

Raute

Yhtiöraportti

10/2017

inde
res.

Näkymä on edelleen suotuisa

Toistamme Rauten tavoitehintamme 25,00 euroa. Nostamme kuitenkin suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä), sillä osakkeen arvostus on painunut mielestämme jo varovaisen houkuttelevaksi tietyistä arvostuskertoimiin ja syklin vaiheeseen liittyvistä riskeistä huolimatta.

Raute on niche-sektorin markkinajohtaja kestäväillä kilpailueduilla

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle teknologiaa ja palveluita toimittava konepajayhtiö. Yhtiön liikevaihdosta tyypillisesti 60-70 % tulee erittäin syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista. Mielestämme Rautella on selvä markkinoiden tehokkaimpaan teknologiaan ja globaaliin myynti- ja palveluverkostoon perustuva kilpailuetu sekä vankka markkina-asema etenkin sektorien vaativassa yläsegmentissä ja länsimaissa. Rauten suurimpana haasteena pidämme erittäin syklistä kysyntää, joka heiluttaa Rauten liikevaihtoa ja melko kiinteän kulurakenteen myötä myös kannattavuutta rajusti.

Suurin potentiaali on Kiinassa, nykymarkkinat tarjoavat maltillista kasvua pitkällä tähtäimellä

Rautelle relevantti vaneri- ja LVL-koneiden globaali markkina on arviolta 600-750 MEUR/a, josta markkina-johtaja Rauten osuus on arviolta noin 15-20 %. Yhtiölle tärkeää on myös vaikeasti määriteltävä oleva huolto- ja palvelumarkkina, jonka koko ei aseta käytännössä vielä palveluliiketoiminnan kasvulle rajoja. Rauten markkinoita ajaa pääosin rakennusteollisuuden hyödyntämän vanerin ja LVL:n loppukysyntä. Niiden kysynnän kasvua tukevat mielestämme vahvat ajurit, kuten elintason nousu, uusiutuvuus ja kierrätettävyys. Historiallisesti vanerin kysyntä on kasvanut noin 3 % vuodessa ja LVL:n hieman enemmän, kun taas palveluissa yhtiön pitäisi yltää laitemyyntiä korkeampaan kasvuun. Siten Rautella on kohtuullinen vähintään BKT:n kasvun tasolla oleva pitkän ajan kasvunäkymä. Yhtiön suurin mahdollisuus nousta uudelle liikevaihto-tasolle ja selkeäksi kasvuyhtiöksi on maailman suurin vanerintuottajamaa Kiina, jossa Rauten markkinaosuus on olematon. Nopeaa läpimurtoa hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle ei kuitenkaan ole näköpiirissä.

Sykli on nyt suotuisassa vaiheessa eikä merkkejä selvästä heikentymisestä ole näköpiirissä

Rauten tilauskanta on hyvällä tasolla viimeisen vuoden pirteän tilauskertymän ansiosta ja myös tilaus-näkymät ovat yhä suotuisat maailmantalouden kasvun piristymisen ansiosta. Tätä taustaa vasten odotamme Rauten vuoden 2017 liikevaihdon nousevan 141 MEUR:oon ja liikevoiton 10,3 MEUR:oon, mikä on linjassa yhtiön viime vuodesta selvästi kasvavaa liikevaihtoa ja liiketulosta lupaavan ohjeistuksen kanssa. Ensi vuoteen yhtiöllä on melko hyvä näkyvyys tilauskannan ansiosta, mutta odotamme syklin rauhoittuvan lievästi ja liikevaihdon laskevan 128 MEUR:oon ja EBIT:n 9,7 MEUR:oon. Lähivuosien kannattavuusennusteemme heijastelevat Rautelle hyvää mutta ei nykyisessä suotuisassa syklissä erinomaista 7-8 %:n EBIT-marginaalia.

Hyväksymme yhtiölle hieman historiallista tasoa korkeamman arvostuksen

Rauten on historiallisesti hinnoiteltu markkinoilla matalilla kertoimilla, mikä johtuu etenkin voimakkaan syklisyyden myötä korkeasta riskiprofilista. Rauten ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 13x, kun taas vahvan taseen paremmin huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 8x. Pidämme kertoimia varovaisen houkuttelevina, sillä mielestämme hyvä tilauskanta, yhä suotuisa tilausnäkymä ja vakaamman palveluliiketoiminnan kasvu puoltavat yhtiölle historiallista tasoa hieman korkeampaa arvostusta. Lähivuosien osinkotuottoennusteillamme sijoittajat saavat osingosta hyvän 5 %:n pohjatuoton. Näkemystämme osakkeen maltillisesta nousuvarasta tukevat myös suhteellinen arvostus ja DCF-malli.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Vähennä

25,00 EUR

Edellinen: 25,00 EUR



Osakekurssi: 22,99 EUR

Potentiaali: 9,2 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	113,1	141,3	127,7
Kasvu-%	-11,1 %	24,9 %	-9,6 %
EBIT	8,6	10,3	9,7
EBIT-%	7,6 %	7,3 %	7,6 %
Tulos ennen veroja	8,2	10,3	9,7
Nettotulos	6,7	7,6	7,3
EPS (oik.)	1,65	1,79	1,72
Osinko	1,00	1,15	1,20
Jakosuhte	61 %	64 %	70 %
P/E	10,1	12,8	13,3
P/B	2,0	2,6	2,4
P/S	0,6	0,7	0,8
EV/S	0,6	0,7	0,8
EV/EBITDA	4,3	6,3	6,4
EV/EBIT	5,5	7,8	8,3
Osinkotuotto-%	6,0 %	5,0 %	5,3 %

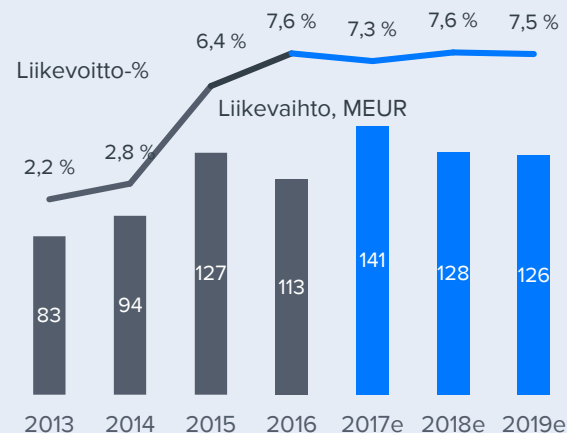
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



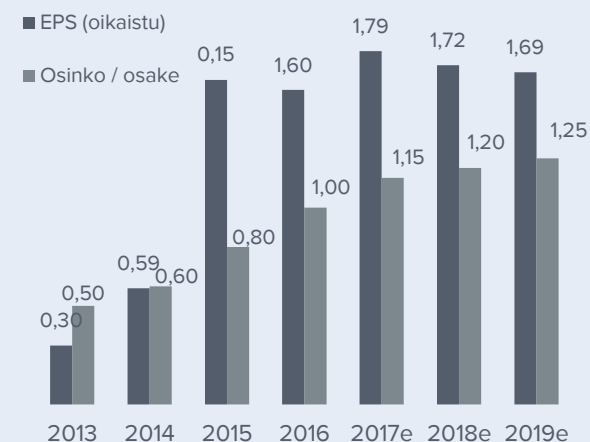
Lähde: ThomsonReuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes, Raute

Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

13x

2017e

EV/EBIT

8x

2017e

P/B

2,5x

2017e

Osinko-%

5 %

2017e



Arvoajurit

- Kestävät kilpailuedut ja vahva markkina-asema antavat tukevan pohjan
- Palveluliiketoiminnan kasvun jatkuminen
- Kannattavuudessa parantamisen varaa
- Kiinan markkina on valloittamatta



Riskitekijät

- Liiketoiminta on äärisyklistä ja syklit ovat rajuja
- Projekti- ja tuotekehitysriskit
- Alasegmentin kilpailukyky
- Heikko markkina-asema Kiinassa



Arvostus

- Kertoimet ovat perustellusti hieman yli historiallisten tasojen
- Osinko antaa hyvän pohjatuoton
- Suhteellinen arvostus on maltillinen
- Vuoden tähtäimellä tuotto-odotus on varovaisen positiivinen

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s.9-10
Liiketoimintamalli	s. 11-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 14-16
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 17-20
Taloudellinen tilanne	s. 21-23
Ennusteet	s. 24-27
Arvonmääritys ja suositus	s. 28-35
Taulukot	s. 36-37
Vastuuvapauslauseke	s. 38

Yhtiöesittely (1/2)

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

Raute on viulun, vanerin ja viilupalkin (LVL) tuottajien palvelemiseen keskittynyt konepajayhtiö. Rauten teknologiatarjonta kattaa asiakkaiden koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet ja niihin liitännäiset palvelut. Yhtiö on ydinalueillaan kapean niche-segmenttinsä markkinajohtaja globaalisti. Huomioitavaa kuitenkin on, että Raute on ainoa toimija maailmassa, joka pystyy toimittamaan kokonaisen vaneri- tai LVL-tehtaan tuotantokoneet. Tämä muodostaa selkeän eron kilpailijoihin, jotka ovat liiketoiminnoissaan fokuksituneet ainakin toistaiseksi tiettyihin tuotantokoneisiin. Yhtiön tuotetarjoaman laajuus ja korkea teknologia sekä globaali myynti- ja palveluverkosto ovat mielestämme myös yhtiön keskeisiä kilpailuetuja.

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa ja Kanadassa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille (pl. Afrikka). Raute-konsernissa on noin 650 työntekijää. Viime vuonna Raute teki 113 MEUR:n liikevaihdolla 8,6 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Projektivetoiselle yhtiölle tyypillisesti Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee huomattavasti vuosittain, mutta pitkällä aikavälillä yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa.

Liiketoimintarakenne

10 tytäryhtiöstä ja emoyhtiöstä (emoyhtiö omistaa tytäryhtiöistä 100 %) koostuva Raute - konserni raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Liikevaihdon ja tilauskertymän Raute raportoi kahteen tuotealueeseen jaettuna.

1. **Projektitoimitukset** sisältävät viulun, vanerin ja LVL:n valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina tilaus/toimitus-periaatteella. Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viulu-, vaneri, ja LVL-prosesseihin maksavat noin 0,5 MEUR:sta noin 5 MEUR:oon riippuen laitteesta ja toimituksesta. Kokonaisen tuotantolinjan tai tehtaan arvo voi olla 15-35 MEUR, joten Rauten suurimmat projektit ovat merkittäviä suhteessa yhtiön kokoon.

Huomioitavaa kuitenkin on, että Rauten suurimmat projektitkin sisältävät vain koneita, laitteita ja niihin liitännäisiä palveluita eikä yhtiö tee EPC-toimituksia "avaimet käteen" -periaatteella. Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihtelee vuositasolla huomattavasti syklien mukana ja esimerkiksi 2010-luvulla projektitoimitusten määrä on vaihdellut 45 MEUR:n ja 86 MEUR:n välillä. Normaalisissa tilanteissa projektitoimituksista on kertynyt 60-70 % Rauten liikevaihdosta.

2. **Teknologiapalvelut** sisältävät varaosien, tehtaiden modernisointien myynnin (sis. myös pienehköjä laitetoimituksia) ja prosessikehityspalveluita. Arviomme mukaan Teknologiapalveluiden myynnistä valtaosa on tavarakauppaa kahdesta ensimmäisestä tulovirrasta, kun taas selvä vähemmistö on puhdasta palvelumyyntiä. Teknologiapalvelut ovat tuoneet Rauten liikevaihdosta tyypillisesti 30-40 %, mutta niiden suhteellinen osuus vaihtelee

voimakkaasti projektimyynnin mukana. Näin ollen sijoittajien onkin olennaisempaa seurata Teknologiapalveluiden liikevaihdon absoluuttista kehitystä.

Viime vuosina Teknologiapalveluiden myynti on ollut selvässä kasvussa (2016: liikevaihto 44 MEUR, CAGR 2007-2016 4,1 %), mikä on osakkeen kannalta positiivista, sillä Teknologiapalveluiden myynti on tyypillisesti erittäin syklistä projektimyyntiä tasaisempaa. Korostamme kuitenkin, että Teknologianpalveluiden myynti korreloi etenkin Rauten asiakkaiden koneiden käyttöasteiden kanssa, joten syklit vaikuttavat myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat syklisiin rakennus- ja kuljetussektoreihin liittyvissä arvoketjuissa.

Historiallinen kehitys

Rauten tuotteiden syklinen kysyntä näkyy selvästi myös yhtiön pidemmän ajan kehityksessä. 2000-luvulla erityisesti finanssi-kriisin aikainen romahdus vuonna 2009 oli todella raju ja toimialan investointien olennainen elpyminen (pl. Kiina) kesti pitkään. Vuosista 2015-2017 on muodostunut Rautelle erittäin hyviä, kun puutuotesektori Euroopassa on alkanut investoida ja mantereella on toteutettu viime vuosina useampi suuri vaneri- ja LVL-kapasiteettia luonut hanke, joiden laitetilauksista Raute on saanut valtaosan. Näin ollen yhtiön liikevaihto ja melko kiinteän kulurakenteen myötä myös tulos ovat olleet viime vuosina hyvillä tasoilla ja selvästi yhtiön pitkän aikavälin mediaanien yläpuolella.

Yhtiöesittely (2/2)

Osakkeenomistajien kannalta ensiarvoisen tärkeää on Rauten luoman taloudellisen lisäarvon kehitys pitkällä aikavälillä. Olemme havainnollistaneet Rauten omistaja-arvon kehitystä (kuva seuraavalla liitesivulla) ottamalla huomioon yhtiön oman pääoman muutokset ja osakkeenomistajien saamat osingot 2000-luvun ajalta. Finanssikriisin jälkeisestä rajusta romahduksesta huolimatta Raute on onnistunut luomaan hieman omistaja-arvoa 2000-luvulla, sillä oman pääoman muutos maksetuilla osingoilla lisättyä on ollut 17 vuoden ajanjaksolla keskimäärin noin 4,8 % vuodessa. Käytännössä omistaja-arvo on syntynyt osinkovirran kautta, sillä yhtiön oma pääoma on supistunut vuoden 2000 alun 8,34 eurosta 8,18 euroon vuoden 2016 loppuun mennessä (H1'17: 7,75 euroa per osake). Osakekohtaisen oman pääoman lievän supistumisen taustalla on kuitenkin erinäisistä syistä (esim. johdon kannusteohjelman) 2000-luvulla noin 10 %:lla kasvanut osakemäärä, kun taas absoluuttisesti oma pääoma ei ole supistunut olennaisesti.

Osakkeenomistajat eivät voi toki olla 2000-lukuun kokonaisuutena täysin tyytyväisiä, mutta finanssikriisin jälkeiset vaikeat markkinaolosuhteet huomioiden yhtiö on kuitenkin selviytynyt kohtuullisesti. Viime vuosien suotuisan kurssikehityksen ansiosta yhtiön viimeisen 20 vuoden kokonaistuotto osingot takaisin sijoitettuna on yltänyt noin 11 %:iin. Tämä on mielestämme hyvä taso, vaikka tuotto onkin saavutettu korkealla riskitasolla (volatiliiteetilla) ja ajallisesti tuottokertymä on ollut varsin epätasainen, sillä viimeisen kolmen vuoden kurssirallissa takaisinsijoitettujen osinkojen

korkoa korolle -ilmiö on nostanut voimakkaasti pitkän aikavälin tuottoa. Pelkkää kurssinousua on kertynyt viimeisen 15 vuoden aikana tyydyttävät 5 % vuodessa, mikä korostaa jälleen osingon merkittävää roolia Rauten kokonaistuotossa.

Omistajat ja johto

Rautella on kaksi osakesarjaa, jotka eroavat toisistaan vain osakkeiden äänivallan mukaan. Pörssiin listattuna on vain 76 % osakkeiden määrästä ja 14 % äänistä sisältävä A-sarja. Pienempi (24 % osakkeista) ja äänivaltaisempi (86 % äänistä) K-sarja on Rauten perustajasuvun Mustakallioiden hallussa eikä K-osakkeilla käyda kauppaa julkisesti. Äänivaltansa turvin Mustakallion suku pitää yhtiötä tiukasti kontrollissaan ja toisaalta myös omistajarakenne on suhteellisen keskittynyt, sillä suvun jäsenet omistavat myös A-osakkeita.

Mielestämme kaksi osakesarjaa ja omistusten keskittyminen ovat kokonaisuutena Rauten arvomuodostuksen kannalta jossain määrin negatiivinen tekijä, sillä kaikissa skenaariossa pääomistajasuvun ja muiden osakkaiden intressit eivät välttämättä kohtaa (esim. ostotarjoustilanne) ja toisaalta rajallisen vapaasti vaihdettavien osakkeiden rajallisen määrän takia Rautelta pitää mielestämme edellyttää tiettyä likviditeettipreemiota. Toisaalta perustajasuvun vahvassa läsnäolossa on myös positiivisia puolia muiden sijoittajien kannalta ja arvioimme sen takaavan, että yhtiötä johdetaan pitkäjänteisesti ja omistaja-arvoa maksimoiden.

Rauten hallituksessa on 6 jäsentä, joista 3 on

Mustakallioiden suvun edustajia (ts. riippuvaisia merkittävistä osakkeenomistajista) ja 3 (ml. HPJ) on asiantuntiajäseniä (ts. riippumattomia merkittävistä osakkeenomistajista ja yhtiöstä). Pidämme hallituksen rakennetta tarkoituksenmukaisena kaikkien osakkeenomistajien kannalta. Rauten toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2004 alkaen Tekniikan lisensiaatti Tapani Kiiski ja muilla 6 johtoryhmän jäsenellä on keskimäärin pitkä kokemus Rautesta ja puutuotesektorin tuotantoteknologiasta.

Raute

Raute on maailman johtava viilun, vanerin ja LVL:n tuotantoteknologiaan liittyvien laitteiden ja palvelujen toimittaja

1930-luku

Vanerikoneiden
valmistus alkaa

1994

LISTAUTUMINEN

#1 markkina-osuus

Vaneri- ja LVL-koneiden globaali markkina

* Raute

113 MEUR (-11,1 % vs. 2015)

LIIKEVAIHTO 2016

8,6 MEUR (7,6 % lv:sta)

OIKAISTU LIIKEVOITTO 2016

652

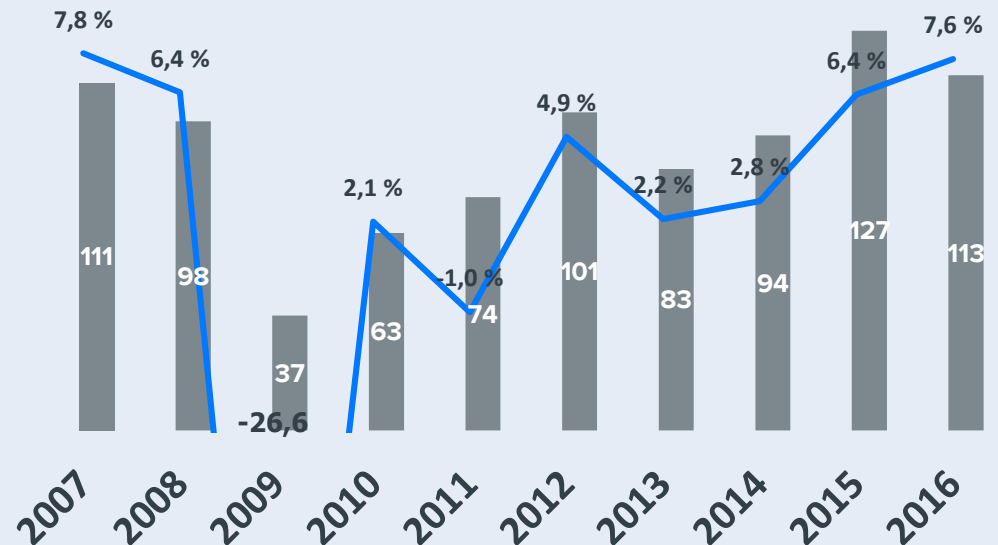
HENKILÖSTÖ KESK.
Q2'17 LOPUSSA

13

TOIMIPISTETTÄ 5
MANTEREELLA

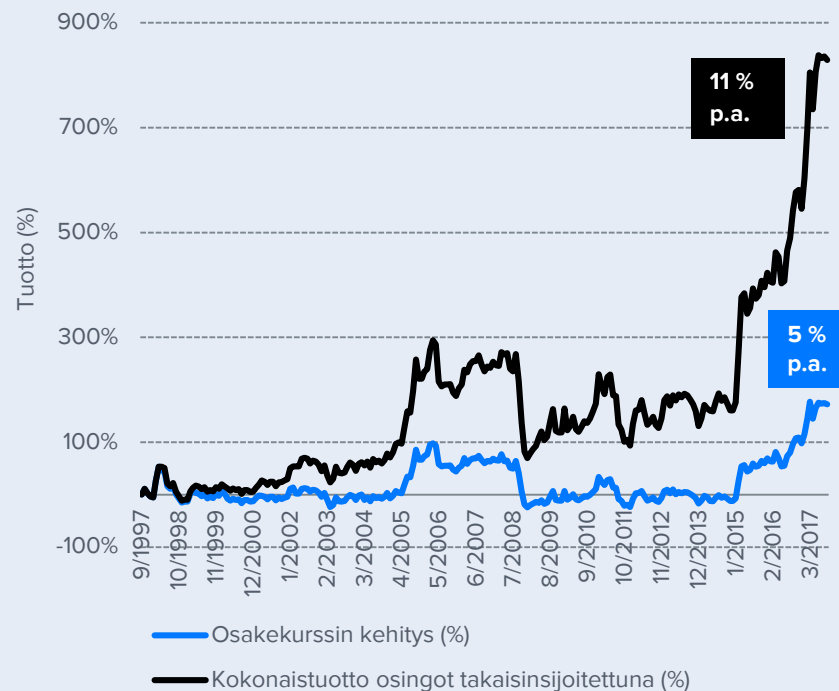
Finanssikriisi romahduttaa yhtiön liikevaihdon ja painaa tuloksen raskaasti tappiolle 2009
Projektikysyntä pysyy vaisuna 2010-2014 ydinmarkkinoilla (pl. Etelä-Amerikan projektit 2012)
Eurooppa alkaa vetää kesästä 2014 alkaen
Kannattavuus paranee liikevaihdon kasvun mukana

Rauten liikevaihdon (MEUR) ja EBIT-%:n kehitys

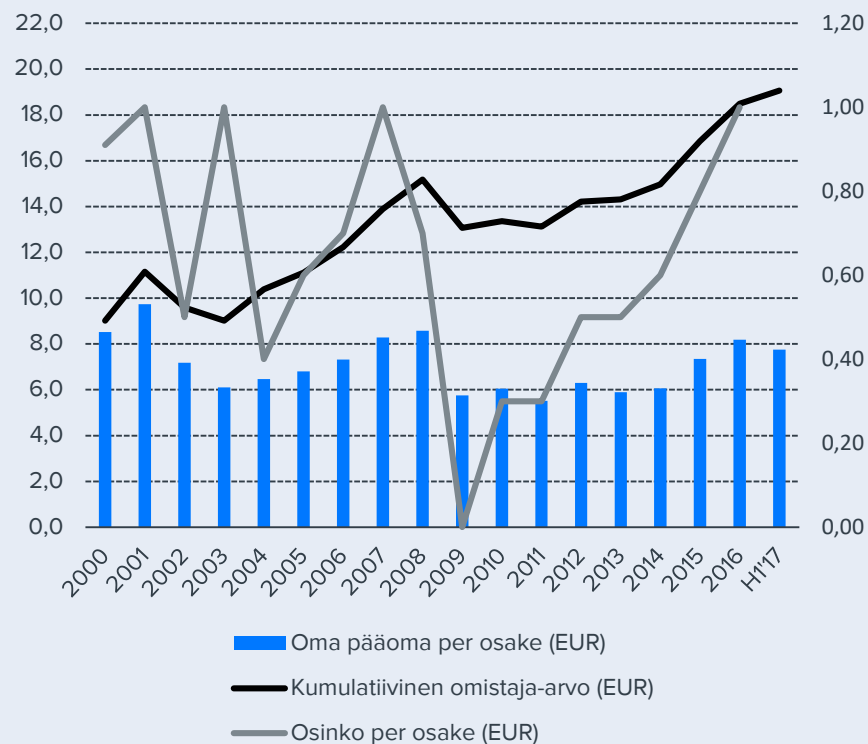


Rauten pitkän aikavälin omistaja-arvon kehitys

Rauten osakkeen tuotto 9/1997-9/2017



Osakekohtaisen oman pääoman ja osingon kehitys 2000-H1'17



Lähde: Reuters, Inderes

Sijoitusprofiili

Raute on hybridi kolmesta sijoitusprofiilista

Raute on mielestämme hybridi kasvu-, arvo-, ja osinkoyhtiöprofiilia, kun huomioidaan yhtiön noin BKT:n vauhtia pitkällä aikavälillä kasvava markkina, hyvä markkinaosuus ja historiallisesti avokätinen osingonjako. Liiketoiminnan voimakkaan syklisyyden takia Raute edellyttää sijoittajilta korkeaa riskinsietokykyä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Rauten keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kiina** on maailman selvästi suurin vanerin tuottaja ja Rauten markkinaosuus Kiinassa on olematon, sillä yhtiöllä ei ole riittävän hintakilpailukykyistä tarjoamaa erittäin hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle. Kiinan evoluutio kohti korkeamman laadun vaneria ja tehokkaampaa tuotantoa (ts. kalliimpia tuotantokoneita) on pitkällä aikavälillä väistämätöntä ja Rauten olisi mielestämme erittäin tärkeä päästä murtautumaan sisälle suurelle markkinalle. Mielestämme Kiina onkin selkein sykleistä riippumaton tekijä, joka voi viedä Rauten liikevaihdon ja tuloksen kestävästi uusille tasoille. Lisäksi läpimurto Kiinassa siirtäisi Rauten sijoitusprofiilin painopistettä kasvuyhtiön suuntaan, mikä voisi tukea hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Yhtiön näytöt Kiinaan murtautumisen suhteen ovat kuitenkin heikot eikä nopeaa läpimurtoa Kiinaan ole näköpiirissä.
- **Palveluliiketoiminnan kasvu** olisi arviomme mukaan Rauten kannalta positiivista, sillä palveluliiketoiminta on projektimyyntiä kannattavampaa ja vähäsyklisempää. Siten Teknologiapalveluiden kasvu esimerkiksi

asiakaskuntaa laajentamalla, nykyasiakkaiden myyntiä lisäämällä ja digitalisaatiota hyödyntämällä voisi parantaa kannattavuutta ja laskea osakkeen riskiprofiilia. Palvelumarkkina on Rauten perspektiivistä vielä käytännössä rajaton. Palveluliiketoiminnan kasvuun liittyy olennaisesti digitalisaatio ja IoT, jotka avaavat yhtiölle todennäköisesti mahdollisuuksia uusien ansaintamallien luomiseen sekä toisaalta laitemyyntiin tukemiseen ja kulujen alentamiseen.

- **Kannattavuuden parantaminen:** Raute on yltänyt viime vuosina 7-8 %:n liikevoitto-marginaalitasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Näin ollen yhtiöllä on vielä tilaa nostaa suhteellista kannattavuuttaan. Arviomme mukaan tämä edellyttäisi korkean volyymitason säilyttämisen etenkin projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistuskustannuksien laskemisen kautta, laatukustannusten alentamista ja palveluliiketoiminnan kasvun jatkumista.

Riskit

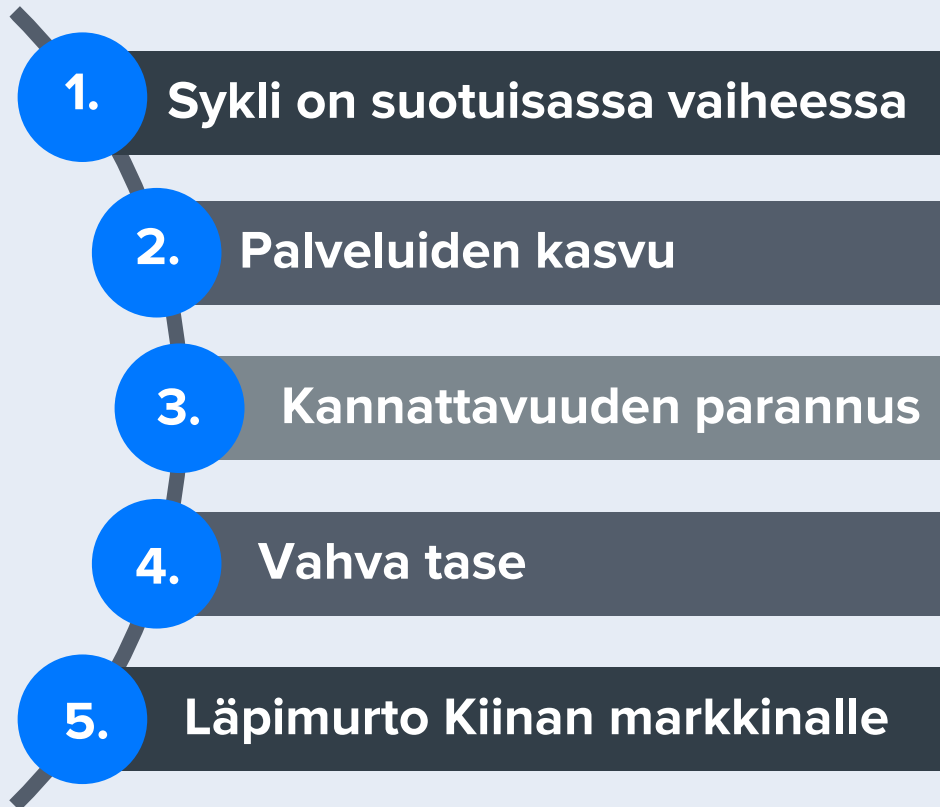
Sijoittajan kannalta Rauten keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista** on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiiristä lopputuote- ja rahoitusmarkkinoilla. Tämä on näkynyt historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Syklit voivat olla pitkiäkin, mihin

yhtiö joutuu varautumaan erittäin vahvalla taseella ja tämä nostaa Rauten pääoman kustannusta. Siten syklisyys on sijoittajien kannalta erittäin negatiivista ja se laskee yhtiön hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

- **Projektitoimituksiin** kuuluu aina riski, että projektit menevät pieleen aikataulun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan korvauksia asiakkailleen. Rauten track-record on tässä suhteessa kuitenkin hyvä, sillä yhtiö on osoittanut pystyvänsä suoriutumaan hyvin myös korkeamman työkuorman jaksoista (esim. H2'15, Q4'14 ja H2'12), jolloin projektiriskit ovat olleet erittäin konkreettisia.
- **Uusien tuotteiden ja teknologioiden ensitoimituksiin sekä kasvuaihioiden kehittelyyn** liittyy aina selviä riskejä. Tästä konkreettisena esimerkkinä olivat vuosille 2014 ja 2015 kirjatut kuluvaraukset ja arvonalentumiset (1,7 MEUR Q3'14:lla ja 1,2 MEUR Q4'15:lle). Yhtiön kilpailuedun turvaamiseksi kehitystoimet ovat välttämättömiä emmekä pidä Rauten riskiprofiilia tässä suhteessa muita sektorin yhtiöitä korkeampana.
- **Alasegmentin rajallinen kilpailukyky** on Rautelle riski, sillä se vähintään hidastaa Kiinaan murtautumista ja tekee lisäksi yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista ja kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan kohdennetuilla R&D-panostuksilla (esim. tuotantokustannusten laskeminen tuotteiden uudelleensuunnittelun kautta) yhtiöllä on edellytyksiä parantaa ala- ja keskisegmentin kilpailukykyään tietyin osin.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Markkinatilanne näyttää yhä hyvältä
- Kiinan markkinassa on yhtiölle merkittävä pitkän ajan potentiaali
- Palvelumarkkina on vielä "rajaton"
- Tase mahdollistaa pääoman voimakkaan allokoinnin osinkoon
- Kannattavuus ei ole poikkeuksellisen hyvä konepajayhtiöksi

Riskit

- Kokonaisuudelle kriittinen projektikysyntä on äärisyklistä
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Rahoitusmarkkinan tilanne kriittinen yhtiön asiakkaille
- Alasegmentin rajallinen kilpailukyky

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli on tyypillinen pohjoismaiselle konepajalle

Rauten asiakaspalvelukonsepti lähtee tuotteen koko elinkaaren hallinnasta ja Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi Teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin. Tätä kokonaisuutta yhtiö tarjoaa asiakkailleen globaalisti. Ydinprosesseja Rauten liiketoiminnassa ovat tuotekehitys, suunnittelu ja tuotanto sekä markkinointi- ja myynti, joskin osa suunnittelusta ja tuotannosta on ulkoistettu alihankkijoille. Kokonaisuutena Rauten liiketoimintamalli onkin isoilta linjoiltaan tyypillinen pohjoismaiselle konepajayhtiölle.

Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

Kuten todettua, pääosa Rauten liikevaihdosta tulee projektitoimituksista, jotka muodostuvat suurista tehdasprojekteista, erillisistä tuotanto-linjoista tai yksittäisistä koneista ja laitteista. Projektiliiketoiminta on syklistä, sillä kysyntä vaihtelee voimakkaasti vuodesta toiseen alan investoinneista riippuen. Yhtiön suurimmat asiakkaat myös vaihtuvat vuosittain projektien mukana eikä yhtiöllä ole merkittäviä yksittäisiin suurin asiakkaisiin liittyviä riskejä. Pidemmällä tähtäimellä samojen avainasiakkaiden projektit toki tyypillisesti toistuvat, mutta alan hajanaisen rakenteen vuoksi asiakasriskit ovat pieniä. Teknologiapalveluissa yhtiöllä on toistuvampaa myyntiä tietyille avainasiakkaille, mutta arviomme mukaan yksittäiset asiakkaat eivät dominoi yhtiön palveluliikevaihdon kertymää.

Tilaukskannan tarjoaman näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

Raute kirjaa projektit tilaukskantaansa tyypillisesti

ennakon maksamisen jälkeen ja palvelut sopimusvaiheessa. Rauten tilaukskanta on tyypillisesti melko nopeasti kiertävää, sillä projektit valmistuvat tyypillisesti 2-24 kuukauden sisällä tilauksen saamisesta ja valtaosa suuristakin projekteista kirjautuu liikevaihdoksi projektin koosta riippuen tyypillisesti 6-18 kk:n sisällä tilauksessa. Palveluissa kierto on vielä selvästi nopeampi eli joitakin viikkoja. Selvästi 6-12 kk:ta pidempää näkyvyyttä tilaukskanta ei kuitenkaan ole tarjoa Rautelle juuri koskaan. Viime vuosina Rauten tilaukskanta on vaihdellut radikaalisti noin 20-150 MEUR:n välillä, mikä kuvaa tilausvirran voimakasta syklisyyttä.

Raute on varautunut kysynnän syklisyyteen ulkoistamalla osan tuotannostaan alihankkijoille ja siten yhtiön kulurakenne joustaaakin mielestämme tuotannon osalta kohtuullisessa aikaikkunassa melko hyvin (ml. lomautus-mahdollisuus Suomessa). Yhtiöllä on kuitenkin liikevaihtotasoon nähden raskas globaali myynti- ja palveluverkosta, missä heikomman kysynnän aikana joustavat rajapinnat ovat vähissä. Näin ollen Rauten kulurakenne on varsin kiinteä ja arviomme, että yhtiön kuluista noin 20 % on kiinteitä ja loput 80 % muuttuvia. Siten Rautessa on voimakas tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin liikevaihdon heiluesssa.

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyykin tavarapohjaisista lähteistä. Esimerkiksi vuoden 2016 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli hyvin maltillinen 8 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia koneita vaan etenkin

osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee tiettyjen suunnittelun ja tuotannon osaprosessien ulkoistaminen alihankkijoille. Kiinteän omaisuuden lisäksi Raute sitoo tyypillisesti vähän käyttöpääomaa projektien etumaksupainotteisten aikataulujen takia, joskin käyttöpääoman määrä voi heitellä voimakkaasti projektisykliä mukana. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2016 lopussa 2 %, sillä Teknologiapalveluiden selvästi positiivinen käyttöpääoma (varastoja ja saamisia) pitää konsernin käyttöpääoman lievästi positiivisena.

Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle. Oman pääoman tuotto on kuitenkin tyypillisesti Rautella sijoitetun pääoman tuottoa matalampi, mikä johtuu erittäin vahvasta taseesta, jonka yhtiö tarvitsee puskuriksi voimakkaita syklejä vastaan.

Maltillinen pääomatarve ja vahva tase tukevat osingonmaksukykyä

Liiketoiminnan kasvu ei sido kohtuuttomasti yhtiön kassavirtaa myöskään kiinteään omaisuuteen, sillä arviomme mukaan yhtiön omat kiinteät tuotantopanokset ja nykyinen alihankintaverkko pystyvät kantamaan noin 140-160 MEUR:n liikevaihtokuorman eikä yhtiöllä ole siten merkittäviä pääomatarpeita. Rajallinen pääomatarve ja valmiiksi vahva tase heijastuvat positiivisesti Rauten osingonmaksukykyyn. Yhtiön nykyisen osinkotason voisi arviomme mukaan kuitenkin vaarantaa yhtiön asiakkaiden investointien pitkittyvä matalasuhdanne ja siitä aiheutuva tulostaantuma.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvio Rauten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Rauten liiketoimintaympäristö

Asiakkaat

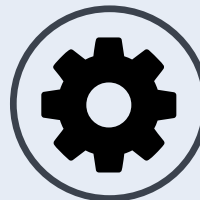
Laaja ja vaihtuva asiakaskunta suurista metsäkonserneista pieniin perheyhtiöihin



Kilpailijat



Tuotealueet (osuus lv:stä 2016)



Projektit
61 %



Teknologia-
palvelut
39 %

Tarjonta

Tehtaat ja tuotantolinjat



Yksittäiset laitteet



Modernisoinnit



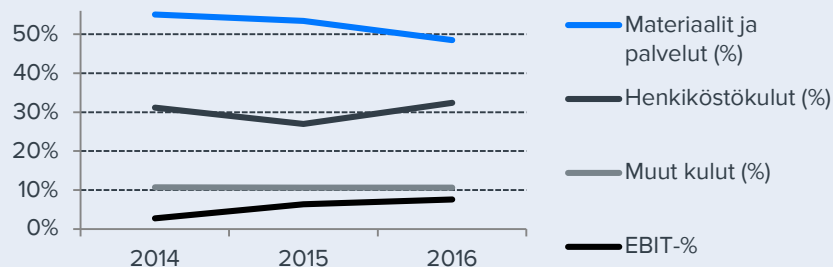
Varaosat



Kunnossapito- ja kehityspalvelut

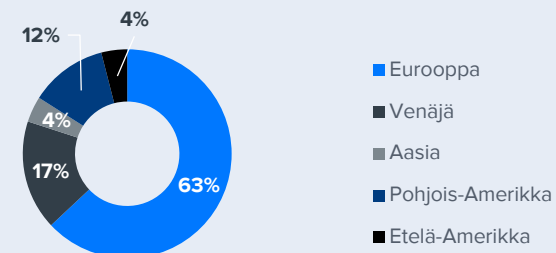


Kustannusrakenne 2014-2016



Lähde: Inderes, Raute

Tilausten jakauma 2014-2016 ka.



Strategia, kilpailuetu ja taloudellinen potentiaali (1/2)

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

Rauten strategian kulmakivet ovat mielestämme korkealaatuinen teknologia ja globaali läsnäolo. Yhtiö on panostanut näihin kahteen kulmakiveen jo pitkään ja luonut uniikin markkina-aseman ja vahvan kilpailuedun etenkin vaneri- ja LVL-markkinoiden yläsegmentissä, jossa tuote-laatu ja tuotannon tehokkuus (ts. tuotantokustannus) ovat investointikustannusta merkittävimpiä kilpailutekijöitä. Teknologiajohtajana Raute on tarjouskilpailuissa lähes poikkeuksetta kallein vaihtoehto asiakkaille, mikä on yhtiön kulurakenteet huomioden hyvän kannattavuuden edellytys. Kilpailuetuaan yhtiö vaalii myös jatkuvilla tuotekehityspanostuksilla, jotka ovat olleet rahallisesti keskimäärin noin 2-3 % liikevaihdosta viime vuosina.

Teknologiset kilpailuedut korostuvat etenkin korkean kustannustason kehittyneillä markkinoilla ja/tai suurissa projekteissa, joissa pitkälle viedyn automaation ja konenäön hyödyntäminen ja/tai kyky kokonaistoimituksiin ovat kilpailukyvyn kannalta keskeisiä asioita. Raute on myös ainoa vaneri- ja LVL-sektorin laitetoimittaja, joka pystyy tarjoamaan kaikki tarvittavat osaprosessit vanerin ja LVL:n tuotantolinjalle. Tehtaaseen investoiva asiakas haluaa usein tilata kaikki koneet tuotantoprosessiin yhdeltä toimijalta osaprosessien yhteensopivuuden varmistamiseksi, projektin hallinnan tehostamiseksi ja pakettihinnoinnittelun takia, mikä tukee Rauten kilpailuetua suurprojekteissa. Lisäksi yhtiöllä on 80 vuoden toimintahistorialtaan laaja referenssiportfolio ja hyvät asiakassuhteet (ml. henkilökohtaiset kontaktit), jotka omalta osaltaan korottavat tulokynnystä alalle muiden pelurien kannalta.

Raute on pitkäjänteinen strategian toteuttaja

Yhtiö itse on määrittänyt strategiansa päätavoitteiksi seuraavat asiat:

1) Kannattavuuden parantaminen

2) Parempi suhdannevaihteluihin sopeutuminen

3) Hallittu kasvu

Kaikki mainitut asiat ovat sijoittajien kannalta ensiarvoisen tärkeitä, mutta painopisteitä oleellisempaa on tietenkin se, miten strategian toteuttamisessa onnistutaan. Historiallisesti Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjänteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina määrätietoisesti. Tämän taustalla olennainen tekijä on mielestämme Rauten omistajarakenne (sukuyhtiö). Erityisen aggressiivisena emme strategiaa kuitenkaan pidä, mitä mielestämme kuvaa myös se, että päätavoitteissa ei ole mainittu lainkaan Kiinaa, jota pidämme Rauten suurimpana mahdollisuutena pitkällä aikavälillä. Pitkäjänteisyyden lisäksi tietty maltillisuus on sukuyhtiöille tyypillistä.

Arviomme mukaan Raute on pyrkinyt strategisiin päätavoitteisiinsa viime vuosina etenkin tiettyjen toimien ulkoistamisen ja yhteistyöverkostojen laajentamisen, palvelumyynnin kasvattamisen ja tuotekehityspanostusten kautta. Tämä onkin toiminut hyvin, sillä yhtiö oli hyvässä asemassa ottamaan vastaan vuonna 2014 alkaneen Euroopan investointikysynnän elpymisen ja Rauten menestys etenkin tehdas- ja linjamittakaavan projektien tarjouskilpailuissa onkin ollut erinomaista vuosina 2014-2016. Lähivuosina odotamme yhtiön panostavan

kannattavuuden parantamisessa etenkin keski- ja alasegmentin tuotteisiin, joiden kustannusrakenteita keventämällä yhtiö voisi parantaa kilpailukykyään kilpailuetunsa kovimman ytimen ulkopuolella. Mielestämme tämä on järkevää, sillä tätä kautta yhtiön riippuvuus kehittyneistä markkinoista ja suurprojekteista pienenee, mikä voisi vähentää liikevaihdon volatiliiteettia.

Toisaalta Kiinassa Raute ei ole päässyt viime vuosina käytännössä eteenpäin. Yhtiö vaikuttaa jatkavan melko kärsivällisesti Kiinan markkinan evoluution odottamista (ts. länsimaisten laatuvaatimuksien yleistymistä) ennen selvästi aggressiivisempaa kasvuhakuisuutta, vaikka Q2'17:n yhteydessä yhtiö kertoikin tehneensä uudelleenjärjestelyjä Kiinan toimintojensa suhteen (ml. henkilövaihdoksia, tuotespesifikaatioiden muutoksia jne.). Maltillinen eteneminen on sinällään perusteltua, mutta kaipaisimme silti yhtiöltä selkeämpiä linjauksia siitä, miten Kiinan markkinalle päästään sisälle.

Vaikka kannattavuuden ja suhdannekestävyyden parantaminen on ollut keskeinen osa Rauten strategiaa viime vuosina, globaalin myynti- ja palveluverkostonsa yhtiö on kuitenkin säilyttänyt myös vaikeina vuosina, vaikka sen aiheuttamat korkeat kiinteät kulut voivat ajoittain olla rasite yhtiön lyhyen aikavälin kannattavuudelle. Pidämme tätä tärkeänä, sillä etenkin kokoluokaltaan suuret ja lukumäärältään vähäiset vaneri- ja LVL-sektorin investoinnit vaihtelevat rajusti maantieteellisesti aikajaksoittain. Siten Raute joutuu haalimaan yhtiön kokonaisuuden kannalta tärkeitä suurtilauksia kaikista ilmansuunnista, mikä edellyttää globaalia toimintamallia ja tämä toimintamalli on mielestämme keskeinen osa yhtiön kilpailuetua.

Strategia, kilpailuetu ja taloudellinen potentiaali (2/2)

Valikoivat yritysostot ovat mahdollisia, mutta selvä epäorgaaninen kasvu on haastavaa

Kuten myös hallitun kasvun tavoittelu indikoi, Raute ei ole ollut perinteisesti aktiivinen yritysostoissa. Viime vuosina yhtiö on tehnyt vain yhden yritysoston, kun Raute osti keväällä 2017 amerikkalaisen viulun lujuuslajitteluteknologiaan keskittyneen Metriguardin. Metriguard teki vuonna 2016 4,6 MUSD:n liikevaihdolla 0,8 MUSD:n liikevoiton ja Raute maksaa yhtiöstä perusskenaariota lisäkauppahintaoletuksella (3,1 MUSD on maksettu heti ja Metriguardin liikevaihdon perusteella tarkentuva lisäkauppahinta vahvistuu kesällä 2018) 4,5 MUSD. Kauppahinta vastaa siis Metriguardin 2016 luvuista laskettuna EV/S-kerrointa 1x ja EV/EBIT-kerrointa 7x.

Mielestämme kauppa kuvaa hyvin yritysostojen roolia Rauten strategiassa. Yhtiö on valmis tekemään tuotetarjoamaa parantavia yritysostoja ja Metriguardin lujuuslajitteluteknologian lisääminen portfolioon vahvistaa Rauten kilpailuetua edelleen yläsegmentissä. Lisäksi Metriguard tarjoaa teknologiaansa myös sahoille ja tätä kautta Raute pääsee opiskelemaan uuden liiketoiminnan lakeja. Laajempia strategisia suunnitelmia emme usko yhtiöllä toistaiseksi olevan suhteen ainakaan lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä.

Rauten nykyinen tuoteportfolio huomioiden tarjoamaa parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla, kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myös markkina-aseman vahvistaminen alasegmenteissä yritysostoilla on haasteellista eikä yrityskaupoista ole ollut apua myöskään Kiinan kasvupyrkimyksissä. Lisäksi huomautamme, että yrityskauppakohteiden kauppahinnan pitäisi olla kroonisesti melko alhaisilla kertoimilla hinnoitellun Rauten kannalta

riittävän matala, jotta yritysosto loisi arvoa Rauten omistajille (vrt. EV/EBIT 7x hyvin kannattavasta Metriguardista). Näin ollen Rauten ja myyjäpuolella monesti olevien pienekköiden paikallisten yhtiöiden näkemykset kohteiden arvoista eivät kohta. Tässä viitekehityksessä emme odota yhtiön pystyvän kasvattamaan liikevaihtoaan jatkuvasti epäorgaanisesti yrityskaupoilla. Pitkällä aikavälillä hajanaiset vaneri- ja LVL-konemarkkinat tulevat todennäköisesti konsolidoitumaan ja mielestämme Rauten pitää olla valmis vastaamaan mahdollisiin kilpailuuhkien nousuun itsekin yritysjärjestelykentällä.

Taloudelliset tavoitteet jäävät abstrakteiksi

Rauten taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

1) Hyvä kannattavuus kaikissa suhdanteilanteissa

2) Markkinoita nopeampi kasvu

3) Hyvä vakavaraisuus

4) Sijoittajille kilpailukykyinen tuotto

Mielestämme Rauten taloudelliset tavoitteet ovat hyvin linjassa strategian kanssa, mutta sanalliset tavoitteet jättävät yhtiön taloudellisen potentiaalin abstraktiksi. Arvioimme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkeaan teknologiaan fokusoituneet niche-pelurit voisi tavoitella noin 6-8 %:n liikeluomarginaalia normaalissa suhdanteessa (ts. liikevaihto 110-125 MEUR). Tähän haarukkaan yhtiö on myös viime vuosina yltänyt. Syklin huipulla yhtiöllä on mielestämme potentiaali vielä tätä parempaan tulostilanteeseen (esim. EBIT-% yli 10 %), jos muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus ja tuotemix ja tuotelaatu, olisivat suotuisia.

Kaikissa suhdanteissa hyvää kannattavuutta emme usko Rauten nykyisellä toimintamallillaan saavuttavan, sillä se edellyttäisi suhdantevaihteluiden rajuus huomioiden joustavampaa kulurakennetta, mitä Rauten globaali myynti- ja palveluverkosto sekä merkittävä oma tuotanto eivät mahdollista. Rauten kannalta tärkeää on pitää liikevoiton vuositason break-even piste niin alhaalla, että yhtiö ei vajoa raskaalle tappiolle ainakaan vuoden 2009 kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Tämä on mielestämme realistinen tavoite nykyiselläkin toimintamallilla.

Markkinoita nopeamman kasvun arvioimme tarkoittavan noin 3-5 %:n vuosikasvua yli syklin, kun huomioidaan vanerin- ja LVL:n kysynnän kasvupotentiaali Rauten päämarkkina-alueilla ja palveluliiketoiminnan kasvupotentiaali. Hyvä vakavaraisuus tarkoittaa näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö tulee säilyttämään nettovelattoman taseensa ja korkean yli 50 %:n omavaraisuusasteen suhdannepuskurina. Vahva tase on vakuutus vakavaraisuudesta asiakkaille, sillä ne antavat yhtiölle suuria projektiennakoita.

Myös osinkopolitiikan oalta yhtiö on avoin, sillä Raute noudattaa aktiivista osinkopolitiikkaa, joka ei ole sidoksissa suoraan sidottu vuositulokseen. Tämä ja yhtiön pyrkimys on tarjota sijoittajille kilpailukykyinen tuotto linjaavat mielestämme osinkojen olevan yhtiön prioriteettilistalla korkealla (historiallisesti osinko on ollut pääosa Rauten osaketuotosta), mitä tukee myös Rauten sukuyhtiötausta. Sykliä takia mitään osinkotasoa voida mielestämme pitää Rautelle kiveen hakattuna, mihin myös aktiivinen osinkopolitiikka indikoi. Käytännössä arvioimme yhtiön pyrkivän säästämään ”osinkoreserviä” hyvinä vuosina, mikä voi antaa hieman heikompiina vuosina liikkumavaraa pitää osinko stabiilina tai jopa kasvattaa sitä hieman.

Rauten strategia



Toimiala ja kilpailukenttä (1/2)

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

Rauten projektiliiketoiminnan markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Nämä sykliset investoinnit vaihtelevat rajusti vuosittain, mutta niiden määrän voidaan arvioida Rauten ulkopuolisella konsultilla teettämän tutkimuksen mukaan olla keskimäärin noin 600-750 MEUR vuodessa. Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. esim. globaalin vanerimarkkinan koko on noin 30 miljardia euroa). Markkina-koosta LVL:n osuus on arviomme mukaan noin 10 %, kun taas vaneri- ja viulusektorit kattavat loput markkinasta.

Laiteinvestointimarkkinan lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina. Tämän palvelumarkkinan kokoa on erittäin vaikea määrittää, sillä esimerkiksi suuri osa laitteiden huollosta tehdään asiakkaiden itsensä toimesta. Siten on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Lähtökohtaisesti arviomme kuitenkin, että vaneri- ja LVL-sektorin palvelu-markkina on vähintään yhtä suuri kuin laiteinvestointimarkkina, kuten monilla muilla vastaavia investointihyödykkeitä tuottavilla teollisuuden aloilla on havaittu. Näin ollen palvelumarkkina tarjoaa yhtiölle toistaiseksi lähes rajattoman kasvupotentiaalin, kun huomioidaan, että Rauten vuotuinen palvelumyynti on toistaiseksi reilun 40 MEUR:n kokoluokassa. Numeerista tukea arviollemme on kuitenkin vaikea löytää.

Palvelut- ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta ”after sales”-markkinassa

piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Näin ollen projektitoimitukset ovat Rauten kannalta tuki-jalka, joka avaa uusia mahdollisuuksia huolto-puolelle tulevaisuudessa. Tämä siitäkin huolimatta, että Raute pystyy toki toimittamaan huoltopalveluja ja varaosia myös muiden valmistajien toimittamiin koneisiin.

Huomioitavaa on, että palveluliiketoiminnan kehityskaari etenee eri vaiheissa maantieteellisesti. Kehittyneillä markkinoilla kunnossapidon ”ulkoistamisaste” on jo kohonnut asiakkaiden keskittyessä yhä voimakkaammin ydinprosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden markkinointiin ja myyntiin. Tämän trendin voi olettaa etenevän myös kehittyvillä markkinoilla jatkossa aiempaa voimakkaampana, minkä lisäksi kehittyvien markkinoiden asiakkailta tulee tarve kehittää prosessejaan entistä kilpailukykyisemmiksi pitkällä tähtäimellä väistämättömän kustannusinflaation takia. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa, minkä uskomme tukevan Rauten palvelumyyntiä pitkällä tähtäimellä. Näin ollen pidämme Rauten palvelumyynnin pitkän ajan kasvunäkymää hieman projektiliiketoimintoja parempana.

Etenkin rakennussektorin ajama tuotteiden loppukysyntä on ajuri investointien takana

Rautelle tärkeä projekti-investointikysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologialla tehtävien tuotteiden loppukysynnästä. Rauten tärkeimpien tuotteiden kysyntää ajaa etenkin rakennussektori, sillä maailman vanerista noin 70 % käytetään rakennuksissa, huonekaluissa ja

lattiaissa, kun taas loput menevät kuljetus-sektorille sekä pakkausmateriaaleiksi ja erilaisiin niche-sovelluksiin. Lisäksi valtaosa maailman LVL:stä menee rakennusten rakenne-materiaaliksi (palkit, tolpat ja rungot) ja pieni osa huonekalusektorille. Näin ollen Rauten päätuotteiden kysyntää ja sitä kautta investointeja ajaa etenkin rakennussektori, jonka on nyökkisääntönä katsottu korreloivan vipukertoimella 1,5x suhteessa BKT-kasvuun. Lisäksi vanerin ja LVL:n kaltaiset puutuotteet voittavat markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta niiden uusiutuvuuden, kierrätettävyyden ja hiilidioksidineutraaliuden ansiosta, joten puutuotteiden vipu voi ylöspäin olla sektoria voimakkaampi. Kuljetus- ja pakkausteollisuus taas korreloivat maailmankaupan ja BKT-kasvun kanssa suhteellisen hyvin. Siten Rauten syklisyyden juurisyyt löytyvät sen asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä.

Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

Kuten todettua, puutuotetoimialan taustalla on mielestämme tiettyjä positiivisia megatrendejä pitkällä aikavälillä. Siten puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin noin 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksistään Kiinan kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on hidastunut, mutta mainittujen megatrendien takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvuodotusta vanerille järkevänä myös jatkoa ajattellen.

Toimiala ja kilpailukenttä (2/2)

LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy ja kestävä kehityksen periaatteita tukeva LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Lisäksi LVL:llä on selkeää kasvupotentiaalia myös maantieteellisesti, sillä LVL on perinteisesti merkittävä rakennusmateriaali erityisesti USA:ssa ja myös tietyissä Euroopan maissa (ml. Skandinavia ja Iso-Britannia). Tämä tausta voisi arviomme mukaan tarkoittaa yli 5-7 %:n keskimääräistä vuosittaista kasvupotentiaalia LVL:lle lähivuosina. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n talouden hyvä vahva veto ajaa myös jatkossa maan asuntoaloituksia ylös, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista.

Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten markkina-asema on vahva ja yhtiö on markkinajohtaja toimialallaan. Absoluuttisesti pienestä koostaan huolimatta Raute on myös selvästi alan suurin yhtiö. Rauten projektiliiketoiminta ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investointeista on karkeasti arvioiden globaalisti noin 15-20 %. Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla.

Kilpailijat ovat paikallisia ja osaprosesseihin fokuusoituneita

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka

voisivat tarjota vastaavan globaalin tuote- ja palvelukokonaisuuden. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu edelleen enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puulajeista, kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimieltymyksistä.

Kuten todettua Rauten markkina-asema on paras korkeiden laatu- ja tehokkuus vaatimusten länsimarkkinoilla ja etenkin Euroopassa, jossa yhtiö kilpailee etenkin Angelo Cremonan, Bielen, Dieffenbacherin kanssa. USA:n markkina on luonteeltaan hyvin samantyyppinen, mutta siellä paikalliset kilpailijat ovat muutaman pykälän paremmassa asemassa suhteessa Rauteen, sillä Pohjois-Amerikassa asiakkaat eivät tyypillisesti edellytä yhdeltä toimittajalta kokonaistoimitusta.

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema on vahva Venäjällä ja hyvä Etelä-Amerikassa (vahva Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa), joihin myytävät koneet ovat suhteellisen kehittyneitä teollista teknologiaa. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasavertaisesti. Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä Rautella ole olennaista markkina-asemaa maassa. Sen sijaan Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen puuvarojensa ansiosta. Raute karkkyy markkinan avautumista etujoukoissa mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa solmitun yhteistyösopimuksen avulla.

Rauten taloudellisen suorituskyvyn ja arvostustason vertailua sen kilpailijoihin vaikeuttaa merkittävästi se, että Raute on ainoa pörssi-listattu yritys sektorilla. Rauten positioitumisen ja markkina-asemansa perusteella yhtiön pitäisi olla mielestämme alan kannattavimpia pelureita, mutta tästä ei ole toki faktatietoa olemassa.

Pieni markkina ei houkuttele isoja konepajoja

Koska Rauten kannalta relevantin globaalin kokonaismarkkinan koko on karkeasti vain 1,5 miljardia euroa vuodessa (ml. investoinnit ja palvelut), se ei riitä houkuttelemaan suurempia konepajoja apajille. Toisaalta vaneri- ja LVL-sektorilla käytössä oleva teknologia on monimutkaista (ml. automaatio ja konenäkö) ja sektorikeskeistä, joten tulokynnsy toimialalle on korkea täysin uudelle toimijalle. Siten pidämme uuden suuremman ja resurssiltaan vahvemman haastajan alalle tuloa epätodennäköisenä, mikä on Rauten kannalta positiivinen asia.

Rauten selkein pitkän ajan kilpailu-uhka on mielestämme nykyisten kilpailijoiden kasvavat panostukset (mm. konsolidaatio) yhtiön kilpailuedun ytimeen, mutta tämäkään ei näytä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä todennäköiseltä. Mainituista syistä ja omistusrakenteesta johtuen Raute tuskin kiinnostaa myöskään vahvasta markkina-asemasta ja selvistä kilpailueduistaan huolimatta teollisia ostajia, vaikka rakenteellisesti Rauten liiketoiminta voisi sopia täydentäväksi osaksi esimerkiksi johonkin suurempaan ja/tai eri sektoreilla operoivaan teollisuusyhtiöön. Siten yrityskaupunkortista ei arviomme mukaan pääse muodostumaan Rauten osakkeen arvostusta tukevaa tekijää.

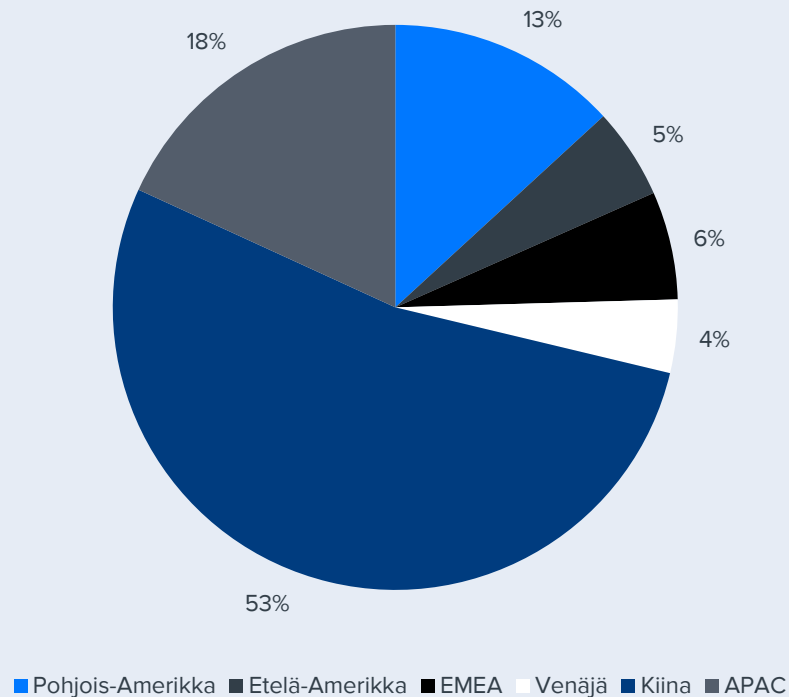
Markkinat yhteenveto

Korkea > 30 % Keskitaso 10-30 % Matala <10 %	Markkinakoko ja kasvupotentiaali							
	Projektiliiketoiminnot (Markkina 600-750 MEUR/a, Rautella 15-20 %:n markkinaosuus)					Teknologiapalvelut (Markkina > 650 MEUR/a, Rautella ei merkittävää markkinaosuutta)		
	Eurooppa	Venäjä	Pohjois-Amerikka	Etelä-Amerikka	Aasia	Modernisoinnit	Varaosat	Kunnossapito- ja kehityspalvelut
	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)
	80-110	50-70	110-130	50-70	300-350	> 300	> 300	> 150
	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)
	1-2 %	2-4 %	1-2 %	2-4 %	3-5 %	~3 %	3-5 %	> 5 %
	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute	Markkinaosuus, Raute
	Korkea	Ylempi keskitaso	Alempi keskitaso	Ylempi keskitaso	Matala	Matala	Matala	Matala

Lähde: Inderes

Kilpailukenttä

Vanerin tuotannon jakautuminen



Lähde: Indufor, Inderes

Rauten kilpailutekijät

- + Korkea teknologiataso (ml. automaatio)
- + Koko elinkaaren kattava palvelukonsepti
- + Globaali myynti- ja palveluverkko
- + Laajat projektireferenssit
- + Kokoluokan ja listauksen tuoma uskottavuus
- Tuotanto pääosin korkean kulurakenteen maissa
- Korkea ja melko kiinteä kulurakenne globaalin läsnäolon takia
- Ei hintakilpailukykyistä tarjoamaa alasegmenttiin ja etenkin Kiinaan

Taloudellinen tilanne (1/2)

Liiketoimintamalli pitää kiinteät kulut korkeina

Kuten todettua, Rauten kulurakenne on melko kiinteä. Tuotanto joustaa kohtuullisen hyvin syklisen mukana, sillä arviomme mukaan yhtiön oma kapasiteetti on täyskuormassa jo selvästi ennen liiketuloksen break-even pisteen vaatimaa liikevaihtotasoa ja toisaalta myös Suomen tuotannon kuluissa on sopeuttamisen varaa lyhyellä tähtäimellä (esim. lomautukset). Kiinassa tuotannon kulurakenne on joustamattomampi alihankintaverkoston puutteen ja henkilöstön suppeamman osaamistason takia. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii kuitenkin rakentamaan asteittain joustoa myös Kiinan tuotannon kulurakenteeseen. Päähaaste kiinteän kulurakenteen taustalla on kuitenkin arviomme mukaan globaali myynti- ja palveluverkosto. Näitä kuluja yhtiö ei pysty heikomman projektikysynnän aikana sopeuttamaan, vaikka yksittäisellä maantieteellisellä alueella heikko jakso voi olla pitkään, jopa useita vuosia (esim. Etelä-Amerikka vuoden 2012 jälkeen).

Kulurakenteen kiinteys johtuu siten pääosin valitusta liiketoimintamallista, jonka puitteissa merkittävää joustovaraa rakenteisiin on mielestämme vaikea rakentaa. Toisaalta harvojen suurten tehdastilauksien jakautuminen eri mantereille ja kasvava palveluliiketoiminta edellyttävät paikallista läsnäoloa, joten maantieteellisesti keskittyneempi liiketoimintamallikaan ei lähtökohtaisesti sovi Rauten nykyiseen strategiaan. Globaalin läsnäolon supistaminen saattaisikin kasvattaa tilausvirran ja siten myös liikevaihdon ja kannattavuuden volatiliiteettia entisestään, mikä ei olisi houkutteleva vaihtoehto.

Tuloslaskelmassa on neljä merkittävää kuluerää

Rauten tuloslaskelmassa suurin kustannuserä on materiaalit ja palvelut, joka on muuttuva eli liikevaihtotasosta riippuvainen erä. Historiallisesti myyntikate eli liikevaihdon sekä materiaalien ja palveluiden erotus on heilunut melko selvästi 40-60 %:n välillä. Selitys rajulle heilunnalle ovat projektiliiketoiminnan ja palveluiden suhteellisten osuuksien vaihtelut. Korkeimmat myyntikatteen Raute saavuttaa yleensä matalan liikevaihdon kvartaaleina, jolloin henkilöstöintensiivisen ja vähemmän materiaaleja kuluttavan palveluliiketoiminnan suhteellinen osuus on suuri. Rauten kokonaisuudelle tämä ei tietenkään ole optimaalinen tilanne, sillä suhteellisesti korkea myyntikatemarginaali ei riitä kompensoimaan absoluuttisesti matalaa liikevaihtoa ja korkeita kiinteitä kuluja. Palveluiden ja projektien jakautumisen lisäksi myyntikatemarginaaleihin vaikuttaa jossain määrin myös projektimyynnin rakenne, sillä suurissa projekteissa myyntikatemarginaalit ovat väistämättä yksittäisiä laitteita ohuempia.

Tuloslaskelmassa muut merkittävämmät kuluerät ovat henkilöstökulut (28-32 % liikevaihdosta), muut kulut (10-12 % liikevaihdosta) ja poistot (2-3 % liikevaihdosta). Henkilöstöön liittyvät kulut ovat osittain muuttuvia myös lyhyellä tähtäimellä ja täysin muuttuvia pidemmällä tähtäimellä. Joustoa henkilöstökuluihin tarjoavien vuokratyövoiman käyttämättömyys ja lomautukset tarjoama joustovara on arviomme mukaan kuitenkin vain 10-20 % ja merkittävämpi henkilöstökulujen lasku vaatii henkilöstömäärän alentamista. Myös liiketoiminnan muut kulut (sis. esim. myynti- ja markkinointikuluja, vuokria,

matkoja, johdon palkkoja jne.) ovat arviomme mukaan valtaosin kiinteitä ja poistot täysin kiinteitä. Yhtiön nykyisen noin 3 MEUR:n poistotason arviomme vastaavan karkeasti ylläpito- ja kehitysinvestointien vuotuista tarvetta.

Kulurakenne on ollut viime vuosina hallitussa kasvussa

Kokonaisuutena arvioimme, että tällä hetkellä kiinteiden kulujen osuus Rauten kulumassasta on karkeasti 20 %, kun taas loput noin 80 % ovat muuttuvia. Viime vuosina yhtiö on kasvattanut kulurakennettaan selvästi, mikä on kuitenkin johtunut valtaosin liikevaihtotason noususta ja tilausten toimittamiseksi yhtiön on täytynyt rekrytoida lisää etenkin projektihenkilökuntaa. Kiinteiden kulujen arvioimme kasvaneen viime vuosina hieman, minkä lisäksi keväällä 2017 tehty Metriguard-yritysosto on kohottanut kiinteää kulurakennetta hiljattain, sillä Metriguardin kulurakenne on vielä Rauteakin kiinteämpi. Tällä hetkellä arvioimme liikevaihdon kvartaalitason break-even pisteen olevan 22-25 MEUR:n liikevaihtotasolla lyhyen tähtäimen sopeutusvara huomioiden.

Alempien riviin tulosrasitus on kohtuullinen vahvan taseen ja tuloksen maamixin takia

Koska Rauten tase on vahva eikä yhtiöllä ole pitkäaikaista korollista velkaa, rahoituskulujen tulosrasitus on suhteellisen rajallinen. Valuuttakurssien vaihtelusta johtuvat ei-kassavaikutteiset kurssierot voivat kuitenkin heiluttaa rahoituskuluja lyhyellä tähtäimellä. Rauten veroasteen arviomme olevan noin 25 %, kun USA:n ja Kiinan korkeampien yritysveroasteiden takia veroaste nousee Suomen yritysveroastetta ylempäs.

Taloudellinen tilanne (2/2)

Projektiliiketoiminta sitoo vähän käyttöpääoma ja heiluttaa rahavirtaa

Kuten todettua, Rauten projektiliiketoiminta perustuu ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat käytännössä rahoittavat omat projektinsa, vaikka viime aikoina asiakkaiden keskuudessa maksuajat ovatkin saaneet yhä enenevässä määrin huomiota. Nettokäyttöpääoman tarve riippuu projektitoimitusten ennakkojen ja toisaalta palveluliiketoiminnan suhteesta, koska palveluissa maksuajat ovat pidempiä eikä ennakoita lähtökohtaisesti ole. Viime vuosina Rauten käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on ollut vain lievästi positiivinen, joten käyttöpääomatarve on matala. Projektien eteneminen ja maksupostien eriaikaisuuden takia Rauten liiketoiminnan rahavirta voi heittelehtiä lyhyellä aikavälillä voimakkaastikin ja rahavirran kehitystä tuleekin tarkastella pidemmällä aikajänteellä.

Tase on kevyt kiinteän omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu vain Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan ja nojaa yleensäkin varsin paljon alihankkijaverkostoonsa, jota löytyy Aasiasta ja Baltian maista. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 11 MEUR:lla Q2'17:n lopussa. Myös aineettoman omaisuuden määrä oli Q2'17:n lopussa maltillinen 3 MEUR ja liikearvoa taseessa oli vain 1,1 MEUR Metriguard-kauppaan liittyen.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q2'17: 44 MEUR) ja varasto

(Q2'17 12 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q2'17:n lopussa vain 3 MEUR, mikä on normaalia alempi taso. Likvidit varat vähenevät ja kasvavat projektien etenemisen ja maksupostien eriaikaisuuden takia, mikä heiluttaa kaikkia taseen käyttöpääomaeriä. Rautella on käytössä lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin 23 MEUR:n luottolimiittisopimus, josta Q2'17:n lopussa oli käytettävissä 18 MEUR ja 10 MEUR:n käyttämätön yritystodistusohjelma. Näin olleen yhtiön lyhyen aikavälin maksuvalmius on erittäin hyvä. Taseen loppusumma oli Q2'17:n lopussa 73 MEUR, mikä on Rautelle korkeahko taso. Tämä johtuu arviomme mukaan etenkin hetkellisesti kohollaan olleista myyntisaamisista.

Vastattavat koostuvat valtaosin omasta pääomasta ja korottomista veloista

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q2'17:n lopussa 33 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli vain 6 MEUR (kaikki lyhytaikaista). Osa korollisesta velasta liittyy arviomme mukaan Kiinan tytäryhtiön rahoittamiseen, sillä paikallinen korollinen velka on tehokkain mahdollinen rahoitusvaihtoehto Rautelle Kiinassa. Korottomia vastuita taseessa oli Q2'17:n lopussa 32 MEUR (sis. ennakoita ja ostovelkoja)

Tunnuslukujen valossa tase on vahva

Q2'17:n lopussa Rauten nettovelkaantumisaste oli hieman poikkeuksellisesti 9 %, sillä kvartaalin aikana saamiset kasvoivat ja ennakot pienenivät ja investoinnit olivat korkeita Metriguard-kaupan takia. Nämä rahoitustarpeet yhtiö täytti lyhytaikaisella velalla. Arvioimme tämän olevan kuitenkin poikkeuksellinen heilahdus ja nettovelkaantumisasteen pitäisi painua

projektien etenemisen, maksupostien saavuttamisen ja uusista projekteista tulevien ennakkoiden myötä takaisin negatiiviseksi jo lähiaikoina. Yhtiön omavaraisuusaste oli Q2'16:n lopussa 58 %, joten tase on velkaantumisasteen heilunnasta huolimatta kiistatta vahva.

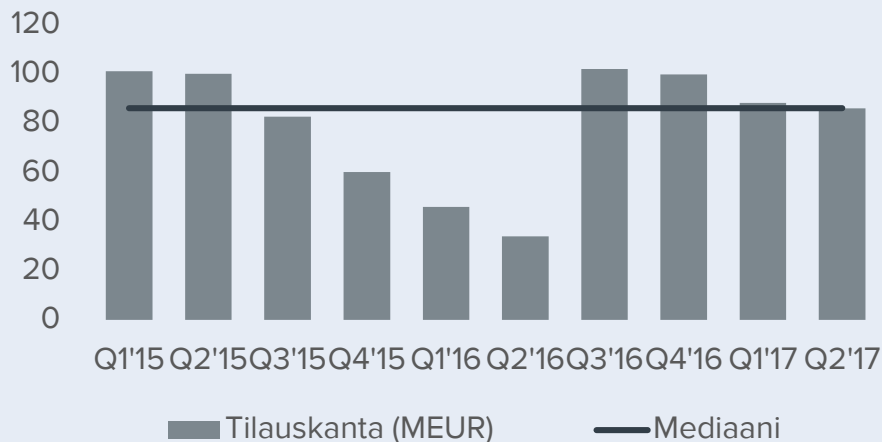
Vahva tase on kuitenkin välttämättömyys

Vaikka Rauten tase vaikuttaa normaalissa tilanteessa ylikapitalisoituneelta, mielestämme täytyy muistaa ennakkomaksujen lisäksi yhtiön tuotteiden vahvasti syklinen kysyntä. Siten Raute tarvitsee huomattavia puskureita taseeseensa, ettei se ajaudu ongelmiin, vaikka tilauskirja sulaisi (ts. ennakot pienensivät) ja matala-suhdanne pitkittyisi. Pidämmekin Rauten vahvaa tasetta positiivisena asiana sijoittajien kannalta, vaikka se heikentää pääoman tuottoa ja painaa oman pääoman tuoton sijoitetun pääoman tuottoa heikommaksi. Rauten tase on mielestämme myös kaikilta osin kurantti eikä taseeseen liity alaskirjauriskejä.

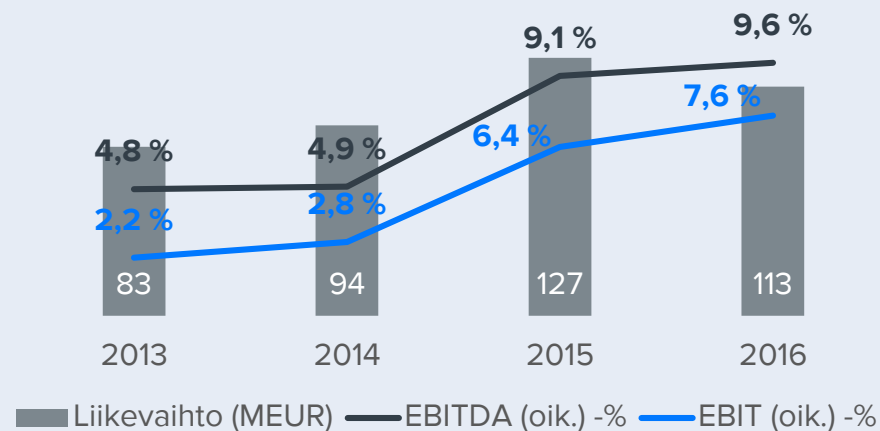
Vahvan taseensa takia yhtiön rahoitustilanne ja velanhoitokyky ovat hyvällä tasolla ja netto-rahoituskulujen voidaan olettaa olevan lähellä nollatasoa lähivuosina, joskin mainitut valuuttakurssierot voivat aiheuttaa lievää heiluntaa rahoituskuluihin vuositasolla. Yhtiön vahva tase mahdollistaa osinkovirran ylläpitämisen myös yksittäisinä tuloksellisesti heikompina vuosina, mikä antaa osakkeen arvostukselle tukea myös liiketoiminnassa hiljaisempina aikoina. Pitkittyvän matalasuhdanteen aikana nykyisen osinkotason säilyttäminen ei kuitenkaan onnistuisi tasepuskureiden voimin.

Taloudellinen tilanne

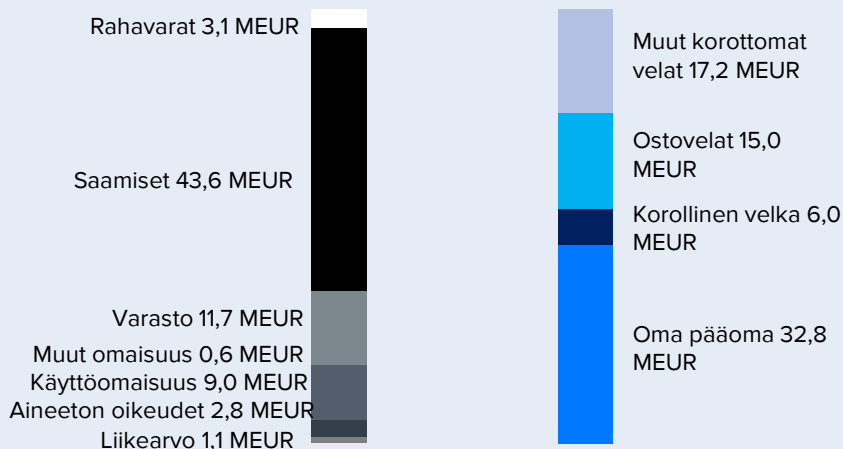
Tilaukannan kehitys



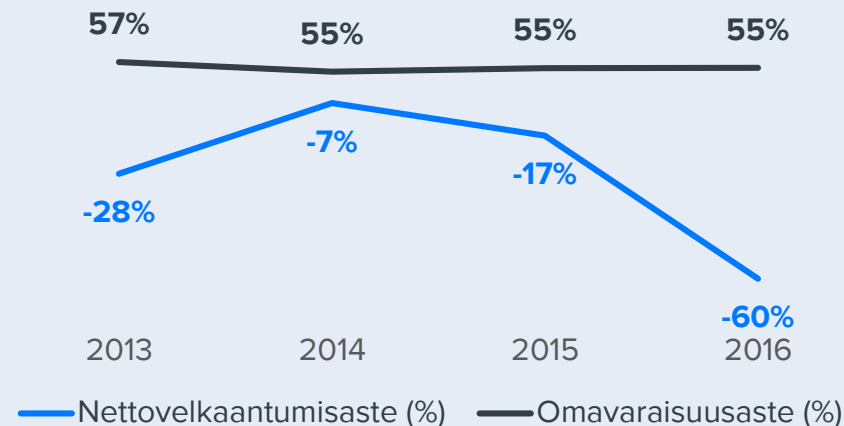
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



Taserakenne Q2'17:n lopussa



Taseen tunnuslukujen kehitys



Ennusteet (1/2)

Makrotalouden ennusteet

Maailmantalouden elpyminen finanssikriisin jäljiltä on ollut viime aikoina ripeää. Globaali talous kasvoi 3,2 % vuonna 2016, mutta 2017-2018 kasvun odotetaan kiihtyvän 3,5 %:n tietämiin. Erityisesti talouskasvun laaja-alaisuus on ollut positiivinen yllätys, sillä kehittyneet taloudet ovat käyttäneet poikkeuksellisen kevyttä rahapolitiikkaa lisätäkseen luottamusta ja siivittääkseen etenkin yksityisen sektorin kulutusta ja investointeja. Toisaalta maailman-kaupan kannalta huolestuttavimmat riskit, kuten protektionismin lisääntyminen ja rahoitus-epävakauden kasvu Kiinan luottomarkkinoilla, ovat jääneet taka-alalle, mikä on osaltaan antanut tukea maailmankaupan kasvulle.

Maailmantalouden kasvu näyttää siis vihdoin päässeen kestäväälle perustalle, mutta etenkin velkavetoinen kasvu on samalla huolenaiheena. Esimerkiksi maailman toiseksi suurimmassa taloudessa Kiinassa velkaantuminen on iso riski, vaikka maan hallinto on tiedostanut ongelman ja tehnyt jo joitain toimia velkaantumisen kasvun hillitsemiseksi. USA:ssa talous on kahdeksan vuoden kasvun jälkeen jo noususuhdanteen loppupäässä, ja kasvun taittuminen tarkoittaisi hidasta käännettä koko maailmantaloudessa suhdannekehityksen mukaisesti. Tämä voisi olla mahdollista 2018-2019 aikana.

Tämä melko positiivinen makrokuva on pohja Rautelle laatimillemme tulosennusteille. Pirstynyt kasvu ja investointeja kokonaisuutena tukeva viitekehys (ml. matala korkotaso) sopii mielestämme riskeistä huolimatta suhteellisen hyvin Rautelle ja mielestämme yhtiön toimintaympäristö onkin tällä hetkellä suotuisa. Tämä tukee Rauten lähivuosien liiketoimintanäkymiä.

Ennustemalli

Ennustamme Rauten liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän ajan ennusteemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Rauten tulospotentiaalia.

Tilaukanta poikkeuksellisen hyvä indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtäimellä sen nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 5-10kuukautta. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain reilut 40 MEUR liikevaihtoa, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 70-85 MEUR:lla päästäkseen 110-125 MEUR:n liikevaihtotasolle. Tällä tasolla yhtiön pitäisi kulurakenteensa ja sen säästövaran valossa pystyä tekemään hyvää tulosta, jos muita kannattavuusrasitteita ei ole.

Q2'17:n lopussa Rauten tilaukanta oli hyvällä tasolla 86 MEUR:ssa eikä tämä sisältänyt vielä Q3:n puolella varmistunutta yli 11 MEUR:n LVL-tilausta USA:han. Pitkän aikavälin mediaania (46 MEUR) selkeästi korkeamman tilaukskannan valossa Rauten näkyvyys työkuorma on tällä hetkellä varsin hyvä ja arvioimme, että tilaukanta ajoittuu suurelta osin seuraavan vuoden ajalle. Sijoittajien kannalta tämä on positiivista, sillä pitkäkö tilaukanta laskee osakkeen riskiprofilia mielestämme normaalia tilannetta alemmas. Vuoteen 2019 tilaukanta ei kuitenkaan anna näkyvyyttä vielä lainkaan.

Projektimarkkina on yhä suotuisa

Vaikka yhtiön myynti on vetänyt viime vuosina erinomaisesti etenkin Euroopassa, on Rautella arviomme mukaan ulkona hyvä tarjouskanta uusia projekteja. Vuoden 2017 aikana pirstynyt makrokuva tukee edelleen suuria strategisia tehdas- ja konelinjaprojekteja, minkä lisäksi modernisointikysyntä on saanut uutta vauhtia H1'17:n aikana. Lähiaikoina odotamme Rauten saavan ainakin Metsä Groupin suunnittelu-vaiheessa olevan LVL-linjan tilaukset Suomesta H2'17:n aikana tai aivan H1'18:n alussa eikä jonkun muunkaan suuremman projektitilauksen kotiuttaminen lähikuukausina olisi mielestämme yllätys. Palveluliiketoiminnoissa markkinatilanne on myös vahva, mikä johtuu asiakkaiden hyvistä kapasiteetin käyttöasteista ja lopputuotteiden terveistä myyntihinnoista.

Viime vuosina Rauten tilausvirtaa on maantieteellisesti dominoinut Eurooppa, jossa on alkanut poikkeuksellisen monta uutta kapasiteettia luonutta vaneri- ja LVL-projektia vuosina 2014-2016. Euroopan näkymät ovat yhä hyvät, mutta mielestämme jatkossa tilausvirran painopisteen on silti siirryttävä muille markkinoille tai Eurooppaa uhkaa ylikapasiteetti-ongelma, mikä olisi myös Rauten kannalta pitkällä aikavälillä negatiivinen asia. Pidämme investointien näkökulmasta potentiaalisimpina Venäjää ja Pohjois-Amerikan LVL-sektoria. Myös Etelä-Amerikan pirstuminen usean hiljaisemman vuoden jälkeen on mahdollista vuosikymmenen lopua kohti ja myös Kiinassa on nähty ensimmäiset heikot merkit länsimaisten standardien mukaisen vanerin kysynnästä.

Ennusteet (2/2)

Näin ollen Rautella on projektipotentialia useammalla markkinalla, mutta yhtiön kilpailuedun ytimistä (Eurooppa) kauemmas siirryttäessä myös riski hävityistä tarjouskilpailuista kasvaa väistämättä.

Vuodesta 2017 tulee yhtiölle erittäin vahva

Vahvan tilauskannan ja sen myötä lähiaikojen korkeana pysyvän liikevaihtotason ansiosta ennustamme myös Rauten tuloksen jatkavan suotuisaa kehitystä tänä vuonna. Yhtiö on myös ohjeistanut liikevaihtonsa ja liiketuloksensa kasvavan selvästi vuodesta 2016 tänä vuonna. Ennusteemme ovat ohjeistuksen kanssa linjassa, sillä odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 25 % 141 MEUR:oon ja liikevoiton 20 % 10,3 MEUR:oon. Suhteellisen kannattavuuden osalta emme siis odota kuluvaista vuodesta huippuvuotta erittäin korkeasta työkuormasta huolimatta, mikä johtuu etenkin Metriguard-kaupan transaktio- ja integraatiokuluista, Kiinan kasvupanostuksista ja muutamista muista kulueristä. Nämä tekijät painoivat Q2:n kannattavuuden heikoksi eivätkä rasitteet poistu täysin loppuvuoden aikana.

Osingon nostamiselle on edellytyksiä

Rauten rahoituskulujen ja veroasteen arvioimme olevan tänä vuonna normaaleilla tasoillaan (2017e: rahoituskulut 0,0 MEUR, veroaste 25 %), minkä myötä ennustamme kuluvan vuoden EPS:n asettuvan vahvalle tasolle 1,79 euroon. Ennustamme Rauten nostavan osinkoa 1,15 euroon osakkeelta (2016: 1,00 euroa/osake) ensi keväänä yhtiön vahvan taseen, kohtuullisten investointitarpeiden ja hyvällä tasolla pysyvän tilauskannan takia. Odotuksiamme vaisumpi tilauskannan kehitys H2:lla voi kuitenkin pitää

osingon korotuksen pienempänä.

2018 parantaminen voi olla jo haastavaa

Rauten näkymät vuoteen 2018 ovat suotuisat, sillä odotamme yhtiön pääsevän lähtemään ensi vuoteen H2:lla myytävien projektien ja vakaan palvelukysynnän ansiosta hyvällä 75-95 MEUR:n tilauskannalla. Siten ainakin H1'18:n liikevaihtotaso on suhteellisen turvattu jo tässä vaiheessa. Suhtaudumme myös tilausnäkyymiin edelleen positiivisesti projektikysynnän ympärillä oleva viitekehys ja vakaan hyvä palvelutilausten kysyntä (asiakkaiden suotuista markkinatilanne) huomioiden, vaikka tietty epävarmuus värittää markkina edelleen. Tätä taustaa vasten yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä kerätä noin 45 MEUR:n palvelumyynti ja vähintään 70-80 MEUR:n projektikaupat ensi vuonna. Tämä vaatii 1-2 suuremman projektikaupan voittamista.

Hyvästä aloittavasta tilauskannasta ja näkymistä huolimatta ennustamme Rauten liikevaihdon laskevan ensi vuonna 10 % 128 MEUR:oon vuoden 2017 ennätystasolta. Ensi vuoden liikevaihtoenusteemme olisi kuitenkin Rauten historian toiseksi korkein liikevaihto. Liiketuloksen ennustamme laskevan hieman 9,7 MEUR:oon. Tämä vastaa kuitenkin vuotta 2017 korkeampaa 7,6 %:n liikevoittomarginaalia, johon yhtiön pitäisi arviomme mukaan yltää liikevaihdon laskusta huolimatta ylimääräisten kulurasitusten pienentymisen takia. Vuoden 2018 EPS-ennustamme tällä hetkellä olevan 1,72 euroa nollatason rahoituskulujen ja 25 %:n veroasteen jälkeen. Vuoden 2018 osingon arvioimme nousevan maltillisesti 1,20 euroon osakkeelta yhtiön korkeaa osingonjakovaraa heijastellen.

Pitkän tähtäimen ennusteet

Vuoden 2018 jälkeen odotamme markkina-tilanteen jatkavan tasaantumistaan ja ennustamme Rauten yltävän vuonna 2019 126 MEUR:n liikevaihtoon. Tästä eteenpäin arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuajurien ja Rauten hyvän kilpailu-kyvyn sekä markkina-aseman tukemina noin 3 % vuodessa. Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliä mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen myötä uskomme Rauten pystyvän tekemään myös hyvää tulosta. Vuosien 2019-2024 ei-sykliset liikevoittomarginaaliennusteemme ovat 6-7 %. Kulurakenteen suhteen emme odota suuria muutoksia, sillä arviomme mukaan yhtiön pitäisi pystyä kantamaan rakenteensa puitteissa noin 140-160 MEUR:n liikevaihtokuorma ilman merkittäviä lisäpanostuksia, kun taas vuositasen liikevoiton break-even piste pysyy arviomme mukaan noin 85-95 MEUR:n liikevaihdossa. Ennustamme myös yhtiön pitävän taseensa erittäin vahvana sektorin liiketoimintadynamiikan takia, minkä ansiosta uskomme rahoituskulujen pysyvän noin nollatasolla pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan noin 25 %. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys voimakkaasti sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

Ennusteet

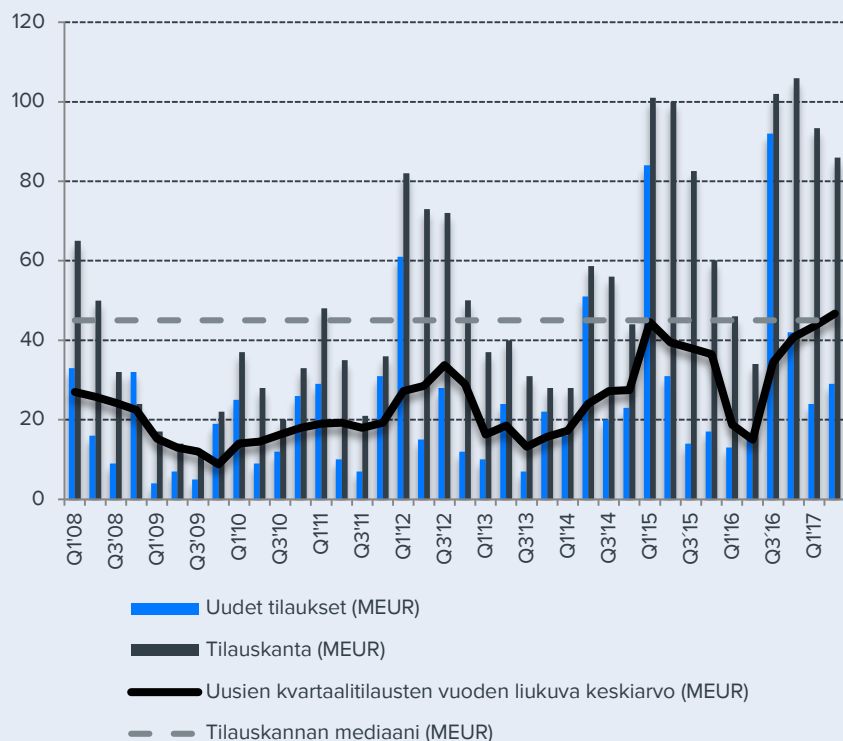
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	127,3	26,4	27,3	23,4	36,0	113,1	36,6	35,2	33,5	36,0	141,3	127,7	126,0
<i>Konsemi</i>	<i>127,3</i>	<i>26,4</i>	<i>27,3</i>	<i>23,4</i>	<i>36,0</i>	<i>113,1</i>	<i>36,6</i>	<i>35,2</i>	<i>33,5</i>	<i>36,0</i>	<i>141,3</i>	<i>127,7</i>	<i>126,0</i>
Käyttökate	11,6	1,9	2,1	2,0	4,9	10,9	3,3	2,1	3,3	4,1	12,9	12,6	12,3
Poistot ja arvonalennukset	-3,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-2,3	-0,6	-0,7	-0,6	-0,6	-2,6	-2,9	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,1	1,4	1,5	1,4	4,3	8,6	2,7	1,4	2,7	3,5	10,3	9,7	9,5
Liikevoitto	8,1	1,4	1,5	1,4	4,3	8,6	2,7	1,4	2,7	3,5	10,3	9,7	9,5
<i>Konsemi</i>	<i>8,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>4,3</i>	<i>8,6</i>	<i>2,7</i>	<i>1,4</i>	<i>2,7</i>	<i>3,5</i>	<i>10,3</i>	<i>9,7</i>	<i>9,5</i>
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	8,1	1,3	1,5	1,2	4,3	8,2	2,9	1,3	2,7	3,5	10,3	9,7	9,5
Verot	-1,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,7	-1,5	-0,8	-0,4	-0,7	-0,9	-2,7	-2,4	-2,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,7	0,9	1,2	0,9	3,6	6,7	2,1	0,9	2,0	2,6	7,6	7,3	7,1
EPS (oikaistu)	1,64	0,22	0,29	0,22	0,89	1,65	0,50	0,21	0,47	0,61	1,79	1,72	1,69
EPS (raportoitu)	1,64	0,22	0,30	0,23	0,89	1,65	0,51	0,21	0,47	0,64	1,79	1,72	1,69

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	35,4 %	7,4 %	-14,0 %	-25,6 %	-8,8 %	-11,1 %	38,5 %	28,9 %	43,4 %	-0,1 %	24,9 %	-9,6 %	-1,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	210,9 %	15,1 %	-31,2 %	-28,6 %	54,3 %	5,7 %	93,4 %	-6,8 %	97,8 %	-18,4 %	20,3 %	-5,8 %	-2,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	9,1 %	7,2 %	7,7 %	8,4 %	13,7 %	9,6 %	9,0 %	5,9 %	10,0 %	11,5 %	9,1 %	9,8 %	9,7 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,4 %	5,2 %	5,6 %	5,8 %	11,9 %	7,6 %	7,3 %	4,0 %	8,1 %	9,7 %	7,3 %	7,6 %	7,5 %
<i>Nettotulos-%</i>	5,2 %	3,4 %	4,5 %	4,0 %	10,0 %	5,9 %	5,7 %	2,5 %	5,9 %	7,2 %	5,4 %	5,7 %	5,7 %

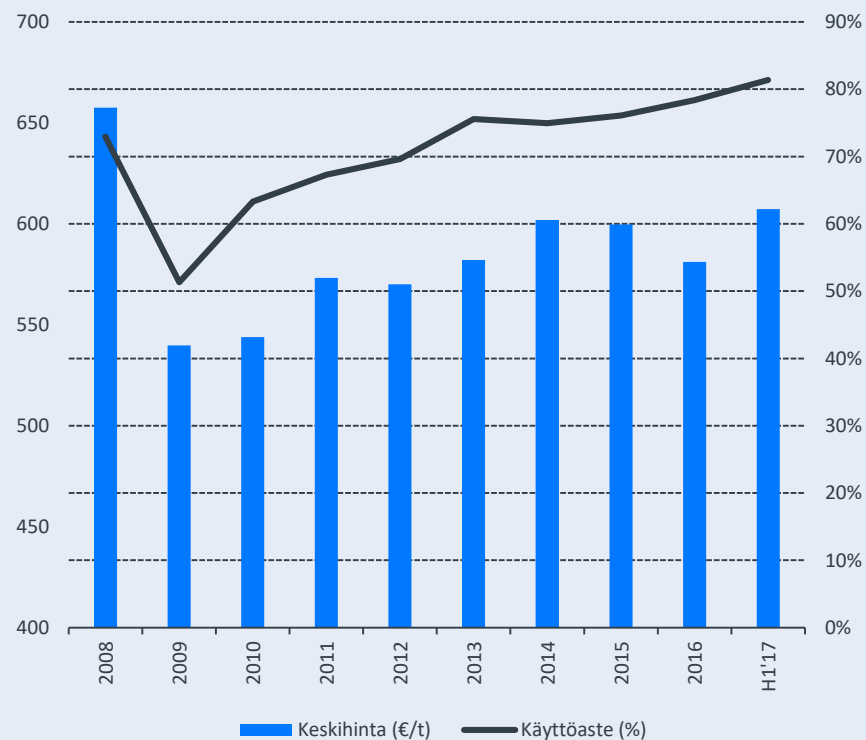
Lähde: Inderes

Rauten tilauskanta ja markkinaindikaattorit

Rauten tilausvirta ja -kanta 2008-H1'17



UPM Plywoodin kehitys 2008-H1'17



Lähde: Inderes, Raute, UPM

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

Mielestämme yritysarvoon (EV) perustuvat kertoimet ovat parhaita kuvastamaan Rauten arvostustasoa, koska ne huomioivat parhaiten yhtiön vahvan taseen. Kuitenkin myös P/E-kerroin sopii mielestämme Rautelle varsin hyvin etenkin normaalissa kysyntätilanteessa. Tulos-pohjaisten kertoimien lisäksi käytämme Rauten osakkeen arvottamisessa myös osinkotuottoa. Osinkotuoton merkitystä korostaa mielestämme se, että historiallisesti verrattain suuri osa Rauten sijoittajille tarjoamasta kokonaistuotosta on tullut juuri osingosta. Tase pohjaista P/B-lukua käytämme arvonmäärityksessä hahmottamaan osakkeeseen ladattujen odotusten voimaa, vaikka Raute ei missään tapauksessa olekaan taseella hinnoiteltava pääomaintensiivinen yhtiö eikä tasekerroin aseta suoranaisesti rajaa hyväksyttävälle arvostukselle.

Emme hyväksy yhtiölle korkeita kertoimia, vaikka hyväksyttävä arvostus onkin nousussa

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät painavat ja tukevat Rauten arvostusta:

- **Kestävä teknologinen kilpailuetu ja vahva markkina-asema** pitävät luottamuksen yhtiön pitkän ajan kilpailukyvyyn suhteen korkealla.
- **Vahva tase ja maltillisesti pääomaa sitova liiketoimintamalli** mahdollistavat melko korkean vapaan kassavirran ja pääomien voimakkaan allokoinnin osinkoon.
- **Palveluliiketoiminnan kasvu** on tukenut Rauten hyväksyttävää arvostusta viime vuosina ja nyt yhtiön palveluliiketoiminnan

suhteellinen kokoluokka on karkeasti verrokkiyhtiöiden keskimäärisellä tasolla.

- **Liiketoiminnan voimakas sykliisyys** pitää sijoittajan riskit korkealla ja edellyttää selkeitä turvamarginaaleja.
- **Omistajarakenne ja osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajoittavat tietyn tyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön eikä myöskään yritysostokortti nouse kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nykyrakenteella.
- **Lähivuosien tulokasvuodotukset** ovat perusskenaariossa rajalliset erinomaisen lähtötason takia, kun taas yleisesti konepajasektorin yhtiöiden tulosten odotetaan kasvavan lähivuosina selvästi.
- **Pieni koko** nostaa liiketoiminnan riskiprofiilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyn tyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella 7x-9x ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 11x-14x. Nämä kertoimet haarukat ovat alalaidoiltaan karkeasti linjassa yhtiön pitkän aikavälin arvostuskertoimien kanssa, kun taas palveluliiketoiminnan viime vuosien hyvä kehitys on mielestämme tukenut osaltaan tulevaisuudessa hyväksyttävää arvostusta jossain määrin. Suhteessa vastaavalla liiketoimintamallilla operoivaan verokkiryhmään nähden Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen noin 20-30 % alennuksella korkeamman riskiprofiilin takia.

Yhtiön tarjoaman osinkotuoton taas tulisi mielestämme olla erittäin kilpailukykyinen suhteessa riskittömään korkoon tai Helsingin Pörssin keskimääräiseen osinkotuottoon.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat perustellusti haarukoidemme ylälaidoilla

Vuoden 2016 ja 2017 ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-kertoimet ovat noin 8x, kun taas vastaavat P/E-luvut ovat 13x. Näin ollen yhtiö on arvostushaarukoidemme ylälaidalla, mutta tämä on sinällään perusteltua tilauskannan tarjoama keskimääräistä parempi näkyvyys ja palveluliiketoiminnan kasvu huomioiden. Näin ollen pidämme osakkeen arvostusta varovaisen houkuttelevana. Ensi keväänä ennusteidemme mukaan nousevan osingon myötä arvioimme Rauten tarjoavan reilun 5 %:n osinkotuoton nykykurssille. Tämä on hieman historiallista tasoa matalampi osinkotuotto, mutta pidämme osinkoa kuitenkin hyvänä pohjatuottona sijoittajille ja se rajaa osakkeen laskuvaraa, jos oletetaan, että lähivuosien tulonäkymät eivät heikkene nykytasolta oleellisesti.

Toisaalta Rauten arvostuksen haastavuutta heijastelee osittain myös yhtiön P/B-luku, joka on noussut noin ennätystasolle ja on karkeasti noin kaksi kertaa historiallista tasoa korkeampi 2,5x. Korkea P/B-arvostus on mielestämme perusteltua yhtiön vahva tulokunto huomioiden, mutta mielestämme se antaa kuvaa silti osakkeeseen ladattujen odotuksien voimakkuudesta. Näin ollen osake ei saa tase-arvostuksesta mitään tukea syklin mahdollista heikentymistä vastaan, mikä osaltaan korottaa Rauteen tälle hetkellä tehtävän sijoituksen riskiprofiilia.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Kokonaistuotto-odotus on vielä varovaisen positiivinen

Arviomme mukaan Rauten kokonaistuotto-odotus lähivuosille nousee 5-10 %:iin. Tuotosta osinko kattaa valtaosan ja loput tulevat palveluliiketoiminnan kasvun ja hyvän näkyvyyden ajamasta hyväksyttävien arvostuskertoimien lievistä noususta. Tuloskasvun odotamme sen sijaan jäävän vaisuksi ja osakkeen olennainen nousuvara nykytasolta vaatisi taakseen selvää tuloskasvua. Tämä ei sinänsä ole mahdoton skenaario suhteellisen kannattavuuden parannuspotentiaali huomioiden, mutta kannattavuuteen liittyvien riskitekijöiden ja yhtiön viime vuosien näyttöjen valossa emme pidä yli 10 %:n liikevoittomarginaalien saavuttamista todennäköisimpänä skenaariona emmekä ole siten valmiita hinnoittelemaan kannattavuuden parantumista osakkeeseen.

Syklin vaiheeseen liittyvästä riskiprofilista huolimatta mielestämme Rauten absoluuttisen arvostustason indikoima kokonaistuotto-potentiaali on vielä varovaisen houkutteleva. Lisäksi nykykursilla sijoittaja saa option Kiinan laajentumisen onnistumisesta pitkällä aikavälillä, mitä ei mielestämme ole sinänsä perustellusti hinnoiteltu vielä osakkeeseen. Siten pidämme maltillisia lisäostoja vielä perusteltuina, mutta suosittelemme sijoittajia hajauttamaan ostojaan ajallisesti, sillä syklin vaiheeseen varsinkin keskipitkällä aikavälillä liittyvät riskit ovat konkreettisia.

Verrokkiryhmäarvostus on indikatiivinen

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavia

yhtiötä ei ole olemassa eikä kilpailijoista löydy yhtään listattua yhtiötä. Siten suhteellisen arvostustason ja arvostuserojen sokeaa seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa ja pidämme suhteellista arvostusta lähinnä indikatiivisena mittarina Rautelle. Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Pohjoismaista vastaavalla liiketoimintamallilla ja syklisillä teollisuuden investointitavarasektoreilla operoivia yhtiöitä. Verrokkiryhmään sisältyy sekä suuria että pieniä yhtiöitä.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2017 ja 2018 ovat P/E-luvut 25x ja 19x ja EV/EBIT-kertoimet 16x ja 13x, joten yleisesti verrokkiyhtiöt ovat arvostettu markkinoilla varsin korkealle. Tämä johtuu osin siitä, että verrokkiryhmään kuuluu useita yhtiöitä kaivossektorilta, joiden tulokset ovat vielä syklisistä syistä heikoilla tasoilla. Verrokkiryhmän arvostus on myös absoluuttisesti melko korkea, mikä taas heijastelee osakkeiden yleisesti korkeita arvostuksia. Näin ollen Raute on arvostettu noin 50 %:n alennuksella suhteessa vertailuryhmään tulospohjaisesti vuoden 2017 ennusteillamme, kun taas vuoden 2018 ennusteilla aliarvostus on noin 30-35 %. Tasepohjaisesti Raute on arvostettu linjaan suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin ja yhtiön tarjoama osinkotuotto on lähes kaksi kertaa verrokkiryhmää korkeampi. Siten pidämme myös suhteellista arvostusta maltillisena, vaikka mittari onkin indikatiivinen.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaali-

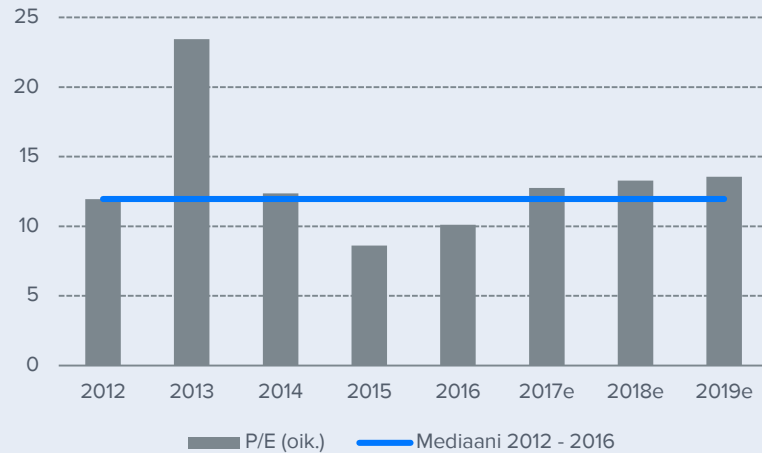
jakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 25,05 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa osakkeen varovaisen houkuttelevaa hinnoittelua. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu asettuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali 6-7 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hieman korkeahko 56 %, mikä kuvaa osin kaukaiseen tulevaisuuteen nojaavaa osakkeen arvostusta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus on 10,2 %. Riskitön korko on 3,0 %, likviditeettipreemio 0,4 %, markkinan riskipreemio 4,75 % ja beta 1,4.

Tavoitehintaa ja suositus

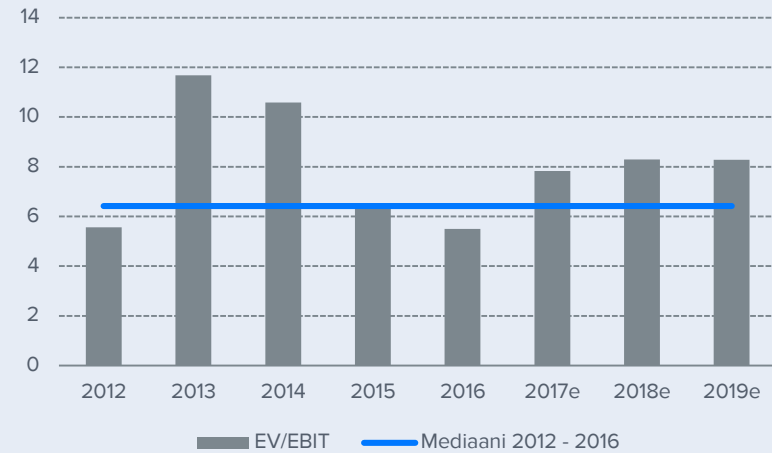
Toistamme Rauten useiden arvostusmallien indikoimaa kokonaiskuvaa heijastelevan tavoitehintamme 25,00 euroa. Nostamme kuitenkin suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä), sillä osakekurssin viime viikkojen lievän lasku on painanut jo osakkeen arvostuksen varovaisen houkuttelevaksi. Arvioimme osakkeen saavan lähiaikoina tukea positiivisesta uutisvirrasta, sillä Rauten H2:n tuloksesta on muodostusmassa yhtiön ohjeistuksen perusteella erittäin vahva ja pidämme hyvin mahdollisena, että Raute saa vielä lähikuukausina merkittäviä tilauksia ulkona olevasta tarjouskannastaan. Korkeana pysyvä tilauskanta laskisi myös ensi vuoden liikevaihtoja tulostasoon liittyvää riskiprofilia ja tukisi siten hyväksyttävää arvostusta. Korostamme silti, että arvostus ei anna suojaa etenkin keskipitkän ajan ennusteriskejä vastaan, mikä takia puoltaa tiettyä varovaisuutta osakkeen suhteen, vaikka suosituksemme onkin positiivinen.

Rauten historiallinen arvostustaso

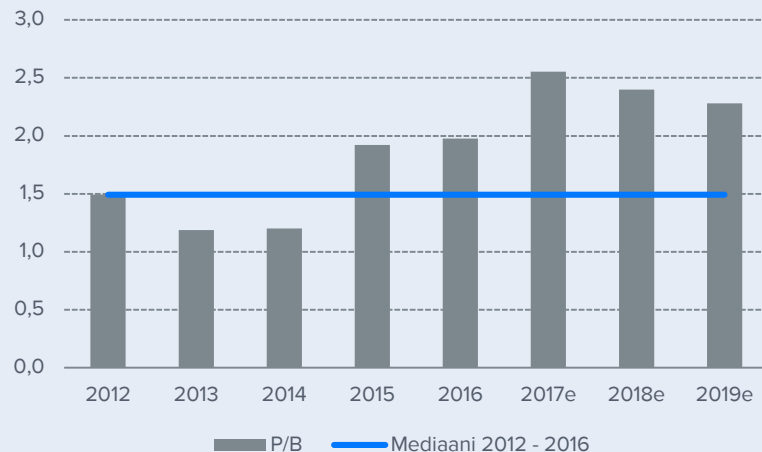
P/E



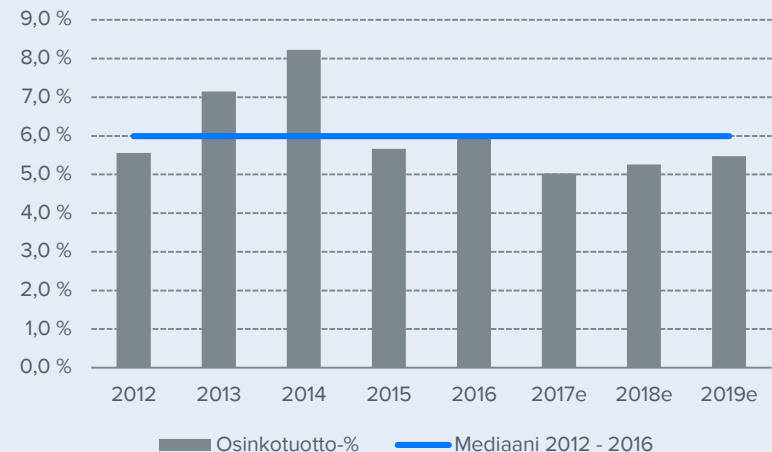
EV/EBIT



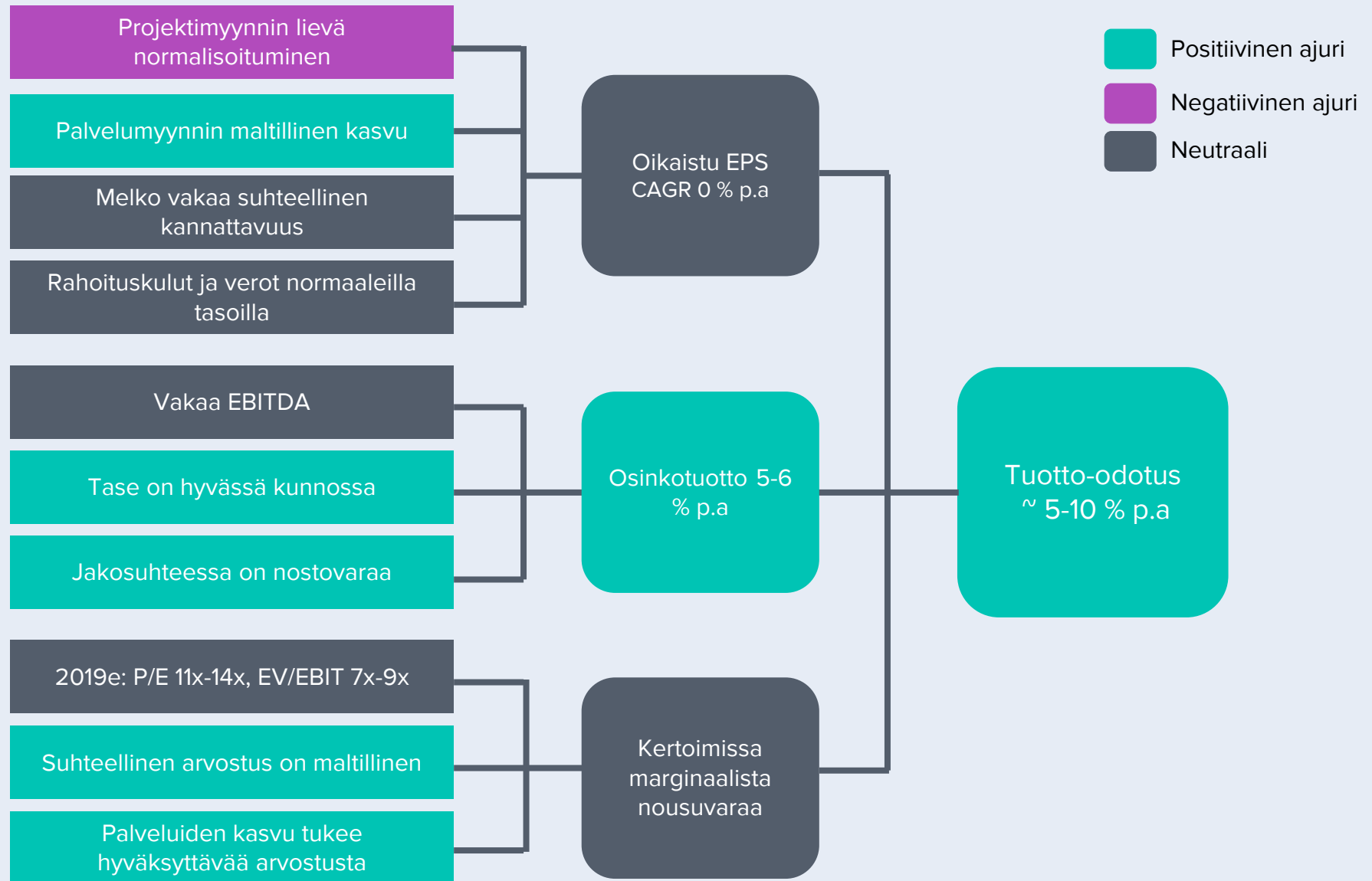
P/B



Osinkotuotto-%



Rauten arvoajurit 2017e-2019e



Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysi

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	9,00	7,00	7,30	14,12	16,70	22,99	22,99	22,99
Markkina-arvo	36	28	29	57	68	97	97	97
Yritysarvo (EV)	28	21	28	52	47	81	81	79
P/E (oik.)	12,0	23,4	12,4	8,6	10,1	12,8	13,3	13,6
P/E	12,0	23,4	12,4	8,6	10,1	12,8	13,3	13,6
P/Kassavirta	-30,0	56,9	-9,6	11,2	3,7	-168,7	19,8	14,1
P/B	1,5	1,2	1,2	1,9	2,0	2,6	2,4	2,3
P/S	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,0	5,3	6,0	4,5	4,3	6,3	6,4	6,4
EV/EBIT	5,6	11,7	10,6	6,4	5,5	7,9	8,3	8,3
Osinko/tulos (%)	66,4 %	167,5 %	101,6 %	48,6 %	60,6 %	64,1 %	69,6 %	74,1 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	7,1 %	8,2 %	5,7 %	6,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %

Lähde: Inderes

P/E arvomatriisi 2017e liikevaihdon ja EBIT-%:n mukaan
(rahoituskulut 0 MEUR, veroaste 25 %)

		130	135	140	145	150
		6,5 %	7,0 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %
P/E	8,0	12,01	13,44	14,93	16,49	18,13
	9,0	13,52	15,12	16,80	18,55	20,39
	10,0	15,02	16,80	18,66	20,62	22,66
	11,0	16,52	18,47	20,53	22,68	24,93
	12,0	18,02	20,15	22,39	24,74	27,19
	13,0	19,52	21,83	24,26	26,80	29,46
	14,0	21,02	23,51	26,13	28,86	31,72
	15,0	24,03	26,87	29,86	32,99	36,26
	16,0	24,03	26,87	29,86	32,99	36,26

EV/EBIT arvomatriisi 2017e-2018e (nettovelkakoetus -15 MEUR)

		EBIT				
		9,00	9,50	10,00	10,50	11,00
EV/EBIT	6,0	16,35	17,06	17,77	18,48	19,19
	6,5	17,42	18,19	18,96	19,73	20,50
	7,0	18,48	19,31	20,14	20,97	21,80
	7,5	19,55	20,44	21,33	22,22	23,10
	8,0	20,62	21,56	22,51	23,46	24,41
	8,5	21,68	22,69	23,70	24,70	25,71
	9,0	22,75	23,82	24,88	25,95	27,01
	9,5	23,82	24,94	26,07	27,19	28,32
	10,0	24,88	26,07	27,25	28,44	29,62

Lähde: Inderes

Vertailuryhmäarvostus

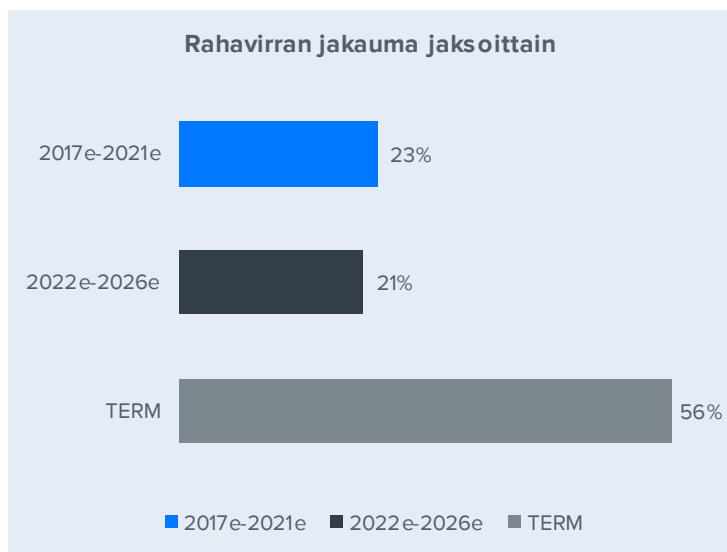
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Raute	22,89	75	77	9,1				0,6		12,8		5,0	5,2	
Glaston	0,49	96	102	22,7	13,6	12,9	9,8	0,8	0,8	24,6	24,6		2,0	2,5
Ponsse	24,68	678	736		11,1	9,6	8,5	1,3	1,2	17,5	14,4	2,8	3,4	4,0
Valmet	16,10	2457	2473	12,4	10,3	8,8	7,7	0,8	0,7	18,1	15,3	3,1	3,5	2,6
Uutechnic	0,43	25	30	29,4	13,6	29,4	9,1	0,9	0,7	44,5	14,8			2,3
Outotec	6,65	1231	1282	34,0	16,1	16,4	10,7	1,1	0,9	93,9	28,7	0,4	1,3	2,7
Robit	10,25	217	213	17,2	19,1	21,4	14,0	2,3	2,0	66,1	25,3	1,2	1,6	2,2
Metso	31,38	4702	4780	15,5	13,1	12,9	11,2	1,6	1,5	25,5	20,8	3,3	3,5	3,2
Sandvik	142,50	18536	21488	14,4	12,8	10,8	9,8	2,2	2,1	19,5	17,7	2,3	2,6	4,0
Raute (Inderes)	22,89	97	80	7,8	8,3	6,3	6,4	0,6	0,6	12,8	13,3	5,0	5,3	2,6
Keskiarvo				19,0	13,6	14,9	10,0	1,3	1,2	34,6	20,0	2,5	2,8	2,9
Mediaani				16,3	13,1	12,9	9,8	1,1	1,1	24,2	18,1	2,5	2,6	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-52 %	-37 %	-51 %	-34 %	-50 %	-44 %	-47 %	-27 %	98 %	102 %	-1 %

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

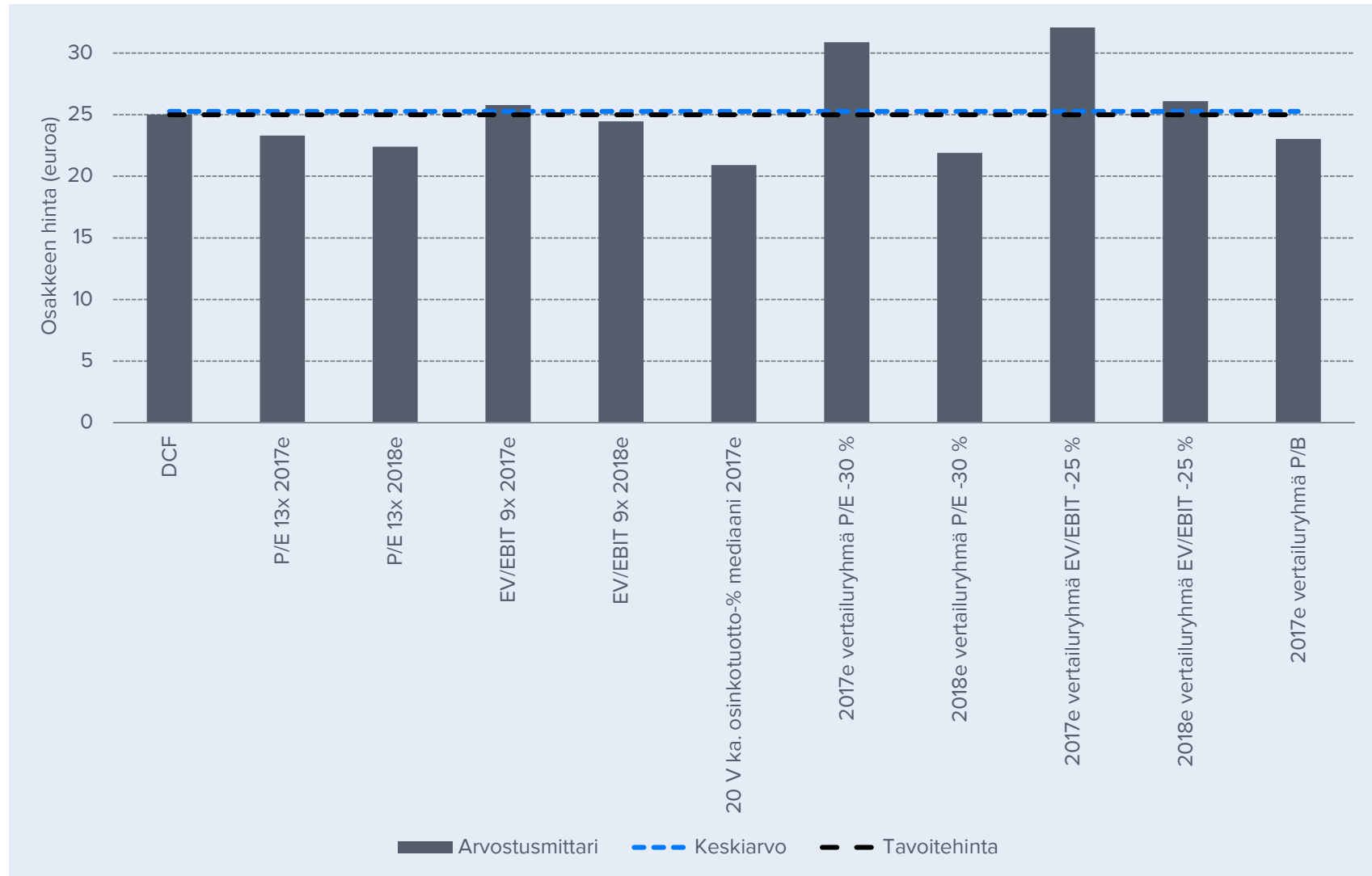
Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	8,6	10,3	9,7	9,5	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4	9,6	
+ Kokonaispoistot	2,3	2,6	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	
- Maksetut verot	-1,6	-2,7	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	12,2	-4,7	-1,2	-0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	21,5	5,4	8,9	9,4	9,8	9,4	9,4	9,3	9,3	9,4	9,7	
+ 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	-3,4	-6,0	-4,0	-2,5	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,9	-3,0	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	18,1	-0,6	4,9	6,9	7,4	6,9	6,9	6,7	6,5	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	18,1	-0,6	4,9	6,9	7,4	6,9	6,9	6,7	6,5	6,4	6,8	106,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,6	4,4	5,7	5,6	4,9	4,5	4,1	3,6	3,3	3,2	50,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	88,9	89,5	85,1	79,3	73,7	68,8	64,3	60,3	56,7	53,4	50,2	
Velaton arvo DCF	88,9											
- Korolliset velat		-3,1										
+ Rahavarat		23,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-4,1										
Oman pääoman arvo DCF	105,5											
Oman pääoman arvo DCF per osake	25,01											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,40 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %



Osakkeen potentiaali eri menetelmillä



Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	94	127	113	141	128	126
Kulut	-89	-116	-102	-128	-115	-114
EBITDA	4,6	11,6	10,9	12,9	12,6	12,3
Poistot	-2,0	-3,5	-2,3	-2,6	-2,9	-2,8
Liikevoitto	2,6	8,1	8,6	10,3	9,7	9,5
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>2,6</i>	<i>8,1</i>	<i>8,6</i>	<i>10,3</i>	<i>9,7</i>	<i>9,5</i>
Rahoituserät	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,8	8,1	8,2	10,3	9,7	9,5
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,4	-1,4	-1,5	-2,7	-2,4	-2,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,4	6,7	6,7	7,6	7,3	7,1
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>2,4</i>	<i>6,6</i>	<i>6,7</i>	<i>7,6</i>	<i>7,3</i>	<i>7,1</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	2,4	6,7	6,7	7,6	7,3	7,1
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,59</i>	<i>1,65</i>	<i>1,65</i>	<i>1,79</i>	<i>1,72</i>	<i>1,69</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,59	1,64	1,65	1,79	1,72	1,69

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	12,1	10,8	11,8	15,3	16,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
Aineettomat oikeudet	3,5	1,6	1,4	3,4	3,4
Käyttöomaisuus	7,9	8,5	9,6	11,0	10,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	40,6	51,0	57,9	63,6	54,2
Varastot	7,9	9,6	9,7	12,0	10,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	27,6	34,7	24,4	30,4	27,5
Likvidit varat	4,4	6,5	23,8	21,2	16,5
Taseen loppusumma	52,7	61,8	69,8	78,9	70,6

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	24,4	29,7	34,2	37,8	40,3
Osakepääoma	8,0	8,2	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	7,7	15,2	11,9	15,4	17,8
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	8,6	6,3	14,1	14,1	14,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,8	0,7	0,7	4,5	0,7
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	0,0	0,0	3,8	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	26,5	31,4	34,9	36,6	29,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	1,5	3,1	1,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,0	28,4	31,8	35,3	29,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	52,7	61,8	69,8	78,9	70,6

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.6.2014	Lisää	8,80 €	8,15 €
30.7.2014	Lisää	9,20 €	8,33 €
8.8.2014	Lisää	9,20 €	8,09 €
30.10.2014	Lisää	8,80 €	7,74 €
13.2.2015	Lisää	10,40 €	9,50 €
12.3.2015	Lisää	12,00 €	11,00 €
26.3.2015	Lisää	14,00 €	13,30 €
26.4.2015	Lisää	14,00 €	13,06 €
29.7.2015	Lisää	14,00 €	13,30 €
7.9.2015	Lisää	14,00 €	12,98 €
2.11.2015	Lisää	14,00 €	13,20 €
19.1.2016	Vähennä	14,00 €	13,86 €
17.2.2016	Lisää	14,00 €	13,33 €
10.3.2016	Vähennä	14,00 €	14,07 €
2.5.2016	Vähennä	13,00 €	13,49 €
9.6.2016	Lisää	14,00 €	12,90 €
28.7.2016	Vähennä	14,00 €	14,20 €
25.8.2016	Lisää	15,70 €	14,72 €
7.10.2016	Vähennä	15,70 €	16,40 €
27.10.2016	Vähennä	16,50 €	17,30 €
22.11.2016	Vähennä	17,00 €	17,60 €
16.2.2017	Vähennä	19,00 €	19,62 €
7.4.2017	Vähennä	20,00 €	20,70 €
2.5.2017	Lisää	24,00 €	22,48 €
2.8.2017	Vähennä	25,00 €	25,29 €
4.10.2017	Lisää	25,00 €	22,99 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**