

Robit Oyj

Seurannan aloitus

28.9.2021 20:55



Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Läpi harmaan kiven

Aloitamme kaivosteollisuudelle ja rakennuslalle porauksen kulutusosia toimittavan Robitin seurannan vähennä-suosituksella sekä 4,40 euron tavoitehinnalla. Yhtiön kohdemarkkinoiden odotetaan kasvavan lähivuosina hyvin, vaikka Kiinan epäselvä näkymä tuokin kaivossektorin aktiviteettiin epävarmuutta. Robit tavoittelee markkinaa nopeampaa kasvua etenkin maantieteellisellä laajentumisella ja yhtiössä on käynnissä lukuisia ohjelmia kannattavuuden parantamiseksi. Näytöt tulosparannuksesta ovat kuitenkin vielä lyhytaikaisia, mikä nostaa riskiprofiilia. Osake on myös eri mittareilla tällä hetkellä täyteen hinnoiteltu.

Kohdemarkkinat vetävät hyvin

Robitin kohdemarkkinoista kaivosten louhintamäärien odotetaan yhtiölle tärkeissä metalleissa kasvavan 4-6 %:n ja rakentamisen kohdesegmenttien keskimäärin 4 %:n vauhtia, minkä perusteella yhtiön markkinoiden odotettu volyymikasvu on 4-5 % p.a. vuosina 2021-2023. Kaivostoiminnassa kasvun ajureita ovat esiintymien köyhtyminen, toiminnan siirtyminen yhä enemmän maanalaisiin kaivoksiin sekä etenkin akkumetallien kysynnän globaali kasvu. Rakennuslalla porakaluston kysyntää ajaa kaupungistuminen, maanalaisen rakentamisen ja infrastruktuuri-rakentamisen kasvu sekä Robitin kohdemarkkinoilla myös lämpökaivojen poraus.

Kasvussa painetaan kaasua

Robitin strategisena tavoitteena on 15 %:n orgaaninen kasvu. Markkinaa nopeampaan kasvuun tähdätään sovelluskohtaisesti optimoidulla laajalla porakalustotarjonnalla, nopealla saatavuudella sekä maantieteellisellä laajentumisella. Yhtiö aikoo kasvattaa jakelukumppaniverkostoa mm. Länsi-Afrikassa, Kazakstanissa, Malesiassa ja Pohjois-Amerikassa. Robitin näytöt ja asiakasreferenssit ovat hyviä, minkä vuoksi pidämme markkinaosuuden kasvattamista todennäköisenä. Osuutta tullaan tavoittelemaan sekä toimialaa hallitsevilta Epirocilta ja Sandvikilta että pienemmiltä kilpailijoilta. Ennustemme Robitin liikevaihdon orgaaniseksi kasvuksi vuosina 2021-2024 on reilu 8 % p.a. ja samalla yhtiön globaali markkinaosuus nousee 5 %:sta 6 %:iin.

Marginaalijahtia monilla manöövereillä

Robit on käynnistänyt lukuisia hankkeita, joilla se pyrkii strategiseen 13 %:n EBITDA-marginaalitavoitteeseensa (H2'20-H1'21 toteuma oli 7,4 %). Keinoja ovat systemaattisesti parannettu hinnoittelun hallinta, alemman kustannustason maiden osuuden selvä kasvattaminen alihankinnassa sekä operatiivisen tehokkuuden nostaminen mm. design-to-value –prosessilla. Myös operatiivisesta vivusta saadaan tukea marginaaleille. Odotamme Robitin vertailukelpoisen EBITDA-marginaalin nousevan 8,1 %:sta (2021e) 12,4 %:iin (2024e) eli jo melko lähelle tavoitetta.

Osake on kuitenkin jo hinnoissaan

Robitin osake on kaikilla keskeisillä mittareilla tällä hetkellä täyteen hinnoiteltu. Kassavirtamallin indikoimaan arvoon on vain hyvin vähän nousuvaraa, vertailuryhmän mediaani-EV/EBITDA vuodelle 2022 on 9x kun se Robitille on 10x eikä myöskään odotettu kokonaistuotto ole houkutteleva. Lisäksi ennustemme Robitille ovat sekä liikevaihto- että kannattavuuskehityksen suhteen varsin vaativia. Perustellun nousuvaran syntyminen osakkeeseen edellyttäisi riskiprofiilin alentumista yhtiön hankkiessa lisänäyttöjä vähintään ennusteidemme mukaisella tulosuralla pysymisestä tai toisaalta ennusteiden selvää nostamista.

Suositus

Vähennä

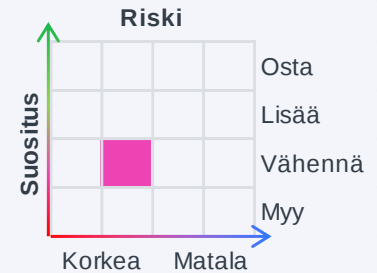
(aik. -)

4,40 EUR

(aik. - EUR)

Osakekurssi:

4,20



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	91,6	100,8	109,9	118,6
kasvu-%	6 %	10 %	9 %	8 %
EBIT oik.	-0,9	2,4	5,7	8,5
EBIT-% oik.	-0,9 %	2,4 %	5,2 %	7,2 %
Nettotulos	-2,9	1,2	3,8	5,9
EPS (oik.)	-0,14	0,06	0,18	0,28

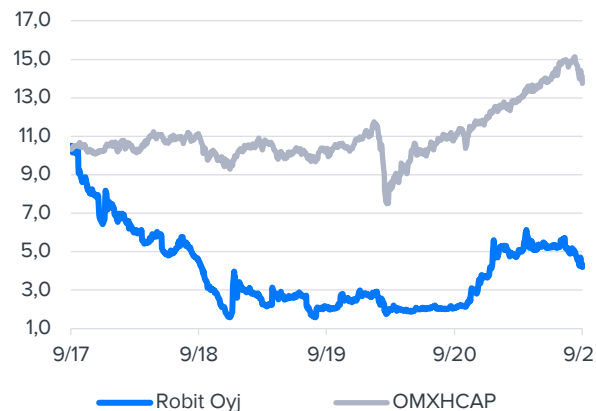
P/E (oik.)	neg.	73,7	23,1	15,1
P/B	1,6	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,4 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	44,4	18,3	12,0
EV/EBITDA	19,2	13,1	9,7	7,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,0	0,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

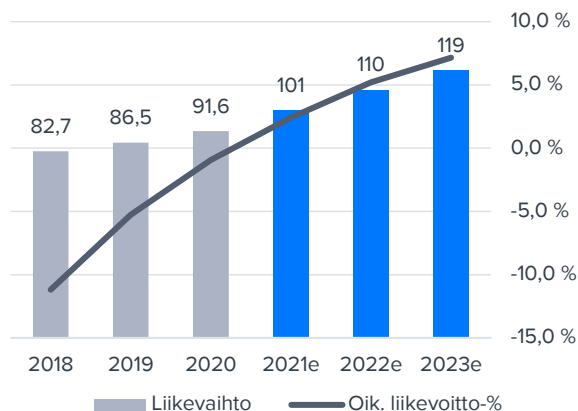
Robit arvioi vuoden 2021 liikevaihdon kasvavan ja euromääräisen vertailukelpoisen EBITDA-kannattavuuden paranevan vuoteen 2020 verrattuna.

Osakekurssi



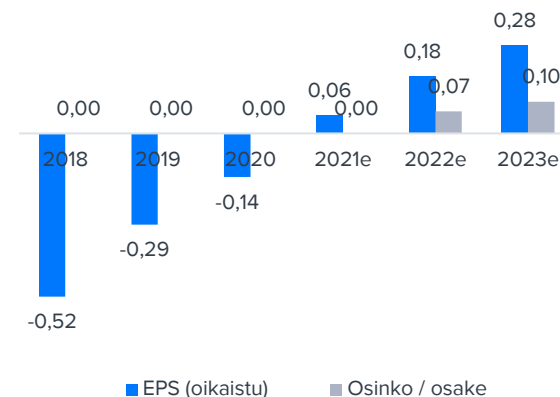
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimiala kasvaa hyvin ja Robit sitäkin nopeammin
- Omien tehostusohjelmien ja operatiivisen vivun ansiosta selvästi paraneva kannattavuus
- Tulosnäyttöjen myötä madaltuva riskiprofiili



Riskitekijät

- Asiakastoimialat ovat syklisiä, vaikka kulutusosia tarvitaankin kaikissa markkinatilanteissa
- Kiinan kasvun huomattava hidastuminen heijastuisi globaaleihin louhintavolyymeihin selvästi
- Yhtiön volyymien kasvattaminen ei onnistu tavoitteiden mukaisesti

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,20	4,20	4,20
Osakemäärä, milj. kpl	21,1	21,1	21,1
Markkina-arvo	88	88	88
Yritysarvo (EV)	108	105	102
P/E (oik.)	73,7	23,1	15,1
P/E	73,7	23,1	15,1
P/Kassavirta	32,5	24,0	16,4
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	13,1	9,7	7,5
EV/EBIT (oik.)	44,4	18,3	12,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	38,6 %	36,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,7 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Sijoitusprofiili	10
Toimiala ja kilpailu	11-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14-15
Taloudellinen tilanne	16-17
Ennusteet	18-23
Arvonmääritys ja suositus	24-29
Vastuuvapauslauseke	31

Robit lyhyesti

Robit on vahvasti kansainvälistynyt kasvuyhtiö, joka myy kulutusosia eli porakalustoa globaalisti asiakkailleen kaivosteollisuudessa, rakentamisessa, geotekniikassa sekä kaivonporauksessa. Yhtiö kuuluu alallaan maailman viiden suurimman joukkoon ja sillä on 8 omaa myynti- ja palvelupistettä sekä yli 100 jakelijan globaali myyntiverkosto. Tuotantoyksiköt sijaitsevat Suomessa, Etelä-Koreassa, Australiassa ja Englannissa

1985

Perustamisvuosi

2015

Pörssilistautuminen

5 %

Globaali markkinaosuus porauksen kulutusosissa

96 MEUR (+9 % vs. H2'19-H1'20)

Liikevaihto H2'20-H1'21

7,2 MEUR (7,4 % liikevaihdesta)

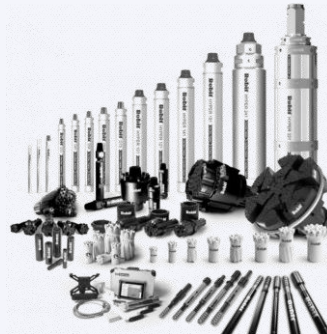
Vertailukelpoinen käyttökate H2'20-H1'21

272

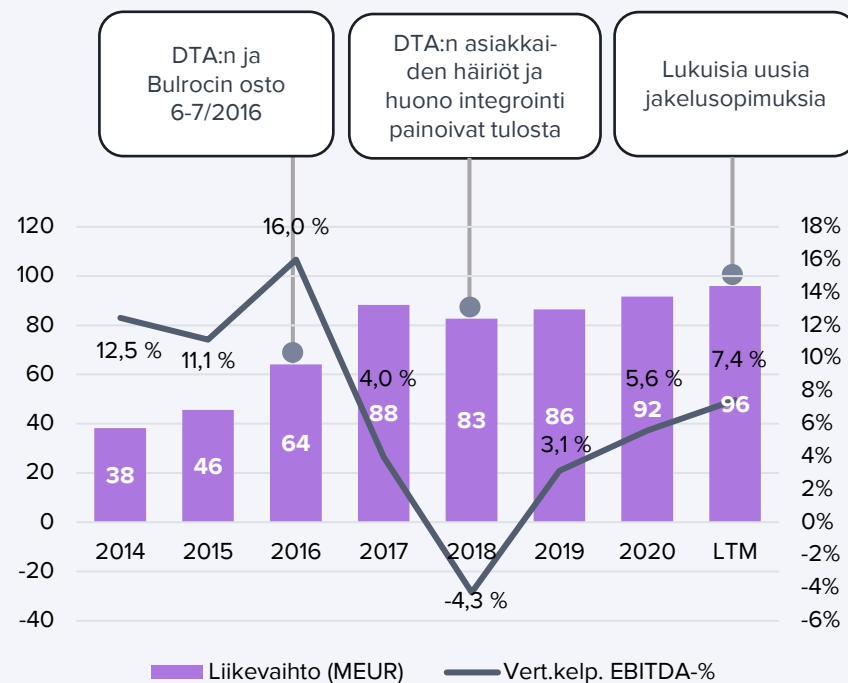
Henkilöstö 6/2021

Päätuotteet

Top Hammer –porakalusto



Down-The-Hole -porakalusto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Poraamisen kulutusosien osajaaja

Robit suunnittelee, valmistaa, toimittaa ja huoltaa porauksessa käytettäviä kulutusosia kaivosteollisuuden, maanrakennuksen, tunnelinporauksen, kaivonporauksen ja geotekniikan sovelluksiin. Yhtiön tuotteet jaetaan kallioporauksessa käytettäviin Top Hammer -kulutusosiin ja maaporauksessa käytettäviin Down The Hole -kulutusosiin. Tarjontaa täydentävät digitaaliset ratkaisut (S-Sense ja M-Sense), joita käytetään mm. porareian suoruuden mittaukseen, mutta niiden taloudellinen merkitys on melko vähäinen yhtiölle.

Kaksi keskeistä tuotelinjaa

Robitin tuotealueista Top Hammer (TH) eli päältälyövä iskuporaus on globaalisti käytetyin kallionporausmenetelmä ja suunnilleen puolet kaikista kallioon porattavista rei'istä tehdään tällä menetelmällä. TH:n yleinen muoto on porata joko tankokalustolla tai putkikalustolla. Tällöin poraletka koostuu poraterästä, yhdestä tai useammasta poratangosta tai -putkesta sekä niskakappaleesta, joka liittää porakaluston porauslaitteeseen. Letkassa on siten tavallisesti yksi niskakappale, mutta monta tankoa tai putkea. Päältälyövä menetelmän etuja ovat porakaluston yksinkertaisuus, helpohko muunneltavuus sekä kustannustehokkuus kohtuullisilla reikäpituuksilla. Down The Hole (DTH) eli uppoporaus on maailmalla laajasti käytetty porausmenetelmä, joka on otettu myös Suomessa käyttöön avolouhosten tuotannossa 2010-luvulla. DTH:n toinen tärkeä sovellusalue on kallion energia- ja vesikaivoreikien poraus. Uppoporausessa poraletka koostuu porauslaitteen ja porakruunun yhdistelmästä sekä poraputkista. DTH soveltuu TH:ia paremmin syvien reikien poraamiseen, sillä energiahäviö pysyy

alhaisena porauslaitteen männän iskiessä suoraan porakruunuun, jota putkitus ohjaa.

Kulutusosille on kysyntää aina kun porataan

Robitin tuotteet kuluva porausprosesseissa ja niitä pitää uusia säännöllisin väliajoin. Kuluva osia ovat mm. nastaporakruunut, poratangot ja -putket, niskatangot, maaporausjärjestelmät sekä DTH-poraputket ja niihin liittyvät DTH-porakruunut. Yksi porakruunu kuluu tavallisesti loppuun 25-250 metrin porauksen myötä. Porakruunun kestoaa voidaan pidentää myös teroittamalla se automaattiporakoneessa ja tarvittaessa teroitus voi tapahtua muutaman tunnin välein. Yksittäisen porakruunun vaihtamisfrekvenssi on tavallisesti yhdestä työvuorosta aina kahteen viikkoon.

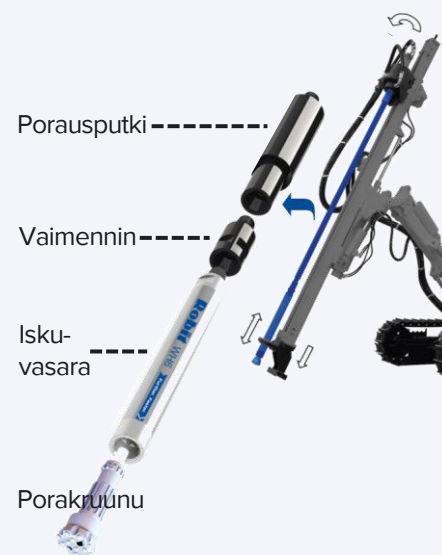
Tuotteissa isot tuotantomäärät ja laaja hintahaitari

Robitin valmistamien tuotteiden määrä on noin miljoona vuosittain ja näistä porakruunuja on useampia satoja tuhansia. Massaräätälöinti on mahdollista valmistuksen pitkälle viedyn robotisaation avulla, mikä mahdollistaa lyhyet asetusajat. Tuotteiden myyntihinnat vaihtelevat huomattavasti: porakruunujen hinnat ovat yleensä 60-100 euroa ja sarjatuotantotuotteista kalleimpia ovat DTH-porauksen vasarat, joiden hinnat ovat tyypillisesti 2000-3000 euroa. Yksittäisistä tuotteista kalleimpia ovat paalutustuotteet kuten halkaisijaltaan 1,5 m olevat ja monien tonnin painoiset isot vasarat ja pilottiterät, joiden hinta voi olla satoja tuhansia euroja. Vastaavien yksittäisten projektien arvot voivat olla 1-2 MEUR.

Top Hammer -porakalusto



Down The Hole -porakalusto



Lähde: Robit, muokannut Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Neljä modernia ja erikoistunutta tehdasta

Robitilla on neljä tehdasta, yksi Suomessa Lempäälässä (sekä TH että DTH), yksi Iso-Britanniassa (DTH), yksi Etelä-Koreassa (TH) ja yksi Australiassa. Lempäälän tehdasta lukuun ottamatta kaikki muut tehtaat on perustettu tai uusittu vuoden 2016 jälkeen, joten toiminnanjärjestelyt ja konekanta ovat moderneja. Suomen ja Etelä-Korean tehdasrakennukset ovat omia muiden toimiessa vuokratiloissa. Suomen-tehtaan ulkoistusaste on kaikkein korkein ja joustavuus sekä skaalautuvuus sen vuoksi suurin. Esimerkiksi kaikki lastuava työ on alihankittua ja porakruunun valmistukseen tarvitaan tämän jälkeen vain automatisoitu reiän poraus ja nastan asettaminen paikoilleen. Toisaalta ulkoistusaste on alhainen Iso-Britanniassa tehtaan keskittyessä projektiliiketoimintaan ja kalliiden yksittäiskappaleiden valmistukseen. Etelä-Korean ja

Australian tehtaiden ulkoistusaste sijoittuu näiden väliin. Tehtaat toimivat pienellä henkilöstöllä: Suomen-tehtaalla työskentelee 60 henkilöä joista vain noin 20 on tuotannossa, Etelä-Korean tehtaan henkilöstömäärä on myös 60 kun taas Iso-Britannian ja Australian tehtailla on töissä 30-40 henkilöä. Jokainen Robitin tehdas on samalla myyntiyksikkö ja globaali toimittaja sekä TH- että DTH-tuotteille. Tämä on mahdollista konsernin sisäisellä logistiikalla, sillä tehtaat ovat varsin erikoistuneita eikä yhtä Robitin tehdasta voi käytännössä korvata toisella erilaisten tuotannonjärjestelyjen vuoksi.

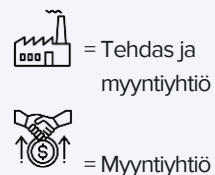
Nykyisellä tehdaskonseptilla voidaan vielä kasvaa

Robitin strategiana on säilyttää tehtaissa 25 %:n joustava tai vapaa kapasiteetti vastaamaan kysyntäpiikkeihin ja takaamaan lyhyet toimitusajat. Yhtiön mukaan tuotannon merkittäväkin

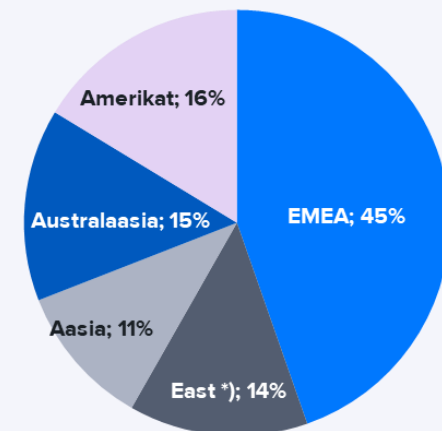
kasvattaminen on mahdollista nykyisissä tehtaissa. Esimerkiksi Etelä-Korean tehdas mahdollistaisi tilojen puolesta kaksin-kolminkertaisen tuotannon ja yksikössä ollaankin tällä hetkellä tekemässä useamman miljoonan euron investointeja TH-kapasiteetin kasvattamiseksi. DTH:ssa Robitilla on työaikajärjestelyillä vielä merkittävästi kasvuvaraa. Kokonaisuutena tuotantovolyymejä ja liikevaihtoa voidaan hyvin kohtuullisilla panostuksilla kasvattaa vielä "kymmeniä prosentteja".

Robitilla ei ole toiminnan kannalta kriittisiä alihankkijoita / toimittajia eli sellaisia joiden korvaaminen kohtuullisessa aikataulussa olisi vaikeaa. Itsellä säilytetyistä valmistukseen liittyvistä toiminnoista tärkeimpinä pidetään porakruunujen nastroitusta sekä Korean tehtaan kitkahitsausta.

Robitin toimipaikat 2021



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma



*) = Ent. N-liitto (pl. Baltia) + Itä-Eurooppa (pl. Puola)

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Omia myyntiyhtiöitä korvattu kumppaneilla

Robitin tuotteiden jakelu tapahtuu omien tehtaiden yhteydessä tapahtuvan myynnin, 8 oman erillisen myyntiyhtiön (Suomi, Iso-Britannia, Venäjä, Kazakstan, Yhdysvallat, Peru, Etelä-Afrikan tasavalta ja Australia) sekä reilun 100 jakelijan kautta. Robit on alentanut omien myyntikonttoreidensa määrän aiemmasta 12:sta 8:aan, sillä lopetetuissa konttoreissa ei nähty mahdollisuuksia saavuttaa vaadittua pääoman tuottoa. Toisaalta Robit on kuluvana vuonna tehnyt jo 7 uutta jakelusopimusta, joista mm. Bia on merkittävä Komatsun kaivostuotteiden jakelija Länsi-Afrikassa.

Jakelusta jo yli puolet kumppaneiden kautta

Robitin liikevaihto jakautuu suunnilleen puoliksi omien myyntiyhtiöiden (45 %) ja jakelijoiden (55 %) kesken. Jakelijat ovat monentyyppisiä ja Robitin tärkeys niille vaihtelee. Joillekin jakelijoille Robitin tuotteet muodostavat vain 5 % liikevaihdosta ja toisille 80 %. Robit itse pitää nykyisistä jakelijoistaan noin 20:tä ”hyvin merkittävänä”. Päämalli jakelijayhteistyössä on, että jakelija ostaa ja varastoi Robitin tuotteet ja kantaa siten riskin. Robitin omat myyntiyhtiöt luonnollisesti pitävät varastoja omille asiakkailleen.

Puolet liikevaihdosta kaivossektorilta

Konsernin liikevaihdosta suunnilleen 60 % syntyy kaivossektorista, 25 % geotekniikasta (etenkin tuenta ja paalutukset) ja 15 % muusta rakentamisesta (kuten tiet, rautatiet, tunnelit ja putkijohdot). Geotekniikan alasektori on kaivonporaus, joka vastaa 7-8 %:sta liikevaihtoa. Maanalaisiin kaivoksiin menevistä tuotteista käytännössä kaikki ovat TH:ia ja avolouhoksiin päätyvistä suunnilleen 50 % on TH:ia ja loput DTH:a. Rakentamisessa murskaimiin ja tunnelointiin tapahtuvista toimituksista käytännössä

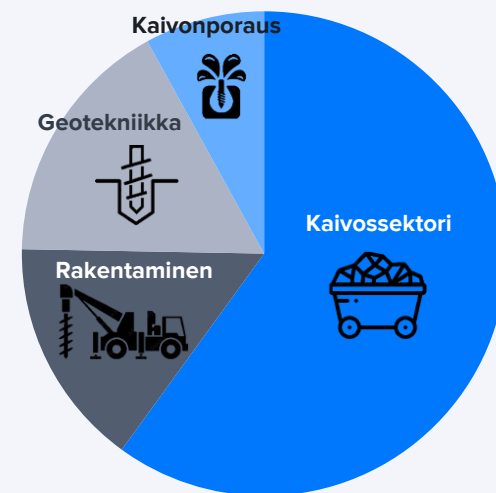
kaikki on TH:ia. Geotekniikka on Robitille hyvä segmentti, sillä liiketoiminnasta merkittävä osa on uusiutuvaa ja projektien koko vaihtelee useimmiten 0,2-2,0 MEUR:n välillä. Geotekniikassa Robit on monilla valitsemillaan maantieteellisillä alueilla markkinajohtaja ja myynnissä korostuu parhaita tuotteita ja toimintatapoja koskevan osaamisen myynti asiakkaille. Kaivonporaus on pääasiassa lämpökaivojen poraamista Pohjoismaissa eli ns. pystyreikien poraamista maalämpötaroituksiin.

Asiakasriski on hyvin hajautunut

Robitin kaivosyhtiöasiakkaiden määrä on arviomme mukaan 30-40 ja yksittäisiä kaivoksia on asiakkaina vajaa 100. Asiakasriski kaivossektorilla on hyvin hajautunut eikä mikään yksittäinen asiakas edusta yli 6 %:a liikevaihdosta. Maailman isoimmista kaivosyhtiöistä julkistettuja asiakkaita ovat mm. monimetalliyhtiö BHP, kupariin keskittyvä Codelco sekä kultaan fokusoitunut kanadalainen Agnico Eagle. Viime mainittu on merkittävä etenkin yhtiön omistaman Kittilän kultakaivoksen vuoksi, jossa Robit on porakaluston päätoimittaja. Kaikkiaan Robitin tunnettuutta isoissa kaivosyhtiöissä pidetään hyvänä. Rakennussektorilla Robitilla on satoja asiakkaita ja tärkeitä asiakasmaita ovat Pohjoismaiden lisäksi Saksa, Etelä-Korea, Thaimaa ja Australia.

Toimitussopimukset yksittäisiin kaivoksiin ovat yleensä 2-5 vuoden mittaisia. Pääosassa sopimuksia on vain yksi toimittaja (globaalisti useimmiten Epiroc tai Sandvik). Myös Robit on monissa kaivoksissa päätoimittaja. Infrarakentamisessa toimitussopimukset liittyvät yksittäisiin urakoihin tai toimitukset ovat transaktionaalisia, mutta jonkin verran käytetään myös vuosisopimuksia.

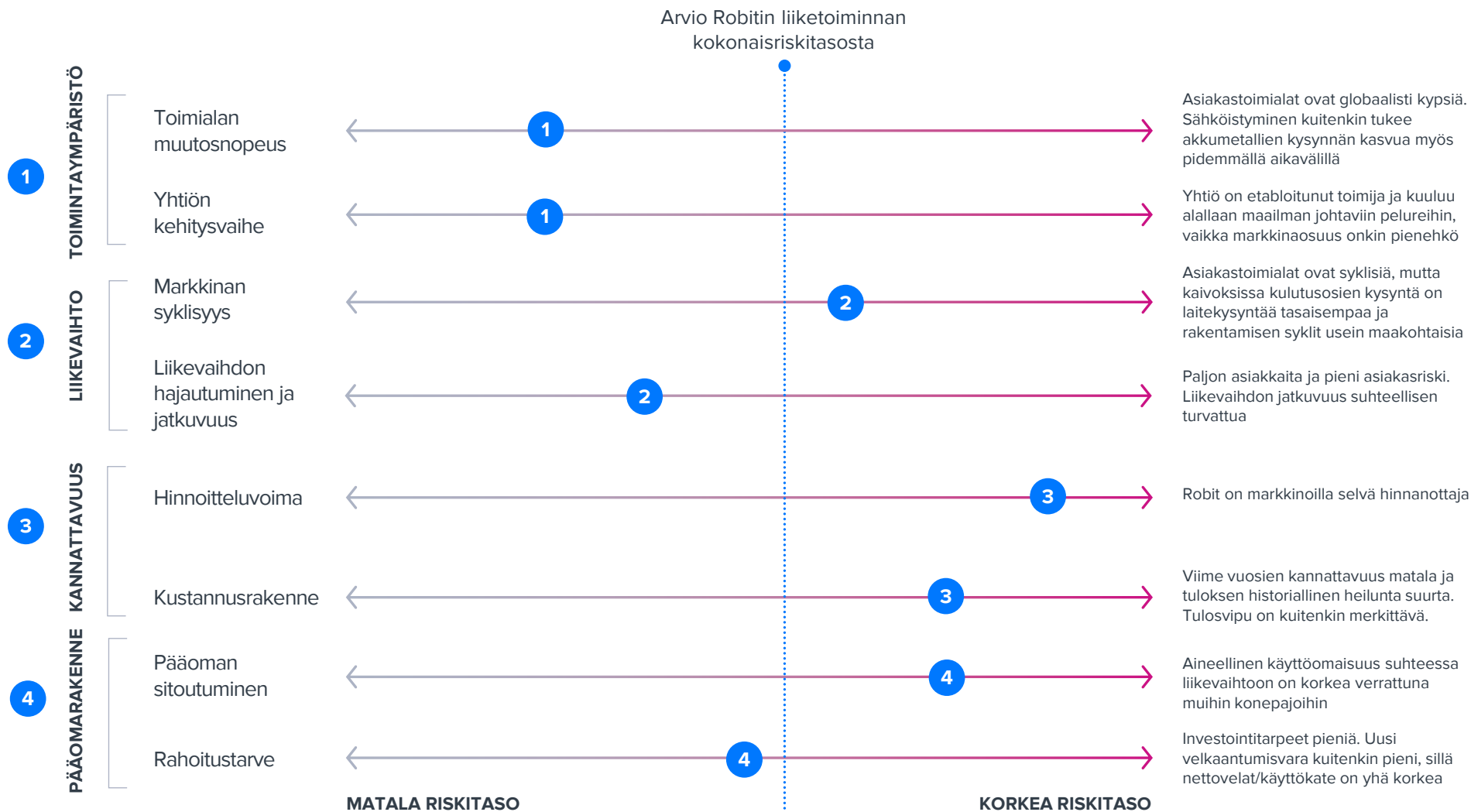
Liikevaihdon indikatiivinen jakauma sektoreittain



Robitin asiakkaita



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Etabloitunut toimija, joka alallaan maailman viiden suurimman joukossa

2.

Toimiala kasvaa nyt hyvin ja Robit sitäkin nopeammin

3.

Omien tehostusohjelmien ja operatiivisen vivun ansiosta selvästi paraneva kannattavuus

4.

Asiakastoimialat ovat syklisiä

5.

Kaivosalan kasvunäkymät riippuvat Kiinan kehityksestä

Potentiaali



- Asiakastoimialoista etenkin kaivosala kasvaa hyvin akkumetallien vetämänä
- Jakeluverkon laajentaminen mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun
- Yritystomahdollisuudet
- Omilla uudelleenjärjestely- ja tehostusohjelmilla sekä kasvun luoman operatiivisen vivun avulla selvästi paraneva kannattavuus

Riskit



- Sekä kaivos- että rakennusala ovat syklisiä, vaikka porakalustoa tarvitaankin kaikissa markkinatilanteissa
- Kiinan kasvun huomattava hidastuminen heijastuisi globaaleihin malmien louhintavolyymeihin selvästi
- Näytöt selvästi paranevasta kannattavuudesta ovat vielä lyhyaikaisia ja tehostusohjelmat voivat jäädä tavoitteista

Toimiala ja kilpailu 1/3

Kohtuullisen stabiili markkina

Robitin kaivostuotteiden markkinat seuraavat asiakkaiden louhintamäärien kehitystä. Toisin kuin porauslaitteiden markkina, joka on luonteeltaan syklinen ja paljolti sidoksissa uusien kaivosten avaamiseen tai vanhojen laajentamiseen sekä metallien hintoihin, on porakaluston globaali markkina kohtuullisen stabiili. Esimerkiksi vuosina 2005-2020 Robitille tärkeistä mineraaleista kullan, rautamalmin ja kuparin vuotuiset globaalit louhintamäärät putosivat enimmilläänkin vain 2-4 % edellisestä vuodesta.

Kulutusosien markkina kasvaa 5-7 %:n vauhtia...

Kaivossektorilla maanalaiset kaivokset kasvavat tällä hetkellä nopeimmin ja usein avolouhokset siirtyvät samassa malmiossa maan alle. Taustalla on malmioiden köyhtyminen, jonka odotetaan jatkuvan 0,5-2,0 %:n vuosivauhtia pitkälle tulevaisuuteen ja tahti on avolouhoksissa selvästi maanalaisia kaivoksia nopeampi (lähde: Wood Mackenzie). Maanalaiset malmiot ovat keskimäärin avolouhoksia merkittävästi rikkaampia, mutta toisaalta louhiminen maan alla on noin viisi kertaa avolouhoksia kalliimpaa (per tonni).

Robitille keskeisten malmien eli kullan, raudan, kuparin ja nikkelin globaalien louhintamäärien odotetaan kasvavan 4-6 %:n vuositahtia vuosina 2021-2023. Robitin arvio Kiinan ja Intian ulkopuolisen kaivos-toiminnan kulutusosien globaaliksi markkinaksi on 1100 MEUR ja vastaavaksi markkinakasvuksi 5-7 % v/v.

...ja rakentamisen markkina hieman hitaammin

Toisen tärkeän asiakassegmentin eli rakentamisen (sisältäen maanrakentamisen, tunnelinporauksen ja kaivonporauksen) porakaluston globaali markkina on Robitin arvion mukaan noin 900 MEUR. Määrästä

arviolta 60 % on maanrakentamisen, 20-25 % tunnelinporauksen ja 15-20 % kaivonporauksen kulutusosia. Arvioimme kahden ensin mainitun eli maanrakentamisen ja tunnelinporauksen kulutusosien markkinoiden kasvavan samaa tahtia koko infrarakentamisen kanssa. Euroconstruct odottaa infrarakentamisen kasvavan Euroopassa 3-4 %:n vuositahtia vuosina 2021-2023, mikä on sama kasvutahti kuin FMI:n ennusteessa Pohjois-Amerikan infrarakentamiselle. Toisaalta Robitin ydinmarkkinoilla Pohjoismaissa infrarakentamisen kasvuodotukset vuosille 2021-2022 ovat hieman tätä alemmat eli 2-3 % p.a. Kokonaisarvomme Robitin maanrakentamisen ja tunnelinporauksen porakalustomarkkinan vuosikasvuksi on 3 % p.a. 2021-2023.

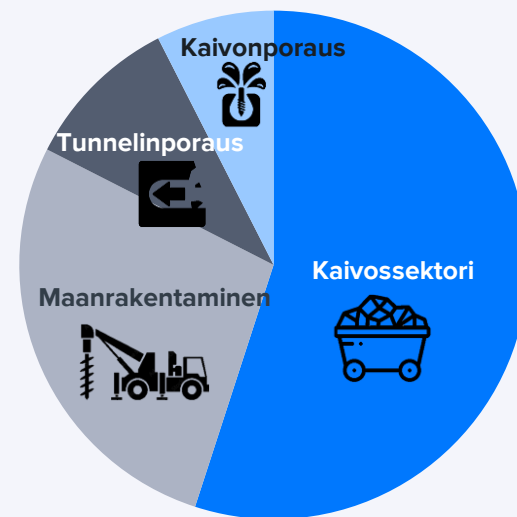
Kaivonporauksen porakalusto muodostaa vielä melko pienen (150 MEUR), mutta nopeasti kasvavan markkinan. Precision Reportsin arvion mukaan globaali maalämpöpumppujen markkina kasvaa 10 %:n vuositahtia 2021-2027 ja olemme arvioineet kaivonporauksen kulutusosien markkinan vuosikasvuksi 9 % vuosina 2021-2024.

Vaikka rakentaminen tunnetaan syklisenä toimialana, lieventää suhdanteiden paikallisuus / alueellisuus niiden vaikutusta Robitiin. Suhdannevaihtelut eri maissa ja maanosissa voivatkin hyvin tasata toisiaan.

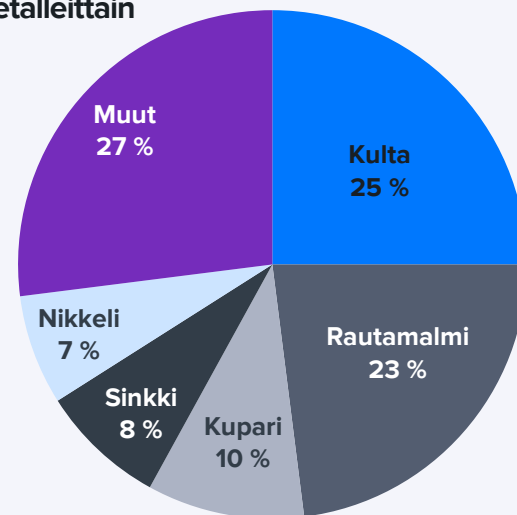
Kohdemarkkinoiden painotettu kasvu 4-5 %

Edellä mainituilla ennusteilla Robitin kohdemarkkinoiden volyymikasvun painotettu keskiarvo vuosille 2021-2023 on 4-5 % p.a. Tämä antaa hyvän pohjan lähteä tavoittelemaan Robitin strategiassa määriteltyä kasvuvauhtia.

Kohdemarkkina (n. 2000 MEUR) sektoreittain



Robitin louhintasektorin liikevaihto metalleittain



Toimiala ja kilpailu 2/3

Toimialalle tuloon on melko korkea kynnys

Robitin toimialalle on tyypillistä, että asiakas käsittelee porakaluston eri osien hankinnat erikseen. Asiakkaille tärkeintä on, että tarjolla on kullekin kivityypille sopiva kalusto eli tarjonnan kattavuus on hyvin keskeistä. Esimerkiksi kaivosyhtiöille porakalusto ei ole kustannuseränä kovin merkittävä, mutta sen saatavuus ja laatu ratkaisevat toimittajavalinnan. Robitin mukaan laajan ja sovellusspesifin tarjonnan sekä toimituskyvyn vaatimus luo toimialalle varsin korkean uskottavuuskynnyksen ja merkittävän alalletulon esteen. Tämän vuoksi toimittajia, joita pidetään kyvykkäinä ja joille asiakkaat voivat sen vuoksi uskoa kokonaisvastuun kulutusosista, on varsin vähän.

Pääkilpailijat Epiroc ja Sandvik

Robitin tärkeimmät kilpailijat ovat ruotsalaisia kaivoslaitevalmistajia eli Epiroc AB ja sen Tools & Attachments -liiketoiminta (Robitin kanssa kilpaileva liikevaihto arviolta 550 MEUR) sekä Sandvik AB:n Mining and Rock Technology -liiketoiminta (kilpaileva liikevaihto n. 500 MEUR). Robitin arvion mukaan Epirocilla ja Sandvikilla yhdessä on reilun 50 %:n markkinaosuus globaalista porakalustosta. Suhteellisesti Epiroc on vahvempi DTH:ssa ja Sandvik TH:ssa. Epirocin ja Sandvikin lisäksi markkinoilla on globaalisti vain kaksi relevanttia tarjoajaa, joista toinen on Robit ja toinen irlantilainen Mincon. Alueellisesti merkittäviä tarjoajia ovat myös Mitsubishi ja Boart Longyear. Monet kiinalaiset ja myös intialaiset kulutusosien valmistajat ovat liikevaihdoltaan 30-60 MEUR:n luokassa, mutta ne ovat useimmiten keskittyneitä kotimaisiin markkinoihinsa eivätkä ole saaneet merkittävää jalansijaa muualla. Kiinalaisista kilpailijoista LHS on yrittänyt TH:ssa laajamittaisempaa

penetraatiota globaaleille markkinoille siinä onnistumatta. Robitin arvion mukaan kiinalaisten TH-toimijoiden yhteenlaskettu markkinaosuus Kiinan ulkopuolisilla globaaleilla markkinoilla on runsas 5 %.

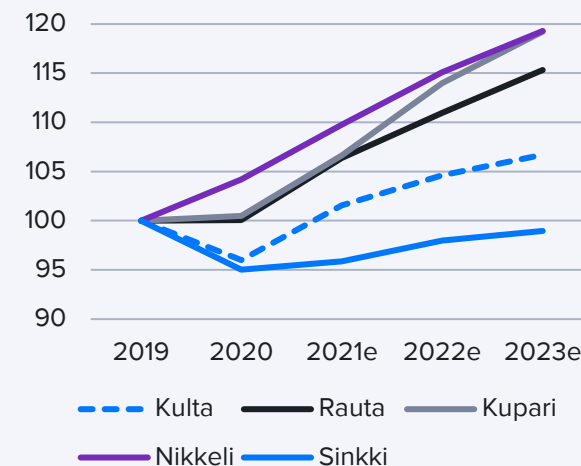
Epiroc ja Sandvik määrittävät hintatason

Vahvan asemansa vuoksi Sandvik ja Epiroc käytännössä määrittävät porakaluston hintatason ja muiden tarjoajien ohella myös Robit on markkinoilla enemmän hintojen seurailijan kuin niiden asettajan asemassa. Pääsääntöisesti Robit asettaa hintansa suunnilleen 5 % alle Sandvikin ja Epirocin hintatason. Hinnoitteluympäristö on kuitenkin terve, sillä Sandvik ja Epiroc ovat haluttomia aloittamaan keskinäistä hintasotaa ja pyrkivät ylläpitämään hyvää kannattavuutta. Jaksolla Q3'20-Q2'21 Sandvikin Mining & Rock Solutionsin EBIT-marginaali oli 21,7 % ja Epiroc Tools & Attachmentsin 15,2 %. Oletamme lisäksi, että jälkimarkkinaliiketoiminnan eli myös kulutus- ja varaosien kannattavuus on Sandvikilla ja Epirocilla ollut uuslaitemyyntiä parempi.

Lähimmät verrokut viime aikoina Robitia kannattavampia

Pienemmistä kilpailijoista lähes 100 %:sesti DTH-poraukseen keskittyvä Mincon on vertikaalisesti selvästi Robitia integroituneempi, mikä selittää yhtiön hyvän kannattavuuden liikevoittoprosentilla (14 % vuosina 2019-2020) mitattuna. Oikaistu sijoitetun pääoman tuotto (12,2 % v. 2020) ei ole aivan yhtä vaikuttava, mutta hyvää luokkaa sekin. Boart Longyearin Global Products -yksikkö (joka toimittaa mm. Robitin kanssa kilpailevia tuotteita) raportoi 5-6 %:n liikevoittomarginaalia vuosina 2019-2020. Robitin arvio on, että viime vuosina suurin osa merkittävistä verrokkiyhtiöistä on raportoinut parempaa suhteellista kannattavuutta kuin Robit.

Metallien louhinta-/tuotantomääriä (2019 = 100)



Lähde: Australian Government / Resources and Energy Quarterly 6/2021

Toimiala ja kilpailu 3/3

Laaja tarjonta mutta tiukka fokus Robitin valitjeja

Robitin mukaan yhtiön pitkä kokemus kaivostuiminnasta Pohjoismaissa on selvä etu, sillä täällä maaperän selvästi yleisin kivilaji on ns. kovaksi kiveksi luokiteltu graniitti. Yhtiön mukaan Pohjoismaissa toimiva porauskalusto ”toimii myös kaikkialla muualla”.

Robit pitää kilpailuetunaan sovellus- eli käyttökohdekohtaisesti optimoitua porakalustoa, minkä kehittäminen on pitkä ja vaativa prosessi. Muita kilpailuetuja ovat laaja tuotetarjonta ja erikoistuminen kulutusosiin monien kilpailijoiden ollessa generalisteja, todennettu toimituskyky sekä kilpailukykyinen hinta / asiakkaan kokonaiskustannus. Fokusoitumisen tärkeydestä on esimerkki Boart Longyear, joka sekä valmistaa porauslaitteita että tarjoaa poraamisen urakointipalvelua, mutta jonka

markkinaosuus porakalustosta on pudonnut takavuosien 15 %:sta nykyiseen n. 3 %:iin.

Robitin kilpailuaseman arvio

Mielestämme Robitin selvimmät kilpailuedut ovat seuraavat:

- + Laaja tuotetarjonta
- + Keskittyminen kulutusosiin, mikä tukee paikallista suorituskykyä, jolla kilpailu useimmiten ratkeaa
- + Moderni tehdasverkko
- + Korkea laatu, mistä kertovat pitkät asiakassuhteet ja uusintaostojen merkittävä osuus liikevaihdosta
- + Asiakasspesifien tuotteiden valmistus massaräätälöinnin avulla
- + Tunnettuus, laaja jakeluverkko ja tuotteiden

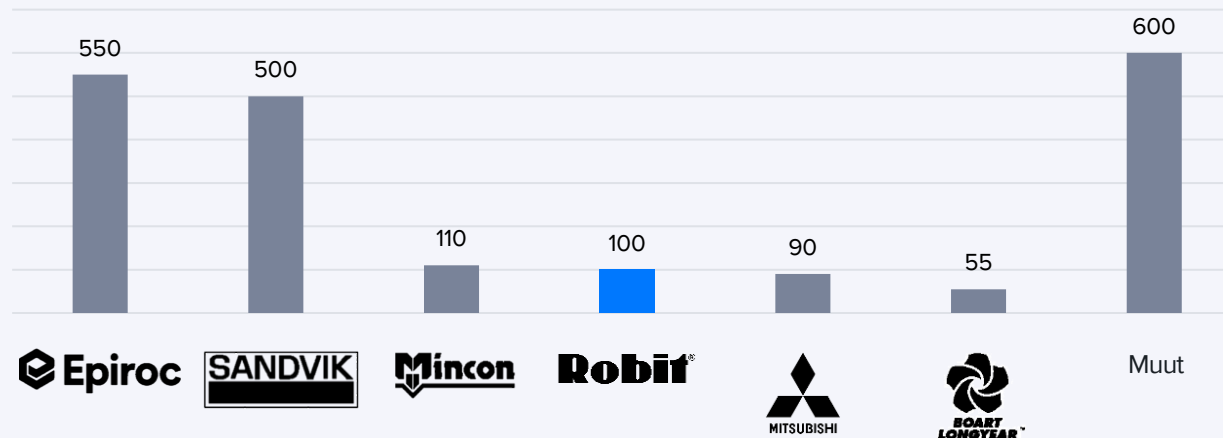
ensiluokkainen saatavuus

- + Asema relevanttina ”toisena vaihtoehtona” kahden yhtiön hallitsemalla markkinalla

Robitin kilpailullisia heikkouksia / kehityskohteita ovat mielestämme seuraavat:

- Pieni koko suhteessa toimialan kahteen dominoivaan yhtiöön, mikä heijastuu mm. tuotekehitys- ja markkinointiresursseihin
- Markkinan rakenteesta johtuva asema hinnanottajana
- Edelleen matalasta peruskannattavuudesta seuraava alhainen kyky proaktiiviseen kilpailustrategiaan mm. markkinoinnissa sekä ajoittaiseen / paikalliseen hintakilpailuun vastaamiseen

Porakalustomarkkinan toimijat ja arvioitu liikevaihto, MEUR



Lähde: Robit, Indersin arviot

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Evolutiivinen strategia

Robitin nykyinen strategia on enemmän evolutiivisen prosessin kuin yhden strategiamietinnön tulos. Ennen vuotta 2011 Robit oli toimialan niche-toimittaja tarjoamalla vain porakruunuja. Etelä-Korean YoungPoong-yrityksellä 2011-2012 yhtiön TH-tarjonta täydentyi ja mahdollisti pakettitoimitukset asiakkaille. Listautumisen (2015) jälkeen Robit hankki kolmella nopealla yritysostolla (DTA, Bulroc ja Halco) itselleen markkinoiden kattavimman DTH-tuotetarjonnan. Viime vuosina tarjonnan fokusalueet ja strategian ydinkohdat ovat säilyneet suunnilleen ennallaan, mutta painotuksissa on voinut tapahtua muutoksia. Strategian keskiössä on markkinaa nopeampi kasvu sekä edellytysten luominen kannattavuuden oleelliseksi parantamiseksi.

Kasvua tiukalla fokuksella

Robitin strategian ytimessä on markkinaosuuden kasvattaminen globaaleilla porakalustomarkkinoilla sekä kohoaminen markkinoiden kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi. Strategian kulmakivet ovat seuraavat:

- **Keskittyminen porauksen kulutusosiin** ja pysyttelemine poissa investointituotteista;
- **Toiminta neljällä globaalilla tuotesegmentillä** (kaivosteollisuus, rakentaminen, geotekniikka ja kaivonporaus);
- **Alan parhaan saatavuuden varmistaminen**, jossa tuottavuusparannukset, toimitusaikojen lyhentäminen sekä jakeluverkon kasvattaminen ovat keskeisessä asemassa;
- **Kasvuhakuisuus**, jota tuetaan sekä orgaanisesti että yritysostoilla

- **Keskittyminen myyntiin**, mikä näkyy panostuksissa jakeluverkostoon sekä myynti- ja asiakaspalveluorganisaatioon. Maantieteellinen kattavuus saavutetaan laajan jälleenmyyntiverkoston avulla, mutta valituissa kohdemaissa myynti hoidetaan omien myyntiyhtiöiden kautta.
- **Panostus nykyisten tuotteiden kehittämiseen, metallurgiaan sekä toimialan digitaaliseen kehitykseen**, jotta varmistetaan tuotteiden pitkäaikainen kilpailukyky. Samalla tarjotaan nykyaikainen palvelu asiakkaille ja jälleenmyyjille.

Strategian arviointi

Mielestämme strategian hyviä puolia ovat yksinkertaisuus sekä selkeä fokus. Pidämme myös keskittymisestä myyntiin ja markkinointiin, joissa onnistuminen on toimialalla menestymisen edellytys. Jakelun laajentaminen jälleenmyyjäverkoston avulla oman toimipisteverkon sijasta pitää kiinteät kulut kurissa. Lisäksi tavoite nousta markkinoiden kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi on perusteltu, koska tällöin ollaan useammin mukana isojen (kaivos)asiakkaiden hakiessa vaihtoehtoisia toimittajaa pääasialliselle toimittajalle, joka yleensä on Epiroc tai Sandvik.

Strategia on kuitenkin mielestämme enemmän kuvaus siitä, missä yhtiö on nyt kuin varsinainen suunnannäyttävä. Näkisimme strategiassa mielellämme viittauksia siihen, miten tavoitteisiin aiotaan päästä. Kaipaisimme eritellympää kuvausta yhtiön kilpailueduista ja sekä suunnitelmista niiden vahvistamiseksi.



Strategian keskeinen sisältö

- Keskittyminen kulutusosiin
- Pitäytyminen segmenteissä, joissa jo nyt ollaan vahvoja
- Alan parhaan saatavuuden varmistaminen
- Vahva kasvuhakuisuus ja panostaminen myyntiin ja jakeluun
- Markkinapeiton laajentaminen jälleenmyyjäverkoston kasvattamisella



Strategian plussat ja miinukset

- + Yksinkertaisuus ja selkeä fokus
- + Vahva kasvuhakuisuus
- Strategia ei tarjoa tiekarttaa tavoitteisiin pääsemiseksi
- Menestys perustuu markkinaosuuden kasvuun, mihin aina liittyy merkittävä epävarmuus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Robitin vuonna 2020 määritellyt pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihdon 15 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu sekä
- 13 %:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali.

Robitin pitkän aikavälin tavoitteeksi on toisaalla kerrottu 200 MEUR:n liikevaihto ja 10 %:n markkinaosuus maailman porakalustomarkkinoilla (ns. big goal). Tavoitteen saavuttaminen edellyttää Robitin mukaan 20-40 MEUR:n liikevaihtoluokan akvisitiota.

Liikevaihdon kasvutavoite on tiukka

15 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua haetaan globaalisti sekä jakelijaverkon kasvattamisella että osin nykyisten jakelijoiden vaihtamisella vahvempiin. Robit uskoo kasvun jatkossa tulevan enemmän uusien asiakkuuksien kautta kuin siten, että nykyiset asiakkaat merkittävästi kasvattaisivat volyymejään. Tavoitellussa orgaanisessa kasvussa maantieteellisen kattavuuden lisääminen on keskeistä. Maita ja alueita, joissa markkinapeitto on jo kasvatettu tai aiotaan lähiaikoina kasvattaa ovat Portugali, Länsi- ja Keski-Afrikka, Kazakstan ja Malesia. Myöhemmässä vaiheessa panostuksia aiotaan kasvattaa Pohjois-Amerikassa. Kaikkiaan pidämme kuitenkin 15 %:n orgaanisen kasvun pitkän aikavälin tavoitetta hyvin haastavana, sillä se edellyttää merkittävää maantieteellistä laajentumista ja samalla tietenkin markkinaosuuden kasvattamista.

Akvisitioissa Robit tavoittelee ”todennäköisesti 20-40 MEUR:n” liikevaihtoa tekevää kohdetta. Akvisitioiden toteutuksen kynnyks on kuitenkin korkealla ja kohteen yhteensopivuuden pitää olla erittäin hyvä. Tällä

hetkellä akvisitiot eivät käsityksemme mukaan ole kovin korkealla Robitin prioriteettilistalla.

Kannattavuustavoitteessakin on tekemistä

Robitin toinen pitkän aikavälin taloudellinen tavoite on 13 %:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali. Vuoden 2020 toteuma oli 5,6 %:n ja vuoden 2019 toteuma 1,9 %:n EBITDA-marginaali, joten tavoite on kaukana. Yhtiöllä on kuitenkin käynnissä lukuisia kannattavuuden parannusohjelmia, joiden yhteisvaikutus on onnistuessaan merkittävä. Käsittelemme näitä ohjelmia Ennusteet-osiossa.

Tasetavoitteita ei ole julkistettu

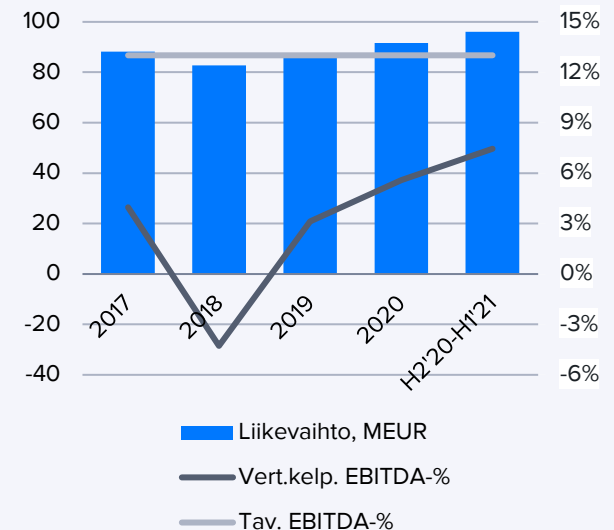
Robitin osinkopolitiikkana on 20-50 %:n jakosuhte. Yhtiö kuitenkin korostaa, ettei osingonjako saa vaarantaa yhtiön strategiassa määritettyjä kasvutavoitteita tai muita taloudellisia tavoitteita. Osinkopolitiikka on muotoiltu siten, että varsinaisena osinkoyhtiönä Robitia on vaikea pitää.

Robitilla ei ole virallisia taserakenteeseen liittyviä tavoitteita. Yhtiö on sijoittajatapaamisissa todennut haluavansa pitää nettokäyttöpääoma/liikevaihto - suhdeluvun alle 40 %:ssa. Tässä onnistuttiin ainakin vuosina 2019-2020, jolloin suhdeluku oli 36-39 %. Yhtiöllä on myös lainoissaan omavaraisuuteen ja nettovelat/käyttökate -suhteeseen liitettyjä finanssikovenantteja.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihdon 15 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu
- 13 %:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali
- (200 MEUR:n liikevaihtotaso)

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Lähde: Robit

Taloudellinen tilanne 1/2

Vuoden 2016 DTA-hankinta petti odotukset

Robit ei ole viime vuosina tehnyt merkittäviä yritysostoja ja kasvu on ollut orgaanista. Vuosina 2016-2017 yhtiö kuitenkin toteutti lukuisia yritysostoja;

- Drilling Tools Australian (DTA; liikevaihto noin 23 MEUR) hankinta kesäkuussa 2016;
- Bulroc (UK) Ltd:n (liikevaihto reilu 8 MEUR) hankinta heinäkuussa 2016;
- Halco US:n tuotantokoneiden ja tekijänoikeuksien osto tammikuussa 2017 ja Halco Brighousen (UK) osakkeiden osto helmikuussa 2017. Jälkimmäisen yhtiön liikevaihto oli noin 5 MEUR.

Ostetuista yhtiöistä DTA:n liikevaihto ja kauppahinta (44 MEUR) olivat Robitin kokoluokkaan nähden suuria ja hankinta jo tämän vuoksi melko riskialtis. Robit epäonnistui DTA:n kunnollisessa integroinnissa ja myös toiminnan vetäjävalinnoissa, minkä vuoksi DTA:n asiakaspohjan laajentaminen kahden ison olemassa olevan asiakkaan ulkopuolella oli tehotonta. Lisäksi mukana oli epäonnea, sillä toisen em. asiakkaan jättimäisessä kultakaivoksessa (Kalgoorlien ns. Super Pit) vuonna 2018 tapahtunut maanvyörymä sulkii kaivoksen 1,5 vuodeksi. Kaiken tämän seurauksena Robit alaskirjasi DTA-hankinnan liikearvon (19,5 MEUR) vuoden 2018 tilinpäätöksessä. DTA:n nimi vaihdettiin vuonna 2018 Robit Australiaksi ja yhtiössä on tehty viime vuosina paljon tehostus- ja saneeraustoimenpiteitä, jotka ovat edelleen kesken. Robit kuitenkin näkee DTA/Robit Australian liiketoimintaedellytykset edelleen hyvinä: yhtiö toimii keskellä Länsi-Australian isoa kaivosmarkkinaa ja sen konekanta on moderni eli

pitkälle automatisoitu / robotisoitu. Yhtiön nykytilanteesta ei kuitenkaan anneta tarkempia tietoja.

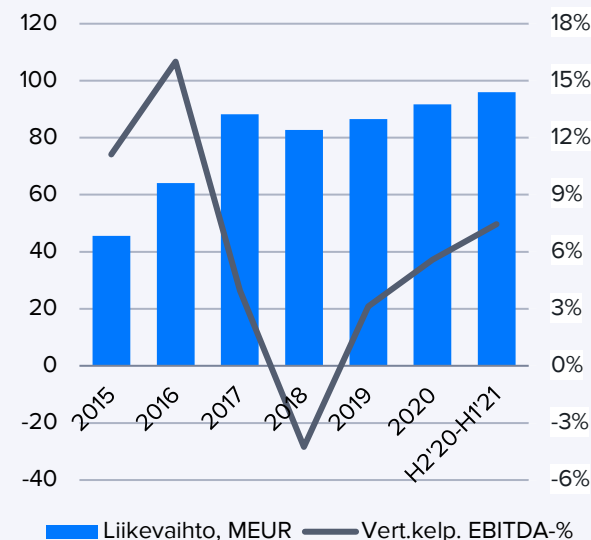
Orgaaninen kasvu ollut tyydyttävää

Olemme arvioineet, että Robitin orgaaninen kasvu on vuosina 2015-2020 ollut noin 6 % p.a. Pidämme tätä kohtuullisen hyvänä suorituksena. Kuitenkin esimerkiksi Minconin orgaaninen kasvu on samaan aikaan ollut selvästi vahvempaa (11 % p.a.). Robitin vuotuinen orgaaninen kasvu on arviomme mukaan vaihdellut +19 %:n (2015) ja -7 %:n (2018) välillä.

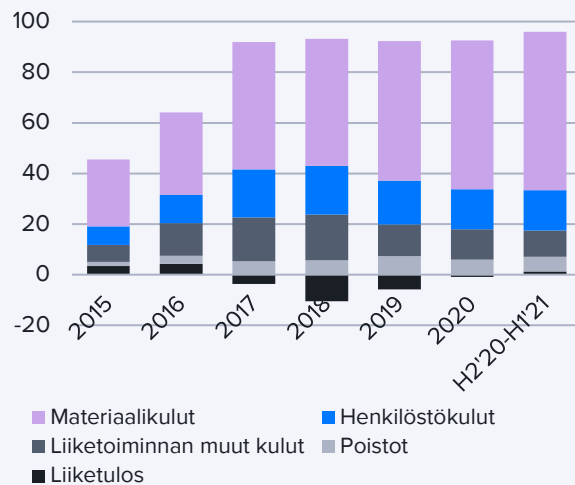
Kannattavuus kävi kuopassa, mutta on korjaantumassa

Robitin mukaan yhtiön eri tuotelinjojen kannattavuuksissa ei ole merkittäviä eroja eikä yksikään tuotelinja ole tällä hetkellä tappiollinen. Kuitenkin vuosina 2016-2017 toteutetuilla akvisitioilla ja etenkin DTA-hankinnalla oli eräiden muiden virheratkaisujen ohella aiemmin epäedullinen vaikutus Robitin suhteelliseen kannattavuuteen. Jakson 2017-H1'21 vertailukelpoinen EBITA-marginaali on ollut -4,3 %:n ja 7,4 %:n välillä kun marginaali vielä vuosina 2012-2015 oli 8,2-12,5 %. Konsernin kulurakenteessa merkittävin muutos vuosina 2017-2018 oli sekä materiaalikulujen että henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden selvä nousu, mikä arviomme mukaan ainakin osittain johtui DTA:n heikosta kannattavuudesta. Vaikka materiaalikulujen osuus liikevaihdosta on edelleen ollut nousussa jaksolla H2'20-H1'21, on muu kulurakenne alkanut normalisoitua ja esimerkiksi henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen summa edustaa jo pienempää liikevaihto-osuutta kuin vuonna 2015.

Liikevaihto ja kannattavuus 2015-H1'21



Kulurakenne (MEUR) 2015-H1'21



Lähde: Robit

Taloudellinen tilanne 2/2

Jaksolla 2015-H2'21 Robitin kuluista materiaalikulujen liikevaihto-osuuden mediaani oli 59,4 %, henkilöstökulujen 16,9 %, liiketoiminnan muiden kulujen 15,7 % ja poistojen 5,5 %. Emme kuitenkaan katso näiden osuuksien edustavan pitkän aikavälin normalisoituja tasoja edellä selostettujen rakennemuutosten ja mm. koronapandemian aiheuttamien poikkeamien takia. Palaamme kulurakenteeseen vielä Ennusteet-osiossa. Varovainen arviomme kiinteiden kulujen osuudeksi vuoden 2020 liikevaihdosta on 16 %. Kiinteitä kuluja ovat poistot sekä arviomme mukaan noin 35 % henkilöstökuluista ja noin 20 % liiketoiminnan muista kuluista. Tällä rakenteella Robitin tulosvipu on voimakas (noin 4x) ja yhtiön liikevoitolla on edellytykset kasvaa monin verroin liikevaihtoa nopeammin.

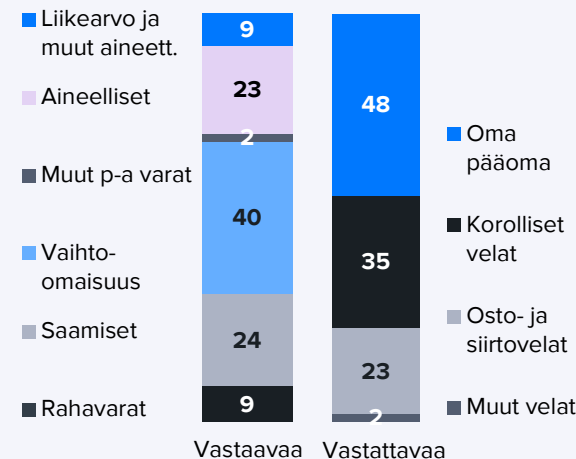
Tase kaipaasi vielä vahvistamista

DTA:n liikearvon vuoden 2018 alaskirjauksen (-19,3 MEUR) jälkeen Robitin taseen aineettomat erät eli pääosin liikearvo, asiakassuhteet ja brändi ovat kooltaan hyvin kohtuulliset emmekä pidä uusien alaskirjausten riskiä merkittävänä. Robitin aineellinen käyttöomaisuus vastaa noin 24 % konsernin tuoteliikevaihdesta, mikä luku on melko selvästi korkeampi kuin useimmilla suomalaisilla konepajoilla. Tähän vaikuttaa liikevaihtomix, joka Robitilla ei juuri sisällä esim. huollon laskutettavaa henkilötyötä. Robitin tasetta rasittaa myös kohtuullisen kookas nettokäyttöpääoma (n. 35 % liikevaihdosta), joka sekin johtuu pitkälti liiketoiminnan luonteesta eli esim. saatujen ennakkomaksujen vähäisyydestä. Kaikkiaan Robitin toiminta on siten varsin pääomaintensiivistä, mikä asettaa kannattavuudelle paineita kohtuullisen pääoman tuoton

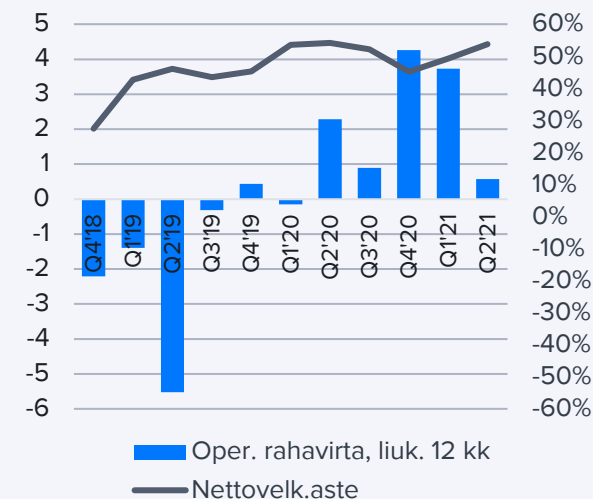
saavuttamiseksi.

Robitin operatiivinen rahavirta on pitkään ollut epätydyttävän kannattavuuden rasittama ja lisäksi etenkin viimeisten 12 kuukauden aikana myös käyttöpääoman kasvu on sitonut rahaa. Investointitarpeiden pienuus on helpottanut tilannetta, mutta kaiken kaikkiaan rahavirtaprofiili kaipaa vahvistumista. Taseen tunnusluvut ovat edelleen kohtuullisia (nettovelkaantumisaste 54 % H1'21:n lopussa), mutta eivät toisaalta anna juuri tilaa lisävelkaantumiselle. Nettovelat / käyttökate oli 3,6x H1'21:n lopussa, mikä kertoo ainakin lievästi rasittuneesta velkaantumisprofiilista. Tällä perusteella Robitin pidättelevä asennoituminen uusiin yritysostoihin tuntuu tällä hetkellä loogiselta.

Taserakenne Q2'21, MEUR



Rahavirta (MEUR) ja velkaantuneisuus (%)



Ennusteet 1/4

Orgaanisen kasvutavoitteen taustaa

Robitin 15 %:n orgaanista kasvua haetaan globaalisti sekä jakelijaverkon kasvattamisella että osin nykyisten jakelijoiden vaihtamisella vahvempiin. Käsittelimme jo aiemmin taloudelliset tavoitteet –osiossa maantieteellisen kasvun kohdealueita. Robit tavoittelee uusien jakelijoiden kautta mahdollisuutta päästä uusiin kaivoksiin aluksi testaamaan ja toimittamaan jonkin erityisalueen porakalustoa ja myöhemmin mukaan varsinaisiin tarjouskierroksiin. Viime aikoina Robit onkin vahvistanut asemaansa merkittävänä kolmantena toimittajana (Epiroc:n ja Sandvikin lisäksi). Tilaisuus voi avautua esim. kaivoksen vanhan raamisopimuksen päättymisen yhteydessä. Robitin mahdollisuuksia saada uusia kaivosasiakkaita kasvattaa koko ajan lisääntyvä urakoitsijoiden käyttö poraustoiminnassa. Urakoitsija voi käyttää Robitin porakalustoa, minkä seurauksena Robit tulee kaivosyhtiölle tutuksi.

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustemme Robitin liikevaihdon kehitykseksi perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Emme ole laatineet erillisiä ennusteita TH- ja DTH-segmenteille, sillä Robit ei julkista näiden kannattavuutta emmekä pidä myyntimixin muutoksia keskeisenä kannattavuusajurina Robitille;
- Kaivossektorilla globaalit louhinta- ja tuotantomäärät kehittyvät Robitille keskeisten metallien osalta aiemmin kohdassa ”Toimiala ja kilpailu” esitettyjen ennusteiden mukaan. Robitin eri mineraaleihin kohdistuvalla myynnillä painotettu markkinoiden volyymikasvun keskiarvo vuosina 2021-2023 on noin 4,5 % (CAGR);

- Infrarakentamisen ja geotekniikan markkinoiden volyymikasvu vuosina 2021-2024 on keskimäärin 3,7 % (CAGR; lähteet: Euroconstruct, FMI, Buildcon, Bloomberg);
- Kaivonporauksen markkinan keskimääräinen kasvu vuosina 2021-2024 on 8,7 % (CAGR; lähde: EHPA);
- Robitin maantieteellisen ja asiakaskunnan laajentumisen seurauksena yhtiön toimitusvolyymit kasvavat keskimäärin 4 %-yksikköä markkinaa nopeammin vuosina 2021-2024. Samalla Robitin globaali volyymipohjainen markkinaosuus porakalustosta nousee 5 %:sta 6 %:iin;
- Inflaatio on ennustejaksolla 1,5 % p.a.;
- Em. tekijöiden yhdistelmänä Robitin vuosien 2021-2024 keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR) on 8,6 %.

Odotetun kannattavuusparannuksen taustatekijät

Kuten olemme todenneet, Robitin tavoite 13 %:n vertailukelpoisen EBITDA-marginaalin saavuttamiseksi on vaativa. Kannattavuuden parannustoimenpiteet sisältävät tällä hetkellä ”peruskannattavuuden parantamista”, johon kuuluvat tuottavuusparannukset ja materiaalikulujen hallinta sekä tiukka kiinteiden kulujen kuri. Nykyinen kiinteä kulurakenne sallii yhtiön mukaan vielä huomattavan liikevaihdon lisäkasvun ja Robit näkeekin operatiivisen vivun merkittävänä kannattavuusparannuksen mahdollistajana. Tärkeimmät käynnissä olevat tai suunnitellut toimenpiteet ovat seuraavat:

- Robit hakee huomattavaa marginaaliparannusta haetaan aiempaa **paremmalla hinnoittelun hallinnalla**. Edellytykset ovat Robitin mukaan

Liikevaihdon kasvutekijät 2021-2024

- Kaivossektorin volyymikasvu >4 % p.a.
- Infrarakentamisen ja geotekniikan (pl. kaivonporaus) volyymikasvu ~4 % p.a.
- Kaivonporauksen volyymikasvu ~9 % p.a.
- Robitin markkinaosuuden nousu 5 % → 6 %
- Inflaatio 1,5 % p.a.

Kannattavuusparannuksen ajurit 2021-2024

- Operatiivinen vipu
- Hinnoittelun hallinnan parantaminen
- Alemman kustannustason maiden kasvava hyödyntäminen hankinnoissa
- Design-to-value -prosessit, joilla päästään parempaan materiaalitehokkuuteen

Ennusteet 2/4

kunnossa sekä analytiikan että konsernin globaalin ERP:n (Oracle) osalta. Robit on kärsinyt hinnoittelussaan virheistä, epätarkkuuksista, systemaattisuuden puutteesta sekä hitaudesta päivitettyjen hinnoittelumallien implementoinnissa. Robit näkee paremmassa hinnoittelussa merkittävästi kannattavuusvipua ja on jo identifioinut lukuisia kohteita, joissa hinnoitteluperusteita tullaan tarkistamaan. Itse hinnoittelustrategiaa eli tähtäämistä noin 5 % Epiroc:n ja Sandvikin hintatason alapuolelle ei kuitenkaan olla muuttamassa.

- Robit lisää koko ajan **alemman kustannustason maiden osuutta** alihankinnasta. Historiallisesti nämä ovat edustaneet hyvin pientä osuutta (arvioimme suuruusluokaksi 5 %) kaikista hankinnoista. Toimenpiteet tiettyjen tuotekategorioiden hankintojen siirtämiseksi alemman kustannustason maihin ovat jo käynnissä ja uusia kategorioita kartoitetaan koko ajan. Saavutettavat säästöt voivat olla kymmeniä prosentteja ja hankintojen merkittävänkin osan siirtäminen alemman kustannustason maihin ei myöskään vie kovin paljon aikaa. Alihankittavien materiaalien ja tuotteiden suhteellinen yksinkertaisuus selkeyttää ja nopeuttaa muutosta ja vaikka alihankkijoiden valinta ja testaaminen vie jonkin verran aikaa. Pidämme realistisena että jo vuonna 2024 esimerkiksi 25 % Robitin hankinnoista tapahtuu alemman kustannustason maista.
- Robit tavoittelee valmistuksen operatiivisen tehokkuuden parantamista myös **design-to-value (DTV)-prosessilla**, jossa yrityksen eri toiminnot (tuotesuunnittelu, ostotoiminto, valmistus, markkinointi) läpikäyvät nykyisen tuotetarjonnan ja

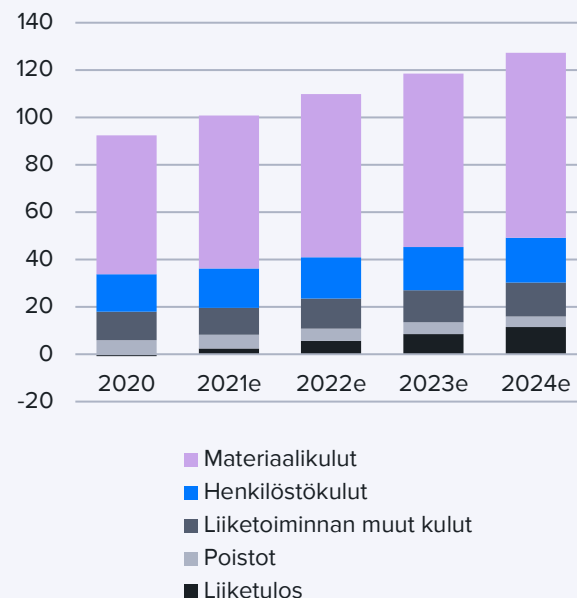
etsivät keinot optimoida ne tuotteen ominaisuudet joita asiakkaat arvostavat ja samalla minimoida tuotteiden kompleksisuus standardoinnin ja modulaarisuuden kautta. Tavoitteena on , että asiakas saa saman tain paremman suoritukyvyyn selvästi nykyistä tehokkaammin ja halvemmalla valmistetusta tuotteesta.

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennusteemme vuosien 2021-2024 kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Paremmalla hinnoittelun hallinnalla, alemman kustannustason maiden kasvaneella osuudella sekä DTV-prosessilla on yhteenlaskettuna ja Robitin antaman indikaation mukaan hyvin merkittävä vaikutus materiaalikulujen osuuteen liikevaihdosta. Odotamme osuuden laskevan H1'21:n (liukuva 12 kk) 65,2 %:sta vuoden 2024 61,3 %:iin eli -3,8 %-yksiköllä.
- Parempi hinnoittelun hallinta ja siitä seuraava liikevaihdon kasvu / työntekijä, tehokkuuden ja automaation (Korean tehdas) kasvu sekä operatiivinen vipu painavat henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta H1'21:n (liukuva 12 kk) 16,6 %:sta vuoden 2024 14,8 %:iin. Vaikka markkinointi- ja matkustuskulut suurelta osin normalisoituvatkin koronapandemian jälkeen, laskee myös liiketoiminnan muiden kulujen osuus liikevaihdosta samoista syistä 13,6 %:sta (H1'21) 12,2 %:iin (2024e).
- Kokonaisuutena poistojen osuus liikevaihdosta alentuu ennustekaudella selvästi (2021e: 5,8 %; 2024e: 3,5 %) aineellisten hyödykkeiden poistojen pysyessä ennallaan samalla kun liikevaihto kasvaa ja etenkin siksi, että tehtyihin akvisitioihin liittyvät

Kulurakenne ja sen muutos, MEUR



Ennusteet 3/4

aineettomat oikeudet, kuten asiakassuhteet, tulevat kokonaan poistetuksi.

- Rotibin lainoistaan maksama laskennallinen korko on ennustejaksolla 2,5-3,5 %.
- Vähennyskelpoisten tappioiden käytön ansiosta vuoden 2021 konserniveroaste on vielä 0 %, mutta se nousee 21 %:iin vuonna 2022 ja edelleen 23 %:iin vuodesta 2023 eteenpäin.

Rahavirta ja investoinnit

Vuoden 2021 investoinnit ovat Robitin indikaation (6,0-6,5 MEUR) mukaisesti 6,3 MEUR, mutta laskevat tämän jälkeen selvästi eli 3,9-4,0 MEUR:oon vuosina 2022-2024. Vuosina 2022-2024 investoinnit ovatkin vain 76-90 % poistoista, mikä tukee rahavirtaa. Odotamme lisäksi, että jakelijoiden osuuden koko konsernin liikevaihdosta edelleen kasvaessa myös nettokäyttöpääoma / liikevaihto -suhde paranee edelleen eli vuoden 2020 37 %:sta vuoden 2024 33 %:iin.

Kun lisäksi huomioidaan ennustamamme selvästi paraneva kannattavuus, on Robitin vapaa operatiivinen rahavirta vuosina 2021-2024 selvästi eli 2,7-7,0 MEUR positiivinen. Odotamme konsernin taas alkavan jakaa osinkoa vuodesta 2022 eteenpäin 36-39 %:n jakosuhteella, mikä on osinkopolitiikan mukaista. Yhtiöllä olisi varaa jakaa enemmänkin, sillä omilla ennusteillamme yhtiön nettovelkaantumisaste laskee matalalle tasolle 15 %:iin vuonna 2024.

Vuoden 2021 ennuste

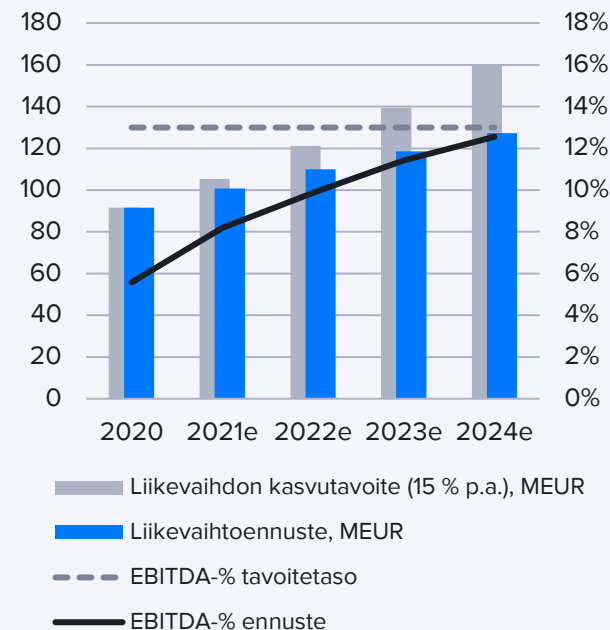
Robitin H1'21:n kehitys oli vahvaa. Saadut tilaukset (jotka toimialalla kiertävät nopeasti) kasvoivat 7 % v/v verrattuna H1'20:een sekä 4 % p.a. verrattuna H1'19:ään. Vastaavat liikevaihdon kasvuprosentit

olivat 10 % v/v ja 7 % p.a. Koronapandemia ei kokonaisuutena juurikaan vaikuttanut toiminnan volyymeihin, vaikka Aasiassa kehitys olikin miinusmerkkistä. H1'21:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali oli 7,2 % (H1'20: 3,2 %) ja operatiivisen vivun lisäksi tehdyt hinnankorotukset autoivat kannattavuuden parantumisessa. EBIT-marginaali oli myös plussalla (1,2 %) ensimmäistä kertaa vuosiin H1:llä.

2021-ohjeistuksessaan Robit arvioi markkinatilanteen kehittyvän positiivisesti ja odotti liikevaihdon sekä euromääräisen vertailukelpoisen EBITDA:n paranevan verrattuna 2020:een. Ohjeistus oli sama kuin Q4'20-raportissa. Ohjeistuksen saavuttaminen on selviö Robitin oltua H1'21:n jälkeen 10 % edellä viime vuoden tahtia liikevaihdossa ja 145 % vertailukelpoisessa EBITDA:ssa.

Vaikka Kiinan kiinteistösektorin vaikeudet tulisivat jatkuessaan ja pahentuessaan vaikuttamaan maailman metallien kysyntään ja siten Robitin toimintaan, suhtaudumme loppuvuoden 2021 näkymiin toistaiseksi rauhallisesti. Odotamme liikevaihdon kasvavan 10 % v/v H2'21:llä ja EBITDA:n asettuvan 4,8 MEUR:oon (marg.9,1%; H2'20 tot. 7,7 %). Vastaavasti ennusteemme koko vuoden 2021 liikevaihdon kasvuksi on 10 % v/v ja vertailukelpoiseksi EBITDA:ksi 8,3 MEUR (marg. 8,2%). Odotuksemme koko vuoden EBIT-marginaaliksi on 2,4 % eli ensimmäinen positiivinen tulema sitten vuoden 2016. Vaikka nettorahoituskulut ovatkin edelleen varsin mittavat (n. -1,1 MEUR), on myös nettotulosennusteemme positiivinen ja osakekohtainen tulos 0,06 euroa. Emme odota osingonmaksua vielä vuodelta 2021.

Tavoitetasot vs. ennuste



Ennusteet 4/4

Vuosien 2022-2024 ennusteet

Linjassa aiemmin esittämiemme taustaoletusten kansa odotamme Robitin liikevaihdon kasvavan n. 9 % vuonna 2022, noin 8 % vuonna 2023 ja noin 7 % v. 2023. Ennusteemme ovat siten selvästi varovaisempia kuin yhtiön oma tavoite 15 %:n p.a. orgaanisesta kasvusta. Kasvun toteutuminen ennustamaamme vauhtia edellyttää globaalin talouden kasvuvauhdin säilyvän odotetulla 3-4 %:n tasolla 2022-2024.

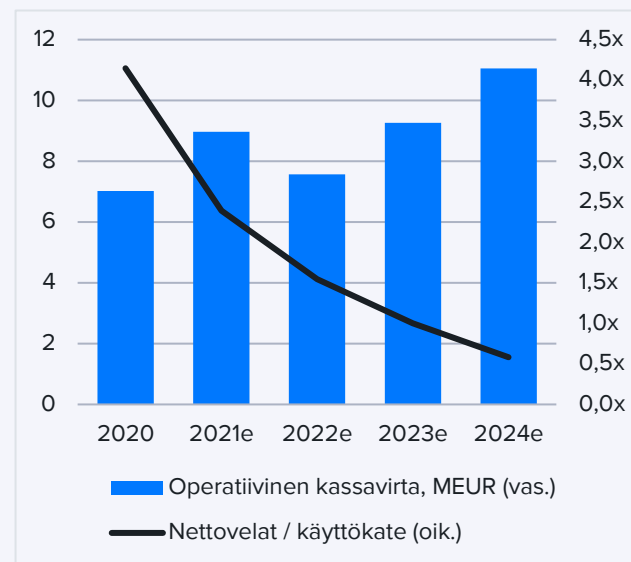
Kapasiteetin käyttöasteen kohoaminen sekä aiemmin esitellyt kannattavuuden parannusohjelmat kohottavat Robitin marginaaleja edelleen tuntuvasti. Odotamme vertailukelpoisen EBITDA-marginaalin nousevan 9,9 %:iin vuonna 2022, 11,4 %:iin vuonna 2023 ja 12,5 %:iin vuonna 2024. Ennusteemme ovat tietenkin linjassa aiemmin esitellyjen taustaoletusten kanssa. Vuoden 2024 odotuksemme on jo kohtuullisen lähellä Robitin tavoittelemaa 13,0 %:n EBITDA-marginaalia. Ennnusteemme oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi vuosina 2022, 2023 ja 2024 on vastaavasti 0,18 euroa, 0,28 euroa ja 0,39 euroa. Vuosien 2022-2024 osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti on siten nopeaa, mutta ennusteemme ei kestä juurikaan pettymyksiä makrotalouden tai Robitin oman operatiivisen suorittamisen suhteen.

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Robitilta hidastuvaa liikevaihdon kasvua 6,6 %:sta p.a. (2025e) 2,5 %:iin p.a. (2029e), joka on sama kuin terminaalikasvu. Varovaisuussyistä ja vahvan historiallisen näytön puuttuessa vertailukelpoinen EBITDA-marginaali laskee vuoden 2025 12,0 %:sta 10,8 %:iin, joka on terminaalitaso vuoden 2029

jälkeen ja tällöinkin vaativa kun huomioidaan, että Robitin edelliset näytöt kaksinumeroiseta EBITDA-marginaalista ovat vuodelta 2016 ja sitä edeltäneeltä ajalta.

Tase vahvistuu nopeasti



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	82,7	20,1	22,0	22,2	22,2	86,5	21,5	22,3	24,2	23,7	91,6	23,0	25,1	25,2	27,5	101	110	119	127
Konserni	82,7	20,1	22,0	22,2	22,2	86,5	21,5	22,3	24,2	23,7	91,6	23,0	25,1	25,2	27,5	101	110	119	127
Käyttökate	-4,8	1,1	0,6	0,2	-0,3	1,6	0,4	1,1	1,7	2,1	5,1	1,6	1,9	2,0	2,8	8,3	10,8	13,5	16,0
Poistot ja arvonalennukset	-25,0	-1,9	-2,8	-1,7	-1,0	-7,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-6,0	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-5,8	-5,1	-5,0	-4,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-9,3	-0,8	-1,1	-0,5	-2,1	-4,6	-1,1	-0,5	0,1	0,6	-0,9	0,1	0,5	0,5	1,4	2,4	5,7	8,5	11,5
Liikevoitto	-29,8	-0,8	-2,2	-1,5	-1,3	-5,8	-1,1	-0,5	0,1	0,6	-0,9	0,1	0,5	0,5	1,4	2,4	5,7	8,5	11,5
Konserni	-29,8	-0,8	-2,2	-1,5	-1,3	-5,8	-1,1	-0,5	0,1	0,6	-0,9	0,1	0,5	0,5	1,4	2,4	5,7	8,5	11,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,6	0,2	-1,0	0,1	-0,1	-0,9	-0,9	-0,5	-0,9	-0,4	-2,7	0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-1,1	-0,6	-0,6	-0,5
Tulos ennen veroja	-31,4	-0,6	-3,3	-1,4	-1,4	-6,7	-2,1	-0,9	-0,8	0,2	-3,5	0,3	-0,4	0,3	1,2	1,4	5,1	7,9	11,0
Verot	0,0	0,2	0,1	0,3	-1,2	-0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-1,1	-1,8	-2,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Nettotulos	-31,4	-0,4	-3,2	-1,1	-2,6	-7,3	-2,0	-0,8	-0,6	0,5	-2,9	0,4	-0,2	0,2	0,9	1,2	3,8	5,9	8,2
EPS (oikaistu)	-0,52	-0,02	-0,10	-0,01	-0,16	-0,29	-0,10	-0,04	-0,03	0,02	-0,14	0,02	-0,01	0,01	0,04	0,06	0,18	0,28	0,39
EPS (raportoitu)	-1,49	-0,02	-0,15	-0,05	-0,12	-0,35	-0,10	-0,04	-0,03	0,02	-0,14	0,02	-0,01	0,01	0,04	0,06	0,18	0,28	0,39

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,3 %	-5,0 %	0,1 %	6,8 %	18,1 %	4,6 %	7,1 %	1,1 %	8,7 %	6,9 %	6,0 %	7,1 %	12,7 %	4,2 %	16,1 %	10,0 %	9,0 %	7,9 %	7,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-28,4 %	-25,6 %	-61,3 %	-59,7 %	-50,7 %	45,1 %	-58,2 %	-121,6 %	-129,6 %	-81,0 %	-110,6 %	-199,4 %	294,9 %	122,1 %	-380,8 %	135,5 %	48,1 %	35,6 %
Käyttökate-%	-5,8 %	5,7 %	2,5 %	1,0 %	-1,4 %	1,9 %	1,6 %	4,7 %	6,9 %	8,7 %	5,6 %	6,9 %	7,4 %	7,8 %	10,3 %	8,2 %	9,9 %	11,4 %	12,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-11,2 %	-3,9 %	-5,1 %	-2,5 %	-9,5 %	-5,3 %	-5,3 %	-2,1 %	0,5 %	2,6 %	-0,9 %	0,5 %	1,8 %	1,8 %	5,0 %	2,4 %	5,2 %	7,2 %	9,1 %
Nettotulos-%	-38,0 %	-1,9 %	-14,5 %	-5,2 %	-11,5 %	-8,4 %	-9,4 %	-3,7 %	-2,3 %	2,2 %	-3,2 %	1,6 %	-0,9 %	0,7 %	3,3 %	1,2 %	3,5 %	4,9 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	38,9	35,5	34,9	33,2	32,0
Liikearvo	5,4	5,1	5,1	5,1	5,1
Aineettomat hyödykkeet	5,4	3,8	2,9	2,3	1,7
Käyttöomaisuus	26,8	24,6	25,9	25,4	24,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	1,1	1,5	0,5	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	68,4	68,0	63,7	68,9	74,4
Vaihto-omaisuus	32,8	34,9	36,3	39,0	41,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	20,1	18,6	20,2	22,0	23,7
Likvidit varat	15,2	14,3	7,1	7,7	9,0
Taseen loppusumma	107	104	98,6	102	106

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	50,7	47,0	48,2	52,0	56,4
Osakepääoma	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Kertyneet voittovarot	-30,7	-33,7	-32,5	-28,7	-24,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	80,6	79,8	79,8	79,8	79,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	25,8	21,4	20,4	19,4
Laskennalliset verovelat	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	22,1	24,4	20,0	19,0	18,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Lyhytaikaiset velat	32,8	30,7	29,0	29,6	30,6
Lainat rahoituslaitoksilta	16,1	11,2	6,8	5,5	4,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,6	19,5	22,2	24,2	26,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	107	104	98,6	102	106

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Robitin osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) tulos pohjaisten arvostuskertoimien (P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään; 2) DCF- eli kassavirtamallin kautta ja 3) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, osinkotuotto ja suhteellinen arvostustaso. Pyrimme muodostamaan näiden antamista tuloksista kokonais kuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemysemme.

Positiiviset ja negatiiviset arvoajurit

Näkemysemme mukaan Robitin osakkeen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- **Porausalan positiiviset näkymät.** Vahvat megatrendit kuten kaivostoiminnan kasvava siirtyminen maan alle, maailman sähköistyminen, kaupungistuminen sekä lisääntyvä infra- ja maanalaisten rakentaminen tukevat porausvolymien kasvua ja siten porakaluston kysyntää.
- **Hyvät mahdollisuudet nostaa markkinaosuutta.** Yhtiön laaja tuotetarjonta, keskittyminen kulutusosiin, vahvat asiakasreferenssit sekä edelleen kasvava markkinapeitto antavat yhtiölle hyvän mahdollisuuden kasvattaa markkinaosuuttaan. Tavoite nousta markkinoiden kolmanneksi suurimmaksi yhtiöksi on mielestämme realistinen.
- **Merkittävä positiivinen tulostakäännös.** Lukuisat kannattavuuden parannusohjelmat sekä merkittävä tulosvipu luovat edellytykset tuloksen nopeaan kasvuun lähivuosina.

- **Mahdollinen muuttuminen ostokohteeksi.** Teoriassa mahdollisia tarjoajia on paljon, mutta Robitin omakin näkemys on, että yhtiön nykyisen riippumattoman aseman mahdollinen menettäminen asiakkaiden silmissä nostaa kynnystä ostotarjoukselle.

Osakkeen arvostustasoa laskevia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:

- **Viime vuosien tulospäätökset ovat heikkoja.** Yhtiö oli jo liike tulostasolla tappiollinen vuosina 2017-2020 ja päätökset voitollisen tuloksen tekemisestä ovat vielä lyhytaikaisia.
- **Riski siitä, että strategiaa tai kannattavuusohjelmien mukaisia tavoitteita ei saavuteta** on tässä vaiheessa edelleen varsin korkea.
- **Osakkeen likviditeetti on melko ohut.** Robitin osakkeen vapaasti vaihdettavissa olevan osuuden (free float) vaihtuvuus oli 45 % jaksolla 10/2020-9/2021 kun vastaava vaihtuvuus isommissa pörssi-yhtiöissä on pääsääntöisesti yli 100 %. Toisaalta Robitin osakkeen likviditeetti oli sama tai parempi kuin muilla saman kokoluokan konepajoilla (esim. Glaston 45 % ja Raute 30 %). Joka tapauksessa osakkeen ohuenpuoleinen likviditeetti karkottaa joitakin institutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.

Verrokkiryhmän arvostus

Suurin osa Robitin pörssinoteeratuista suorista kilpailijoista (mm. Epiroc, Sandvik, Boart Longyear) toimii porakalustomarkkinoiden lisäksi monilla liitännäisillä markkinoilla kuten porauslaitteissa ja -palveluissa. Profiililtaan paras suora verrokki onkin

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,20	4,20	4,20
Osakemäärä, milj. kpl	21,1	21,1	21,1
Markkina-arvo	88	88	88
Yritysarvo (EV)	108	105	102
P/E (oik.)	73,7	23,1	15,1
P/E	73,7	23,1	15,1
P/Kassavirta	32,5	24,0	16,4
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA (oik.)	13,1	9,7	7,5
EV/EBIT (oik.)	44,4	18,3	12,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	38,6 %	36,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,7 %	2,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Mincon. Valitsemamme verrokkiryhmä koostuu Robitin kanssa saman kokoluokan kotimaisista konepajoista (mm. Glaston, Raute), Minconista ja ruotsalaisista pääkilpailijoista sekä kaivos- ja rakennusalan globaaleista laitetoimittajista. Boart Longyearista ei valitettavasti ole ollut saatavissa mielekkäitä konsensusennusteita. Kaiken kaikkiaan sopivien verrokkiyhtiöiden profiili ja lukumäärä on mielestämme tyydyttävä.

Koronapandemian vuoksi painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2022. Kertoimista mielestämme parhaiten vertailuun soveltuu EV/EBITDA. Robitin vielä lähivuosina alhaisen nettotulostason vuoksi P/E-kertoimen käyttökelpoisuus on melko huono. EV/EBITDA taas soveltuu EV/EBIT:ia paremmin, sillä tehtyjen yrityskauppojen seurauksena isojen aineettomien oikeuksien poistojen vuoksi Robitin poistot vastaavat vuoden 2022 ennusteilla 48 %:sta käyttökatetta kun vastaava verrokkien mediaani on 21 %.

Vertailuryhmän mediaani-EV/EBITDA vuodelle 2022 on 9x kun se Robitille on 10x. Robitin preemio on 13 %. Saman vuoden EV/EBIT-kertoimen mediaani on verrokeille 12x ja Robitille 18x preemion ollessa jo 54 %.. P/E-kertoimella (verrokki 16x ja Robit 23x) osakkeen arvostuspreemio on 48 %.

Robitin hyväksyttävät arvostuskertoimet

Kun huomioidaan edellä mainitut Robitin osakkeen arvostustasoa laskevat tekijät, on kohtuullinen eli esim. 10 %:n kerroin pohjainen diskontto suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin mielestämme nykytilanteessa oikeutettu. Tätä suurempi diskontto ei ole tarpeen, sillä osa verrokkiryhmän jäsenistä kärsii samoista arvostusdiskonttoa aiheuttavista

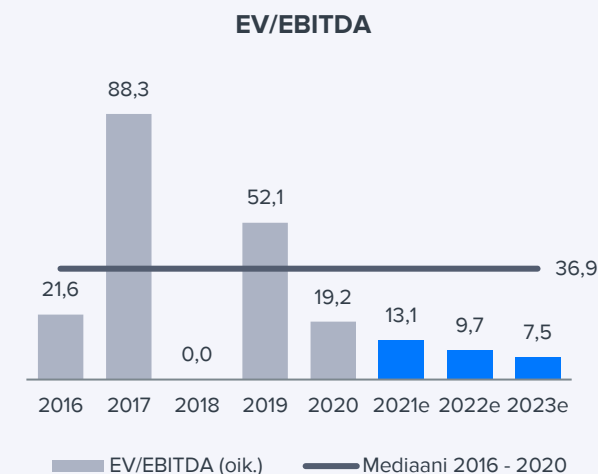
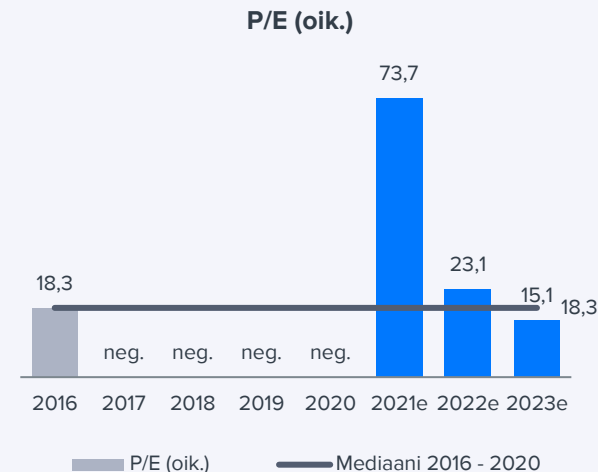
seikoista. Vuoden 2022 ennusteilla 10 %:n arvostusdiskontto merkitsisi Robitille noin 8x:n EV/EBITDA-kerrointa. Robitin omista historiallisista arvostuskertoimista ei valitettavasti saa tukea ”normaalien” arvostustasojen arviointiin, sillä yhtiön historialliset kertoimet ovat olleet epätavallisen korkeita alhaisen kannattavuuden vuoksi.

Robitilta odottamamme pitkälle tulevaisuuteen ulottuvan tuloskasvun vuoksi hyväksyttävien arvostuskertoimien asettaminen yhtiölle on vaikeaa. Koska odottamamme tuloskasvu on nopeaa vielä vuonna 2024 (EBITDA-tasolla noin +18 %), katsomme noin 8x:n EV/EBITDA-kertoimen vuonna 2023 yhtiölle hyväksyttäväksi. Tällöin kerroin olisi verrokkien mediaanin kanssa samalla tasolla ja siten ilman diskonttoa. Mielekkäiden vuoden 2023 konsensusennusteiden toistaiseksi puuttuessa olemme tässä olettaneet verrokkiryhmän vuoden 2023 tuloskasvun mediaaniksi +10 %.

Kassavirtamalli ei indikoi nousuvaraa

DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (ikuisuusolettama mukaan lukien) nykyhetkeen ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. Mallin heikkoutena on herkkyyss terminaalijakson kasvu- ja kannattavuusennusteille, joten saatuja tuloksia tulee tulkita varovaisesti.

Kuten jo Ennusteet-osiossa totesimme, odotuksemme liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,5 % ja EBITDA-marginaaliksi 10,8 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 8,6 % ja sitä nostaa hieman osakkeelle asetettu 0,50 %:n likviditeettipreemio. Oman pääoman kustannus on 10,1 %. Molempien



Arvonmääritys ja suositus 3/3

lukujen pohjana on 2,0 % riskitön korko sekä 4,75 % markkinariskipremio.

DCF-malli antaa Robitin osakkeen arvoksi 4,5 euroa, mihin on vain kuuden prosentin nousuvara. On myös muistettava, että DCF-mallin parametreihin liittyy merkittäviäkin riskejä, molempiin suuntiin. Joka tapauksessa nousuvara on tässä vaiheessa vähäinen. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Kokonaistuotto-odotus alle tuottovaatimuksen

Robitin osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisättynä osinkotuotolla) kääntyy laskelmiemme mukaan positiiviseksi (8 % p.a.) vasta vuoden 2024 kertoimilla ja jää tällöinkin alle tuottovaatimuksen (10 % p.a.). Tuotto vuoteen 2024 muodostuu 6 %:n p.a. kurssipotentiaalin sekä noin 2 %:n osinkotuoton summana. Olemme arvioineet vuoden 2024 hyväksyttäväksi P/E-kertoimeksi 13x.

Kokonaistuottomallin käyttöä hankaloittaa sama ”arvostuskerroinperusteisuus” kuin pohdittaessa arvostusta suhteessa verrokkiyhtiöihin. Lisäksi pidemmän aikavälin ennusteisiin liittyy aina enemmän epävarmuutta. On joka tapauksessa muistettava, että vuoden 2024 EBITDA-marginaaliennusteemme (12,5 %) on jo melko lähellä Robitin strategista 13 %:n tavoitetta. Kaikkiaan Robitin osakkeen kokonaistuotto-odotusta ei voi tällä hetkellä pitää houkuttelevana.

Sijoitusnäkemyks

Aloitamme Robitin osakkeen seurannan vähennäsuosituksella sekä 4,40 euron tavoitehinnalla. Tavoitehintaa on linjassa sekä vuoden 2023 oletetun

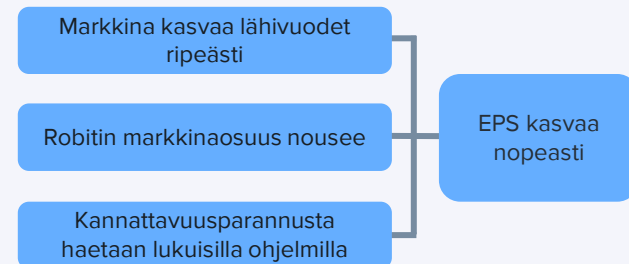
8x:n EV/EBITDA-kertoimen että kassavirtamallin antaman indikaation kanssa. Kokonaistuottomallin käyttämiseen tavoitehinnan asetannassa sisältyy tuloskäänteen tässä vaiheessa vielä liikaa epävarmuutta. Tavoitehinnalla vuoden 2022 ja vielä vuoden 2023 P/E-kertoimet (24x ja 16x) olisivat vastaavasti 55 % ja 11 % verrokkiyhtiöiden mediaania korkeammalla. Kertoimien trendi alaspäin on selvä, mutta loppu riippuu Robitin pysymisestä odotetulla tulosuralla tai mahdollisesti tätäkin paremmasta suorituksesta.

Robitiin yrityksenä on tällä hetkellä monia syitä suhtautua positiivisesti: markkinanäkymä on hyvä ja yhtiön suunnitelmat sekä laajentumisen että kannattavuusparannuksen toteuttamiseksi ovat järkeenkäypä. Osake on kuitenkin tällä hetkellä käytännössä kaikilla mittareilla täyteen hinnoiteltu ja ennusteemme ovat sekä markkina- että etenkin Robitin kannattavuuskehityksen suhteen varsin vaativia. Lisärisikin muodostaa Kiinan talouden tällä hetkellä koholla oleva epävarmuus ja Kiinan kasvuodotusten mahdollinen lasku heijastuisi vääjäämättä kaivostoiminnan volyymeihin ja siten Robitiin. Perustellun nousuvaran syntyminen osakkeeseen taas edellyttäisi riskiprofiilin alentumista yhtiön hankkiessa lisänäyttöjä vähintään ennusteidemme mukaisella tulosuralla pysymisestä tai toisaalta ennusteiden selvää nostamista.

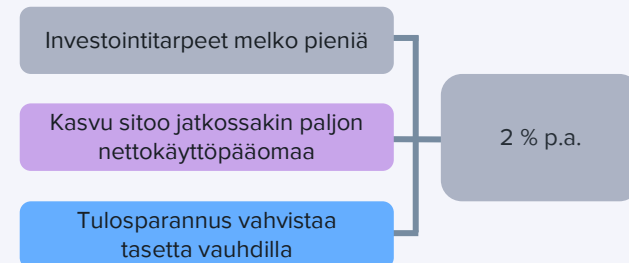
Osaketuoton ajurit 2021e-2024e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen

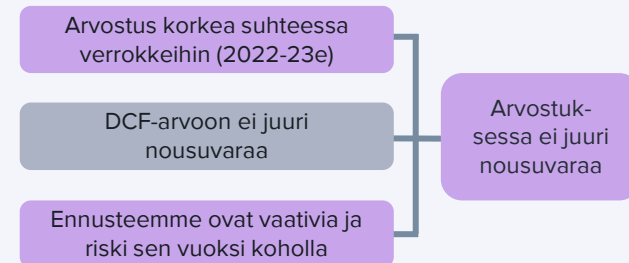
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

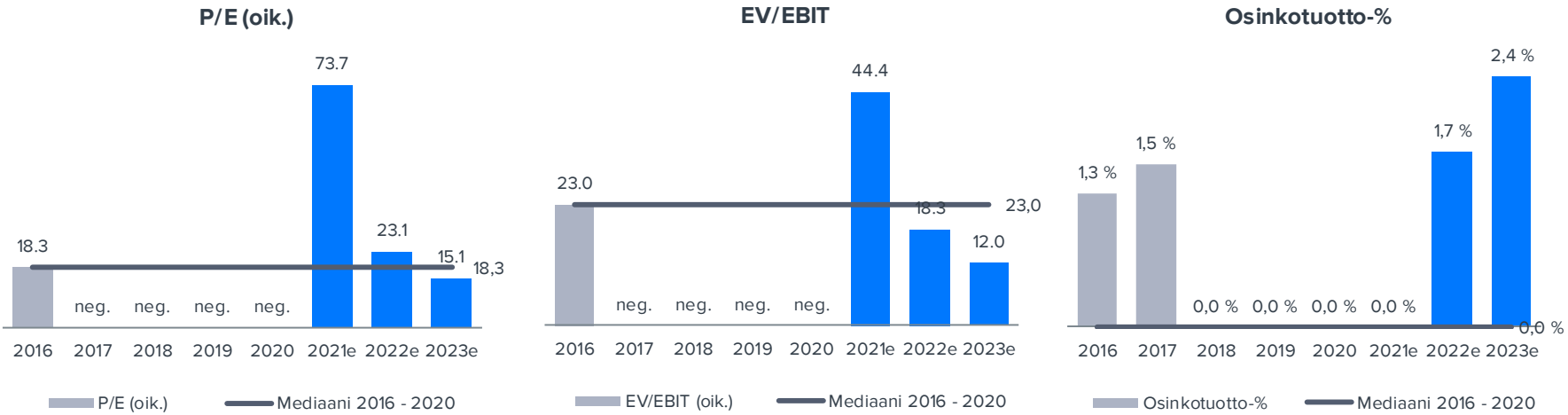


Osakkeen kokonaistuotto-odotus
n. 8 % p.a.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	7,90	6,47	1,64	2,90	3,65	4,20	4,20	4,20	4,20
Osakemäärä, milj. kpl	15,8	18,9	21,0	21,0	21,0	21,1	21,1	21,1	21,1
Markkina-arvo	125	136	35	61	77	88	88	88	88
Yritysarvo (EV)	162	144	50	84	98	108	105	102	98
P/E (oik.)	18,3	neg.	neg.	neg.	neg.	73,7	23,1	15,1	10,8
P/E	30,9	neg.	neg.	neg.	neg.	73,7	23,1	15,1	10,8
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	15,2	32,5	24,0	16,4	12,6
P/B	2,5	1,5	0,6	1,2	1,6	1,8	1,7	1,6	1,4
P/S	1,9	1,5	0,4	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	2,5	1,6	0,6	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	21,6	88,3	neg.	52,1	19,2	13,1	9,7	7,5	6,1
EV/EBIT (oik.)	23,0	neg.	neg.	neg.	neg.	44,4	18,3	12,0	8,5
Osinko/tulos (%)	39,1%	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	38,6 %	36,0 %	38,5 %
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,4 %	3,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Raute Oyj	21,50	70	61		10,6	24,7	7,8	0,7	0,6	7095,7	12,0	3,8	4,2	2,5
Glaston Oyj Abp	1,12	94	116	16,1	9,1		5,8	0,6	0,5	24,8	11,2	2,2	4,5	1,3
Exel Composites Oyj	7,86	94	133	14,7	11,2	8,9	7,3	1,0	0,9	15,7	11,9	2,8	3,3	2,9
Metso Outotec Corp	7,82	6481	7180	16,3	11,5	12,5	9,4	1,9	1,6	17,5	13,0	2,9	3,9	3,0
Epiroc AB	177,45	20904	20599	23,8	20,7	20,1	17,7	5,4	4,9	31,8	27,7	1,6	1,8	9,4
Sandvik AB	202,10	25693	26180	14,8	12,3	11,4	9,7	2,8	2,4	18,8	16,0	2,5	3,0	3,7
Fislmith & Co A/S	226,40	1756	1911	18,7	12,7	9,9	7,8	0,8	0,7	24,8	15,6	1,6	2,9	1,3
Weir Group PLC	1671,50	5082	6036	17,2	14,7	13,2	11,6	2,6	2,3	22,1	19,0	1,5	1,7	3,1
Mincon Group PLC	1,24	264	278	14,7		10,5		1,9		19,7	17,5	1,7	1,7	
Caterpillar Inc	199,82	93633	116552	16,7	14,0	12,6	11,2	2,4	2,2	19,5	16,0	2,1	2,4	7,0
Terex Corp	44,21	2673	2974	10,9	8,1	9,6	7,3	0,9	0,8	14,5	10,1	1,1	1,1	2,8
Robit Oyj (Inderes)	4,20	88	108	44,4	18,3	13,1	9,7	1,1	1,0	73,7	23,1	0,0	1,7	1,8
Keskiarvo				16,4	12,5	13,3	9,6	1,9	1,7	664,1	15,5	2,2	2,8	3,7
Mediaani				16,2	11,9	11,9	8,6	1,9	1,3	19,7	15,6	2,1	2,9	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				174 %	54 %	10 %	13 %	-44 %	-24 %	275 %	48 %	-100 %	-43 %	-37 %

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

DCF-laskelma

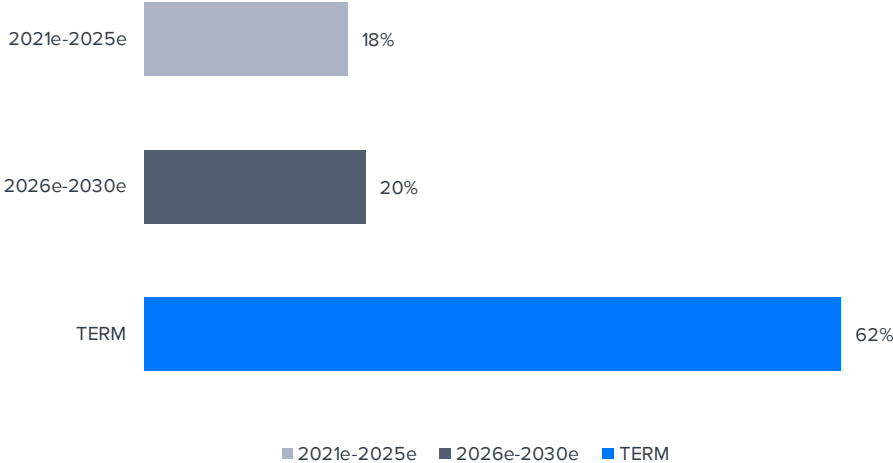
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-0,9	2,4	5,7	8,5	11,5	12,1	12,6	13,0	13,4	13,4	13,7	
+ Kokonaispoistot	6,0	5,8	5,1	5,0	4,5	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	
- Maksetut verot	0,0	1,1	-0,6	-1,8	-2,5	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	
- verot rahoituskuluista	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,4	-0,3	-2,5	-2,3	-2,3	-2,0	-1,8	-1,5	-1,9	-1,6	-1,3	
Operatiivinen kassavirta	7,0	9,0	7,6	9,3	11,1	11,4	12,0	12,7	12,5	12,9	13,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-2,1	-6,3	-3,9	-3,9	-4,0	-4,2	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,1	2,7	3,7	5,4	7,0	7,2	7,7	8,2	8,0	8,4	9,1	
+/- 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	5,1	2,7	3,7	5,4	7,0	7,2	7,7	8,2	8,0	8,4	9,1	154
Diskontattu vapaa kassavirta		2,7	3,3	4,5	5,4	5,1	5,0	4,9	4,4	4,2	4,3	71,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		115	113	109	105	99,6	94,5	89,5	84,6	80,2	76,0	71,8
Velaton arvo DCF		115										
- Korolliset velat		-35,6										
+ Rahavarat		14,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		94,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,5										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,1%
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	82,7	86,5	91,6	100,8	109,9	EPS (raportoitu)	-1,49	-0,35	-0,14	0,06	0,18
Käyttökate	-4,8	1,6	5,1	8,3	10,8	EPS (oikaistu)	-0,52	-0,29	-0,14	0,06	0,18
Liikevoitto	-29,8	-5,8	-0,9	2,4	5,7	Operat. kassavirta / osake	-0,01	0,06	0,33	0,43	0,36
Voitto ennen veroja	-31,4	-6,7	-3,5	1,4	5,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,17	-0,31	0,24	0,13	0,18
Nettovoitto	-31,4	-7,3	-2,9	1,2	3,8	Omapääoma / osake	2,75	2,42	2,24	2,29	2,47
Kertaluontoiset erät	-20,5	-1,2	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	117,0	107,4	103,5	98,6	102,1	Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	5 %	6 %	10 %	9 %
Oma pääoma	57,8	50,7	47,0	48,2	52,0	Käyttökateen kasvu-%	-394 %	-134 %	219 %	61 %	31 %
Liikearvo	5,2	5,4	5,1	5,1	5,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	424 %	-51 %	-81 %	-381 %	136 %
Nettovelat	15,8	23,0	21,2	19,7	16,8	EPS oik. kasvu-%	195 %	-44 %	-52 %	-141 %	219 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	-5,8 %	1,9 %	5,6 %	8,2 %	9,9 %
Käyttökate	-4,8	1,6	5,1	8,3	10,8	Oik. Liikevoitto-%	-11,2 %	-5,3 %	-0,9 %	2,4 %	5,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,7	0,0	2,4	-0,3	-2,5	Liikevoitto-%	-36,0 %	-6,7 %	-0,9 %	2,4 %	5,2 %
Operatiivinen kassavirta	-0,3	1,2	7,0	9,0	7,6	ROE-%	-41,9 %	-13,4 %	-5,9 %	2,5 %	7,6 %
Investoinnit	-3,3	-7,0	-2,1	-6,3	-3,9	ROI-%	-25,1 %	-5,6 %	-2,5 %	3,1 %	7,6 %
Vapaa kassavirta	-3,5	-6,4	5,1	2,7	3,7	Omavaraisuusaste	49,4 %	47,4 %	45,4 %	48,9 %	51,0 %
						Nettovelkaantumisaste	27,4 %	45,3 %	45,2 %	41,0 %	32,2 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	1,1	1,1	1,0						
EV/EBITDA (oik.)	neg.	52,1	19,2	13,1	9,7						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	44,4	18,3						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	73,7	23,1						
P/B	0,6	1,2	1,6	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.9.2021	Vähennä	4,40 €	4,20 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**