

Kalaliiketoiminnan myynti on positiivista osakkeelle

Apetit tiedotti sopineensa kalaliiketoiminnan myymisestä norjalaiselle Insula AS:lle, mikä on mielestämme osakkeen kannalta positiivista. Nostamme suosituksemme ennakoitua paremman kauppahinnan ja pienentyneen riskiprofiilin takia lisää -tasolle (aik. vähennä) ja tarkistamme tavoitehintamme 15,0 euroon (aik. 13,5).

Liiketoiminta on arvokkaampi Insulalle kuin mitä se olisi voinut olla Apetille

Apetit myy kalaliiketoiminnan Suomessa, Norjassa ja Ruotsissa norjalaiselle kalaliiketoimintaan erikoistuneelle Insula AS:lle. Kolme kertaa Apetitin kalaliiketoiminnan kokoisella Insulalla on ollut tavoitteena laajentaa Norjan, Ruotsin ja Tanskan lisäksi liiketoimintaansa Suomeen, minkä takia uskomme liiketoiminnan sopivan erinomaisesti heidän strategiaansa ja sen arvon olleen heille paljon suurempi kuin mitä se Apetitin käsissä olisi voinut olla. Järjestely toteutetaan Suomen toimintojen osalta (noin 60 % segmentin liikevaihdosta) liiketoimintasiirtona ja Norjassa ja Ruotsissa (yhteensä noin 40 % segmentin liikevaihdosta) osakekauppana, joka kattaa Maritim Food Groupin. Suomessa Apetit jää liiketoiminnan vähemmistöomistajaksi ”alle 20 %:n omistusosuudella”. Kaupasta syntyy kertaluonteinen arviolta noin 1 MEUR:n arvonalennuskirjaus, joka kohdistuu Q2’17:lle. Lopullinen tulosvaikutus täsmentyy, kun koko järjestely on saatu päätökseen. Kaupan odotetaan toteutuvan Q3’17 aikana.

Kalaliiketoiminnan arvo muodostui hyvin lähelle sen nettovarallisuutta

Osapuolet eivät julkaisseet sopimuksen kokonaisarvoa, mutta pienestä alaskirjauksesta päätellen kalaliiketoiminnan arvo on muodostunut kaupantekohetkellä lähelle sen nettovarallisuutta, joka Apetitin 2016 taseessa oli 21,3 MEUR. Arvioimme toukokuussa [laajassa päivitysraportissamme](#), ettei kalaliiketoiminta enää kuulu Apetitin uuteen kasvipohjaisiin ruokaratkaisuihin nojaavan strategian ytimeen ja heikosti kannattavaa liiketoimintaa on saneerattu myyntikuntoon. Arvioimme silloin kalaliiketoiminnan arvoksi hieman yli 10 MEUR, joka heijasti 2017-2018 ennusteidemme mukaista 2 MEUR:n vuotuista käyttökatetta noin 5x EV/EBITDA-kertoimella. Liiketoiminnan myynti ei näin ollut meille yllätys, mutta siitä saatu hinta yllätti positiivisesti, mikä heijastui myös tavoitehintamme nostoon.

Osien summa, matala tasepohjainen arvostus ja osinkotuotto tukevat osaketta

Apetille jää yritysjärjestelyn toteutumisen jälkeen kolme selvästi kalaliiketoimintaa laadukkaampaa liiketoimintaa (Ruokaratkaisut, Viljakauppa ja Öljykasvituotteet), joiden yhteenlaskettu yritysarvo on arviomme mukaan noin 90 MEUR. Tämän lisäksi Apetit omistaa 20 %:n osuuden Sucros Oy:stä, jonka arvotamme osien summa-laskelmassamme tasearvoon (22 MEUR). Apetitin tase tulee olemaan järjestelyn toteututtua lähes nettovelaton, minkä takia nykyinen markkina-arvo 86 MEUR jää selvästi alle osien summa-laskelmamme arvon. Yhtiön osake arvostetaan kroonisesti heikon pääoman tuoton takia selvästi alle oman pääoman tasearvon (P/B 0,7x), mikä yhdessä vahvan taseen ja yli 5 %:n ennustamamme osinkotuoton kanssa tarjoavat osakkeelle tukea.

Analyytikko

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



Suositus

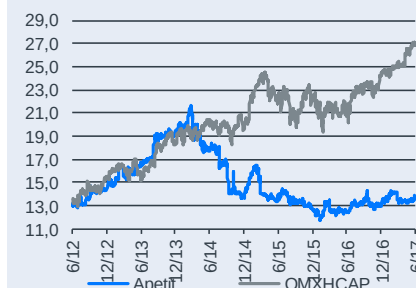
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 15,00 EUR

Edellinen: 13,50



Lähde: Reuters

Ei-lisen päätös 13,86 EUR

12 kk vaihteluväli 12,35-14,5 EUR

Potentiaali 8,2 %

Ohjeistus

Vuoden 2017 operatiivisen liike tuloksen arvioidaan olevan vertailuvuotta parempi (2016: 0,9 MEUR). Toiminnan kausiluonteisuuden johdosta tulokertymä painottuu vuoden jälkimmäiselle puoliskolle.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	381	-1,0	-0,3 %	-3,5	-0,69	0,70	0,2	8,9	30,4	-111,9	5,5 %
2016	387	0,6	0,2 %	0,3	0,19	0,70	0,2	9,6	78,3	55,0	5,4 %
2017e	327	2,8	0,9 %	2,6	0,34	0,70	0,2	6,6	15,9	26,9	5,1 %
2018e	346	8,5	2,5 %	9,2	1,33	0,80	0,2	4,8	7,5	10,4	5,8 %
2019e	365	11,1	3,0 %	11,7	1,66	0,90	0,2	3,8	5,4	8,4	6,5 %
Markkina-arvo, MEUR			86	OPO / osake 2017e, EUR		18,63		CAGR EPS, 2016-2019, %			107 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-1	P/B 2017e		0,7		CAGR kasvu, 2016-2019, %			-2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			62	Nettovelkaisuusaste 2017e, %		-0,5 %		ROE 2017e, %			1,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			171	Omavaraisuusaste 2017e, %		67,6 %		ROCE 2017e, %			2,8 %

Ennustemuutokset

Apetitin arvion mukaan järjestelyllä ei ole merkittävää vaikutusta koko vuoden operatiiviseen liike tulokseen, mistä voi päätellä johdon budjetoineen kalaliiketoiminnan tekävän tänä vuonna liikevoittotasolla nollatulosta. Yhtiö piti kaupan jälkeen myös vuoden 2017 tulosnäkömäänsä ennallaan ja ohjeistaa konsernin koko vuoden operatiivisen liike tuloksen olevan vertailuvuotta parempi (2016: 0,9 MEUR). Apetit raportoi jatkossa kalaliiketoiminnan lopetettuna liiketoimintana ja olemme päivittäneet ennusteemme huomioimaan Apetitin luvut ilman kalaliiketoimintaa (ns. jatkuvat liiketoiminnat). Meidän kuluvan vuoden operatiivinen liikevoittoennuste pysyi kaupan julkistamisen jälkeen lähes muuttumattomana 3,9 MEUR:ssa (aik. 4,1 MEUR). Kauppaan liittyvän alaskirjauksen takia raportoitu liike tulosenennusteemme laski 2,8 MEUR:oon (aik. 4,0 MEUR).

Lähi vuosien liikevaihtoennusteemme laskivat lähes 20 %, mikä on heijastaa kalaliiketoiminnan osuutta konsernin liikevaihdosta. Tulosennusteissamme ei tapahtunut operatiivisen liikevoiton tasolla merkittäviä muutoksia yritys järjestelyn johdosta. Kalaliiketoiminta oli ennusteidemme mukaan lähivuosina saavuttamassa käyttökatetasolla noin 2 MEUR:n vuotuisen tason ja liikevoittotasolla se tuli olemaan hyvin lähellä nollatulosta. Yhtiöllä tulee olemaan järjestelyn jälkeen tukeva kassa, mikä tullaan joko sijoittamaan uusiin liiketoimiin tai palauttamaan omistajille. Pidimme tästä huolimatta lähivuosien osinkoennusteemme ennallaan ja uskomme yhtiön kertovan tulevaisuuden suunnitelmistaan kassan käytön osalta tarkemmin loppuvuoden aikana. Tulemme päivittämään ennusteemme tarkemmin sen jälkeen, kun kauppa toteutuu arviolta Q3'17 aikana ja sen lopulliset vaikutukset täsmentyvät.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	405	327	-19 %	421	346	-18 %	445	365	-18 %
Käyttökate	10,8	8,4	-22 %	15,2	13,3	-13 %	17,8	15,9	-11 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,1	3,9	-4 %	8,9	8,5	-5 %	11,6	11,1	-5 %
Liikevoitto	4,0	2,8	-29 %	8,9	8,5	-5 %	11,6	11,1	-5 %
Tulos ennen veroja	3,8	2,6	-30 %	9,6	9,2	-4 %	12,2	11,7	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,48	0,51	7 %	1,39	1,33	-4 %	1,73	1,66	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,70	0,70	0 %	0,80	0,80	0 %	0,90	0,90	0 %

Lähde: Inderes

Kalaliiketoimintaa ei tule ikävä

Liiketoiminnalla on ollut vaikea luoda omistaja-arvoa

Kalaliiketoiminnan ongelmat ovat pitkään vaikuttaneet ylitsepääsemättömiltä ja suuret tappiot ovat vuosi toisensa jälkeen vetäneet alas konsernin tulosta. EBIT-marginaalilla ja absoluuttisilla euroilla mitattuna Kala on monta vuotta ollut konsernin selvästi huonoimmassa kunnossa oleva segmentti ja vuosien 2014-2016 aikana liiketoiminta teki yhteensä 8,4 MEUR:n operatiivisen liike tappion. Tämä on todella suuri summa siihen verrattuna, että yhtiön markkina-arvo on pyörinyt noin 80-90 MEUR:n välillä. Kun lasketaan mukaan vuosien 2014-2015 aikana kalaliiketoimintaan tehty arvonalennukset, nousee tappio yhteensä lähelle 20 MEUR:a, joka on lähes neljännes yhtiön nykyisestä markkina-arvosta.

Kalaliiketoiminta on käynyt läpi viime vuosina lukuisia tehostusohjelmia, yt-neuvotteluja ja tuotannonsiirtoja. Näistä huolimatta liiketoimintaa ei olla koskaan saatu käännettyä kestävästi voitolle ja markkina on mielestämme erittäin epäterve. Vuonna 2016 kalaliiketoiminnan liikevaihto oli 87,8 MEUR (2015:

82,9 MEUR) ja operatiivinen liike tulos -0,6 MEUR (2015: -3,8 MEUR). Viimeisen parin vuoden aikana tehty saneeraustoimet ovat pureet niin hyvin, että odotimme lähivuosien ennusteissamme kalan nousevan vihdoin nollatulokselle (EBIT 2017e: 0,2 MEUR ja EBIT 2018e: 0,4 MEUR). Tulosparannukseen liittyi kuitenkin vielä merkittävää epävarmuutta.

Kalaliiketoiminnalla on mielestämme pitkässä juoksussa hyvin vaikea luoda omistaja-arvoa ja sen jatkuva tappiollisuus sekä korkea riskitaso vaikuttavat osakkeen arvoon negatiivisesti. Johto on myös jatkuvasti todennut liiketoiminnan luonteen olevan sellainen, missä tummat pilvet seuraavat vaaleita pilviä. Liiketoiminnan jatkuva saneeraaminen on vienyt valtavasti huomiota johdolta, joka voi nyt keskittää fokusta muihin lupaavampiin liiketoimintoihin. Näistä syistä pidämme kalaliiketoiminnan myyntiä ja sen ajoitusta positiivisena asiana ja nettovarallisuuden tasolla olevaa hintaa hyvänä.

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Cranswick PLC	2814,33	1600	1619	19,1	16,9	14,2	12,7	1,2	1,1	23,8	21,7	1,5	1,7	3,6
Savencia SA	84,47	1185	1635	8,9	8,5	5,0	4,8	0,3	0,3	11,0	10,3	1,9	2,0	0,8
Agrana Beteiligungs AG	112,90	1764	2154	14,2	11,4	9,0	8,0	0,8	0,8	15,1	12,9	3,7	3,8	1,3
Atria Oyj	10,30	196	455	11,7	10,4	5,2	4,9	0,3	0,3	12,0	10,4	5,0	5,5	0,7
Raisio Oyj	3,66	602	651	14,4	12,9	11,7	10,6	1,6	1,6	17,3	14,8	5,1	5,4	1,8
Deoleo SA	0,21	237	770	18,6	13,1	13,3	10,2	1,0	1,0	36,6	12,7			0,6
Dairy Crest Group PLC	597,00	957	1261	15,9	14,9	11,9	11,6	2,6	2,4	16,9	16,3	3,8	3,8	5,8
HKScan Oyj	3,12	155	352	27,1	16,9	5,1	4,4	0,2	0,2	96,0	17,7	5,0	5,1	0,4
Bonduelle SAS	32,49	1040	1644	15,4	11,6	8,5	6,8	0,7	0,6	17,0	13,4	1,3	1,6	1,7
Austevoll Seafood ASA	71,25	1507	2882	6,5	6,3	5,1	5,2	1,2	1,2	7,1	7,3	4,5	4,9	1,0
Origin Enterprises PLC	6,47	818	979	14,5	13,6	12,9	12,2	0,6	0,6	14,5	13,6	3,2	3,2	
Apetit (Inderes)	13,86	86	62	15,9	7,5	6,6	4,8	0,2	0,2	26,9	10,4	5,1	5,8	0,7
Keskiarvo				15,8	12,8	9,3	8,2	0,9	0,9	25,0	13,6	3,6	3,9	1,7
Mediaani				15,0	13,0	9,0	7,4	0,8	0,7	17,0	13,2	3,8	3,8	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				6 %	-42 %	-27 %	-35 %	-76 %	-74 %	59 %	-21 %	33 %	52 %	-24 %

Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä yritysarvo (EV) laskee Sucroksen omistussuuden "käteisenä".

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

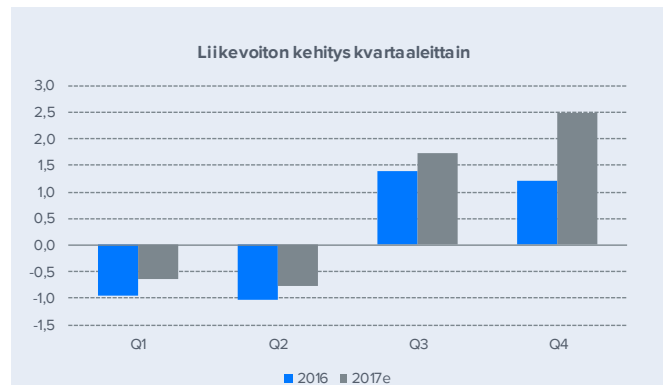
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	380,8	87,5	107,0	92,0	100,1	386,5	71,6	93,6	79,7	82,4	327,4	345,8	364,8
Ruokaratkaisut	95,8	25,0	24,3	22,8	25,7	97,8	25,8	25,3	24,0	26,7	101,7	107,3	113,7
Viljakauppa	170,5	30,8	50,2	38,9	39,8	159,7	33,0	52,7	40,5	42,2	168,4	178,5	187,4
Öljykasvituotteet	61,3	16,5	18,2	17,6	15,9	68,2	16,8	18,6	18,3	16,5	70,2	73,0	76,7
Kalajalosteet	82,9	20,5	22,7	20,4	24,1	87,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segmenttien välinen myynti	-29,6	-5,3	-8,5	-7,8	-5,4	-27,0	-3,9	-3,0	-3,0	-3,0	-12,9	-13,0	-13,0
Käyttökate	5,3	0,5	0,6	3,1	3,0	7,2	1,2	0,5	3,0	3,7	8,4	13,3	15,9
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-6,6	-1,8	-1,3	-1,3	-1,3	-5,6	-4,8	-4,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	-1,0	-1,0	1,4	1,5	0,9	-0,5	0,2	1,7	2,5	3,9	8,5	11,1
Liikevoitto	-1,0	-1,0	-1,0	1,4	1,2	0,6	-0,6	-0,8	1,7	2,5	2,8	8,5	11,1
Ruokaratkaisut	-0,1	-1,2	-1,5	0,2	-0,1	-2,6	-1,1	-1,3	0,4	1,2	-0,8	1,8	3,1
Viljakauppa	3,8	0,4	0,1	0,6	0,2	1,4	0,2	0,6	0,5	0,5	1,8	2,7	3,5
Öljykasvituotteet	2,7	0,7	0,7	0,8	0,6	2,7	0,3	0,9	0,9	0,8	2,8	4,1	4,5
Kalajalosteet	-7,4	-0,8	-0,3	-0,2	0,5	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,3	-1,4
Tulos ennen veroja	-3,5	-2,3	-0,9	1,1	2,3	0,3	-1,4	-0,6	1,9	2,7	2,6	9,2	11,7
Verot	-1,1	0,1	0,2	0,7	-0,1	0,8	0,3	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-1,4	-1,9
Vähemmistöosuudet	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5
Nettotulos	-4,3	-2,2	-0,7	1,8	2,3	1,2	-1,2	-0,5	1,5	2,2	2,1	8,3	10,3
EPS (oikaistu)	-0,11	-0,35	-0,12	0,29	0,41	0,24	-0,17	0,09	0,25	0,35	0,51	1,33	1,66
EPS (raportoitu)	-0,68	-0,35	-0,12	0,29	0,37	0,19	-0,19	-0,08	0,25	0,35	0,34	1,33	1,66

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,0 %	-4,3 %	6,7 %	22,1 %	-12,1 %	1,5 %	-18,2 %	-12,5 %	-13,3 %	-17,7 %	-15,3 %	5,6 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-52,6 %	-38,6 %	257,6 %	-21,8 %	-42,9 %	-64,6 %	-44,3 %	-12,1 %	24,9 %	64,1 %	325,5 %	117,1 %	30,6 %
Käyttökate-%	1,4 %	0,6 %	0,5 %	3,4 %	3,0 %	1,9 %	1,6 %	0,5 %	3,7 %	4,5 %	2,6 %	3,8 %	4,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,7 %	-1,1 %	-1,0 %	1,5 %	1,5 %	0,2 %	-0,7 %	0,2 %	2,2 %	3,0 %	1,2 %	2,5 %	3,0 %
Nettotulos-%	-1,1 %	-2,5 %	-0,7 %	2,0 %	2,3 %	0,3 %	-1,6 %	-0,5 %	1,9 %	2,6 %	0,6 %	2,4 %	2,8 %

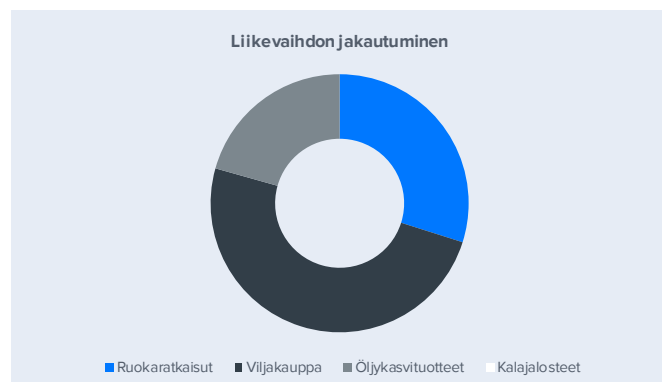
Lähde: Inderes



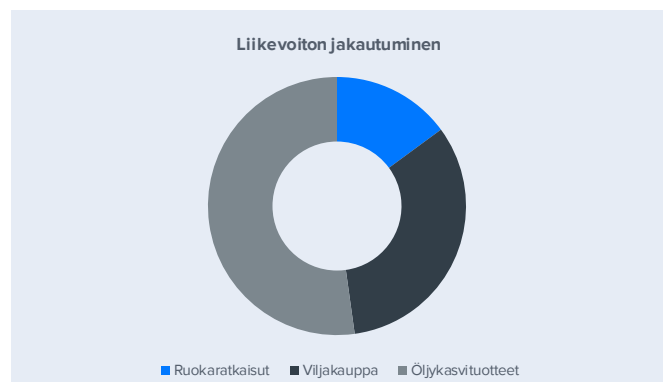
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

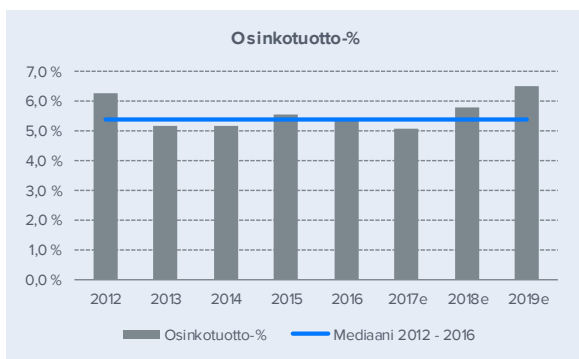
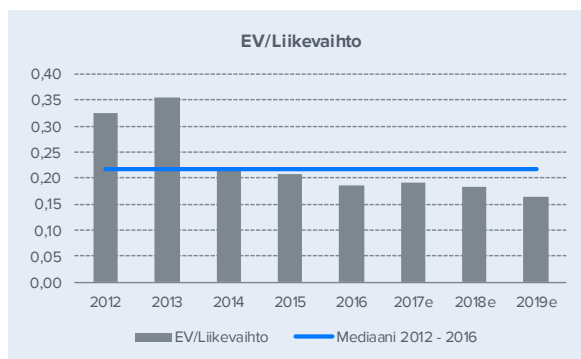
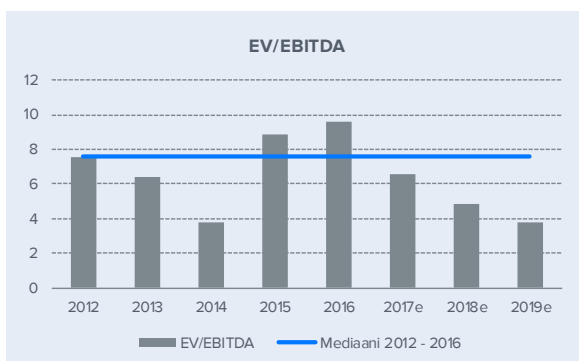
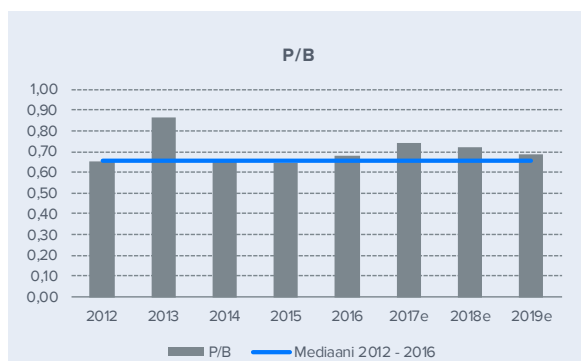


Lähde: Inderes

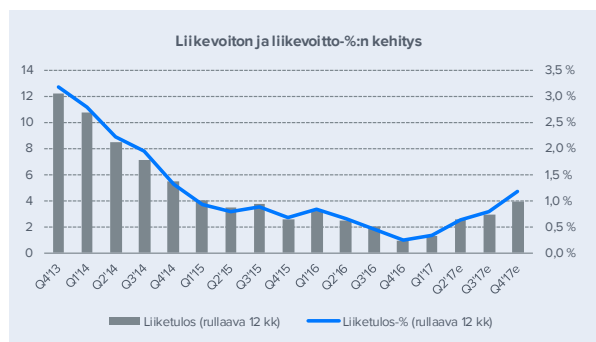
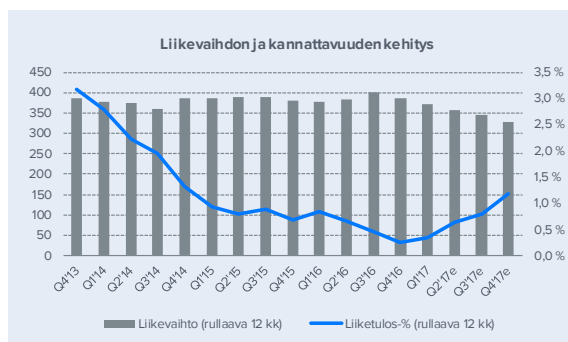
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	14,32	19,45	13,59	12,65	12,97	13,86	13,86	13,86
Markkina-arvo	90	123	84	78	80	86	86	86
Yritysarvo (EV)	123	137	84	79	72	62	64	60
P/E (oik.)	12,1	9,5	16,2	neg.	55,0	26,9	10,4	8,4
P/E	12,7	12,1	neg.	neg.	69,2	41,1	10,4	8,4
P/Kassavirta	-3,0	4,5	5,0	-2,8	6,0	4,4	59,4	12,1
P/B	0,65	0,87	0,66	0,65	0,68	0,74	0,72	0,69
P/S	0,24	0,32	0,22	0,21	0,21	0,26	0,25	0,24
EV/Liikevaihto	0,33	0,35	0,22	0,21	0,19	0,19	0,18	0,17
EV/EBITDA	7,6	6,4	3,8	8,9	9,6	6,6	4,8	3,8
EV/EBIT	13,3	11,2	15,3	30,4	78,3	15,9	7,5	5,4
Osinko/tulos (%)	80,1 %	62,4 %	-54,1 %	-100,8 %	373,7 %	207,7 %	60,0 %	54,3 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,1 %	5,2 %	5,5 %	5,4 %	5,1 %	5,8 %	6,5 %

Lähde: Inderes



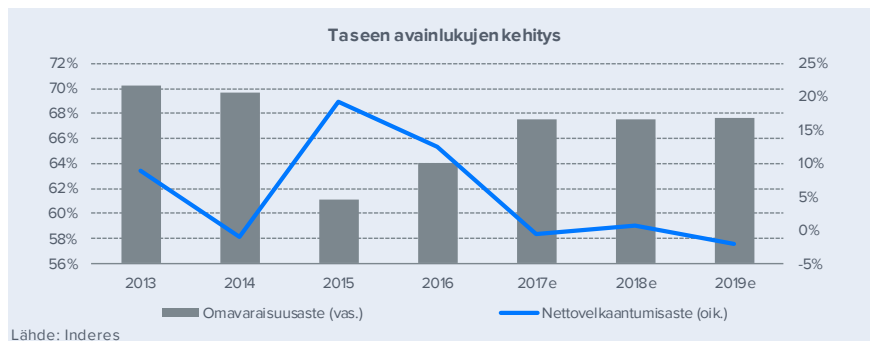
Tulostrendi (rullaava 12 kk)



Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	88	79	84	75	76	Oma pääoma	128	121	118	115	119
Liikearvo	0	0	0	0	0	Osakepääoma	13	13	13	13	13
Aineettomat oikeudet	8	8	8	5	6	Kertyneet voittovarot	85	80	76	74	78
Käyttöomaisuus	41	44	48	41	42	Omat osakkeet	0	-2	-2	-2	-2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	35	23	23	23	23	Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0	Muu oma pääoma	31	30	30	30	30
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	0	0	0	Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	3	3	4	4	4	Pitkäaikaiset velat	10	6	9	9	9
Vaihtuvat vastaavat	97	119	100	96	101	Laskennalliset verovelat	5	4	4	4	4
Varastot	54	75	65	55	58	Varaukset	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	30	30	30	25	28	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Likvidit varat	14	13	5	16	14	Muut pitkäaikaiset velat	3	0	0	0	0
						Muut lyhytaikaiset velat	1	0	0	0	0
						Taseen loppusumma	186	198	184	171	177



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,6	2,8	8,5	11,1	11,3	10,2	10,1	9,9	9,7	9,4	9,6	
+ Kokonaispoistot	6,6	5,6	4,8	4,8	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	5,4	5,0	
- Maksetut verot	-1,2	-0,5	-1,4	-1,9	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,9	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-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 muutos	16,8	8,7	-3,9	1,4	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	
Operatiivinen kassavirta	22,7	16,4	7,6	15,1	13,1	12,3	12,2	12,1	12,0	11,9	11,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,2	3,3	-6,2	-8,0	-5,8	-6,1	-6,2	-6,2	-6,2	-1,8	-6,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,4	19,7	1,4	7,1	7,3	6,2	6,1	6,0	5,9	10,2	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	13,4	19,7	1,4	7,1	7,3	6,2	6,1	6,0	5,9	10,2	5,6	98,3
Diskontattu vapaa kassavirta	18,9	1,3	5,9	5,6	4,4	4,0	3,7	3,3	5,4	2,7	48,1	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	103,3	84,4	83,1	77,2	71,6	67,2	63,2	59,5	56,2	50,8	48,1	
Velaton arvo DCF	103,3											
- Korolliset velat	-19,4											
+ Rahavarat	4,6											
-Vähemmistöosuus	0,0											
-Osinko/pääomapalautus	-4,3											
Oman pääoman arvo DCF	107,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	17,29											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,85
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	4,3 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Rahavirran jakauma jaksoittain

Jakso	Prosentti
2017e-2021e	35%
2022e-2026e	19%
TERM	47%

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	384,7	380,8	386,5	327,4	345,8
EBITDA	9,1	5,3	7,2	8,4	13,3
EBITDA-marginaali (%)	2,4	1,4	1,9	2,6	3,8
EBIT	-7,7	-1,0	0,6	2,8	8,5
Voitto ennen veroja	-8,1	-3,5	0,3	2,6	9,2
Nettotulos	-8,0	-4,3	1,2	2,1	8,3
Kertaluontoiset erät	-13,2	-3,6	-0,3	-1,1	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	185,7	197,9	183,7	170,9	176,8
Oma pääoma	129,4	121,0	117,7	115,5	119,4
Liikearvo	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	12,0	36,5	19,1	15,0	15,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	9,1	5,3	7,2	8,4	13,3
Nettokäyttöpääoman muutos	11,9	-22,5	16,8	8,7	-3,9
Operatiivinen kassavirta	19,0	-16,1	22,7	16,4	7,6
Vapaa kassavirta	17,0	-28,0	13,4	19,7	1,4

Yhtiökuvaus
Apetit on elintarvikeyritys, jonka missio on luoda kasviksista hyvinvointia ja visio olla kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä. Konsernin liiketoiminta-alueita ovat Ruokaratkaisut, Viljakauppa, Öljykasvituotteet ja Kalajalosteet. Apetit-konsernin liikevaihto vuonna 2016 oli 387 MEUR ja liikevoitto 0,6 MEUR. Yhtiön palveluksessa oli keskimäärin 729 henkilöä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	-1,29	-0,69	0,19	0,34	1,33
EPS oikaistu	0,84	-0,11	0,24	0,51	1,33
Operat. kassavirta per osake	3,07	-2,59	3,65	2,64	1,23
OPO per osake	20,72	19,53	19,00	18,63	19,27
Osinko per osake	0,70	0,70	0,70	0,70	0,80
Voitonjako, %	-54	-101	374	208	60
Osinkotuotto, %	5,2	5,5	5,4	5,1	5,8

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	neg.	neg.	69,2	41,1	10,4
P/B	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
P/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2
P/CF	4,4	neg.	3,5	5,3	11,2
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	9,2	14,9	10,0	7,4	4,8
EV/EBIT	neg.	neg.	116,1	22,1	7,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Jussi Capital Oy	11,3 %
Valion Eläkekassa	8,2 %
Eela Esko	6,2 %
Nordea Nordic Small Cap	5,5 %
EM Group Oy	3,4 %
MTK ry	2,0 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.8.2015	Vähennä	13,00 €	14,12 €
2.11.2015	Vähennä	13,00 €	13,35 €
18.2.2016	Vähennä	12,00 €	12,11 €
6.4.2016	Lisää	14,00 €	12,65 €
13.5.2016	Lisää	14,00 €	12,60 €
17.8.2016	Lisää	14,00 €	13,00 €
20.10.2016	Vähennä	13,00 €	13,46 €
7.11.2016	Vähennä	13,00 €	13,00 €
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 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>