa hieman hämäävä mittari ja Apetit keskittyykin ohjeistuksessaan sekä taloudellisissa tavoitteissaan liiketulokseen liikevaihdon sijaan.

Yritysjärjestelyt auttaneet tervehdyttämään liiketoimintaa

Apetit teki vuosien 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa tulosta. Vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto kävi huipussaan vuonna 2013, jolloin se oli 12,2 MEUR (3,1 % liikevaihdosta). Apetit tuloskunto heikentyi tämän jälkeen nopeasti ja kääntyi negatiiviseksi tai nollan tuntumaan vuosien 2014-19 ajaksi, mikä johtui mm. elintarvikesektorin haastavasta markkinatilanteesta ja heikoista satovuosista viljakaupassa. Yhtiö myös suoritti alaskirjauksia, operatiivisia muutoksia ja divestointeja heikosti kannattaviin liiketoimintasegmentteihin, mistä on

toistuvasti aiheutunut kertaluonteisia kuluja. Erityisesti Viljakauppa oli yhtiölle haasteellinen segmentti ennen sen divestointia.

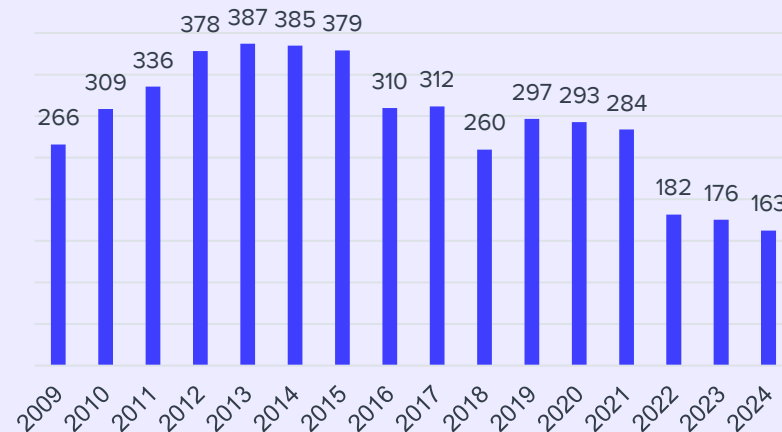
Kannattavuus kehittynyt viime vuosina vahvasti

Ruokaratkaisujen uudelleenjärjestelyt ja tehostamistoimet saatiin valmiiksi vuoden 2020 aikana, jolloin kannattavuus kääntyi selvästi parempaan suuntaan myös muiden segmenttien parantaessa kannattavuuttaan. Ailahtelevasta tulostasosta kärsinyt Viljakauppa divestoitui vuoden 2022 alkupuolella. Vuoden 2022 tulostaso kärsi voimakkaasta kustannusinflaatiosta, joka painoi kannattavuutta molemmissa segmenteissä, erityisesti Öljykasvituotteissa. Hinnankorotukset ja kustannuskehityksen vakautuminen palauttivat kannattavuutta asteittain vuoden 2022 loppua kohden. Vuoden 2023 kannattavuus oli jo Ruokaratkaisujen osalta melko normaalilla tasolla ja Öljykasvituotteissa jopa selvästi pitkän aikavälin tasoa korkeampi suotuisan markkinatilanteen tukemana. Ruokaratkaisujen vahva tuloskehitys jatkui 2024, mihin vaikutti sekä suotuisa sato että yhtiön parantunut teollinen tehokkuus ja myynnin jakauma.

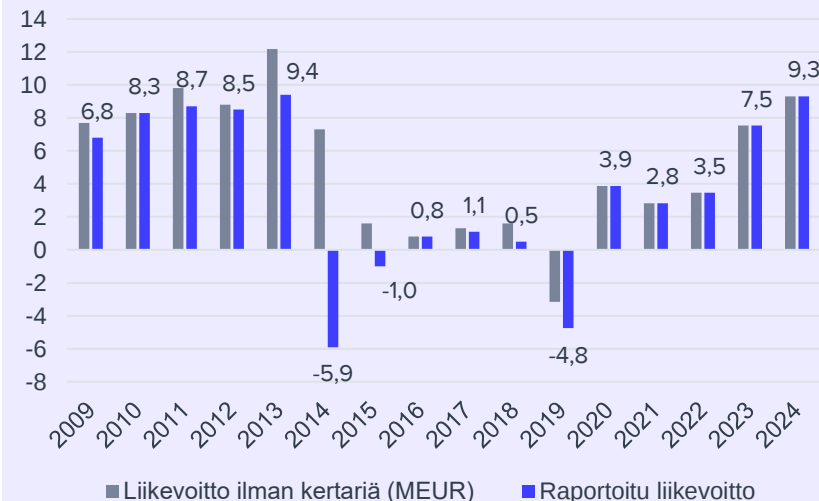
Vahvaa tasetta kevennetty tuhdeilla osingoilla

Apetit on maksanut tulostason ylittävää osinkoa heikon tulosjaksonsa aikana vuosina 2014-2021. Vuosina 2016-22 yhtiö jakoi osinkoja yhteensä 23 MEUR, mikä on suuri summa ottaen huomioon, että yhtiön tulos on kyseisenä ajanjaksona ollut yhteensä vain 9 MEUR. Mielestämme yllilikvidin taseen jakaminen osinkoina omistajille on osakkeenomistajien edun mukaista toimintaa. Vuosien 2023-24 osingot ovat vahvistuneen tuloksen ansiosta vain 48-55 % nettotuloksesta eli yhtiön osinkopolitiikan mukaisella vähimmäistasolla (40-60 %).

Liikevaihdon kehitys



Liikevoiton kehitys



Taloudellinen kehitys ja asema 2/2

Investoinnit merkittävä osa käyttökatteesta

Apetitin elintarviketuotantoon perustuva liiketoimintamalli on melko pääomavaltainen. Yhtiön kolme tehdasta (Säkylän pakastetehdas, Pudasjärven pizzatehdas ja Kirkkonummen öljynpuristamo) vaativat vuosittaisia ylläpito- ja korvausinvestointeja, mikä pitää investointitason korkealla liiketoiminnasta saatuun tulokseen nähden. Apetitin poistotaso on viimeisten 3 vuoden aikana ollut 5,7-6,7 MEUR/v, mikä on vastannut keskimäärin 47 % yhtiön käyttökatteesta (2020-23: 9,4-16,1 MEUR). Siten sijoittajan tuleekin tarkastella mieluummin Apetitin liikevoittoa, kuin käyttökattetta, saadakseen hyvän käsityksen yhtiön kyvystä tuottaa rahavirtaa pitkällä aikavälillä. Myös Sucroksen tulos tulee ottaa huomioon, sillä Sucroksen tulososuus vastasi vuosina 2022-24 14-41 % Apetit-konsernin nettotuloksesta.

Investoinnit ovat olleet viime vuosina keskimäärin poistotasoa korkeammat. Tämä on johtunut kasvuinvestoinneista kuten pyörykkälinjaston uudistuksesta vuonna 2019, pizzatehtaan uudistamisesta 2021-21 ja öljykasvituotteiden pullotuslinjaston rakentamisesta vuosina 2023-24. Lisäksi tehokkuutta ja ympäristöystävällisyyttä on vahvistettu merkittäväillä energiainvestoinneilla. Myös ERP-järjestelmän uudistaminen vuosina 2023-25 on kirjattu osaksi investointeja ja mahdollistaa tuottavuuden vahvistamisen pitkällä aikavälillä.

Vahva tase tuo liikkumavaraa pääoman käyttöön

Apetitin tase on vahvassa kunnossa ja yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa nettovelkaa vain 3 MEUR (2023: 6 MEUR nettokassa). Nettovelan määrä kasvoi vuoden 2024 aikana käyttöpääoman sitoutumisen ja koholla olleen investointitason myötä. Vahva tase periaatteessa

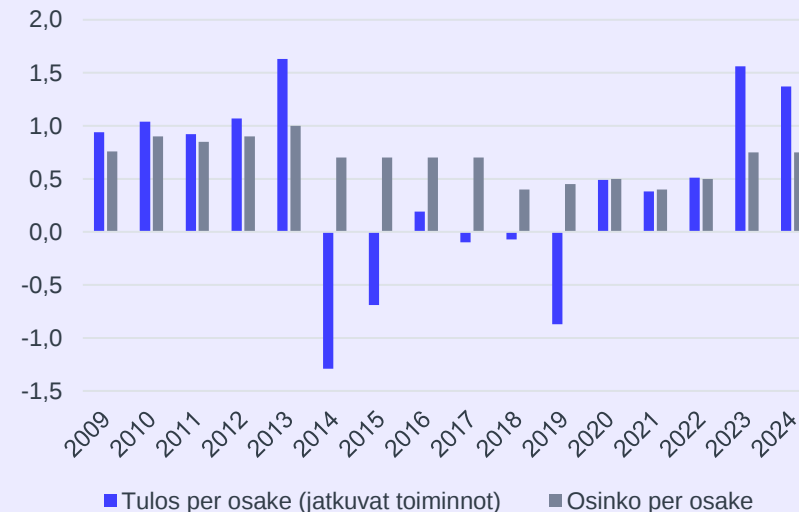
mahdollistaisi Apetitille korkean osingonmaksun ylläpitämisen, vaikka tulos jäisi jonain vuonna heikommaksi. Lisäksi vahva tase tarjoaa mahdollisuuksia investointien ja yritysostojen saralla, mutta yritysostoja ei ole viime vuosina toteutettu.

Käyttöpääoman määrä elää vuoden aikana satokausituotannon ja toisaalta varaston purkautumisen kautta. Raaka-aineita prosessoidaan ja varastoidaan H2:lla, mikä sitoo käyttöpääomaa ja vastaavasti varastot purkautuvat H1:n aikana.

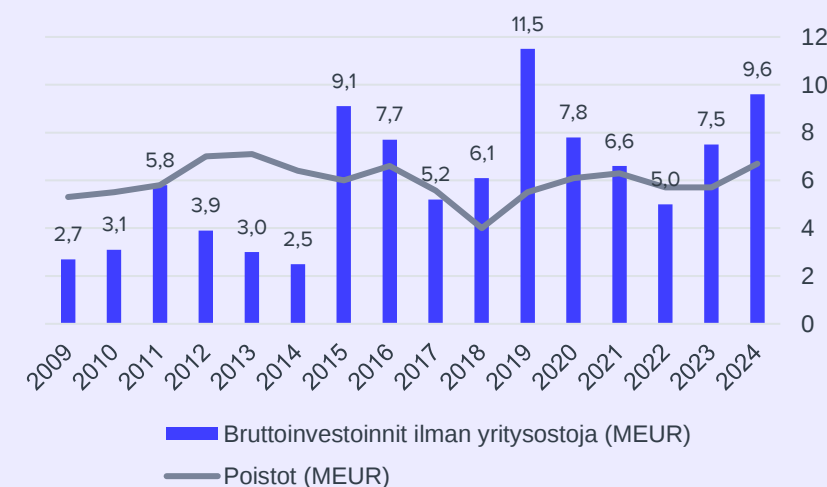
Omavaraisuus korkealla tasolla

Apetitin taseessa on runsaasti omaa pääomaa, jopa 17,3 euroa per osake (2024), mikä ylittää osakkeen markkina-arvon. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2024 lopussa erittäin korkea 80 %. Osakekohtainen oma pääoma on ollut laskussa historiassa ja laski vuoden 2013 huipputasosta (22,9 €) enää 15,1 euroon vuonna 2019. Viime vuosien kannattavuuskäänteen myötä oma pääoma on kuitenkin alkanut jälleen vahvistumaan selvästi. Tuotto omalle pääomalle on ollut historiassa vaisua (2020-22: ~3 %), mutta parantunut selvästi vuosina 2023-24 (10 % ja 8 %).

EPS ja osinko



Poistot ja investoinnit



Ennusteet 1/3

Tuloskasvu tauolla vuonna 2025

Apetit antoi 13.2.2025 ohjeistuksen vuoden 2025 osalta, jonka mukaan konsernin liikevoiton arvioidaan laskevan hieman vuodesta 2024 (9,3 MEUR). Meidän ennusteemme vuoden 2025 liikevoitoksi on 8,0 MEUR, missä Ruokaratkaisujen tulos pysyy karkeasti vakaana vahvaan vertailukauteen nähden ja Öljykasvituotteiden tulos laskee raaka-aineiden hintojen nousun paineistamana. Useamman vuoden tähtäimellä näemme molemmilla liiketoiminta-alueilla kuitenkin tuloskasvumahdollisuuksia viime vuosina toteutettujen investointien tukemana. Vuosien 2026-27 ennusteissamme liikevoitto kasvaa 8,3-8,5 MEUR:oon. Ennusteet eivät huomioi mahdollisia tulevia yritysostoja.

Ruokaratkaisuisissa tulos kasvaa keskipitkällä aikavälillä

Arvioimme Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihdon kasvavan 3 %/v vuosina 2025-26, mikä vastaa lähihistorian kasvuvauhtia, jos hintojen nousun vauhdittamaa vuoden 2023 kasvua ei huomioida. Ennustamamme kasvu syntyy pääosin volyymivetoisesti. Apetit on kasvattanut kasvisten hankintasopimuksia vuoden 2024 aikana ja tähtää erityisesti viennin kasvattamiseen, missä Ruotsi on keskeisin markkina-alue. Ruotsiin on myös perustettu myyntiorganisaatio vuoden 2024 alussa, mikä tukee kasvupyrkimyksiä. Suomen osuus liikevaihdosta on kuitenkin edelleen hallitseva myös tulevien vuosien ennusteissamme, vaikka kasvu lienee suhteellisesti voimakkaampaa viennissä.

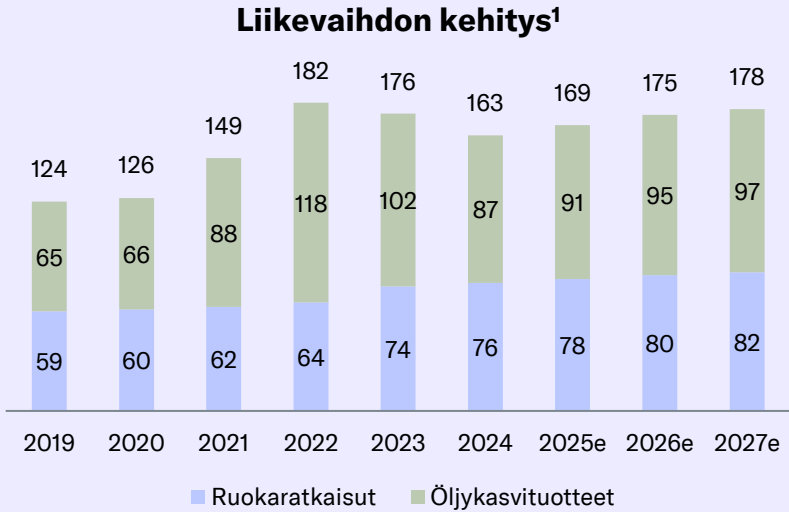
Ruokaratkaisut on Apetitin kahdesta liiketoimintasegmentistä kannattavampi, minkä ansiosta segmentti tuo valtaosan konsernin liikevoitosta. Arvioimme segmentin viimeaikaisesta huomattavasta tulosparannuksesta suuren osan kestäväksi. Pidämme

kuitenkin mahdollisena että vuoden 2024 lopulla sekä laadullisesti että määrällisesti hyvä sato tarjosi kannattavuuden saavuttamiseen keskimääräistä paremmat olosuhteet. Vuoden 2025 tulosennusteemme on siksi vain vuoden 2024 tasolla ja tuloskasvu jatkuu oletuksissamme vasta 2026-27.

Öljykasvituotteissa tulokseen kohdistuu laskupainetta

Öljykasvituotteiden kokonaisvolyymit kehittyvät ennusteemme mukaan vakaasti. Liikevaihdon muutoksissa myyntihinnalla on suurin merkitys. Arvioimme hintojen nousevan vuoden 2025 aikana raaka-aineiden hintojen nousun myötä. Liikevaihdon kasvuennusteemme vuosille 2025-26 on 4 %/v, mikä voi tosin elää merkittävästikin markkinahintojen mukana. Vaikka kokonaisvolyymit ovat melko vakaat, voidaan tuotannon arvoa kasvattaa ohjaamalla tuotantoa korkeampikatteisiin tuotteisiin, kuten kuluttajille suunnattuihin öljyihin. Lisäksi yhtiöllä on selvityksen alla puristusjakeiden hyödyntäminen proteiinipitoisena ruoan ainesosana (BlackGrain), mikä voisi toimia tulevaisuuden kasvuajurina. Tähän liittyvää investointipäätöstä ei kuitenkaan ole vielä tehty emmekä ole huomioineet BlackGrainia kasvuennusteissamme.

Arvioimme Öljykasvituotteiden liiketuloksen laskevan vuonna 2025 raaka-aineiden hintojen nousun aiheuttaessa marginaalipainetta. Toisaalta uusi vuonna 2024 valmistunut pullotuslinja todennäköisesti tukee kannattavuutta viimeistään muutaman vuoden jänteellä pullotuskustannusten laskun ja/tai kuluttajamyynnin kasvun kautta. Arvioimme segmentin kestävän tulostason olevan lähivuosina reilussa 3 MEUR:ssa, mikä asettuu vuosien 2019-22 heikon tulostason ja vuosien 2023-24 vahvan tulostason välille.



¹) Graafi esittää liikevaihdon ja liikevoiton vain jatkuvien liiketoimintojen osalta.
Lähde: Inderesin arvio

Ennusteet 2/3

Operatiivisiin kuluihin ennustamme pientä kasvua

Ennakoimme konsernitoimintoihin allokoitujen EBIT-tason kustannusten kasvavan vuonna 2025 3,2 MEUR:oon (2024: 3,0 MEUR), mihin vaikuttaa mm. ERP-järjestelmän kapitalisointi taseeseen implementoinnin myötä. Pitkällä aikavälillä ennustettu konsernin kulujen kasvu on linjassa liikevaihdon kasvuennusteisiin.

Sucroksen tulos voi laskea vielä hieman

Osakkuusyhtiö Sucroksen (Apetitin omistusosuus 20 %) tulososuus Apetitille kävi vuoden 2023 aikana korkeana (4,0 MEUR), mutta on sittemmin laskenut lähemmäs pitkän aikavälin tasoa. Ennustamme Sucroksen tuloksen olevan 1,3 MEUR vuonna 2025 ja 1,2 MEUR vuosina 2026-27. Ennuste olettaa tulostason laskevan vuoteen 2024 nähden (1,5 MEUR), mutta olevan yli viimeisen 10 vuoden keskiarvon (0,6 MEUR). Oletettu tuloksen laskusuuntaisuus on linjassa toimialan marginaaleihin, mikä näkyy myös mm. verrokkiyhtiön Sudzuckerin sokeriliiketoiminnan tuloskehityksessä.

Apetitin nettorahoituskulut ovat matalat yhtiön vahvan taseen ansiosta (2025e nettorahoituskulut: -0,4 MEUR). Veroasteeksi olemme arvioineet 20 % tulevana vuosina, mikä on myöskin melko lähellä historiallista keskitasoa (5 vuoden keskiarvo 19 %). Ennustamme osakekohtaisen nettotuloksen heikentyvän vuonna 2025 EBIT-laskun myötä 1,19 euroon, mutta seuraavina vuosina ennustamme nettotuloksen kasvavan (2026-27e: 1,23-1,26 euroa).

Emme odota osingon kasvavan lähivuosina

Osinkoennusteemme vuosille 2025-26 on 0,70-0,75 euroa (2024: 0,75 €), mikä vastaa noin 60 % vuotuisesta

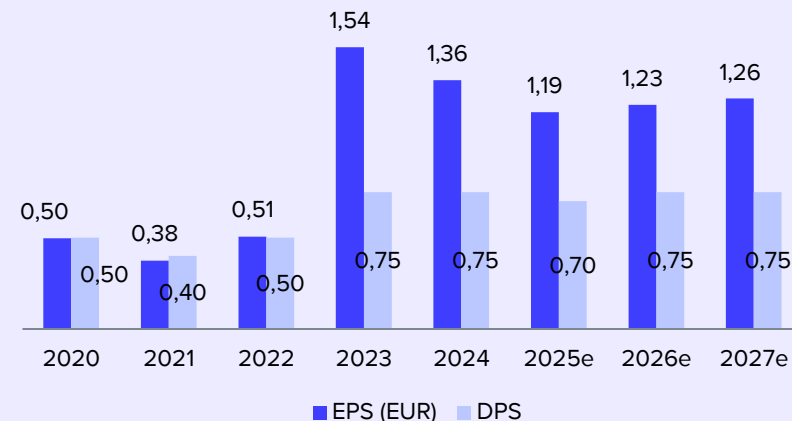
nettotuloksesta. Ennusteemme noudattaa yhtiön osingonmaksupolitiikkaa (40-60 % tilikauden voitosta), jota yhtiö on myös viime vuosina noudattanut. Yhtiöllä olisi arviomme mukaan varaa maksaa hieman korkeampaakin osinkoa osakkeenomistajien niin halutessa. Vahvaa tasetta voitaisiin teoriassa hyödyntää myös yritysostoihin tai suurempiin tuotannollisiin investointeihin, joissa kuitenkin molemmissa näemme jonkin verran riskejä pääoman tehokkaan allokoinnin näkökulmasta.

Rahavirta parantunee selvästi vuonna 2025

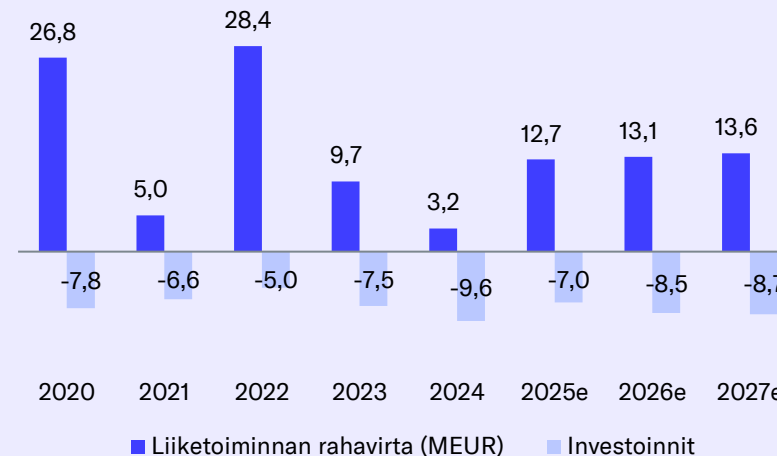
Odotamme vuoden 2025 kassavirtaprofiilin olevan kokonaisuudessaan vahva. Arviomme vuoden 2025 liiketoiminnan rahavirraksi on 12,7 MEUR, missä on selkeä parannus vuodesta 2024. Oletamme käyttöpääomaa sitoutuvan maltillisesti (1 MEUR) 2025 aikana. Vuoden 2024 aikana käyttöpääomaa sitoutui merkittävästi (12 MEUR) yhtiön kasvatettua varastojaan ja tavoitellessa volyymikasvua sekä toisaalta otettuaan käyttöön uuden kasviöljyjen pullotuslinjan. Mikäli käyttöpääoman taso korjaisikin alaspäin, voisi sillä olla merkittävä positiivinen vaikutus kassaposition. Toistaiseksi oletamme kuitenkin yhtiön kasvupyrkimysten pitävän käyttöpääoman karkeasti nykyisellä tasollaan suhteessa liikevaihtoon myös tulevana vuosina.

Vuoden 2025 investoinneiksi arvioimme 7,0 MEUR, mikä jää hieman alle 7,4 MEUR poistotason. Matalampaan investointitasoon vaikuttaa se, että yhtiö ei ole tiedottanut suurista investoinneista vuodelle 2025, jolloin yhtiön investoinnit koostuvat enimmäkseen tavanomaisista korvausinvestoinneista.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Liiketoiminnan kassavirta ja investoinnit



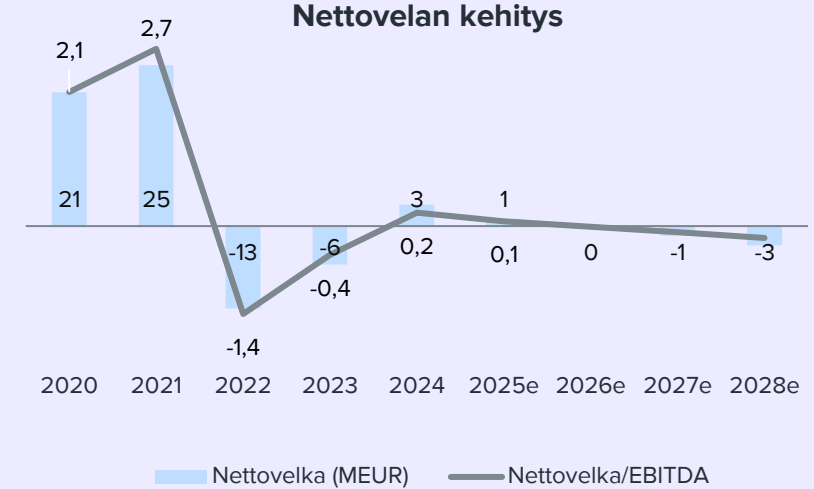
Ennusteet 3/3

Tase kehittyy vakaasti

Arvioimme Apetitin nettovelan laskevan noin 1 MEUR:oon vuoden 2025 loppuun mennessä (2024: 3 MEUR) vahvistuvan sisäisen kassavirran tuella. Vuosina 2026-28 taseen kehitys jatkuu ennusteissamme niin ikään vakaana. Liiketoiminnan rahavirta kattaa investointitarpeet ja osingonmaksun, jolloin taseen velkaisuus pysyy vähäisenä ja kassa vahvistuu hieman.

Ei merkittäviä muutoksia ennusteisiin

Olemme laajan raportin yhteydessä tehneet vain erittäin pieniä ennustemuutoksia. Nostimme mm. Ruokaratkaisut-segmentin kasvuennustetta sekä Sucroksen tulosennustetta hieman. Tämän lisäksi olemme kasvattaneet poisto-oletuksia. Konsernitason liikevaihdon ennusteissa ei ole mainittavia muutoksia ja oikaistun liikevoiton ennustemme nousivat 1 %:lla.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	176	42,2	37,0	40,5	43,0	163	43,7	38,6	41,9	44,7	169	175	178	182
Ruokaratkaisut	73,7	20,5	16,5	18,4	20,4	75,8	21,1	16,9	19,0	21,0	78,0	80,4	82,0	83,6
Öljykasvituotteet	102	21,8	20,7	22,2	22,7	87,4	22,7	21,8	23,1	23,6	91,2	94,8	96,7	98,7
Eliminoinnit	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Käyttökate	13,2	5,0	1,5	5,3	4,2	16,1	3,7	1,6	5,1	5,0	15,4	15,7	16,0	16,4
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,9	-6,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-7,4	-7,3	-7,5	-7,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,5	3,4	-0,1	3,7	2,4	9,4	1,9	-0,2	3,2	3,1	8,0	8,3	8,5	8,7
Liikevoitto	7,5	3,4	-0,1	3,7	2,4	9,4	1,9	-0,2	3,2	3,1	8,0	8,3	8,5	8,7
Ruokaratkaisut	5,8	1,9	-0,1	3,2	3,1	8,2	1,9	-0,1	3,2	3,2	8,2	8,5	8,7	8,9
Öljykasvituotteet	4,6	2,1	0,7	1,1	0,3	4,2	0,8	0,7	0,8	0,7	3,0	3,1	3,2	3,2
Konsernitoiminnot	-2,9	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-2,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-3,2	-3,3	-3,4	-3,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	4,0	-0,6	0,3	0,4	1,5	1,5	-0,4	0,3	0,4	1,0	1,3	1,2	1,2	1,2
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	11,2	2,7	0,0	4,1	3,5	10,3	1,4	-0,1	3,5	4,0	8,9	9,2	9,5	9,8
Verot	-1,5	-0,8	0,0	-0,7	-0,4	-1,9	-0,2	0,0	-0,6	-0,7	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
Nettotulos	9,8	1,9	0,1	3,3	3,2	8,5	1,2	-0,1	2,9	3,3	7,4	7,6	7,8	8,1
EPS (oikaistu)	1,54	0,31	0,01	0,54	0,51	1,36	0,19	-0,01	0,47	0,53	1,19	1,23	1,26	1,30
EPS (raportoitu)	1,54	0,31	0,01	0,54	0,51	1,36	0,19	-0,01	0,47	0,53	1,19	1,23	1,26	1,30

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,4 %	-12,5 %	-17,8 %	2,0 %	0,9 %	-7,3 %	3,5 %	4,4 %	3,6 %	4,0 %	3,8 %	3,4 %	2,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	118 %	73 %	-115 %	37 %	8 %	25 %	-43 %	125 %	-14 %	29 %	-15 %	4 %	2 %	2 %
Käyttökate-%	7,5 %	11,8 %	4,1 %	13,1 %	9,8 %	9,9 %	8,5 %	4,1 %	12,2 %	11,2 %	9,1 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,3 %	8,1 %	-0,3 %	9,2 %	5,5 %	5,8 %	4,4 %	-0,6 %	7,7 %	6,8 %	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %
Nettotulos-%	5,6 %	4,5 %	0,1 %	8,2 %	7,4 %	5,2 %	2,7 %	-0,1 %	7,0 %	7,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	74,9	76,2	75,6	76,6	77,8
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	2,9	5,2	5,2	5,2	5,2
Käyttöomaisuus	46,8	48,1	47,7	48,9	50,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	22,8	21,6	21,4	21,3	21,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	56,2	58,8	66,9	67,5	68,8
Vaihto-omaisuus	34,8	46,6	48,4	48,3	49,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,4	8,1	8,4	8,7	8,9
Likvidit varat	14,0	4,1	10,1	10,5	10,7
Taseen loppusumma	131	135	143	144	147

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	103	108	110	114	117
Osakepääoma	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kertyneet voittovarot	61,5	65,6	68,4	71,6	74,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
Muu oma pääoma	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,7	6,4	4,3	4,0	3,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,5	5,9	3,8	3,5	3,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	20,9	20,9	27,9	26,6	26,2
Korolliset velat	1,6	1,5	7,5	6,8	6,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,3	19,4	20,4	19,7	20,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	131	135	143	144	147

Arvonmääritys 1/3

Arvonmäärityksen yhteenveto: Defensiivistä, mutta matalakatteista liiketoimintaa

Apetit on sijoitusprofiililtaan defensiivinen osake, jonka liiketoiminta ei ole erityisen riippuvaista talouden suhdanteista, mutta toisaalta markkinan kasvunäkymät ovat melko maltilliset. Yhtiö toimii vakiintuneella ja kilpaillulla markkinalla, jolla korkeiden tuottojen saaminen on haastavaa. Yhtiö on viime vuosina onnistunut parantamaan tehokkuuttaan sekä kasvattamaan myyntiä suotuisissa tuoteryhmissä, mutta on vielä aikaista arvioida mikä osuus tulosparannuksesta liittyi vuosien 2023-24 suotuisiin markkinaolosuhteisiin. Jalostajana yhtiö on riippuvainen kotimaisen maatalouden satokehityksestä ja kasviöljyjen raaka-aineiden globaalista hintatasosta, mitkä voivat ajoittain heiluttaa tulosta. Mikäli tuloskehitys jatkuisi selkeän nousujohteisena, tulisi osakkeen arvostuksen nähdäksemme korjata ylös päin. Meidän ennustemme vuodelle 2025 olettavat tuloksen kuitenkin laskevan yhtiön ohjeistuksen mukaisesti.

Osakkuusyhtiö Sucros huomioitava arvostuksessa

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

Tuloksen laskiessa merkittävää nousuvaraa ei ole

Mielestämme EV/EBIT-pohjainen osien summa –menetelmä on paras työkalu Apetitin arvostamiseen ja DCF-mallikin varsin toimiva. Osien summa -arvostusmenetelmässämme määritetään erikseen arvot Apetitin molemmille liiketoimintasegmenteille sekä Sucroksen omistusosuudelle. Osien summalla katsottuna osakekohtainen arvo olisi 15,3 euroa per osake, mikä ylittää hieman nykyisen kurssitason. DCF-mallimme puolestaan antaa arvoksi 14,6 euroa.

Vuoden 2024 aikana tulostaso Öljykasvituotteissa hyötyi vielä alkuvuonna jossain määrin edullisesta raaka-aineesta, minkä lisäksi Ruokaratkaisujen tulos oli loppuvuonna yllättävän korkea laadukkaan sadon tukemana. Arvioimmekin vuoden 2025 liiketuloksen laskevan edellisvuodesta rapsin hinnan nousun myötä ja Ruokaratkaisuisakin tuloksen parantaminen voi olla haastavaa. Tällöin Apetitin osakkeen arvostustaso olisi nykyisellä osakekurssilla lähellä neutraalia tasoa. Osaketta arvostetaan pörssissä EV/EBIT-kertoimella 9,7x, mikä on lähellä verrokkiryhmän mediaanitasoa.

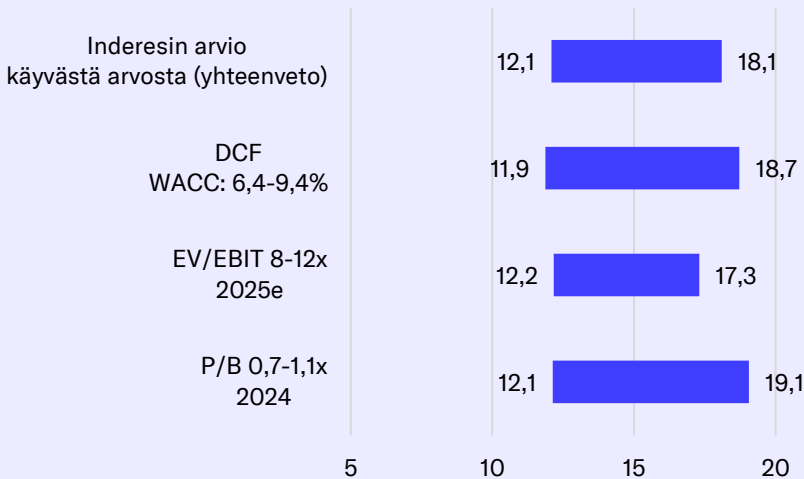
Osien summa -arvostusmenetelmä

Olemme laatineet osien summa –arvostusmenetelmän, koska mielestämme se tarjoaa havainnollistavan työkalun eri elementtien arviointiin. Haluamme myös nostaa esiin oletuksemme Sucroksen käyvän arvon määrittämisen taustalla. Päädymme osien summa –menetelmällä yhteensä 15,3 euron osakekohtaiseen arvoon, josta 13,0 euroa koostuu yhtiön operatiivisista liiketoiminnoista, 2,1 euroa osakkuusyhtiö Sucroksesta ja 0,2 euroa vuoden 2024 osingosta ja nettoveloista vuoden 2024 lopussa.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	14,4	14,4	14,4
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	89	89	89
Yritysarvo (EV)	78	76	75
P/E (oik.)	12,1	11,7	11,4
P/E	12,1	11,7	11,4
P/B	0,8	0,8	0,8
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,1	4,9	4,7
EV/EBIT (oik.)	9,7	9,2	8,8
Osinko/tulos (%)	59,0 %	61,1 %	59,4 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,2 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Arvostusmenetelmien yhteenveto



Arvonmääritys 2/3

Olemme käyneet läpi kutakin osa-aluetta koskevat oletukset osien summa -laskelman taustalla:

Ruokaratkaisut on mielestämme Apetitin liiketoiminnoista potentiaalisin pitkällä aikavälillä, mitä tukee korkea kuluttajamyynnin osuus sekä vahva asema kotimaisissa pakastekasviksissa. Segmentin kannattavuus on kohtuullisen hyvä ja oikeilla kaupallisilla valinnoilla tulosta pystytään pitkällä aikavälillä parantamaan esimerkiksi korkeamman lisäarvon tuotteiden osuutta kasvattamalla. Liiketoiminta on kuitenkin pääomaintensiivistä ja tuotannon vaatimat investoinnit syövät merkittävän osan operatiivisesta kassavirrasta. Maltillisesta pääoman tuotosta johtuen arvioimme käyvän arvostustason olevan noin EV/EBIT 10-11x (laskelmassa 10,5x).

Öljykasvituotteet on volyymeiltään vakaa, mutta näemme liiketoiminnan kasvupotentiaalin maltillisena. Uuteen jalostuskapasiteettiin investoiminen ei ole taloudellisesti mielekäästä, joten Öljykasvituotteiden strategiana on pyrkiä maksimoimaan nykyisen jalostamon tuotantomääriä ja toisaalta löytää nykyiselle tuotannolle korkeamman lisäarvon käyttökohteita. Liiketoiminnan haasteena ovat riippuvuus öljykasviraaka-aineiden hinnoista, mikä aiheuttaa tulostasoon volatiliteettia. Investointi pullotuskapasiteettiin voi avata väylää kasvuille paremman marginaalin tuoteryhmissä, mutta toistaiseksi näkyvyyttä investoinnin tulosaikutukseen ei juuri ole. Arvioimme segmentin käyväksi arvostustasoksi EV/EBIT 9x. Proteiinia sisältävän rapsiainehankkeen menestyminen parantaisi segmentin kasvuprofiilia ja voisi mahdollistaa korkeamman arvostuksen, mutta hanke on toistaiseksi edennyt hitaasti.

Konsernitoimintojen kulut täytyy huomioida arvonmäärityksessä laskennallisesti negatiivisena eränä.

Sovellamme kulujen arvostuskertoimeksi painotettua keskiarvoa kahden operatiivisen segmentin arvostuskertoimista (10,1x).

Osakkuusyhtiö Sucros (Apetitilla 20 % omistus) on osien summa –laskelmassamme arvostettu noin 13 MEUR:oon, mikä vastaa P/B-kerrointa 0,6x. Perustelemme Sucroksen selvästi kirja-arvoa matalampaa käypää arvoa mm. Sucroksen historiallisesti heikolla tulostasolla sekä sillä, että Apetitilla on varsin rajallinen vaikutusvalta osakkuusyhtiön osinkopäätöksiin, minkä vuoksi kirja-arvo ei realisoidu vuotuista tulosta nopeammin. Arvioimamme käypä arvo vastaa toteutuneella vuosien 2020-24 keskimääräisellä 1,3 MEUR:n vuotuisella tulososuudella P/E-kerrointa 10x. Ennustamme vastaavaa 1,3 MEUR:n tulostasoa myös vuodelle 2025 (P/E 2025e: 10x). Sucroksen vahva tase purkautuu Apetitille osingonmaksun kautta ja osinko vastaa Sucroksen vuotuisen nettotuloksen määrää.

DCF-arvonmääritys asteen konservatiivisempi

Kassavirtaennusteisiimme perustuva arvonmääritysmalli (DCF) antaa lähes vastaavan käyvän arvon osakkeelle kuin osien summa. DCF-laskelmamme mukainen oman pääoman arvo on 91 MEUR eli 14,6 euroa per osake. DCF:n arvon realisoituminen edellyttää Apetitilta tasaisen vahvaa tulostulosta, mutta keskipitkän aikavälin kannattavuusennuste (EBIT 4,8 %) on asetettu jokseenkin konservatiivisesti vuoden 2024 vahvan tason (5,8 %) alapuolelle. Ennusteisiin ei toki sisälly vastaavia negatiivisia tulostulostyönsiä, mitä yhtiöltä on nähty viimeisen vuosikymmenen aikana. Sucroksen arvoa ei ole DCF:ssä määritetty kassavirtojen mukaisesti vaan se on huomioitu vastaavalla tavalla kuin osien summassa (P/B 0,6x ja P/E 10x).

Osien summa

MEUR	EBIT	EV/EBIT-kerroin	Arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut (25e)	8,2	10,5	86,1	13,9
Öljykasvituotteet (25e)	3,0	9,0	26,8	4,3
Konsernitoiminnot (25e)	-3,2	10,1	-32,3	-5,2
Liiketoiminnot yhteensä	8,0		80,6	13,0
Sucros (P/B 0,6x)			13,0	2,1
Liiketoiminnot ja Sucros yhteensä			93,6	15,1
Nettokassavarat ja osinko (2024)			1,4	0,2
Apetit osakkeen arvo			94,9	15,3
Tuotto-odotus nykykurssiin nähden				6 %
Tuottovaatimus				8 %

Osakkuusyhtiö Sucroksen arvostus

MEUR	Käypä arvo osana Apetitia	Täysi tasearvo	Erotus
Omistussuuden arvo (MEUR)	13,0	21,6	8,6
Omistussuuden arvo per osake (EUR)	2,1	3,5	1,4
P/B	0,6x	1,0x	
P/E (2020-24)	10x	17x	
P/E 2025e	10x	17x	
Osinkotuotto 2024e	11,6 %	6,9 %	
Osinkotuotto 2025e	10,0 %	6,0 %	

Arvonmääritys 3/3

Olemme käyttäneet mallissa 8,2 % oman pääoman kustannusta ja 7,9 % keskimääräistä pääoman kustannusta (WACC). Pidämme Apetitin liiketoiminnan riskitasoa yleisesti ottaen melko maltillisena, mutta defensiivisen elintarvikealan kontekstissa hieman keskimääräistä korkeampana ohuiden katteiden vuoksi. Erityisesti öljykasvin siementen hintatason vaihtelu kohottaa tulosvolatiliteettia ja historialliset kannattavuushaasteet nostavat aavistuksen arvioitua riskitasoa. DCF-arvonmääritys on erittäin herkkä pääoman kustannustason, sekä pitkän aikavälin liikevoittomarginaalin (terminaalissa 4,0 %) muutoksille.

Tulospohjainen arvostus isossa kuvassa linjassa verrokkiryhmän kanssa

Nykyiset ennusteemme olettavat Apetitin tuloksen aluksi laskevan suhteessa poikkeuksellisen vahvaan vuoteen 2024, mutta pidemmällä aikavälillä ennustamme tuloksen parantuvan maltillisesti. Vuoden 2025 ennusteilla EV/EBIT olisi siten noin 10x ja P/E noin 12x. Lyhyen aikavälin arvostuskertoimet ovat pääosin linjassa suhteessa kotimaisiin verrokkiyhtiöihin kuten Atriaan ja Raisioon. EV/EBITDA-arvostuskerroin on Apetitin osalta matala (5x) ja alle verrokkiryhmän. Apetitin korkeiden investointi- ja poistotasojen myötä käyttökate ei kuvaa lähellekkään yhtiön vapaata kassavirtaa ja siksi EV/EBITDA-lukuun katsominen ei mielestämme ole arvonmäärityksen kannalta kovin hyödyllistä.

Mikäli Apetit onnistuisi lähivuosina yltämään vuoden 2024 vahvaan tulostasoon tai korkeammalle, olisi arvostuksessa mielestämme nousuvaraa jo houkuttelevissa määrin. Vuoden 2024 tulostasolla EV/EBIT-kerroin olisi vain 8,4x ja

soveltamalla käypää arvostustasoa 10x nousuvara kasvaisi 17 %:iin.

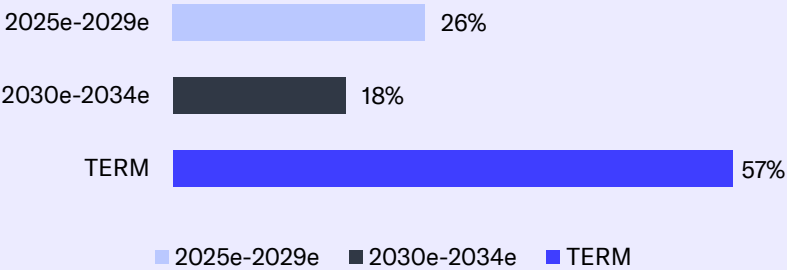
Tasepohjainen arvostus on maltillinen

Tasepohjainen arvostus eli markkina-arvo suhteessa oman pääoman tasearvoon (P/B) on tällä hetkellä 0,8x. Pääoman tuotto on ennusteissamme lähes tuottovaatimuksen tasolla, mikä voisi puolttaa korkeampaa tasepohjaista arvostusta. Pääoman tuoton nostaminen kestävästi WACC-tasolle (~8 %) tai korkeammaksi puoltaisi tasepohjaisen arvostuksen nousua. Hyvästä pääoman tuotosta on näyttöjä toistaiseksi vasta kahden vuoden ajalta, minkä vuoksi osakkeesta ei nähdäksemme vielä kannata maksaa aivan täysimääräistä vahvaa pääoman tuottoa indikoivaa hintaa (P/B 1,0x tai korkeampi). Nousuvara tasearvoon (17,3 euroa per osake) olisi 20 %.

Osinkotuotto linjassa verrokkiryhmän kanssa

Parantuneen tulostason myötä Apetit on alkanut maksaa osinkoa osinkopolitiikan mukaisesti vähintään 40-60 % tilikauden tuloksesta. Vuodelta 2024 on ehdotettu osingonmaksuksi 0,75 euroa per osake, mikä vastaa nykykurssilla noin 4,9 %:n osinkotuottoa. Osinkotuotto on kohtuullisen hyvä ja arviomme mukaan myös sijoittajat arvostavat tasaista osinkoa. Emme näe osinkotuoton kuitenkaan tarjoavan nousuvaraa osakkeelle yhtiön kasvu- ja kannattavuusprofiilin huomioiden. Myös verrokkiryhmä maksaa noin 5 %:n vuotuista osinkoa.

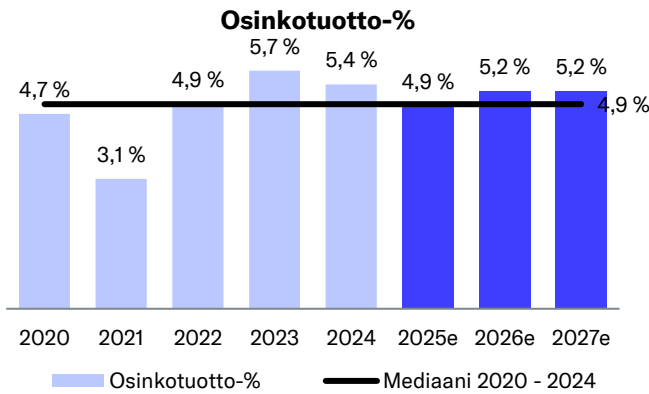
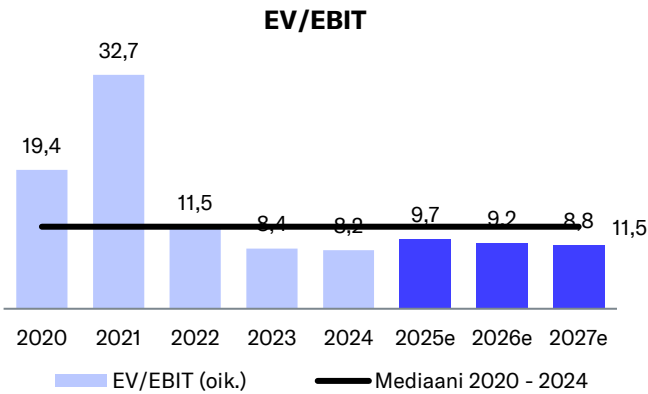
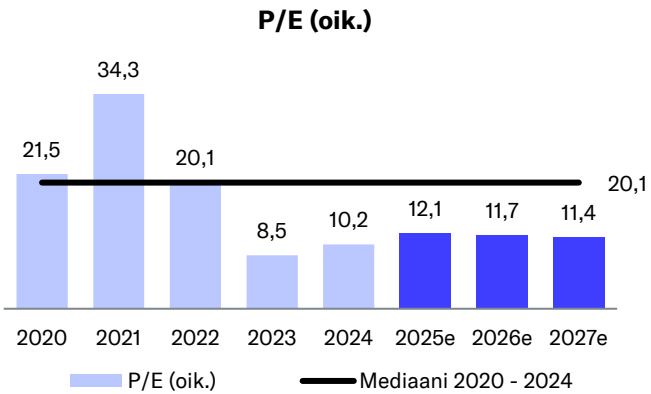
DCF: Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,7	12,9	10,2	13,2	14,0	14,4	14,4	14,4	14,4
Osakemäärä, milj. kpl	6,21	6,21	6,32	6,32	6,21	6,21	6,21	6,21	6,21
Markkina-arvo	66	80	64	83	87	89	89	89	89
Yritysarvo (EV)	75	93	40	63	77	78	76	75	74
P/E (oik.)	21,5	34,3	20,1	8,5	10,2	12,1	11,7	11,4	11,1
P/E	21,5	34,3	20,1	8,5	10,2	12,1	11,7	11,4	11,1
P/B	0,7	0,9	0,7	0,8	0,80	0,81	0,8	0,8	0,7
P/S	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,5	10,2	4,2	4,8	4,8	5,1	4,9	4,7	4,5
EV/EBIT (oik.)	19,4	32,7	11,5	8,4	8,2	9,7	9,2	8,8	8,5
Osinko/tulos (%)	100,6 %	106,6 %	98,7 %	48,6 %	55,1 %	59,0 %	61,1 %	59,4 %	57,8 %
Osinkotuotto-%	4,7 %	3,1 %	4,9 %	5,7 %	5,4 %	4,9 %	5,2 %	5,2 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Atria	345	628	9,7	9,3	4,9	4,8	0,4	0,3	9,0	8,1	6,0	6,3	0,8
Raisio	381	311	11,1	10,3	8,1	7,6	1,3	1,3	15,9	14,9	5,9	5,9	1,5
HKFoods	113	317	10,8	10,4	5,1	4,9	0,3	0,3	18,0	10,5			0,6
Fodelia	58	61	13,3	12,4	9,1	8,4	1,0	0,9	17,4	14,9	2,2	2,5	3,3
Nomad Foods	2786	4473	9,4	9,0	7,7	7,4	1,4	1,4	9,7	9,0	3,6	3,9	1,0
Savencia	853	1551	7,0	6,6	3,3	3,1	0,2	0,2	6,3	5,8	3,2	3,4	0,4
Agrana Beteiligungs	694	1326	22,3	13,1	7,5	6,1	0,4	0,4	92,5	14,4	6,5	7,2	0,6
Bonduelle	259	1006	12,8	11,9	6,2	6,0	0,4	0,4	8,5	6,0	3,2	3,5	0,4
Austevoll Seafood	1832	3802	7,9	6,8	5,6	5,0	1,2	1,1	8,7	7,5	5,8	7,1	1,0
Origin Enterprises	329	663	7,8	7,4	5,8	5,6	0,3	0,3	6,1	5,8	5,5	5,8	
Cranswick	3159	3290	13,8	13,2	9,7	9,2	1,0	1,0	18,6	17,7	2,0	2,1	2,6
Apetit (Inderes)	89	78	9,7	9,2	5,1	4,9	0,5	0,4	12,1	11,7	4,9	5,2	0,8
Keskiarvo			11,4	10,0	6,6	6,2	0,7	0,7	19,2	10,4	4,4	4,8	1,2
Mediaani			10,8	10,3	6,2	6,0	0,4	0,4	9,7	9,0	4,5	4,8	0,9
Erotus-% vrt. mediaani			-10 %	-11 %	-18 %	-19 %	5 %	-1 %	26 %	30 %	7 %	8 %	-11 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	176	42,2	37,0	40,5	43,0	163	43,7	38,6	41,9	44,7	169	175	178	182
Ruokaratkaisut	73,7	20,5	16,5	18,4	20,4	75,8	21,1	16,9	19,0	21,0	78,0	80,4	82,0	83,6
Öljykasvituotteet	102	21,8	20,7	22,2	22,7	87,4	22,7	21,8	23,1	23,6	91,2	94,8	96,7	98,7
Eliminoinnit	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Käyttökate	13,2	5,0	1,5	5,3	4,2	16,1	3,7	1,6	5,1	5,0	15,4	15,7	16,0	16,4
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,9	-6,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-7,4	-7,3	-7,5	-7,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,5	3,4	-0,1	3,7	2,4	9,4	1,9	-0,2	3,2	3,1	8,0	8,3	8,5	8,7
Liikevoitto	7,5	3,4	-0,1	3,7	2,4	9,4	1,9	-0,2	3,2	3,1	8,0	8,3	8,5	8,7
Ruokaratkaisut	5,8	1,9	-0,1	3,2	3,1	8,2	1,9	-0,1	3,2	3,2	8,2	8,5	8,7	8,9
Öljykasvituotteet	4,6	2,1	0,7	1,1	0,3	4,2	0,8	0,7	0,8	0,7	3,0	3,1	3,2	3,2
Konsernitoiminnot	-2,9	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-2,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-3,2	-3,3	-3,4	-3,4
Osuus osakkuusyrityiden tuloksesta	4,0	-0,6	0,3	0,4	1,5	1,5	-0,4	0,3	0,4	1,0	1,3	1,2	1,2	1,2
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	11,2	2,7	0,0	4,1	3,5	10,3	1,4	-0,1	3,5	4,0	8,9	9,2	9,5	9,8
Verot	-1,5	-0,8	0,0	-0,7	-0,4	-1,9	-0,2	0,0	-0,6	-0,7	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
Nettotulos	9,8	1,9	0,1	3,3	3,2	8,5	1,2	-0,1	2,9	3,3	7,4	7,6	7,8	8,1
EPS (oikaistu)	1,54	0,31	0,01	0,54	0,51	1,36	0,19	-0,01	0,47	0,53	1,19	1,23	1,26	1,30
EPS (raportoitu)	1,54	0,31	0,01	0,54	0,51	1,36	0,19	-0,01	0,47	0,53	1,19	1,23	1,26	1,30

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-3,4 %	-12,5 %	-17,8 %	2,0 %	0,9 %	-7,3 %	3,5 %	4,4 %	3,6 %	4,0 %	3,8 %	3,4 %	2,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	118 %	73 %	-115 %	37 %	8 %	25 %	-43 %	125 %	-14 %	29 %	-15 %	4 %	2 %	2 %
Käyttökate-%	7,5 %	11,8 %	4,1 %	13,1 %	9,8 %	9,9 %	8,5 %	4,1 %	12,2 %	11,2 %	9,1 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,3 %	8,1 %	-0,3 %	9,2 %	5,5 %	5,8 %	4,4 %	-0,6 %	7,7 %	6,8 %	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %
Nettotulos-%	5,6 %	4,5 %	0,1 %	8,2 %	7,4 %	5,2 %	2,7 %	-0,1 %	7,0 %	7,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %	4,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	74,9	76,2	75,6	76,6	77,8
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	2,9	5,2	5,2	5,2	5,2
Käyttöomaisuus	46,8	48,1	47,7	48,9	50,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	22,8	21,6	21,4	21,3	21,3
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	56,2	58,8	66,9	67,5	68,8
Vaihto-omaisuus	34,8	46,6	48,4	48,3	49,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,4	8,1	8,4	8,7	8,9
Likvidit varat	14,0	4,1	10,1	10,5	10,7
Taseen loppusumma	131	135	143	144	147

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	103	108	110	114	117
Osakepääoma	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kertyneet voittovarot	61,5	65,6	68,4	71,6	74,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
Muu oma pääoma	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,7	6,4	4,3	4,0	3,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,5	5,9	3,8	3,5	3,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	20,9	20,9	27,9	26,6	26,2
Korolliset velat	1,6	1,5	7,5	6,8	6,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,3	19,4	20,4	19,7	20,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	131	135	143	144	147

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-7,3 %	3,8 %	3,4 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,8 %	4,7 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Liikevoitto	9,4	8,0	8,3	8,5	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4	8,0	8,2	
+ Kokonaispoistot	6,7	7,4	7,3	7,5	7,7	7,9	7,8	8,0	8,3	8,4	8,6	
- Maksetut verot	0,0	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-12,4	-1,1	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	3,6	12,7	13,1	13,6	13,9	14,2	14,3	14,6	14,9	14,0	14,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,7	-7,0	-8,5	-8,7	-8,8	-9,0	-9,2	-9,4	-9,6	-9,8	-8,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,2	5,7	4,6	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,4	4,3	5,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,2	5,7	4,6	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,4	4,3	5,6	96,7
Diskontattu vapaa kassavirta		5,4	4,0	4,0	3,8	3,6	3,3	3,1	3,0	2,2	2,7	46,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		81,1	75,6	71,6	67,7	63,9	60,3	57,0	53,9	50,9	48,7	46,1
Velaton arvo DCF		81,1										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		4,1										
+ Osakkuusyhtiö Sucroksen arvioitu käypä arvo		13,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		90,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,6										

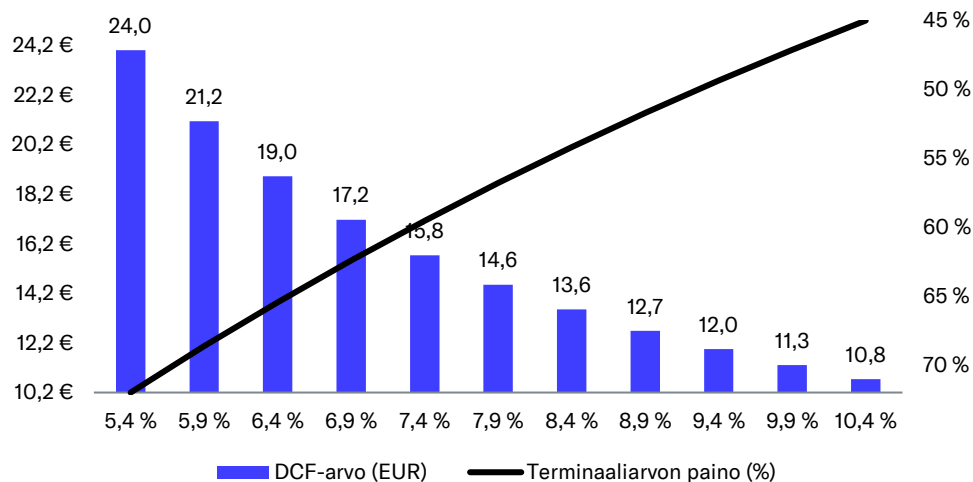
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

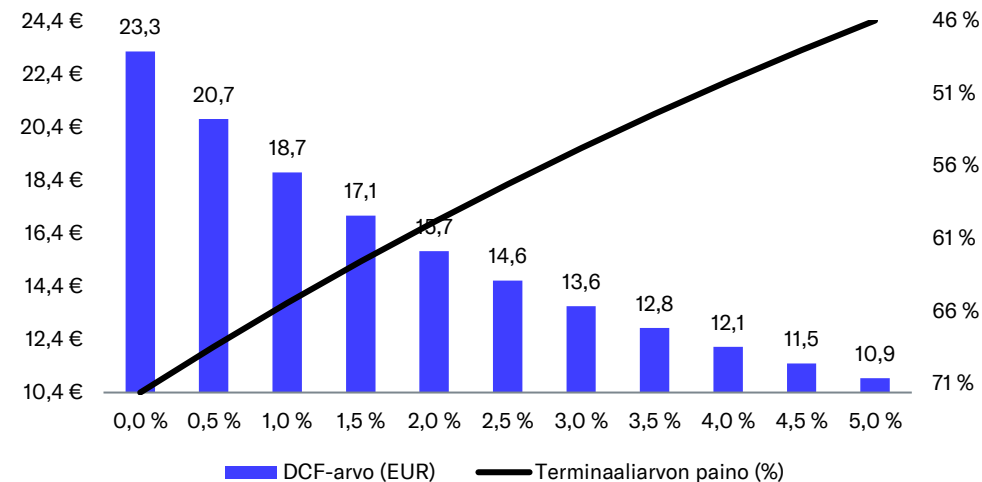
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

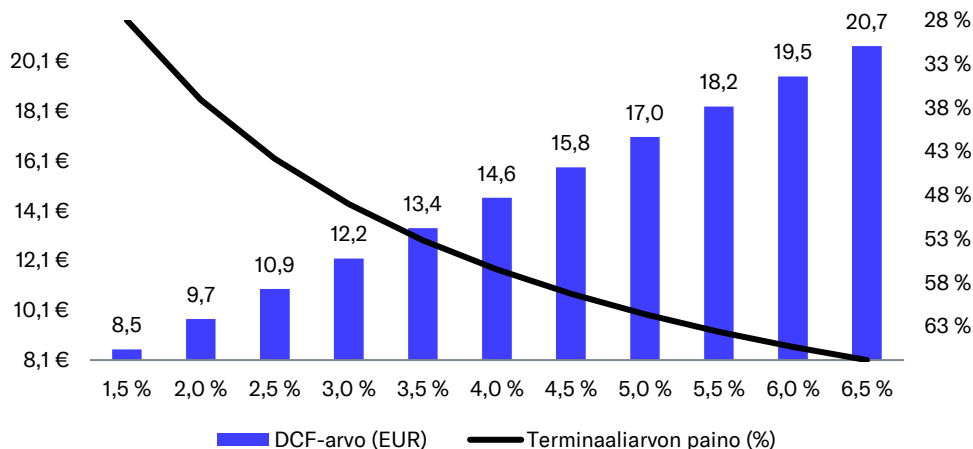
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



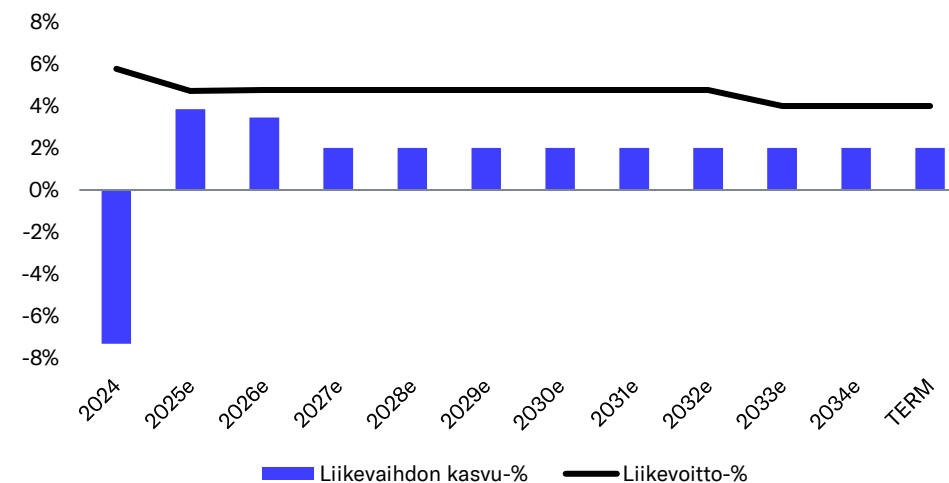
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	181,7	175,5	162,7	168,9	174,7
Käyttökate	9,4	13,2	16,1	15,4	15,7
Liikevoitto	3,5	7,5	9,4	8,0	8,3
Voitto ennen veroja	3,7	11,2	10,3	8,9	9,2
Nettovoitto	4,8	9,8	8,5	7,4	7,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	117,3	131,1	135,0	142,5	144,1
Oma pääoma	96,0	103,5	107,6	110,3	113,6
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Nettovelat	-12,7	-5,9	3,3	1,1	-0,2

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	9,4	13,2	16,1	15,4	15,7
Nettokäyttöpääoman muutos	31,9	-4,2	-12,4	-1,1	-0,9
Operatiivinen kassavirta	41,7	9,1	3,6	12,7	13,1
Investoinnit	-3,8	-14,7	-10,7	-7,0	-8,5
Vapaa kassavirta	39,4	-5,6	-7,2	5,7	4,6

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,2	4,8	4,8	5,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,5	8,4	8,2	9,7	9,2
P/E (oik.)	20,1	8,5	10,2	12,1	11,7
P/B	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,7 %	5,4 %	4,9 %	5,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,51	1,54	1,36	1,19	1,23
EPS (oikaistu)	0,51	1,54	1,36	1,19	1,23
Operat. kassavirta / osake	6,60	1,44	0,58	2,05	2,11
Vapaa kassavirta / osake	6,23	-0,89	-1,16	0,92	0,74
Omapääoma / osake	15,20	16,38	17,33	17,77	18,30
Osinko / osake	0,50	0,75	0,75	0,70	0,75

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-36 %	-3 %	-7 %	4 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	3 %	41 %	21 %	-4 %	2 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	118 %	25 %	-15 %	4 %
EPS oik. kasvu-%	35 %	205 %	-12 %	-13 %	3 %
Käyttökate-%	5,2 %	7,5 %	9,9 %	9,1 %	9,0 %
Oik. Liikevoitto-%	1,9 %	4,3 %	5,8 %	4,7 %	4,8 %
Liikevoitto-%	1,9 %	4,3 %	5,8 %	4,7 %	4,8 %
ROE-%	3,4 %	9,8 %	8,0 %	6,8 %	6,8 %
ROI-%	3,5 %	11,0 %	9,6 %	7,8 %	7,8 %
Omavaraisuusaste	81,8 %	78,9 %	79,7 %	77,4 %	78,8 %
Nettovelkaantumisaste	-13,2 %	-5,7 %	3,1 %	1,0 %	-0,2 %

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 sijoituspäätöstensä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
05/11/2020	Lisää	10,00 €	9,58 €
12/01/2021	Myy	10,00 €	14,00 €
30/01/2021	Vähennä	10,00 €	11,60 €
22/02/2021	Vähennä	11,00 €	12,50 €
09/05/2021	Vähennä	12,00 €	14,40 €
23/08/2021	Vähennä	12,00 €	13,30 €
25/10/2021	Myy	12,00 €	13,50 €
01/11/2021	Vähennä	12,00 €	12,30 €
28/12/2021	Vähennä	12,50 €	12,25 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	12,00 €
23/03/2022	Vähennä	13,50 €	13,10 €
26/04/2022	Vähennä	12,00 €	12,60 €
18/08/2022	Vähennä	11,00 €	10,95 €
25/10/2022	Vähennä	10,00 €	10,15 €
13/02/2023	Vähennä	10,00 €	10,90 €
17/02/2023	Lisää	12,00 €	10,80 €
27/03/2023	Vähennä	12,50 €	12,95 €
25/04/2023	Lisää	13,50 €	12,65 €
17/08/2023	Lisää	14,00 €	12,50 €
18/10/2023	Lisää	14,00 €	12,60 €
26/10/2023	Lisää	14,00 €	12,65 €
16/02/2024	Vähennä	13,50 €	13,25 €
28/03/2024	Vähennä	13,50 €	13,70 €
29/04/2024	Lisää	15,50 €	14,25 €
15/08/2024	Vähennä	14,00 €	13,50 €
28/10/2024	Vähennä	14,00 €	13,50 €
14/02/2025	Vähennä	14,00 €	14,20 €
27/03/2025	Vähennä	14,50 €	14,40 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**