

Yhtiö tekee oikeita asioita, mutta töitä riittää

Perjantaina järjestetty Rapalan CMD tarjosi aiempaa paremman näkyvyyden yhtiön tilanteeseen ja strategian etenemiseen. Yhtiö tekee oikeita asioita, mutta myös haasteita riittää edelleen ja muutosprosessi vie aikaa. Olemme kuitenkin aiempaa luottavaisempia strategian onnistumiseen ja olemme tarkistaneet ennusteitamme ylöspäin. Tämän seurauksena nostamme tavoitehintamme 3,50 euroon (aik. 3,10 euroa), mutta toistamme vähennä-suosituksen, sillä haluamme nähdä vielä konkreettisia merkkejä strategian edistymisestä.

Rapalan brändit edelleen arvokkaita, toimitusketjua ketteröitetään

Saimme tilaisuudessa vahvistusta käsityksellemme, että Rapalan brändit ovat edelleen vahvoja ja niillä on hinnoitteluvoimaa. Yhtiön ongelmat ovat olleet enemmänkin toimitusketjun hallinnan puolella. Pidämme erittäin positiivisena, että yhtiö on muuttanut tuotantoketjuaan enemmän tilausohjautuvaksi ja tuotannonläpimenoaikoja on saatu laskettua selvästi Euroopan tehtailla. Varastotasot ovat tämän seurauksena laskeneet selvästi, mikä on vapauttanut pääomia. Pitkään alisuoriutuneen Batamin uistintehtaan tehokkuuden parantaminen on johdon fokuksessa tänä vuonna ja pidämme sen etenemistä kriittisenä, jotta Rapala kykenisi nousemaan seuraavalle tasolle kannattavuudessaan. Etenemisen aikataulu jäi kuitenkin epäselväksi ja arvioimme koko prosessin läpikäynnin vievän aikaa (1-2 vuotta).

Verkkokauppa Eurooppaan

Rapala kertoi tilaisuudessa uudesta omasta Euroopan verkkokaupastaan ja lisäksi Rapalan tuotteet tulevat myyntiin Amazonille Euroopassa. Pidämme liikkeitä erittäin positiivisina ja Rapala on vihdoin aloittanut jakelukanavansa sopeuttamisen vähittäiskaupanmurrokseen myös Pohjois-Amerikan ulkopuolella. Suoraan B2C-rajapintaan siirtyminen antaa Rapalalle paremman myyntikatteen tuotteistaan, pääsyn asiakasdataan ja paremman hallinnan omaan brändiinsä. Euroopan verkkokaupan varastot ja pakkaus ovat tällä hetkellä ulkoistettuja ja toiminta tuo luonnollisesti myös kustannuksia. Kivijalkakaupoille suuntautuvan B2B-jakeluvolyymiin näemme edelleen laskevan tulevaisuudessa. Näkemyksemme mukaan Rapalan maakohtaiset jakeluyhtiöt ovat olleet sille aiemmin merkittävä kilpailuetu, mutta yhtiön pitää arviomme mukaan alkaa sopeuttaa niiden kustannuksia tulevaisuudessa suhteessa laskevaan volyymiin.

Nostimme 2019 ja 2020 tulosennusteitamme

Odotuksiemme vastaisesti Rapala ei lanseerannut CMD:llä taloudellisia tavoitteita, mikä tekee tulevien vuosien kannattavuuspotentiaalin haarukoinnista hankalaa. Olemme nostaneet tulosennusteitamme vuosien 2019e ja 2020e osalta 15 % ja 8 %. Tulosparrannus koostuu Batamin operatiivisten haasteiden helpottamisesta ja myyntikatteen parantumisesta tuotemixin painottuessa enemmän omiin tuotteisiin. Myös varastotasojen ennakoimme laskevan, mikä keventää tasetta ja alentaa korkokuluja. Kokonaisuutena uskomme strategian tulosten heijastuvan yhtiön lukuihin asteittain painottuen strategiakauden (2017-2019) loppupuolelle.

Näkemyksemme yhtiön suhteen on muuttunut aiempaa positiivisemmaksi

Yhtiön suunta on oikea, mutta muutokset vievät aikaa. 2018e P/E jää vielä ennusteillamme korkeaksi 18x, mutta ennustamamme tulosparrannuksen toteutuessa 2019e P/E nousee jo houkuttelevalle tasolle 11x. Tulosparrannukseen liittyy edelleen kuitenkin merkittävää epävarmuutta ja ennen positiivisen näkemyksen ottamista haluamme nähdä enemmän konkretia myös toteutuneiden lukujen valossa.

Analyyttikko

Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Olli Vilppo
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

Suositus

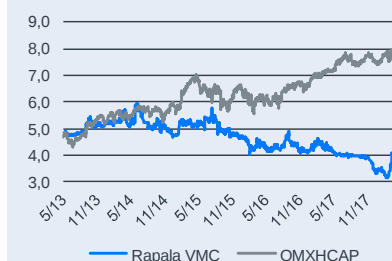
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 3,50 EUR

Edellinen: 3,10



Lähde: Thomson Reuters

Ei-lisän päätös 3,44 EUR

12 kk vaihteluväli 3,13-4,22 EUR

Potentiaali 1,7 %

Ohjeistus

Yhtiö odottaa koko vuoden vertailukelpoisen myynnin olevan viime vuotta korkeampi (2017: 253 MEUR) ja vertailukelpoisen liikevoiton ylittävän 15 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	261	7	2,8 %	2	-0,08	0,10	1,0	10,5	14,3	18,8	2,4 %
2017	253	9	3,5 %	6	0,05	0,04	0,8	11,3	18,0	29,8	1,2 %
2018e	256	17	6,7 %	13	0,19	0,10	0,8	7,9	11,3	17,7	2,9 %
2019e	261	22	8,6 %	19	0,31	0,15	0,8	7,0	9,2	11,0	4,4 %
2020e	266	24	9,0 %	21	0,37	0,20	0,7	6,3	8,2	9,4	5,8 %
Markkina-arvo, MEUR			132	OPO / osake 2018e, EUR			3,70	CAGR EPS, 2017-2020, %			97 %
Nettovelka 2018e, MEUR			55	P/B 2018e			0,9	CAGR kasvu, 2017-2020, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			195	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			36,5 %	ROE 2018e, %			5,4 %
Taseen koko 2018e, MEUR			264	Omavaraisuusaste 2018e, %			57,1 %	ROCE 2018e, %			7,9 %

CMD:llä esitellyt toimet oikeita

Saimme tilaisuudessa vahvistusta käsityksellemme, että Rapalan brändit ovat edelleen vahvoja ja niillä on hinnoitteluvoimaa. Suurimmalla kalastusmarkkinalla Pohjois-Amerikassa Rapalalla on edelleen ylivoimainen markkinajohtajan asema uistimissa, fileointiveitsissä ja kolmihaarakoukuissa (VMC). Myös muilla keskeisillä markkinoilla yhtiön markkina-asema on päätuote-alueilla erittäin vahva. Myös yhtiön liiketoiminnan johtaminen vaikuttaa aiempaa systemaattisemmalta käsittäen tuotekehityksen, tuotannon, jakelun ja markkinoinnin. Yhtiötä pyritäänkin viemään nyt aiemmasta vanhanaikaisesta siilomaisesta toimintamallista nykyaikaiseen yhtenäiseen ”yksi Rapala” malliin. Muutos on tervetullut ja tämän ajattelun jalkauttaminen sekä sen edellyttämän kulttuurimuutoksen aikaansaaminen ovat avainasioita strategian läpiviennin onnistumisessa. Yhtiön johto on käsityksemme mukaan saanut uutta ajatusmallia jalkautettua varsin hyvin organisaatioon ja tätä muutosta on vauhditettu mittavalla vaihtuvuudella yhtiön johdossa. Kokonaisuutena yhtiön sisäinen muutos vaikuttaakin edenneen aiempia odotuksiamme paremmin.

Tuotanto

Yhtiön ongelmat ovat olleet globaalien toimitusketjun hallinnan puolella. Pidämme erittäin positiivisena, että yhtiö on muuttanut tuotantoketjuaan enemmän kysyntäohjautuvaksi ja tuotannonläpimenoaikoja on saatu laskettua alle puoleen Euroopan tehtailla. Kysyntäohjautuvan toimitusketjun edellytyksenä on ollut, että yhtiö on saanut rakennettua paremman informaatiovirran tehtaiden ja maiden omien varastonhallintajärjestelmien välille. Rapala on myös aloittanut maakohtaisten varastojen yhdistelyn (mm. Norja + Ruotsi, Australia ja Ukraina), minkä avulla säärisiä kyetään hajauttamaan paremmin ja pienentämään sitoutuneen pääoman määrää. Yhtiön varastotasot ovat tehtyjen toimien seurauksena laskeneet selvästi, mikä on vapauttanut pääomia. Odotamme positiivisen kehityksen myös jatkuvan, sillä yhtiöllä on useita lean-projekteja käynnissä toimitusketjun virtaviivaistamiseksi ja siirtyminen kohti yhä keskitetympiä varastoja johtaa väistämättä varastotasojen laskuun.

Yksi suurin kysymysmerkki strategian etenemisessä on Batamin uistintehdas. Pitkään alisuoriutuneen maailman suurimman uistintehdään tehokkuuden parantaminen on johdon fokuksessa tänä vuonna ja pidämmekin sen etenemistä kriittisenä, jotta

Rapala kykenisi nousemaan seuraavalle tasolle kannattavuudessaan. Etenemisen aikataulu jäi kuitenkin CMD:llä epäselväksi ja arvioimme koko prosessin läpikäynnin vievän aikaa (1-2 vuotta), sillä tuotenimikkeiden runsas määrä (10 000 SKU) ja isohko määrä manuaalisia tuotantoprosesseja, tekee tehtaan tuotevirtojen hallinnasta varsin monimutkaista, mikä hidastaa muutoksien tekemistä. Rapalan käydessä läpi Batamilla valmistettavia tuotenimikkeitä sen on myös tarkoitus ulkoistaa se osa tuotteista, mitä tehtaalla ei kyetä valmistamaan kannattavasti. Batamin tehtaan ongelmat ovat jatkuneet jo vuosia jatkuvista korjaustoimista huolimatta. Mielestämme onkin tärkeää, että yhtiö on valmis myös aiempaa merkittävämpiin toimiin (ulkoistukset).

Jakelustrategia

Rapala kertoi tilaisuudessa uudesta omasta Euroopan verkkokaupastaan ja lisäksi Rapalan tuotteet tulevat myyntiin Amazonille Euroopassa. Pidämme liikkeitä erittäin positiivisina ja Rapala on vihdoin aloittanut jakelukanavansa sopeuttamisen vähittäiskaupanmurrokseen myös Pohjois-Amerikan ulkopuolella. Suoraan B2C-rajapintaan siirtyminen antaa Rapalalle paremman myyntikatteen tuotteistaan, pääsyn asiakasdataan ja paremman hallinnan omaan brändiinsä. Euroopan verkkokaupan varastot, pakkaus ja lähetys ovat tällä hetkellä ulkoistettuja Viroon ja toiminta tuo luonnollisesti myös kustannuksia. Uskomme vaikutuksen kannattavuuteen olevan positiivinen, kunhan volyymi nousee riittäväksi. Arvioimme tämän tapahtuvan asteittain seuraavan kahden vuoden aikana.

Kivijalkakaupoille suuntautuvan B2B-jakeluvolyymien näemme edelleen laskevan tulevaisuudessa. Olemme edelleen myös sitä mieltä, että Rapalan jakelemien kolmansien osapuolien tuotteiden lasku jatkuu, kun enemmän tätä volyymia siirtyy valmistajien omiin verkkokauppoihin tai esimerkiksi Amazonin jakeluun. Odotamme Rapalan tuotemixin painottuvan tulevaisuudessa enemmän omiin tuotteisiin kolmansien osapuolien tuotteiden myynnin laskiessa. Näkemyksemme mukaan Rapalan maakohtaiset jakeluyhtiöt ovat olleet, sille aiemmin merkittävä kilpailuetu, mutta yhtiön pitää arvioida mukaan alkaa sopeuttaa niiden kustannuksia tulevaisuudessa suhteessa laskevaan volyymiin. Yhtiön tuleekin tarkastella kriittisesti jakeluyhtiöidensä roolia tulevaisuudessa.

Tulokset painottuvat strategiakauden loppuun

Odotuksiemme vastaisesti Rapala ei lanseerannut CMD:llä taloudellisia tavoitteita, mikä tekee tulevien vuosien kannattavuuspotentiaalin haarukoinnista hankalaa. Koemme johdon tekevän oikeita asioita laajalla rintamalla ja suhtaudummekin aiempaa positiivisemmin strategian onnistumiseen. Olemme nostaneet tulosennusteitamme vuosien 2019e ja 2020e osalta 15 % ja 8 %. 2018 osalta ennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja ne ovat linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa.

Liikevaihdon kasvu pysyy ennusteessamme ennallaan kasvaen edelleen hitaasti painottuen kuitenkin aiempaa enemmän yhtiön omiin tuotteisiin. Myyntikate paranee, sillä matalakatteisempien kolmansien osapuolien tuotteiden osuus myynnistä laskee ja suoraan kuluttajille myytävien omien tuotteiden osuus kasvaa. Myyntikatetta tukee myös kysyntäohjautuvampi toimitusketju, jolloin yhtiön ei tarvitse turvautua hinnan alennuksiin

työntäessään sellaisia tuotteita markkinoille, joita varastoon on jäänyt liikaa.

Batamin tehtaan operatiivisten haasteiden helpottaminen laskee yhtiön kustannuksia asteittain 2018-2020, mikä tukee osaltaan kannattavuutta. Konsernin liikevoittomarginaaliennusteemme ovat edelleen hyvin maltilliset ja näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi korkeiden myyntikatteidensa ansiosta olla potentiaalia saavuttaa selvästi ennusteitamme korkeampi marginaali konsernin omista tuotteista. Tämä kuitenkin vaatisi, että yhtiön kulutehokkuus olisi merkittävästi nykyistä parempi tuotannossa sekä jakelussa.

Myös varastotasojen ennakoimme laskevan vuoteen 2020 mennessä 31 %:iin liikevaihdosta (2017: 36,5 %), mikä keventää tasetta ja alentaa korkokuluja. Kokonaisuutena uskomme strategian tulosten heijastuvan yhtiön lukuihin asteittain painottuen strategiakauden (2017-2019) loppupuolelle.

Ennustemuutokset	2018	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	256	256	0 %	261	261	0 %	266	266	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,3	17,3	0 %	20,6	22,4	9 %	23,0	24,0	5 %
Liikevoitto	17,3	17,3	0 %	20,6	22,4	9 %	23,0	24,0	5 %
Tulos ennen veroja	13,5	13,5	0 %	16,6	18,9	14 %	19,5	20,9	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,19	0,19	0 %	0,27	0,31	15 %	0,34	0,37	8 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %

Lähde: Inderes

Näkemyksemme on aiempaa positiivisempi

Näkemyksemme yhtiön suhteen on muuttunut aiempaa positiivisemmaksi. Yhtiön suunta on oikea, mutta muutokset vievät aikaa. Toteutunut 2017 P/E 30x kertoo hyvin vähän yhtiön todellisesta potentiaalista ja yhtiön arvoa määrittää edelleen strategian onnistuminen. Myös kuluvaan vuodelle 2018e P/E jää vielä ennusteillamme korkeaksi 18x strategian tulosten tullessa läpi hitaasti, mutta ennustamamme tulosparannuksen toteutuessa 2019e P/E nousee jo houkuttelevalle tasolle 11x.

Rapala hinnoitellaan ennusteidemme mukaisilla tulos pohjaisilla kertoimilla (EV/EBITDA ja P/E) selvästi alle verrokkiryhmän (noin -30 %). Myös volyymipohjaisiin kertoimiin (EV/S ja P/B) yhtiö hinnoitellaan selvästi alle verrokkiryhmän (noin -40 %). Tämä kuvastaa yhtiössä piilevää selkeää potentiaalia, mikäli yhtiön ongelmat saadaan korjattua. Ennusteillamme myös yhtiön P/kassavirta (2017-2020e) on matala käyttöpääoman jatkaessa pienentymistään (5x-8x) (sivu 6 taulukko).

Rapalan tulosparannukseen liittyy edelleen kuitenkin merkittävää epävarmuutta ja ennen positiivisen suosituksen antamista haluamme nähdä enemmän konkretiaa myös toteutuneiden lukujen valossa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Globeride Inc	3195,00	292	445			11,7	10,5	0,7	0,7	16,3	14,1	1,7	2,0	1,6
Shimano Inc	14730,00	10406	8707			13,2	11,9	3,2	3,1	26,8	25,0	1,1	1,1	2,9
Newell Brands Inc	27,94	10803	19232	11,0	10,5	9,5	9,0	1,6	1,6	10,0	9,3	3,6	3,8	0,9
Amer Sports Oyj	26,09	3003	3528	15,4	13,7	11,8	10,7	1,3	1,2	19,4	16,9	2,9	3,2	3,1
Fiskars Oyj Abp	20,05	1658	1307	12,7	11,9	9,3	8,8	1,1	1,1	20,8	19,8	3,7	4,0	1,3
Fenix Outdoor International AG	1012,00	1045	1025	10,5	9,5	9,1	8,3	1,7	1,6	16,9	15,3	2,1	2,7	4,3
Johnson Outdoors Inc	72,74	541	476	11,6	10,5	9,0	8,1	1,1	1,0	20,2	16,0			
Deckers Outdoor Corp	91,85	2485	2060	10,9	10,3	8,9	8,4	1,3	1,3	17,0	15,5			2,9
Callaway Golf Co	17,13	1380	1495	15,7	15,4	13,6	12,5	1,5	1,5	20,9	19,6	0,2	0,3	2,3
361 Degrees International Ltd	2,40	527	133	1,0	0,9	0,9	0,9	0,2	0,2	7,6	6,8	5,5	6,2	0,6
Columbia Sportswear Co	80,76	4736	4121	16,1	14,6	13,4	12,3	1,9	1,8	24,2	21,6	1,0	1,1	3,1
Mizuno Corp	3590,00	727	758			15,6	12,5	0,5	0,5	49,9	31,8	1,4	1,4	1,1
Yonex Co Ltd	665,00	474	440			13,9	12,2	0,9	0,9	30,0	27,5	0,7	0,8	
MIPS AB	61,00	149	134	20,8	14,5	21,5	14,2	8,1	5,8	31,6	20,4			6,1
Sturm Ruger & Company Inc	56,90	822	768	10,3		7,4		1,7		14,2				
Rapala VMC (Inderes)	3,44	132	195	11,3	9,2	7,9	7,0	0,8	0,8	17,7	11,0	2,9	4,4	0,9
Keskiarvo				12,4	11,2	11,3	10,0	1,8	1,6	21,7	18,5	2,2	2,4	2,5
Mediaani				11,6	11,2	11,7	10,6	1,3	1,3	20,2	18,3	1,7	2,0	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-3 %	-18 %	-32 %	-34 %	-42 %	-38 %	-12 %	-40 %	69 %	123 %	-65 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	260,6	140,9	112,4	253,3	142,2	114,0	256,2	260,7	265,7
<i>Konsernin omat tuotteet</i>	<i>172,1</i>	<i>94,9</i>	<i>73,9</i>	<i>168,8</i>	<i>97,2</i>	<i>77,0</i>	<i>174,2</i>	<i>179,7</i>	<i>185,7</i>
<i>Kolmansien osapuolten tuotteet</i>	<i>88,5</i>	<i>45,9</i>	<i>38,6</i>	<i>84,5</i>	<i>45,0</i>	<i>37,0</i>	<i>82,0</i>	<i>81,0</i>	<i>80,0</i>
Käyttökate	14,1	14,5	1,2	15,7	16,2	8,5	24,7	29,2	30,9
Poistot ja arvonalennukset	-6,9	-3,5	-3,3	-6,9	-3,6	-3,8	-7,4	-6,8	-6,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,8	11,4	0,1	11,5	12,6	4,7	17,3	22,4	24,0
Liikevoitto	7,2	11,0	-2,1	8,9	12,6	4,7	17,3	22,4	24,0
<i>Konsernin omat tuotteet</i>	<i>17,4</i>	<i>11,5</i>	<i>1,5</i>	<i>13,0</i>	<i>12,6</i>	<i>5,4</i>	<i>18,0</i>	<i>21,6</i>	<i>23,2</i>
<i>Kolmansien osapuolten tuotteet</i>	<i>1,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,6</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>
Nettorahoituskulut	-5,0	-1,8	-1,4	-3,2	-1,8	-2,0	-3,8	-3,5	-3,1
Tulos ennen veroja	2,2	9,2	-3,6	5,6	10,8	2,7	13,5	18,9	20,9
Verot	-4,2	-3,1	-0,2	-3,3	-3,2	-0,8	-4,0	-5,7	-6,3
Vähemmistöosuudet	-1,0	-0,1	-0,4	-0,5	-1,0	-1,0	-2,0	-1,3	-0,6
Nettotulos	-3,0	6,0	-4,2	1,8	6,6	0,9	7,4	11,9	14,1
EPS (oikaistu)	0,22	0,17	-0,05	0,12	0,17	0,02	0,19	0,31	0,37
EPS (raportoitu)	-0,08	0,16	-0,11	0,05	0,17	0,02	0,19	0,31	0,37

Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-6,3 %	-1,6 %	-4,3 %	-2,8 %	0,9 %	1,4 %	1,1 %	1,8 %	1,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-19,3 %	-26,9 %	-97,8 %	-39,0 %	10,8 %	6544,2 %	50,7 %	29,5 %	7,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	5,4 %	10,3 %	1,1 %	6,2 %	11,4 %	7,4 %	9,6 %	11,2 %	11,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	7,2 %	8,1 %	0,1 %	4,5 %	8,9 %	4,1 %	6,7 %	8,6 %	9,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	-1,2 %	4,3 %	-3,7 %	0,7 %	4,6 %	0,8 %	2,9 %	4,6 %	5,3 %

Lähde: Inderes

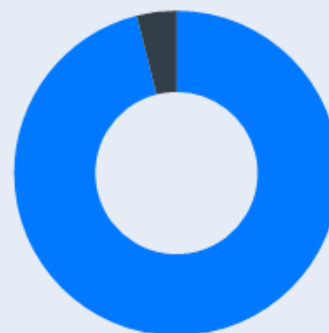
Liikevaihdon jakautuminen



■ Konsernin omat tuotteet ■ Kolmansien osapuolten tuotteet

Lähde: Inderes

Liikevoiton jakautuminen



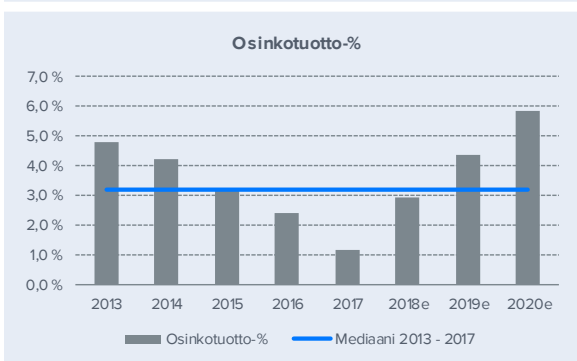
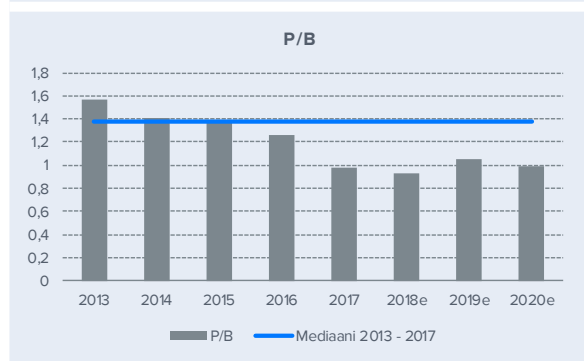
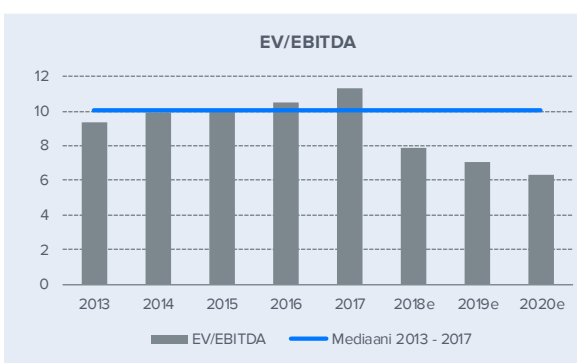
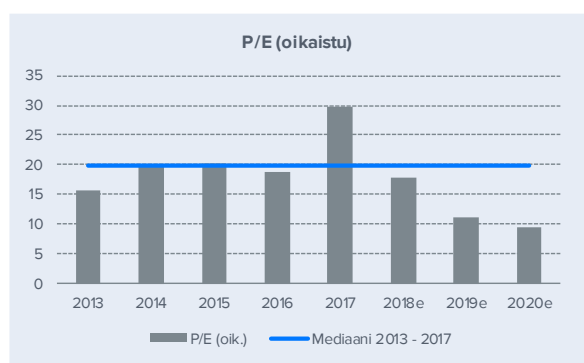
■ Konsernin omat tuotteet ■ Kolmansien osapuolten tuotteet

Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,01	4,75	4,74	4,21	3,45	3,44	3,44	3,44
Markkina-arvo	194	183	182	161	132	132	132	132
Yritysarvo (EV)	313	298	305	269	207	195	206	196
P/E (oik.)	15,6	19,9	20,2	18,8	29,8	17,7	11,0	9,4
P/E	15,6	19,9	27,1	neg.	71,9	17,7	11,0	9,4
P/Kassavirta	9,9	21,3	91,9	5,5	4,9	7,8	5,7	7,5
P/B	1,6	1,4	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1	1,0
P/S	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,3	10,0	10,0	10,5	11,3	7,9	7,0	6,3
EV/EBIT	12,0	13,0	13,1	14,3	18,0	11,3	9,2	8,2
Osinko/tulos (%)	74,8 %	83,7 %	85,9 %	-127,7 %	83,3 %	51,5 %	48,2 %	54,5 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,2 %	3,2 %	2,4 %	1,2 %	2,9 %	4,4 %	5,8 %

Lähde: Inderes

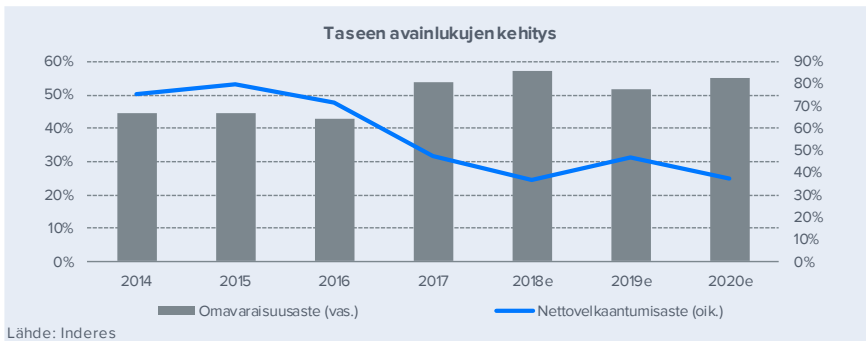


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	126	124	113	113	113
Liikearvo	48	48	48	48	48
Aineettomat oikeudet	30	30	25	25	25
Käyttöomaisuus	34	36	33	32	32
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	3	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	2	2	2
Laskennalliset verosaamiset	8	6	6	6	6
Vaihtuvat vastaavat	187	193	152	151	149
Varastot	116	102	92	87	83
Muut lyhytaikaiset varat	0	1	0	0	0
Myyntisaamiset	59	56	50	51	52
Likvidit varat	12	34	10	13	13
Taseen loppusumma	313	316	266	264	261

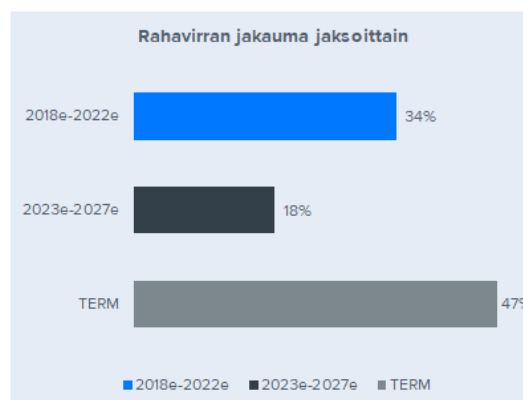
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	132	128	136	142	125
Osakepääoma	4	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	112	108	91	97	105
Omat osakkeet	-5	-5	-5	-5	-5
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	22	22	47	47	22
Vähemmistöosuus	9	9	7	9	10
Pitkäaikaiset velat	72	53	44	47	55
Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	59	42	35	37	42
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	12	9	9	14
Lyhytaikaiset velat	101	127	79	66	71
Lainat rahoituslaitoksilta	65	89	44	31	34
Lyhytaikaiset korottomat velat	37	38	36	36	37
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	313	316	266	264	261



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	8,9	17,3	22,4	24,0	24,6	23,5	22,5	23,0	22,0	22,4	22,9	
+ Kokonaispoistot	6,9	7,4	6,8	6,8	6,9	7,1	7,2	7,4	7,5	7,6	7,6	
- Maksetut verot	-3,3	-4,0	-5,7	-6,3	-6,6	-6,3	-6,1	-6,2	-6,0	-6,2	-6,4	
- verot rahoituskuluista	-1,0	-1,2	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	14,5	4,2	3,4	0,8	0,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	3,9	-2,0	
Operatiivinen kassavirta	26,0	23,7	25,9	24,4	25,0	21,6	21,0	21,4	20,8	27,1	21,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,3	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	3,4	-6,8	-6,8	-6,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	27,1	16,9	23,3	17,5	17,1	13,7	13,1	13,5	12,9	19,2	14,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	27,1	16,9	23,3	17,5	17,1	13,7	13,1	13,5	12,9	19,2	14,4	221,8
Diskontattu vapaa kassavirta		16,0	20,3	14,1	12,6	9,3	8,2	7,8	6,9	9,4	6,5	100,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	211,1	195,1	174,8	160,7	148,1	138,8	130,6	122,7	115,9	106,5	100,0	
Velan arvo DCF	211,1											
- Korolliset velat		-78,1										
+ Rahavarat		10,3										
-Vähemmistöosuus		-8,3										
-Osinko/pääomapolautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	135,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	3,52											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	30,0 %
Tevoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	278,2	260,6	253,3	256,2	260,7
EBITDA	28,1	14,1	15,7	24,7	29,2
EBITDA-marginaali (%)	10,1	5,4	6,2	9,6	11,2
EBIT	21,0	7,2	8,9	17,3	22,4
Voitto ennen veroja	14,2	2,2	5,6	13,5	18,9
Nettovoitto	6,7	-3,0	1,8	7,4	11,9
Kertaluontoiset erät	-2,3	-11,6	-2,6	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	313,4	316,1	265,7	263,7	261,2
Oma pääoma	140,0	136,1	142,8	150,7	135,1
Liikearvo	47,9	47,9	47,9	47,9	47,9
Korolliset velat	123,4	130,8	78,1	67,9	76,1

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	28,1	14,1	15,7	24,7	29,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,6	17,5	14,5	4,2	3,4
Operatiivinen kassavirta	15,2	28,3	26,0	23,7	25,9
Vapaa kassavirta	2,0	29,1	27,1	16,9	23,3

Yhtiökuvaus
Rapala VMC Oyj on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Rapala-konsernilla on myös vahva maailmanlaajuinen markkina-asema muissa urheilukalastuksen tuotekategorioiden ja se on yksi Pohjoismaiden johtavista ulkoilu-, metsästys- ja talviurheilutuotteiden jakelijoista. Konsernin omien jakeluyhtiöiden verkosto 35 maassa on alan kattavin.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,17	-0,08	0,05	0,19	0,31
EPS oikaistu	0,23	0,22	0,12	0,19	0,31
Operat. kassavirta per osak	0,40	0,74	0,68	0,62	0,68
Tasearvo per osake	3,43	3,33	3,55	3,70	3,26
Osinko per osake	0,15	0,10	0,04	0,10	0,15
Voitonjako, %	86	-128	83	52	48
Osinkotuotto, %	3,2	2,4	1,2	2,9	4,4

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	27,1	neg.	71,9	17,7	11,0
P/B	1,4	1,3	1,0	0,9	1,1
P/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
P/CF	12,0	5,7	5,1	5,6	5,1
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	10,9	19,1	13,1	7,9	7,0
EV/EBIT	14,5	37,4	23,3	11,3	9,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Viellard Migeon & Cio	33,9 %
Sofina S.A	19,2 %
Nordea Nordic Small Cap	8,9 %
ODIN Finland	3,5 %
Valtion Eläkerahasto	3,3 %
Shimano	2,3 %

Suositteluhistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
07/01/2015	Lisää	5,30 €	4,75 €
16/02/2015	Lisää	5,50 €	5,10 €
05/05/2015	Lisää	5,80 €	5,30 €
16/06/2015	Lisää	6,00 €	5,50 €
23/07/2015	Vähennä	5,50 €	5,50 €
22/10/2015	Vähennä	5,00 €	4,90 €
09/02/2016	Lisää	4,60 €	4,12 €
16/05/2016	Vähennä	4,30 €	4,20 €
25/07/2016	Vähennä	4,30 €	4,25 €
31/10/2016	Vähennä	4,30 €	4,29 €
23/01/2017	Lisää	4,70 €	4,21 €
17/02/2017	Lisää	4,90 €	4,45 €
29/04/2017	Lisää	4,70 €	4,19 €
22/05/2017	Vähennä	4,20 €	4,00 €
23/07/2017	Vähennä	4,20 €	4,07 €
30/10/2017	Vähennä	4,20 €	3,92 €
18/12/2017	Vähennä	3,60 €	3,45 €
19/02/2018	Vähennä	3,10 €	3,20 €
06/05/2018	Vähennä	3,50 €	3,44 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>