

Apetit

Yhtiöraportti

5/2017

**inde
res.**

Odotamme merkkejä kannattavuuskäänteestä

Toistamme Apetitin vähennä-suosituksen ja 13,5 euron tavoitehinnan. Osake on mielestämme nyt riski/tuotto -suhteeltaan neutraalisti hinnoiteltu ja osakekurssin nousu vaatisi taakseen konkreettisia merkkejä yhtiön kannattavuuskäänteestä.

Strategiakauden 2016-2018 tavoitteiden saavuttaminen vaikuttaa haastavalta

Apetit julkaisi vuonna 2016 uuden strategian ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2016-2018. Yhtiön tavoite on 2018 mennessä tehdä uuden segmenttirakenteen mukaisilla neljällä liiketoiminnalla (Ruokaratkaisut, Viljakauppa, Öljykasvituotteet ja Kalajalosteet) yhteensä yli 20 MEUR:n EBITDA (operatiivinen käyttökate). Yhtiön tulostrendi on 2014-2016 ollut laskeva, mikä on ollut seurausta mm. Suomen elintarvikesektorin kiristyneestä kilpailutilanteesta, matalista viljojen ja sokerin maailmanmarkkinahinnoista, kasvaneista investoinneista ja tehostamisohjelmista. Vuoden 2018 tavoitteen saavuttaminen vaatisi käyttökateen lähes kolminkertaistamista vuoden 2016 tasolta (2016 EBITDA: 7,5 MEUR), jota pidämme erittäin haastavana. Olemme ennusteissamme selvästi yhtiön oman tavoitteen alapuolella (EBITDA 2018e: 15,2 MEUR). Ennusteidemme mukainen EV/EBITDA-kerroin vuodelle 2018 on noin 5x ja P/E noin 10x. Jos yhtiön käyttökate tavoite toteutuu, olisi EV/EBITDA erittäin matala 4x ja P/E 6x.

Kalaliiketoiminnassa on tehty vakuuttavaa työtä, Ruokaratkaisut on seuraava haaste

Kalaliiketoiminnan tappiot ovat monta vuotta olleet yhtiön isoin ongelma ja sen kääntäminen rahavirtapositiiviseksi oli mielestämme strategiakauden haastavin tehtävä. Vuosien 2014-2015 aikana kalaliiketoiminta teki yhteensä 7,8 MEUR:n operatiivisen liiketappion, joka painoi pahasti konsernin kannattavuutta. Summa oli erittäin suuri, kun ottaa huomioon, että Apetit teki noina vuosina yhteensä operatiivista liikevoittoa vain 8 MEUR. Apetit teki vuosien 2015-2016 aikana kalaliiketoiminnassa merkittävät uudelleenjärjestelyt tuotannon ja strategisen suunnan osalta ja vuonna 2016 segmentin operatiivinen liiketappio kutistui 0,6 MEUR:oon. Olemme alkaneet uskoa, että kalaliiketoiminnan on ehkä sittenkin mahdollista saavuttaa strategiakaudella positiivinen rahavirta ja tämän pitäisi tukea osaketta. Samaan aikaan kuitenkin yhtiön Ruokaratkaisuliiketoiminta on valahtanut jo toista vuotta perättäin tappiolle (2016 EBIT: -2,6 MEUR), mikä on peittänyt alleen kalaliiketoiminnan positiivisen käänteeseen. Ruokaratkaisuliiketoiminta on aikaisemmin ollut Apetitin kannattavin segmentti (2014 EBITDA: 7,5 %), mutta segmentin kilpailukyvyyn palauttaminen näyttää olevan yhtiölle seuraava iso haaste.

Matala tasepohjainen arvostus ja osien summa-laskelma tukevat osaketta

Apetitin omavaraisuusaste 2016 lopussa oli 64 % (2015: 61 %) ja nettovelkaantumisaste 12 % (2015: 19 %). Vahva tase antaa aikaa kääntää liiketoimintaa oikeaan suuntaan, tarjoaa selkänöjää strategiakauden vaatimille investoinneille ja mahdollistaa hyvän osinkotuoton ylläpitämisen. Yhtiö teki vuosien 2014-2015 aikana taseeseen merkittäviä arvonalennuksia, joten tase on tällä hetkellä kurantti. Matala tasepohjainen arvostus (P/B=0,7x) ja korkea osinkotuotto (2017e: 5,2 %) antavat tukea osakkeelle. Osien summa-laskelmamme antaa vuoden 2018 ennusteisiimme nojaten yhtiön arvoksi (ml. nettovelat ja Sucros) noin 17,5 euroa per osake, minkä perusteella näemme osakkeessa nousupotentiaalia, kunhan kannattavuuskäänteeseen realisoituu.

Analytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä

13,50 EUR

Edellinen: 13,50 euroa



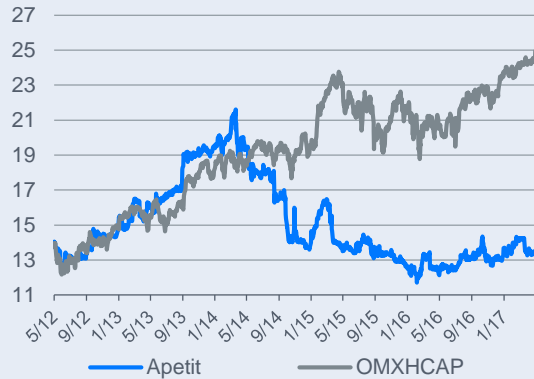
Osakekurssi: 13,49 EUR

Potentiaali: 0 %

Avainluvut

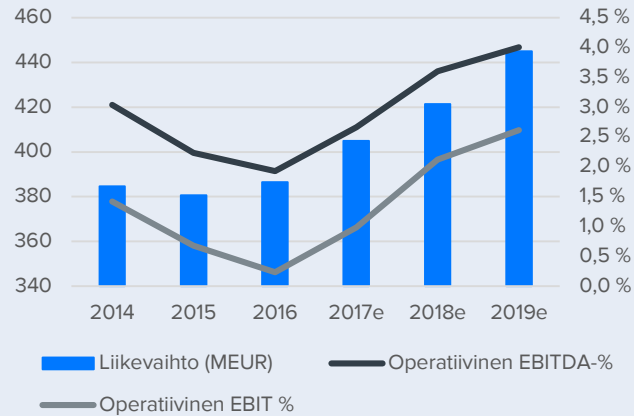
	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	381	387	405	421
-kasvu-%	-1,0 %	1,5 %	4,8 %	4,0 %
EBIT	-1,0	0,6	4,0	8,9
-EBIT-%	-0,3 %	0,2 %	1,0 %	2,1 %
Tulos ennen veroja	-3,5	0,3	3,8	9,6
Nettotulos	-4,3	1,2	2,9	8,6
EPS (oikaistu)	-0,11	0,24	0,48	1,39
Osinko	0,70	0,70	0,70	0,80
-Osingonjakosuhte	-101 %	374 %	151 %	58 %
P/E	neg.	69,2	29,0	9,7
P/B	0,6	0,7	0,7	0,7
P/S	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBIT	30,4	78,3	19,9	8,9
EV/EBITDA	8,9	9,6	7,4	5,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,4 %	5,2 %	5,9 %

Kurssikehitys

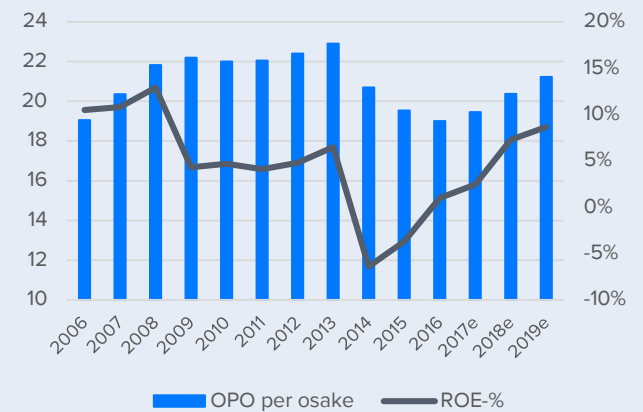


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja kannattavuus



Oma pääoma osake ja ROE-%



Arvoajurit

- Vastuullisesti tuotettu kotimainen ruoka ja tunnettu brändi ovat Apetitin kilpailuetuja
- Uusi strategia ja johto ovat uskottavia ja kannattavuushakuisia
- Tulokunto on saavuttanut pohjansa ja suuret alaskirjaukset ovat takanapain



Riskitekijät

- Suomen elintarvikesektorin heikko tilanne
- Kaupan alan keskittyminen ja kasvava hintakilpailu
- Heikosti kannattavien liiketoimintojen (Kala ja Tuoretuotteet) kääntäminen voitolliseksi
- Uusien tuotteiden ja T&K:n onnistuminen



Arvostus

- Tasepohjainen arvostus on matala (P/B=0,7x)
- Pääoman tuotto on heikko
- Vahva tase ja osingonmaksukyky tukevat osaketta
- Osien summa-laskelma nykykurssia korkeampi
- Markkinoiden luottamus tuloskäänteeseen on matala

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	s. 5-6
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamalli	s. 7-9
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 10-14
Liiketoimintasegmentit ja Sucros	s. 15-24
Historiallinen kehitys	s. 25
Taloudellinen tilanne	s. 26
Ennusteet	s. 27-32
Arvostus ja osien summa-laskelma	s. 33-37
Taulukot	s. 38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 41

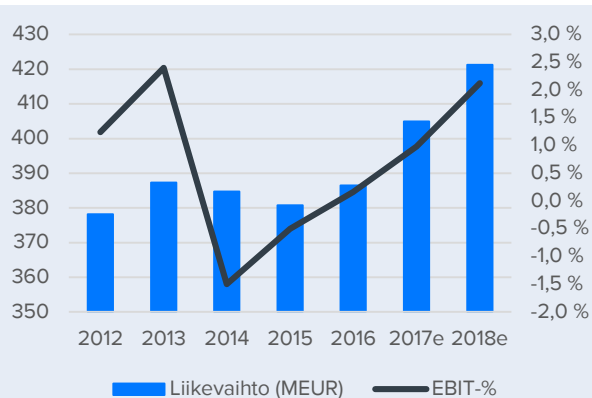
Yhtiöesittely

Yhtiökuvaus

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jonka missio on ”luoda kasvixista hyvinvointia”. Apetit toimii pohjoisen Itämeren alueella ja yhtiön suurimpia markkina-alueita Suomen lisäksi ovat Norja ja Ruotsi. Apetit on tunnettu vihannes- ja ruokapakasteista, tuoreesta kalasta ja kalajalosteista sekä esikäsitellyistä hedelmä- ja vihannestuoretuotteista. Yhtiö hankkii pääosan raaka-aineistaan kotimaisilta sopimusviljelijöiltä, jonka jälkeen se jalostaa tuotteet myytäväksi eteenpäin mm. vähittäiskaupalle, HoReCa-sektorille ja teollisuuteen.

Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain tytäryhtiöineen on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias sekä kasviöljyjen ja rypsiapuristeiden tuottaja.

Apetitin 2016-liikevaihto oli 387 MEUR (2015: 381 MEUR), operatiivinen käyttökate 7,5 MEUR (2015: 8,5 MEUR) ja operatiivinen liikevoitto 0,9 MEUR (2015: 2,6 MEUR). Konsernissa työskenteli keskimäärin 729 henkilöä (2015: 725).



Liiketoimintasegmentit

Apetitin liiketoiminta jakautuu vuonna 2016 päivitetyn segmenttirakenteen mukaan neljään eri liiketoimintaan: *Viljakauppa*, *Ruokaratkaisut*, *Kalajalosteet* ja *Öljykasvituotteet*.

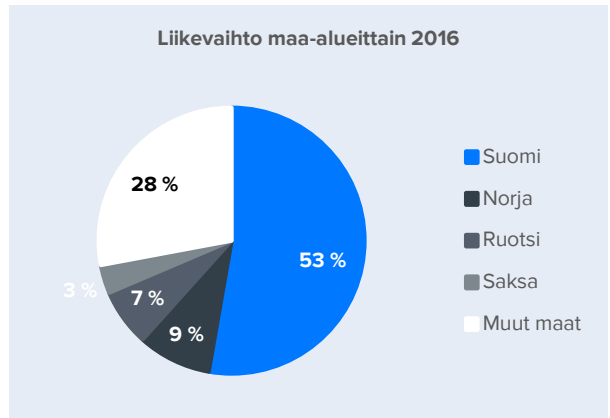
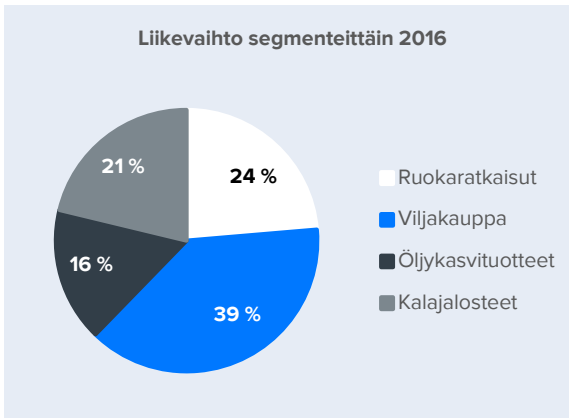
Konsernin liikevaihdosta yhteensä 55 % tulee Avena Nordic Grainin harjoittamista Viljakauppa- ja Öljykasvituotteet-liiketoiminnoista. Viljakaupassa yhtiö toimii välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä ja tarjoaa lisäksi erilaisia kuljetus-, varastointi- ja hinnoittelupalveluita. Öljykasvituotteissa yhtiö toimii ainoana suurena öljynpuristamona Suomessa, jonka liiketoimintaan sisältyvät kasviöljyjen ja rehupuristeen jalostus ja myynti.

Kuluttajille selvästi tutumpi puoli Apetitista on Ruokaliiketoiminta, joka koostuu uuden segmenttirakenteen mukaisesti Ruokaratkaisut- ja Kalajalosteet-liiketoiminnoista. Nämä tuovat yhteensä noin 45 % konsernin liikevaihdosta. Ruokaratkaisut-liiketoiminta koostuu pääosin Apetit-brändillä myytävistä pakasteista sekä

tuoretuotteista ja kauppojen sisältä löytyvistä palvelutiskeistä. Kalajalosteet-liiketoiminnassa Apetit on Suomen suurimpia Norjan lohen ja kirjolohen jalostajia ja suurin osa myynnistä tapahtuu kaupan omien merkkien alla. Kalaliiketoimintaan kuuluvat myös tytäryhtiöt Ruotsissa ja Norjassa (Maritim Food ja Sandanger). Ruoka- ja kalaliiketoiminnassa Apetit asiakkaita ovat pääasiassa kuluttajat ja vähittäiskauppa sekä HoReCa-sektori ja elintarviketeollisuus.

Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 %:n osuuden Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä, joka vastaa juurikassokerin tuotannosta Suomessa. Sucrosen tytäryhtiö Suomen Sokeri Oy jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle. Sucrosen nettovarallisuus vuoden 2016 lopussa oli 112 MEUR, josta Apetit 20 %:n osuus on 22,4 MEUR. Sucros muodostaa näin merkittävän osan Apetit 20 %:n markkina-arvosta.



Apetit lyhyesti

Apetit on suomalainen elintarvikeyritys, jonka missio on luoda kasviksista hyvinvointia. Apetitin strategiakauden 2016-2018 visio on olla kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä. Konsernilla on neljä eri liiketoimintaa: Ruokaratkaisut, Viljakauppa, Öljykasvituotteet ja Kalajalosteet, joiden yhteenlaskettu operatiivinen käyttökate (EBITDA) vuodelle 2018 on yli 20 MEUR (2016: 7,5 MEUR).

1950

PERUSTAMISVUOSI

1989

LISTAUTUMINEN
PÖRSSIIN

84 MEUR

MARKKINA-ARVO (osakekurssi 13,5 euroa)

386,5 MEUR (2015: 381)

LIKEVAIHTO 2016

7,5 MEUR (2015: 8,5)

OPERATIIVINEN KÄYTTÖKATE 2016

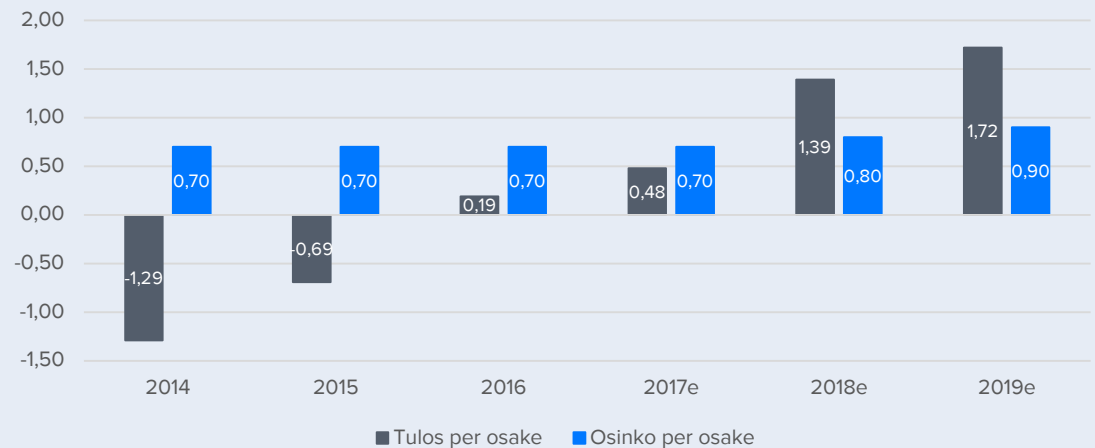
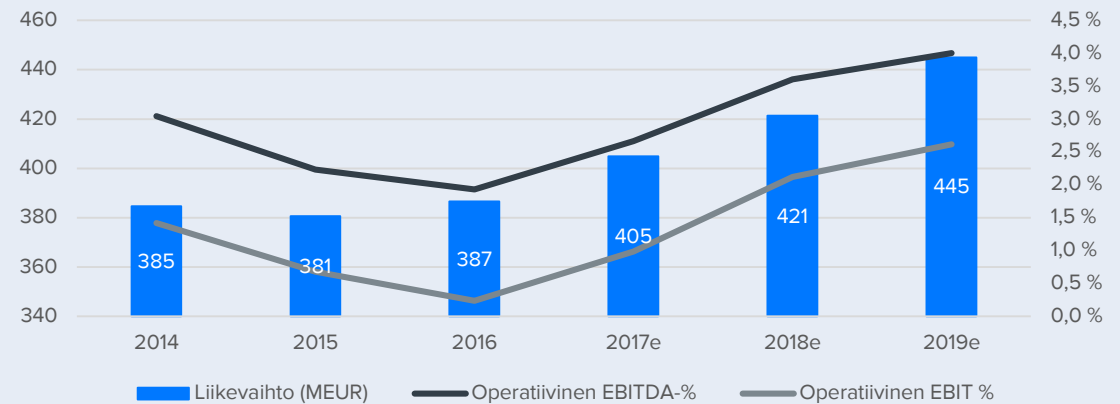
729

HENKILÖSTÖ
VUONNA 2016

118 MEUR

KONSERNIN OMA
PÄÄOMA 2016

Inderes ennusteet



Sijoitusprofiili

Apetit profiloituu vakaaksi osinkoyhtiöksi

Apetit profiloituu sijoituskohteena vakaaksi osinkoyhtiöksi. Viime vuosina yhtiö on kuitenkin pitänyt osinkoa keinotekoisena korkealla, sillä toteutunut tulostaso ei ole riittänyt maksettuihin osinkoon. Apetitin tase on vahva ja se antaa aikaa kääntää liiketoimintaa oikeaan suuntaan, tarjoaa selkänöjää strategiakauden vaatimille investoinneille ja pitää samalla osinko hyvällä tasolla. Neljä eri liiketoimintaa toimivat kaikki hyvin erilaisilla liiketoimintamalleilla ja eri toimialoilla. Tämä pienentää yhtiön riskiprofiilia, sillä erilaisissa sykleissä toimivat segmentit tasoittavat pitkässä juoksussa toistensa hyviä ja huonoja aikoja ja tuovat tulostasoon vakautta.

Osien summa -laskelma keskeisessä roolissa

Apetitin eri segmenttien tuotto- ja kasvuprofiilit, ja sitä kautta niiden hyväksyttävät arvostuskertoimet poikkeavat selvästi toisistaan. Tämän lisäksi osakkeen arvosta iso osa muodostuu Sucroksesta, joten osien summa-laskelma on näkemyksemme mukaan keskeisessä roolissa. Segmenttien välillä ei ole merkittäviä synergiaetuja ja siten mielestämme kaikki voisivat potentiaalisesti toimia itsenäisesti. Osien summa-laskelmamme antaa Apetitin osakkeen arvoksi 16,8 euroa vuoden 2018 pohjautuvien ennusteidemme perusteella, mikä tarkoittaa yli 20 %:n nousupotentiaalia nykykurssiin.

Positiiviset arvo-ajurit

- **Uusi strategia ja johto ovat uskottavia ja kannattavuushakuisia:** Apetit julkaisi vuonna 2016 uuden strategian ja taloudelliset tavoitteet vuosille 2016-2018. Viimeiset kolme vuotta ovat olleet synkkiä ja niitä on

leimannut nopeasti kiristynyt kilpailutilanne elintarvikesektorilla. Yhtiö oli pitkään tilanteessa, jossa sillä ei ole ollut ehjää johtoryhmää, selvää strategiaa tai tavoitteita toiminnalle. Nyt mielestämme yhtiössä on tehty oikeita asioita ongelmien kitkemiseksi ja vaikka pidämme taloudellisia tavoitteita haastavina, on yhtiö menossa oikeaan suuntaan.

- **Kannattavuudessa iso parannuspotentiaali:** Apetit 2014-2016 tulokset ovat olleet erittäin huonoja. Yhtiö on käynyt läpi suuria muutoksia vuosien 2015-2016 aikana. Isot investoinnit, tehostamisohjelmat ja T&K-panostukset ovat rasittaneet kannattavuutta ja odotamme näiden alkavan kantaa hedelmää lähivuosina. Yhtiön asettamiin taloudellisiin tavoitteisiin nähden nykytulokunto on ala-arvoinen ja näemme monessa liiketoiminnassa potentiaalia selvästi parempaan kannattavuuteen.
- **Matala tasepohjainen arvostus:** Matala tasepohjainen arvostus ($P/B=0,7x$) heijastaa markkinoiden epäuskoa johdon asettamiin taloudellisiin tavoitteisiin ja kykyyn luoda pääoman kustannukset ylittävää tuottoa toimintaan sidotulle pääomalle. Jos yhtiö onnistuu saavuttamaan strategiakauden tavoitteen (ROCE yli 10 %), tulisi osakkeen nousta hyvin lähelle $P/B=1,0x$ tasoa. Tähän nähden osakkeella olisi nykyiseltä tasoltaan lähes 40 %:n nousuvara.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

- **Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen:** S-ryhmän ja K-ryhmän markkinaosuus oli vuonna 2016 yli 80 % Suomen päivittäistavarakaupasta. Ketjujen

neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on erittäin vahva, mikä tarkoittaa, että Apetit ja muiden toimijoiden on pitkälti suostuttava niiden sanelemiin ehtoihin. Viime vuosina nähdyt halpuuttamis-kampanjat, ulkomailta tuleva kilpailu ja kaupan omat merkit ovat kiristäneet toimialaa ja se vaatii kilpailukyvyyn nostamista uudelle tasolle.

- **Portfoliossa on liikaa tappiollisia liiketoimintoja:** Apetitilla on hyvin kannattavia liiketoimintoja (mm. Öljykasvituotteet, Viljakauppa ja Ruokaratkaisun pakastepuoli), mutta näiden lisäksi yhtiöllä on tappiollisia liiketoimintoja, jotka painavat konsernin tulokuntoa vuosi toisensa jälkeen. Näistä pisin murheenkryyni on ollut Kala, mutta viime aikoina tähän kastiin on joutunut myös Ruokaratkaisut erityisesti tuoretuotteissa nähtyjen ongelmien vuoksi.
- **Tulostaso riippuu vahvasti raaka-aineiden hintakehityksestä:** Apetit on monessa liiketoiminnassaan vaikeassa paikassa arvoketjua, missä raaka-aineiden epäsuotuisten hinnanmuutosten siirtäminen eteenpäin on vaikeaa. Viljakaupan tulostaso riippuu vahvasti maailmanmarkkinahinnoista, joihin yhtiö ei itse pysty vaikuttamaan. Samoin sokerin maailmanmarkkinahinta vaikuttaa osakkuusyhtiö Sucroksen tulokseen, joka kääntyi tappiolle vuonna 2015 erittäin matalan sokerin hinnan takia. Myös lohen ja kirjolohen ostohinnat ovat heiluneet viime vuosina Apetitille epäsuotuisasti, mikä on nostanut kalan kuluttajahintaa ja pienentänyt liiketoiminnan volyymeja merkittävästi.

Sijoitusprofiili

1. **Potentiaalinen käännehtiö**

2. **Vahva tase ja rahoitusasema**

3. **Vakaa osinkoyhtiö**

4. **Maltillinen riskiprofiili**

5. **Matala tasepohjainen arvostus**

Potentiaali

- Tulos on saavuttanut pohjan ja taseen alaskirjaukset tehty
- Uusi strategia ja johto ovat uskottavia ja kannattavuushakuisia
- Kannattavuudessa iso parannuspotentiaali
- Matala tasepohjainen arvostus (P/B 0,7x)
- Vahva tase ja osingonmaksukyky tukevat osaketta

Riskit

- Suomen elintarvikesektorin heikko tilanne ja kuluttajien ostovoima
- Kaupan alan keskittyminen ja hintakilpailun lisääntyminen
- Portfoliossa on liikaa tappiollisia liiketoimintoja
- Tulostasoa riippuu raaka-aineiden hintakehityksestä

Liiketoimintamalli

Apetit-konsernissa on monia eri liiketoimintamalleja

Apetit-konsernin sisältä löytyy hyvin erilaisia liiketoimintoja monelta eri toimialalta, minkä takia konsernille ei voi määrittää yhtä yhteistä liiketoimintamallia. Konsernin eri liiketoiminnot voidaan kuitenkin mielestämme jakaa karkeasti havainnoiden kolmeen eri kategoriaan pääasiallisen toimintamallin perusteella:

1. Välitysliiketoiminta (39 % liikevaihdosta)

Välitysliiketoimintaan kuuluu Viljakauppa-segmentti (liikevaihto 2016: 159,7 MEUR). Viljakaupassa Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain toimii välittäjänä viljelijöiden ja viljaa tarvitsevien toimijoiden välillä. Pienellä organisaatiolla ostetaan viljelijöiltä viljaa ja öljykasveja maailmanmarkkinahinnoilla ja välitetään se ostajille.

Viljakauppa-liiketoiminnan myyntivolyymit ja liikevaihto ovat hyvin pitkälti riippuvaisia raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen vaihtelusta, varastotasoista, satokausien onnistumisesta jne. Liiketoimintaan sitoutuneen pääoman määrä ja liikuteltavat tonnimäärät ovat suuria ja toiminnassa on matalat välitystoiminnan katteet. Kaikki viljakauppaan liittyvät transaktiot suojataan konsernin riskienhallinnan mukaisesti, mikä tasoittaa suurimpia tulosheilahteluja eri vuosien välillä.

Liiketoiminnassa on lähes mahdotonta päästä hyviin suhteellisiin kannattavuuslukuihin esimerkiksi käyttökate- tai liikevoittotasolla, mutta liiketoiminnalla on mahdollista tehdä hyvissä olosuhteissa kohtalaista pääoman tuottoa. Tästä esimerkkinä on vuonna 2015

nähty poikkeuksellisen korkea 14 %:n sidotun pääoman tuotto (ROCE), mikä on myös liiketoiminnalle asetettu strategiakauden 2016-2018 taloudellinen tavoite. Vuonna 2016 tästä kuitenkin jäätiin selvästi (2016 ROCE: 4 %).

Välitystoiminnan lisäksi Viljakauppa-liiketoiminta tarjoaa asiakkaille erilaisia kuljetus-, varastointi- ja hinnoittelupalveluita.

2. Vähittäiskauppa (6 % liikevaihdosta)

Vähittäiskauppa-tyylistä liiketoimintaa yhtiö harjoittaa Ruokaratkaisut-liiketoimintaan kuuluvassa Palvelumyynti-osiossa. Palvelumyyntiä Apetit harjoittaa päivittäistavarakauppojen sisällä mm. lihaa, kalaa ja valmisruokia myyvissä palvelutiskeissä. Konsepti toimii kuin Apetitin oma pieni kauppa ”isäntäkaupan” tiloissa, missä Apetit saa itse määritellä palvelutiskin valikoima ja hinnoitella siinä olevat tuotteet. Apetit maksaa tilasta vuokran isäntäkaupalle ja tiskissä toimiva palveluhenkilöstö on Apetitin palkkalistoilla. Synergioita Apetitin muuhun liiketoimintaan tulee sitä kautta, että palvelutiski toimii myös jakelukanavana mm. yhtiön omille kala- ja tuoretuotteet-tuoteryhmille. Yhtiö saa myös arvokasta palautetta kuluttajilta ja voi samalla käyttää kanavaa uusien tuotekonseptien kokeilu/markkinointikanavana.

Palvelumyynti-liiketoiminnassa on matalat vähittäiskaupan katteet ja arviomme sen liikevoittotason olevan hyvin lähellä nollaa.

3. Jalostusliiketoiminta (55 % liikevaihdosta)

Jalostusliiketoimintaan kuuluvat Öljykasvituotteet-, Kalajalosteet- ja Ruokaratkaisut-liiketoiminta (pl. palvelumyynti).

Näiden liiketoimintojen yhdistävä tekijä on se, että ne hankkivat tiiviissä yhteistyössä alkutuotannon kanssa raaka-aineet, joista yhtiö jalostaa erilaisia ruoka-, kala- ja kasvijalosteita vähittäiskauppaan, HoReCa-sektorille ja teollisuuteen.

Jalostusliiketoiminnassa Apetitilla on mielestämme mahdollisuudet suurimpiin katteisiin ja parhaaseen lisäarvon luontiin, mutta tämä markkina on myös kilpailluin ja vaikein. Tästä on esimerkkinä viime vuosina nähdyt kannattavuusongelmat Kalajalosteet- ja Ruokaratkaisut-segmentissä. Varsinkin Ruokaratkaisut-liiketoiminnassa yhtiön on oltava koko ajan valmiina uudistumaan kuluttajien preferenssien mukana, kehittää uusia tuotteita uusimpien trendien mukaan ja valmistaa lyhyempiä tuotantosarjoja kaupan toiveiden mukaan.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategiakausi 2016-2018

Apetit julkaisi vuonna 2016 pidetyn CMD:n yhteydessä uuden strategian kaudelle 2016-2018. Strategiatyön pohjalta yhtiölle määriteltiin visio, joka on olla ”kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä”. Yhtiölle määriteltiin myös uusi missio, joka on ”luoda kasvixista hyvinvointia”. Kannattavuuden parantaminen ja pääoman käytön tehokkuus nousivat esille päällimmäisinä taloudellisinä kehityskohteina, mutta myös T&K ja investoinnit nostettiin isoon rooliin uudessa strategissa, sillä yhtiössä ollaan laiminlyöty näitä viime vuosina.

Uuden strategian julkaisemista edelsi kahden vuoden synkkä jakso, jonka aikana Apetitin kannattavuus laski johtuen mm. Suomen heikon taloustilanteen ja elintarvikesektorin kiristyneen kilpailutilanteen takia. Apetitilla, joka oli tehnyt voitollista tulosta koko 2000-luvun, teki kaksi perättäistä tappiollista tilikautta (2014 ja 2015) ja vuonna 2016 yhtiön nettotulos oli vain 1,2 MEUR.

Vielä vuonna 2014 operatiivinen kannattavuus oli kohtalaisella tasolla (operatiivinen EBIT: 5,5 MEUR), mutta Ruokaliiketoimintaan tehty 10,2 MEUR:n arvonalennus ja Nordic Sugarin kanssa käydyn osakassopimusriidan 3,0 MEUR:n asiamieskulut painoivat nettotuloksen 8,7 MEUR tappiolle. Vuonna 2015 ja 2016 kannattavuus on ollut jo operatiivisella tasollakin huolestuttavan lähellä nolaa (operatiivinen EBIT 2015: 2,6 MEUR eli 0,7 % liikevaihdosta ja operatiivinen EBIT 2016: 0,9 MEUR eli 0,2 % liikevaihdosta).

Apetitin pitää luoda vaikeassa markkinatilanteessa nahkansa uudelleen ja strategiakaudella yhtiön pitää onnistua tekemään suuria muutoksia heikosti kannattavissa liiketoiminnoissaan.

Uudistumista vauhditetaan panostamalla kokonaan uusiin ruokaratkaisuihin, nykytuotteiston tuotekehitykseen ja jalostusarvon nostoon sekä palveluiden kehittämiseen erityisesti digitalisaatiota hyödyntäen. Vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekaupassa strategiakauden tavoite on kasvaa Itämeren alueella. Kalajalosteissa tavoitteena on kehittyä volyymi- ja lisäarvotuotteiden tehokkaimmaksi tuottajaksi vähittäiskaupan kumppanina.

Kannattavuusparannuksen ohella yhtiön uudessa strategiassa on tarkoitus tehostaa pääoman käyttöä. Yhtiö lisää investointeja kasvuun, jalostusarvon lisäämiseksi ja tehokkuuden parantamiseksi eri tuoteryhmissä. Panostuksia digitalisaation hyödyntämiseen tuottaja- ja asiakasrajapinnan palvelukehitykseen lisätään olennaisesti. Kasvu vaikuttaa uudessa strategiassa olevan yhtiölle toissijaista ja ensisijainen tavoite on laittaa ”oma tontti kuntoon” ja nostaa kilpailukyky ja kannattavuus edes tyydyttävälle tasolle.

Toimintaympäristön muutos pakottaa uudistumaan

Muutamat viime vuodet ovat olleet elintarviketoimialalla poikkeuksellisen haastavia. Suomen BKT:n kasvu on ollut nollan tuntumassa, vähittäiskauppa ei ole kasvanut rahamääräisesti eikä volyymimääräisesti. Tämän lisäksi ulkomailta tulevien elintarvikkeiden tuonti Suomeen on kasvanut voimakkaasti ja Suomessa tuotettujen elintarvikkeiden vienti ulkomaille on pysynyt paikallaan tai jopa hieman laskenut. Tapahtumat kuvaavat hyvin suomalaisen elintarviketeollisuuden kilpailukyyn tarvetta ja voimakkaasti

muuttunutta toimintaympäristöä.

Elintarvikesektorin toimijoiden tilanteeseen ei ole tuonut helpotusta se, että Suomen hyvin vahvasti kahden toimijan välille (K-ryhmä ja S-ryhmä) keskittynyt kauppa on tuonut vahvasti esille ”halpuutus-kampanjoita”, joiden myötä hinta on noussut yhä keskeisemmäksi kilpailutekijäksi kotimaisessa päivittäistavarakaupassa. Painetta tulee nyt samanaikaisesti kuluttajilta, ulkomaisilta kilpailijoilta ja kaupan omilta merkeiltä. Tuotantoa tulisi jatkuvasti sopeuttaa nopeammin uudistuviin trendeihin, lyhyempiin tuotantosarjoihin ja kustannuskilpailukyky tulisi sopeuttaa ulkomailta tulevaan kilpailupaineeseen. Tässä Apetit ei ole onnistunut ja viime vuosien vaikeudet johtuvat pitkälti näistä tekijöistä. Apetitin kilpailukyky on joutunut nopeassa ajassa kovan paineen alle ja heikkoon kuntoon päässeen kannattavuuden kääntäminen nousu-uralle vaatii isoja toimenpiteitä.

Strategiakauden 2016-2018 toimenpiteet nojautuvat pitkälti siihen realistiseen oletukseen, ettei markkinoilta ole tulossa lainkaan vetoapua ja kannattavuusparannus joudutaan hakemaan yhtiön omien toimenpiteiden avulla. Kasvua haetaan pääosin uusille markkinoille/tuotteisiin laajentamisen ja jalostusarvon lisäämisen kautta niin Viljakauppa-, Öljykasvituotteet- ja Ruokaratkaisut-segmenteissä. Ainoastaan Kalajalosteet-segmentti vaikuttaa mielestämme siltä, että yhtiön on strategiakauden aikana jopa mieluummin karsimassa liiketoimintaa kuin kasvattamassa sitä. Pidämme nykyistä strategiaa selvästi enemmän kannattavuus- kuin kasvupainotteisena.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategiset linjaukset

Strategisissa linjauksissaan Apetit nosti esiin vahvasti sen, että **yhtiön pitää sopeuttaa kilpailukykyä ja kustannustehokkuutta** sille tasolle, mikä on kasvattanut viime vuosina ulkomaisten elintarvikkeiden myyntiä Suomessa. Tämä pitää hoitaa lisäämällä ns. kellotajuutta kaikessa mitä yhtiössä tehdään. Pitää reagoida nopeammin markkinoilla tapahtuviin kuluttajatrendien muutoksiin, kyetä tekemään lyhyempiä tuotantosarjoja ja poistaa löysiä kaikista palasista arvoketjua.

Strategisiin linjauksiin kuului myös se, että **yhtiö hyväksyy pidemmällä aikavälillä vain kannattavia liiketoimintoja**. Tämä lause viittasi etenkin raskaasti tappiolliseen kalaliiketoimintaan, joka on monta vuotta syönyt konsernin kannattavien liiketoimintojen tekemää tulosta. Uskomme yhtiön käyneen läpi strategiaprosessin yhteydessä myös kalaliiketoiminnan myyntiä, mutta niin heikossa kunnossa sille on voinut olla vaikea löytää ostajaa. Yhtiö myönsi uuden strategian yhteydessä, että kalasta on äärimmäisen vaikea tehdä brändituotetta. Kalaliiketoiminnassa aiotaan keskittyä jatkossa operatiiviseen tehokkuuteen ja luotettavuuteen sekä samalla irtautua vähitellen brändijattelumallista. Apetit hyväksyy jatkossa roolinsa kaupan sopimusvalmistajana ja pyrkii kääntämään liiketoiminnan rahavirran positiiviseksi tällä strategialla.

Jottei Apetitin uusi strategia menisi pelkästään kustannusten liiketoimintojen leikkaamiseksi, **yhtiö aikoo myös hakea kasvua ja kannattavuusparannusta satsaamalla korkeamman jalostusarvon tuotteisiin ja**

vetovoimaisiin brändeihin. Tätä strategiaa yhtiö painotti erityisesti Öljykasvituotteet- ja Ruokaratkaisut-segmenttien osalta, missä yhtiö omaa tietyissä tuoteryhmissä markkinajohtajan aseman ja vahvan brändimielikuvan. Tilanteessa, jossa toimialan raha- ja volyyminääräinen kasvu on lähellä nolaa tai negatiivista, tulee yhtiön pystyä kehittämään uusia tuotteita ja konsepteja, joista kuluttajat suostuvat maksamaan bränditöntä tusinatavaraa enemmän. Apetit aikookin strategiakauden aikana kiihdyttää satsaamista brändin kehittämiseen ja uusien tuotekonseptien innovoimiseen etenkin näillä kahdella liiketoiminta-alueella. Tässä onnistuessaan yhtiö voi saada kilpailusuoja kaupan omia merkkejä vastaan ja tulla valituksi ulkomaisten kustannuskilpailukykyisempi tuotteiden sijasta.

Suurimmat kasvuodotukset uudessa strategiassa perustuvat Ruokaratkaisuihin ja Viljakauppaan. Viljakaupassa yhtiö mainitsi investointien tai yhteistyömallien kehittämisen Baltiassa laajentumiselle, missä on nopeaa tahtia kasvavat viljamarkkinat. Avena Nordic Grainilla on Baltiassa jo valmiiksi tytäryhtiöt ja kohtuulliset markkinaosuudet Viron, Latvian ja Liettuan viljakaupassa. Erilaisilla kumppanuusmalleilla yhtiöllä on mahdollista saavuttaa nopeasti kasvavilla markkinoilla suurempia markkinaosuuksia, joten tilanne on siltä kannalta kasvun näkökulmasta rohkaiseva. Ruokaratkaisut-segmentissä suurimmat kasvuodotukset ovat arviomme mukaan kasvipohjaisten uusien tuotekonseptien laajentaminen päivittäistavara-kauppoihin esim. Tuorekset-konseptin avulla laajentuminen vähittäiskaupan esikäsittelyihin HeVi-ratkaisuihin.

Uusi strategia ei ottanut kantaa siihen, mitä Apetit aikoo tehdä 20 %:n Sucros-omistuksellaan, mutta **Sucroksen osalta johto on todennut, että nyt on oikea aika katsoa mihin suuntaan sokerin maailmanmarkkinahinta muuttuu ja tehdä johtopäätökset sen jälkeen**. EU:n sokerikiintiöjärjestelmä tullaan lakkauttamaan tämän vuoden aikana, mikä muodostaa tietynlaisen epäjatkuvuuskohdan Euroopan sokerintuotantoon. Euroopan Unionin alueelle ei saa jatkossakaan tuoda sokeria ilman tuontitulleja tai niitä poikkeussääntöjä, jotka ovat aikaisemmin ollut voimassa, mutta kaupankäynti EU-maiden välillä sekä vienti alueen ulkopuolelle vapautuvat. EU:n alueella sokerin hintataso on ollut alempi kuin maailmanmarkkinahinta, joten tässä mielessä paikallisilla toimijoilla voi olla hyvät näkymät rajoitusten poistussa. Se miten Sucros tulee pärjäämään uudessa tilanteessa, on vielä sekä meille että yhtiön johdolle kysymysmerkki.

Pitkästä aikaa yhtiö nosti esille uudessa strategiassa myös epäorgaanisen kasvun vaihtoehdon. Apetitin viime vuosia on leimannut varovaisuus epäorgaanisen kasvun suhteen, sillä historiallisesti yrityskauppatilanteiden haltuunotto ei ole ollut aivan paras mahdollinen. Osana uutta strategiaa ja varsinkin sen kasvuhankkeita, **yhtiö ilmoitti laittavan jatkuvan yritysostokohtien kartoituksen päälle ja sitä korttia voidaan tarvittaessa käyttää vahvan taseen turvin, jos sopivia kohteita löytyy**. Johto ei kuitenkaan esittänyt minkäänlaisia arvioita siitä, miltä liiketoimintasegmentiltä tai maantieteellisiltä alueilta kohteita pyritään löytämään. Pääosa vuoden 2018 taloudellisista tavoitteista on kuitenkin arviomme mukaan tarkoitus saavuttaa orgaanisin keinoin.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Konsernitason taloudelliset tavoitteet

Apetitin taloudelliset tavoitteet strategiakauden loppuun (v.2018) mennessä ovat:

- **Sidotun pääoman tuotto** (ROCE-%) yli 10 %
- **Käyttökate** (EBITDA) yli 20 MEUR vuodessa
- **Omavaraisuusaste** yli 40 %

Toteutuneet luvut tilikaudelta 2016 olivat:

- **Sidotun pääoman tuotto** (ROCE-%) 1,2 %
- **Käyttökate** (EBITDA) 7,5 MEUR
- **Omavaraisuusaste** 64 %

Näiden lisäksi Apetitin hallituksen tavoitteena on, että yhtiön osake on omistajilleen hyvätuottoinen ja arvonsa säilyttävä sijoitus. Uudistetun osinkopolitiikan mukaan yhtiö jakaa osinkona vähintään 40 % tilikauden voitosta, kuitenkin vähintään 0,70 euroa per osake (2016: 0,70 euroa).

Segmenttitason tavoitteet

Apetit uudisti strategiaprosessin yhteydessä segmenttirakennettaan vahvistaakseen strategian toimeenpanoa ja seurantaa. Uusi segmenttirakenne antaa sijoittajille selvästi paremman näkyvyyden eri liiketoimintoihin ja pidimme uudistusta tervetulleena sekä läpinäkyvyyttä lisäävänä.

Kaikille segmenteille määriteltiin omat strategiset tavoitteet strategiakaudelle 2016-2018, mikä lisää myös sijoittajien ymmärrystä yhtiön omiin oletuksiin kunkin liiketoiminnan hyväksyttävästä suoritusasosta ja odotuksista.

Ruokaratkaisut (24 % liikevaihdosta)

Ruokaratkaisut-liiketoimintaan kuuluvat Pakasteet-, Tuoretuotteet- ja Palvelumyynti-liiketoiminta-alueet. Apetitin tavoite on olla johtava brändi kasvipohjaisissa ruokaratkaisuihin sekä palveluissa. Tärkeimmät tuoteryhmät ovat kasvis- ja ruokapakasteet, käyttövalmiit tuoreet kasvikset sekä palvelumyynti. Uudistumista vauhditetaan panostamalla tuotekehitykseen, kokonaan uusiin ruokaratkaisuihin sekä palveluiden kehittämiseen erityisesti digitalisaatiota hyödyntäen.

Tavoitteena on 20 %:n orgaaninen kasvu vuoden 2018 loppuun mennessä (vertailutaso 2015 liikevaihto: 96 MEUR). Kannattavuustavoite on 7,5 %:n käyttökatemarginaali (EBITDA) vuonna 2018 (2016: 1,3 %).

Viljakauppa (39 % liikevaihdosta)

Viljakauppa-liiketoiminta käsittää kotimaisen ja kansainvälisen vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekaupan. Viljakaupassa tavoitteena on lisätä markkinaosuutta Suomen vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainemarkkinoilla sekä kasvaa erityisesti Baltian maiden vilja- ja öljykasvikaupassa. Pääomaintensiivisessä liiketoiminnassa kiinnitetään erityistä huomiota pääoman tehokkaaseen käyttöön. Kilpailuetua haetaan tarjoamalla parasta palvelua ja työkaluja sekä viljan ostajille että myyjille.

Tavoitteena on myyntivolyymin kasvattaminen 1,0 miljoonaan tonniin vuodessa (2016: 853 000 tonnia). Tavoite sidotun pääoman tuotolle (ROCE-%) vuonna 2018 on 14 % (2016: 4,1 %).

Öljykasvituotteet (16 % liikevaihdosta)

Öljykasvituotteet-liiketoimintaan sisältyvät kasviöljyjen ja rehupuristeiden jalostus ja myynti. Tavoite on olla laadukkaita kasviöljyjä ja rehuja arvostavien asiakkaiden ensisijainen valinta. Tuotannon jalostusarvoa nostetaan panostamalla syvälliseen T&K-toimintaan ja uusien öljykasvipohjaisten tuotteiden kehittämiseen.

Liiketoiminnalla ei ole varsinaista kasvutavoitetta, mutta liikevaihdon kasvua haetaan sillä, että pakattujen ja erikoistuotteiden osuutta pyritään nostamaan 34 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2018 mennessä (2016: 29,5 %). Kannattavuustavoite on 7,5 %:n käyttökatemarginaali (EBITDA) vuonna 2018 (2016: 5,1 %).

Kalajalosteet (21 % liikevaihdosta)

Kalajalosteet-liiketoimintaan kuuluvat kalatuoteryhmän toiminnot Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Kalajalosteissa keskitytään toiminnan tehokkuuteen ja kilpailukykyyn rakentamiseen volyyymi- ja lisäarvotuotteissa kaikissa toimintamaissa. Toimintaa kehitetään keskittymällä toimialan parhaan tehokkuuden saavuttamiseen. Myynnin painopiste on kaupan omamerkkituotteissa.

Liiketoiminnalle ei ole määritetty erikseen kasvu- ja kannattavuustavoitteita, vaan sen tavoitteena on pelkästään kääntää operatiivinen rahavirta positiiviseksi (käyttökate-investoinnit) strategiakaudella 2016-2018. Segmentin operatiivinen rahavirta vuonna 2016 oli -0,8 MEUR, mikä oli huomattava parannus edellisvuoden -4,0 MEUR:sta.

Taloudelliset tavoitteet vuodelle 2018

Liiketoimintojen nykytilanne (v. 2016)

Ruokaratkaisut

Liikevaihto
97,8 MEUR

Operatiivinen EBITDA
1,3 MEUR

Viljakauppa

Liikevaihto
159,7 MEUR

Operatiivinen EBITDA
1,6 MEUR

Öljykasvituotteet

Liikevaihto
68,2 MEUR

Operatiivinen EBITDA
3,5 MEUR

Kalajalosteet

Liikevaihto
87,8 MEUR

Operatiivinen EBITDA
1,1 MEUR

Liiketoimintojen tavoitteet (v. 2018)

Ruokaratkaisut

Liikevaihto
20 %:n
orgaaninen kasvu

EBITDA-%
7,5 %
(2016 EBITDA: 1,3 %)

Viljakauppa

Vuotuinen myyntivolyymi
>1 milj. tonnia
(2016: 0,83 Mt)

ROCE-%
14,0 %
(2016 ROCE: 4,1 %)

Öljykasvituotteet

Pakattuja ja erikoistuotteita
34 %
liikevaihdosta
(2016: 29,5 %)

EBITDA-%
7,5 %
(2016 EBITDA: 5,1 %)

Kalajalosteet

Rahavirta investointien
jälkeen
strategiakaudella
selvästi positiivinen*

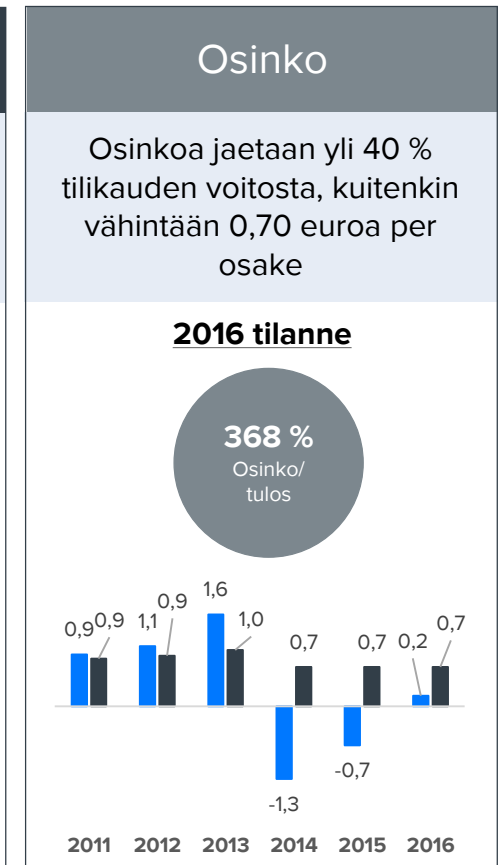
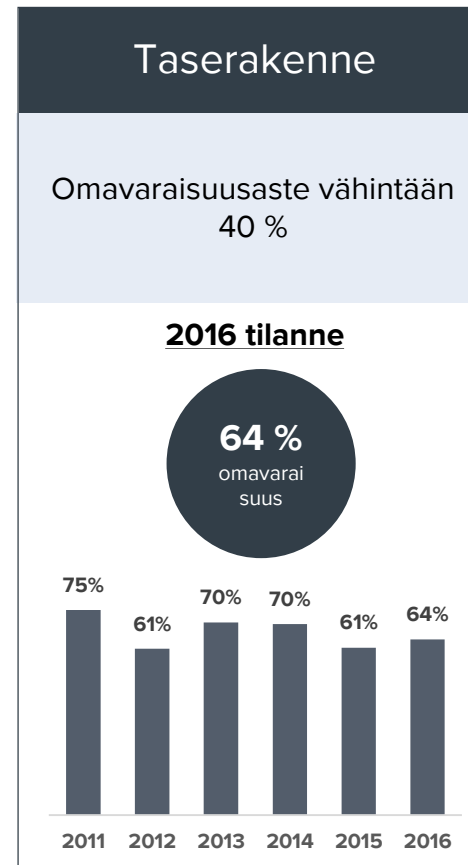
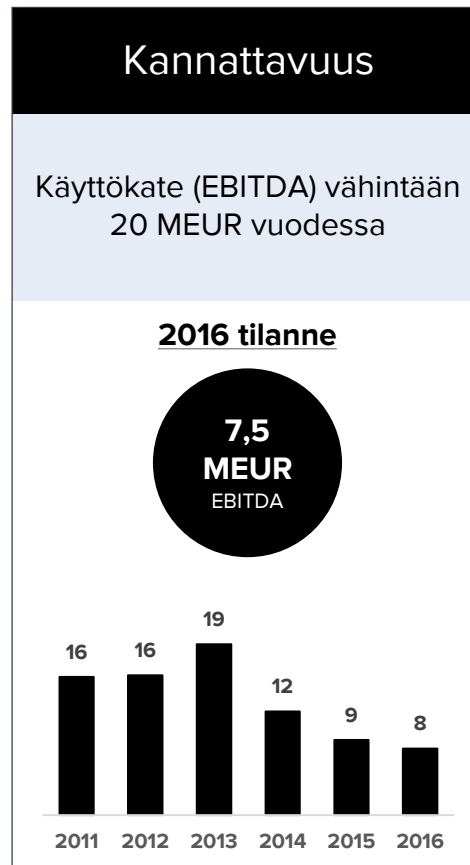
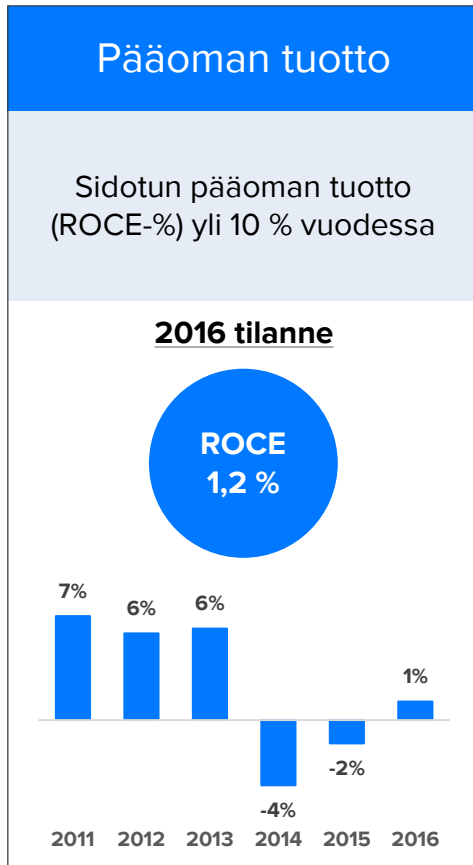
(2016 rahavirta: -0,8 MEUR)

*käyttökate-investoinnit

Konsernitason tavoitteet (v. 2018)

- **Sidotun pääoman tuotto (ROCE-%)** > 10 % (2016: 0,9 %)
- **Käyttökate (EBITDA)** > 20 MEUR (2016: 7,5 MEUR)
- **Omavaraisuusaste** > 40 % (2016: 64,1 %)

Taloudelliset tavoitteet ja osinkopolitiikka



■ Tulos per osake ■ Osinko per osake

Viljakauppa -liiketoiminta

Suurin segmentti liikevaihdon perusteella

Uudistetun segmenttirakenteen perusteella Apetit-konsernin suurin liiketoiminta-alue liikevaihdon perusteella on Viljakauppa. Apetitin vuoden 2016 liikevaihdosta 39 % eli 159,7 MEUR tuli Viljakaupasta (2015: 170,5 MEUR). Segmentin operatiivinen liikevoitto vuonna 2016 oli 1,4 MEUR (2015: 3,8 MEUR) eli 0,9 % liikevaihdosta (2015: 2,2 %).

Iso rooli kotimarkkinoilla

Apetit-konserniin kuuluva Avena Nordic Grain tytäryhtiöineen on Suomen johtava vilja-, öljykasvi- ja rehuraaka-ainekauppias. Päämarkkina-alueita ovat Suomi ja Baltian alue sekä Euroopan unioni, mutta kauppaa käydään aktiivisesti myös muilla markkinoilla. Viljakauppa on luonteeltaan välitystoimintaa, jossa Avena hankkii viljaa viljelijöiltä, hoitaa varastoinnin, logistiikan, dokumentoinnin ja myy sitä eteenpäin pienellä katteella. Keskeisiä kaupankäynnin kohteena olevia raaka-aineita ovat mm. vehnä, ohra, kaura, ruis, rypsi, rapsi ja soijapapu. Suurin osa hankinnoista tehdään Suomesta (50-60 %) ja Baltiasta (35-40 %). Avenan suurta kokoluokkaa kotimarkkinoilla kuvaa se, että yhtiön osuus Suomen viljan viennistä on yli 40 %.

Asiakkaat ja henkilöstö

Viljakaupan asiakkaita ovat mm. rehuteollisuus, myllyteollisuus ja muu viljaa käyttävä teollisuus. Viljakauppa on tärkeässä roolissa myös Apetitin sisäisessä raaka-aineiden hankinnassa ja osa Viljakaupan myynnistä menee Öljykasvituotteet-liiketoiminnan Kirkkonummen puristamon raaka-aineeksi. Avena Nordic Grainin koko henkilöstön

määrä tilikauden 2016 aikana oli keskimäärin 97, joista 55 työskenteli Viljakaupan parissa.

Liikevaihto ja tulos riippuvat viljamarkkinoiden tilanteesta

Viljakauppa-liiketoiminnan liikevaihto voi vaihdella rajusti raaka-aineiden maailmamarkkinahintojen vaihtelun mukana. Tähän vaikuttavat yleisen kysynnän ja tarjonnan lisäksi mm. satokauden onnistuminen eri markkina-alueilla, viljamarkkinoiden varastotasot sekä muut spekulatiiviset tekijät markkinoilla. Yhtiö on kuitenkin pystynyt osoittamaan tekevänsä voitollista tulosta markkinatilanteesta riippumatta, mikä johtuu yhtiön tehokkaasta toimintamallista ja johdannaisilla tehdyistä hintojen vaihtelun, valuuttojen ja muiden riskitekijöiden suojauksista.

Matalan katteen välityслиiketoimintaa

Viljakauppa on liiketoimintamalliltaan hyvin pienten katteiden välityслиiketoimintaa. Liikuteltavat viljojen tonnimäärät ovat suuria ja sitä kautta liikevaihto muodostuu konsernin mittakaavassa ”hämäävän” suureksi. Tämän takia Apetit ei yleensä anna taloudellista ohjeistusta liikevaihdon osalta, koska viljamarkkinoiden kansainvälisen hintatason vaihtelut tekevät sen antamisesta erittäin vaikeaa. Tuloksetkukyvyltään segmentti on kuitenkin tasaisen kannattava (noin 2-3 MEUR vuotuinen EBIT) ja edustaa siten tärkeää tukijalkaa konsernin liiketoimintaportfoliossa. Yhtiön tiukan riskienhallinnan ja suojauspolitiikan vuoksi segmentin vuotuisten tulosten vaihteluväli on pieni ottaen huomioon suuret volyyymi- ja liikevaihtomuutokset.

Strategiakauden ennusteet

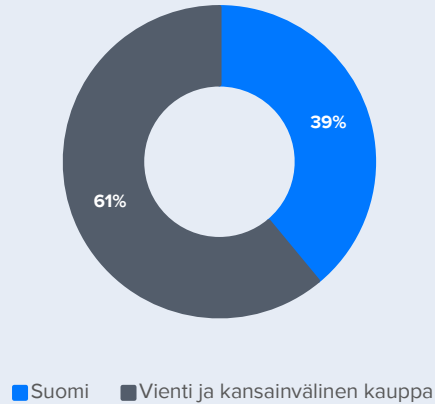
Viljakauppa on tehnyt viime vuosina toimialan kärkipäässä olevaa suhteellista kannattavuutta, emmekä odota segmentin pystyvän nostamaan sitä merkittävästi vuonna 2015 nähdyltä huipputasolta (EBIT 3,8 MEUR eli 2,2 % liikevaihdosta). Segmentin vuoden 2016 liikevoitto 1,4 MEUR (eli 0,9 % liikevaihdosta) oli taas poikkeuksellisen matala, joka johtui viljamarkkinoiden matalasta hintatasosta ja pienestä volatilitteetista vuoden aikana.

Pääsääntönä segmentille voi todeta, että mitä korkeammalla viljojen hinnat ovat ja mitä enemmän markkinoilla on volatilitteettia (eli hintojen vaihtelua), sitä parempaa tulosta Viljakauppa-segmentti pystyy tekemään. Arvioimme Viljakauppa-segmentin tuloksen pysyvän jatkossakin positiivisena, mutta matalan 1-3 %:n liikevoittohaaran sisällä. Tämä tarkoittaa sitä, että odotamme segmentin vuosien 2017 ja 2018 liikevoittojen olevan 1,8 MEUR ja 2,7 MEUR (2016: 1,4 MEUR). Pidämme vuoden 2016 heikkoa 1,4 MEUR:n liikevoittoa tuloksen vaihteluvälin alarajana ja vuonna 2015 nähtyä erittäin hyvää 3,8 MEUR:n liikevoittoa tuloksen vaihteluvälin ylärajana.

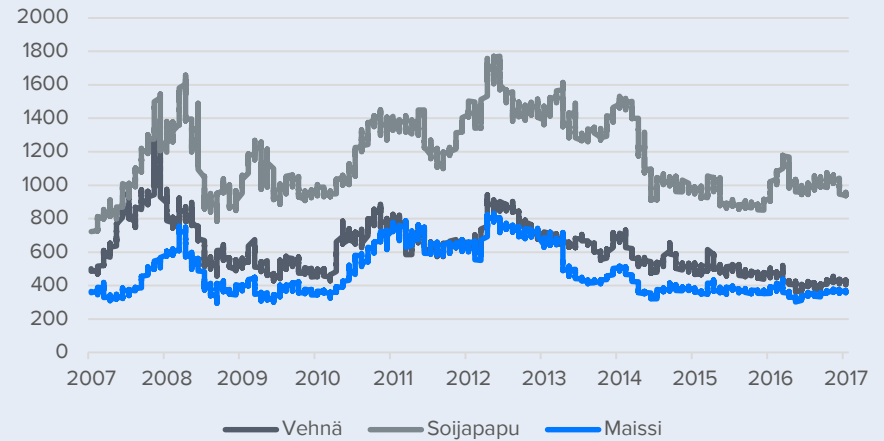
Viljakauppa-liiketoiminnalla ei mielestämme ole matalan katteen välityслиiketoimintamallinsa vuoksi mahdollisuuksia tehdä jatkuvasti kovin paljon parempaa tulosta kuin vuonna 2015 nähty huipputulos 3,8 MEUR EBIT, joten odotamme konsernitason vuoden 2018 taloudellisen tavoitteen (yli 20 MEUR:n käyttökate) nojaavan enemmän muista liiketoimintasegmenteistä tulevaan tulosparannukseen.

Viljakauppa -liiketoiminta

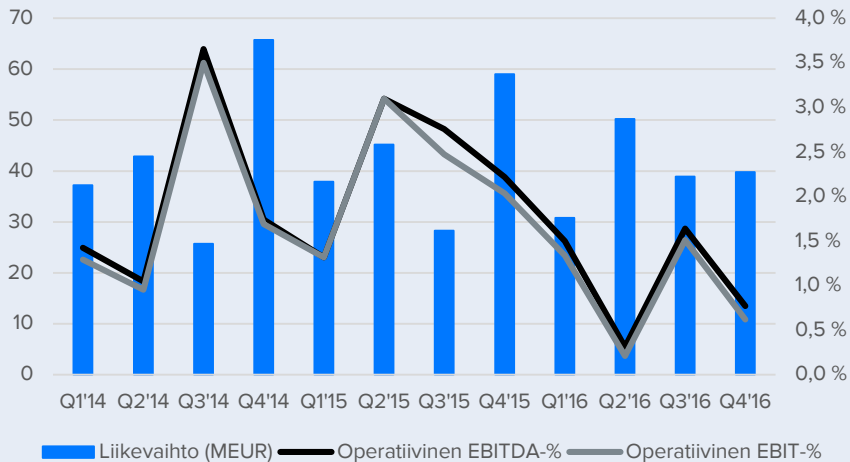
Liikevaihdon jakautuminen (v. 2016)



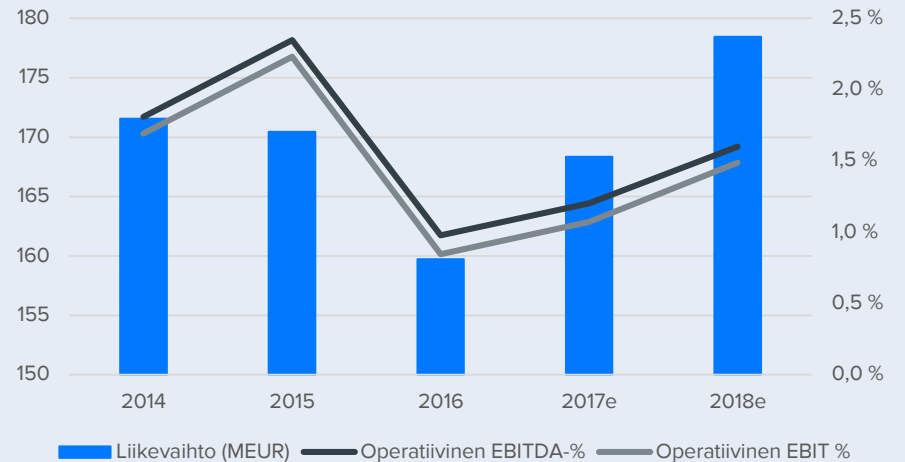
Keskeisten raaka-aineiden hintakehitys



Liikevaihto, EBITDA ja EBIT kvartaalitasolla



Strategiakauden ennusteet (Inderes)



Öljykasvituotteet -liiketoiminta

Apetitin pienin, mutta kannattavin segmentti

Uuden segmenttirakenteen mukaan Öljykasvituotteet-liiketoiminta on liikevaihdolla mitattuna Apetit-konsernin pienin segmentti. Vuoden 2016 liikevaihdosta 16 % eli 68,2 MEUR (2015: 61,3 MEUR) tuli Öljykasvituotteet-liiketoiminnasta. Segmentin operatiivinen liikevoitto vuonna 2016 oli 2,7 MEUR (2015: 2,7 MEUR) eli 4,0 % liikevaihdosta (2015: 4,4 %). Öljykasvituotteet-liiketoiminta on hyvän markkina-aseman ja kilpailusuojan takia viime vuosina ollut Apetitin kannattavin segmentti EBIT-marginaalilla ja absoluuttisilla euroilla mitattuna.

Ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa

Avena Nordic Grain on Suomen merkittävän kasviöljyjen ja valkuaispuristeiden valmistaja ja toimittaja. Yhtiöllä on myös ainoa suuri öljynpuristamo Suomessa. Öljynpuristamo sijaitsee Kirkkonummella erittäin hyvällä sijainnilla keskellä öljykasvien viljely- ja kulutusalueita. Puristamo sijaitsee lähellä satamaa, joten se pystyy tehokkaasti ottamaan vastaan tarvittaessa myös tuontiraaka-ainetta. Puristamon tärkein raaka-aine on kotimainen rypsi, jonka siemenestä hyödynnetään yli 99,9 %.

Tuotantoprosessissa öljy saadaan irti siemenestä luonnonmukaisesti puristamalla. Lopputuotteena saadaan kasviöljyä ja kotieläimille rehuraaka-aineeksi soveltuvaa valkuaispuristetta. Puristetta käytetään raaka-aineena teollisessa rehunvalmistuksessa, mutta se sopii myös esimerkiksi nautakarjan ruokintaan.

Avena ostaa yli 90 % Suomessa tuotetusta rypsiästä

Kirkkonummen puristamo käyttää raaka-aineenaan pääosin rypsiä ja rapsia. Avena ostaa aktiivisesti kotimaista raaka-ainetta ja yhtiön tärkeää suhdetta suomalaiseen alkutuotantoon kuvaa se, että Avena ostaa ja jalostaa yli 90 % kotimaassa tuotetusta rypsiästä. Yhtiöllä on siten lähes monopoliasema kotimaassa tuotetun rypsin ostajana, mikä takaa vahvan neuvotteluaseman arvoketjussa ja kohtuuhintaisen raaka-aineen yhtiön omalle öljynpuristamolle. Öljykasvituotteet-segmentissä Apetit on mielestämme vahvimmassa asemassa kaikista sen liiketoiminnoista on sitten kyse neuvotteluvoimasta raaka-aineiden hankinnassa, tuotantoprosessin tehokkuudesta tai tuotteiden hinnoitteluvoimasta asiakkaille. Tämän takia segmentti on myös ollut kannattavin.

Suomi on tärkein markkina

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihdosta noin 2/3 tulee Suomesta ja 1/3 viennistä. Vienti suuntautuu pääosin muihin Pohjoismaihin. Segmentin suurimpia asiakkaita ovat rehuteollisuus ja elintarviketeollisuus, jotka muodostavat yhdessä noin 85 % segmentin myynnistä. Näille myydään tavaraa joko irtööljynä tai suurissa 1000 litran konteissa.

HoReCa-sektorille ja kuluttajille myydään pääasiassa erikois- ja pakattuja öljyjä (noin 10 litran pakkauksissa tai pienemmissä). Öljyjä myydään ammattikeittiöille Mildola-tuotemerkillä ja kuluttajille Neito- tai Apetit-tuotemerkillä. Vuoden 2016 aikana Avena Nordic Grain työllisti keskimäärin 97 henkilöä, joista 42 oli Öljykasvituotteet-segmentin palveluksessa.

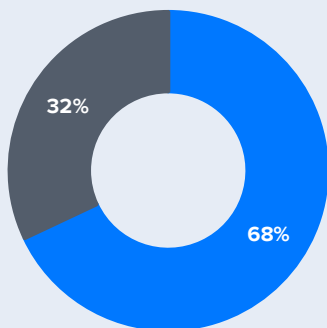
Strategiakauden ennusteet

Öljykasvituotteet-segmentti on tehnyt viimeisen kolmen vuoden aikana tasaisesti noin 5-6,5 %:n käyttökatetta, mikä tarkoittaa noin 3,5-4,0 MEUR. Yhtiöllä on pitkälle automatisoitu tehdas Kirkkonummella, johon valmistui vuoden 2016 kesällä uusi pakkaamolaajennus. Tehdas ajaa jo tällä hetkellä täydellä kapasiteetilla, minkä takia emme usko liikevaihdon ja suhteellisen kannattavuuden kehittyvän enää paljon positiivisempaan suuntaan näiltä tasoilta. Uuden puristamon rakentaminen olisi liian kallis investointi, eikä markkinoille välttämättä tarvittaisi näin paljoa lisää kapasiteettia. Näillä perusteilla yhtiölle jää vaihtoehdoksi saada nykyisestä tuotantolaitoksesta entistä enemmän irti jalostusarvoa nostamalla. Suurin arvonluontipotentiali segmentissä lepää pakattujen ja erikoistuotteiden myynnin kasvattamisessa, mikä vaikuttaisi positiivisesti sekä liikevaihtoon että kannattavuuteen.

Odotamme segmentin liikevaihdon kasvavan vuosien 2017 ja 2018 aikana noin 3-4 %:n vuosivauhtia ja operatiivisen käyttökatteen (EBITDA) olevan 3,4 MEUR vuonna 2017 ja 4,7 MEUR vuonna 2018. Nämä tarkoittavat 4,9 %:n ja 6,4 %:n operatiivista käyttökatetta (EBITDA), kun yhtiön oma tavoite on 7,5 %:n EBITDA. Pidämme Öljykasvituotteet-liiketoimintaa tällä hetkellä Apetitin neljästä liiketoiminnasta parhaimmassa kunnossa olevana ja vahvan markkina-aseman sekä kilpailuetujen vuoksi myös neljästä liiketoiminnasta laadukkaimpana.

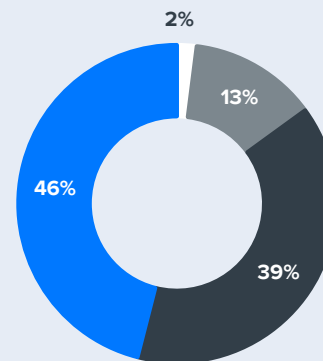
Öljykasvituotteet -liiketoiminta

Liikevaihdon jakautuminen (v. 2016)



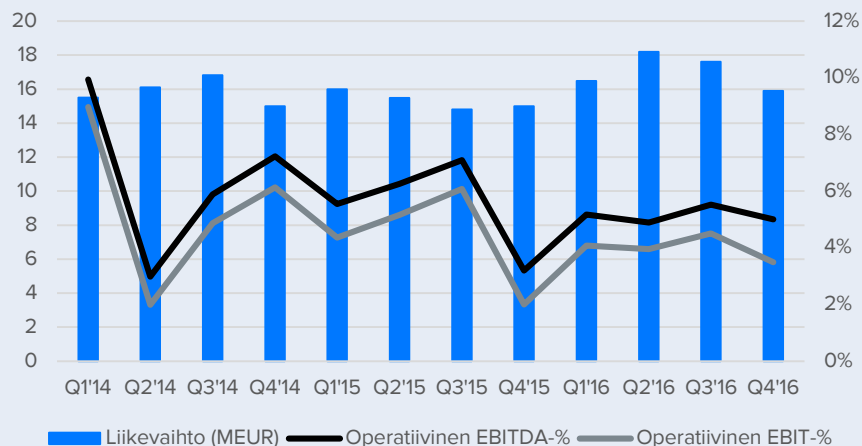
■ Suomi ■ Vienti ja kansainvälinen kauppa

Liikevaihdon jakautuminen (v. 2015)



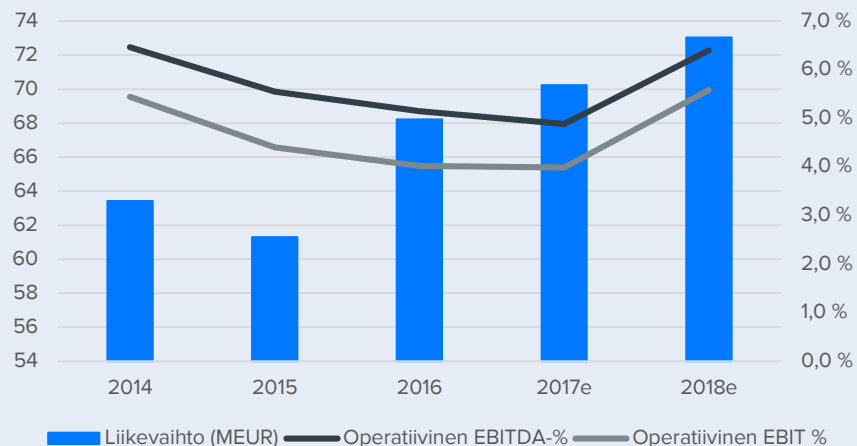
■ Vähittäiskauppa ■ HoReCa ■ Elintarviketeollisuus ■ Rehu

Liikevaihto, EBITDA ja EBIT kvartaalitasolla



■ Liikevaihto (MEUR) ■ Operatiivinen EBITDA-% ■ Operatiivinen EBIT-%

Strategiakauden ennusteet (Inderes)



■ Liikevaihto (MEUR) ■ Operatiivinen EBITDA-% ■ Operatiivinen EBIT-%

Ruokaratkaisut -liiketoiminta 1/2

Toiseksi suurin segmentti

Suomalaiselle kuluttajalle Apetitin selvästi tunnetuin osa on Ruokaratkaisut-liiketoiminta. Vuonna 2016 konsernin liikevaihdosta 24 % eli 97,8 MEUR tuli Ruokaratkaisut-liiketoiminnasta. Liikevaihdolla mitattuna tämä on yhtiön toiseksi suurin segmentti, mutta viime aikaisten kannattavuusongelmien takia sen merkitys konsernin tulokseen on ollut negatiivinen.

Segmentin operatiivinen liiketulos vuonna 2016 oli -2,6 MEUR (2015: -0,1 MEUR) eli -2,7 % liikevaihdosta (2015: -0,1 %). Kannattavuus on kärsinyt Suomen elintarvikesektorin haastavasta markkinatilanteesta, päivittäistavara-kaupan kiristyneestä hintakilpailusta ja segmentissä tehdyistä suurista T&K-panostuksista ja investoinneista. Vaikeaa yhtiöllä on ollut etenkin tuoretuotteissa. Ruokaratkaisut-liiketoiminnan kannattavuuden kääntäminen on isossa roolissa strategiakauden tavoitteiden saavuttamisessa, mutta viimeisen kahden vuoden aikana nähty tuloksen heikkeneminen on tehnyt tavoitteiden saavuttamisesta selvästi haastavampaa.

Ruokaratkaisut-liiketoiminnassa työskenteli vuoden 2016 aikana keskimäärin 452 henkilöä (2015: 434). Tuotantolaitokset sijaitsevat Säkylässä, Pudasjärvellä ja Helsingin Kivikossa. Säkyllän tehdas valmistaa vihannes-, peruna- ja ruokapakasteita. Tehtaan läheisyydessä sijaitsee myös valtaosa Apetitin noin 140 sopimusviljelijästä. Pudasjärvellä sijaitsee yhtiön pakastepizzatuotanto ja Kivikossa uusi tuoretuotteiden tuotantolaitos. Segmentin asiakkaita ovat vähittäiskauppa, HoReCa-sektori ja elintarviketeollisuuden yritykset. Ruoka- ja vihannespakasteita valmistetaan myös jonkin verran vientiin.

Kolme eri liiketoiminta-alueetta

Ruokaratkaisut-segmentti jakautuu kolmeen eri liiketoiminta-alueeseen:

Pakasteet (~55 % segmentin liikevaihdosta). Apetit kehittää, valmistaa ja markkinoi pääosin kotimaisista raaka-aineista valmistettuja pakasteita. Tuotteet myydään pääosin Apetit-tuotemerkillä, mutta segmentillä on myös tuotantoa kaupan omille merkeille. Raaka-aineiden kotimaisuusaste on vihannes- ja perunapakasteissa yli 80 % ja Kotimaiset-tuotesarjassa lähes 100 %. Raaka-aineet hankitaan pitkäaikaisilta sopimustoimittajilta. Merkittävimmät kotimaiset raaka-aineet ovat peruna, porkkana, herne, pinaatti ja lanttu. Tärkeimmät tuontiraaka-aineet ovat maissi ja paprika. Ne tuodaan pakastettuina pääasiassa EU:n alueelta. Apetit ei ole vuoden 2012 jälkeen julkaissut pakaste-tuoteryhmän lukuja, mutta arvioimme sen olevan tällä hetkellä segmentin ainoa tyydyttävää kannattavuutta tekevä tuoteryhmä (noin 3-5 % EBIT). Vuoden 2008-2012 aikana pakasteliiketoiminta pääsi keskimäärin noin 7 %:n EBIT-marginaaliin, mutta tuoteryhmä kohtaa yhä enemmän kilpailua ulkomaisilta toimijoilta ja kaupan omilta merkeiltä. Apetitin pitää jatkuvasti uudistaa portfoliotaan ja tehostaa toimintaa, jotta historiallisiin marginaaleihin päästäisiin.

Palvelumyynti (~25 % segmentin liikevaihdosta). Palvelumyynti tarjoaa palvelutorikonsepteja, jotka koostuvat kauppojen sisältä löytyvistä mm. kalaa, lihaa ja valmisruokia myyvistä palvelutiskeistä. Apetit toimii konseptissa pienenä kauppana ”isäntäkaupan” sisällä, jossa se saa vapauden muodostaa valikoiman ja hinnoitella tuotteet. Liiketoimintamalli muistuttaa

hyvin paljon normaalia vähittäiskauppaa. Apetit maksaa tilasta vuokraa ja henkilökunta on myös Apetitin. Konsepti tarjoaa synergioita sitä kautta, että se toimii myyntikanavana mm. Apetitin kalajalosteet- ja tuoretuotteet-tuoteryhmille. Palvelumyynnissä on matalat vähittäiskaupan katteet ja arvioimme kannattavuuden (EBIT-%) olevan melko lähellä nollaa.

Tuoretuotteet (20 % segmentin liikevaihdosta). Tarjoama koostuu esikäsitellyistä hedelmä- ja vihannestuoretuotteista, joita myydään pääosin ammattikeittiösektorille ja teollisuudelle. Yhtiön uusi tuotantolaitos sijaitsee Helsingin Kivikossa, jossa hedelmä- ja vihannestuotteet paloitellaan, viipaloidaan ja suikaloidaan tuoreena ja pakataan ilman säilöntä- ja lisäaineita. Suurimpia ammattikeittiöasiakkaita ovat henkilöstöravintolaketjut sekä hotelli- ja ravintolaketjut. Julkisen sektorin ruokahuolto on myös merkittävä asiakas. Tuotteet toimitetaan asiakkaille tukkuliikkeiden tai suoran jakelun kautta asiakkaan valinnan mukaan.

Tuoretuotteet-liiketoiminta on tällä hetkellä arvioimme mukaan erittäin pahasti tappiollinen. HoReCa-sektorin vaikea tilanne, hyvin matalan jalostusarvon liiketoiminta ja kilpailevat isot tukkuliikkeet ovat pitäneet markkinan kireänä. Yhtiö aloitti segmentissä vuoden 2016 aikana muutosprosessin, jolla se pyrkii keskusliikkeiden tuoretuotekumppaniksi ja kuluttajatuotteiden valmistajaksi. Apetit lanseerasi vuonna 2016 mm. Tuorekset-konseptin, missä yhtiö pyrkii laajentumaan vähittäiskaupan HeVi-osastolle pakatuilla esikäsitellyillä hedelmillä ja vihanneksilla. Uusilla kuluttajille suunnatuilla korkeamman jalostusarvon tuotteilla yhtiö pyrkii hyödyntämään Apetit-brändiä liiketoiminnassa entistä paremmin.

Ruokaratkaisut -liiketoiminta 2/2

Päivittäistavarakaupan heikkous on vaikuttanut tuloskehitykseen

Apetit harjoittaa Ruokaratkaisut-liiketoimintaa pääosin Suomen rajojen sisällä, minkä takia yhtiö on riippuvainen Suomen kansantalouden tilasta, päivittäistavarakaupan kehityksestä ja kuluttajan ostovoimasta. Kaikki nämä mittarit ovat näyttäneet viimeiset kaksi vuotta hyvin heikoilta, mikä on heijastunut Ruokaratkaisut-liiketoiminnan tuloskehitykseen.

Tilastokeskuksen mukaan Suomen päivittäistavarakaupan muutos liikevaihdolla mitattuna vuonna 2016 oli +0,3 % ja volyymilla mitattuna +0,9 %. Vuonna 2015 päivittäistavarakaupan liikevaihto laski 1,8 % ja volyymimuutos oli -0,7 %. Tämä kertoo heikentyneen markkinan lisäksi sitä, että hinnoittelu on noussut yhä tärkeämpään rooliin, sillä edes volyymin noustessa kaupat eivät ole nostaneet hintojaan edellisvuosien tapaan. Tilanne on lähes koko 2000-luvun ollut päinvastainen, eli liikevaihto on kasvanut volyymia nopeammin ja vasta muutaman vuoden aikana suhteet ovat kääntyneet ympäri.

Ruokaratkaisut-liiketoiminnan kannalta positiivista on se, että vuoden 2017 alussa julkaistut positiiviset luvut Suomen ja Euroopan taloudessa ovat alkaneet näyttää selvästi parempaan suuntaan kautta linjan oli sitten kyse bruttokansantuotteesta, kuluttajien luottamuksesta tai vähittäiskaupan kasvuluvuista. Ruokaliiketoiminnan näkymiä parantaa myös käynnissä oleva kasvispohjaisten tuotteiden kysynnän kasvu, mitä varten yhtiö on kehittänyt monia kasvien ympäriille perustuvia tuoteuutuuksia mm. Tuorekset-konsepti, kasvisjauhis-tuotteet, hedelmä- ja

vihannespohjaiset VegePops-jäätelöt jne.

Päivittäistavarakaupan keskittyneisyys tekee markkinasta vaikean

Yksi Suomen päivittäistavarakaupan erityispiirteistä on toimialan vahva keskittyminen K- ja S-ryhmälle. Päivittäistavarakaupan myynti oli vuonna 2016 noin 16,7 miljardia euroa, joista K- ja S-ryhmän yhteenlaskettu osuus oli 83,4 %. S-Ryhmä kasvatti viime vuonna markkinaosuuttaan 47,2 %:iin (2015: 45,9 %) ja K-ryhmä 36,2 %:iin (2015: 32,7 %). Myös Lidl onnistui kasvattamaan markkinaosuuttaan 9,3 %:iin edellisvuoden 9,0 %:sta.

Kesko osti Suomen Lähikaupan huhtikuussa 2016, jonka markkinaosuus vuonna 2015 oli 6,4 %. Tämä liike lisäsi edelleen markkinoiden keskittymistä kahdelle suurimmalle toimijalle. Suurimpien kauppaketjujen neuvotteluvoima elintarviketeollisuuden suuntaan on hyvin vahva, mikä tarkoittaa sitä, että Apetitin ja muiden toimijoiden on pitkälti alistuttava niiden sanelemiin ehtoihin. Apetit painottaa tässä asetelmassa vahvojen brändien tuomaa kilpailuetua ja etenkin laadukkaiden kotimaisten tuotteiden merkitystä kaupan valikoimissa. Voidaan todeta, ettei kaupan alan edelleen keskittymisen vuoksi Apetitin neuvotteluasema tule ainakaan merkittävästi tulevaisuudessa paranemaan.

Ruokaratkaisut-segmentissä Apetitin merkittävien kilpailu-uhka ovat kaupan omat merkit mm. Pirkka, Euroshopper, Rainbow, Eldorado, X-tra jne. Varsinkin viime vuosien vaikeassa taloustilanteessa niiden suosio on noussut, kun useat kuluttajat ovat siirtyneet halvemman hintakategorian tuotteisiin. Pakasteissa kaupan omien merkkien lisäksi muita tunnettuja

tuotemerkkejä ovat mm. Findus ja Oolannin. Tuoretuotteet-puolella Apetit kilpailee suurten vihannes- ja hedelmätukkureiden kanssa (Kespro, Meira, HeinonTukku ja Wihuri), jotka ovat pitäneet kilpailutilanteen erittäin kireänä.

Strategiakauden ennusteet

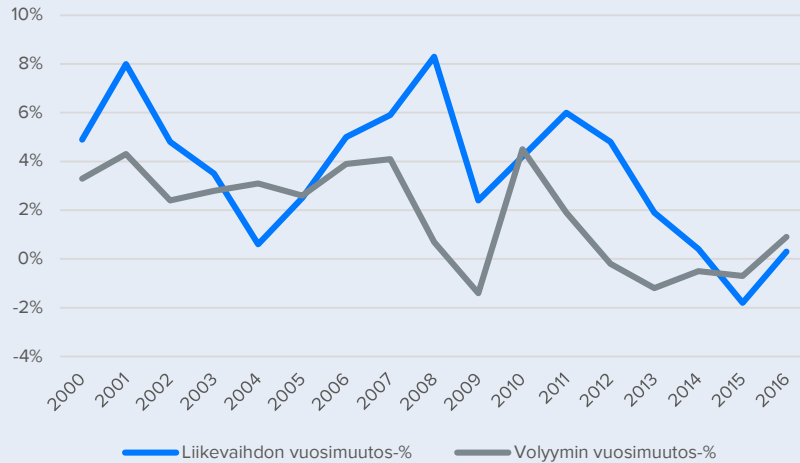
Apetitin uusi visio ”olla kasvipohjaisten ruokaratkaisujen edelläkävijä” sekä missio ”luoda kasviksista hyvinvointia” sopivat hyvin tämänhetkiseen kasvisbuumiin. Kasvien syönti kasvaa Suomessa nyt selvästi yleistä markkinakasvua nopeammin ja Apetit on viime vuosina kuluttanut paljon resursseja uusien kasvispohjaisten tuotteiden kehittämiseen. Yhtiöllä pitäisi nyt olla kaikki ainekset hyvään kysyntänäkymään ja markkinoilta pitäisi pitkästä aikaa olla tarjolla kohtuullista vetoapua.

Odotamme Ruokaratkaisut-liiketoiminnan liikevaihdon kasvavan vuosien 2017 ja 2018 aikana 4 % ja 6 %. Vuoden 2018 liikevaihtoennustemme on 107 MEUR, kun yhtiön oma tavoite on noin 115 MEUR. Käyttökate-ennustemme vuosille 2017 ja 2018 ovat 3,4 MEUR ja 5,6 MEUR (2016: 1,3 MEUR), jotka tarkoittavat 3,3 % ja 5,2 %:n EBITDA-marginaaleja (2016: 1,3 %). Yhtiön oma tavoite vuodelle 2018 on 7,5 %, mutta pidämme tätä erittäin haastavana saavutusta.

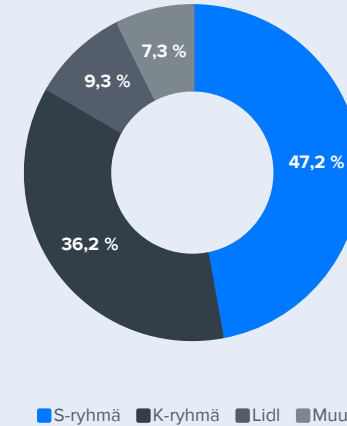
Ennustejaksolla liikevaihdon ja kannattavuuden positiivista kehitystä makrotasolla tukevat Suomen talouden ja vähittäiskaupan parantuvat kasvunäkymät sekä kuluttajaluottamuksen nousu. Yhtiötasolla kehitystä tukevat positiivinen myynnin kehitys ja jalostusarvon nosto uusien kasvipohjaisten innovaatioiden avulla sekä viime vuosina tulosta painaneiden etupainotteisten T&K-kulujen ja investointien keventyminen.

Ruokaratkaisut -liiketoiminta

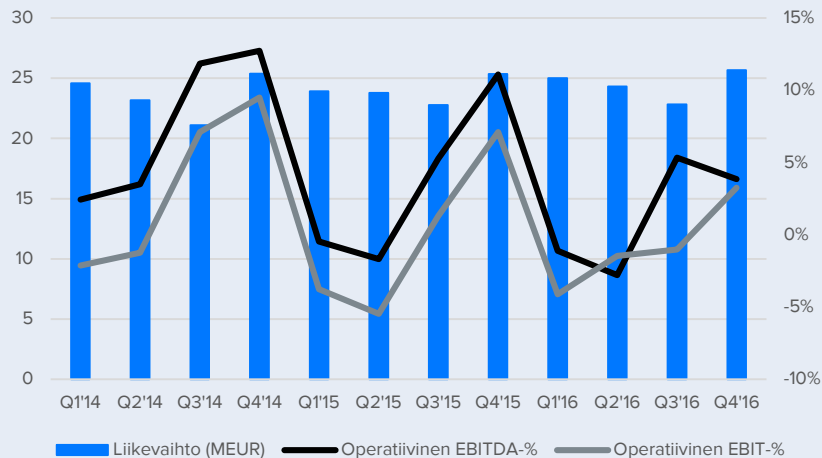
Suomen päivittäistavarakaupan kehitys



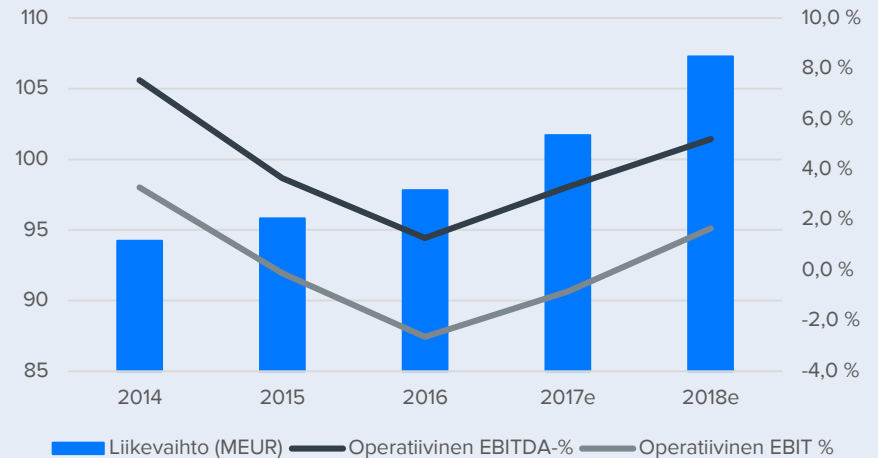
PT-kaupan markkinaosuudet 2016



Liikevaihto, EBITDA ja EBIT kvartaalitasolla



Strategiakauden ennusteet (Inderes)



Kalajalosteet -liiketoiminta

Liiketoimintaa Suomessa, Norjassa ja Ruotsissa

Apetitin 2016-liikevaihdosta 21 % eli 87,8 MEUR (2015: 82,9 MEUR) tuli Kalajalosteista. Liikevaihdolla mitattuna se on konsernin toiseksi pienin segmentti. Segmentin operatiivinen liiketulos vuonna 2016 oli -0,6 MEUR eli -0,7 % liikevaihdosta. Tämä oli erittäin vakuuttava parannus edellisvuodesta, jolloin operatiivinen liiketulos oli -3,8 MEUR eli -4,6 % liikevaihdosta.

Suomen liiketoiminnasta vastaa Apetit Kala Oy, joka kehittää, valmistaa, markkinoi ja myy tuotetta kalaa ja tuorekalajalosteita Apetit-brändillä ja kaupan omilla merkeillä. Tuotetta kalaa ja kalajalosteita myydään myös kaupan palvelutiskeissä eri puolella Suomea. Suomi vastaa noin puolta segmentin liikevaihdosta. Jalosteissa suurin osa myynnistä tapahtuu kaupan omien merkkien alla. Pääosa raaka-aineista on norjalaista lohta sekä kasvatettua kirjolohta Suomesta ja Ruotsista. Yhtiö hankkii kalaa myös tarkasti valituilta toimittajilta eri puolilta maailmaa. Kalajalosteet-liiketoiminnan parissa työskenteli vuoden 2016 aikana keskimäärin 180 henkilöä. Liiketoiminta koostuu kalan hankinnasta, leikkauksesta, jalostuksesta sekä keräily- ja lähtölogistiikasta. Pääasiallinen kalanjalostamo sijaitsee Kuopiossa, mihin toiminta keskitettiin vuonna 2015 osana Ruokaliiketoiminnan kannattavuusohjelmaa. Tuotevalikoima on suunnattu kuluttajille vähittäiskaupan palvelumyyntitiskiini, vähittäiskaupan valintahyllyyn sekä HoReCa-sektorin kautta. Valikoima koostuu tuoreesta kalasta ja kalafileistä, kalajalosteista, lämmin- ja kylmäsavustetuista sekä graavisuolatuista tuotteista, kalasuikaleista, annospaloista, kalaeineksistä ja liemiäyriäisistä.

Norjan ja Ruotsin liiketoiminnot vastaavat yhteensä noin puolta segmentin liikevaihdosta. Yhtiöllä on kaksi tuotantolaitosta Norjassa ja yksi Ruotsissa. Maritim Food hankkii, jalostaa ja toimittaa kalatuotteita ja äyriäisiä. Merkittäviä asiakkaita ovat vähittäiskauppaketjut ja suurkeittiöt. Apetitin ulkomaisilla tytäryhtiöllä on hyvin paljon Apetitin Suomen toimintoja laajempi tuotevalikoima ja liiketoiminta kannattaa paremmin kuin Suomessa. Päätuoteryhmät ovat liemiäyriäiset, kala-ateriakomponentit, makrilli- ja myyt kalasäilykkeet sekä pizza- ja salaattikastikkeet.

Kannattavuusongelmat ovat jatkuneet pitkään

Kalaliiketoiminnan ongelmat ovat pitkään vaikuttaneet ylitsepääsemättömiltä ja suuret tappiota 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 2014-2015 aikana liiketoiminta teki yhteensä 7,8 MEUR:n operatiivisen liiketappion. Tämä on todella suuri summa verrattuna siihen, että yhtiön markkina-arvo on vain noin 84 MEUR. Kun lasketaan mukaan 2014-2015 aikana kalaliiketoimintaan tehdyt arvonalennukset, nousee tappio yhteensä 18,5 MEUR:oon, joka on lähes neljännes nykyisestä markkina-arvosta.

Ennusteet ja mahdollinen divestointi

Strategiakaudelle 2016-2018 Kalajalosteissa päätettiin keskittyä toiminnan tehokkuuteen ja kilpailukyvyyn rakentamiseen volyyymi- ja lisäarvotuotteissa kaikissa toimintamaissa. Myynnin painopistettä on siirretty kaupan omamerkkituotteisiin, sillä yhtiö myönsi, että kalasta on erittäin vaikea tehdä brändituotetta. Liiketoimintaa on monta kertaa aikaisemminkin

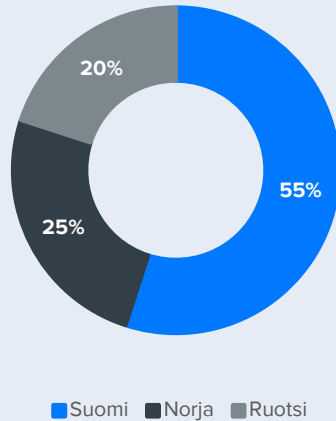
yritytty saneerata parempaan kuntoon, mutta siinä ei olla koskaan onnistuttu.

Segmentillä on strategiakaudelle vain yksi tavoite ja se on kääntää rahavirta investointien jälkeen positiiviseksi. Noin vuosi sitten olimme erittäin skeptisiä tämän onnistumisesta, mutta vuonna 2016 nähdyn vakuuttavan kannattavuusparannuksen jälkeen segmentti on pääsemässä eroon pahimman alisuorittajan maineesta ja alamme jopa uskoa sille asetettuun tavoitteeseen. Yhtiön johto on tosin jatkuvasti sanonut liiketoiminnan olevan sellainen, jossa tummat pilvet seuraavat vaaleita pilviä, joten yhden hyvän vuoden takia ei kannata innostua liikaa. Odotamme 2017 ja 2018 operatiivisten käyttökatteiden olevan 2,0 ja 2,1 MEUR (2016: 1,1 MEUR) eli 2,2 % ja 2,3 % EBITDA.

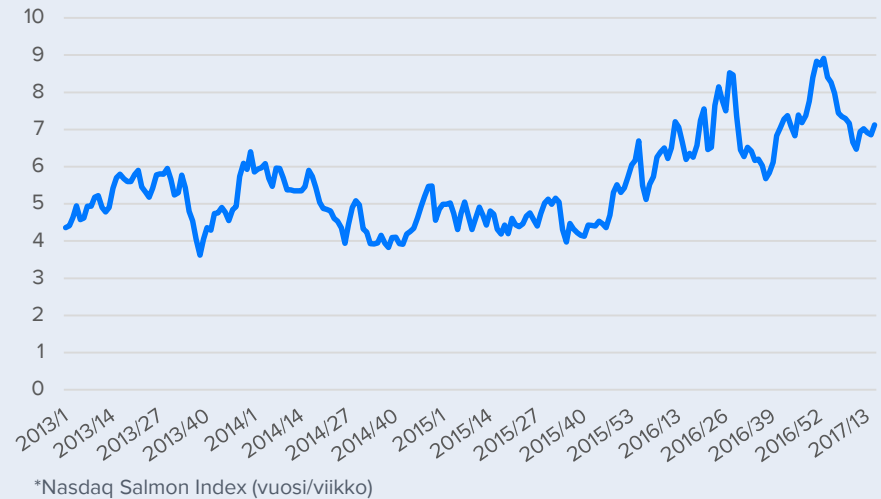
Apetit totesi 2016 CMD:llä, että kalaliiketoiminta ei ole konsernin strategisessa keskiössä. Uskomme johdon etsivän liiketoiminnalle jatkuvasti ostajaa ja pitäisimme divestointia Apetitille parhaana vaihtoehtona. Suurimmat tehostamistoimenpiteet on nyt tehty ja kannattavuus on saatu tervehdytettyä edes jotenkin järkevälle tasolle. Liiketoiminta olisi helppo eriyttää konsernista, sillä synergiat muihin toimintoihin (palvelutiskejä lukuun ottamatta) ovat vähäiset. Kalan nettovarallisuus oli vuoden 2016 lopussa noin 20 MEUR, mutta uskomme mahdollisen kauppahinnan olevan selvästi tämän alapuolella liiketoiminnan huonosta kannattavuudesta johtuen. Osien summa-laskelmassamme olemme strategiakauden ennusteisiimme nojaten päätyneet Kalajalosteissa hieman yli 10 MEUR:n yritysarvoon, mikä voisi olla lähempänä totuutta potentiaalisessa yrityskauppatilanteessa. Tämä heijastelee 2 MEUR:n vuotuista käyttökatetta (EBITDA) noin 5x EV-kertoimella.

Kalajalosteet -liiketoiminta

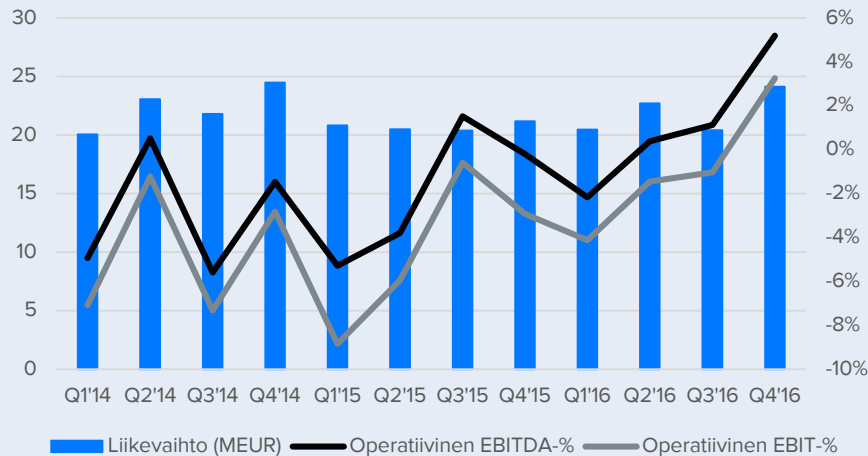
Liikevaihdon jakauma 2015



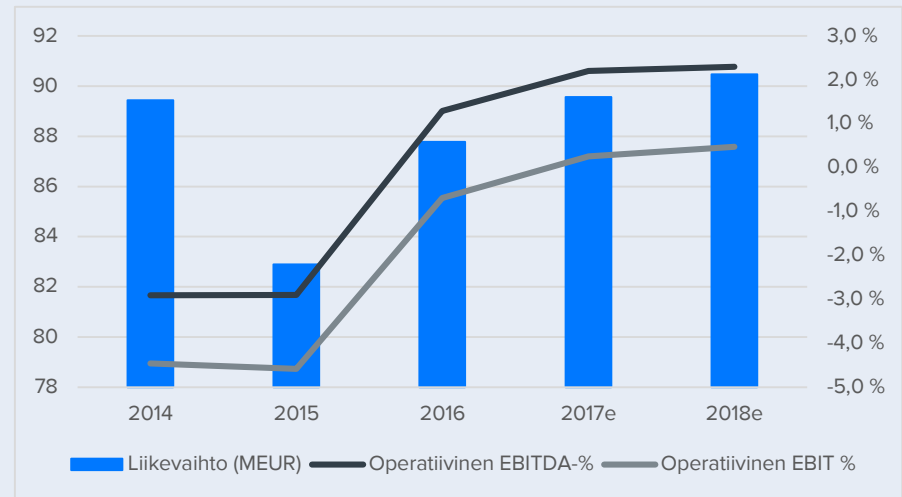
Lohen raaka-ainehinta (€/kg)*



Liikevaihto, EBITDA ja EBIT kvartaalitasolla



Strategiakauden ennusteet (Inderes)



Osakkuusyhtiö Sucros

Apetit omistaa 20 % Sucros Oy:stä

Apetit omistaa 20 % Säkylässä sijaitsevasta Sucros Oy:stä, joka on viime vuosina tuottanut koko EU:n Suomelle myöntämän vuotuisen sokerikiintiön eli noin 80 miljoonaa kiloa. Loput 80 % omistaa Nordic Sugar A/S, joka on osa saksalaista Nordzucker Groupia. Sucroksen tytäryhtiö Suomen Sokeri jalostaa Kirkkonummella sokerituotteita ja myy niitä vähittäiskaupalle ja elintarviketeollisuudelle.

Viimeisen kymmenen vuoden aikana Sucroksen liikevaihto on vaihdellut välillä 132-214 MEUR ja tulos -5 MEUR:n ja +46 MEUR:n välillä. Apetitille kuuluva 20 %:n tulososuus on 2006-2016 aikana vaihdellut -1,0 MEUR:n ja +9,1 MEUR:n välillä ja ollut keskimäärin 2,6 MEUR/vuosi. Sucroksen tulos muodostaa näin olennaiset osan Apetitin tuloksesta. Apetit-konsernin operatiivinen liikevoitto on vuosien 2006-2016 välillä ollut keskimäärin 6,5 MEUR vuodessa eli karkeasti noin 40 % tästä on ollut Sucroksen ansiota.

Sokerin hintakehitys vaikuttaa tulokseen

Sucroksen liiketoiminta on vahvasti riippuvainen sokerin maailmanmarkkinahinnasta. Suomeen

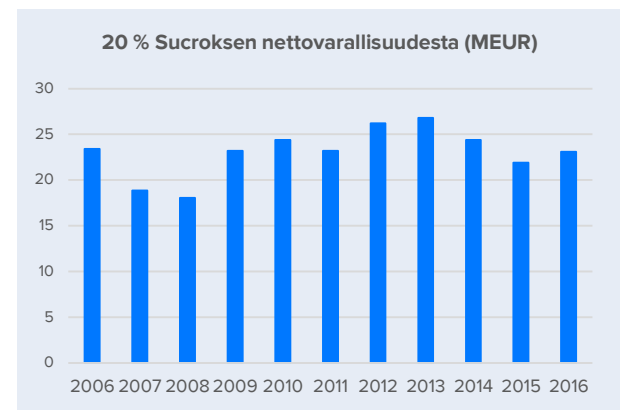
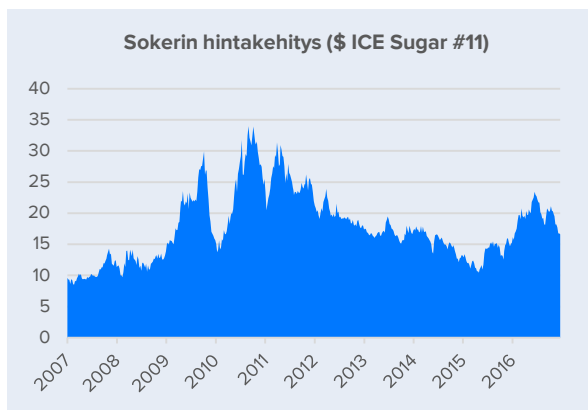
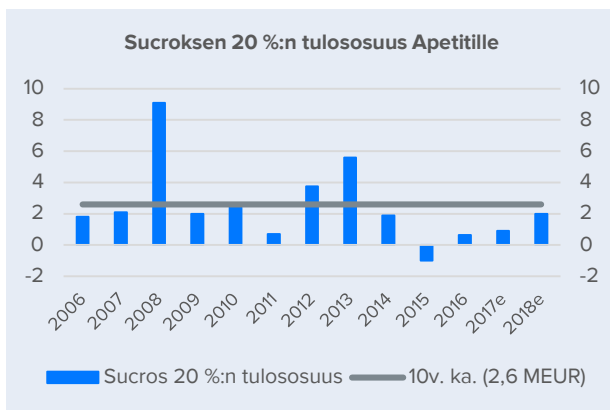
on vaikea tuoda sokeria ulkomailta, sillä se on logistisesti iso kuluhaaste. Sokerin hinta Suomessa poikkeaa näin hieman maailmanmarkkinahinnasta, mutta siitä saa jonkinlaista viitearvoa Sucroksen tuloskunnosta. Vuonna 2015 Sucros kärsi sokerin matalasta maailmanmarkkinahinnasta ja Apetit kirjasi vuoden 2015 tulokseen ensimmäistä kertaa miesmuistiin negatiivisen tulososuuden -1,0 MEUR (2014: +1,9 MEUR). Sokerin hinta alkoi elpyä 2015 lopussa ja jatkoi elpymistään lähes koko vuoden 2016. Vuonna 2016 Apetit tulos sisälsi +0,7 MEUR:n osuuden Sucroksen tuloksesta. Vuonna 2016 Sucros ei maksanut osinkoa, mutta vuonna 2015 Sucros maksoi Apetitille 1,6 MEUR:n osingon ja vuonna 2014 Apetit sai Sucrokselta 4,9 MEUR:n osingon.

Sucros ei enää uuden strategian mukaisessa segmenttirakenteessa kuulu mihinkään segmenttiin, vaan vuodesta 2016 alkaen sen tulos on raportoitu liikevoiton alapuolella 20 %:n omistusosuuden mukaisesti kohdassa ”Osuus osakkuusyhtiön tuloksesta”. Aiemmin Sucroksen tulos yhdisteltiin omistusosuuden mukaisesti liikevoittoriville, minkä takia historialliset liikevoittoluvut eivät ole täysin vertailukelpoisia.

Ennusteet ja arvostus

Sucros-konsernin nettovarallisuus vuoden 2016 lopussa oli 112,2 MEUR (2015: 109,3 MEUR), josta Apetit 20 %:n mukainen omistusosuus on 22,4 MEUR (2015: 21,9 MEUR). Apetit osakkeen arvonmäärityksessä olemme valinneet parhaaksi vaihtoehdoksi käsitellä Sucros-omistuksen arvoa sen nettovarallisuuden pohjalta. Sucroksen nettovarallisuus jaettuna Apetit nykyisellä osakemäärällä (6,2 miljoonaa osaketta) tarkoittaa noin 3,6 euron arvoa per osake.

EU:n sokerikiintiöjärjestelmä tullaan lakkauttamaan tänä vuonna, mikä muodostaa tietynlaisen epäjatkuvuuskohtan Euroopan sokerintuotantoon. Apetit mukaan Suomen Sokerilla olisi kykyä jatkaa sokerin jalostusta myös siinä tilanteessa, että Säkyllän juurikassokerin tuotanto jostain syystä päättyisi. Olemme ottaneet Sucroksen lähivuosien tulosenusteissamme huomioon nyt selvästi edellisvuoden tasoa korkeamman sokerin maailmanmarkkinahinnan ja ennustamme vuosien 2017 ja 2018 Sucroksen tulososuuden Apetitille olevan 0,9 MEUR ja 2,0 MEUR.



Historiallinen kehitys

Liikevaihdon kasvu on pysähdyksissä

Apetitin liikevaihto vuonna 2016 oli 386,5 MEUR (2015: 380,8 MEUR). Vuoden 2016 liikevaihto oli selvästi korkeammalla tasolla kuin 10 vuotta sitten, mutta viimeiset viisi tilikautta liikevaihto on junnannut paikoillaan. Kasvun puute on johtunut osittain päämarkkinoiden heikosta BKT:n ja päivittäistavara-kaupan kehityksestä sekä viljakaupan keskeisten raaka-aineiden markkinahintojen laskevasta trendistä.

Viimeisin hyppy liikevaihdossa tapahtui vuonna 2012, kun yhtiö osti ammattikeittiötä palvelevan tuoreiden vihannes-, hedelmä- ja kalatuotteiden valmistukseen ja logistiikkaan erikoistuneen Caternet Finland Oy:n, jonka liikevaihto oli noin 30 MEUR. Sen jälkeen markkinatilanne kaikissa liiketoiminnoissa on polkenut enemmän tai vähemmän paikoillaan ja johto on ollut melko pidättyväinen investointi- ja yritysostopuolella. Tätä edeltävä iso muutos tapahtui vuonna 2009, kun liikevaihto putosi 83 MEUR, mikä johtui viljakaupan markkinahintojen romahduksesta. Vuoden 2009 notkahduksen jälkeen liikevaihdon kasvu on nojannut pitkälti Vilja- ja öljykasviliiketoimintoihin.

Kannattavuus on heikentynyt nopeasti

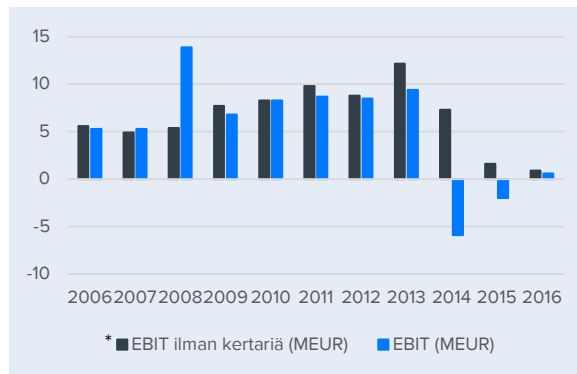
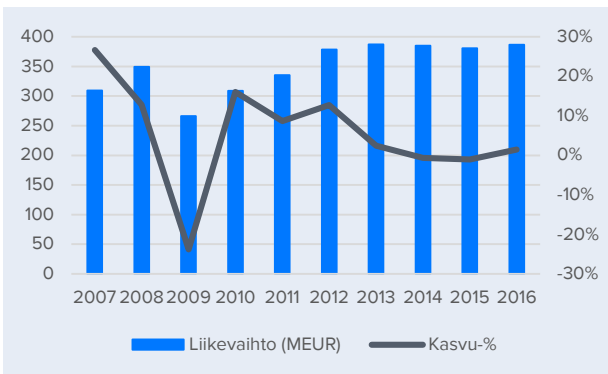
Apetit teki vuosien 2006-2013 välillä tasaisesti nousevaa kannattavuutta. Vuonna 2006 liikevoitto ilman kertaeriä oli 5 MEUR (2,3 % liikevaihdosta) ja se nousi 12,3 MEUR:n tasolle vuonna 2013 (3,1 % liikevaihdosta). Vuoden 2008 nettotulos 17,1 MEUR muodostui Apetitin kaikkien aikojen parhaaksi, mikä johtui Suomen Rehu Oy:n vähemmistöosuuden ja hilloliiketoiminnan myynnistä sekä Sucroksesta tuloutetuista positiivisista kertaeristä.

Tuloskunto on viimeisen kolmen vuoden aikana heikentynyt nopeasti ja kannattavuuskäännettä ovat vaikeuttaneet elintarvikesektorin vaikea markkinatilanne, kalaliiketoiminnan tappiot, sokerin ja viljojen matalat markkinahinnat ja Viljakauppaliiketoiminnan kärsimä volatiliiteetin puute. Vuoden 2016 operatiivinen liikevoitto oli enää 0,9 MEUR (2015: 2,6 MEUR) eli 0,2 % liikevaihdosta (2015: 0,7 %). Raportoidut liikeluokset olivat vielä heikommalla tasolla 0,6 MEUR ja -1,0 MEUR. Vuoden 2015 raportoituun liikeluokseen sisältyi kertaluonteisia kuluja 3,6 MEUR liittyen Taimen Oy:n myynnistä kirjattuun tappioon. Vuoden 2016 raportoituun liikeluokseen sisältyi -0,3 MEUR Kalajalosteet-

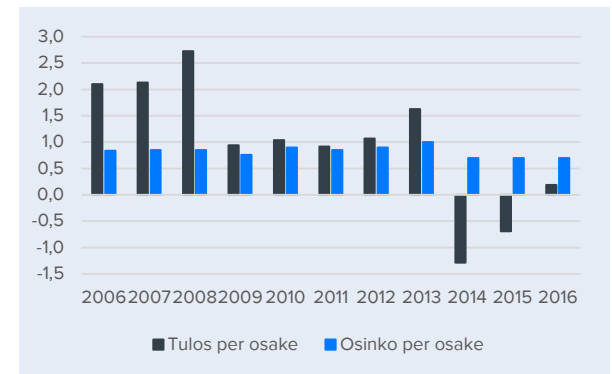
segmentin liiketoimintarakenteen kehittämiseen liittyviä asiantuntijakuluja, jotka arviomme mukaan liittyvät yhtiön suunnitelmiin irtautua joko koko kalaliiketoiminnasta tai osasta siitä.

Osingonjako on ylittänyt tulostason

Vielä vuosina 2006-2008 Apetit teki vahvaa yli 2,0 euron osakekohtaista tulosta. Silloin yhtiö pystyi ongelmitta maksamaan 0,85 euron osingon ja jättää ison osan voitosta tasetta vahvistamaan. Taantuma iski vuonna 2009, jonka jälkeen osakekohtainen tulos puolittui 1,0 euron tasolle. Tuloksen puolittumisesta huolimatta, vahva tase turvasi osingonmaksun ja sitä on viimeisen kymmenen vuoden ajan jaettu vuosittain 0,70-1,00 euroa. Yhteensä vuosien 2006-2016 aikana osinkoa on jaettu 9,05 euroa. Viimeiseltä kolmelta tilikaudelta Apetit on jakanut osinkoa 0,70 euroa, vaikka tulos ei ole yltänyt tälle tasolle. Johto on todennäköisesti halunnut viestiä nykyisten ongelmien olevan selätettävissä ja että osinkoa tullaan jakamaan joka vuosi. Ylikapitalisoitunutta tasetta onkin ollut järkevä hieman keventää ja hallitus on asettanut strategiakaudelle 2016-2018 tavoitteeksi jakaa osinkoa yli 40 % tuloksesta kuitenkin vähintään 0,70 euroa per osake.



*Vuoteen 2015 asti Sucroksesta tuloutetuista positiivisista kertaeristä.

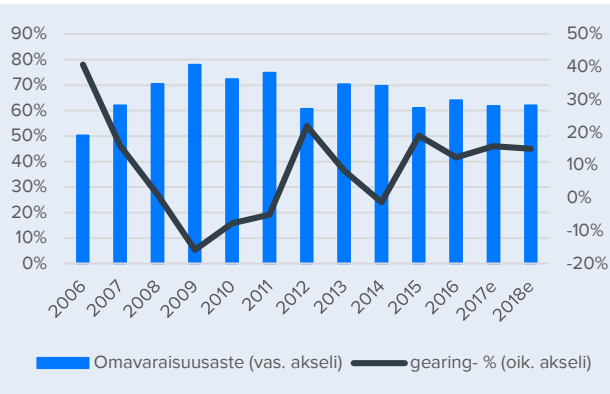


Taloudellinen tilanne

Tase on erittäin vahvassa kunnossa

Apetitin tase on vahvassa kunnossa. Koko 2010-luvun omavaraisuusaste on ollut 60-75 % ja gearing välillä -8 % ja +22 %.. Omavaraisuusaste oli 2016 lopussa 64,1 % ja gearing 12,4 %. Vaikka ylikapitalisoitunut tase pienentää yhtiön riskiprofiilia, heikentää se samalla oman pääoman tuottoa ja pitkällä aikavälillä yhtiön olisi omistaja-arvon maksimoimiseksi saatava tase tehokkaampaan käyttöön. Apetitin oman pääoman tuotto (ROE-%) on 2006-2016 aikana ollut keskimäärin vain 5 %, mikä kertoo siitä, että taseessa on liikaa varoja tehottomassa käytössä.

Tase on heikentynyt viimeisten vuosien aikana osittain operatiivisen tuloskunnan heikentymisen takia, mutta yhtiö on joutunut tekemään myös merkittäviä arvonalennuksia taseeseen tilikausilla 2014 ja 2015. Heikon operatiivisen tuloskunnan, merkittävien alaskirjausten ja kertaluonteisten kulujen takia vuodet 2014 ja 2015 jäivät tappiollisiksi ja vuonna 2016 yhtiö teki vain 1,2 MEUR:n nettotuloksen (2014: -8,7 MEUR ja 2015: -4,6 MEUR). Yhtiö on silti maksanut näinä vuosina 0,70 euron osingon per osake (noin 4,3 MEUR per vuosi), mikä on syönyt omaa pääomaa.



Oma pääoma on huvennut

Apetit linjasi uudessa osinkopolitiikassa maksavan vähintään 40 % tuloksesta osinkona ja että osinko pidetään 2016-2018 aikana vähintään 0,70 eurossa per osake, vaikka tulostaso ei tähän yltäisi. Näin on myös tapahtunut viimeiset kolme vuotta perättäin. Yhtiö mainitsi myös CMD:llä, että nettovelkaa aiotaan strategiakaudella nostaa tarvittaessa sekä investointien että osingonmaksun turvaamiseksi. Vuoden 2016 lopussa konsernin oma pääoma oli 117,7 MEUR (2015: 121,0 MEUR) eli 19,00 euroa per osake (2015: 19,53), joka on samalla tasolla kuin kymmenen vuotta sitten.

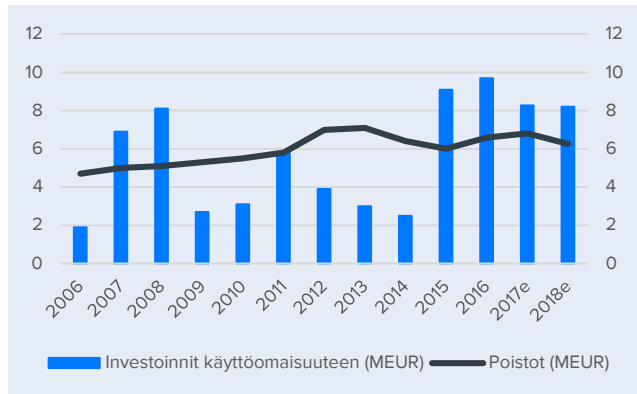
Yhtiön osaketta hinnoitellaan jatkuvasti pörssissä alle sen oman pääoman tasearvon (noin 0,7x -kertoimella), mikä voidaan tulkita siten, että osakemarkkinat eivät luota yhtiön kykyyn saavuttaa kunnan tuottoa omalle pääomalle, investoida sitä kannattavasti takaisin liiketoimintaan ja näin kasvattaa omistaja-arvoa. Jos yhtiö saavuttaisi strategiakauden taloudellisen tavoitteen (yli 10 %:n sidotun pääoman tuotto), tulisi osaketta hinnoitella hyvin lähelle oman pääoman tasearvoa, joka vuoden 2016 lopussa oli 19,0 euroa per osake (P/B=1,0x).



Investointeja on laiminlyöty

Apetit on ollut viimeiset kymmenen vuotta pidättyväinen investoinneissaan. Yhtiö on vasta 2015-2016 tehnyt isoja investointeja mm. Inkoon viljasataman infrastruktuuriin ja tuotannon tehokkuutta parantaviin laitteisiin, tietojärjestelmiin ja kiinteistöihin. Vuoden 2015 investointitaso (9,1 MEUR) olikin suurin kymmeneen vuoteen ja 2016 investointitaso (9,7 MEUR) oli vielä sitä korkeampi. Uusi johto on ilmoittanut selvästi, että tätä aspektia liiketoiminnasta on laiminlyöty viimeisen kymmenen vuoden ajan ja yhtiöllä on ollut paljon kurottavaa kiinni.

Uuden strategian mukaisesti investointeja tullee nostamaan selvästi viimeisen kymmenen vuoden aikana nähdyltä keskimääräiseltä tasolta ja yhtiö arvioi CMD:llä strategiakauden vuotuisen investointitason olevan noin 9-13 MEUR. Ruokaratkaisuisissa keskitytään kasvuun ja uudistumiseen, Öljykasvituoiteissa jalostusarvon nostoon, Viljakaupassa Baltian alueella kasvamiseen ja Kalajalosteissa tuottavuuteen ja tehokkuuteen. Strategiakauden aikana investoinnit tulevat olemaan selvästi suuremmat kuin poistotaso, mikä heikentää rahavirtaa.



Ennusteet 1/3

Ohjeistus vuodelle 2017

Apetit antoi vuodelle 2017 ohjeistuksen, jonka mukaan operatiivisen liiketuloksen arvioidaan paranevan vertailukaudesta (2016: 0,9 MEUR). Johtuen kansainvälisten viljamarkkinoiden hintatason vaihteluiden suuresta vaikutuksesta koko konsernin liikevaihtoon yhtiö ei anna arviota koko vuoden liikevaihdon kehityksestä. Meidän ennuste vuoden 2017 operatiiviselle liikevoitolle on 4,1 MEUR, mikä tarkoittaa 1,0 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2016: 0,2 %). Toiminnan kausiluontoisuuden johdosta tulokertymä painottuu vuoden jälkimmäiselle puoliskolle.

Kannattavuuden positiivista kehitystä edellisvuodesta tukevat Ruokaratkaisuisia jalostusarvon nosto ja positiivinen myynnin kehitys, Kalajalosteissa operatiivisen tehokkuuden paraneminen sekä Viljakaupassa myyntivolyymien kasvu edellisvuodesta. Suomen päivittäistavarakaupan ja ammattikeittiösektorin myynnin arvioidaan pirstyvän vertailukaudesta, mutta hintakilpailun pysyvän kovana. Runsaan tarjonnan arvioidaan jatkuvan viljojen maailmanmarkkinoilla ja pitävän hinta- ja katetason matalalla tasolla eikä tilanteen arvioida muuttuvan oleellisesti ennen uuden satokauden näkyvien tarkentumista.

Viljakauppa-liiketoiminnan ennusteet

Strategiakauden tavoite: 1 miljoonan tonnin vuotuinen myyntivolyymi ja sidotun pääoman tuotto (ROCE) 14,0 %.

Viljakauppa-segmentin liikevaihto vuonna 2016

oli 159,7 MEUR (2015: 170,5 MEUR) ja operatiivinen liiketulos 1,4 MEUR (2015: 3,8 MEUR). Viljakaupassa strategiakauden kasvutavoitteet liittyvät tonnimäärillä mitatun volyymin kasvattamiseen liikevaihdon sijaan, koska kansainvälisten viljamarkkinoiden hintatason vaihtelulla on niin suuri vaikutus liikevaihtoon, että liikevaihto olisi mittarina harhaanjohtava. Apetit arvioi vuoden 2017 ohjeistuksen yhteydessä, että runsas tarjonta jatkuu viljojen maailmanmarkkinoilla ja se pitää hinnat ja katteet matalalla tasolla. Tilanteen ei arvioida muuttuvan oleellisesti ennen uuden satokauden näkyvien tarkentumista.

Vuoden 2016 toteutunut myyntivolyymi oli 0,85 Mt (2015: 0,83 Mt) ja ROCE 4,1 % (2015: 13,9 %). Yhtiön tulisi kasvattaa myyntivolyymeja vuoteen 2018 mennessä noin 18 % nykytasolta, jotta ylävirin tavoitteeseen päästäisiin. Pidämme tätä realistisena. Kannattavuudessa vuoden 2015 taso (ROCE 13,9 %) oli erittäin hyvä. Nyt viljamarkkinoiden hintatason ja volatiliteetin ollessa matalalla tasolla, näyttää yhtiön kannattavuustavoite haastavalta. Viljakaupan tulos 2016 oli yhtiön historialliseen tasoon nähden heikko ja oli aivan Viljakaupan tulostason vaihteluvälin alalaidalla. Vertailukausi 2015 oli taas poikkeuksellisen kannattava mitä voidaan pitää vaihteluvälin ylälaitana.

Odotamme Viljakaupan pystyvän pitämään strategiakauden aikana yllä noin 1,5-2,0 %:n käyttökatemarginaalia ja liikevaihdon kasvavan noin 180 MEUR:oon nykyiseltä 160 MEUR:n tasolta. Liikevaihdon kasvuennusteemme ovat melko varovaisia verrattuna yhtiön suureen volyymikasvutavoitteeseen. Jos oletetaan

yksinkertaistetusti, että viljojen hinnat, valuutat yms. tekijät pysyisivät nykytasollaan koko strategiakauden loppuun asti, tulisi Viljakauppa-segmentin liikevaihto kasvamaan noin 190 miljoonaan euroon, jos yhtiö onnistuisi nostamaan vuotuisen volyymin yli 1 miljoonaan tonniin nykyiseltä 0,85 miljoonan tonnin tasolta. Kyse on kuitenkin hyvin matalan katteen välitysluokasta, joten isotkaan liikevaihtohypyt eivät vielä saa tuloksessa merkittävää muutosta aikaan.

Arvioimme Viljakauppa-segmentin operatiivisen liikevoiton paranevan tänä vuonna 1,8 MEUR:oon (2016: 1,4) ja vuonna 2018 2,7 MEUR:oon. Pienen investointitarpeen ja sitä kautta pienten poistojen takia operatiivinen liikevoitto on hyvin lähellä käyttökatetta.

Ruokaratkaisut-liiketoiminnan ennusteet

Strategiakauden tavoite: 20 %:n liikevaihdon kasvu vuoden 2015 tasoon verrattuna vuoteen 2018 mennessä ja 7,5 %:n käyttökatte EBITDA-% vuoteen 2018 mennessä.

Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihto vuonna 2016 oli 97,8 MEUR (2015: 95,8 MEUR) ja operatiivinen käyttökatte oli 1,3 MEUR (2015: 3,5 MEUR). Segmentin tuloskunto heikkeni nopeasti parissa vuodessa, sillä vielä vuonna 2014 se teki 7,1 MEUR:n operatiivisen käyttökatteen (EBITDA 7,5 %). Jos strategiakauden tavoite saavutettaisiin, tulisi segmentti tekemään vuonna 2018 noin 115 MEUR:n liikevaihdon ja 8,6 MEUR:n käyttökatteen, mutta mielestämme sekä kasvu- että kannattavuustavoite ovat erittäin haastavia viime aikaisen näyttöjen valossa.

Ennusteet 2/3

Ruokaratkaisut-segmentin liikevaihto- ja kannattavuuskehitys ovat hyvin pitkälti riippuvaisia suomalaisen vähittäiskaupan ja HoReCa-sektorin kehityksestä. Molemmat sektorit ovat Apetitin näkökulmasta olleet viime vuosina haastavassa tilanteessa, emmekä odota kummankaan sektorin vahvaa elpymistä lähivuosina. Liikevaihdon kasvutavoitteet perustuvat johdon mukaan markkinaan, joka ei kasva, joten noin 15 MEUR:n liikevaihtohyppy tulisi pystyä hankkimaan täysin omilla toimenpiteillä. Odotamme segmentin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 4 % tasolle 102 MEUR ja 6 % vuonna 2018 tasolle 107 MEUR. Operatiivisen käyttökateen (EBITDA) odotamme nousevan tänä vuonna 3,3 %:iin (3,4MEUR) ja vuonna 2018 odotamme sen paranevan 5,2 %:iin (5,5 MEUR).

Sekä liikevaihto- että käyttökate-ennusteemme ovat selvästi yhtiön omien tavoitteiden alapuolella. Tämä johtuu siitä, että olemme lähtökohtaisesti hyvin epäileväisiä yhtiön kykyyn kasvaa 20 % markkinassa, jonka ennustetaan pysyvän nollakasvussa koko strategiakauden ajan. Käyttökateen nostaminen 7,5 %:iin ei kuulostanut alkuun kovin haastavalta tavoitteelta huomioiden, että yhtiö teki viimeksi vuonna 2014 7,5 %:n käyttökateen. Tavoite kuitenkin kuvastaa johdon realiteetteja markkinatilanteen kiristymisestä ja siitä, ettei historiallisille kannattavuustasojille ole enää helppo päästä.

Tällä hetkellä Ruokaratkaisut-segmentin kannattavuutta painaa erityisesti ongelmat Tuoretuotteet-puolella, mutta kaupan halpuuttamis-kampanjat, omien merkkien kasvattaminen, ulkomainen tuonti ja kuluttajien heikko ostovoima ohjaavat jatkuvasti myyntiä

halvemman hintaluokan tuotteisiin, mikä tulee vaikeuttamaan Apetitin myynnin kasvua ja kannattavuuden parantamista.

Strategiakauden aikana segmentissä yhdistyy kasvuhakuisuus ja jalostusarvon parantaminen. Apetit hakee tuoretuotteista kasvua uusilla konsepteilla (esim. Tuorekset). Pakasteissa satsataan tuotekehitykseen ja viennin kasvattamiseen. Palvelumyynnissä keskitytään pistekohtaisen myynnin kasvattamiseen, mutta myös uusien palvelupisteiden avaamiseen. Kasvun painopiste jakautuu johdon arvioiden mukaan vahvasti tuoretuotteisiin ja pakasteisiin, joita palvelumyynti kontribuoi.

Tuoretuotteet ja palvelumyynti ovat tällä hetkellä selvästi heikompikeisempää myyntiä kuin pakasteiden myynti. Varsinkin tuoretuotteissa yhtiöllä on ollut vakavia ongelmia viime vuosina ja uskomme sen olevan tällä hetkellä erittäin pahasti tappiolla. Ruokaratkaisut-segmentin kannattavin kivijalka eli pakasteet on jo pitkään kärsinyt myynnin eroosiosta, mutta viime vuonna Pakasteet olivat löytäneet taas kasvuvaihteen. Suurin yksittäinen haaste segmentin kehitykselle ovat olleet kaupan omat merkit. Pakasteiden myynti on erittäin tärkeä saada pysyvään kasvuun, jotta sen suhteellisen osuuden kasvu myynnistä auttaisi nostamaan koko segmentin kannattavuutta. Uusissa innovaatioissa ja tuotekehityksessä ja onnistuminen sekä tuoretuotteiden tappioiden pysäyttäminen tulevat olemaan merkittävässä roolissa segmentin kannattavuuden kehittämisessä strategiakauden aikana

Ruokaratkaisut-segmentissä kannattaa huomioida se, että liiketoiminnan kokoon

nähdessä se vaatii ylivoimaisesti eniten investointeja konsernin neljästä liiketoiminnasta. Sen takia myös poistomassa on iso ja ero käyttökate- ja liikevoittomarginaalin välillä on suuri.

Öljykasvituotteet

Strategiakauden tavoite: *Pakattujen ja erikoistuotteiden osuus 34 % liikevaihdosta vuoteen 2018 mennessä ja 7,5 %:n käyttökate EBITDA-% vuoteen 2018 mennessä.*

Öljykasvituotteet-segmentin liikevaihto vuonna 2016 oli 68,2 MEUR (2015: 61,3 MEUR) ja operatiivinen käyttökate 3,5 MEUR (2015: 3,4 MEUR) eli 5,1 % liikevaihdosta. Segmentille ei asetettu strategiakaudelle varsinaista liikevaihdon kasvutavoitetta. Segmentin liikevaihdosta noin 70 % tulee Suomesta, jonka öljykasvituotemarkkinoilla se on jo isoin toimija. Markkinaosuutta kasvattamalla on enää vaikea saavuttaa kasvua, minkä lisäksi Kirkkonummen puristamo käy jo tällä hetkellä lähellä täyttä kapasiteettiaan. Näin ollen kasvupanostukset strategiakaudella on laitettu lähes täysin korkeamman jalostusasteen tuotteiden tuotekehitykseen ja sitä kautta liikevaihdon ja tuloksen kasvattamiseen.

Yhtiön tavoitteena on kasvattaa pakattujen ja erikoistuotteiden osuus liikevaihdosta 34 %:iin, kun se vuonna 2015 oli 28,4 % ja vuonna 2016 se oli 29,5 %. Jalostusarvoa kasvattamalla yhtiö voi parantaa tuotteidensa myyntihintoja ja marginaaleja ja sitä kautta liikevaihto voi pysyä kasvussa, vaikka Kirkkonummen öljynpuristamon litramääräinen kapasiteetti ei kasvaisi.

Ennusteet 3/3

Tästä konkreettisena esimerkkinä yhtiö esitteli pääomamarkkinapäivillä rypsiä puristetun 250 ml:n korille myytävän ravintoöljyn ”Dogi Oilin” ja nyt keväällä kuluttajille suunnatun Apetit rypsiöljyn. Tämän tyyllisistä korkeamman jalostusasteen tuotteista yhtiö pystyy saamaan monikymmenkertaisen litrahinnan verrattuna nykyisille suurimmille asiakasryhmille (rehuteollisuus, elintarviketeollisuus, ammattikeittiöt) myytävään irtoöljyyn.

Odotamme Öljykasvituotteet segmentin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 3 % 70 MEUR:oon ja liikevaihdon olevan strategiakauden lopussa vuonna 2018 noin 73 MEUR. Segmentti on tehnyt historiassa hyvän markkinaosuuden ja kilpailuedun turvin tasaista liikevaihtoa ja kannattavuutta. Kirkkonummen öljynpuristamo on uusi ja hyvin pitkälti automatisoitu, emmekä näe toiminnan tehostamisella saatavan enää merkittäviä lisätehoja segmentistä irti. Tästä syystä suurimmat kannattavuuden parantamistoimet liittyvät tuotekehityksestä tulevien korkeamman jalostusarvon tuotteisiin.

Käyttökatemarginaaliennusteemme vuosille 2017 ja 2018 ovat 4,9 % ja 6,4 % eli hieman yhtiön oman 7,5 %:n tavoitetason alapuolella. Segmentin investointitarpeet ja sitä kautta myös poistot ovat hyvin pienet, joten EBITDA- ja EBIT-marginaalien välillä ei ole suurta eroa.

Kalajalosteet

Strategiakauden tavoite: *Rahavirta investointien jälkeen (operatiivinen käyttökate-investoinnit) strategiakaudella 2016-2018 selvästi positiivinen.*

Kalajalosteet-segmentti teki vuonna 2016 liikevaihtoa 87,8 MEUR (2015: 82,9 MEUR) ja operatiivinen käyttökate oli 1,1 MEUR (2015: -2,4 MEUR). Liiketoiminta on ollut pitkään Apetit liiketoimintaportfolion heikoimmassa kunnossa, joten positiivisen käyttökateen tekeminen vuonna 2016 oli ehdottomasti viime vuoden positiivisin yllätys Apetit toiminnassa.

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. Kalan kuluttajahinta on Suomessa alhainen. Kalasta on muodostunut päivittäistavara-kaupoissa ns. sisäänheittotuote ja heikko kannattavuus on muodostunut alalla yleiseksi ongelmaksi. Pohjoismaissa toimii muutamia isoja integroitua maailmanluokan pelureita mm. Marine Harvest ja Leroy, mutta niidenkin liiketoimintamallissa kalan kasvattamisella luodaan lisäarvoa ja jalostaminen on heikosti kannattavaa.

Uusi strategia kalaliiketoiminnassa nojautuu siihen ajatukseen, että kalasta on mahdotonta tehdä brändituotetta. Apetit onkin ajamassa kalaliiketoimintaa täysin operatiivisen tehokkuuden ehdoilla ja tästä on näyttönä tuotannon keskittäminen vuonna 2015 Kuopion tehtaalle ja alistuminen kaupan sopimusvalmistajan rooliin. Yhtiöllä on kalaliiketoiminnalle vain yksi tavoite, joka on kääntää rahavirta investointien jälkeen positiiviseksi. Olimme alkuun tavoitteen osalta hyvin skeptisiä, mutta viime vuoden tuloksen jälkeen olemme paljon positiivisempia kalan

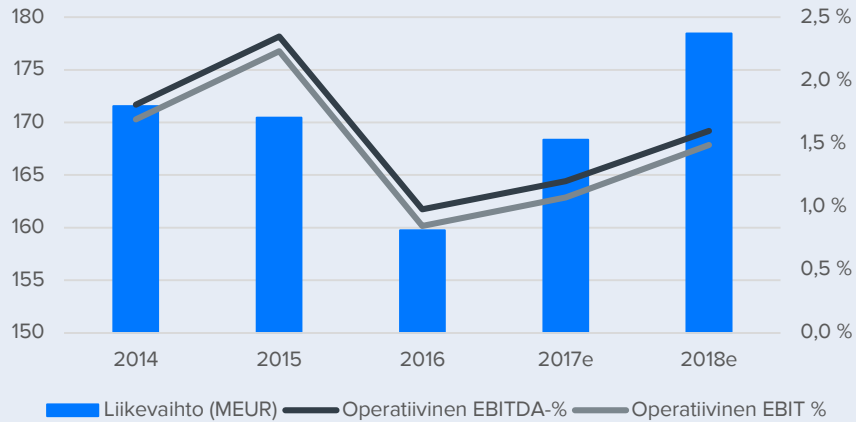
osalta. Nyt odotamme segmentin pystyvän tekemään vuosien 2017-2018 aikana hieman yli 2 %:n operatiivisen käyttökateen, mikä tarkoittaa myös liikevoittotasolla kalan kääntymistä positiiviseksi molempina vuosina. Vuosien 2017-2018 käyttökate-ennusteemme ovat 2,0 MEUR ja 2,1 MEUR (2016: 1,1 MEUR) ja liikevoitto-ennusteemme 0,1 MEUR ja 0,4 MEUR (2016: -0,6 MEUR).

Arvioimme Kalajalosteiden olevan ainoa liiketoiminta, jota yhtiö haluaa strategiakauden aikana mieluummin karsia kuin kasvattaa ja uskomme yhtiön etsivän kalaliiketoiminnalle koko ajan ulkopuolista ostajaa. Yhtiön johto on myös itse todennut, ettei Kalajalosteet-segmentti kuulu Apetit uuden strategian ytimeen ja uskomme jatkuvien kalaliiketoiminnan tulipalojen sammuttamisen vievän johdolta liikaa aikaa konsernin muiden liiketoimintojen kehittämisestä.

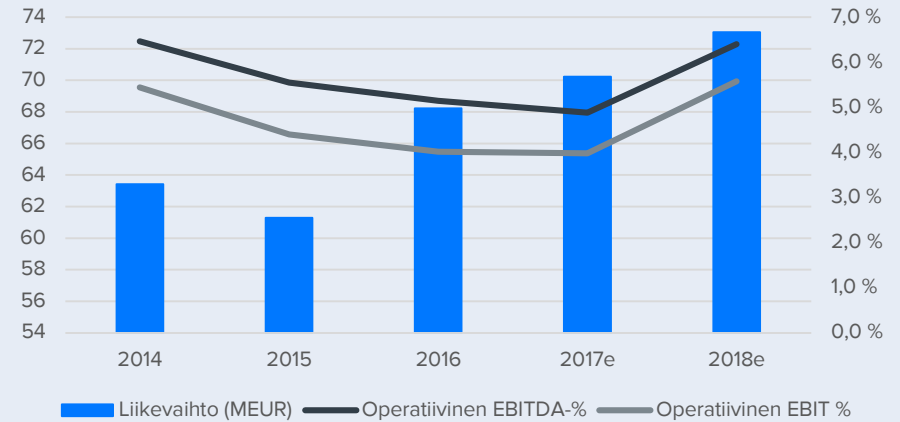
Apetitin aikeista tehdä kalaliiketoiminnan osalta yritysjärjestelyjä lähitulevaisuudessa kertoo se, että yhtiö on Q4'16- ja Q1'17-raporttien yhteydessä kirjannut Kalajalosteet-segmentin tulokseen yhteensä 0,4 MEUR:n vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät liittyen ”liiketoimintarakenteen kehittämiseen liittyviin asiantuntijakuluihin”. Kulut ovat sen verran isoja, että uskomme yhtiön olevan asiassa tosissaan ja kenties jo pitkälläkin. Pidämme selvästi parhaana vaihtoehtona kalaliiketoiminnasta luopumista heti, kun joku sen Apetitilta suostuu pois ostamaan, sillä mielestämme liiketoiminnalla on pitkässä juoksussa hyvin vaikea luoda omistaja-arvoa ja sen korkea riskitaso vaikuttaa osakkeeseen negatiivisesti.

Segmenttien ennusteet vuositasolla

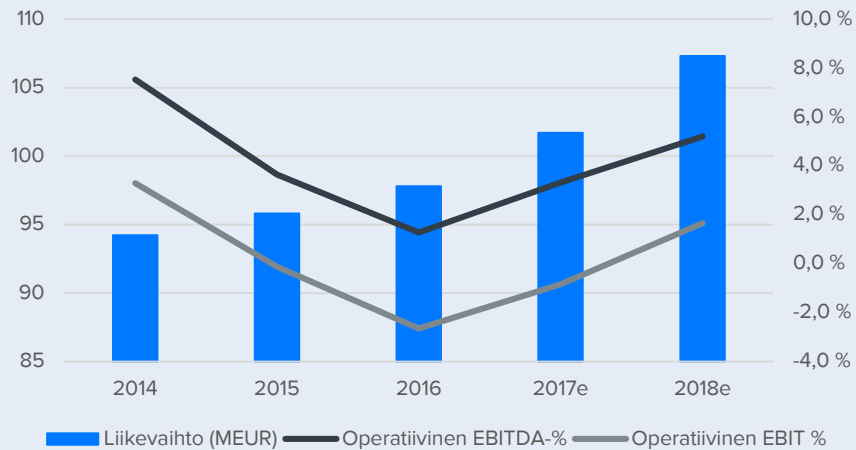
Viljakauppa



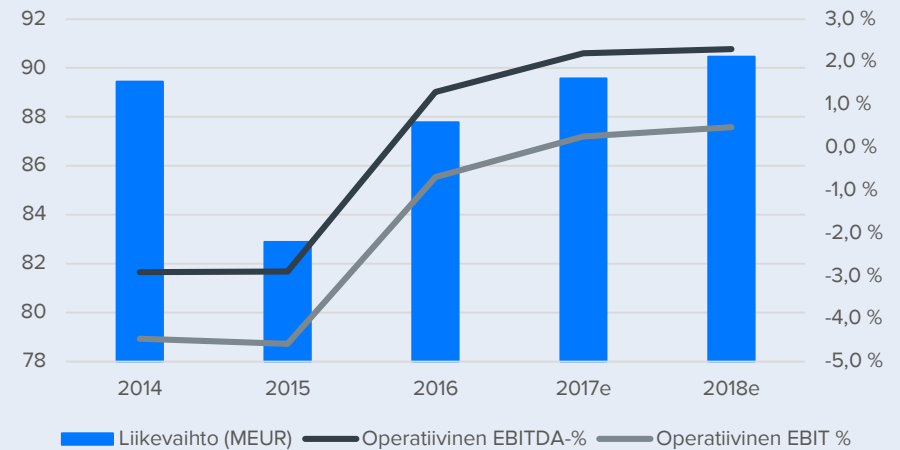
Öljykasvituotteet



Ruokaratkaisut

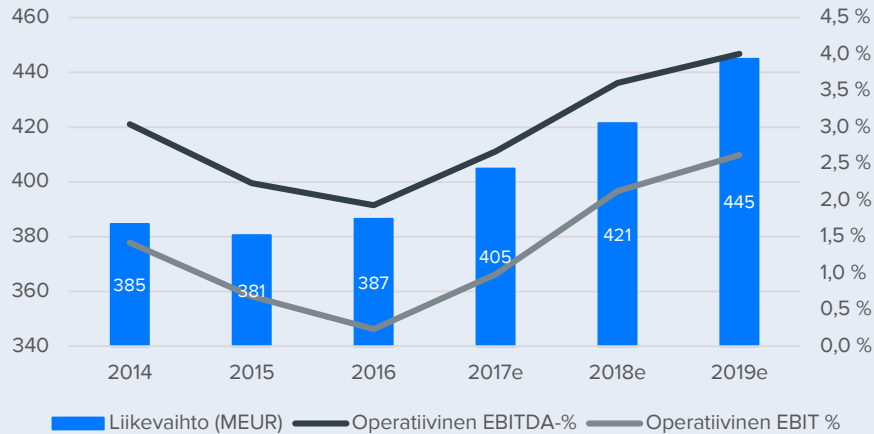


Kalajalosteet

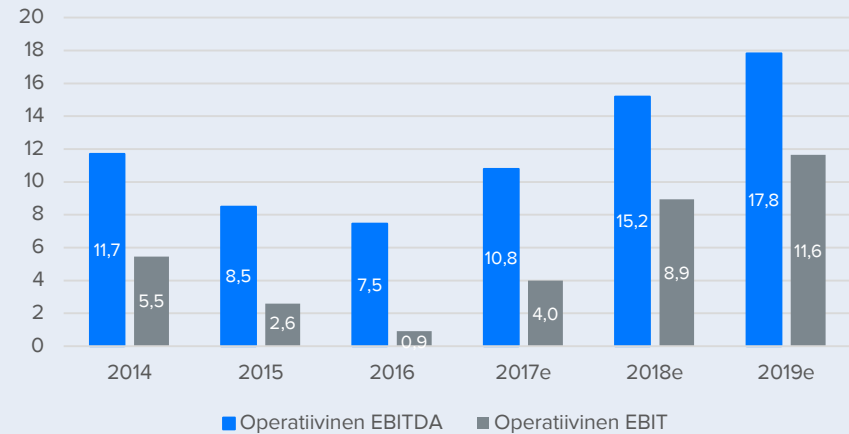


Konsernitason ennusteet

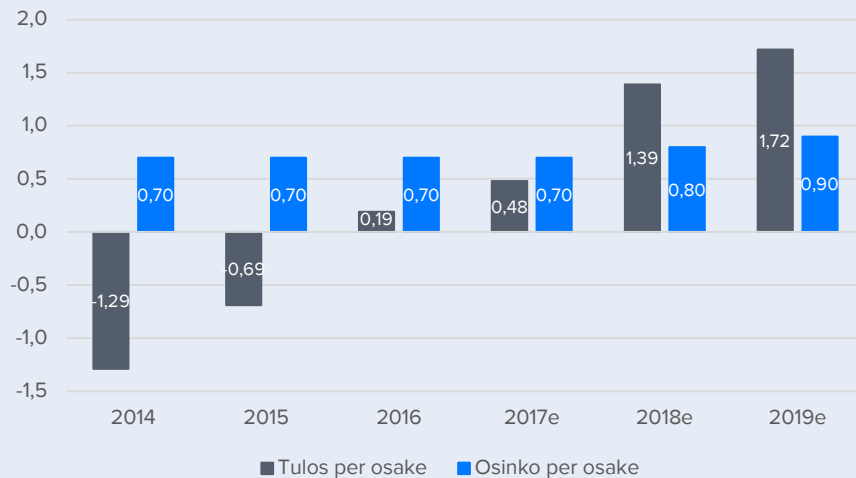
Liikevaihto ja suhteellinen kannattavuus



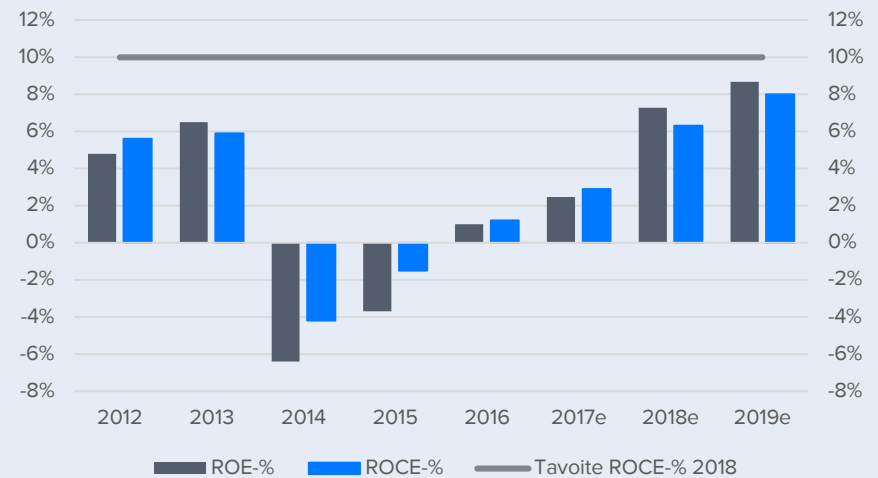
Operatiivinen EBITDA ja EBIT



Osakekohtainen tulos ja osinko



Pääoman tuotto



Kvartaaliennusteet

Avainluvut kvartaali- ja segmenttitasolla

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	91,9	113,0	96,8	103,3	404,9	421,3	444,8
<i>Ruokaratkaisut</i>	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
<i>Vijakauppa</i>	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
<i>Öljyasvituotteet</i>	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
<i>Kalajalosteet</i>	82,9	20,5	22,7	20,4	24,1	87,8	20,3	23,4	21,0	24,9	89,6	90,5	95,0
<i>Segmenttien välinen myynti</i>	-29,6	-5,3	-8,5	-7,8	-5,4	-27,0	-3,9	-7,0	-7,0	-7,0	-25,0	-28,0	-28,0
Käyttökate	5,3	0,5	0,6	3,1	3,0	7,2	0,5	1,8	3,4	5,0	10,8	15,2	17,8
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-6,6	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-6,8	-6,2	-6,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	-1,0	-1,0	1,4	1,5	0,9	-1,2	0,1	1,8	3,4	4,1	8,9	11,6
Liikevoitto	-1,0	-1,0	-1,0	1,4	1,2	0,6	-1,3	0,1	1,8	3,4	4,0	8,9	11,6
<i>Ruokaratkaisut</i>	-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
<i>Vijakauppa</i>	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
<i>Öljyasvituotteet</i>	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
<i>Kalajalosteet</i>	-7,4	-0,8	-0,3	-0,2	0,5	-0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,9	0,1	0,4	0,5
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	-2,1	0,3	2,0	3,6	3,8	9,6	12,2
Verot	-1,1	0,1	0,2	0,7	-0,1	0,8	0,3	-0,1	-0,4	-0,7	-0,9	-1,5	-2,0
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	-1,8	0,2	1,6	2,9	2,9	8,6	10,7
EPS (oikaistu)	-0,11	-0,35	-0,12	0,29	0,41	0,24	-0,27	0,04	0,25	0,46	0,48	1,39	1,73
EPS (raportoitu)	-0,68	-0,35	-0,12	0,29	0,37	0,19	-0,29	0,04	0,25	0,46	0,46	1,39	1,73

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-1,0 %	-4,3 %	6,7 %	22,1 %	-12,1 %	1,5 %	5,0 %	5,6 %	5,2 %	3,2 %	4,8 %	4,0 %	5,6 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-52,6 %	-38,6 %	257,6 %	-21,8 %	-42,9 %	-64,6 %	21,8 %	-109,8 %	26,2 %	121,5 %	341,2 %	120,0 %	30,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	1,4 %	0,6 %	0,5 %	3,4 %	3,0 %	1,9 %	0,6 %	1,6 %	3,5 %	4,9 %	2,7 %	3,6 %	4,0 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	0,7 %	-1,1 %	-1,0 %	1,5 %	1,5 %	0,2 %	-1,3 %	0,1 %	1,8 %	3,3 %	1,0 %	2,1 %	2,6 %
<i>Nettotulos-%</i>	-1,1 %	-2,5 %	-0,7 %	2,0 %	2,3 %	0,3 %	-1,9 %	0,2 %	1,6 %	2,8 %	0,7 %	2,0 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma

Osien summa-laskelma luo pohjan arvostukselle

Apetitin vuonna 2016 uudistetun segmenttirakenteen jälkeen konsernille on aiempaa helpompi määrittää arvo osien summa-laskelman kautta. Ruokaratkaisut-, Viljakauppa-, Öljykasvituotteet- ja Kalajalosteet-segmentit muodostavat kukin selvästi erotettavissa olevan liiketoiminnan omalla toimialalla, joilla kaikilla on tietyn liiketoiminnan arvo. Näiden lisäksi arvonnäärityksessä huomioon tulee ottaa myös Apetitin 20 %:n omistusosuus Sucros Oy:ssä sekä konsernin kassa ja velat.

Osien summa-laskelmaa tehtäessä tulee myös huomata, ettei Avena Nordic Grain ole 100-prosenttisesti Apetitin omistama. Apetit omistaa Avena Nordic Grainista suoraan 90 %:n osuuden ja välillisesti Foison Oy:n kautta 3 %:n osuuden. Olemme vähentäneet laskelmissamme vähemmistöomistajille kuuluvan osan Avenan harjoittamista Viljakauppa- ja Öljykasvituotteet-liiketoiminnoista.

Haarukoimme liiketoimintojen arvoa EV/EBITDA-kertoimien kautta

Olemme verranneet yhtiön eri liiketoimintojen vuosien 2014-2016 aikana tehtyä käyttökatetasoa (EBITDA) nykyarvostukseen ja antaneet eri liiketoiminnoille mielestämme niille sopivat E/EBITDA-kertoimet. Käyttökatetasolle tehtävä tarkastelu on mielestämme paras, sillä yhtiö on itse arvioinut omaksi tavoitteekseen tehdä strategiakauden lopussa 20 MEUR:n käyttökatetta ja sitonut myös kahden (meidän mielestä) arvokkaimman liiketoiminnan taloudelliset tavoitteet käyttökatetasolle (7,5 % EBITDA-tavoite Öljykasvituotteille ja Ruokaratkaisulle).

Apetitin pitkän ajan keskiarvo EV/EBITDA-kertoimelle on ollut noin 7x tasolla, mutta mielestämme yhtiöllä on selvästi erilaiset arvostuskertoimet ansaitsevia parempia liiketoimintoja ja taas toisaalta erittäin heikon kilpailuedun ja suorituskyvyn omaavia liiketoimintoja, jotka eivät ansaitse tulla arvioituksi konsernin keskimääräisillä arvostuskertoimilla. Osien summa-laskelman taulukossa käyttämämme EV/EBITDA-kertoimet kuvaavat osiltaan myös omaa arviotamme liiketoimintojen laadusta ja osa Apetitn laadukkaista liiketoiminnoista ansaitsee mielestämme korkeammat arvostuskertoimet.

Osakkeessa on edelleen laskuvaraa ellei tulostaso ala parantua

Apetitin tulokunto viimeisen kolmen vuoden aikana on ollut heikkoa ja laskutrendillä. Yhtiön neljä liiketoimintoa ovat tehneet vuosien 2014-2016 aikana keskimäärin 9,2 MEUR operatiivista käyttökatetta per vuosi. Vuoden 2014 käyttökatte oli 11,7 MEUR ja vuonna 2016 se laski 7,5 MEUR:oon. Suurin syy heikkoon kehitykseen on ollut Ruokaratkaisut-liiketoiminta, jonka käyttökate on laskenut 7,1 MEUR:n tasolta 1,3 MEUR:n tasolle ja yllättäen suurin parannus on tullut Kalajalosteista, jonka käyttökate on parantunut -2,6 MEUR:sta 1,1 MEUR:oon.

Jos tulokunto jää vuoden 2016 tasolle (EBITDA 7,5 MEUR) on osakkeella mielestämme vielä selvää laskuvaraa. Jos tulos jää vuosien 2014-2016 keskimääräiselle tasolle (vuotuinen EBITDA 9,2 MEUR), on osakkeessa mielestämme edelleen laskuvaraa, mutta tässä tapauksessa laskuvara on kuitenkin melko rajallinen ja sitä tukee seuraavalla sivulla esitelly osien summa -laskelmamme.

Osien summa-laskelma vuoden 2018 ennusteilla antaa osakkeen arvoksi 17,5 euroa

Pääsemme vuoden 2018 ennusteisiimme nojaavassa segmenttikohtaisessa osien summa-laskelmassamme karkeasti noin 100 MEUR:n yhteenlaskettuun yritysarvoon (kaikki neljä liiketoimintoa), johon Sucroksen nettovarallisuus lisättyinä ja arvioimamme nettovelat vähennettynä pääsemme oman pääoman arvoon, joka on 108 MEUR. Tämä tarkoittaa noin 17,5 euroa per osake, joka on yli 20 % korkeampi kuin nykyinen osakekurssi (13,5 euroa). Pidämme tämän laskelman perusteella Apetitn osaketta aliarvostettuna.

Laskelmassa pitää myös huomioida se, että Apetitn oma 2018 käyttökatetavoite (yli 20 MEUR) on mielestämme erittäin haastava ja tätä heijastelee myös oma selvästi yhtiön tavoitteen alapuolella oleva 15,2 MEUR ennusteemme. Nykyisten ennusteidemme perusteella osake on hinnoiteltu selvästi alle osien summa laskelman, mutta jos yhtiö onnistuu yllättämään markkinat ja pääsemään vuoteen 2018 mennessä yli 20 MEUR:n käyttökatetavoitteeseen, näemme osakkeessa merkittävää nousuvaraa nykytasolta.

Olemme kuitenkin lähteneet strategiakauden ennusteissamme liikkeelle varovaisesti, mikä johtuu yhtiön heikosta viime vuosien tuloskehityksestä ja markkinan nopeaa heikentymistä heijastelleista viime vuosina annetuista tulosvaroituksista. Jos yhtiö näyttää etenevän strategiassaan oikeaan suuntaan ja selättävän nykyiset kannattavuusongelmat, on ennusteissamme selkeää nousuvaraa. Tähän tarvitsemme kuitenkin vielä enemmän näyttöjä.

Osien summa -laskelma

Apetit-konsernin toteutuneet luvut	Operatiivinen EBITDA 2014-2016 keskiarvo	EV/EBITDA-kerroin	Liiketoiminnan arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	4,0	7,0	27,7	4,5
Viljakauppa*	2,9	6,0	16,1	2,6
Öljykasvituotteet*	3,7	8,0	27,3	4,4
Kalajalosteet	-1,3	5,0	-6,4	-1,0
Segmentit yhteensä	9,2		64,6	10,4
Sucros**			22,4	3,6
Nettovelka			-14,5	-2,3
Oman pääoman arvo			72,5	11,7

Inderesin ennusteet vuonna 2018	Operatiivinen EBITDA vuonna 2018	EV/EBITDA-kerroin	Liiketoiminnan arvo (EV)	Arvo per osake
Ruokaratkaisut	5,6	7,0	39,1	6,3
Viljakauppa*	2,9	6,0	15,9	2,6
Öljykasvituotteet*	4,7	8,0	34,8	5,6
Kalajalosteet	2,1	5,0	10,4	1,7
Segmentit yhteensä	15,2		100,2	16,2
Sucros**			22,4	3,6
Nettovelka			-14,5	-2,3
Oman pääoman arvo			108,1	17,5

* Apetit Oyj omistaa vilja- ja öljykasviliiketoimintaa harjoittavasta Avena Nordic Grain Oy:stä suoraan 90 % ja välillisesti 3 % Foison Oy:n kautta, joten laskettu arvo on tämän omistussuuden mukainen.

**Sucros on arvostettu vuoden 2016 tilinpäätöksessä olevaan nettovarallisuuteen

Arvostus

Sijoitusnäkemys

Näkemyksemme mukaan Apetitin liiketoiminta on tällä hetkellä vaikeassa tilanteessa, missä oma heikentynyt kilpailukyky on laitettava kuntoon samaan aikaan, kun ulkoinen kilpailupaine kasvaa päivä päivältä kireämmäksi. Yhtiö on saanut viime vuosina jatkuvan alisuorittajan leiman ja viime vuosina annetut negatiiviset tulosvaroitukset ovat heijastelleet markkinatilanteen vaikeutuvan selvästi johdon arvioita nopeammin.

Pitkään kestänyt negatiivinen tuloskehitys, kalaliiketoiminnan jatkuva tappiollisuus, Suomen elintarvikesektorin vaikea markkinatilanne ja viimeisimpänä Ruokaratkaisut-liiketoiminnan tulokunnan äkillinen heikentyminen ovat koetelleet sijoittajien kärsivällisyyttä, mikä on näkynyt osakkeen kurssikehityksessä aivan oikeutetusti negatiivisella tavalla.

Markkinoilla ei uskota 2018 tavoitteiden saavuttamiseen

Arviomme mukaan markkinoilla ei tällä hetkellä uskota Apetitin saavuttavan strategiakauden 2016-2018 taloudellisia tavoitteita, mikä pitää osakkeen matalalla tasolla. Yhtiö tavoittelee vuoteen 2018 mennessä yli 20 MEUR:n operatiivista käyttökate, kun 2016 käyttökate oli 7,5 MEUR. Yhtiön tulisi siis lähes kolminkertaistaa käyttökate kahdessa vuodessa, mikä vaikuttaa viime vuosina nähty tuloskehitys huomioiden erittäin haastavalta.

Meidän ennuste vuoden 2018 käyttökateelle on tällä hetkellä 15,2 MEUR, mikä on yhtiön oman tavoitetason alapuolella, mutta samalla selvästi viime vuosina nähdyn tulostason yläpuolella.

Apetit on viime vuosina yllättänyt kerta toisensa jälkeen markkinat negatiivisesti tulosraporteillaan ja tavoitteiden saavuttaminen on alkanut näyttää koko ajan haastavammalta. Markkinat odottavat yhtiöltä selkeämpiä merkkejä kestävästä kannattavuuskäänteestä, jotta ennusteet voitaisiin nostaa lähemmäs yhtiön itse asettamia strategiakauden 2016-2018 taloudellisia tavoitteita.

Osake on erittäin edullinen, jos taloudelliset tavoitteet saavutetaan

Jos meidän tämän hetkiset (selvästi yhtiön tavoitteiden alapuolella olevat) tulosennusteet toteutuvat, on vuoden 2018 tuloksesta laskettu EV/EBITDA-matala 5x ja P/E-luku 10x. Jos Apetit onnistuisi yllättämään markkinat ja saavuttamaan vuodelle 2018 asetetun 20 MEUR:n käyttökateavoitteen, EV/EBITDA olisi erittäin matala 4x ja P/E-luku 6x. Osakekurssin tulisi olla huomattavasti nykyistä tasoa korkeammalla, jos markkinat uskoisivat yhtiön saavuttavan tavoitteen.

Arviomme mukaan mahdollinen positiivinen kannattavuuskäänte toimisi Apetitin tilanteessa osakkeen ajurina kahdella tavalla: 1) se nostaisi yhtiön tulostasoa ja ennusteita, jonka takia tulos pohjaisen P/E-kertoimen E-komponentti kasvaisi ja 2) markkinoiden luottamuksen palautuessa yhtiön tuloskäänteeseen Apetitille hyväksyttäisiin nykyistä korkeammat arvostuskertoimet (eli esimerkiksi korkeampi P/E-kerroin). Näiden johdosta yhtiön osake kohtaisi vetoapua kahdesta eri suunnasta eli korkeammasta tuloksesta ja korkeammasta arvostuskertoimesta.

Tulos pohjainen arvostus on vielä korkea

Markkinoilla on alettu uskoa, että tulos pohja on nyt nähty, mutta nykyisellä 13,5 euron tasolla olevan osakekurssin perusteella vuoden 2018 taloudellisten tavoitteiden saavuttamista ei pidetä realistisena. Apetitiin tällä hetkellä sijoittavan pitää uskoa yhtiön voimakkaaseen tuloskäänteeseen kolmen erittäin heikon vuoden jälkeen, sillä nykyiseen tulos kuntoon peilatuilla tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla osake ei näytä vielä erityisen houkuttelevalta (2017 P/E on 29x ja EV/EBITDA on 7x).

Matala tase pohjainen arvostus tarjoaa tukea

Osakemarkkinoiden luottamus Apetitia kohtaan on tällä hetkellä heikko vuosia jatkuneen vaatimattoman kasvu- ja tuloskehityksen johdosta. Markkinoiden heikko luottamus heijastuu yhtiön osakkeeseen etenkin matalana markkina-arvona suhteessa oman pääoman tase arvoon (P/B=0,7x).

Apetitin arvostamisen kannalta mielestämme paras ja yksinkertaisin tunnusluku, jota sijoittajien pitäisi seurata on P/B-luku. Tämä johtuu siitä, että Apetitin oman pääoman kirja-arvo on pysynyt vuosien saatossa hyvin pitkälti paikoillaan ja nykyisen liiketoimintaportfolion kroonisesti matalan pääoman tuoton takia pidämme P/B-luvun ehdotonta ylärajaa 1,0x tasolla.

Yhtiö jakaa jatkuvasti lähes koko tuloksensa osinkona ulos eikä taseeseen jätettyjä rahoja olla pystytty investoimaan riittävän suurella pääoman tuotolla takaisin liiketoimintaan, jotta oma pääoma olisi kasvanut.

Arvostus

Osakekurssille kannattaakin tällä hetkellä hakea tukea taseen oman pääoman kirja-arvosta, joka oli vuoden 2016 lopussa 117,7 MEUR eli 19,0 euroa per osake (2015: 19,53 euroa per osake). Taseesta on vuosien 2014-2015 aikana alaskirjattu iso määrä aineetonta omaisuutta ja liikearvoa. Oma pääoma on arviomme mukaan tällä hetkellä melko kuranttia, minkä takia nykyinen markkina-arvo (noin 84 MEUR eli 13,5 euroa per osake) heijastelee heikkoa luottamusta yhtiön kyvyille luoda liiketoiminnalla pääoman kustannukset ylittävää tuottoa. Jos yhtiö pysyy voitollisena jatkossakin, pidämme vahva tase ja eri liiketoimintojen luonne arvioiden P/B-luvun järkevää alarajaa 0,6x tasolla.

Vuonna 2015 ja 2016 Apetitin sidotun pääoman tuotto (ROCE-%) oli vain 1,2 %. Jos yhtiö onnistuisi strategiakaudelle maalaamassaan kannattavuuskäänteessä ja pääsisi yli 10 %:n ROCE-tasolle vuoteen 2018 mennessä, tulisi arvostus nousemaan tätä kautta arviomme mukaan hyvinkin lähelle P/B 1,0x tasoa. Tällöin oman pääoman pysyessä muuttumattomana, P/B-luvun nouseminen 1,0x tasolle vaatisi osakekurssin noin 40 %:n nousua nykytasolta.

Vuosi sitten maaliskuussa tehty uuden strategian julkistaminen ja uuden segmenttirakenteen luoma läpinäkyvyys selvästi palautti markkinoiden luottamusta yhtiöön ja sen tulostakäänteeseen. Strategiajulkistuksen jälkeen osake on kokenut jo tasokorjauksen P/B 0,6x tasolta P/B 0,7x tasolle ja räikein tasepohjainen aliarvostus on jo purkaantunut.

Osinkotuotto on pidetty korkealla tasolla

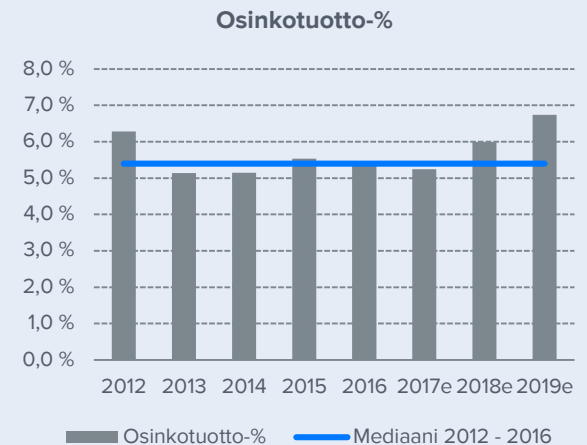
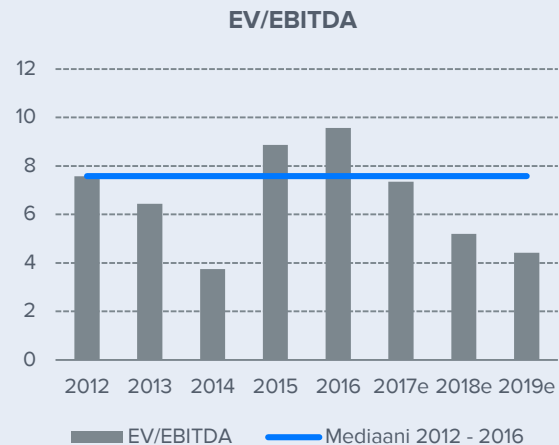
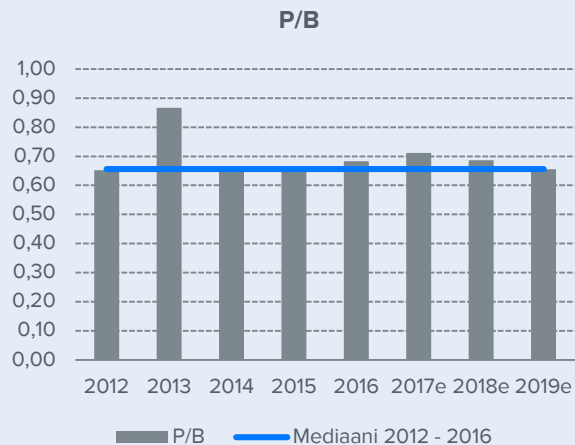
Apetit on tunnettu hyvänä osingonmaksajana ja yhtiön nimi on usein mukana, kun listataan Helsingin pörssin parhaimpia osinkotuottoja. Apetitin uudistetun osinkopolitiikan mukaan yhtiö jakaa osinkona vähintään 40 % tilikauden voitosta, kuitenkin vähintään 0,70 euroa per osake (2016: 0,70 euroa), mikä tarkoittaa nykykurssille hyvää noin 5,2 %:n osinkotuottoa.

Yhtiö on viimeisen kolmen vuoden ajan jakanut 0,70 euron osakekohtaisen osingon (noin 4,3 MEUR yhteensä), mikä on ollut enemmän kuin yhtiö on tehnyt tulosta. Osinkotuotto on jatkuvasti ollut keinotekoisesti korkealla (noin 5-6 %:n tasolla), sillä yhtiö on käytännössä vain tyhjentänyt tasetta edellisten tilikausien voitosta maksamalla osinkoa yli tilikauden tuloksen. Sijoittajien tulee huomata, että Apetit pystyy jatkamaan nykyistä avokätisen osingon linjaa vahvan taseen turvin vielä jonkin aikaa, mutta pitkällä aikavälillä yhtiö ei voi jatkaa osinkoa enempää kuin se tekee tulosta.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	14,32	19,45	13,59	12,65	12,97	13,49	13,49	13,49
Markkina-arvo	90	123	84	78	80	84	84	84
Yritysarvo (EV)	123	137	84	79	72	81	80	80
P/E (oik.)	12,1	9,5	16,2	neg.	55,0	28,1	9,7	7,8
P/E	12,7	12,1	neg.	neg.	69,2	29,0	9,7	7,8
P/Kassavirta	-3,0	4,5	5,0	-2,8	6,0	-79,9	21,3	23,0
P/B	0,65	0,87	0,66	0,65	0,68	0,72	0,69	0,66
P/S	0,24	0,32	0,22	0,21	0,21	0,21	0,20	0,19
EV/Liikevaihto	0,33	0,35	0,22	0,21	0,19	0,20	0,19	0,18
EV/EBITDA	7,6	6,4	3,8	8,9	9,6	7,4	5,3	4,5
EV/EBIT	13,3	11,2	15,3	30,4	78,3	19,9	8,9	6,8
Osinko/tulos (%)	80,1 %	62,4 %	-54,1 %	-100,8 %	373,7 %	150,7 %	57,6 %	52,1 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	5,1 %	5,2 %	5,5 %	5,4 %	5,2 %	5,9 %	6,7 %

Lähde: Inderes

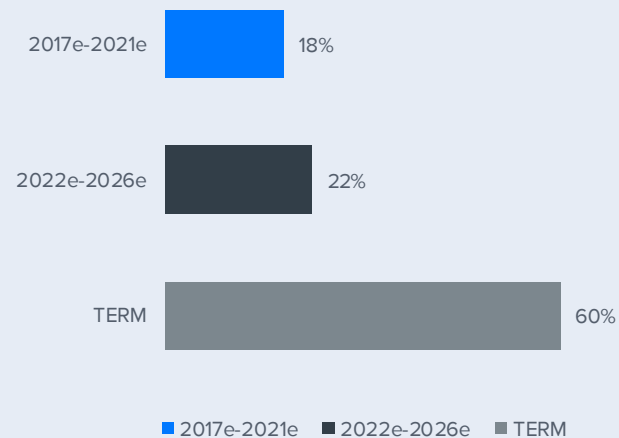


DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	0,6	4,0	8,9	11,6	11,9	12,5	12,3	12,0	11,8	11,5	11,8	
+ Kokonaispoistot	6,6	6,8	6,2	6,2	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	6,1	
- Maksetut verot	-1,2	-0,9	-1,5	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,1	-2,3	-2,2	-2,3	
- 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	-2,5	-2,2	-3,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	22,7	7,2	11,1	12,3	14,3	14,7	14,4	14,2	14,0	13,8	14,1	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-9,2	-8,2	-7,2	-8,6	-6,7	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-7,4	-7,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,4	-1,0	3,9	3,6	7,5	8,5	8,2	8,0	7,8	6,4	6,8	
+/- 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	-1,0	3,9	3,6	7,5	8,5	8,2	8,0	7,8	6,4	6,8	118,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,0	3,5	3,0	5,7	6,0	5,4	4,9	4,4	3,3	3,3	57,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		95,7	96,7	93,2	90,2	84,5	78,5	73,1	68,2	63,8	60,5	57,2
Velaton arvo DCF		95,7										
- Korolliset velat		-19,4										
+ Rahavarat		4,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,3										
Oman pääoman arvo DCF		99,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,06										

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



Verrokkiryhmän arvostus

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	2722,00	1633	1637	18,6	16,9	13,8	12,9	1,1	1,1	24,4	22,1	1,5	1,6	3,5
Savencia SA	82,20	1161	1603	8,8	8,3	4,9	4,7	0,3	0,3	10,7	10,0	2,0	2,1	0,8
Agrana Beteiligungs AG	97,51	1530	1981	13,1	10,7	8,3	7,2	0,8	0,7	13,1	11,5	4,2	4,6	1,1
Atria Oyj	11,12	213	472	12,2	10,8	5,4	5,1	0,3	0,3	13,0	11,2	4,6	5,1	0,7
Raisio Oyj	3,51	583	606	13,5	12,0	10,8	9,7	1,5	1,5	16,9	14,5	5,4	5,7	1,7
Deoleo SA	0,18	209	741	16,1	12,3	11,6	9,6	1,0	1,0	100,0	12,1			0,5
Dairy Crest Group PLC	594,50	997	1321	15,9	14,7	12,0	11,4	2,6	2,5	17,5	16,3	3,6	3,8	5,7
HKScan Oyj	3,42	171	367	27,4	17,3	5,2	4,5	0,2	0,2	76,0	19,2	4,6	4,7	0,5
Bonduelle SAS	32,61	1050	1648	15,7	11,7	8,6	6,9	0,7	0,6	16,8	13,5	1,3	1,5	1,7
Austevoll Seafood ASA	71,00	1534	3052	6,5	6,5	5,4	5,4	1,3	1,3	7,7	7,5	5,4	5,6	1,0
Origin Enterprises PLC	7,40	935	1091	16,1	15,3	14,3	13,7	0,7	0,7	16,5	15,6	2,8	2,9	
Apetit (Inderes)	13,49	84	81	19,9	8,9	7,4	5,3	0,2	0,2	28,1	9,7	5,2	5,9	0,7
Keskiarvo				15,3	12,4	9,1	8,1	0,9	0,9	28,0	13,8	3,7	4,0	1,6
Mediaani				15,8	11,9	8,4	7,1	0,8	0,7	16,8	12,8	4,2	4,6	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				26 %	-25 %	-12 %	-26 %	-73 %	-73 %	67 %	-24 %	22 %	30 %	-25 %

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

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	88	79	84	85	86
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	8	8	8	8	9
Käyttöomaisuus	41	44	48	49	49
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	35	23	23	23	23
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	1	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	3	3	4	4	4
Vaihtuvat vastaavat	97	119	100	105	109
Varastot	54	75	65	68	71
Myyntisaamiset	30	30	30	32	33
Likvidit varat	14	13	5	5	5

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	128	121	118	116	121
Osakepääoma	13	13	13	13	13
Kertyneet voittovarot	85	80	76	75	79
Omat osakkeet	0	-2	-2	-2	-2
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	31	30	30	30	30
Vähemmistöosuus	1	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	6	9	11	11
Laskennalliset verovelat	5	4	4	4	4
Varaukset	0	0	0	0	0
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	3	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	1	0	0	0	0
Taseen loppusumma	186	198	184	190	195

Vastuuvapauslauseke ja suositus historia

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 sijoitus päätöksensä 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 prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää, osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 arvon 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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/>

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 €

Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 40 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi