

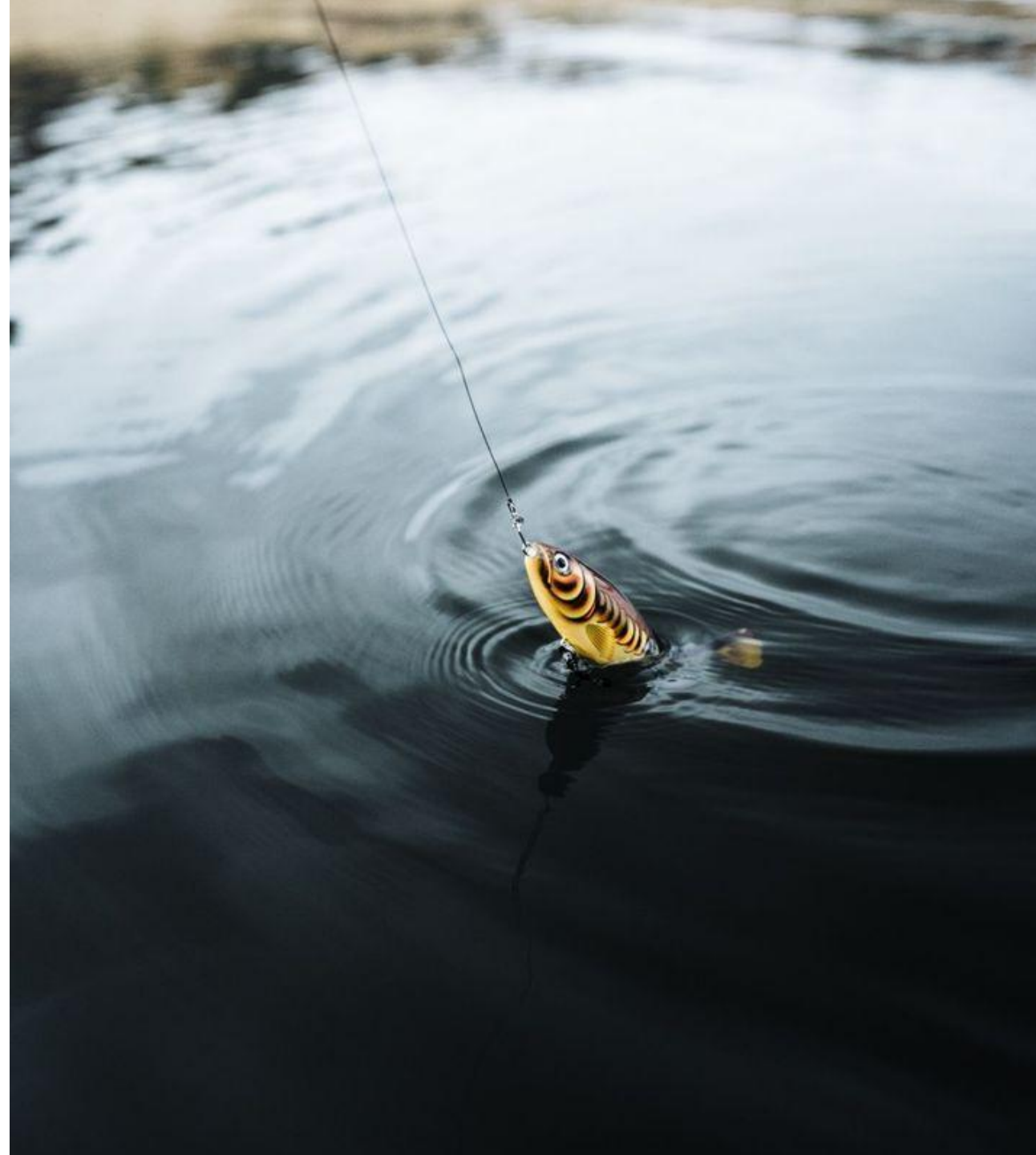
RAPALA VMC

25.07.2025 7.45 EEST



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Askel oikeaan suuntaan

Rapalan alkuvuosi sujui odotuksiamme paremmin liiketoimintaympäristön haasteista huolimatta, ja yhtiö antoi selviä merkkejä tuloskäänteen etenemisestä. Positiivisten ennustemuutosten myötä nostamme tavoitehintamme 1,4 euroon (aik. 1,3). Osakkeen arvostus ei ole yhtiön pidemmän aikavälin potentiaaliin nähden haastava, mutta kireä taseasema ja markkinahäiriöiden aiheuttamat riskit pitävät meidät toistaiseksi vielä varovaisella kannalla osakkeen suhteen. Toistamme vähennä-suosituksen.

Käännös eteni, mutta kehitys hidastui alkuvuoden edetessä

Rapalan H1-liikevaihto kasvoi 4 % 126 MEUR:oon, mikä ylitti 121 MEUR:n ennusteamme. Kehitystä ajoi yhtiölle kriittinen Pohjois-Amerikan markkina, jossa se saavutti 12 %:n kasvun 13 Fishing-brändin uuden lanseerauksen ja CrushCity-pehmytuistinnalliston vahvan kehityksen siivittämänä. Vahvan kasvun ja odotuksiamme sekä vertailukautta kevyemmän kulurakenteen tukemana yhtiön 8,6 MEUR:n vertailukelpoinen liike-tulos ylitti sekä 5,8 MEUR:n ennusteamme että vertailukauden tason. Yhtiön mukaan Yhdysvaltojen huhtikuussa asettamat tuontitullit kuormittivat myyntikatteita, sillä niiden aiheuttamat kustannukset on vain osittain viety hintoihin. Materiaalilate piti tästä huolimatta hyvin pintansa, joskin tullit vaikuttivat myyntiin vasta kahden kuukauden edestä. Katsauskauden lopussa yhtiön nettovelka asetui 58,6 MEUR:oon, jonka lisäksi yhtiöllä on 30 MEUR:n hybridilaina osana omaa pääomaa. Parantunut tulostaso laski yhtiön nettovelka/käyttökate-tunnuslukua, joka oli kvartaalin lopussa terveemmällä, mutta kuluttajatuoteyhtiölle korkealla 4,6x tasolla hybridilaina huomioiden. Arvonluonnin kannalta on nähdäksemme ensiarvoisen tärkeää edistää yhtiön tuloskäännettä ja suunnata pääoma taseen vahvistamiseksi ja 2026 lopussa erääntyvän kalliin hybridilainan lunastamiseksi.

Ohjeistusriski hälveni vahvan alkuvuoden myötä

Raportin yhteydessä Rapala toisti kasvavaa vertailukelpoista liikevoittoa viitoittavan ohjeistuksensa. Alkuvuoden osalta yhtiön kehitys on ollut sangen suotuisaa, joskin sen kommenttien perusteella kysyntä Euroopassa hiljentyi Q2:n aikana ja huhtikuusta lähtien tuontitullit ovat rasittaneet vientiä Pohjois-Amerikkaan. Vahvan alkuvuoden jälkeen ohjeistuksen saavuttamisen ei pitäisi aiheuttaa haastetta, kunhan Yhdysvallat ei oleellisesti eskaloi kauppasotaa Taiwanin tai Euroopan suuntaan. 2025 vertailukelpoinen liike-tulosennusteamme asettuu 9,0 MEUR:oon, joka on selvä parannus edellisvuoden vaisulta tasolta, mutta edelleen kaukana yhtiön potentiaalisesta tulostasosta. Lähivuosina odotamme Rapalan vahvistavan tulostasoaan entisestään kasvun tukemana, joskin kehitys ei jätä varaa oleelliselle Yhdysvaltain tuontitullien korotukselle. Kilpailun näkökulmasta painotamme kuitenkin, että kalastustarvikemarkkinalla on hyvin rajallisesti paikallista tuotantoa Yhdysvalloissa, minkä seurauksena lähes koko toimiala painii Rapalan kanssa samojen geopolitiittisten haasteiden kanssa.

Arvostuksessa on haettava tukea kauempaa tulevaisuudesta

Rapalan liikevaihto- ja tasepohjainen arvostus ovat maltillisia hyviä brändejä omaavalle kuluttajatuoteyhtiölle, ja osaketta hinnoitellaan kyseisillä mittareilla merkittäväällä alennuksella verrokkeihin nähden. Tämä luo osakkeelle nousupotentiaalia, mikäli yhtiö kykenee nostattamaan suhteellista kannattavuutta lähemmäs muita kuluttajatuoteyhtiöitä. Alkuvuosi antoi varsin myönteisiä merkkejä tuloskäänteen kehityksestä, mutta Yhdysvaltain tullien ja muiden markkina-alueiden pehmentyneen kysynnän myötä nykytasolta parantaminen muuttuu haastavammaksi. Nykyennusteillamme yhtiön tulospohjainen arvostus on lähivuosille korkea (2025-26 EV/EBIT: 17-14x), mikä yhdessä rahoitusriskin kanssa jättää osakkeen riskikorjatun tuotto-odotuksen riittämättömäksi.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

1,40 EUR

(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:

1,34 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	220,9	227,8	233,6	240,1
kasvu-%	0 %	3 %	3 %	3 %
EBIT oik.	6,2	9,0	11,3	15,0
EBIT-% oik.	2,8 %	4,0 %	4,8 %	6,2 %
Nettotulos	0,4	-0,5	2,2	5,9
EPS (oik.)	-0,13	-0,08	-0,02	0,15

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	8,9
P/B	0,6	0,4	0,4	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	26,8	16,9	13,7	9,8
EV/EBITDA	7,9	7,2	8,0	6,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7	0,6

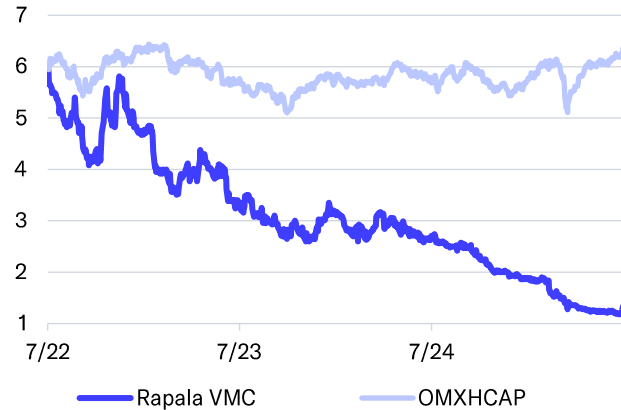
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

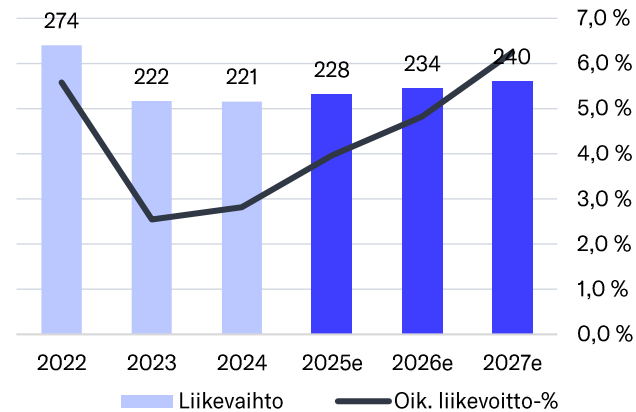
2025 vertailukelpoisen liikevoiton ohjeistetaan kasvavan edellisvuodesta (2024: 6,2 MEUR).

Osakekurssi



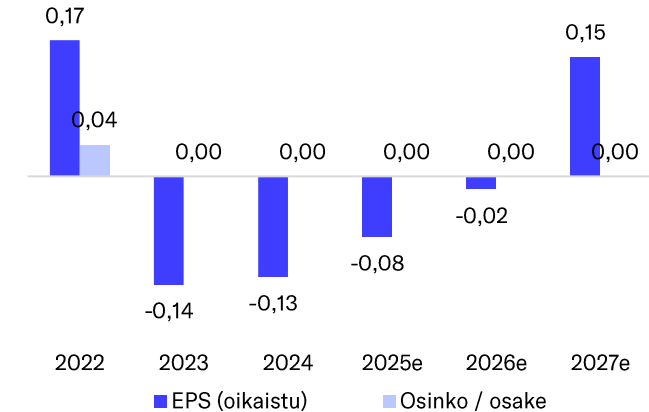
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu

Riskitekijät

- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Kaupan omien brändien kasvu
- Vähittäiskaupan murros ja konsolidaatio asiakaspuolella
- Kilpailun kiristyminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,34	1,34	1,34
Osakemäärä, milj. kpl	38,9	38,9	38,9
Markkina-arvo	52	52	52
Yritysarvo (EV)	153	155	147
P/E (oik.)	neg.	neg.	8,9
P/E	neg.	neg.	8,9
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,2	8,0	6,4
EV/EBIT (oik.)	16,9	13,7	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Liiketoimintaympäristön haasteiden vaikutus jäi odotettua pienemmäksi

Pohjois-Amerikan myynti oli odotettua vahvempaa

Rapalan H1-liikevaihto kasvoi vakuuttavat 4 % 126 MEUR:oon (5 % vertailukelpoisin valuutoin), mikä ylitti 121 MEUR:n ennusteamme. Ennusteylityksen taustalla oli vahva kasvu Pohjois-Amerikan markkinoilla muiden markkina-alueiden jäätyä odotuksista. Pohjois-Amerikassa Rapala kasvoi vahvat 12 %, jota tuki jälleenmyyjien varastotasojen täydentäminen vahvan 2024/2025 kalastuskauden jäljiltä. Myös 13 Fishing –tuotevalikoiman onnistunut lanseeraus ja CrushCity-pehmytuistinten jatkunut vahva kysyntä sekä keskeisten brändien hyvä kehitys tukivat kasvua.

Pohjoismaissa myynti laski 4 % heikkojen lumiolosuhteiden painettua talviurheiluvälineiden myyntiä. Myös muun Euroopan liikevaihto laski 6 % edelliskaudelta jääneen varastojen jarrutettua myyntiä. Muun maailman liikevaihto oli vertailukauden tasolla, mutta kasvua kertyi 5 % vertailukelpoisin valuutoin mitattuna. Yhtiön mukaan kilpailu kiristyi Aasian markkinoilla paikallisten

kalastusvälinevalmistajien lisättyä investointejaan kotimarkkinoilleen, kun taas Latinalaisessa Amerikassa markkinaympäristön kehitys oli myönteistä.

Kulukuri tuki tulositytystä

Rapalan vertailukelpoinen H1-liiketulos asettui 8,6 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 5,8 MEUR:n ennusteamme ja vertailukauden 6,2 MEUR:n tason. Ennusteylityksen taustalla oli odotuksiamme vahvempi liikevaihto, jonka ohella yhtiön kulurakenne oli ennakoimaamme kevyempi. Yhtiön mukaan Yhdysvaltojen vastavuoroiset tullit ovat aiheuttaneet häiriöitä toimitusketjussa, varastojen kasvua ja edellyttäneet toimia vaikutusten minimoimiseksi. Rapala, jonka myynnistä noin 45 % suuntautuu Yhdysvaltoihin, on erityisen altis Taiwanin ja Euroopan tuontitulleille. Yhtiön mukaan huhtikuussa voimaan tulleet tullit painoivatkin myyntikatteita, sillä vain osa tullien aiheuttamista kustannuksista on siirretty asiakkaille. Vahvasta operatiivisesta kehityksestä huolimatta raportoitu liikevoitto laski selvästi vertailukauden tasolta,

joka sai tukea Kanadassa sijaitsevan jakelukeskuksen myynti- ja takaisinvuokrauksesta syntyneestä myyntivoitosta. Ennusteitamme suuremmat rahoituskustannukset ja katsauskauden yllättävän korkea verorasite painoivat kuitenkin osakekohtaisen tuloksen ennusteidemme alapuolelle.

Rahoitusasemaa on syytä pitää silmällä

H1:n aikana Rapalan liiketoiminnan rahavirta asettui 6,2 MEUR:oon, jota painoi käyttöpääoman 4,8 MEUR:n kasvu. Nettovelka asettui hybridilaina huomioiden kvartaalin lopussa 89 MEUR:oon. Yhtiö sopi katsauskauden aikana rahoittajapankkien kanssa 106 miljoonan euron rahoitussopimuksen muutoksesta ja pidentämisestä kuudella kuukaudella ja valmistautuu jälleenrahoittamaan kyseisen rahoituspaketin ja sen hybridilainan seuraavan 12 kuukauden aikana. Taseen vahvistaminen onkin keskeisessä asemassa riskiprofiilin laskemiseksi.

Ennustetaulukko	H1'24	H1'25	H1'25e	H1'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	121	126	121				228
Käyttökate	16,9	15,0	11,7				21,3
Liikevoitto (oik.)	6,2	8,6	5,8				9,0
Liikevoitto	11,2	9,1	5,8				9,5
EPS (oik.)	-0,06	0,00	0,03				-0,08
EPS (raportoitu)	0,07	0,02	0,03				-0,06
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	4,2 %	0,3 %				3,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	5,1 %	6,8 %	4,8 %				4,0 %

Lähde: Inderes

Vahva H1-raportti ajoi ennustemuutoksia

Ennusteriski on koholla, kunnes Yhdysvaltain tulleista sovitaan

Olemme nostaneet Rapalan lähivuosien operatiivisia ennusteitamme odotuksiamme vahvemman H1-raportin perusteella. Etenkin Pohjois-Amerikan suoritus ylitti odotuksemme, jossa 13 Fishing ja CrushCity –brändien myynti vaikuttaa kehittyvän varsin myönteisesti. Rapala viesti itse suhtautuvansa varovaisen positiivisesti H2:een Pohjois-Amerikan vahvojen talvikalastuksen tilausten siivittämänä, mutta tullit heikentävät luonnollisesti lähitulevaisuuden ennustettavuutta. Yhtiön mukaan kiristyneiden kauppakiistojen aiheuttama epävarmuus vaikutti kysyntään etenkin Euroopan ja Aasian markkinoilla toisella vuosineljänneksellä. Tämä ja huhtikuussa voimaan astuneiden Yhdysvaltain tullit huomioiden alkuvuoden myönteinen kehitys vaikuttaa hidastuneen katsauskauden edetessä. Kilpailun kiristyminen Aasian markkinoilla on luonnollisesti negatiivinen asia Rapalan tulevaa kehitystä

ajatellen, mutta Euroopan ja Pohjois-Amerikan poissulkeva ”Muu maailma” –segmentti vastaa vain noin 10 %:a konsernin liikevaihdosta. Euroopan ja Aasian heikkous altistaa nähdäksemme Rapalan kehitystä korostetusti Yhdysvaltain markkinoille ja maan kauppapolitiikalle. Yhdysvaltain kauppasovun syntyminen Euroopan ja Taiwanin kanssa laskisi Rapalan kohdalla tulevaisuuteen liittyvää epävarmuutta, joskin tullien nouseminen nykyiseltä väliaikaiselta 10 %:n tasolta vaikuttaa viimeaikaisen uutisvirran perusteella todennäköiseltä. Tämän myötä näemme huomattavan ennusteriskin 2025 ja 2026 ennusteisiimme liittyen, kunnes saamme näkyvyyttä Yhdysvaltain tuleviin kauppasopimuksiin.

Strategiaa tullaan päivittämään syksyllä

H1-raportissaan Rapala kertoi, että yhtiön strategiaa tullaan päivittämään syksyllä 2025 osana strategiaprosessia. Uusi strategia on tarkoitus mukauttaa markkinaympäristön muutosten mukaiseksi ja se tulee kattamaan kauden 2026-

2028. Hiljattain tapahtunut toimitusjohtajan vaihdos huomioiden ajankohta strategian päivittämiselle vaikuttaa mielestämme luonnolliselta. Nykyisen toimitusjohtajan noustua virkaan talon sisältä emme kuitenkaan odota merkittäviä täyskäännöksiä strategiaan, vaan pikemminkin päivitystä eri painopistealueisiin. Pidämme todennäköisenä, että uusi strategia painottaa nykyistä vahvemmin hajautettua päätöksentekoa brändeittäin sekä terävöittää konsernin muiden brändien roolia Rapala-brändin vierellä.

Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	219	228	4 %	228	234	2 %	235	240	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,0	9,0	51 %	10,7	11,3	5 %	14,5	15,0	3 %
Liikevoitto	6,0	9,5	59 %	10,7	11,3	5 %	14,5	15,0	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,05	-0,08	-54 %	0,00	-0,02	-536 %	0,18	0,15	-16 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Rapala VMC Oyj, Audiocast, Q2'25



Seuraamme toistaiseksi vielä sivusta

Arvostus vaatii katseen kääntämistä turhan pitkälle tulevaisuuteen

Negatiivisten nettotulosennusteiden takia Rapalan arvostuksessa on tukeuduttava lähivuosien osalta yritysarvopohjaisiin kertoiimiin. Vuosien 2025-2026 EV/EBIT-kertoimet ovat korkealla 17-14x tasoilla. Huomattavan tulospoimuksen olettavilla 2027 ennusteillamme arvostus kääntyy neutraaliksi, mutta siihen on mielestämme vielä tässä vaiheessa haastava tukeutua lyhyen aikavälin ennuste- ja rahoitusriskin takia. Ennusteemme ovat kuitenkin maltilliset yhtiön tulospotentiaaliin ja verrokkiyhtiöiden suoritustasoon nähden, mikä tasapainottaa nähdäksemme osakkeen tuottoriski-suhdetta. Maltilliset odotukset ovat kuitenkin nähdäksemme toistaiseksi paikallaan, sillä yhtiön historialliset näytöt ovat pidempään olleet liiketoiminnan potentiaalia vaisummat. Rapalan kaltaisissa käännetyhtiöissä ennusteriski on koholla ja tuloskäänte voi äkillisesti edetä huomattavankin nopeasti, mutta odottavan aika on pitkä nykyisen tulostason tuhotessa arvoa ja nostaessa tase-riskiä. Samalla vivutettu tase rajoittaa pääomanallokointimahdollisuuksia ja lähivuosien osingonjakoa, mikä painaa osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

Verrokkeihin nähden arvostuskuva vaikuttaa tulospohjaisesti hintavalta

Tase- (P/B 0,4x) ja liikevaihtopohjaisesti (EV/S: 0,7x) Rapalaa hinnoitellaan pessimistisesti sekä absoluuttisesti että yhtiön verrokkeihin nähden. Juurisyy kyseisen hinnoittelun taustalla on kuitenkin yhtiön korkea riskiprofiili ja verrokkeja heikompi pääoman tuotto. Samalla maltillisen

liikevaihtopohjaisen arvostuksen myötä tulospohjainen arvostus voi laskea nopeastikin, mikäli tuloskäänte ottaa kunnolla tuulta purjeisiinsa. Ennusteissamme Rapalan 2025-2026 liiketulosmarginaali on 4-5 %, mikä on selvästi verrokkien alapuolella ja jättää varaa paremmalle suoritustasolle yhtiön liiketoimintamalli huomioiden. Tulospohjaisesti Rapalan arvostus kääntyy kuitenkin selvälle preemiolle verrokkeihin nähden heikon suhteellisen kannattavuusennusteen takia.

DCF-malli ei tunnista oleellista nousuvaraa

DCF-mallimme indikoi Rapalan osakkeelle 1,6 euron osakekohtaista arvoa. DCF-mallimme olettaa, että yhtiön liikevoittomarginaali on pitkässä juoksussa noin 7-8 % ja liikevaihdon kasvavan noin 2-3 %. Näin ollen DCF-mallimme olettaa kohtuullista tuloskäännettä (vaikkei yhtiö ennusteissamme saavutakaan täyttä potentiaaliaan), jossa yhtiön suoritustaso vakiintuu 2010-lukua korkeammalle tasolle. Ennusteissamme yhtiöstä kuoriutuu normalisoidusti keskinkertainen suorittaja, jonka pääoman tuotto on aavistuksen tuottovaateen alapuolella. Kyseisellä oletuksella Rapala ei saa vahvan markkina-asemansa ja brändinsä potentiaalia täysmääräisesti ulosmitattua. Rapalan brändin ja skaalan turvin näemme yhtiöllä edellytykset luoda arvoa omilla vahvuusalueillaan (mm. Pohjois-Amerikan ja Pohjoismaiden myynti, kalastuksen kulutustavarat), joten kyseisten vahvuusalueiden sisällä kasvaminen voi arviomme mukaan parantaa pääoman tuottopotentiaalia. On kuitenkin selvää, että strategista pelikirjaa on historiaan nähden terävöitettävä, sillä viimeisten 10 vuoden aikana yhtiön pääoman tuotto on jäänyt tuottovaateesta eikä liiketoiminta näin ollen ole ollut arvoa luovaa.

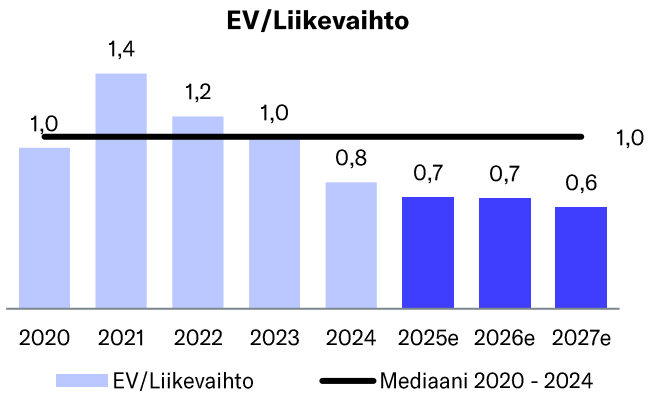
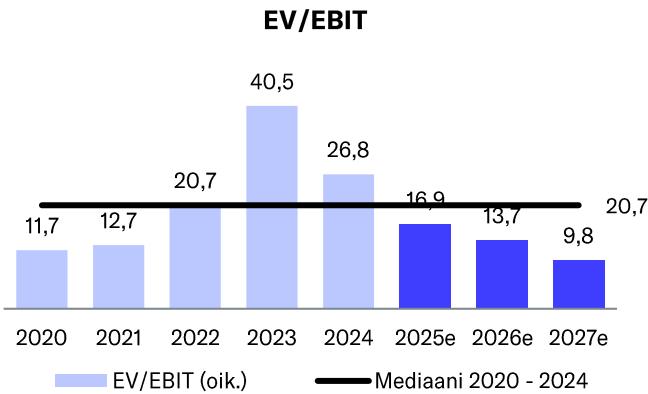
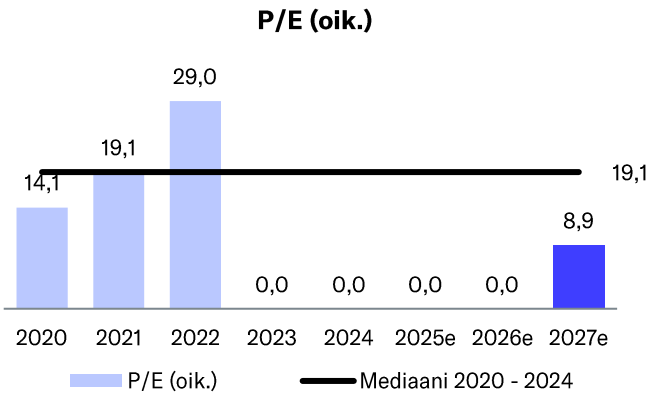
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,34	1,34	1,34
Osakemäärä, milj. kpl	38,9	38,9	38,9
Markkina-arvo	52	52	52
Yritysarvo (EV)	153	155	147
P/E (oik.)	neg.	neg.	8,9
P/E	neg.	neg.	8,9
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,2	8,0	6,4
EV/EBIT (oik.)	16,9	13,7	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,36	8,72	5,00	3,00	1,92	1,34	1,34	1,34	1,34
Osakemäärä, milj. kpl	38,6	38,6	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Markkina-arvo	168	337	194	117	75	52	52	52	52
Yritysarvo (EV)	252	415	316	228	167	153	155	147	133
P/E (oik.)	14,1	19,1	29,0	neg.	neg.	neg.	neg.	8,9	5,9
P/E	>100	19,8	52,5	neg.	neg.	neg.	neg.	8,9	5,9
P/B	1,5	2,4	1,4	0,9	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
P/S	0,6	1,1	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	1,0	1,4	1,2	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	10,2	9,0	13,4	14,7	7,9	7,2	8,0	6,4	5,1
EV/EBIT (oik.)	11,7	12,7	20,7	40,5	26,8	16,9	13,7	9,8	7,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	34,0 %	42,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,7 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,5 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Globeride Inc	312	417			6,5	6,2	0,6	0,6	13,1	10,4	3,6	4,0	0,9
Shimano Inc	10866	7790			13,2	11,3	2,8	2,6	28,0	23,0	1,6	1,7	2,1
Fiskars Oyj Abp	1184	1745	21,0	15,0	11,5	9,1	1,5	1,5	22,4	15,7	4,9	5,3	1,6
Johnson Outdoors Inc.	295	215		9,1			0,4	0,4		13,4			0,8
Mizuno Corp	1303	1216			9,3	8,0	0,9	0,8	13,9	13,1	1,8	1,8	1,4
Yonex Co	1630	1525			15,6	14,3	1,9	1,7	25,6	23,2	0,7	0,8	3,8
Thule Group AB	2807	3171	19,6	16,8	16,5	14,4	3,3	3,1	25,3	20,9	3,3	3,8	4,0
Orthex Oyj	81	94	9,8	8,3	6,6	5,9	1,0	1,0	12,7	10,0	5,0	6,1	2,1
Helen Of Troy Ltd	478	1201	5,7	7,8	4,8	6,3	0,7	0,8	3,4	5,4			0,3
Harvia Oyj	950	1002	23,4	20,1	19,9	17,4	5,0	4,6	31,4	26,6	1,7	1,9	6,8
Tulikivi	28	35	17,7	11,8	7,1	7,1	1,1	1,0	23,2	15,5	2,2	4,3	1,5
Rapala VMC (Inderes)	52	153	16,9	13,7	7,2	8,0	0,7	0,7	-17,5	-82,3	0,0	0,0	0,4
Keskiarvo			16,2	12,7	11,1	10,0	1,8	1,6	19,9	16,1	2,7	3,3	2,3
Mediaani			18,7	11,8	10,4	8,5	1,1	1,0	22,8	15,5	2,2	3,8	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-9 %	16 %	-31 %	-6 %	-38 %	-34 %	-177 %	-632 %	-100 %	-100 %	-75 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	222	121	100	221	126	102	228	234	240	246
Pohjois-Amerikka	111	61,4	50,7	112	69,0	52,3	121	125	129	132
Pohjoismaat	27,8	13,5	12,2	25,7	12,9	12,7	25,6	26,1	26,8	27,3
Muu Eurooppa	57,1	33,5	24,8	58,3	31,6	24,8	56,4	57,5	58,9	60,1
Muu maailma	26,1	12,1	12,7	24,8	12,1	12,6	24,7	25,2	25,8	26,3
Käyttökate	15,5	16,9	4,2	21,1	15,0	6,3	21,3	19,4	23,0	26,0
Poistot ja arvonalennukset	-11,5	-5,7	-6,8	-12,5	-5,9	-5,9	-11,8	-8,2	-8,0	-7,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	6,2	0,0	6,2	8,6	0,4	9,0	11,3	15,0	18,1
Liikevoitto	4,0	11,2	-2,6	8,6	9,1	0,4	9,5	11,3	15,0	18,1
Nettorahoituskulut	-10,2	-4,3	-3,8	-8,1	-4,9	-4,0	-8,9	-8,3	-6,9	-6,0
Tulos ennen veroja	-6,2	6,9	-6,4	0,5	4,2	-3,6	0,6	3,0	8,1	12,1
Verot	-0,7	-2,2	2,2	0,0	-2,0	0,9	-1,1	-0,7	-2,0	-3,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Nettotulos	-7,0	4,7	-4,3	0,4	2,2	-2,7	-0,5	2,2	5,9	8,8
EPS (oikaistu)	-0,14	-0,06	-0,07	-0,13	0,00	-0,08	-0,08	-0,02	0,15	0,23
EPS (raportoitu)	-0,18	0,07	-0,14	-0,07	0,02	-0,08	-0,06	-0,02	0,15	0,23

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-19,2 %	2,2 %	-3,1 %	-0,3 %	4,2 %	1,9 %	3,1 %	2,5 %	2,8 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-63,1 %	15,9 %	-91 %	10,4 %	38,5 %	1512,6 %	45,0 %	24,7 %	33,1 %	20,8 %
Käyttökate-%	7,0 %	14,0 %	4,2 %	9,6 %	11,9 %	6,2 %	9,4 %	8,3 %	9,6 %	10,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,5 %	5,1 %	0,0 %	2,8 %	6,8 %	0,4 %	4,0 %	4,8 %	6,2 %	7,4 %
Nettotulos-%	-3,1 %	3,9 %	-4,2 %	0,2 %	1,7 %	-2,6 %	-0,2 %	0,9 %	2,4 %	3,6 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	155	155	153	152	151
Liikearvo	64,3	66,3	66,3	66,3	66,3
Aineettomat hyödykkeet	37,4	38,0	39,8	40,3	40,9
Käyttöomaisuus	39,3	34,6	30,3	29,7	29,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	12,3	15,0	15,0	14,6	13,3
Vaihtuvat vastaavat	146	139	142	135	134
Vaihto-omaisuus	87,5	84,2	84,3	84,1	81,6
Muut lyhytaikaiset varat	3,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Myyntisaamiset	34,8	31,2	34,2	35,0	36,0
Likvidit varat	20,0	21,7	22,5	14,0	14,4
Taseen loppusumma	300	294	295	287	285

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	157	155	161	130	136
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarot	115	113	111	110	116
Oman pääoman ehtoiset lainat	30,0	30,0	30,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-11,0	-8,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,6	16,7	16,7	16,7	16,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Pitkäaikaiset velat	86,3	71,1	65,4	81,3	75,9
Laskennalliset verovelat	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	75,6	57,0	63,0	79,0	73,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	10,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Lyhytaikaiset velat	57,5	67,3	68,8	75,1	72,3
Korolliset velat	26,1	27,2	30,1	37,7	35,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	31,4	40,1	38,7	37,4	37,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	300	294	295	287	285

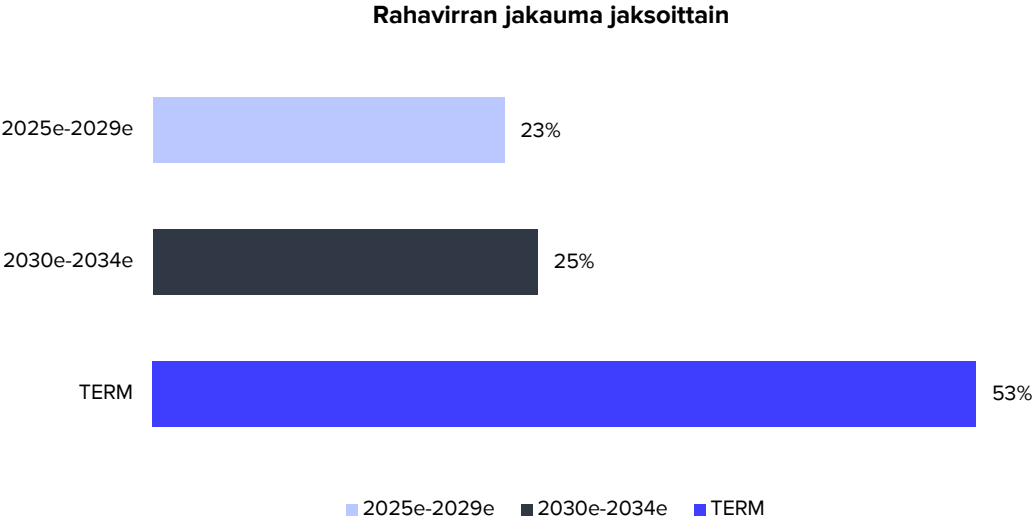
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-0,3 %	3,1 %	2,5 %	2,8 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	4,2 %	4,8 %	6,2 %	7,4 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Liikevoitto	8,6	9,5	11,3	15,0	18,1	20,1	20,5	20,9	21,3	20,4	20,8	
+ Kokonaispoistot	12,5	11,8	8,2	8,0	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	8,0	8,0	
- Maksetut verot	8,7	-12,6	-0,3	-0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,7	-4,4	-4,2	-4,3	
- verot rahoituskuluista	-0,7	-2,7	-2,1	-1,8	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	
+ 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	17,3	-4,4	-2,0	1,3	2,9	1,0	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	
Operatiivinen kassavirta	46,4	1,6	15,1	21,8	26,2	26,1	24,1	24,5	22,3	21,7	22,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-8,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,1	-9,3	-8,1	-8,3	-8,3	-8,3	-8,4	-8,5	-8,6	-8,7	-8,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	28,3	-8,0	6,9	13,5	17,9	17,8	15,7	16,0	13,8	13,0	13,3	
+/- 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	28,3	-8,0	6,9	13,5	17,9	17,8	15,7	16,0	13,8	13,0	13,3	187
Diskontattu vapaa kassavirta		-7,7	6,1	10,9	13,2	12,0	9,7	9,1	7,1	6,1	5,8	80,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		153	161	155	144	131	119	109	99,9	92,7	86,6	80,8
Velaton arvo DCF		153										
- Korolliset velat		-114,2										
+ Rahavarat		21,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		60,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

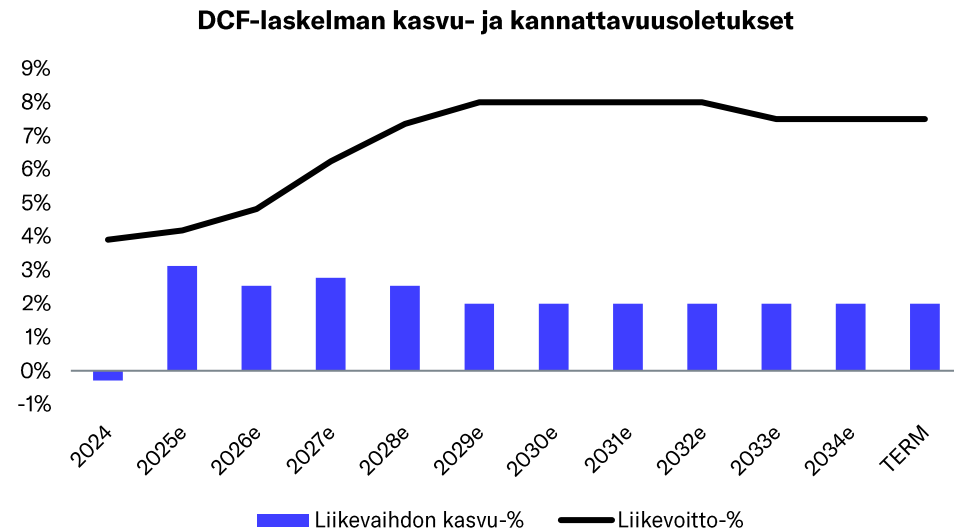
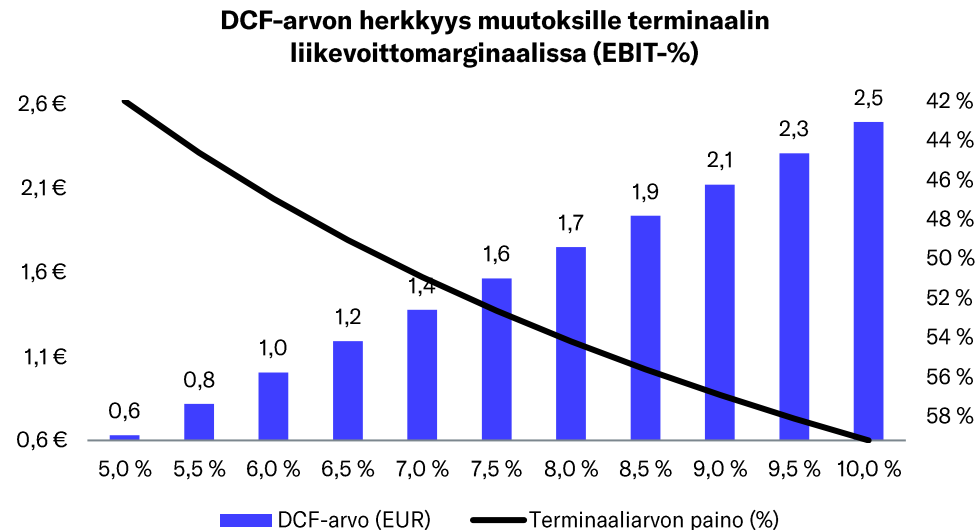
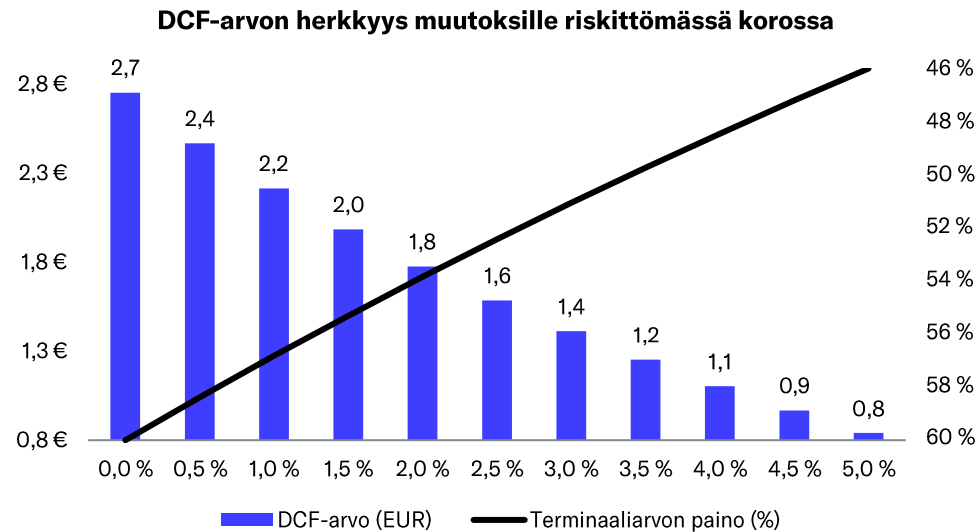
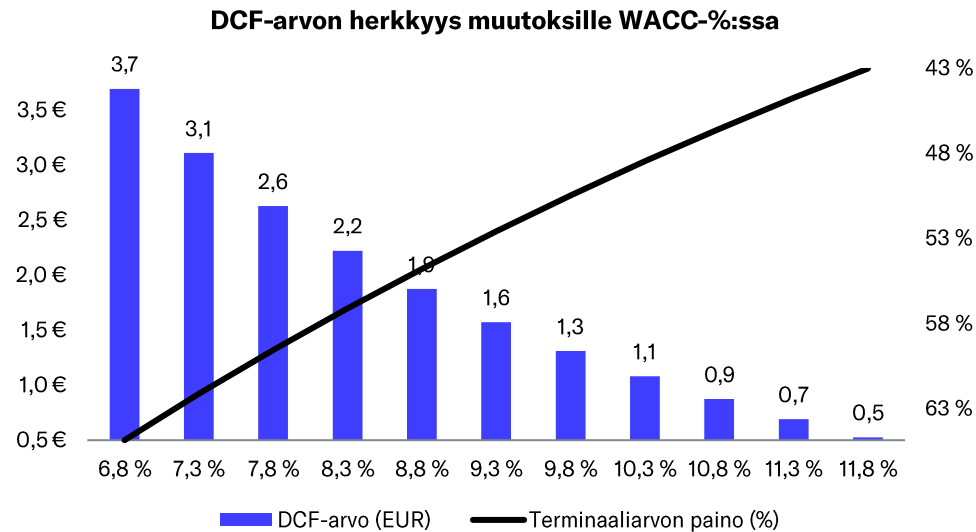
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	274,3	221,6	220,9	227,8	233,6
Käyttökate	23,6	15,5	21,1	21,3	19,4
Liikevoitto	12,3	4,0	8,6	9,5	11,3
Voitto ennen veroja	8,8	-6,2	0,5	0,6	3,0
Nettovoitto	3,7	-7,0	0,4	-0,5	2,2
Kertaluontoiset erät	-3,0	-1,6	2,4	0,5	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	338,1	300,2	293,6	295,0	286,7
Oma pääoma	139,0	156,5	155,3	160,8	130,2
Liikearvo	50,2	64,3	66,3	66,3	66,3
Nettovelat	121,8	81,7	62,5	70,6	102,7

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	23,6	15,5	21,1	21,3	19,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-27,3	23,4	17,3	-4,4	-2,0
Operatiivinen kassavirta	-9,9	27,1	46,4	1,6	15,1
Investoinnit	-29,0	-12,7	-10,1	-9,3	-8,1
Vapaa kassavirta	-38,7	14,0	28,3	-8,0	6,9

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	13,4	14,7	7,9	7,2	8,0
EV/EBIT (oik.)	20,7	40,5	26,8	16,9	13,7
P/E (oik.)	29,0	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	1,4	0,9	0,6	0,4	0,4
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,10	-0,18	-0,07	-0,06	-0,02
EPS (oikaistu)	0,17	-0,14	-0,13	-0,08	-0,02
Operat. Kassavirta / osake	-0,25	0,70	1,19	0,04	0,39
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,99	0,36	0,73	-0,21	0,18
Omapääoma / osake	3,58	4,03	3,99	4,14	3,35
Osinko / osake	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-7 %	-19 %	0 %	3 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	-49 %	-34 %	36 %	1 %	-9 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-53 %	-63 %	10 %	45 %	25 %
EPS oik. kasvu-%	-62 %	-180 %	-7 %	-40 %	-79 %
Käyttökate-%	8,6 %	7,0 %	9,6 %	9,4 %	8,3 %
Oik. Liikevoitto-%	5,6 %	2,5 %	2,8 %	4,0 %	4,8 %
Liikevoitto-%	4,5 %	1,8 %	3,9 %	4,2 %	4,8 %
ROE-%	2,7 %	-4,7 %	0,3 %	-0,3 %	1,5 %
ROI-%	4,7 %	1,5 %	3,5 %	3,9 %	4,5 %
Omavaraisuusaste	41,1 %	52,1 %	52,9 %	54,5 %	45,4 %
Nettovelkaantumisaste	87,6 %	52,2 %	40,2 %	43,9 %	78,8 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/04/2022	Lisää	8,00 €	7,30 €
02/05/2022	Lisää	7,00 €	6,14 €
18/07/2022	Lisää	6,50 €	5,77 €
13/01/2023	Lisää	5,00 €	4,74 €
13/02/2023	Vähennä	4,50 €	4,36 €
17/07/2023	Vähennä	3,50 €	3,40 €
24/07/2023	Vähennä	3,10 €	3,40 €
Analyytikko vaihtuu			
30/02/2024	Vähennä	2,80 €	2,84 €
11/03/2024	Vähennä	2,70 €	2,93 €
22/07/2024	Vähennä	2,70 €	2,65 €
26/07/2024	Vähennä	2,70 €	2,68 €
16/01/2025	Lisää	2,20 €	1,87 €
07/03/2025	Vähennä	1,70 €	1,65 €
16/06/2025	Vähennä	1,30 €	1,23 €
24/07/2025	Vähennä	1,40 €	1,34 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**