

RAUTE

21.4.2025 22.30 EET



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

LAAJA RAPORTTI



Näemme osakkeessa yhä hinnoitteluvirheen

Toistamme Rauten osta-suosituksemme tavoitehinnalla 18,00 euroa. Raute sai vuonna 2024 aikaan reippaan tulostakäänteen kasvun tehostustoimien ansiosta usean vaikean vuoden jälkeen. Uskomme käänteen olevan tukevalla pohjalla, vaikka kasvun tulokselle luoma tuki voi hiipua tänä vuonna ja globaaliin talouteen sekä kauppapolitiikkaan liittyvä epävarmuus jäytää yhtiön osin investointivetoista kysyntää. Sijoittajat suhtautuvat matalan arvostuksen perusteella varsin skeptisesti yhtiön kykyyn edes suunnilleen ylläpitää saavutettua tulostasoa strategian toteutuksen edetessä. Näin ollen näemme osakkeessa edelleen selvän hinnoitteluvirheen.

Rautella on kestävät kilpailuedut ja kasvuhakuinen strategia

Raute on etenkin vaneri- ja LVL-teollisuudelle palveleva konepajayhtiö. Rauten kysyntää ajavat puurakentamista tukevat esimerkiksi elintason nousun ja ympäristösyiden kaltaiset ajurit. Rautella on mielestämme kestävä teknologiaan ja globaaliin myynti- sekä palveluverkostoon perustuva kilpailuetu ja vankka markkina-asema etenkin sektorin vaativassa yläsegmentissä sekä Euroopassa. Yhtiön liikevaihdosta noin 70 % on tullut syklisistä laiteprojektitoimituksista, reilut 20 % reilut vakaammista palveluista ja loput noin 10 % analysaattoreista.

Raute on toteuttanut vuodesta 2023 alkaen kasvuhakuista strategiaa ja yhtiö saavutti etenkin useiden suurprojektien ajamana historiansa korkeimman liikevaihdon vuonna 2024. Kasvua Raute hakee etenkin länsimaista (ml. Pohjois-Amerikka) sekä korkeakatteisista Services- ja Analyzers-liiketoiminnoista ja osin myös laajentumisesta vanerin ja LVL:n ulkopuolisiin puutuotesegmentteihin (esim. massiivipuu). Rauten vahvuudet ja Euroopan liiketoimintojen jo korkeat markkinaosuudet huomioiden strategian onnistumiseen liittyä etenkin kestävän kasvun osalta epävarmuuksia, sillä vuoden 2024 kaltaista useiden suurprojektien tukea liikevaihdolle ei ole jatkuvasti odotettavissa. Myöskään tiekartta vuodelle 2028 tavoiteltuun 250 MEUR:n liikevaihtoon ei ole vielä selkeä. Pidämme

kuitenkin strategian ambitiotasosta ja vuonna 2024 saavutettu roima tulosparannus oli rohkaiseva signaali yhtiön kilpailuetujen säilymisestä ja nykyjohton tekemien muutosten purevuudesta.

Odotamme Rauten pystyvän säilyttämään tulokuntonsa

Rauten tilauskanta on edelleen korkealla tasolla, mikä antaa yhtiölle poikkeuksellisen hyvän näkyvyyden tähän vuoteen globaaliin talouteen sekä kaupp- ja geopolitiikkaan liittyvistä epävarmuuksista ja heikkouksista huolimatta. Vuodelle 2026 nykyinen tilauskanta ei enää anna tukea, mutta perusskenaariossa korkojen laskun myötä elpyvä rakentaminen piristää Rauten tuotteiden ja palveluiden kysyntää asteittain. Odotammekin yhtiön pystyvän pitämään oikaistun käyttökatteensa lähes vakaana melko korkealla tasolla, kun Servicesin ja Analyzersin kasvu, tehostustoimet ja strategian toteutuksen eteneminen kompensoivat Wood Processingin suurprojektien loppumisesta liikevaihdon kautta tulokseen kohdistuvaa painetta. Olemme laskeneet vuoden 2026 ennusteitamme tässä päivityksessä makrosyistä, mutta muuten muutokset ovat pieniä. Ennusteemme ovat reilusti Rauten aggressiivisten tavoitetasojen alapuolella (250 MEUR:n liikevaihto ja oik. EBITDA-% yli 12 % yli syklin 2028) etenkin kasvun osalta. Pääriskit ennusteillemme ovat kysynnän vaihtelu, projektiriskit ja kasvupanostuksissa onnistuminen.

Arvostuskuva on edelleen erittäin houkutteleva

Rauten tämän ja ensi vuoden ennusteidemme mukaiset P/E-luvut ovat 8x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 5x. Etenkin EV-arvostus mielestämme hyvin maltillinen Rautelle ja kertoimet alittavat yhtiölle hyväksymämme haarukat selvästi. Näkemystämme osakkeen matalasta hinnoittelusta tukevat reipas suhteellinen alennus ja tavoitehintamme tasolla oleva DCF-arvo. Näin ollen arvostuksen nousuvarasta ja osingosta muodostuva tuotto-odotus on edelleen selvästi tuottovaatimustamme korkeampi, vaikka olemme nostaneet myös tuottovaatimustamme hieman makroriskien takia.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

15,05 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	204,6	198,7	173,7	183,2
kasvu-%	41 %	-3 %	-13 %	5 %
EBIT oik.	14,4	15,0	13,3	14,7
EBIT-% oik.	7,1 %	7,6 %	7,6 %	8,0 %
Nettotulos	12,1	12,3	10,3	11,4
EPS (oik.)	2,06	1,92	1,60	1,81

P/E (oik.)	6,4	7,8	9,4	8,3
P/B	1,7	1,7	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,0 %	4,3 %	4,7 %
EV/EBIT (oik.)	2,2	4,5	5,5	4,5
EV/EBITDA	1,6	3,4	3,9	3,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,4	0,4

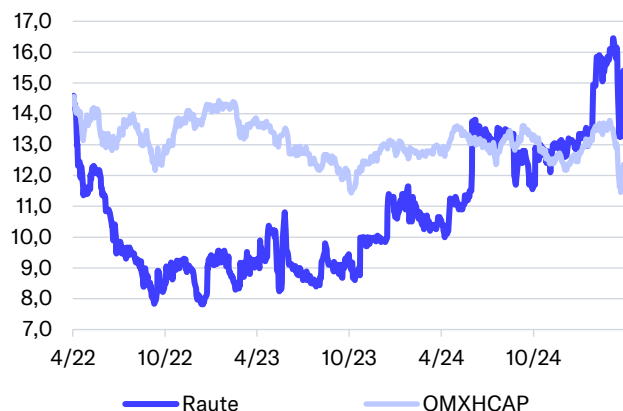
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

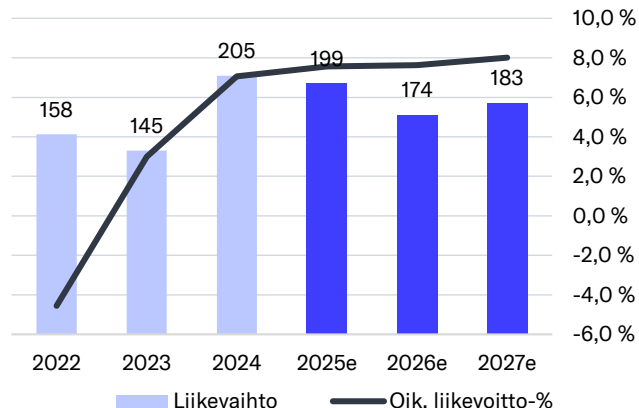
Rauten vuoden 2025 liikevaihdon arvioidaan olevan 190–220 miljoonaa euroa ja vertailukelpoisen käyttökatteen olevan 17–24 miljoonaa euroa.

Osakekurssi



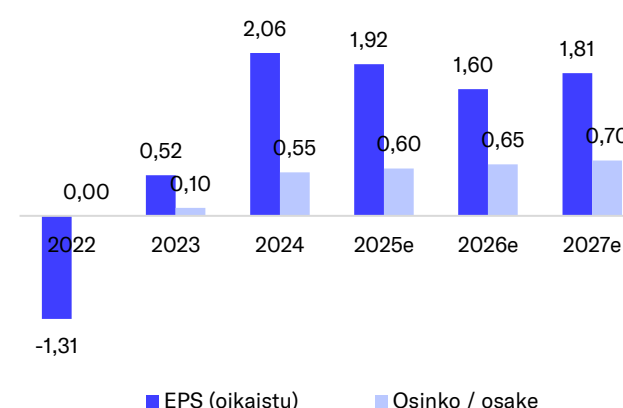
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Yhtiöllä on vankka ja kestävä teknologinen kilpailuetu etenkin vaneri- ja LVL-laitteiden yläsegmentissä
- Puutuotteiden kysyntää tukevat vahvat ajurit
- Kannattavuus ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan
- Yritysjärjestelyt
- Hallittu laajentuminen muihin puutuotesegmenteihin

Riskitekijät

- Kysyntä on äärisyklistä
- Projekti- ja tuotekehitysriskit
- Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky
- Venäjän markkinan sulkeutuminen
- Mahdollisiin yrityskauppoihin liittyvät riskit
- Kilpailukyky muissa puutuotesegmenteissä
- Vuosia heikosti kannattaneen Wood Processingin kannattavuuden parantuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	15,1	15,1	15,1
Osakemäärä, milj. kpl	6,23	6,33	6,33
Markkina-arvo	94	95	95
Yritysarvo (EV)	68	72	67
P/E (oik.)	7,8	9,4	8,3
P/E	7,8	9,4	8,3
P/B	1,7	1,6	1,4
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,4	3,9	3,3
EV/EBIT (oik.)	4,5	5,5	4,5
Osinko/tulos (%)	30,5 %	39,8 %	38,8 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-12
Sijoitusprofiili	13-15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16-20
Toimiala ja kilpailukenttä	21-25
Taloudellinen tilanne	26-27
Ennusteet	28-33
Arvonmääritys ja suositus	34-40
Ilmasto- ja taksonomia-analyysi	41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Raute lyhyesti

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

1930-luku

Vanerikoneiden valmistus alkaa

1994

Listautuminen Helsingin pörssiin

#1 markkinaosuus

Vaneri ja LVL-koneiden markkinaosuus globaalisti

205 MEUR (+41 % vs. 2023)

Liikevaihto vuonna 2024

19,8 MEUR (9,7 % liikevaihdosta)

Oikaistu käyttökate vuonna 2024

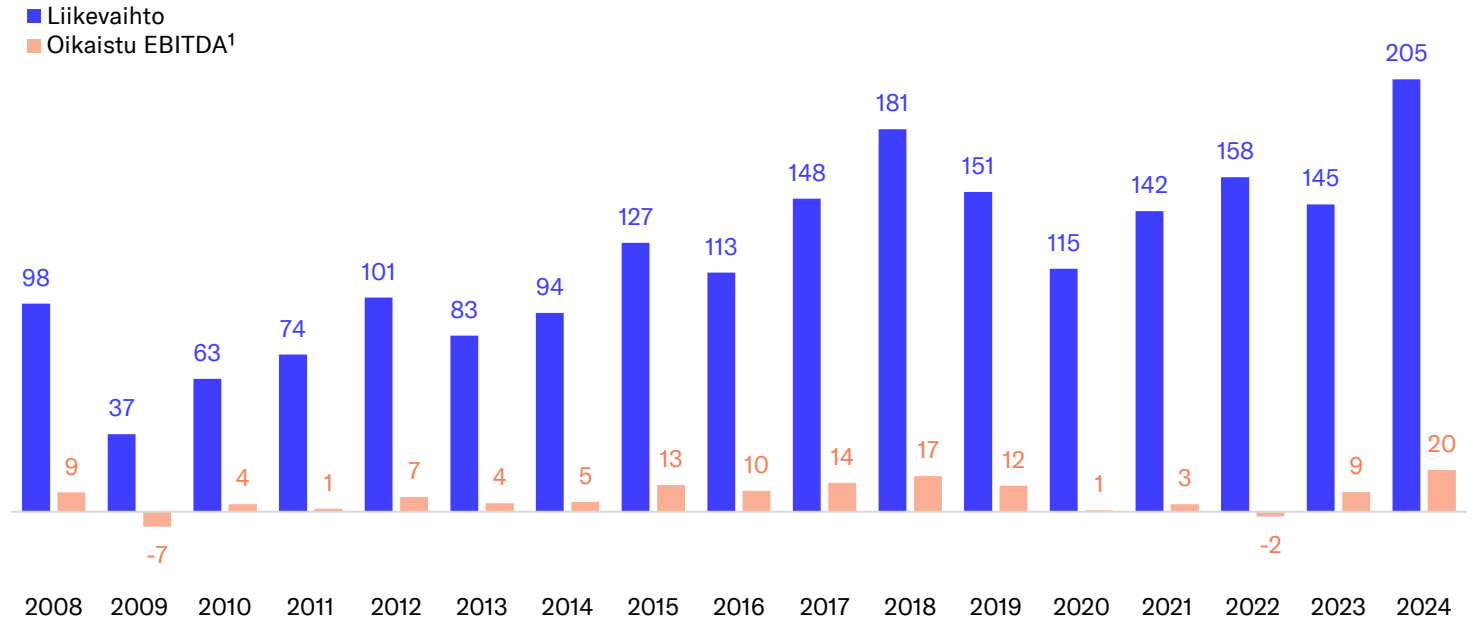
782 (+3,7 % vs. 2023)

Henkilöstö (FTE) vuoden 2024 lopussa



- Finanssikriisi romahduttaa yhtiön liikevaihdon ja painaa tuloksen raskaasti tappiolle 2009
- Projektikysyntä pysyy vaisuna 2010–2014 ydinmarkkinoilla (pl. Etelä-Amerikka 2012), palvelut kehittyvät paremmin
- Kulurakenteen joustavoittaminen
- European investoinnit alkoivat vetää kesästä 2014 alkaen, kun talous elpyi ja puurakentamista tukevat ajurit säilyvät ennallaan
- Kannattavuus paranee liikevaihdon kasvun mukana 2015–2018
- Pieni Metriguard-yrityskauppa 2018
- Yhtiö painui koronavirukseen aikaan tappiolle ja vuoden 2022 alussa Venäjän hyökkäys Ukrainaan sekä inflaatio syvensivät tappioita
- Uusi johto aloitti H2'22:lla ja päivitti strategian, vahvisti taseen sekä teki säästötoimia vuosien 2022–2023 aikana
- Vuoden 2023 isot tilaukset ja tehostustoimet nostivat liikevaihdon ja tuloksen ennätystasolle vuonna 2024
- Puurakentamista tukevat pitkän ajan ajurit ovat vahvat

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

Raute on etenkin viulun, vanerin ja viilupalkin (LVL) tuottajien palvelemiseen keskittynyt konepaja-yhtiö. Rauten teknologiatarjonta kattaa asiakkaiden koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet sekä niihin liitännäiset palvelut. Yhtiö on ydinalueillaan kapean niche-segmenttinsä markkinajohtaja globaalisti. Raute on myös ainoa toimija maailmassa, joka pystyy toimittamaan kokonaisen vaneri- tai LVL-tehtaan vaatimat tuotantokoneet. Tämä muodostaa selkeän eron kilpailijoihin, jotka ovat liiketoiminnoissaan fokusoituneet ainakin toistaiseksi tiettyjen osaprosessien koneisiin. Rauten tuotetarjoaman laajuus ja korkea teknologia sekä globaali myynti- ja palveluverkosto ovat mielestämme yhtiön kilpailuetuja ja pidämme niitä kestävinä. Perinteisten ydinalueiden lisäksi Raute pyrkii uudessa strategiassaan laajentumaan hallitusti myös puutuotesektorin muihin segmentteihin (esim. massiivipuu, lastulevy ja muut levyt).

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa, Kanadassa ja USA:ssa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille. Raute-konsernissa on reilut 780 työntekijää ja liikevaihtotaso on viime vuosina ollut 150 MEUR:n molemmin puolin. Projektityhtiölle tyypillisesti Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee rajusti vuosittain, mutta ajan yli yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa. Myös Venäjä oli yhtiölle erittäin tärkeä markkina, minkä takia Ukrainan sota iski Rauteen pahasti vuonna 2022.

Liiketoimintarakenne

Emoyhtiöstä ja emoyhtiön täysin omistamista tytäryhtiöistä koostuva Raute-konserni raportoi liikevaihtonsa ja operatiivisen tuloksensa (oik. EBITDA) kolmeen divisioonaan

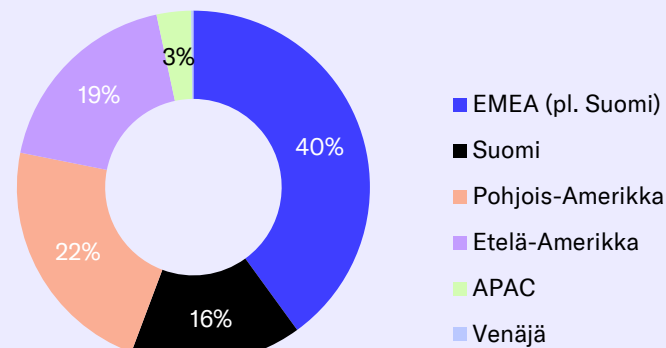
jaettuna. Uudet tilaukset ja tilauskanta raportoidaan konsernitasolla.

Wood Processing sisältää viulun, vanerin ja LVL:n ja myöhemmin muiden insinööripuutuotteiden valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina (ts. tilaus/toimitus-periaate). Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viilu-, vaneri, ja LVL-prosesseihin maksavat ~0,5 MEUR:sta ~5 MEUR:oon riippuen laitteesta ja toimituksesta. Koko tuotantolinjan tai tehtaan arvo on tyypillisesti 20–70 MEUR toimituksen laadusta ja laajuudesta riippuen. Siten Rauten suurimmat projektit ovat merkittäviä suhteessa yhtiön kokoon.

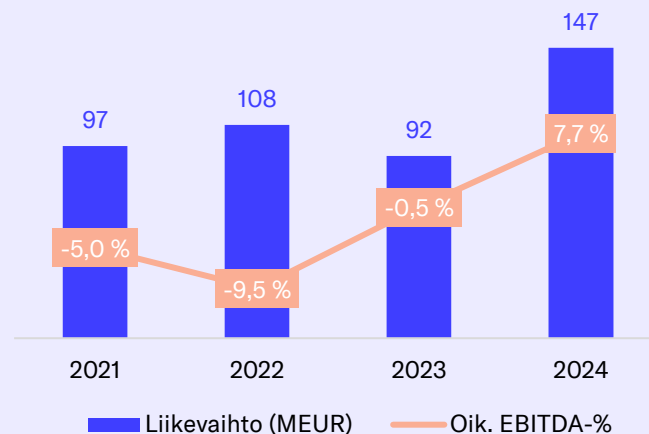
Huomioitavaa kuitenkin on, että Rauten suurimmat projektitkin sisältävät vain koneita, laitteita ja niihin liitännäisiä palveluita eikä yhtiö tee EPC-toimituksia ”avaimet käteen” -periaatteella. Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihtelee vuositasolla huomattavasti syklien mukana ja esimerkiksi viimeisen 10 vuoden aikana projektitoimitusten määrä on vaihdellut 57 MEUR:n ja 147 MEUR:n välillä. ”Normaalissa tilanteessa” ja pidemmällä aikajaksolla projektitoimituksista on kertynyt 60–70 % Rauten liikevaihdosta.

Vuonna 2024 Wood Processing on teki 147 MEUR:n liikevaihdolla 11 MEUR:n oikaistun käyttökateen kolmen tappiollisen vuoden jälkeen. Rauten vuotta 2024 edeltäneet kannattavuushaasteet ovatkin johtuneet pitkälti Wood Processingin matalasta työkuormasta, liian korkeasta kustannusrakenteesta, Venäjän tilauskannan alasajosta sekä inflaatiosta. Konepajasektorin laitetoimituksille tyypillisesti Wood Processingin marginaalipotentiali jää arviomme mukaan selvästi konsernin jälkimarkkinayksiköitä alemmas. Mielestämme jo korkea yksinumeroinen oikaistu EBITDA-%

Liikevaihdon jakauma markkina-alueittain (2024)



Wood Processing liikevaihto ja oikaistu EBITDA-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

olisi yksiköltä kohtuullinen suoritus yli syklin laskettuna.

Services sisältää varaosien, huoltojen ja prosessikehityspalveluiden myynnin. Arviomme mukaan Servicesin myynnistä valtaosa on tavarakauppaa. Puhdas palvelumyynti on vähemmistö, vaikka yhtiö onkin tehnyt viime vuosina kokonaisvaltaisia kunnossapitosopimuksia tiettyjen asiakkaiden kanssa sekä rakentanut uusia digitaalisia dataan ja tekoälyyn pohjautuvia palvelumalleja. Palvelumyynnillä on kuitenkin rooli korkeakatteisen varaosakaupan tukemisessa. Vuonna 2024 Services teki 42 MEUR:n liikevaihdolla 7 MEUR:n oikaistun käyttökateen eli kyseessä on hyvin kannattava liiketoiminta, mikä on tyypillistä pohjoismaisten konepajojen palvelukaupalle. Lähtökohtaisesti Services on myös melko vakaa liiketoiminta, sillä palveluiden kysyntä on linkissä etenkin asiakkaiden tuotannon määrään (ts. tehtaiden käyttöasteisiin) eikä investointeihin. Taloussykli vaikuttavat osaltaan kuitenkin myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat pääosin syklisissä rakennus- ja kuljetussektoreiden arvoketjuissa.

Analyzers sisältää viulun, vanerin ja LVL:n lajittelun mittausteknologian sekä sahatavaran erikoismittauslaitteiden myynnin. Divisioonan tuotteiden avulla eri tuotantoprosesseista on kerättävissä myös merkittävä määrä dataa, jota hyödyntämällä yhtiön asiakkaat voivat tehostaa tuotantoprosessejaan (ml. datapalvelut Servicesissa). Monet mittausteknologiaratkaisut perustuvat konenäön kaltaiseen erittäin korkean teknologian (verrattavissa tekoälyyn) ratkaisuun. Analyzers on Rauten pienin liiketoiminta, sillä viime vuonna sen liikevaihto oli 15 MEUR. Liiketoiminnassa tuotekatteen ovat lähtökohtaisesti korkeita, minkä ansiosta Analyzers on usein Rauten kannattavin yksikkö, vaikka kannattavuus heiluu toki kvartaalitasolla voimakkaasti saavutetun volyymin ja tuotemixin ajamana. Vuonna 2024

Analyzersin oikaistu käyttökate oli 1,5 MEUR, sillä liikevaihdon lasku vaikutti negatiivisesti yksikön kannattavuuteen. Pääosin pienehköjä kymmenien ja satojen tuhansien eurojen arvoisia laitteita myyvä Analyzers on vielä investointivetoinen ja volatiili liiketoiminta, mutta sen kasvupotentiaali ja skaalautuvuus on konsernin parasta päätä.

Liiketoimintamalli on tyypillinen pohjoismaiselle konepajalle

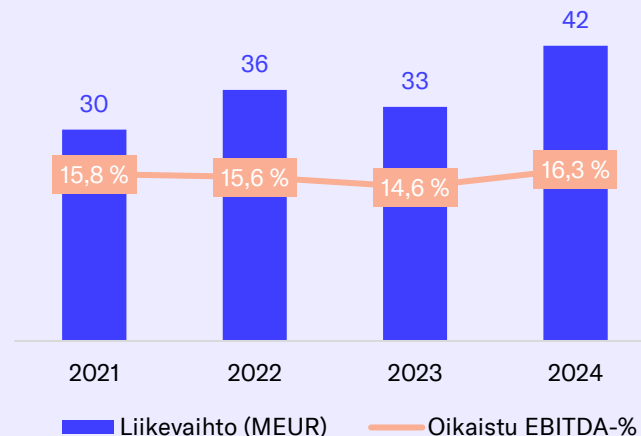
Rauten kokonaispalvelukonsepti lähtee tuotteen koko elinkaaren hallinnasta, sillä Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin sekä jatkuvaan tuotantotehokkuuden parantamiseen. Tätä kokonaisuutta yhtiö tarjoaa asiakkailleen globaalisti. Ydinprosesseja Rauten liiketoiminnassa ovat tuotekehitys, suunnittelu ja tuotanto sekä markkinointi ja myynti. Osa suunnittelusta ja tuotannosta on ulkoistettu alihankkijoille kulurakenteen joustavoittamiseksi.

Rauten liiketoimintamalli onkin isoilta linjoiltaan hyvin tyypillinen pohjoismaiselle alansa korkeaan teknologiaan keskittyneelle konepajayhtiölle, mutta tuotekohtaisista liiketoimintamalleissa voi toki olla eroja (esim. asiakkaan saavuttamien säästöjen jakamisen pohjalta rakennetut palvelukonseptit). Myös muissa puutuotesegmenteissä Raute operoi ainakin vielä selvästi vaneri- ja LVL-segmenttejä kapeakärkisemmällä eli yksittäisiin laitteisiin ja analysaattoreihin pohjaavalla liiketoimintamallilla.

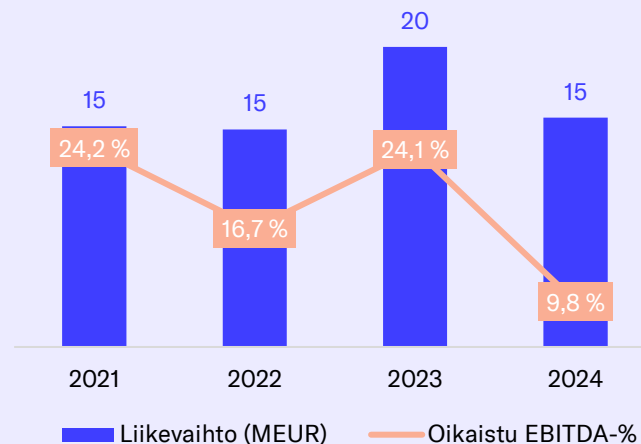
Raute nojaa räätälöityihin tuotteisiin

Raute räätälöi tuotteensa suurelta osin projektikohtaisesti, mikä tarkoittaa käytännössä laitteiden suunnittelua melko varhaisesta vaiheesta asiakkaan tarpeisiin ja vaatimuksiin. Tämä mahdollistaa asiakaskohtaisten tarpeiden

Services liikevaihto ja oikaistu EBITDA-%



Analyzers liikevaihto ja oikaistu EBITDA-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

huomioionottamisen, mutta toisaalta projektien toistettavuus jää heikoksi, mikä nostaa osaltaan kuluja. Tämän strategisen valinnan yhtiö on kuitenkin mielestämme joutunut tekemään osin olosuhteiden pakosta, sillä vaneri- ja LVL-linjojen koot, käytettävät raaka-aineet, automaatiotarpeet ja muutamat muut tekijät poikkeavat toisistaan niin huomattavasti, että toimitusten toistettavuuden ja sitä kautta paremman kustannustehokkuuden mahdollistavaa modulaarista tuotetarjoamaa on mielestämme vaikea sektorilla rakentaa.

Hinnoittelu on tapauskohtaista

Räätälöidyn tarjoaman takia yhtiön hinnoittelu on pitkälti projektikohtaista eikä yhtiöllä ole listahinnoiteltua tarjontaa tiettyjä varaosia lukuun ottamatta. Sitovien tarjousten jättämisen aikaan Raute on normaaleissa inflaatio-olosuhteissa hyvin tietoinen tuotteen sen hetkisestä valmistuskuluista ja yhtiön hinnoittelumallin lattia onkin lopulta kustannustaso lisättynä hyväksyttävällä marginaalilla. Tarjousten lähtötaso toki pohjautuu muihin tekijöihin, mutta lattiarakenteen ansiosta hinnoittelumalli on luonteeltaan mielestämme hyvin perinteinen kustannuspohjainen malli tiettyjä hieman erityyppisiä ja konsernin kokonaisuudessa vielä pieniä palvelukonsepteja lukuun ottamatta.

Arviomme mukaan hinnoittelumalli toimii hyvin tavanomaisen kustannusinflaation aikaan. Ongelmaksi on kuitenkin historiassa muodostunut paine joustaa vähimmäismarginaalissa silloin, kun tilaus on ”pakko” saada (esim. tilauskanta alhaalla). Lisäksi vuosien 2021–2022 erittäin inflatorisessa ympäristössä myös Rauten hinnoittelu oli suurissa vaikeuksissa, kun tuotantopanosten hinnat ehtivät tarjousten jättämisen ja hintojen lukitsemisen väliin aina jäävässä viikkojen tai jopa kuukausien (isot projektit) aikaikkunassa karata. Siten inflaatiolla oli selvä rooli yhtiön tappioiden muodostumisessa ainakin vuonna 2022 ja vaisun

tuloksen taustalla vuonna 2023. Lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan ollut lähihistoriassa myös vastuiden määrittelyn ja jaon osalta epäoptimaalisuuksia, jotka ovat aiheuttaneet lisäkuluja. Käsityksemme mukaan tänä vuonna sopimusrakenteita on jo parannettu selvästi vuoden 2022 jälkeen eikä negatiivisia yllätysriskejä projekteissa ole ainakaan näkyvästi realisoitunut vuosina 2023–2024.

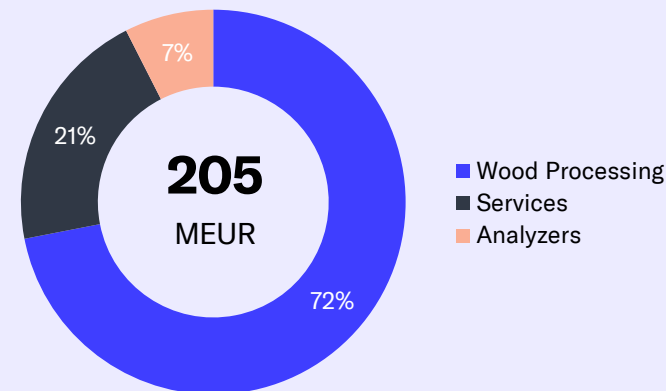
Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

Erilaisten laiteprojektien kysyntä vaihtelee voimakkaasti vuodesta toiseen alan investoinneista riippuen. Investointeja ajavat taloussuhdanteille herkäät rakennus- ja investointihyödykesektorit. Rauten suurimmat asiakkaat myös vaihtuvat vuosittain projektien mukana eikä yhtiöllä ole merkittäviä yksittäisiin suuriin asiakkaisiin liittyviä riskejä yli ajan. Arviomme mukaan yhtiöllä on vuosittain yhteensä yli 300 eri asiakasta. Pidemmällä tähtäimellä samojen avainasiakkaiden projektit toki tyypillisesti toistuvat, mutta vaneri- ja LVL-sektorien hajanaisen rakenteen vuoksi asiakasriskit ovat pieniä. Palveluissa yhtiöllä on toistuvampaa myyntiä tietyille avainasiakkaille, mutta arviomme mukaan yksittäiset asiakkaat eivät dominoi Rauten palveluliikevaihtoa.

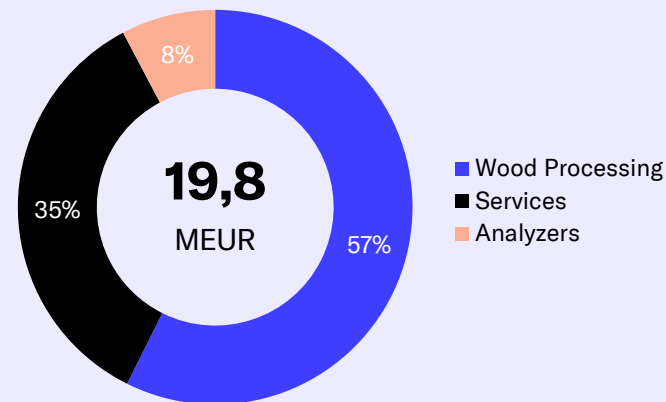
Tilaukannan tarjoama näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

Raute kirjaa projektit tilaukantaansa tyypillisesti ennakon maksamisen jälkeen ja palvelut sekä analysaattorit sopimusvaiheessa (ml. pidemmät palvelusopimukset vuosittain). Rauten tilauskanta on tyypillisesti melko nopeasti kiertävää, sillä projektit valmistuvat suurelta osin 2–24 kk:n sisällä tilauksen saamisesta ja valtaosa suuristakin projekteista kirjautuu liikevaihdoksi projektin koosta riippuen tyypillisesti 12–18 kk:n sisällä tilauksesta. Palveluissa ja osin myös analysaattoreissa kierto on vielä selvästi nopeampi eli

Liikevaihdon jakauma segmenteittäin (2024)



Oikaistun EBITDA:n jakauma segmenteittäin (2024)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

keskimäärin joitakin viikkoja. Selvästi 6–12 kk:ta pidempää näkyvyyttä tilauskanta ei Rautelle yleensä kuitenkaan tarjoa. Viime vuosina Rauten tilauskanta on vaihdellut radikaalisti noin 28–266 MEUR:n välillä, mikä kuvaa tilausvirran ja tilauskannan erittäin voimakasta volatiliiteettiä.

Näkemyksemme mukaan yli 100 MEUR:n tilauskanta on yhtiölle kohtuullinen, kun taas 50 MEUR:n alapuolella näkyvyys on heikko ja työkuormahaasteiden uhka konkreettinen.

Raute on varautunut kysynnän syklisyyteen ulkoistamalla karkeasti puolet suunnittelusta ja tuotannosta alihankkijoille. Pääsääntönä vaativimmat (ja mahdollisesti sensitiivistä IPR:ää sisältävät) osa-alueet yhtiö hoitaa itse ja simppelempää tuotantoa ulkoistetaan. Viime vuosina alihankinnan määrä on elänyt, mutta arviomme mukaan yhtiön oman tuotannon osuus on hieman keskimääräistä verrokkiyhtiötä korkeampi. Yhtiön kulurakenne voi kuitenkin joustaa mielestämme tuotannon osalta kohtuullisessa aikaikkunassa melko hyvin (ml. melko joustava lomautusmahdollisuus Suomessa). Tämä vaatii toki johdolta proaktiivista reagointia. Rautella on kuitenkin nykyliikevaihtoonkin nähden melko raskas globaali myynti- ja palveluverkko, jossa on vähän heikomman kysynnän aikana joustavia rajapintoja.

Kokonaisuutena Rauten kulurakenne on varsin kiinteä ja arvioimme, että yhtiön kuluista noin 30–35 % on kiinteitä (pääosa henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista) ja loput 65–70 % muuttuvia (materiaalit ja palvelut sekä osa henkilöstökuluista ja muista kuluista). Siten Rautessa on lähtökohtaisesti melko voimakas tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin liikevaihdon heiluessa. Huomattavaa kuitenkin on, että käytännössä tulosvipu ei ole symmetrinen vaan kalliimman alihankinnan osuuden kasvattaminen/laskeminen vaikuttaa yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen ja rajaa siten jossain määrin

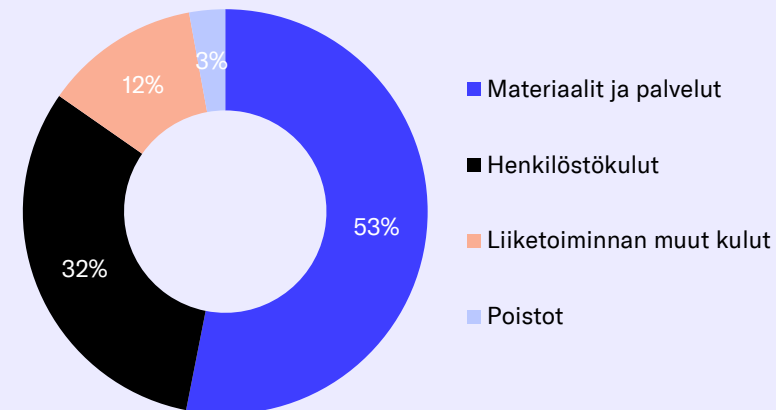
liikevoittomarginaalin potentiaalista vaihteluväliä etenkin relevantin liikevaihtohaarukan ylä- ja alapäässä. Viime vuosina Raute on myös vaatinut melko korkeahkon liikevaihdon kannattavuuden saavuttamiseksi, mikä ei tietenkään ole optimaalista. Rauten kesällä 2022 aloittama ja vuoden 2023 aikana loppuun saama 4–5 MEUR:n kehitysohjelma (sis. esim. merkittäviä säästöjä henkilöstökuluissa) paransi yhtiön kulutehokkuutta, mutta yhtiön ja etenkin Wood & Processingin kyky sietää laskevaa liikevaihtoa nähdään kunnolla vasta seuraavassa heikommassa syklissä. Arvioimme säästöjen onnistuneen suurelta osin, vaikka tarkkojen tulosvaikutusten laskeminen on yhtiön ulkopuolelta vaikeaa.

Kilpailuetua puolustetaan tuotekehityksellä

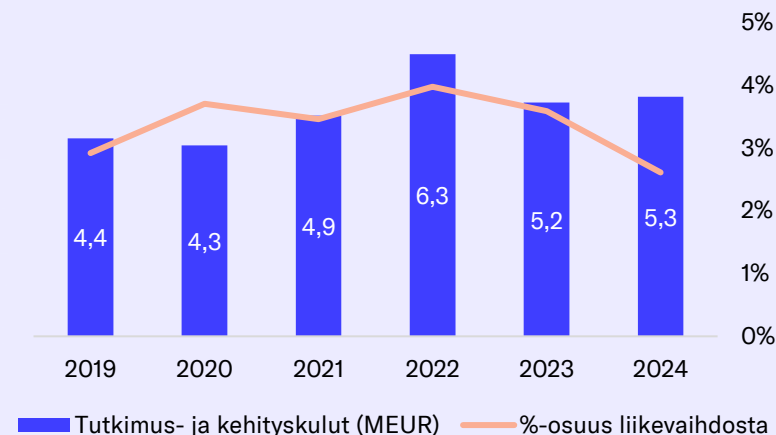
Kilpailuetujensa puolustamiseksi ja vahvistamiseksi Raute on sijoittanut tyypillisesti 3–4 % (sis. henkilöstökuluja ja liiketoiminnan muita kuluja) vuosittaista liikevaihtoon vastaavan summan (ts. noin 4–6 MEUR) tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Raute on yleensä aktivoinut panostuksista vain rajallisen osan taseeseensa ja valtaosa on kirjattu suoraan tulosta rasittaviksi kuluiksi. Kriisitilanteessa tämä kuluerä joustaisi tietyiltä osin, mutta 2020-luvun alkuvuoden tappiovuosinakaan pitkäjänteinen Raute ei nipistänyt kehitystyöstä. Lähivuosina arvioimme lähtökohtaisesti etenkin automaatioon ja digitalisaatioon sekä muihin insinööripuutuotteisiin laajentumiseen tehtävien panostusten pitävän tuotekehityskulut vähintään historiallisilla tasoillaan tai jopa hieman niiden yläpuolella.

Arvioimme mukaan nämä kehityspanostukset riittävät pitämään Rauten toimialan teknologisen kehityksen aallon harjalla. Yleisesti ottaen toimiala on kypsä eikä merkittäviä teknologisia murroksia ole näköpiirissä. Siten pidämme yhtiön kehityspanostuksia tässäkin suhteessa riittävinä.

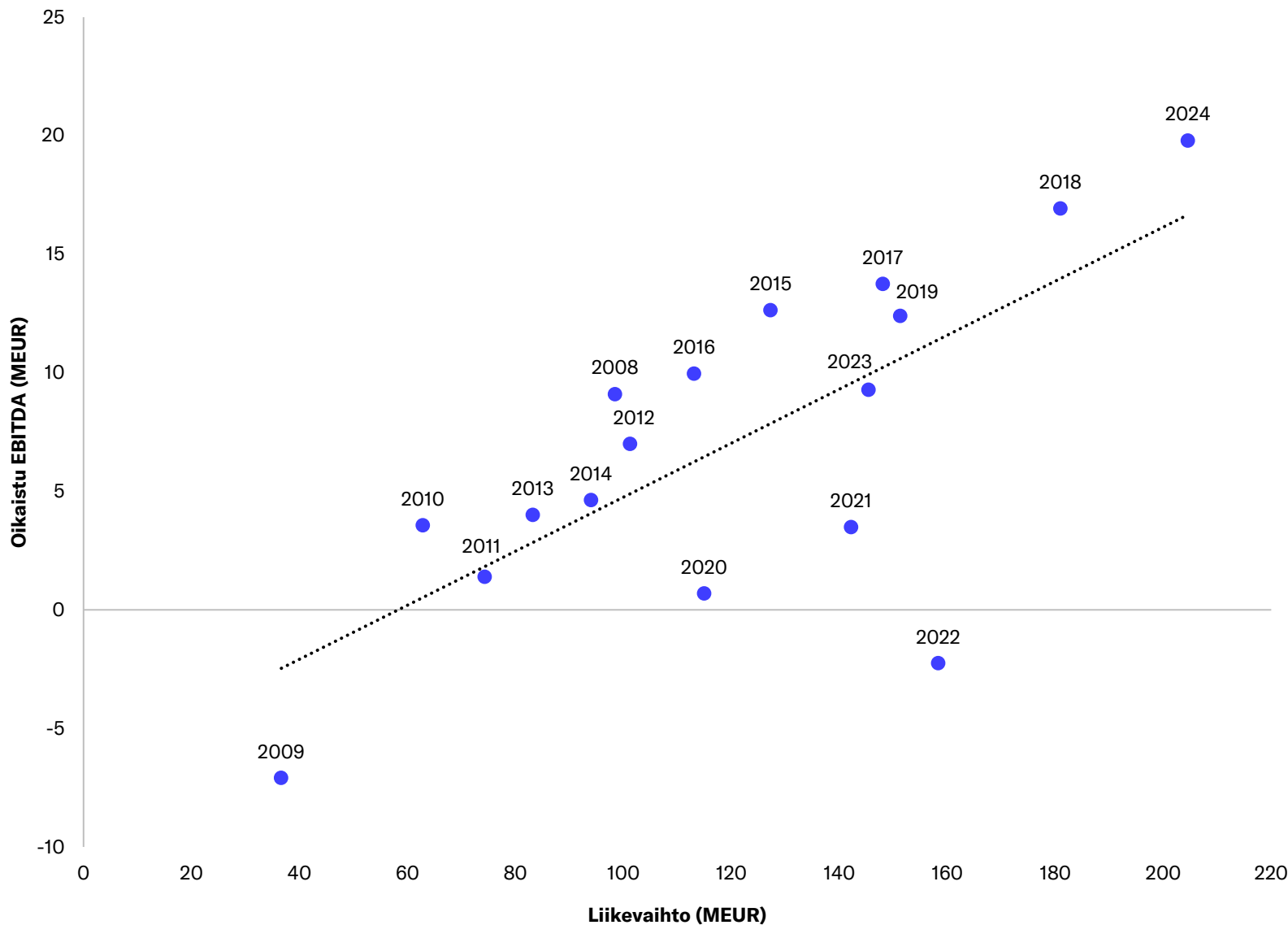
Kulurakenteen jakauma (2024)



Tuotekehityskulut absoluuttisesti ja suhteessa liikevaihtoon



Rauten liikevaihto ja oikaistu käyttökate 2008–2024



Rautelle on tyypillistä korkea tulospivu

- Regressiossa Rauten oikaistu käyttökate kasvaa esimerkiksi 1,7x liikevaihdon kasvun verran, kun liikevaihto nousee 140 MEUR:sta 160 MEUR:oon ja 1,5x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 160 MEUR:sta 180 MEUR:oon ja 1,4x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 180 MEUR:sta 200 MEUR:oon. Tulospivu toimii liikevaihdon laskiessa päinvastoin.
- Tulospivu on tyypillistä melko korkean tuotekatteen liiketoiminnalle, jossa kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on huomattava. Arviomme mukaan Rauten kuluista 30–35 % on kiinteitä.
- Tulospivu ei ole täysin symmetrinen varsinkaan liikevaihtoalueen päässä, sillä alihankinnan suhteellisen osuuden muutokset rajaavat käytännössä ”katto- ja pohjamarginaaleja” normaaleissa olosuhteissa (ts. kalliimpaa alihankintaa käytetään suhteessa paljon korkean liikevaihtotason aikaan ja päinvastoin).
- Suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa myös muita tekijöitä, kuten tuotemix, laadun hallinta (ml. projektien onnistuminen) ja työkuorman tasaisuus sekä tutkimus- ja kehitystyön määrä.
- Vuonna 2024 Raute pääsi etenkin kasvun ja korkean liikevaihdon sekä tiettyjen tehostustoimien ajamana regressiokäyrän ”paremmalle puolelle” ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2019, mikä oli mielestämme askel lupaavaan suuntaan.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyy tavarasta. Esimerkiksi vuoden 2024 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden (sis. IFRS 16 -vuokaravastuut) suhde edellisen 12 kk:n liikevaihtoon oli kohtuullinen 7 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia tehtaita vaan osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee entisestään tiettyjen tuotannon osakokonaisuuksien ulkoistaminen alihankkijoille. Arviomme mukaan yhtiön omat kiinteät tuotantopanokset ja alihankintaverkko ovat olleet melko kovassa kuormassa saavutetulla 200 MEUR:n liikevaihtotasolla, kun taas yhtiön omat resurssit tulevat hyödynnettyä jo alle 100 MEUR:n volyymillä. Rautella on kohtalaista liikkumavaraa volyymin todennäköinen vaihteluväli huomioiden tuotannon osalta. Myöskään liiketoiminnan kasvu ei lähtökohtaisesti sido kohtuuttomasti yhtiön liiketoiminnan kassavirtaa tai kasvata tasetta.

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 2023 lopussa -16 %, joskin kyseisellä ajan hetkellä suhde oli luultavasti poikkeuksellisen suotuisa, sillä käynnissä oli useita isoja projekteja ja yhtiöllä oli niihin liittyen hallussaan merkittäviä ennakkomaksuja. Pidemmässä juoksussa käyttöpääoma-% on ollut positiivinen, koska Servicesin ja Analyzersin käyttöpääomat ovat käytännössä aina positiivisia, sillä näissä yksiköissä ei ole ennakkoita. Tästä syystä koko konsernin käyttöpääoma on ollut pidemmän ajan keskiarvolla tarkasteltuna lievästi negatiivinen. Toisaalta Raute on selkeästi

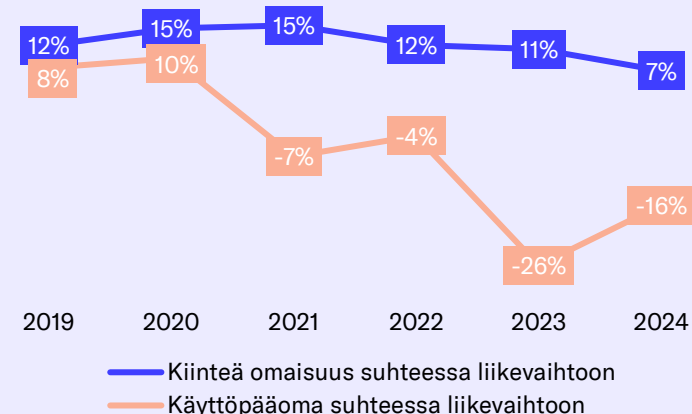
saanut parannettua projektiansa maksuehtoja, joten käyttöpääoman hallinnan tehokkuus on saattanut parantua pysyvästi. Arviomme mukaan normalisoitu käyttöpääoman taso löytyykin jostain nykytilan ja pidemmän aikavälin keskiarvon välissä. Lähivuosina Rauten kasvun pitäisi myös painottua Serviceen ja Analyzersiin nykystrategian mukaisesti, mikä luo käyttöpääomalle tiettyä rakenteellista nousupainetta, sillä projektien maksuehtoja on tuskin mahdollista parantaa loputtomiin. Servicesin ja Analyzersin hyvien kannattavuustasojen myötä käyttöpääomaan kohdistuva lievä nousupaine olisi kuitenkin positiivinen ongelma.

Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta selvästi positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle kohtuullisellakin kannattavuudella. Oman pääoman tuotto on tyypillisesti ollut Rautella sijoitetun pääoman tuottoa matalampi. Tämä on johtuu vahvasta taseesta, jonka yhtiö tarvitsee puskuriksi voimakkaita projektisyklejä vastaan.

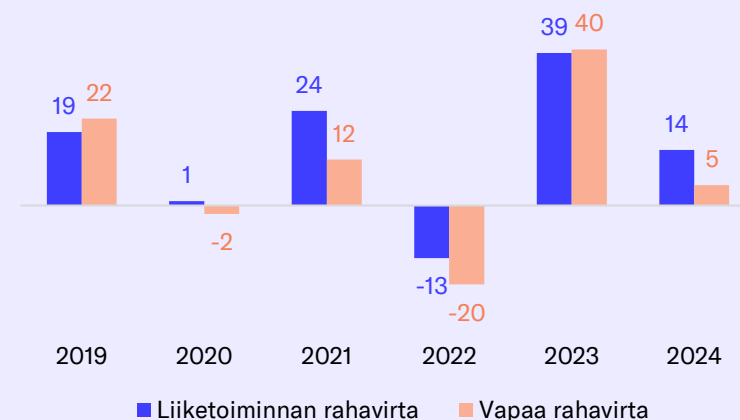
Rahavirta heiluu voimalla käyttöpääoman mukana

Projektien etenemisen ja maksupostien eriaikaisuuden takia Rauten käyttöpääoman tarve ja siten liiketoiminnan rahavirta voi heittelehtiä lyhyellä aikavälillä hyvin rajusti. Rahavirran kehitystä tuleekin Rautessa tarkastella pidemmällä aikajänteellä. Historiallisesti Rauten pidemmän ajan tulos ja kassavirta ovat myös vastanneet hyvin toisiaan, joten sijoittajien perspektiivistä vakaamman tuloskehityksen seuraaminen on mielestämme riittävää, jos yhtiössä tai sen liiketoimintadynamiikassa ei tapahdu muutoksia.

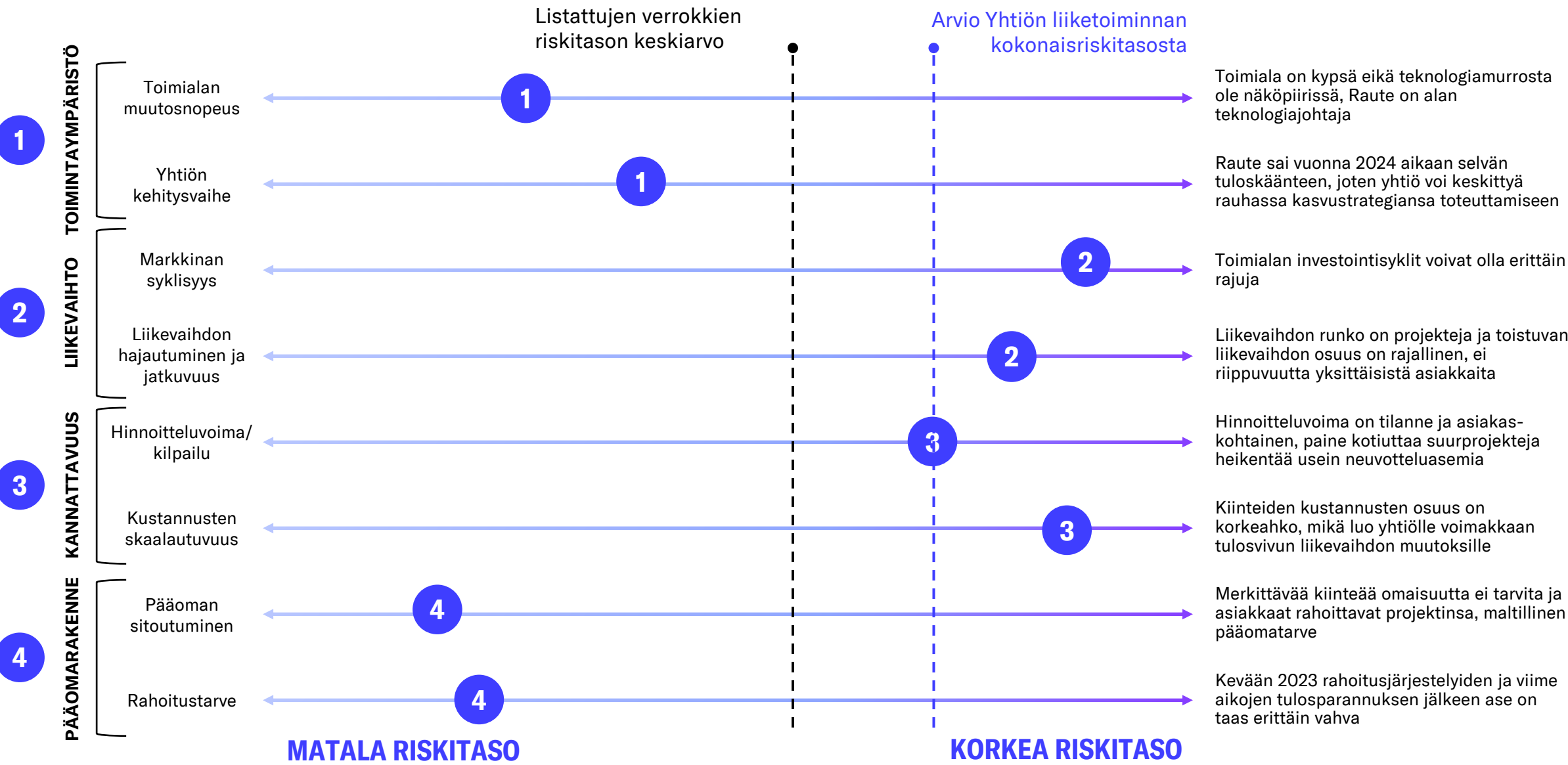
Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



Vapaa rahavirta ja liiketoiminnan rahavirta (MEUR)



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili 1/2

Raute ponnistaa käännetyhtiökategoriasta kasvuun

Raute vajosi mielestämme 2020-luvun alussa käännetyhtiökategoriaan sijoittajien silmissä, mutta vuosien 2023–2024 aikana yhtiö on onnistunut toteuttamaan käänteen. Keväällä 2023 julkaistu strategia pyrki asemoimaan Rautea kasvuyhtiöksi, mutta profiilimuutoksen vahvistuminen sijoittajien näkökulmasta vaatii vielä lisänäyttöjä kestävästä ja kannattavasta kasvusta. Perinteisesti Rautessa on ollut myös osinkoyhtiön elementtejä, mutta kasvua painottavan strategian myötä arvioimme yhtiön pitävän jakosuhteet aiempaa maltillisimpina.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet:

Vahva markkina-asema ja teknologinen kilpailuetu. Raute on LVL- ja vanerikoneissa kiistaton globaali teknologiajohtaja (ml. raaka-aineen hyödyntäminen, automaatio, tuotelaatu) ja ainoa kokonaisen vaneri- tai LVL-tehtaan toimittamiseen kykenevä yhtiö, mikä muodostaa yhtiölle kestävän kilpailuedun etenkin vaativissa yläsegmentin toimituksissa ja suurissa projekteissa. Tällä pohjalla ja yhtiön 15–20 %:n globaalilla markkinaosuudella (isoissa projekteissa markkinaosuus >50 %) on vahva kannattavasti kasvavan liiketoiminnan perusta. Mielestämme yhtiön kilpailuetu on myös säilynyt ennallaan viime aikojen tuloksellisesti vaikeinakin vuosina.

Servicesin kasvu. Palveluiden kasvu olisi arviomme mukaan Rauten arvonn muodostumisen kannalta positiivista, sillä palveluliiketoiminta on projektimyyntiä kannattavampaa ja vähäsyklisempää. Siten Teknologiapalveluiden kasvu esimerkiksi asiakaskuntaa laajentamalla (esim. varaosat kilpailijoiden koneisiin ja parempi maantieteellinen peitto), nykyasiakkaiden myyntiä lisäämällä (esim. ennakoivan huollon

sopimukset) ja digitalisaatiota hyödyntämällä (ml. uudet liiketoimintamallit) voisi parantaa yhtiön kannattavuutta ja laskea osakkeen riskiprofiilia. Palvelumarkkina on Rauten perspektiivistä vielä käytännössä rajaton. Palveluiden kasvuun liittyy olennaisesti digitalisaatio ja IoT, jotka avaavat yhtiölle mahdollisuuksia uusien kehittyneiden palveluiden sekä ansaintamallien luomiseen, laitemyyntin tukemiseen ja kulujen alentamiseen.

Analyzersin kasvu. Myös Analyzersin kasvu olisi arviomme mukaan Rauten arvonn muodostumisen kannalta positiivista, sillä analysaattorit ovat projektimyyntiä merkittävästi kannattavampia ja vähäsyklisempiä. Analysaattoreissa näemme yhtiöllä myös edellytyksiä viedä vaneri- ja LVL-segmenteissä toimivaksi havaittua automaatio- ja mittateknologiaa puutuotesektorin muihin segmentteihin (esim. massiivipuu ja lastulevy), mikä parantaa yksikön kasvunäkymää, vaikka ydinsegmenteissäkään markkinakoko ei arviomme mukaan rajoita vielä pienehkön divisioonan kasvua Eurooppaa lukuun ottamatta. Hyvin kannattavan Analyzersin liikevaihto-osuuden kasvu voisi arviomme mukaan myös tukea Rauten hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Kannattavuuden parantaminen. Raute on yltänyt vuosien 2016–2018 ja 2024 hyvissä sykleissä 9–10 %:n EBITDA-%:n tasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Tähän viittaa myös Rauten vuodelle 2028 asettama yli 12 %:n yli syklin oikaistun käyttökate-%:n taloudellinen tavoite. Myöskään 2020-luvun tappioita ja/tai vaisua kannattavuutta ei voi laittaa vain syklin piikkiin, sillä liikevaihto on pysynyt kaikkina vuosina vähintään siedettävänä. Siten Rautella on mielestämme mahdollisuus parantaa kannattavuuttaan syklin kaikissa vaiheissa. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen

edellyttäisi korkealle volyymitasolle yltämisen lisäksi tiukempaa hinnoittelua, vastuiden määrittelyn parantamista sopimuksissa, projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistuskustannuksien laskemisen kautta, laatu- ja kulujen alentamista sekä Servicen ja Analyzersin konsernia nopeampaa kasvua. Arviomme mukaan yhtiö on edistynyt näillä rintamilla vuosina 2023–2024, mutta työtä lienee vielä jäljellä.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista.

Liikevaihdon ja tuloksen volatilitteetti on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Asiakkaiden päätöksistä viime kädessä riippuvien tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1–2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä rahoitusmarkkinoilla sekä lopputuotteiden pitkän ajan kysyntä-/tarjontakuvan kehitymisestä. Rauten asiakkaista tuntuva osa on myös pieniä lyhyehköllä tähtäimellä liiketoimintaansa ohjaavia pelureita, joiden investointiprosessit eivät ole vakiintuneet, ja niiden ennakointi on siten vaikeaa.

Volyymin heiluminen on näkynyt Rautessa historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Raute kuitenkin palautti vuoden 2023 oman pääoman ehtoisilla rahoitusjärjestelyillä taseensa väkivahvaksi, mikä toimii ”vakuutuksena” sykliriskejä vastaan. Yhtiön tilauskanta on myös edelleen vahva, vaikka yleisesti globaalissa talouden ja investointien näkymä on epävarma. Näin ollen sykliriski on mielestämme juuri nyt yhtiössä selvästi normaalia pienempi. Pidemmällä sihdillä sykliriskin pienentäminen vaatisi etenkin Servicen ja Analyzersin konsernia nopeampaa kasvua ja/tai

Sijoitusprofiili 2/2

laiteliiketoimintojen läpimurtoa Kiinaan, joka on maailman suurin vanerin tuottajamaa mutta silti käytännössä koskematon markkina Rautelle. Läpilyönti Kiinaan ei kuitenkaan ole onnistunut yhtiöltä yli vuosikymmeneen ja tältä osin odotusarvo on lähiajoille hyvin alhainen.

Projektiriskit. Projektitoimituksiin kuuluu aina riski, että projektit menevät pieleen aikataulun, laadun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan korvauksia asiakkailleen (käytännössä harvinaista). Rauten track-record tässä suhteessa ei ole puhdas, sillä yhtiö kärsi projektikustannusten ylityksistä nykyistä edeltäneessä hyvässä syklissä vuoden 2018 lopulla ja vuonna 2019. Myös vuoden 2021 loppupuolella alkanut raju inflaatio on painanut joidenkin projektien katteita ainakin vuonna 2022 ja luultavasti myös vuonna 2023. Arviomme mukaan projektiriskien realisoituminen (ml. sopimusehdot) on yksi merkittävä syy siihen, että yhtiön kannattavuuspotentiaali ei finanssikriisin jälkeen ole arviomme mukaan realisoitunut.

Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky. Rauten tarjoama on keskimäärin kallis ja preemiohinnoittelua vaativa tarjoama tekee yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista sekä kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan Raute on panostanut edullisempien keskiluokan ratkaisujen kehittämiseen, mutta alimpiin segmentteihin järkevän tarjonnan rakentaminen on osoittautunut Rauten kulurakenteilla vaikeaksi. Näin ollen esimerkiksi Kiinassa yhtiö ei juuri voi kuin odotella markkinan evoluution edistymistä.

Kasvun tavoittelussa onnistuminen ajan yli. Eurooppa ja LVL, joissa Rauten kilpailuetu on vahvimmissaan nostavat Rauten liikevaihdon korkealle vielä vuonna 2025, mutta pidemmällä tähtäimellä Euroopan hidas talouskasvu, Rauten

jo korkea markkina-osuus sekä raaka-aineen saatavuus eivät arviomme mukaan mahdollista merkittävää kasvua ydinalueella. Toinen yhtiön vahvan kilpailuedun ja markkina-aseman alue eli Venäjä on ainakin nähtävissä olevan tulevaisuuden poissa pelistä. Yhtiö kuitenkin tavoittelee uudessa strategiassaan selvästi aiempaa aggressiivisemmin kasvua, minkä pitäisi tulla yhtiön vähemmän vahvan markkina-aseman alueelta (etenkin Pohjois-Amerikassa ja luultavasti myös osa kehittyvistä maista) sekä osin uusilta alueilta (ts. muut puutuotteet). Kasvutavoitteisiin yltäminen vaatii yhtiöltä myös yritysostoja sekä orgaanisia investointeja, joiden onnistuminen on epävarmaa. Kasvupanostusten epäonnistuminen ja kysynnän yhtäaikainen hiljeneminen Rauten vahvimmissa markkina-alueilla voi mielestämme johtaa liikevaihdon ja tuloksen alamäkeen.

USA:n tullit ja niiden vastatullit. Rauten toistaiseksi suurin tuotantolaitos on Kanadan Vancouverissa ja yhtiön liiketoimintamalli nojaa muutenkin vahvasti vientitoimituksiin. Lisäksi Pohjois-Amerikka on yhtiölle merkittävä ja strategisesti tärkeä markkina ja Pohjois-Amerikan sisällä USA:n merkitys on luultavasti iso. Näin ollen USA:n presidentti Donald Trumpin mahdolliset tullit Kanadalle, Kiinalle ja EU-maille sekä niiden potentiaaliset vastatullit voivat heikentää yhtiön kilpailukykyä etenkin Pohjois-Amerikassa. Lisäksi yhtiöiden myynti on kansainvälistä, joten Raute voi kohdata myös epäsuoria rasitteita asiakkaidensa kilpailukyvyn heikentymisestä. Epäselvä kauppapolitiikka on myös voi myös heikentää ja siirtää investointikysyntää. Kokonaisuutena tullit ja muut kaupan rajoitteet ovat Rautelle selvästi negatiivinen riski, mutta sen mittakaavaa on toistaiseksi hyvin vaikea arvioida monimutkaisten vaikutusmekanismien ja lähes päivittäin elävän tilannekuvan takia.

SWOT-analyysin tiivistelmä

Vahvuudet	Heikkoudet
- Vaneri- ja LVL-sektorin edistykselliset teknologiat - Kattava tarjonta tuotteita ja palveluita - Markkinajohtaja useilla alueilla yläsegmentissä - Pitkä historia ja referenssit	- Hinnoittelulta hyvin usein preemiovaihtoehto - Kustannuskilpailukyvyssä on tekemistä - Ei markkina-asemaa Kiinassa - Pohjois-Amerikassa paikallisilla valmistajilla on etulyöntiasema
- Kannattavuudessa etenkin syklien yli on parantamisen varaa - Jälkimarkkinaliiketoimintojen kasvu - Laajentuminen muihin insinööripuutuotteisiin - Kiina, mutta vain erittäin pitkällä perspektiivillä	- Syklinen kysyntä ja kyseenalainen kyky sietää heikkoa markkinatilannetta - Projektiriskit - Kustannustehokkaan ja kokonaistoimituksiin kykenevän kilpailijan nousu - Mahdollisten tullien ja vastatullien vaikutus kysyntään ja kilpailukykyyn

Mahdollisuudet	Uhat
----------------	------

Sijoitusprofiili

1

Kannattavuuden vakauttaminen ja syklin yli kannattavuuden parantaminen

2

Puurakentamisen taustalla vahvat ja kestävät kasvuajurit

3

Kasvu palveluissa- ja analysaattoreissa sekä laajentuminen muihin insinööripuutuotteisiin

4

Sektorin äärisyklinen investointikysyntä

5

Painopisteen siirtyminen kohti aktiivisempaa kasvun hakemista

Potentiaali

- Vanerin ja LVL:n kysyntä kasvaa vähintään globaalin BKT:n vauhdissa
- Korkean katteen jälkimarkkinatoiminnoissa on orgaanista ja epäorgaanista kasvuvaraa etenkin Pohjois-Amerikassa
- Alansa globaalisti johtavalle konepajayhtiölle kannattavuus on jäänyt keskimäärin vaisuksi
- Uusiin markkinasegmentteihin laajentuminen voisi kasvattaa saavutettavissa olevaa markkinaa tuntuvasti

Riskit

- Projektikysyntä on äärisyklistä ja projektien paino liiketoimintarakenteessa on edelleen iso
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Alasegmentin vaatimaton kilpailukyky
- Kasvuinvestointien purevuus vahvimpien osa-alueiden (Eurooppa ja LVL) ulkopuolella
- Mahdollisiin yrityskaappoihin liittyvät kaksisuuntaiset riskit

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/5

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

Raute uusi strategiansa keväällä 2023. Rauten pitkän tähtäimen strategian kulmakivet ovat mielestämme korkealaatuinen teknologia, tarjoaman laajentaminen, globaali läsnäolo länsimarkkinoita painottaen ja tehokkuus. Raute on luonut pitkän historiansa aikana uniikin markkina-aseman ja vahvan kilpailuedun etenkin vaneri- ja LVL-markkinoiden yläsegmentissä ja osin keskisegmenteissä, joissa tuotteen laatu ja tuotantokustannus (ts. tuotannon tehokkuus) ovat investointikustannusta tai palvelun hinnoittelua merkittävimpiä kilpailutekijöitä. Arviomme mukaan nämä kilpailuedut ovat pysyneet viime vuosina pitkälti muuttumattomina.

Kilpailuedut korostuvat vaativissa projekteissa

Rauten teknologiset kilpailuedut korostuvat korkean kustannustason kehittyneillä markkinoilla ja/tai suurissa projekteissa, joissa pitkälle viedyn automaation ja konenäön hyödyntäminen ja/tai kyky kokonaistoimituksiin ovat kilpailukyvyyn kannalta keskeisiä asioita. Raute on ainoa vaneri- ja LVL-sektorin laitetoimittaja, joka pystyy tarjoamaan kaikki tarvittavat osaprosessit vanerin ja LVL:n tuotantolinjalle (jotkut kilpailijat voivat tosin koota koko tehtaan eri yhtiöiden laitteista).

Tehtaaseen investoiva asiakas haluaa usein ainakin Pohjois-Amerikan markkinaa lukuun ottamatta tilata kaikki koneet prosessiin yhdeltä toimijalta prosessien yhteensopivuuden varmistamiseksi, projektin hallinnan tehostamiseksi ja pakettihinnoittelun saavuttamiseksi, mikä tukee Rauten kilpailuetua tuntuvasti suurprojekteissa. Yhtiöllä on myös 80 vuoden historiaan laajat referenssit ja hyvät asiakassuhteet (ml. henkilökohtaiset kontaktit) sekä kyky globaaliin palvelujen tarjoamiseen, mitkä omalta osaltaan korottavat tulokynnystä alalle muiden pelurien kannalta.

Kilpailuetua vaalitaan kehityspanostuksilla

Kuten todettua, teknologista kilpailuetuaan yhtiö vaalii myös jatkuvilla tuotekehityspanostuksilla, jotka ovat olleet rahallisesti keskimäärin noin 3–5 % liikevaihdosta tai 4–6 MEUR/v viime vuosina. Tästä alle puolet on arviomme mukaan mennyt nykyisen yläsegmentin tuotteiden ydintarjoaman parantamiseen ja teknologisen etumatkan säilyttämiseen. Raute on kuitenkin nostanut panostuksiaan myös digitaalisiin tuote- ja palvelumalleihin etenkin Servicesissä ja Analyzersissä, kun taas kehittyvien markkinoiden tarjonnan parantamiseen 2020-luvun alkupuolella tehtyjä panostuksia on skaalattu alas. Myös muihin insinööripuutuotteisiin kohdistuvaan laajentumiseen on panostettu ainakin hieman. Kehityskuluja viime vuosina on nostanut myös vuosina 2020–2023 käynnissä ollut ERP-projekti, jonka on tarkoitus tukea koko tuotantopalettia.

Arviomme mukaan panostusten taso riittää säilyttämään Rauten yläsegmentin kilpailuedun sekä luomaan yhtiölle asemaa toimialan digitaalisena edelläkävijänä. Uusille osa-alueille (ml. muut puutuotesegmentit) laajentuvan tarjoaman kehittämisessä onnistuminen on sen sijaan huomattavasti epävarmempaa. Alasegmenttiin yhtiöllä ei sen sijaan vaikutta olevan edellytyksiä eikä halua päästä murtautumaan kunnolla.

Teknologijahtajana Raute on tarjouskilpailuissa usein kallein vaihtoehto asiakkaille. Hintapreemion saavuttaminen on myös yhtiön kulurakenteet huomioiden hyvän kannattavuuden edellytys. Siten hinnoittelustrategia on hyvin linjassa teknologiajohtajuuden kanssa. Kustannustehokkuuden ylläpitäminen on silti tärkeää, jotta syklin yli marginaali voisi nousta viime vuosien toteumia paremmalle tasolle.

Yhtiö uusi päätavoitteet keväällä 2023

Rauten strategian päätavoitteet ovat seuraavat:

- Kannattavuuden parantaminen
- Kannattavuuden volatiliteetin pienentäminen
- Markkinoita nopeampi kasvu
- Vastuullisuuden edistäminen toimialalla

Tavoitteet muuttuivat kevään 2023 strategiapäivityksessä voimakkaammin kasvua tavoittelevaan suuntaan. Lisäksi vastuullisuus nousi esille uutena teemana. Kannattavuuden parantaminen oli yhtiön prioriteettilistalla aiemminkin mukana, mutta Rauten 2020-luvun alun kannattavuushaasteet huomioiden sen säilyttäminen tavoitelistan keulassa oli mielestämme välttämätöntä eikä työ ole tältä osin ohi vuoden 2024 roimasta parannuksesta huolimatta.

Arviomme mukaan Raute on hakenut viime aikoina parempaa kannattavuutta etenkin vuonna 2022 aloitetulla ja vuonna 2023 loppuun saatetulla 4–5 MEUR:n kehitysohjelmalla, kaupallisten ehtojen parantamisella, projektinhallinnan tehostamisella (ml. laatukulut) ja tuotekehityksellä. Kannattavuuden parantamisen osalta selkein potentiaali yhtiöllä etenkin syklin yli tarkasteltuna on näkemyksemme mukaan Wood Processingissa, joka paransi tulokuntoaan merkittävästi vuonna 2024. Arviomme mukaan Wood Processingin kannattavuus parani vuonna 2024 etenkin kasvun ja sopimusehtojen parantelun sekä myös kehitysohjelman ansiosta, mutta näiltä osin parannusvaraa on jatkossa vähemmän. Projektinhallinnan ja tuotekehityksen kautta saavutetut kannattavuushyödyt sen sijaan tulevat arviomme mukaan näkyviin parhaimmillaankin vasta lähivuosina isommassa mittakaavassa.

Kannattavuuden parantamisessa, tuloksen volatiliteetin pienentämisessä ja markkinoita nopeamman kasvun saavuttamisessa keskeinen rooli on arviomme mukaan

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/5

Servicesillä ja Analyzersillä, joissa markkinakasvun pitäisi olla parempi ja markkinaosuuksien nousuvarankin suurempi. Näiden liiketoimintojen kysyntä on myös tasaisempaa, ja marginaaliprofiili konsernin keskitasoa selvästi parempi, joskin Analyzersin osalta kehitys on ollut hyvin pomppivaa ja yhtiöllä on vielä reippaasti töitä liiketoiminnan vaihteluiden pienentämisessä. Siten näillä kahdella divisioonalla on mielestämme iso rooli strategiassa, vaikka yli syklin parannuspotentiaali onkin mielestämme selkein Wood Processingissa (ja vuoden 2024 tasosta laskettuna Analyzersissä).

Maantieteellisesti fokus on länsimaissa

Maantieteellisesti Raute keskittyy yhä vahvemmin länsimaihin, minkä lisäksi Kiinan ulkopuolinen Aasia, Oseania sekä Etelä-Amerikka pysyvät yhtiön tutkalla. Osaltaan tämä on ollut arviomme mukaan pakon sanelemaa, sillä sota pakotti myös Rauten vetäytymään Venäjältä. Vuonna 2025 rauhansopimus Ukrainaan on mahdollinen skenaario ja tässä tapauksessa Venäjä-pakotteiden poistuminen voisi avata myös vientikauppaa Venäjälle. Arvioimme Rauten voisi harkita pakotteiden poistussa kauppaa Venäjälle tietyin reunaehdoin (ml. esim. täysi ennakkomaksu), mutta Venäjän varaan ei tietenkään voi laskea mitään tässä vaiheessa. Kiinassa markkinoiden kehitysvauhti on ollut hidas, minkä takia Raute skaalasi vuonna 2023 Kiinan organisaatiotaan pienemmäksi. Tämä oli mielestämme sinällään ymmärrettävää Kiinan heikko tuotos/panos-suhde ja Kiinaan liittyvät riskit huomioiden. Päätös kuitenkin leikkasi samalla yhtiön potentiaalia, sillä Kiina on maailman suurin vanerin tuottajamaa ja käytännössä neitseellinen markkina Rautelle. Länsimaihin siirtynyt fokus on myös linjassa jälkimarkkinatuotteiden ja palveluiden roolin korostamisessa, sillä Servicesille ja

Analyzersille kehittyneet maat ovat päämarkkinoita. Varsinkin Pohjois-Amerikassa molemmilla liiketoiminnoilla pitäisi olla kasvuvaraa vanerissa sekä LVL:ssä ja muiden puutuotteiden segmentti on relevantti myös Analyzersille.

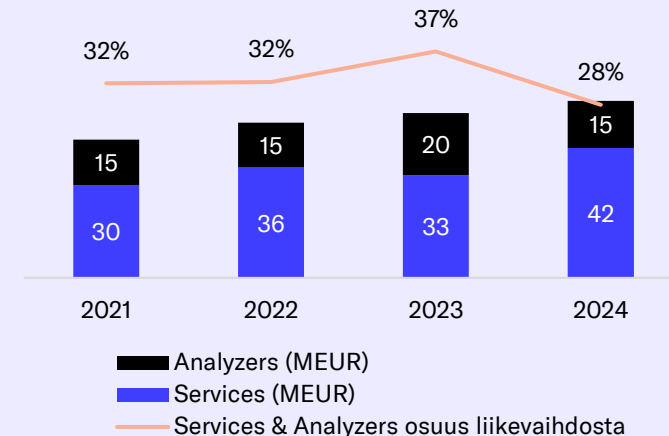
Kokonaisuutena yhtiön toimintamalli on kuitenkin mielestämme globaali. Tämä on mielestämme tärkeää, sillä Wood Processingissa kokoluokaltaan suuret ja lukumäärältään vähäiset vaneri- ja LVL-sektorin investoinnit vaihtelevat rajusti maantieteellisesti aikajaksoittain, joten maantieteellisen peiton suurempi kaventaminen on vaikeaa. Lisäksi Rauten laitteita käytetään monissa ilmansuunnissa ja yhtiön asiakkaat odottavat Rautelta globaalia palvelukykyä. Näin ollen näemme toimintamallin keskeisenä osana Rauten kilpailuetua, vaikka yhtiön kiinteän kulurakennetta melko laajan maantieteellisen peiton ylläpitäminen nostaakin.

Yrityskauppoja voi tulla Servicesissä ja Analyzersissä

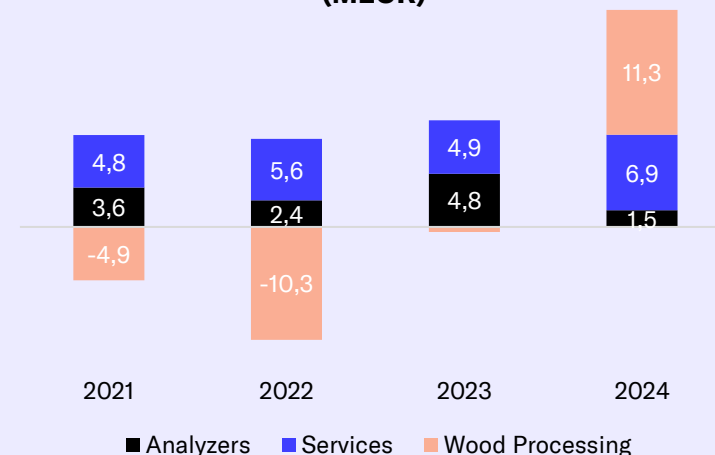
Arviomme mukaan markkinoita nopeamman kasvun tavoittelu ajaa Rauten aktivoitumaan myös yritysostoihin. Viime vuosina yhtiö on tehnyt kaksi pienehköä yritysostoa. Raute osti keväällä 2017 amerikkalaisen viulun lujuuslajitteluteknologiaan keskittyneen Metriguardin noin 3,4 MEUR:lla ja keväällä 2020 suomalaisen ohjelmistoyhtiö Hiottun (Hiottu on toimittanut aikaisemmin ohjelmistoja Rauten tuotteisiin) todennäköisesti 1–2 MEUR:lla. Molemmissa yrityskaupoissa tavoitteena on ollut etenkin strateginen yhteensopivuus ja teknologisen kilpailuedun vahvistaminen, kun taas kumpikaan kauppa ei ole ollut yhtiölle tuloksellisesti merkittävä lyhyellä tähtäimellä.

Rauten nykyinen tuote- ja teknologiaportfolion laatu huomioiden yhtiön tarjoamaa selvästi parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla Wood Processingissa,

Services ja Analyzers liikevaihto ja osuus konsernin liikevaihdosta



Oikaistun EBITDA:n jakauma segmenteittäin (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/5

kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myöskään alasegmenttiin laajentuminen yrityskaupoin ei ole onnistunut, vaikka uskommekin yhtiön kartoittaneen tätä vaihtoehtoa ainakin Kiinassa. Näin ollen yrityskauppojenkin osalta Servicesin ja Analyzersin rooli korostuu, sillä pieniä palveluyhtiötä ja toisaalta muilla toimialoilla koeponnistettua mutta puutuotesektorille soveltuvaa teknologiaa voisi olla hankittavissa Pohjois-Amerikasta tai Euroopasta.

Mahdollisten yrityskauppakohteiden kauppahintojen pitäisi mielestämme olla ainakin historiallisesti kroonisesti melko alhaisilla kertoimilla hinnoitellun Rauten kannalta riittävän matalia, jotta yritysosto loisi arvoa Rauten omistajille. Rauten ja myyjäpuolella monesti olevien pienehköjen paikallisten yhtiöiden näkemykset kohteiden arvoista eivät siten välttämättä helposti kohtaa. Näin ollen epäorgaaninen kasvu ei ole yhtiölle helppo pala, vaikka halua kasvun vauhdittamiseen näyttää nyt olevan. Lisäksi huomautamme, että pitkällä aikavälillä hajanaiset vaneri- ja LVL-konemarkkinat tulevat todennäköisesti konsolidoitumaan. Siten mielestämme Rauten pitää olla valmis vastaamaan myös mahdollisiin kilpailu-uhkien nousuun myös yritysjärjestelyillä kasvun tavoittelun lisäksi.

Vastuullisuus on luontainen osa strategiaa

Vastuullisuus on luontainen osa Rauten (tai lähes minkä tahansa muun yhtiön) strategiaa, sillä yhtiö valmistaa koneita ja laitteita arvokkaan puuraaka-aineen jalostamiseen. Raaka-aineen ja energian käytön tehostaminen ja arvon maksimointi sekä luonnollisesti turvallisuus ovat mielestämme hyvin luontaista vastuullisuustyötä, joka parantaa samanaikaisesti yhtiön asiakkaiden liiketoimintaedellytyksiä ja on linjassa heidän omille asiakkailleen antamien vastuullisuuteen liittyvien

lupausten ja vaatimusten kanssa. Yhtiön omassa toiminnassa vastuullisuusasioiden parannuspotentiaali on arviomme mukaan pienempi ainakin ilmastorintamalla (ts. omat päästöt ovat melko maltilliset).

Taloudelliset tavoitteet ovat kunnianhimoiset

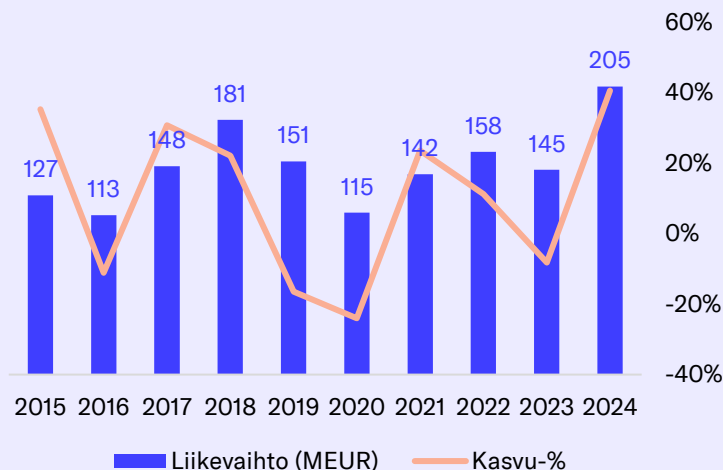
Raute päivitti strategiansa yhteydessä myös taloudelliset tavoitteensa vuodelle 2028. Ne ovat:

- Liikevaihto 250 MEUR (sis. orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu)
- Services- ja Analyzers-liiketoimintojen osuus 40 % liikevaihdosta
- Vertailukelpoinen käyttökate-% keskimäärin yli 12 % yli suhdanteen
- Omavaraisuusaste yli 40 %
- Vakaa ja kestävä osinko eri markkinatilanteissa

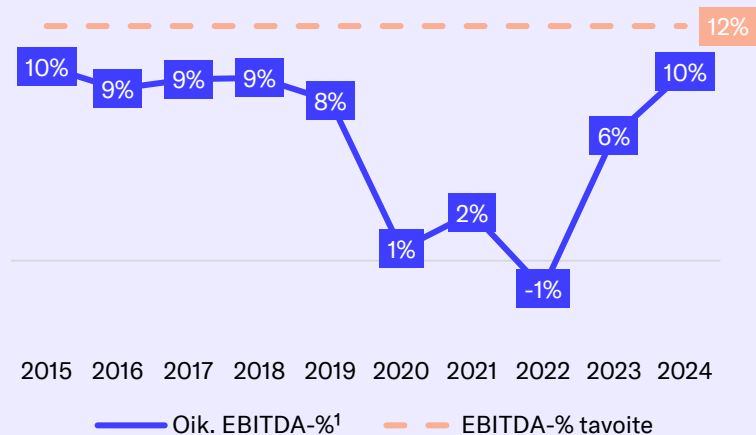
Rauten liikevaihto on ollut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin noin 150 MEUR:n tasolla, kun taas vuonna 2024 yhtiö ylsi useiden suurprojektien ansiosta 205 MEUR:n liikevaihtoon. Näin ollen kasvutavoite vastaa 4 %:n vuosittaista kasvua vuoden 2024 tasosta ja noin 15 %:n vuosittaista kasvua pidemmän ajan keskiarvosta. Jälkimmäinen vauhti olisi yhtiön historiallista kehitystä ja markkinakasvua selvästi kovempaa kyytiä.

Laiteliiketoimintojen rajallinen kasvupotentiaali ja tiettyjen taskujen korkea markkinaosuus huomioiden arvioimme tavoitteen vaativan myös epäorgaanista kasvua. Servicesissä ja Analyzersissä Raute tavoittelee vuoden 2024 luvuista laskettuna noin 15 %:n vuosikasvua. Näin ollen Wood Processingin pitäisi pystyä suunnilleen vuoden 2024 kaltaisen historiallisen korkean liikevaihdon

Rauten liikevaihto ja liikevaihdon kasvu-%



Oikaistu EBITDA-% ja kannattavuustavoite



Lähde: Raute, Inderes

¹Yhtiö aloitti oikaistun EBITDA:n raportoinnin vuonna 2022

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/5

ylläpitämiseen. Etenkin Wood Processingin osalta tavoite on vaativa, sillä markkinaosuudet ovat tietyissä taskuissa korkeita, epäorgaaninen kasvuvara pienempi eikä vuoden 2024 kaltainen suurprojektien määrä ole luultavasti tavanomainen. Wood Processingissa epäsuoran kasvutavoitteen saavuttaminen vaatii arviomme mukaan kahdeksannumeroisella summalla myyntiä muihin puutuotesegmentteihin. Näin ollen pidämme Servicesin ja Analyzersin tavoitteita jopa suhteessa helpompina, mutta niidenkin saavuttaminen voi vaatia luultavasti merkittävää epäorgaanista kasvua tai laajaa läpimurtoa varaosakaupan ulkopuolisilta palvelumalleilta.

Raute saavutti vuonna 2024 noin 10 %:n oikaistun EBITDA-%:n muutamista alaskirjauksista huolimatta kun taas vuosina 2016–2024 Rauten keskimääräinen käyttökate on ollut alle 6 %. Moniin konepajoihin peilattuna vaatimattoman kannattavuuskehityksen pääsyyt ovat arviomme mukaan olleet etenkin laiteliiketoiminnoissa, sillä Servicesin ja Analyzersin oikaistut käyttökatemarginaalit ovat olleet viimeisen 4 vuoden aikana 16 %:n ja noin 19 %:n tasolla. Näin ollen yhtiön kannattavuustavoite on hyvin kunnianhimoinen suhteessa Rauten historiaan, mutta se on mielestämme ainakin yksittäisinä vuosina mahdollinen, jos kasvutavoitteet toteutuvat ja etenkin Wood Processingin suorituskyky vakaantuu vähintään vuoden 2024 tasolle.

Arviomme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkea teknologiaan fokuoituneet niche-pelureiden pitäisi yltää selvästi yhtiön toteumia parempiin kannattavuuksiin, jos työkuorma on kohtuullinen ja muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus, tuotemix, tuotelaatu, projektinhallinta ja hinnoittelukuri eivät petä. Näin ollen näemme yhtiön

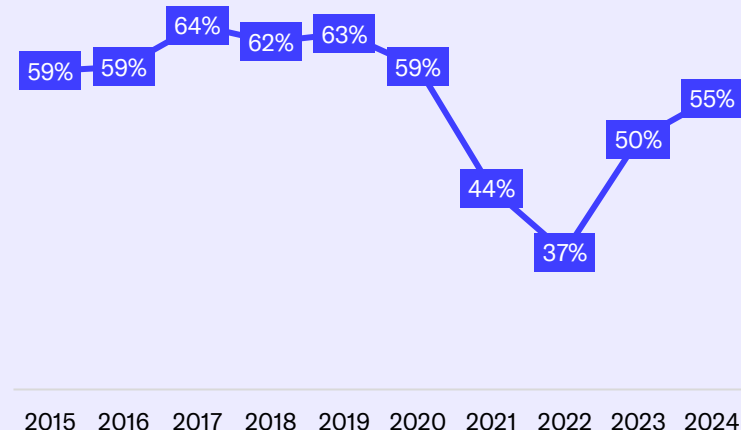
kannattavuudessa merkittävää parannusvaraa syklin kaikissa vaiheissa nykyrakenteellakin. Tästä suurin osa on matalan lähtötason takia Wood Processingissa, mutta Services ja Analyzerskään tuskin ovat täyttäneet potentiaaliaan vielä saavuttaneet. Tavoitetason saavuttaminen etenkin yli syklisen vaatii arviomme mukaan Wood Processingin tuntuvan parannuksen jatkumisen lisäksi Analyzersin ja Servicesin suhteellisen liikevaihtotavoitteen saavuttamista.

Tavoitetaso on kuitenkin myös kannattavuuden osalta erittäin kunnianhimoinen. Pohjoismaiset konepajat tekevät toki Rauten tavoitetta korkeampaakin marginaalia jopa yli syklisen, mutta kokoluokkansa, räätälöityihin tuotteisiin ja osin suurprojekteihin pohjautuvan myynnin rakenteensa sekä jälkimarkkinatuotteiden sekä -palveluiden alhaisen osuuden takia emme toistaiseksi usko Rautella olevan edellytyksiä sektorin korkeimpiin kannattavuuksiin.

Vahvalle taseelle on käyttöä

Taseen osalta näemme yli 40 %:n omavaraisuustason nykyisellä laitepainotteisella liiketoimintarakenteella mukavuusalueen alarajalla, kun taas 50 %:n omavaraisuusasteella syklipuskuri on mielestämme riittävä. Rauten omavaraisuusaste on myös pääsääntöisesti ollut 50–60 %:n välissä finanssikriisin jälkeen. Mikäli strategian mukainen Servicesin ja Analyzersin konsernia nopeampi kasvattaminen onnistuu ja sen myötä syklisyys pienenee keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä optimaalinen omavaraisuusasteen taso voisi mielestämme painua 40–50 %:n haarukkaan. Näin ollen pidämme yhtiön tavoitetta alarajan osalta loogiselta. Siten tasetta mielestämme aiota käyttää tavoitteiden perusteella tehottomasti tai toisaalta ottaa taseen kanssa turhan isoja riskejä.

Omavaraisuusaste



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 5/5

Raute on osinkoystävällinen yhtiö

Historiallisesti Raute on ollut hyvin osinkoystävällinen yhtiö ja osinko on ollut pääosa Rauten koko osaketuotosta. Tätä tuki arviomme mukaan Rauten sukuyhtiötausta, ja luonnollisesti aiempi maltillisemmän kasvun strategia mahdollisti pääomien palauttamisen melko korkeilla jakosuhteilla omistajille. Uuden osinkopolitiikan mukainen ”vakaa ja kestävä osinko” on mielestämme selvästi aiempaa maltillisempi lähtökohta. Tämä on kuitenkin linjassa aiempaa kasvuhakuisemman strategian kanssa, sillä uusi strategia vaatii todennäköisesti myös epäorganista kasvua yrityskaupoilla, mikä taas sitoo pääomaa. Toisaalta Raute on edelleen hyvin syklinen yhtiö, joten osingonjaon sitominen vuositulokseen ei ole mielestämme järkevää, sillä osinko tulisi heilumaan rajusti. Näin ollen pidämme Raute osinkopolitiikkaa hyvänä.

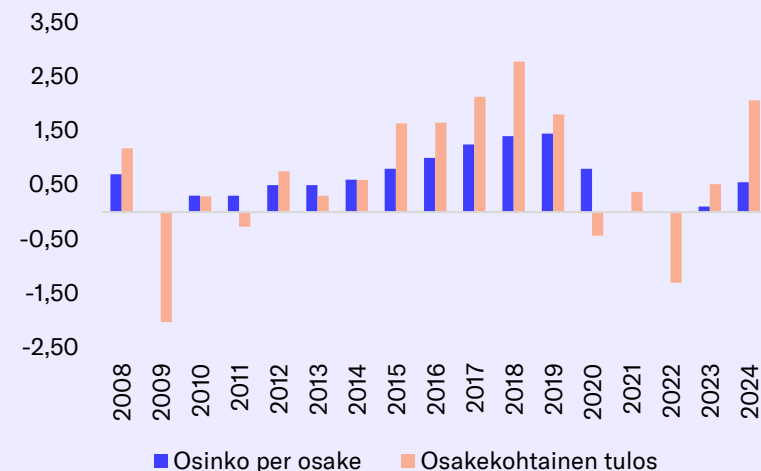
Näemme yhtiöllä olevan edellytyksiä osingon kasvattamiseen tuloksen mukana, vaikka jakosuhteet pidettäisiinkin pääsääntöisesti melko alhaisina. Näin ollen osingon rooli Rauten osaketuoton muodostumisessa tulee vähenemään aiemmasta sekä kasvun ja tulospääomien vastaavasti korostuvan. Suhtaudumme kuitenkin lähtökohtaisesti positiivisesti pääomien allokoimiseen takaisin liiketoimintaan, mikäli yhtiö löytää hyvän tuotto-odotuksen sijoituskohteita.

Myös omien ostot kuuluvat pelikirjaan

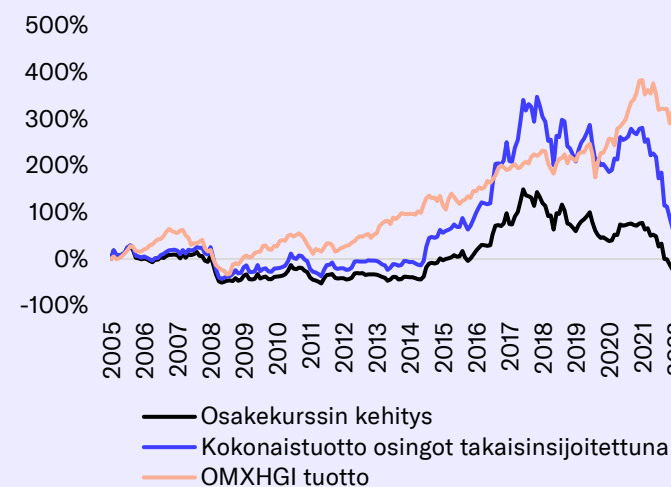
Osingon lisäksi Raute täydensi keväällä 2025 voitonjakoa pienellä omien osakkeiden osto-ohjelmalla (max. 1,6 % osakekannasta). Mielestämme omien osakkeiden ostot olivat hyvin järkevä liike yhtiöltä, kun huomioidaan osakkeen erittäin matala arvostus tilinpäätöshetkellä.

Pidämme mahdollisena, että Raute terästä voitonjakoa myös jatkossa pienellä omien osakkeiden osto-ohjelmalla, mutta mielestämme omien ostoja pitää arvioida joka kerta erikseen osakkeen vallitseva arvostustaso huomioiden.

Osingon ja EPS:n kehitys (EUR)



Rauten osakkeen tuotto (2005–2025)



Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

Rauten projektiliiketoiminnan (ml. modernisoinnit) markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Alan investoinnit vaihtelevat rajusti vuosittain. Tuorein arvio markkinakoosta on 600 MEUR, jonka Raute esitti keväällä 2023 osakeantinsa listautumisesitteessä sekä myös vuoden 2024 vuosikertomuksessa. Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. esim. globaalin vaneri- ja LVL-markkinan koko on noin 50 mrd. euroa). Markkinakoosta LVL:n osuus on arviomme mukaan karkeasti 10 %, kun taas vaneri- ja viilusektorit kattavat loput markkinasta.

Laiteiden lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina sekä analyysoitavien markkinat. Relevantin palvelumarkkinan koon Raute arvioi listautumisesitteessään olevan globaalisti noin 300 MEUR, mutta rajanveto lienee palvelukaupan luonteen takia häilyvää (vrt. asiakkaiden itse tekemä kunnossapitotyö). Analyysoitajat ovat Rauten listautumisesitteen mukaan noin 60 MEUR:n niche-markkina globaalisti. Näin ollen yhtiön saavutettavissa olevan kokonaismarkkina on nykyiselle tarjoamalle vajaan miljardin tasolla vaneri- ja LVL-segmenteissä. Muiden insinööripuutuotteiden laskeminen kohdemarkkinoihin kohottaisi lukua tietenkin roimasti.

Palvelut ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta jälkimarkkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Siten laiteprojektit ja etenkin uudet tehdas- ja linjainvestoinnit ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa myös palveluihin ja analyysoitavien uusien mahdollisuuksia tulevaisuudessa. Tämä siitäkin huolimatta, että Raute pystyy toimittamaan palveluja, varaosia ja analyysoitavien

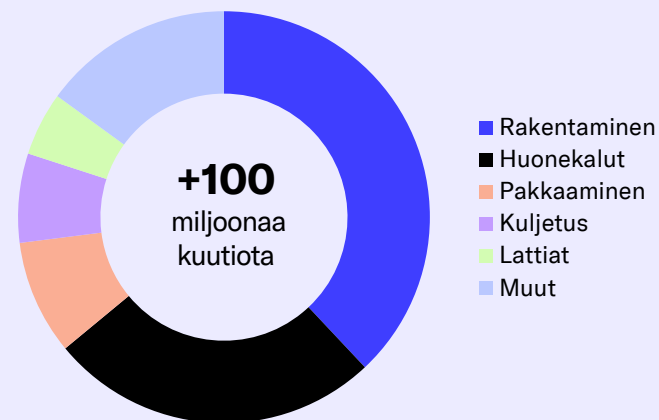
muidenkin valmistajien toimittamiin koneisiin (ja päin vastoin).

Jälkimarkkinaliiketoimintojen kehityskaari etenee eri vaiheissa eri alueilla. Kehittyneillä markkinoilla huollon ”ulkoistamisaste” on jo noussut tuottajien keskittyessä jo voimakkaasti pääprosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden kehitykseen, markkinointiin ja myyntiin. Lisäksi kehittyneillä markkinoilla analyysoitajat ja automaatio ovat laajassa käytössä tuotannon korkeiden laatu- ja tehokkuusvaatimusten takia. Näiden trendien voi olettaa etenevän myös kehittyvissä maissa aikanaan, sillä kustannusinflaatio on väistämätöntä pitkässä juoksussa ja myös sen vauhti on yleensä nopeinta kehittyvissä maissa. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa sekä automaatioinvestointeja, minkä uskomme tukevan Rauten jälkimarkkinapalveluiden ja -tuotteiden myyntiä ajan yli. Pidämme Rauten jälkimarkkinapalveluiden ja -tuotteiden pitkän ajan kasvukuvia laiteprojekteja parempina.

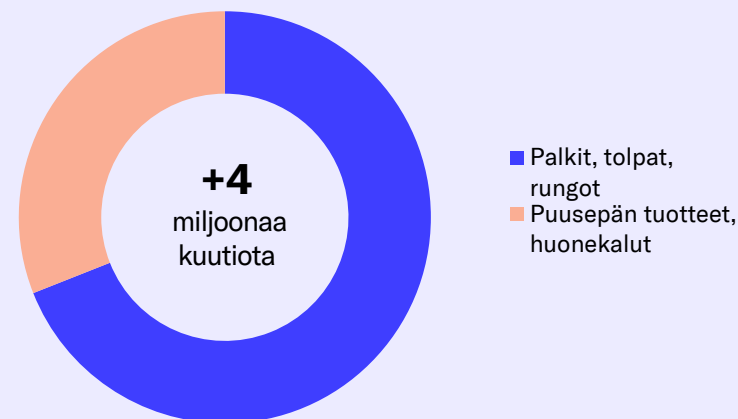
Investointeja ajaa lopputuotteiden kysyntä

Laiteinvestointien kysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologialla valmistettujen tuotteiden kysynnän kasvusta ja laitekannan kulumisesta. Vanerin ja LVL:n kysyntää ajaa etenkin rakennussektori, sillä maailman vanerista noin 70 % kuluu rakennuksiin, huonekaluihin ja lattioihin, kun taas loput menevät kuljetussektorille sekä pakkauksiin ja erilaisiin niche-sovelluksiin. Lisäksi valtaosa maailman LVL:stä menee rakennusten rakenne-materiaaliksi (palkit, tolpat ja rungot) ja pieni osa huonekalusektorille. Rakennussektori on syklinen eli tyypillisesti se korreloi vivulla BKT-kasvuun.

Vanerin globaali kulutus loppukäyttökohteittain (arvio)



LVL:n globaali kulutus loppukäyttökohteittain (arvio)



Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

Lisäksi vaneri ja LVL voittavat markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta uusiutuvuuden, kierrätettävyyden ja hiilidioksidineutraaliuden ansiosta, vaikka kestävän kehityksen trendin onkin saattanut jäädä akuuttien taloushuolien tallomaksi viime vuosina länsimaissa. Siten puutuotteiden syklinen vipu voi ylös olla sektorin keskiarvoa voimakkaampi ja syklinen vipu alas keskiarvoa alempi etenkin pitkällä sihdillä. Investointivetoiset kuljetus- ja pakkaussektorit taas korreloivat maailmankaupan ja BKT:n kasvun kanssa.

Rauten syklisyyden juurisyyt löytyvät sen asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä. Rauten asiakkaiden markkinatilanne oli viime vuosina pääosin hyvä tai kohtuullinen, vaikka globaalissa mittakaavassa rakentaminen ei ole elpynytäkään finanssikriisiä edeltäneille tasoille toistaiseksi. Koronakriisissä rakentaminen ei ollut pahiten kärsineitä toimialoja ja sektori elpyi vuosina 2021–2022, kun elvytys ja matalat korot tukivat rakentamisen kysyntää. Sen sijaan vuosina 2023–2024 suhdanteen jäähtyminen ja korkojen nousu ovat rokottivat globaalia rakentamisesta voimakkaasti. Myöskään toipuminen ei vielä ole alkanut, vaikka korot kääntyivät vuoden 2024 aikana laskuun ja alamäen odotetaan myös jatkuvan.

Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

Mainittuja trendejä heijastellen puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin reilut 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksin Kiinan kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on

hieman hidastunut, mutta puutuotteita tukevien ajureiden takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvun odotusta vanerille järkevänä myös jatkoon.

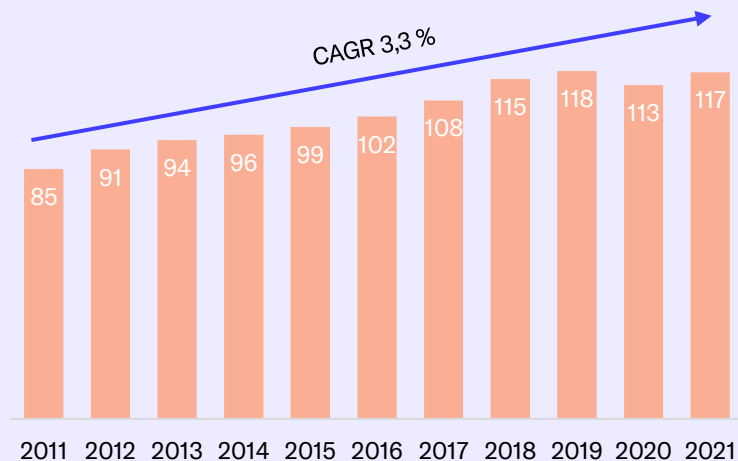
LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy kaupungistumisen sekä elintason nousun ajamana ja kestävän 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). Nämä ajurit voisivat mielestämme johtaa yli 5 %:n keskimääräiseen vuosittaiseen LVL:n kysynnän kasvuun sen jälkeen, kun länsimaiden rakentaminen alkaa toipua korkojen nousun aiheuttamasta shokista. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n keskuspankki pääsee laskemaan korkoja vahvasta taloudesta ja presidentti Trumpin potentiaalisesti inflatorisesta politiikasta (ml. veronalennukset, tullit) huolimatta, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista ja asuntoaloituksista (vrt. LVL-tuotannon romahdus finanssikriisin jälkeen).

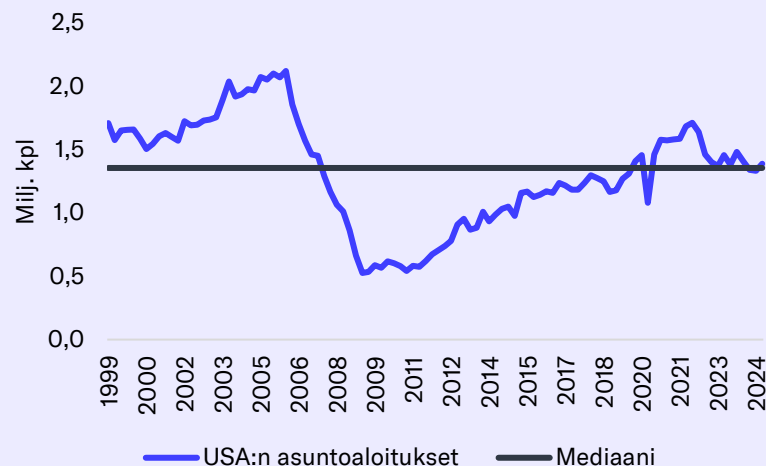
Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten projektiliikevaihto ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investoinneista on karkeasti arvioiden globaalisti noin 15–20 %. Siten yhtiö on alan globaali markkinajohtaja ja sen markkina-asema on vahva. Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista (jopa yli 50 %), kun taas alasegmentin markkinaosuudet ovat alhaisia. Erityisen

Globaali vanerin kulutus (milj. m³)



USA:n asuntoaloitukset (1999–2024)



Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä merkittävä osa maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla. Palveluissa markkinaosuus vain noin 10 %:n tasolla ja analysaattoreissa noin 25 %. Näin ollen kaikkien divisioonien markkinaosuuksissa on selvää nousuvaraa globaalisti. Arviomme mukaan tämä vaatii kuitenkin onnistumisia etenkin Pohjois-Amerikassa kaikissa yksiköissä, sillä Euroopassa markkinaosuudet ovat jo monin osin korkeita, Venäjä on lähtökohtaisesti pois pelistä eikä Kiinassa reittiä markkinoille ole nähtävissä

Kilpailijoiden tarjoama on suppeampi

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin sekä kokonaisia tuotantolinjoja ja tehtaita sisältävän tuote- ja palvelukokonaisuuden. Ennen Ukrainan sotaa kilpailussa nosti päätään venäläinen MPT, joka pystyi kokoamaan tehtaan yksittäisiä laitteita tarjoavien kumppaniensa avulla. Yksinoikeutta tarjota kumppanien laitteita MPT:llä ei käsityksemme mukaan silti ollut. Tämän tyyppinen kilpailu ei ole alalla uutta eikä se arviomme mukaan uhannut selvästi Rauten asemaa. Ukrainan sodan takia arviomme MPT:n toimintaedellytysten heikentyneen selvästi eikä meillä ole tietoa yhtiön tämänhetkisestä tilanteesta.

Kokonaistoimituksiin kykenevän pelurin nousu on mielestämme Rauten suurin kilpailu-uhka perinteisissä segmenteissä ja tämän tyyppinen toimija laajenisi luultavasti nopeasti myös jälkimarkkinapalveluihin ja -tuotteisiin. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tämän riskin realisoituminen on kuitenkin epätodennäköistä olemassa olevan kilpailun luonne huomioiden. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu silti enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen

riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puolajeista, kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimieltymyksistä. Isoja konepajoja pieni, hitaasti kasvava ja omaa teknologiaa vaativa markkina tuskin kiinnostaa.

Rauten markkina-asema on paras korkeiden laatu- ja tehokkuusvaatimusten länsimarkkinoilla ja etenkin Euroopassa, jossa yhtiö kilpailee etenkin Angelo Cremonan, Bielen ja Dieffenbacherin kanssa. USA:n markkina on luonteeltaan hyvin samantyyppinen, mutta siellä paikalliset kilpailijat (esim. USNR) ovat muutaman pykälän paremmassa asemassa suhteessa Rauteen, sillä Pohjois-Amerikassa asiakkaat eivät tyypillisesti edellytä yhdeltä toimittajalta kokonaistoimitusta. Myös automaatio- ja analysaattoriratkaisut voivat olla Pohjois-Amerikassa hieman erilaisia kuin Euroopassa.

Jälkimarkkinapalveluissa ja tuotteissa Rautella on merkittävästi korkeammat markkinaosuudet ja siten alhaisempi potentiaali Euroopassa kuin Pohjois-Amerikassa. Etenkin analysaattoreissa Pohjois-Amerikka on globaalisti suurin markkina, kun taas Rauten Analyzersin liikevaihdosta pääosa tulee luultavasti Euroopasta. Rauten strategia nojaa etenkin jälkimarkkinapalveluiden ja tuotteiden osalta markkinoita nopeampaan kasvuun, missä onnistuminen vaatii lähtökohdat huomioiden yhtiöltä markkina-asemien parantamista etenkin Pohjois-Amerikassa sekä myös muilla alueilla.

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema oli vahva Venäjällä ennen sotaa, mutta tältä osin tilanne on käytännössä nollaantunut ainakin toistaiseksi. Etelä-Amerikassa Rauten markkina-asema on ollut hyvä Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa, minkä lisäksi yhtiö sai vuonna 2023 ensimmäisen

kaupan Uruguaysta. Rauten asemaa Etelä-Amerikassa tukee vakiintuneen teollisen teknologiaan käyttö. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasapäin.

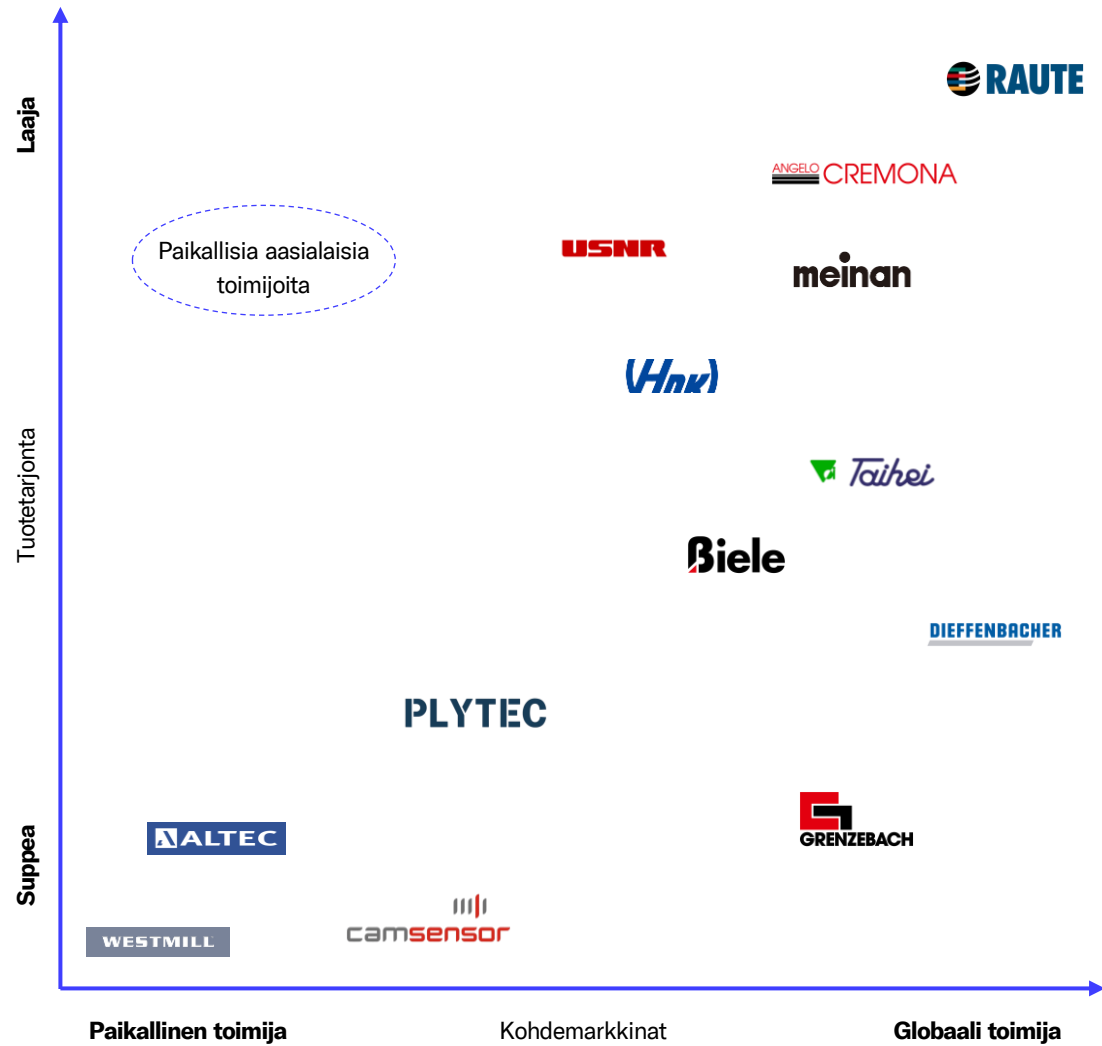
Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä Rautella ole käytännössä markkina-asemaa maassa. Raute on myös skaalannut panostuksia alaspäin Kiinassa, joten yksittäisiä onnistumisia parempia tuloksia maasta tuskin kannattaa lähiaikoina odottaa. Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen osin teollisesti hyödyntämättömien paikallisten puuvarojensa ansiosta. Arviomme mukaan Raute kärkkyi Afrikan markkinan avautumista etujoukoissa, mistä yksi osoitus on mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa vuonna 2017 solmittu yhteistyösopimus. Isoa myyntipotentiaalia Afrikka tuskin Rautelle lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tarjoaa.

Taloudellista vertailua kilpailijoihin ei pysty tekemään

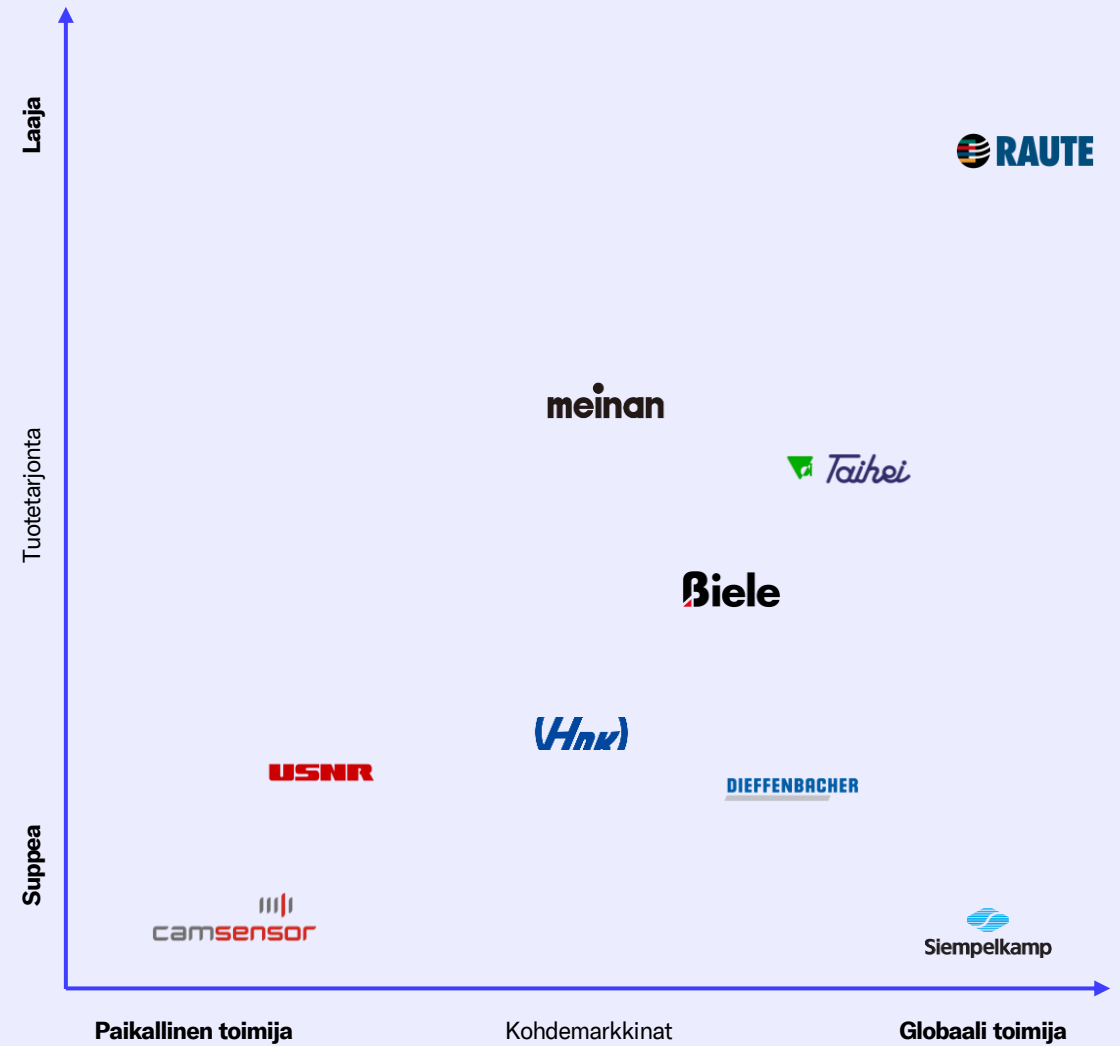
Rauten taloudellisen suorituskyvyn ja arvostus-tason vertailua sen kilpailijoihin vaikeuttaa suuresti se, että Raute on ainoa listattu yritys sektorilla. Rauten positioitumisen ja markkina-asemansa perusteella yhtiön pitäisi olla edellytyksiä olla alan kannattavimpia pelureita. Yhtiön viime aikojen numeroiden valossa tämä on arvioimme mukaan voinut toteutua vain vuonna 2024, vaikka faktatietoa aiheesta ei olekaan saatavilla.

Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

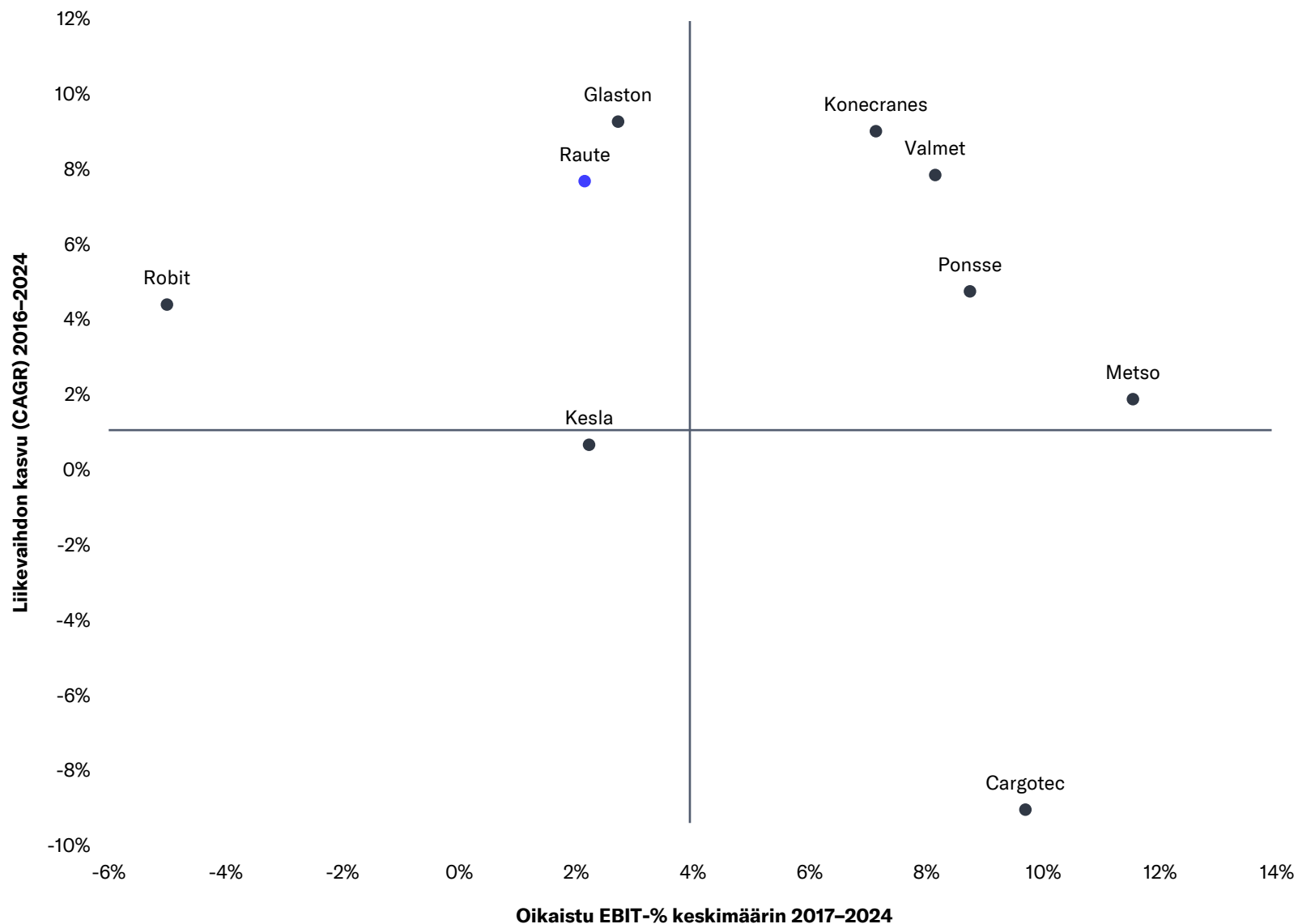
Markkina-asema vaneriteknologiassa



Markkina-asema LVL-teknologiassa



Raute suhteessa muihin suomalaisiin konepajoihin



Syklin yli suorituskyyvyssä on vielä reilusti parannettavaa

- Tässä kuvaajassa vertaamme Rauten vuosien 2017–2024 kasvua ja kannattavuutta muihin suomalaisiin investointitavaraa toimittaviin konepajayhtiöihin.
- Kyseessä on konepajayhtiölle melko hyvä ajanjakso, sillä vuodesta 2017 aina kevään 2020 koronapandemian puhkeamiseen asti hyvä taloustilanne tuki alan yhtiöitä ja koronapandemiasta rajun elvytyksen ajaman elpymisen myötä myös vuodet 2021–2022 sujuivat yhtiöiltä hyvässä toimintaympäristössä. Vuosien 2023–2024 turbulenssi kohteli yhtiöitä vaihtelevasti.
- Kasvun osalta Raute pärjäsikin ajanjaksolla hieman verrokkiryhmää paremmin vajaan saavutetulla 8 %:n vuosittaisella keskimääräisellä kasvullaan. Rauten saavuttama keskimääräinen 2 %:n liikevoittomarginaali sen sijaan jää yli 3 %-yksiköllä joukon mediaanista.
- Syyt Rauten keskimäärin vaisulle kannattavuudelle ovat johtuneet etenkin Venäjän markkinoiden suuresta roolista yhtiön portfolioissa, projektitoteutuksen haasteista sekä osin myös kasvupanostuksista. Vuonna 2024 Rauten saavuttama parannus kuroi kuitenkin takamatkaa selvästi kiinni, joten suunta on yhtiön kannalta hyvä.
- Rauten kilpailuedut ja markkina-asema on mielestämme rinnasteisia verrokkiryhmän keskimääräisiin tasoihin, joten emme näe yhtiön pitkän ajan kasvu- ja kannattavuuspotentiaalin jäävän verrokkiryhmän keskimääräisistä tasoista.

Taloudellinen tilanne 1/2

Tase on kevyt kiinteän omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu etenkin Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan, mutta IFRS16-kirjanpidossa niihin liittyvä käyttöoikeusomaisuus on kirjattu pitkäaikaisen omaisuuden puolelle. Kiinteän omaisuuden tarvetta vähentää yhtiön osin alihankintaverkolle ulkoistettu tuotanto. Alihankkijoita Rautella on etenkin Baltian maissa ja Aasiassa. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 9,3 MEUR:lla ja käyttöoikeusomaisuutta 5,8 MEUR:lla vuoden 2024 lopussa. Aineettoman omaisuuden määrä oli viime vuoden lopussa 9,9 MEUR. Liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna aineettoman omaisuuden osuus taseesta on kohtuullinen. Liikearvoa taseessa oli vain alle 2 MEUR Metriguard- ja Hiottu-yrityskauppoihin liittyen.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä ovat käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q4'24: 28,1 MEUR) ja varasto (Q4'24: 23,5 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat vuoden 2024 lopussa 57,5 MEUR. Likviditeetin tueksi yhtiöllä on myös tammikuun 2025 loppuun ulottuva 5 MEUR:n sitova limiitti ja yhteensä 40 MEUR:n ei-sitovat takauslimiitit. Näin ollen yhtiön likviditeettipuskurit ovat erittäin vahvat.

Perinteistä korollista velkaa ei ole

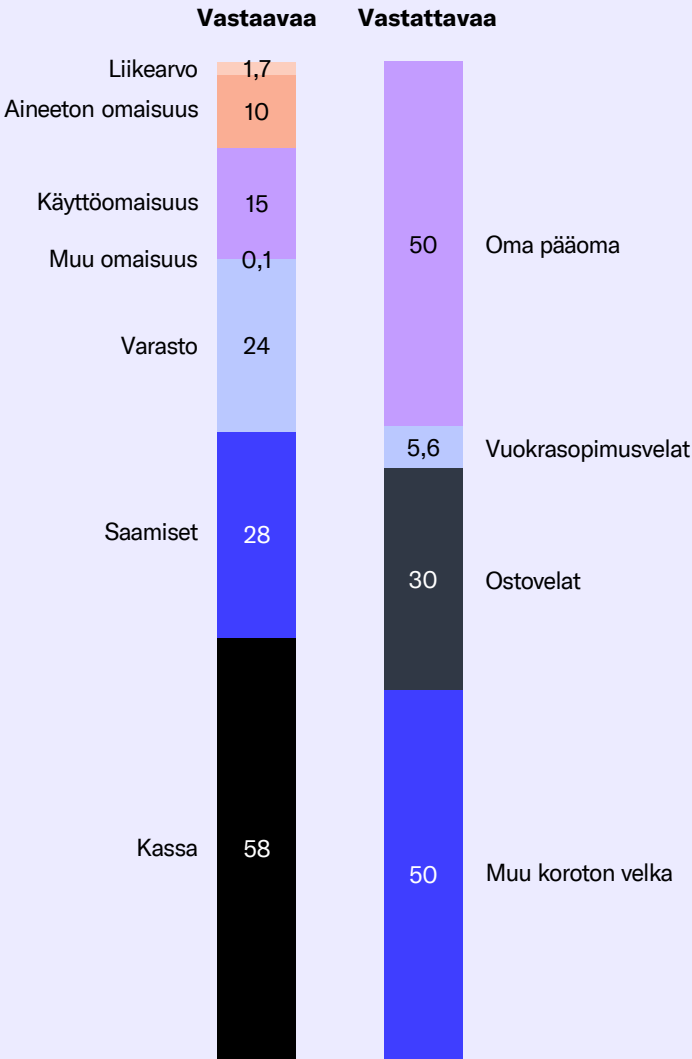
Omaa pääomaa yhtiöllä oli vuoden 2024 lopussa 49,7 MEUR. Oma pääoma sisältää 3 MEUR:n vaihto-oikeudellisen juniorilainan. Vaihtovelkakirjalainojen korko ensimmäiselle 3 vuodelle on 3 kk euribor + 7,50 % eli nyt noin 11,5 %. Yhtiö voi maksaa lainat takaisin aikaisintaan

kesäkuussa 2026, kun taas lainojen haltijat voivat konvertoida lainat osakkeiksi kesäkuuhun 2026 mennessä arviolta 11-12 euron hintatasoon (vrt. lainan konversiokurssi oli 12,69 € / osake vuoden 2024 lopussa, mutta hinnasta vähennetään vielä kevään 2025 ja 2026 osakekohtaiset osingot). Konversiohintaan vaikuttaa yhtiön osingon maksu, joten konversiohintaa tulee todennäköisesti laskemaan kaksi kertaa ennen konvertointipäätöstä. Jos lainoja ei makseta takaisin tai konvertoida osakkeiksi, lainojen korko nousee ensimmäisen 3 vuoden korkokauden jälkeen, mutta käytännössä vaihtoehtoina ovat todennäköisesti konversio tai takaisinmaksu. Tällä hetkellä Raute osakekurssi ja myös tavoitehintamme ovat selvästi konversiohinnan yläpuolella, joten odotamme ennusteissamme lainan konvertoituvan osakkeiksi vuoden 2026 kesäkuussa.

Korollisia velkoja Rautella oli viime vuoden lopussa 5,6 MEUR, mikä on kokonaan IFRS 16 -standardiin liitännäisiä vuokravastuita. Tavanomaista korollista velkaa yhtiöllä ei ollut. Korottomia vastuita Rautella taseessa vuoden 2024 lopussa 80,7 MEUR, mikä sisältää etenkin asiakkailta saatuja ennakkoja projektitoimituksista sekä ostovelkoja.

Taseen loppusumma oli vuoden 2024 lopussa 136 MEUR. Tämä on Rauten tyypillistä tasoa melko selvästi korkeampi ja se johtuu näkemyksemme mukaan etenkin ennakoiden poikkeuksellisen suuresta määrästä taseessa. Ennakot taas koostuvat etenkin Q1'23:n jälkeen myydystä viidestä suuremmasta projektista, joista 3-4:stä tuntuvasta osa on vielä toimittamatta. Näin ollen arvioimme ennakoiden putoavan selvästi ensi vuoden aikana projektien edetessä, mikäli uusien suurprojektien myynti ei yllätä positiivisesti.

Yksinkertaistettu taserakenne 2024 (MEUR)



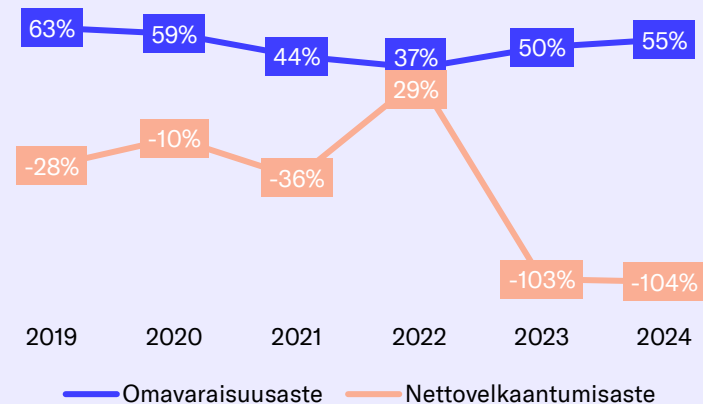
Taloudellinen tilanne 2/2

Kapasiteettia jää kasvustrategian toteutukseen

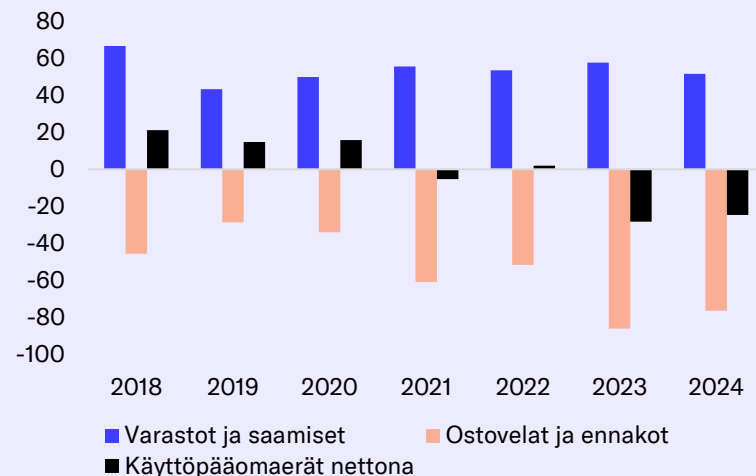
Vuoden 2024 lopussa Rauten omavaraisuusaste oli 55 % ja nettovelkaantumisaste -104 %. Suosimme yhtiössä taseen tarkastelua etenkin omavaraisuusasteen kautta, sillä käyttöpääomaerien takia rajusti vaihteleva kassavirta voi heiluttaa yhtiön nettovelkaantumisastetta nopeastikin. Yhtiön tämänhetkinen omavaraisuusaste on hieman Rauten 5 vuoden keskiarvon yläpuolella ja selvästi yhtiön tavoitetasoa korkeammalla. Näin ollen Rauten taloudellinen asema on mielestämme vahva ja johto voi keskittyä rauhassa kasvustrategian toteuttamiseen. Asiakkaiden rahoista eli ennakoista oikaistuna Rauten tase on nettovelan puolella, mutta koska nettovelka koostuu kokonaan vuokravastuista, tämä ei mielestämme muuta yhtiön taloudellisen aseman kokonaiskuvaa. Ennakoista oikaistu nettovelkaantumisaste on myös suunnilleen Rauten IFRS 16-standardin soveltamisajan keskimääräisellä tasolla. Lisäksi ennakoiden nollaantuminen on hyvin epätodennäköinen skenaario.

Mikäli Raute pysyy ennusteidemme mukaisesti lähiaikoina nettovoitolla, osingot ovat maltillisia, ennakot taseessa supistuvat, eikä taseen loppusumma orgaanisesti kasva, voisi Rautella arviomme mukaan olla taseessaan 50–60 MEUR sijoituskapasiteettia strategian mukaisiin orgaanisiin tai epäorgaanisiin kasvuhankkeisiin. Luonnollisesti positiivinen tuloskehitys ja hyvä uusien tilausten virta kasvattaisivat tätä liikkumavaraa ajan yli. Näin ollen Raute voi mielestämme toteuttaa kasvustrategiaansa aktiivisesti, jos markkinoilta löytyy hyviä investointikohteita.

Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste



Käyttöpääomaerien kehitys (MEUR)



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

Ennustamme Rauten liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella divisioonittain. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön divisioonaa yksittäin sekä myös konsernitasolla myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin kasvuennustemme perustuvat markkinakasvuun ja yhtiön arvioidun markkinaosuuden kehittymiseen. Pitkän ajan marginaaliennustemme pohjana käytämme Rauten historiallista kannattavuutta, taloudellisia tavoitteita sekä myös yhtiölle arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia.

Tilaukanta hyvä lyhyen ajan indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtäimellä sen keskimäärin melko nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin noin 6–12 kuukautta yhtiön seuraavan 12 kuukauden rullaavasta liikevaihdosta laskettuna. Liiketoiminnan luonteen ja normaalien olosuhteiden toimitusaikojen takia näkyvyys pysyy arviomme mukaan keskimäärin suunnilleen tällä tasolla myös jatkossa. Isojen projektien ajoittumiset voivat toki heiluttaa tilannetta osittain projektisykliä aikana.

Vaikka Rauten vuosi 2024 oli tilausten osalta vaisu investointivetoisten liiketoimintojen (Wood Processing ja Analyzers) heikon kysynnän takia, yhtiön tilaukanta oli vuoden 2024 lopussa edelleen 184 MEUR:ssa. Tämä vastaa 31 %:n supistumista vertailukaudelle osuneesta yhtiön historian korkeimmasta tasosta, mutta vuoden 2024 lopun tilaukanta oli yli 80 % kvartaalitason pitkän ajan mediaania ylempänä. Näin ollen yhtiön tilaukanta on edelleen vahva

ja se antaa yhtiölle hyvän näkyvyyden kuluvalle vuodelle. Raute arvioi vuosikertomuksessaan toimittavansa tilauskantansa osatuloutuksen piirissä olevasta osuudesta vuonna 2025 noin 151 MEUR. Siten kuluvalle vuodelle on turvattu korkea liikevaihto, kunhan toimitukset onnistuvat. Vastaavasti vuodelle 2026 tilauskantaa oli vuosikertomuksen mukaan noin 24 MEUR, joten vuoden 2026 liikevaihto riippuu etenkin tämän vuoden myynnistä laite- ja analysaattoripuolella ja palveluiden kysynnän vedosta vuoden 2026 aikana.

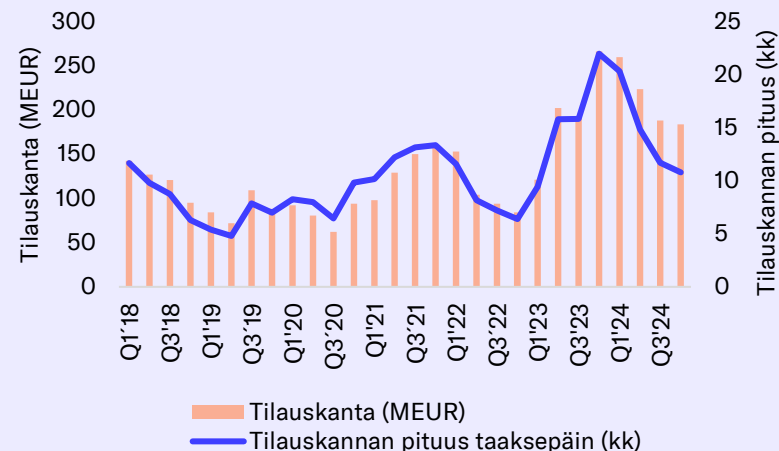
Arvioimme tilauskannan katerakenteen olevan hyvä

Rauten tilauskannassa ei todennäköisesti ole enää kovan inflaation aikaan myytyjä tilauksia. Arviomme mukaan tilaukanta on myös myyty nykyjohton kaupallisiin prosesseihin sekä ehtoihin tekemien kehitystoimien (ml. vastuiden tarkennukset) jälkeen. Lisäksi tilaukanta sisältää todennäköisesti kohtuullisen sekoituksen erikokoisia hankkeita (vrt. yhtiö keräsi 50 MEUR:n tilaukset Q4'24:llä pienistä kaupoista ilman suuria linja- ja tehdastilauksia). Näin ollen tyypillisesti pieniä projekteja ja jälkimarkkinapalveluita sekä tuotteita alemman katteen sisältävät suurprojektit eivät dominoi enää tilauskantaa vertailukauden tavoin. Näin ollen arvioimme tilauskannan katerakenteen olevan varsin hyvä ja selvästi yhtiön historiallisia tasoja parempi. Tämän pitäisi tukea Rauten tuloskehitystä tänä vuonna, kunhan projektit onnistuvat suunnitellusti ja nopeasti kiertävä palvelumyynti vetää vähintään kohtuullisesti.

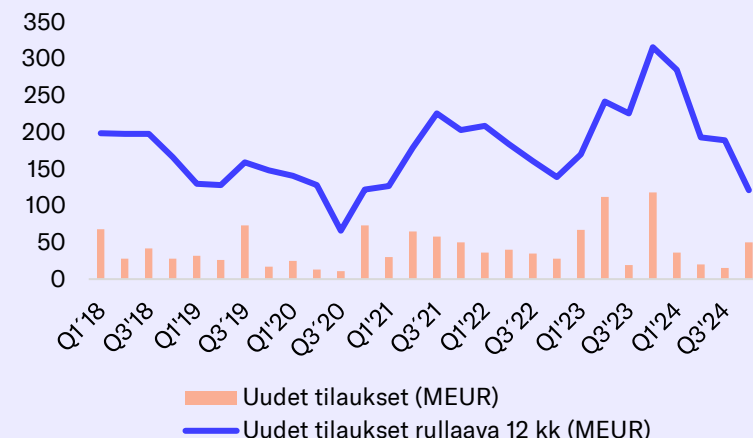
Markkinatilanne on kaksijakoinen

Vaikka Raute keräsi pienistä puroista vahvan tilausvirran, kokonaisuutena markkinatilanne on hyvin epävarma eikä

Rauten tilaukanta ja tilauskannan pituus (Q1'18–Q4'24)



Rauten projektien ja palveluiden 12 kk rullaavat tilausvirrat (Q1'18–Q4'24)



Ennusteet 2/4

kysynnän osalta vaisun vuoden 2024 jälkeen odotetusta käänteestä parempaan ei ole vielä kestäviä todisteita. Palvelukysynnän näkymä on arviomme mukaan melko hyvä ja sitä tukevat myös Rauten omat kasvua tukevat toimenpiteet uusien palvelumallien suhteen. Sen sijaan rakentamisen heikon markkinan ja muiden epävarmuuksien takia asiakkailla ei ole edelleenkaan kiirettä tehdä investointipäätöksiä. Lisäksi USA:n tullit ja vastatullit ovat sekoittamassa pakkaa (ml. taantuman uhka) ja lietsomassa investointeja hidastavaa epävarmuutta useammalla maantieteellisellä alueella presidentti Trumpin Q2'25:n alussa julkaisemien aggressiivisten kauppapoliittisten toimien ajamana. Odotamme USA:n jättävän tullee maahan kohdistuvalle tuonnille, vaikka arvioimmekin ainakin joidenkin maiden tekevän kauppasopimuksia USA:n kanssa. Tullit kuitenkin vähintäänkin siirtävät talouskasvun piristymistä Euroopassa ja ovat nostaneet USA:n taantumariskin korkealle. Sen sijaan Saksan mittavat elvytyspaketit (sekä Ukrainan mahdollinen jälleenrakennus) ovat positiivinen optio, kun huomioidaan Rauten liikevaihtojakauman tuntuva Eurooppa-paino sekä vahva markkina-asema alueella.

Yleisesti globaalin rakentamisen odotetaan piristyvän korkojen laskun sekä taloustilanteen hitaan parantumisen ansiosta H2:lla ja kehittyvän myönteisesti vuonna 2026, minkä pitäisi heijastua asteittain positiivisesti Rauten eri tuoteryhmien kysyntään, kunhan tullit eivät aja maailman taloutta taantumaan. Arviomme mukaan yhtiöllä on käynnissä myös jokseenkin normaali määrä keskusteluja suurista strategisista tehdas- ja linjainvestoinneista useammilla ilmansuunnilla, mutta näiden hankkeiden ajoituksen ennakointi on vaikeaa investoijien ulkopuolelle.

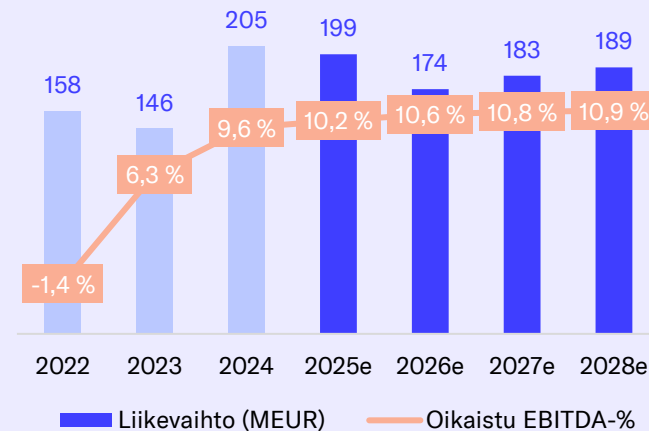
Ohjeistus indikoi vähintään vakaata tulosta tälle vuodelle

Raute antoi kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön liikevaihto on 190–220 MEUR ja oikaistu käyttökate 17–24 MEUR vuonna 2025. Tämä vastaa vuoteen 8–13 %:n käyttökatemarginaalia laidoista ristiin laskettuna sekä käytäntöä paremmin peilaten ylä- ja alalaidoista laskettuna 9–11 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Haarukoiden keskikohdat indikoivat vakaata liikevaihdon kehitystä ja oikaistun käyttökateen 4 %:n kasvua, kun taas laidat jättävät tilaa selkeähkölle kasvulle tai supistumiselle sekä liikevaihdon että tuloksen suhteen. Tulkitsemme ohjeistuksen ”hengen” indikoivan kuitenkin jokseenkin vakaata kehitystä tälle vuodelle. Arviomme mukaan hyvällä tasolla oleva ja laadukas tilauskanta sekä terve palvelukysyntä puoltavat yhä ohjeistuksen saavuttamista, vaikka kauppapoliittinen tilanne on kiristynyt ja laitekysynnän näkymä epävarmentunut ohjeistuksen antamisen jälkeen.

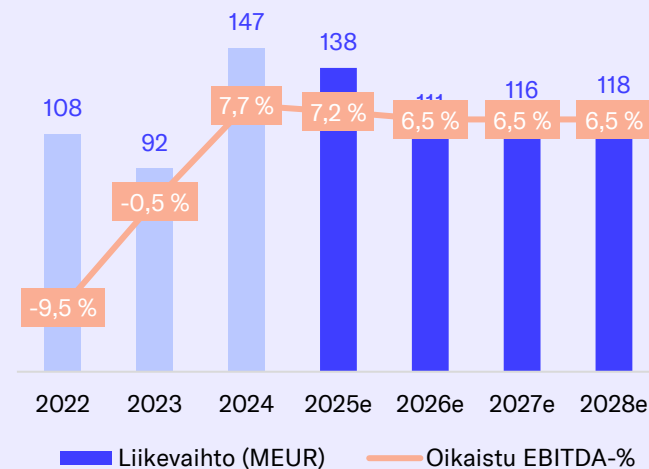
Ennustamme Rauten päätyvän suunnilleen ohjeistushaarukoidensa puoliväliin

Vallitsevaa tilannekuvaa heijastellen ennustamme Rauten liikevaihdon laskevan tänä vuonna 3 % 199 MEUR:oon. Lasku tulee etenkin Wood Processingista, jossa jo nähty tilauskannan putoaminen painaa ennusteessamme liikevaihdon hieman piristyvistä tilauksista huolimatta 6 %:n laskuun. Q1:llä ennustamme Wood Processingin vielä kasvavan maltillisempia vertailulukuja vastaan. Servicesin kasvuennustemme on varovainen 4 % vuoden 2024 tasokorjauksen jälkeen, mutta Analyzersiltä odotamme 9 %:n kasvua heikon vuoden 2024 jatkeeksi. Myös konsernitasolla odotamme yhtiön kasvavan vielä Q1:llä, mutta sen jälkeen Wood Processingin tilauskannan lasku ja vertailulukujen vaikeutuminen hydyttävät Rauten kasvun.

Konsernin liikevaihto ja kannattavuus



Wood Processing liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 3/4

Positiivinen optio ennusteillemme olisi etenkin H1:lle ajoittuvat suuret linja- ja tehdastilaukset, jotka tukisivat H2:n liikevaihtoa (ennusteemme eivät odota isoja tilauksia H1:lle) sekä tietysti odotuksiamme selvästi pirteämpi jälkimarkkinaaliiketoimintojen kysyntä.

Rauten oikaistun käyttökateen arvioimme parantuvan tänä vuonna 2 % 20,2 MEUR:oon, mikä vastaa yhtiön lähihistorian parasta noin 10 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Tulosparannus syntyy kasvun ajamana Servicessissä ja etenkin Analyzersissä, joilta odotamme melko hyviä 17 %:n käyttökatemarginaaleja tältä vuodelta. Wood Processingin operatiivisen tuloksen arvioimme laskevan hieman liikevaihdon supistumisen ansiosta, vaikka yhtiön kehitys- ja tehostamistoimet paikkaavat hieman liikevaihdon laskutusta tulosvivun kautta kannattavuudelle kumpuavaa painetta. Wood Processingin kyky sietää laskevaa liikevaihtoa on vielä epäselvä eikä historia ole rohkaiseva, joten pysymme toistaiseksi jossain määrin varovaisella linjalla yksikön kannattavuuden suunnan suhteen. Wood Processingin vuoden 2025 oikaistun käyttökatemarginaalin ennusteemme on 7,2 %.

Emme odota Rauten kirjaavan tänä vuonna kertaeriä. Poistojen arvioimme pysyvän vakaina noin 5 MEUR:n tasolla, rahoituskulujen olevan lievästi positiiviset juniorilainan korkojen olevan noin 0,4 MEUR ja veroasteen 23 %. Näin ollen Rauten oik. EPS laskee ennusteessamme 7 % 1,92 euroon (vrt. vuonna 2024 yhtiöllä oli kertakuluja 0,7 MEUR ja rahoituskulut olivat positiiviset). Ennustamme yhtiön nostavan osinkoaan ensi keväänä 0,60 euroon osakkeelta korottamalla maltillisesti jakosuuhdetta. Lisäksi ennustamme yhtiön saavan kesällä valmiiksi käynnissä olevan omien osakkeiden osto-ohjelman, joka pienentää ennusteissamme yhtiön osakemäärää noin 1,5 %:lla. Rahavirrallisesti ensi vuosi voi projektiajoitusten takia olla

yhtiölle vaisumpi, mutta Rauten tase pysyy silti väkivahvana. Emme muuttaneet vuoden 2025 ennusteitamme.

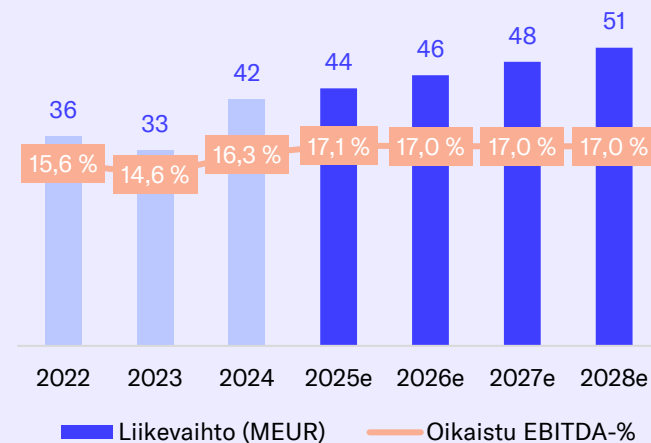
Vuoden 2026 näkymä on epävarmempi

Vaikka Rauten vuoden 2025 uusien tilausten näkymä on epävarma, odotamme yhtiön tilauskertymän jäävän jälkimarkkinatoimintojen melko vakaan vedon sekä nihkeän projektikysynnän myötä vaisulle 130–140 MEUR:n tasolle tänä vuonna. Tämän tilausvirran kerääminen vaatisi todennäköisesti yhden suuremman tehdas- ja linjakaupan kotiuttamisen vuonna 2025. Kun tämä yhdistetään Rauten vuoden 2024 lopun tilauskannan ja vuoden 2025 liikevaihdon ennusteeseemme, odotamme Rauten pääsevän kohtuullisella 120 MEUR:n tilauskannalla vuoteen 2026.

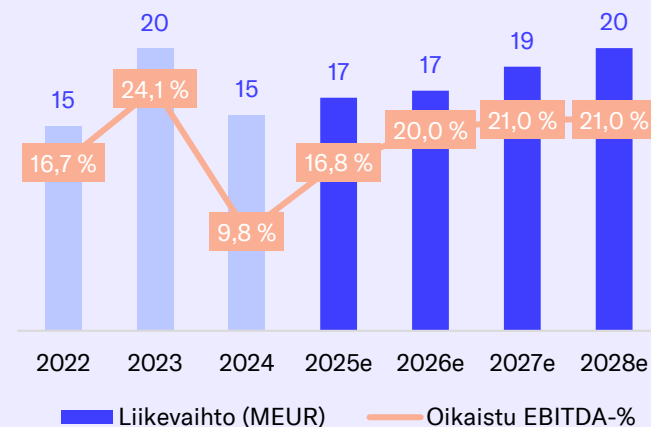
Odotamme Rauten liikevaihdon laskevan vuonna 2026 13 % 174 MEUR:oon. Wood Processing supistuu ennusteissamme noin 20 %:n vauhtia ja saavuttaa vuosien 2020–2024 toteuman mukaisen liikevaihtotason, kun yksiköllä ei ole työstössä enää useampaa suurprojektia ainakaan koko vuoden ajan. Positiivinen riski Wood Processingin liikevaihtoennusteille olisi isojen projektien odotuksiamme paremman kehityksen lisäksi muista insinööripuutuotteista saatavat tilaukset, mutta jälkimmäisen varaan emme toistaiseksi juuri ennusteissamme laske vielä uusien liiketoimintojen kehittämiselle haastavasta makrotilanteesta ja vähäisistä näytöistä johtuen. Servicesin ja Analyzersin odotamme pääsevän parantuvan taloustilanteen (ml. asiakkaiden markkinatilanne) sekä strategian toteutuksen etenemisen ansiosta kiinni maltilliseen 3–5 %:n kasvuun.

Rauten oikaistun käyttökateen arvioimme laskevan vuonna 2026 8 % 18,4 MEUR:oon. Tulosta painaa edelleen laskevasta liikevaihdosta kärsivä Wood Processing, joskin

Services liikevaihto ja kannattavuus



Analyzers liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 4/4

odotamme yhtiön pystyvän tehostustoimien ansiosta suunnilleen keskipitkän ajan liikevaihtotasoaan vastaavalla liikevaihdolla lähihistoriaa parempaan 6,5 %:n oikaistuun käyttökatemarginaaliin. Servicesiltä odotamme melko hyvää 17 %:n ja Analyzersiltä hyvää 20 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia etenkin kasvun ansiosta.

Emme odota Rauten kirjaavan kertaeriä myöskään vuonna 2026. Poistojen arvioimme pysyvän vakaina noin 5 MEUR:n tasolla, rahoituskulujen pysyvän lievästi positiivisena, juniorilainan korkojen olevan noin 0,2 MEUR (laina konvertoituu osakkeiksi kesällä 2026) ja veroasteen 23 %. Näin ollen Rauten oikaistu EPS laskee ennusteessamme 16 % 1,61 euroon, josta odotamme yhtiön nostavan osinkoaan 0,65 euroon. Rahavirrallisesti myös vuosi 2026 voi olla projektiajoitusten takia yhtiölle edelleen vaisuhko, mutta Rauten tase pysyy silti erittäin vahvana.

Olemme laskeneet Rauten liikevaihtoennusteitamme noin 5 % ja tulosenennusteitamme vajaat 10 % makroriskien takia.

Pitkän tähtäimen ennusteet

Vuodesta 2027 alkaen arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien kasvuajurien ja Rauten vakaan hyvän kilpailukyyn sekä markkina-aseman tukemina keskimäärin 2–4 % vuodessa. Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan, vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan reippaita liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliä mukana, vaikka Servicesin (ja mahdollisesti myös Analyzersin) suhteellisen osuuden kasvu voisikin niitä hieman tasata. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida.

Vuoden 2028 ennusteemme ovat kuitenkin vielä ajallisesti sekä syklisten suurprojektien ulkopuolella rajallisia konsernitason kasvunäyttöjä peilaten selvästi yhtiön

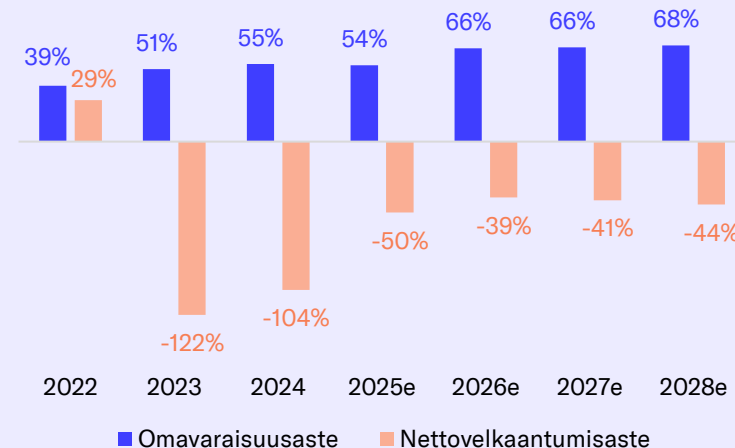
tavoitetason alapuolella 193 MEUR:ssa (vrt. yhtiön liikevaihtotavoite yli 250 MEUR vuoteen 2028 mennessä). Ennusteemme ei luonnollisesti sisällä myöskään yritysostoja, joita uskomme yhtiön tavoitteen saavuttamisen vaativan. Myös muiden insinööripuutuotteiden osuus ennusteissamme on vielä vähäinen, kun taas yhtiön vuoden 2028 liikevaihtotavoitteen saavuttaminen vaatisi yhtiöltä luultavasti selviä onnistumisia myös tässä perinteisen ydinliiketoiminnan ulkopuolisessa segmentissä.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen myötä ennustamme toistaiseksi Rauten pystyvän pitämään kannattavuutensa historiallisilla tasoillaan ja luomaan tervettä taloudellista lisäarvoa (keskiarvo ROCE-% > WACC-%). Vuosien 2027–2032 oikaistun käyttökatemarginaalin ennusteemme ovat nyt 8–11 %. Ennusteemme peilaavatkin sinänsä lupaavia merkkejä kannattavuuden osalta osoittaneesta vuodesta 2024 huolimatta etenkin yhtiön historiallista suorituskyyä, jossa Wood Processingin kontribuutio konserninumeroihin on ollut vähäinen. Siten kannattavuusennusteissamme voisi olla selvää nousuvaraa, jos Rauten strategian toteutus onnistuu hyvin.

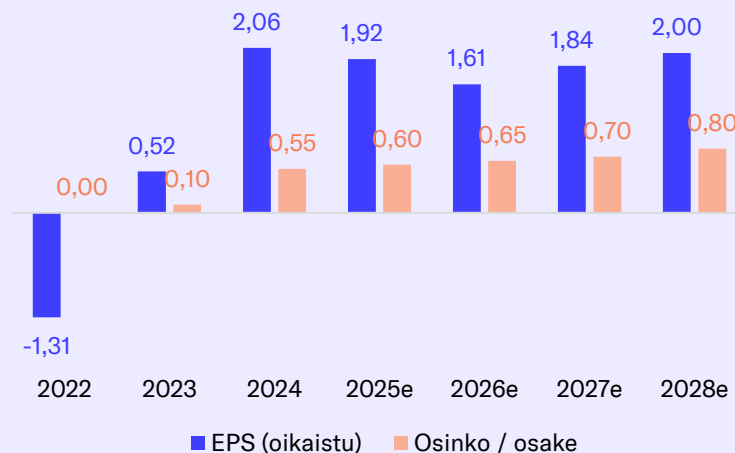
Rauten pitkän aikavälin rahoituskulujen odotamme olevan vähäiset vahvana pysyvän taseen ansiosta ja veroasteen arvioimme olevan 23 %. Odotamme Rauten jatkavan myös tasaista osingon kasvattamista, mutta uusia omien osakkeiden osto-ohjelmia emme ole ennusteisiimme mallintaneet, vaikka pidämmekin niitä mahdollisina. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys hyvin sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen, ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

Emme ole tehneet pitkän ajan ennusteisiimme hienosäätöä suurempia muutoksia.

Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja DPS



Tuloslaskelma ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	145	44,7	57,1	46,4	56,5	205	48,8	52,8	43,6	53,5	199	174	183	193
Wood Processing	92,4	32,0	41,8	32,2	41,2	147	34,5	37,7	29,0	37,0	138	111	116	122
Services	33,0	9,8	10,7	9,9	11,6	42,1	10,3	10,4	10,4	12,8	43,9	46,1	48,4	50,5
Analizers	20,0	2,9	4,5	4,2	3,7	15,3	3,9	4,7	4,2	3,7	16,6	17,1	18,8	20,5
Oikaisuerät	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
Poistot	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
Käyttökate	6,7	2,9	5,3	6,2	4,8	19,1	4,4	5,2	5,6	5,1	20,2	18,4	20,0	21,1
Poistot ja arvonalennukset	-4,9	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-5,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,2	-5,2	-5,0	-5,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,4	1,6	4,1	4,9	3,8	14,4	3,1	3,9	4,3	3,8	15,0	13,3	15,0	16,1
Liikevoitto	1,9	1,5	3,9	4,8	3,5	13,7	3,1	3,9	4,3	3,8	15,0	13,3	15,0	16,1
Wood Processing (oik. EBITDA)	-0,5	1,2	3,1	3,7	3,4	11,4	2,1	2,6	2,6	2,6	9,9	7,2	7,5	8,0
Services (oik. EBITDA)	4,9	1,9	1,8	1,9	1,3	6,9	1,9	1,8	2,1	1,8	7,5	7,8	8,5	8,9
Analizers (Oik. EBITDA)	4,9	-0,1	0,5	0,7	0,5	1,5	0,5	0,8	0,9	0,7	2,8	3,4	3,9	4,2
Oikaisuerät (EBITDA:ssa)	-2,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poistot	-4,9	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-5,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-5,2	-5,2	-5,0	-5,0
Nettorahoituskulut	-0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	1,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,9	0,2	0,2	0,3
Tulos ennen veroja	1,8	1,6	4,6	5,2	3,8	15,1	3,3	4,1	4,5	4,0	15,9	13,4	15,1	16,4
Verot	-0,4	-0,4	-1,1	-0,7	-0,8	-3,0	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-3,7	-3,1	-3,5	-3,8
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	0,0
Nettotulos	1,4	1,27	3,43	4,47	2,97	12,1	2,6	3,2	3,4	3,1	12,3	10,3	11,6	12,6
EPS (oikaistu)	0,52	0,22	0,58	0,74	0,52	2,06	0,40	0,50	0,54	0,48	1,92	1,61	1,84	2,00
EPS (raportoitu)	0,19	0,20	0,55	0,73	0,48	1,96	0,40	0,50	0,54	0,48	1,92	1,61	1,84	2,00

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,2 %	21,4 %	94,5 %	36,2 %	24,9 %	40,7 %	9,1 %	-7,5 %	-6,0 %	-5,3 %	-2,9 %	-12,6 %	5,5 %	5,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-160,4 %	-5,5 %	-1227,4 %	186,9 %	187,1 %	231,5 %	93,1 %	-7 %	-12,9 %	0,4 %	4,0 %	-11,7 %	12,8 %	7,5 %
Käyttökate-%	4,6 %	6,4 %	9,2 %	13,3 %	8,6 %	9,4 %	9,0 %	9,8 %	12,8 %	9,5 %	10,2 %	10,6 %	10,9 %	10,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,0 %	3,6 %	7,3 %	10,6 %	6,7 %	7,1 %	6,4 %	7,3 %	9,8 %	7,1 %	7,6 %	7,6 %	8,2 %	8,3 %
Nettotulos-%	0,9 %	2,9 %	6,0 %	9,6 %	5,2 %	5,9 %	5,3 %	6,0 %	7,9 %	5,7 %	6,2 %	6,0 %	6,4 %	6,5 %

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	199	199	0 %	182	174	-5 %	185	183	-1 %
Käyttökate	20,2	20,2	0 %	19,9	18,4	-7 %	20,6	20,0	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,0	15,0	0 %	14,6	13,3	-9 %	15,3	15,0	-2 %
Liikevoitto	15,0	15,0	0 %	14,6	13,3	-9 %	15,3	15,0	-2 %
Tulos ennen veroja	15,9	15,9	0 %	14,8	13,4	-9 %	15,5	15,1	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,92	1,92	0 %	1,77	1,61	-9 %	1,88	1,84	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,60	0 %	0,65	0,65	0 %	0,70	0,70	0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	35,2	30,1	30,9	30,6	33,3
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	11,0	9,9	9,9	9,9	9,9
Käyttöomaisuus	16,1	15,1	15,9	15,6	18,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,6	3,2	3,2	3,2	3,2
Vaihtuvat vastaavat	100	106	105	91,2	98,9
Vaihto-omaisuus	26,4	23,5	23,8	20,8	20,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	25,8	24,9	47,7	41,7	45,8
Likvidit varat	48,1	57,5	33,4	28,7	33,0
Taseen loppusumma	135	136	136	122	132

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	38,4	49,7	56,9	60,4	67,9
Osakepääoma	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	6,7	7,2	15,8	22,3	29,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	3,0	3,0	3,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	20,5	31,2	29,8	29,8	29,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,9	4,7	4,5	4,5	4,5
Laskennalliset verovelat	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	0,0	4,3	4,0	4,0	4,0
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	91,1	81,6	74,4	57,0	59,9
Korolliset velat	1,3	1,3	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	86,0	76,3	69,5	52,1	55,0
Muut lyhytaikaiset velat	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9
Taseen loppusumma	135	136	136	122	132

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

Arviomme mukaan Raute hinnoitellaan markkinoilla tulos pohjaisesti. Yhtiölle soveltuvat mielestämme hyvin sekä EV-pohjaiset tunnusluvut että P/E-kerroin, sillä yhtiön tuloslaskelman ylä- ja alaosissa ei ole huomattavia poikkeamia. EV-pohjaisia tunnuslukuja arvioitaessa on kuitenkin syytä jossain määrin kiinnittää huomiota taseessa olevien asiakasennakoiden määrään suhteessa pidemmän ajan keskiarvoon, sillä ennakoiden muutokset voivat heiluttaa kassavirtaa ja sitä kautta yritysarvoa melko voimakkaastikin projektisykliä mukana. Ennakot eivät myöskään ole yhtiön omaa rahaa, joten mielestämme ne painavat Rautelle hyväksyttäviä EV-kertoimia jossain määrin ainakin tietyissä projektisykliä vaiheissa, vaikka toki Rauten liiketoiminnan kokonaiskuvan kannalta ennakkoihin pohjautuva projektien maksulogiikka onkin erittäin hyvä asia myös sijoittajien vinkkelistä.

Lisäksi käytämme Rauten arvotuksen arvioinnissa ”kuumemittareina” volyymipohjaista EV/S-kerrointa ja tase pohjaista P/B-lukua käytämme arvonmäärityksessä hahmottamaan osakkeeseen ladattujen odotusten voimaa, vaikka Raute ei missään tapauksessa olekaan taseen tai volyymien kautta hinnoiteltava pääomaintensiivinen yhtiö. Osinkotuoton rooli Rautessa on arviomme mukaan nykyisellä kasvuun nojaavalla strategialla pienehkö, vaikka historiallisesti iso osa Rauten tuotosta on tullut osingosta.

Hyväksyttävä arvostus on vielä maltillinen

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät tukevat ja painavat Rauten arvostusta:

Kestävä teknologinen kilpailuetu ja vahva markkina-asema pitävät luottamuksen yhtiön pitkän ajan kilpailukyvyyn

suhteen korkealla ja tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Jälkimarkkinaliiketoimintojen kasvu tukisi Rauten hyväksyttävää arvostusta, ja näiden kannattavampien ja vakaampien osien kasvun jatkuessa arvostuksessa voisi olla nousuvaraa.

Tase on vahva kesän 2023 rahoitusjärjestelyiden jäljiltä, mikä rajaa osakkeen riskiprofiilia.

Lähi vuosien tulokasvunäkymä on perusskenaariossa rajallinen vuoden 2024 roimasti kohonneen tulostason takia, mutta strategian toteutuksen onnistuessa tai toimintaympäristön kehittyessä ennusteitamme paremmin yhtiöllä olisi tilaa positiivisiin yllätyksiin.

Sijoittajien luottamus yhtiöön on luultavasti kärsinyt vuosien 2020–2022 vaikeina aikoina, ja arvostuksen nousu vaatii Rautelta tuloksellisesti ehjiä kvartaaleja ja vuosia.

Liiketoiminnan voimakas syklisyys pitää sijoittajan riskit kroonisesti korkealla ja vaatii selkeitä turvamarginaaleja etenkin syklisesti hyvässä vaiheessa.

Pieni koko nostaa liiketoiminnan riskiprofiilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyntyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön.

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella 7x–10x ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 10x–14x. Nämä kerroinhaarukat ovat karkeasti linjassa yhtiön pitkän aikavälin kertoimien kanssa. Mielestämme jälkimarkkinaliiketoimintojen (Services ja Analyzers) viime vuosien pääosin hyvä kehitys on tukenut osaltaan Rautelle hyväksyttävää arvostusta jossain määrin, mutta vähintään yhtä isona vastavoimana tälle on ollut pitkän ajan korko-odotusten nousu.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	15,1	15,1	15,1
Osakemäärä, milj. kpl	6,23	6,33	6,33
Markkina-arvo	94	95	95
Yritysarvo (EV)	68	72	67
P/E (oik.)	7,8	9,4	8,3
P/E	7,8	9,4	8,3
P/B	1,7	1,6	1,4
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,4	3,9	3,3
EV/EBIT (oik.)	4,5	5,5	4,5
Osinko/tulos (%)	30,5 %	39,8 %	38,8 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Suhteessa vastaavalla liiketoimintamallilla operoivaan ydinverrokkiryhmään (Helsingin pörssin pienet ja/tai investointitavaravetoiset konepajat) nähden Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen karkeasti 10–30 % alennuksella keskimäärin korkeamman riskiprofiilin takia toistaiseksi. Alennuksessa voisi mielestämme olla pidemmällä sihdillä laskuvaa, jos yhtiö pystyisi parantamaan lähivuosina kasvun ja kannattavuuden track-recordiaan onnistuneen strategian toteutuksen kautta.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat matalat

Rauten arvostus on matala jo vuoden 2024 toteutuneella tuloksella (2024 TOT P/E 4x, EV/EBIT 3x), mutta sykliselle yhtiölle toteutuneen tuloksen antama selkänöja ei ole erityisen vahva. Rauten vuoden 2025 ennusteidemme mukaiset kertoimet ovat P/E 9x ja EV/EBIT 5x, joten myös ennusteidemme mukaisella vakaalla tulostasolla osakkeen arvostus on yhtiölle hyväksymiämme tasoa alempi. Vuoden hieman laskevaa tulosta peilaavilla vuoden 2026 ennusteillamme arvostuskuva on samansuuntainen. Siten pidämme kertomia hyvin maltillisina, vaikka ennakoiden luultavasti poikkeuksellisen suuri määrä painaakin EV-pohjaisia kertoimia myös tälle vuodelle tarkasteltuna. EV-kertoimien laskennassa yhtiön 4 MEUR:n oman pääoman ehtoinen vaihdettava juniorilaina on käsitelty velkana kesään 2026 asti. Tämän jälkeen odotamme lainan konvertoituvan osakkeiksi, sillä tavoitehintamme on lainan konversiokurssin (12,69 € / osake vuoden 2024 lopussa) alapuolella.

Historiallinen tase- ja volyymipohjainen arvostus antavat myös positiivista signaalia

Rauten kuluvan vuoden EV/S-kerroin 0,3x (sis. 3 MEUR:n

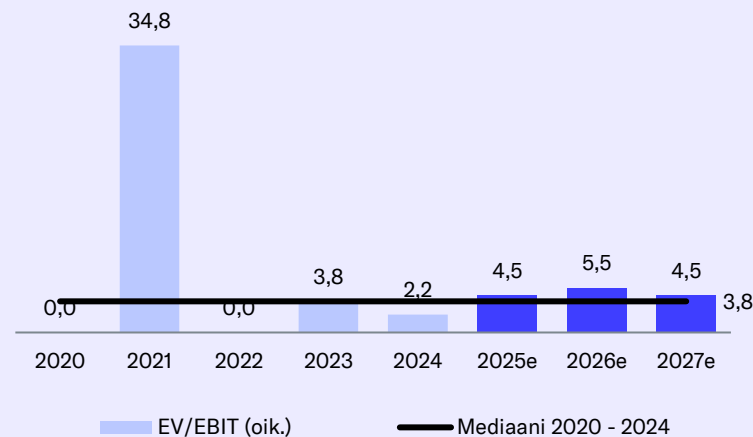
oman pääoman ehtoisen juniorilainan käsittely velkana) on hieman Rauten oman 5 vuoden mediaanin yläpuolella. Taso on kuitenkin absoluuttisesti erittäin alhainen ja Rauten oma matala keskipitkän ajan EV/S-mediaani peilaa myös yhtiön vaikeuksia. Pidämme yhtiön volyymipohjaista arvostusta yhä matalana, sillä mielestämme yhtiön teknologiaan ja markkina-asemaan liittyvät kilpailuedut ovat säilyneet ennallaan myös viime vuosien vaikeuksissa.

Rauten arvostuksen maltillisuutta peilaa myös yhtiön P/B-luku 1,8x (2024 TOT). Tasearvostus on mielestämme siedettävä suhteessa Rauten viime vuosikymmenen oman pääoman tuottoon (2014–2024 mediaani ROE-% 13 %). Lisäksi tulostunto on vakaantumassa korkealle tasolle, mikä on tyypillisesti toteutuessaan ajanut Rauten P/B-arvostusta pidemmän ajan keskiarvon yläpuolelle ennen pitkää. Näin ollen osake saa mielestämme pientä tukea myös tasepohjaisesta arvostuksesta tässä vaiheessa. Kohtuullinen tase- ja matala volyymipohjainen arvostus sekä niiden osakkeelle antamat kohtuulliset tukitasot laskevat mielestämme Rauteen nyt tehtävän sijoituksen riskiprofiilia ja parantavat siten tuotto-riskisuhdetta.

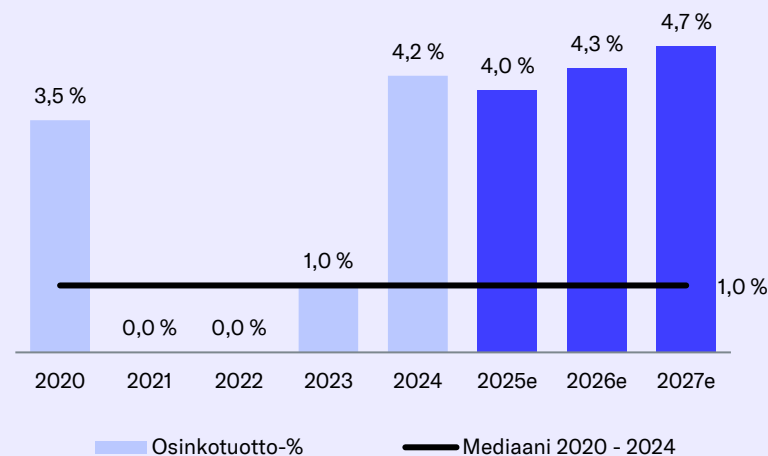
Verrokkiryhmäarvostus on vain suuntaa antava

Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Helsingin pörssin pienet konepajat ja suuremmista pohjoismaisista konepajoista teollisuuden investointitavarahyödykkeissä operoivat yhtiöt. Tämän tyyppiset yhtiöt ovat mielestämme jollain tavoin peilattavissa Rauteen samantyyppisten liiketoiminta-ajureiden takia. Verrokkiarvostus on kuitenkin mielestämme vain suuntaa antava metodi yhtiölle, sillä verrokkiryhmä on kapea eikä se sisällä suoria kilpailijoita.

EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2025 ja 2026 ovat P/E-lukujen osalta 11x ja 10x ja EV/EBIT-kertoimien osalta 10x ja 9x. Mielestämme yleisesti verrokkiyhtiöiden arvostukset eivät ole kalliita, mutta tuloskomponentteihin liittyy epävarmuuksia, sillä valtaosassa yhtiöitä ennusteisiin on leivottu sisään taloustilanteen piristymisen ajama tulosparannus. Kokonaisuuden valossa Raute on kuitenkin arvostettu tulospohjaisesti tuntuvalta ja perusteltua tasoa suuremmalla alennuksella suhteessa verrokkiryhmään.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminäali-jakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 19 euroa, mikä antaa positiivisen kuvan osakkeeseen ladatuista pitkän ajan odotuksista muiden arvostusmenetelmien tavoin. Malli kuvastaa toistaiseksi vähäisten näyttöjen takia ainoastaan skenaariota, jossa yhtiön kannattavuuden palauttaminen historiallisille tasoille onnistuu.

DCF-mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on osakkeen riskiprofilia heijastellen 10,0 % ja oman pääoman kustannus 10,6 %. Olemme nostaneet mallissamme tuottovaatimuksia lievästi yleisten globaaliin kauppaan, talouteen ja geopolitiikkaan liittyvien riskien nousun vuoksi. Riskien poistuessa ja yhtiön suorituskyvyn parantuessa edelleen tuottovaatimuksessa voisi olla mielestämme ajan yli laskuvaraa, vaikka nykyiset korko-odotukset ja omaan pääomaan nojaava rahoitusrakenne pitävät tuottovaatimusta melko korkeana. Siten DCF-arvoon jää nousuvaraa sekä ennusteiden että tuottovaatimusten suunnasta, mikäli Rauten strategian toteutus onnistuisi

yhtiön tavoitteiden mukaan.

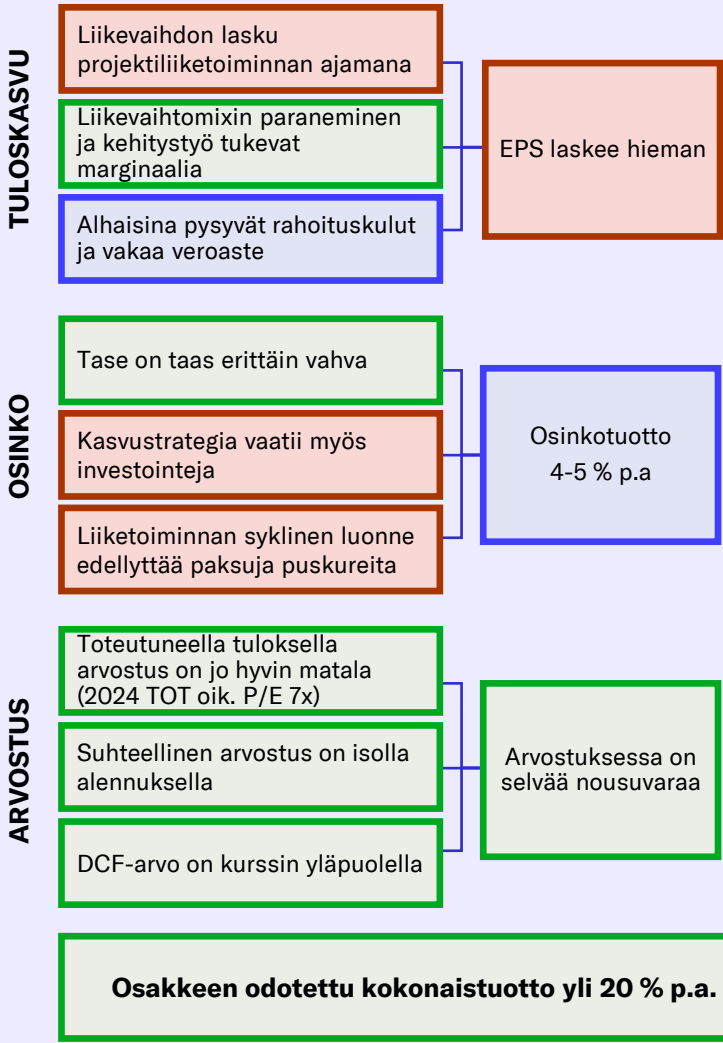
Riskikorjattu tuotto-odotus on selvästi plussalla

Lähivuosien ennusteidemme ja yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien sekä DCF:n pohjalta arvioimme Rauten osakkeen käyväksi arvoksi nyt noin 16–20 euroa osakkeelta. Nykyiseltä kurssitasolta Rauten osakkeen tuotto-odotus nousee mielestämme arvostuksen nousuvaran ja osingon valossa selvästi tuottovaatimusta korkeammaksi 12 kuukauden sihdillä, vaikka ennusteidemme skenaariossa yhtiön tulos joudutaan vuosien 2024–2025 korkealta tasolta lievästi alaspäin ensi vuonna. Odotamme arvostuksen nousevan, kun yhtiö osoittaa välttävänsä tulosromahduksen lähivuosina, mikä taas nostaa sijoittajien luottamusta yhtiöön. Siten säilytämme vahvan positiivisen näkemyksemme Rautesta ennallaan.

Keskeisimmät näkemykseemme liittyvät riskit ovat mielestämme ennustepuolella, ja tuotto-odotus voisi jäädä odotuksistamme, jos yhtiön tulostulo pettäisi talouskasvunäkymien heikentymisen tai projektiriskien realisoitumisen takia tai jos Wood Processing päätyisi jälleen vaikeuksiin liikevaihdon laskun myötä. Vastaavasti tuotto-odotus voisi olla vielä ennusteskenaariotamme selvästi parempi, jos yhtiö onnistuisi pysymään tuloskasvussa ja saavuttamaan strategiansa mukaiset taloudelliset tavoitteensa arviotamme paremmin kehittyvässä toimintaympäristössä. Näin ollen riskitkin ovat jokseenkin neutraalissa tasapainossa ennusteissamme piilevä skenaario huomioiden.

Osaketuoton ajurit 2024–2027e

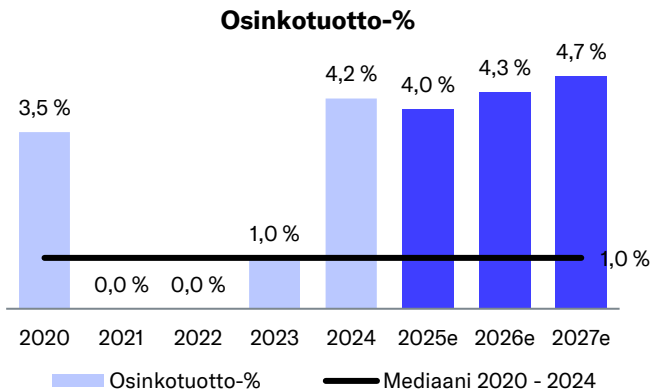
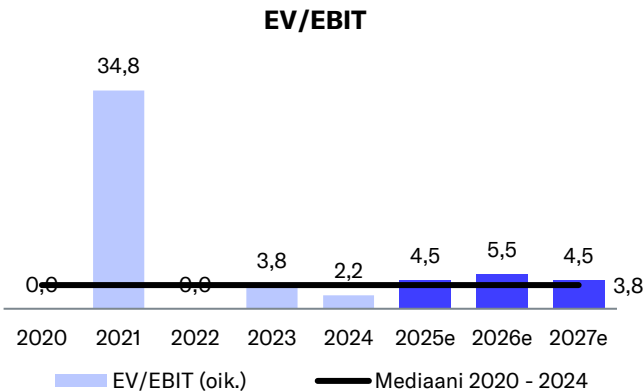
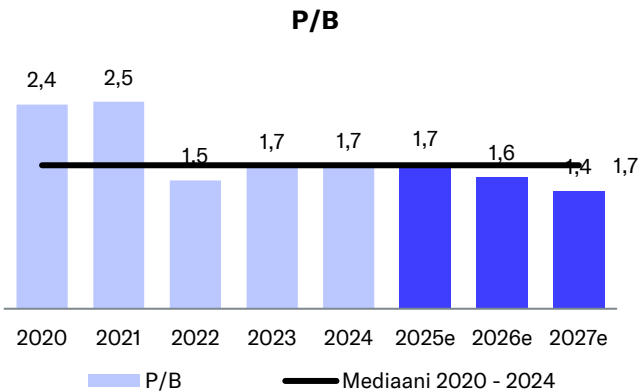
Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	22,70	19,80	8,260	9,840	13,10	15,05	15,05	15,05	15,05
Osakemäärä, milj. kpl	4,26	4,26	4,26	6,12	6,12	6,23	6,33	6,33	6,33
Markkina-arvo	97	84	35	60	80	94	95	95	95
Yritysarvo (EV)	93	72	42	16	31	68	72	67	59
P/E (oik.)	neg.	53,0	neg.	19,1	6,4	7,8	9,4	8,3	7,4
P/E	neg.	neg.	neg.	51,7	6,7	7,8	9,4	8,3	7,4
P/B	2,4	2,5	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,4	1,3
P/S	0,8	0,6	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,5	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	73,2	34,8	neg.	2,4	1,6	3,4	3,9	3,3	2,8
EV/EBIT (oik.)	neg.	34,8	neg.	3,8	2,2	4,5	5,5	4,5	3,6
Osinko/tulos (%)	neg.	0,0 %	0,0 %	45,3 %	27,8 %	30,5 %	39,8 %	38,8 %	39,4 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	4,2 %	4,0 %	4,3 %	4,7 %	5,3 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Glaston	60	79	6,8	5,7	4,4	3,5	0,4	0,3	8,8	7,4	7,8	9,9	0,9
Ponsse	708	712	13,0	11,5	8,0	7,5	0,9	0,9	20,1	16,5	2,8	3,1	1,9
Kesla	15	26	26,4	13,2	13,2	8,8	0,6	0,6		15,0		1,2	1,2
Robit	31	49	7,1	7,1	4,5	4,1	0,5	0,5	8,0	6,6	4,2	5,6	0,6
Metso	7144	8295	10,5	9,5	8,8	8,0	1,6	1,6	12,9	11,5	4,5	4,8	2,5
Valmet	4316	5323	9,8	8,5	7,4	6,6	1,0	0,9	11,7	9,8	5,9	6,1	1,6
Hiab	2446	2372	10,7	9,5	9,1	8,2	1,4	1,3	15,2	13,4	3,6	3,8	2,2
Konecranes	4238	4413	8,3	7,7	6,8	6,5	1,1	1,0	11,0	10,2	3,3	3,6	2,0
Kalmar	1662	1742	8,4	7,6	6,5	6,0	1,1	1,0	10,5	9,4	4,4	4,8	2,3
Raute (Inderes)	94	68	4,5	5,5	3,4	3,9	0,3	0,4	7,8	9,4	4,0	4,3	1,7
Keskiarvo			11,2	8,9	7,6	6,6	0,9	0,9	12,3	11,1	4,6	4,7	1,7
Mediaani			9,8	8,5	7,4	6,6	1,0	0,9	11,3	10,2	4,3	4,8	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-53 %	-36 %	-54 %	-41 %	-66 %	-56 %	-31 %	-8 %	-7 %	-10 %	-10 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

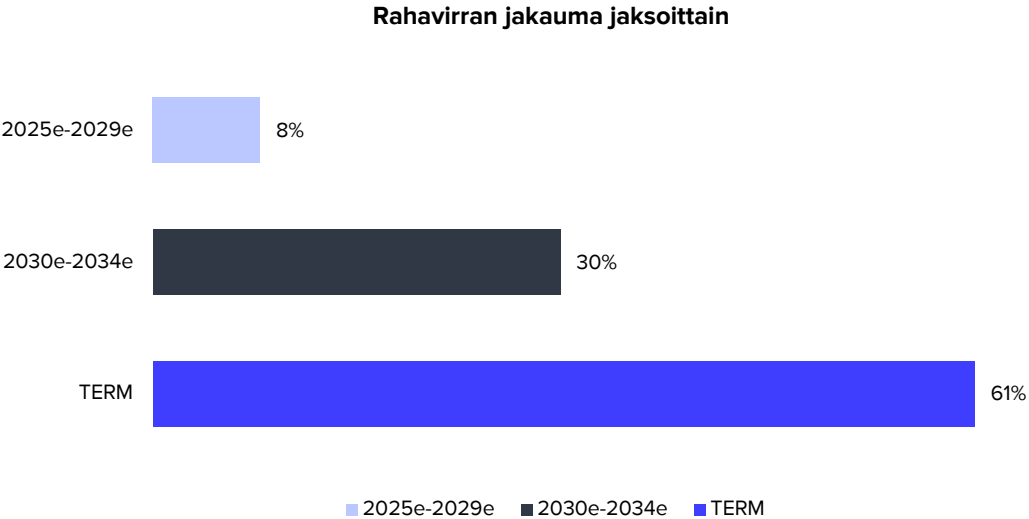
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	40,7 %	-2,9 %	-12,6 %	5,5 %	5,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,7 %	7,6 %	7,6 %	8,0 %	8,5 %	7,5 %	7,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	13,7	15,0	13,3	14,7	16,3	14,9	14,3	12,7	11,9	12,3	12,6	
+ Kokonaispoistot	5,4	5,2	5,2	5,3	4,8	5,0	5,4	5,5	5,7	5,7	5,8	
- Maksetut verot	-6,0	-3,7	-3,1	-3,4	-3,8	-3,5	-3,4	-3,0	-2,9	-3,0	-3,0	
- verot rahoituskuluista	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-5,8	-30,0	-8,4	-0,6	0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,4	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	7,7	-13,2	6,9	16,0	17,9	15,7	15,7	14,5	14,5	14,8	15,2	
+ 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	-2,7	-6,0	-5,8	-6,2	-5,7	-6,5	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,9	-19,2	1,2	9,8	12,2	9,2	9,7	8,5	8,5	8,8	8,4	
+/- Muut	0,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,2	-18,8	1,4	9,8	12,2	9,2	9,7	8,5	8,5	8,8	8,4	109
Diskontattu vapaa kassavirta		-17,6	1,2	7,6	8,6	5,9	5,6	4,5	4,1	3,9	3,4	43,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		70,2	87,9	86,7	79,1	70,5	64,6	59,0	54,5	50,4	46,5	43,2
Velaton arvo DCF		70,2										
- Korolliset velat		-8,6										
+ Rahavarat		57,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		119										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,1										

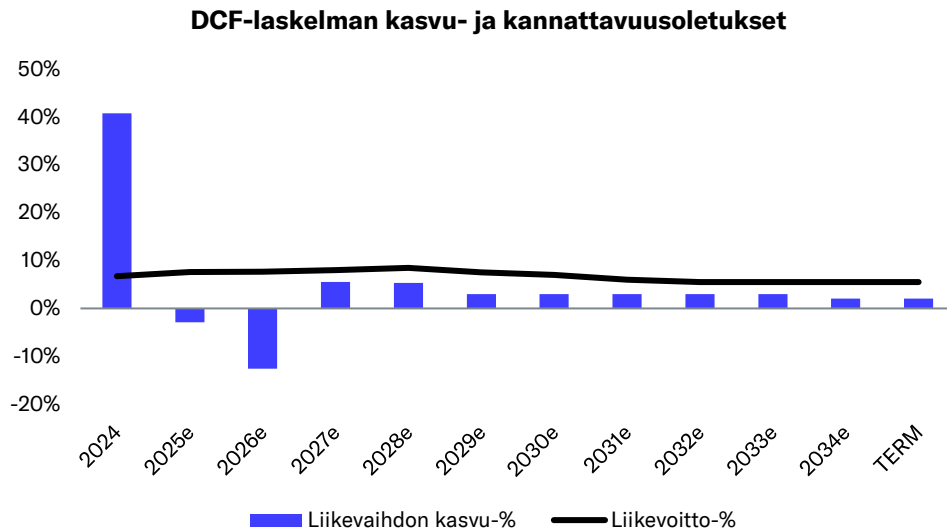
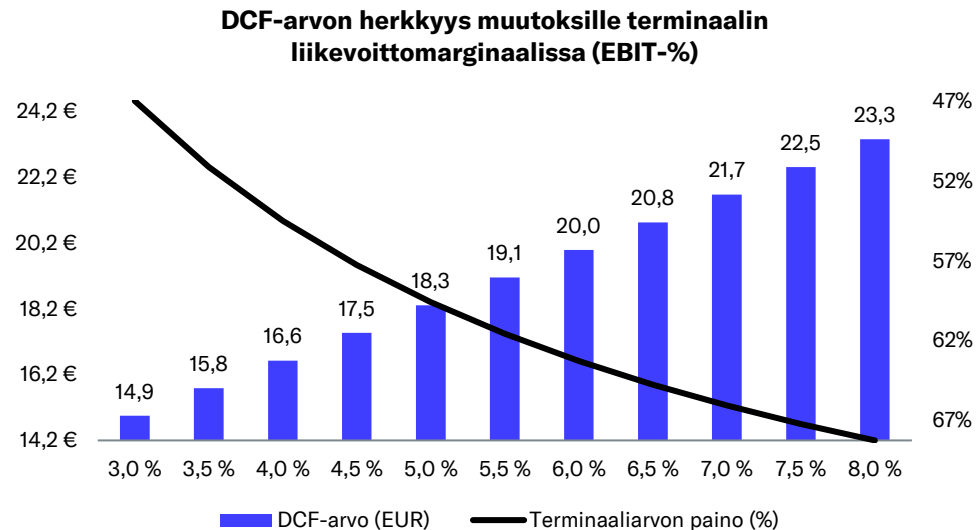
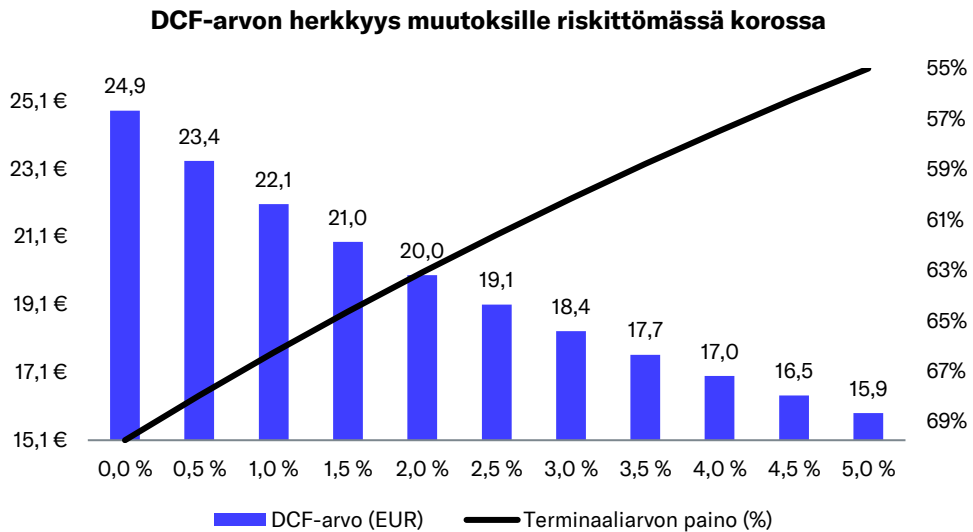
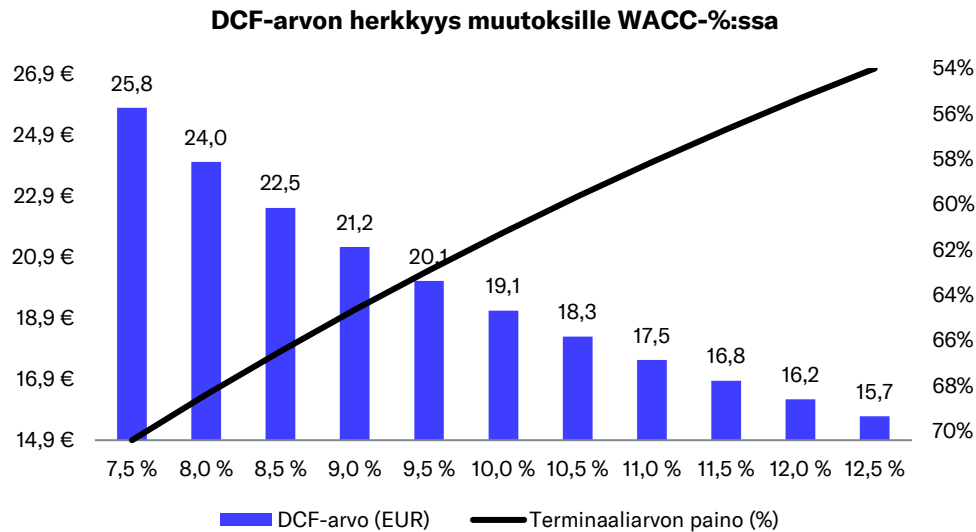
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

Ydinliiketoiminnot ovat taksonomialuokittelun ulkopuolella

Rauten pääliiketoiminnoista puunjalostuksen käytettyjen laitteiden valmistaminen ei kuulu taksonomialuokittelun piiriin, sillä se ei kuulu suuripäästöisiin toimialoihin. Sen sijaan vuonna 2023 uusiutuvan energian teknologioiden valmistus, muiden vähähiilisten teknologioiden valmistus, datavetoisten IT/OT-ratkaisujen tarjoaminen, korjaaminen, kunnostaminen ja uudelleenvalmistus sekä varaosien myynti edistävät kiertotalouteen siirtymistä ja kuuluvat siten luokittelun piiriin.

Näin ollen liikevaihdon osalta taksonomiakelpoisuus nousee 40 %:iin, mutta taksonomian mukaisiksi näitä toimintoja ei luokitella. Operatiivisten kulujen ja pääomamenojen osalta taksonomiakelpoisuus jää toisaalta nolliin. Taksonomiakelpoisuusprosentilla ei myöskään ole edellytyksiä nousta, mikäli selvästi nykyistä suurempaa osaa yhtiön ulkoista liikevaihtoa generoivista tuotteista ei luokitella myöhemmin taksonomiassa. Nykyinen taksonomialuokittelu ei myöskään kata kaikkia kestäviä liiketoimintoja. Emme usko, että osin alhaiset taksonomiaprosentit aiheuttavat välittömiä nousupaineita esimerkiksi rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai johtaa muihin liiketoiminnallisiin haasteisiin.

Yhtiö altistuu epäsuorasti puutuotesektoriin kohdistuvalle säännöstelylle

Mielestämme Rauten liiketoimintaan liittyvät suorat ympäristöpolitiikkaan liittyvät elementit ovat suhteellisen vähäisiä. Puutuotesektoriin keskittyneenä yhtiönä Raute altistuu epäsuorasti puutuotesektoriin liittyvälle sääntelylle. Toisaalta yhtiö pystyy auttamaan puutuotesektorin asiakkaitaan sääntelyyn sopeutumisessa ainakin tietyiltä osin ja yleisesti hiiltä sitovien puutuotteiden käyttöön ja käytön lisäämiseen suhteudutaan yhteiskunnissa positiivisesti. Emme toistaiseksi näe taksonomialla olevan suoria nopean aikavälin taloudellisia

vaikutuksia Rauteen, kuten esimerkiksi merkittävän paljon pienempiä rahoituskustannuksia tai merkittäviä liiketoimintariskejä.

Emme odota merkittäviä investointitarpeita ilmastotavoitteita kohti pyrkimisestä

Raute päivitti ilmasto-ohjelmansa strategiansa yhteydessä keväällä 2023. Rauten ilmasto-ohjelma tähtää hiilipäästöjen osalta omien toimien hiilineutraaliuteen vuonna 2030. Tavoitetta ei ole vahvistettu Pariisin sopimuksen mukaisesti ulkopuolisten toimijoiden taholta, mikä ei kuitenkaan ole poikkeuksellista Rauten kokoluokan yrityksille.

Arviomme mukaan Rauten kokonaispäästöjen osalta kannalta keskeisessä roolissa ovat etenkin scope3:n päästöt, joihin yhtiön suorat vaikutusmahdollisuudet ovat rajalliset. Arviomme mukaan ilmastotavoitteita kohti eteneminen ei tule aiheuttamaan Rautelle nykytiedon valossa merkittäviä ja yllättäviä lyhyen aikavälin kustannuksia, mutta jäämme odottamaan asiasta vielä lisätietoa. Myöskään tulevaisuuden investointitarpeiden emme lähtökohtaisesti oletta nousevan tavoitteiden pohjalta merkittävästi.

Taksonomiakelpoisuus	2023	2024
Liikevaihto	40 %	32 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	6 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	0 %	0 %
OPEX	0 %	0 %
CAPEX	0 %	0 %

Ilmasto		
Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemisskenaario)	Ei	Ei

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analyytikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkemysten muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
01/08/2019	Vähennä	22,50 €	21,80 €
02/10/2019	Lisää	26,00 €	24,70 €
31/10/2019	Lisää	26,00 €	23,80 €
15/01/2020	Vähennä	26,00 €	27,10 €
14/02/2020	Vähennä	24,00 €	25,60 €
19/03/2020	Vähennä	18,00 €	19,00 €
30/04/2020	Myy	18,00 €	20,60 €
14/05/2020	Vähennä	18,00 €	18,60 €
24/07/2020	Vähennä	18,00 €	19,00 €
30/10/2020	Vähennä	19,00 €	19,00 €
15/02/2021	Vähennä	22,00 €	23,60 €
09/03/2021	Vähennä	22,00 €	21,70 €
29/04/2021	Vähennä	24,00 €	23,30 €
14/05/2021	Lisää	25,00 €	23,00 €
26/07/2021	Vähennä	24,00 €	23,50 €
25/10/2021	Vähennä	23,00 €	22,00 €
26/01/2022	Lisää	21,00 €	18,75 €
14/02/2022	Lisää	21,00 €	19,55 €
03/03/2022	Vähennä	16,50 €	15,00 €
02/05/2022	Vähennä	14,00 €	13,00 €
22/06/2022	Vähennä	13,00 €	11,90 €
25/07/2022	Vähennä	11,00 €	10,40 €
24/10/2022	Vähennä	10,00 €	9,56 €
01/12/2022	Vähennä	10,00 €	9,50 €
15/02/2023	Vähennä	10,00 €	10,00 €
10/03/2023	Vähennä	10,00 €	9,00 €
02/05/2023	Lisää	12,00 €	10,10 €
24/05/2023	Lisää	11,50 €	10,80 €
08/06/2023	Osta	11,50 €	8,50 €
22/08/2023	Osta	11,50 €	8,44 €
25/08/2023	Osta	11,50 €	9,20 €
03/01/2024	Osta	12,50 €	9,88 €
16/02/2024	Lisää	12,50 €	10,50 €
06/05/2024	Osta	12,50 €	10,40 €
25/06/2024	Lisää	15,00 €	13,35 €
09/08/2024	Lisää	16,00 €	13,55 €
17/10/2024	Osta	16,00 €	11,65 €
23/10/2024	Osta	17,00 €	12,90 €
24/10/2024	Osta	17,00 €	12,75 €
14/02/2025	Osta	18,00 €	14,50 €
21/04/2025	Osta	18,00 €	15,05 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**