



Rapala VMC

Yhtiöpäivitys

Matkalla kohti täyttä tulospotentiaalia

Inderes Osaketutkimus & Yritystutkimus

Inderes on vuonna 2009 perustettu osake- ja yritystutkimukseen keskittynyt analyysiyhtiö. Edistämme pääomamarkkinoiden toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä.

Osaketutkimuksemme on palkittu pankkiiritoiminnasta riippumaton analytikkotiimi. Yli 60 Helsingin pörssin yhtiötä käsittävä seurantamme palvelee sijoittajayhteisöä päivittäin.

Yritystutkimuksemme palvelee kaikenkokoisia yrityksiä ja institutionaalisia sijoittajia arvonnäilyksen, riskianalyysien, rahoitusrakenteen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla.

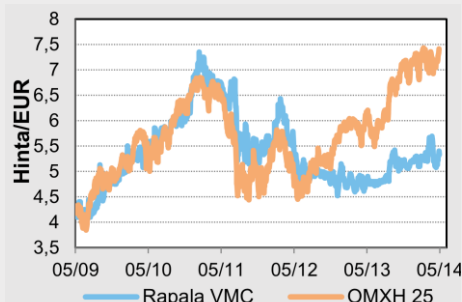
Rapala VMC

23.5.2014

Yhtiöpäivitys

- Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Konsernin brändisalkku sisältää useita alan tunnetuimpia tuotemerkkejä ja siihen kuuluvat lähes kaikki kalastuksen kannalta oleelliset tuotteet ja tarvikkeet. Konserni hyödyntää myös alan laajinta globaalia jakeluverkostoa jakelemalla kolmansien osapuolten tuotteita sen läpi.
- Rapalan kannattavuus on viimeisen parin vuoden aikana ollut odotuksia vaisumpaa ja yhtiön tulostaso on jäänyt alle sen potentiaalin. Odotamme yhtiön tulostason normalisoituvan tulevan 24kk aikana. Kannattavuuden parantumisen myötä uskomme yhtiön palaavan myös kasvu-uralle, kun johto voi sisäisien haasteiden sijaan keskittyä liiketoiminnan kasvattamiseen.
- Ennustetun tuloskasvun lisäksi Rapala tarjoaa sijoittajille myös kiinnostavan yritysostokortin. Odotamme Rapalan jatkavan aktiivisena toimijana yrityskauppamarkkinoilla ja emme voi sulkea pois suuremman järjestelyn mahdollisuutta globaaleilla kalastusvälinemarkkinoilla. Rapala on myös houkutteleva yritysostokohde suuremmalle kuluttajatuoteyhtiölle.

Suositus: Vähennä



Kohdeyhtiö: Rapala VMC

Osakekurssi: 5,30 EUR
Tavoitehintaa: 5,30 EUR
Markkina-arvo: 208 MEUR

Kaupankäyntitunnus: RAP1V

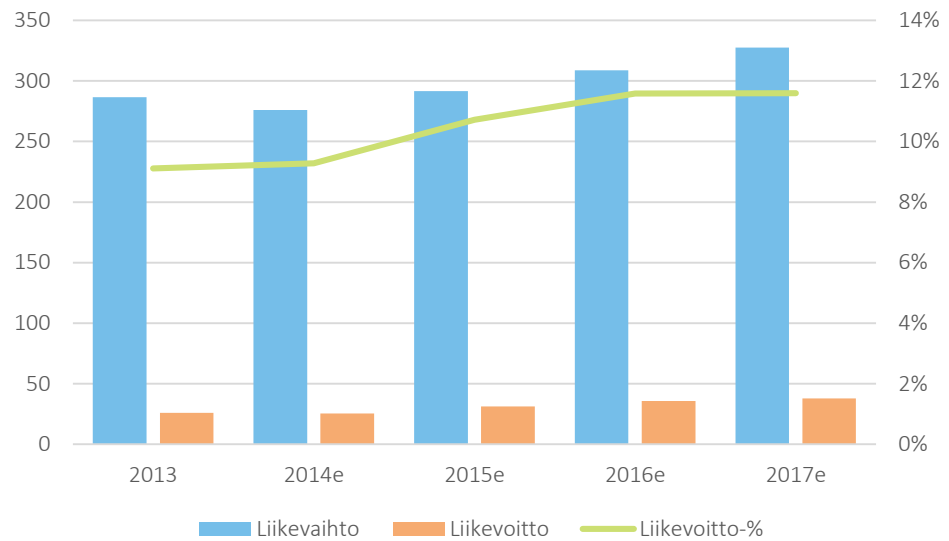
www.rapalavmc.com

Analyttikko:

Sauli Vilén
sauli.vilen@inderes.com
+358 44 025 8908

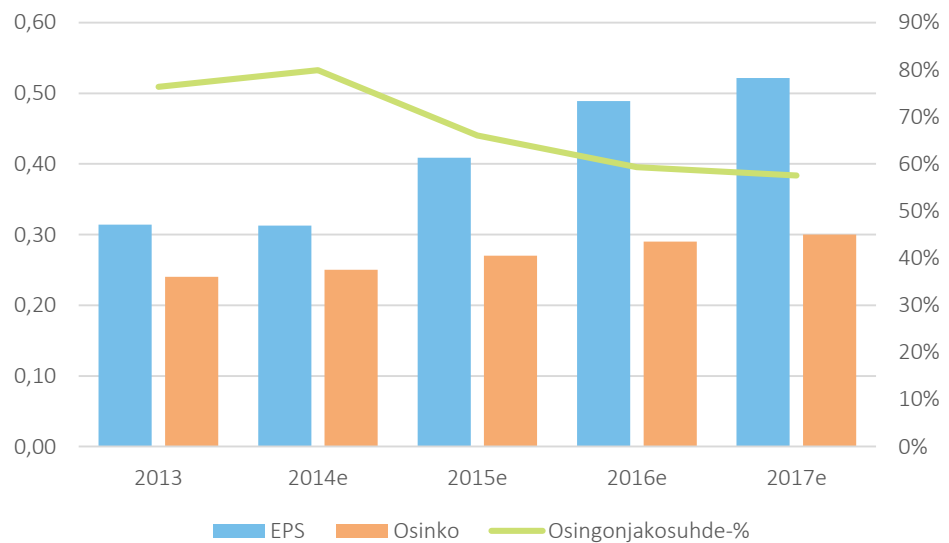
	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja MEUR	Tulos/osake EUR	P/E (x)	EV/LV (x)	P/Kassavirta (x)	EV/EBIT (x)	Osinko/osake EUR
2012	291	26	8.9%	21	0.26	18.8	1.0	6.2	11.6	0.23
2013	287	26	9.1%	21	0.31	15.9	1.1	8.6	12.2	0.24
2014e	275	26	9.3%	19	0.31	17.0	1.2	6.4	12.5	0.25
2015e	292	31	10.7%	27	0.41	13.0	1.1	7.8	10.1	0.27
2016e	309	36	11.6%	32	0.49	10.9	1.0	7.0	8.7	0.29
Markkina-arvo, MEUR		208		Oma pääoma / osake 2014E, EUR	3.2		CAGR EPS 2013-16, %			15.9
Nettovelka 2014E, MEUR		89		Price/book 2014E	1.7		CAGR Liikevaihto 2013-16, %			2.5
Yritysarvo, MEUR		319		Osinkotuotto 2014E, %	4.7		ROE 2014E, %			9.8

Liikevaihdon ja liikevoiton ennustettu kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes

Osakekohtaisen tuloksen ja osingon ennustettu kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

1. Yhteenveto.....	5
2. Yhtiökuvaus.....	7
3 Historiallinen kehitys.....	8
4. Taseanalyysi.....	11
5. Strategia ja kilpailuedut.....	14
6. Konsernin tuotteet.....	15
6.1 Uistimet ja syötit	16
6.2 Koukut (VMC)	17
6.3 Siimat	17
6.4 Tarvikkeet	18
6.5 Konsernin muut tuotteet	18
7. Jakelu	20
7.1 Shimano-jakeluyhteistyö	21
7.2 Kolmansien osapuolten tuotteet.....	24
8 Tulevaisuuden ennusteet.....	25
8.1 Liiketoiminnan potentiaali	27
8.2 Yritysjärjestelykortti	28
9. Arvostustaso	31
10. Merkittävimmät riskit.....	33
Liitteet	34
Vastuuvapauslauseke.....	39

1. Yhteenveto

Rapala on maailman johtavia kalastusvälineiden valmistajia

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Yhtiön ydinliiketoimintana on valmistaa, jaella ja myydä konsernin omia brändituotteita. Konsernin brändisalkku sisältää useita alan tunnetuimpia tuotemerkkejä ja siihen kuuluvat lähes kaikki kalastuksen kannalta oleelliset tuotteet ja tarvikkeet. Konserni hyödyntää myös alan laajinta globaalia jakeluverkostoa jakelemalla kolmansien osapuolten tuotteita sen läpi.

Rapalan kilpailuedut perustuvat brändeihin, skaalaan ja jakeluverkkoon

Rapalan kilpailuetu perustuu yhtiön vahvaan brändiportfolioon, mittakaavaetuihin ja toimialan laajimpaan globaaliin jakeluverkkoon. Näiden kilpailuetujen turvin Rapala kykenee saavuttamaan sen omilla tuotteilla erinomaisia myyntikatteita. Lisäksi laajan jakeluverkostonsa kautta yhtiö pystyy jakelemaan päämiestensä tuotteita ja pienentämään samalla oman liiketoimintansa kausivaihtelua.

Rapalan tulos on tällä hetkellä selvästi alle sen potentiaalin ja odotamme sen normalisoituvan 2016 mennessä

Rapalan tuloskehitys on viimeisen kahden vuoden aikana jäänyt jatkuvasti odotuksista, sillä yhtiön liiketoiminta on kohdannut niin sisäisiä kuin ulkoisiaakin haasteita. Näkemyksemme mukaan Rapalan nykyinen tuloskunto on selvästi sen liiketoiminnan todellisen potentiaalin alapuolella ja yhtiöllä on mielestämme kaikki edellytykset nostaa tulos täysin uudelle tasolle seuraavan kahden vuoden aikana. Arviomme mukaan Rapalan normalisoitu liikevoittomarginaali on noin 11-12 % tasolla, kun se vuonna 2013 oli noin 9 %.

Rapalassa on sijoittajille tarjolla myös mielenkiintoinen yritysjärjestelykortti

Pidämme suurempaa järjestelyä toimialalla mahdollisena ja Rapala on myös itse houkutteleva yritysostokohde

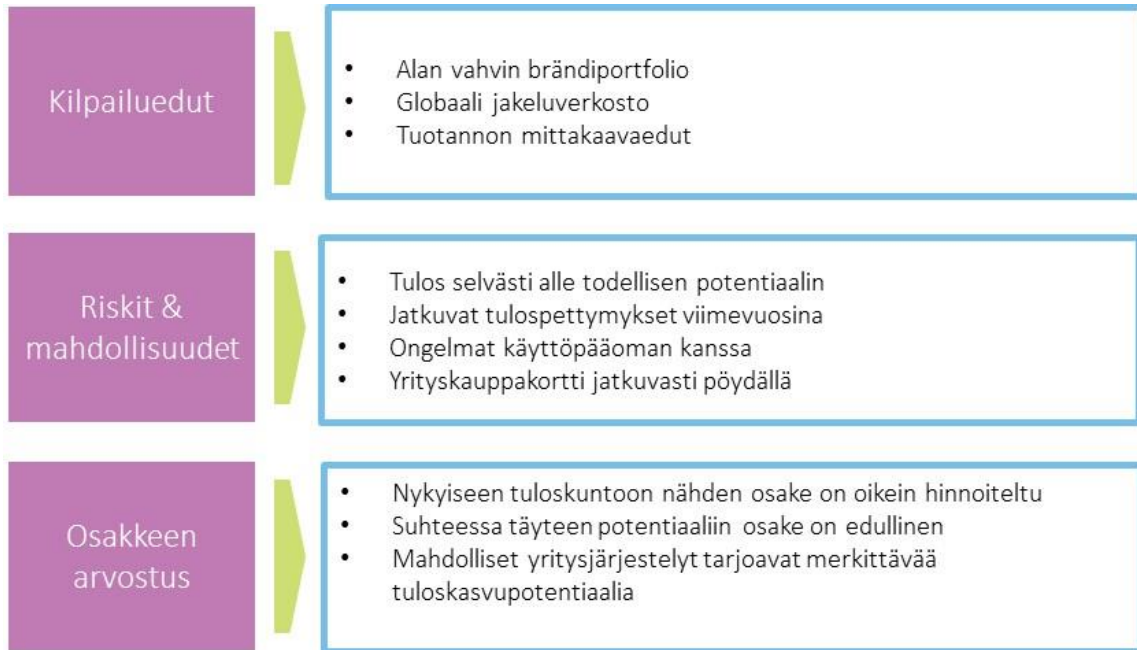
Tulospotentiaalinsa lisäksi Rapalan osake tarjoaa sijoittajille myös erittäin mielenkiintoisen yritysjärjestelyoption. Uskomme kalastusvälinetoimialan konsolidaation jatkuvan tulevaisuudessa ja Rapala on tässä konsolidaatiossa yksi keskeisimpiä pelureita. Uskomme Rapalan etsivän aktiivisesti yritysjärjestelyratkaisua, jolla se saisi täydennettyä tuoteportfolionsa sieltä puuttuvilla vavoilla ja keloilla. Rapala on mielestämme myös erittäin potentiaalinen yritysostokohde sekä jollekin sitä suuremmalle kuluttajatuoteyhtiölle, että teolliselle ostajalle johtuen sen brändisalkun merkittävästä potentiaalista ja liiketoiminnassa piilevästä arvosta.

Odotamme Rapalan palaavan takaisin kasvu-uralle, kunhan sisäiset tulosaasteet saadaan ratkaistua

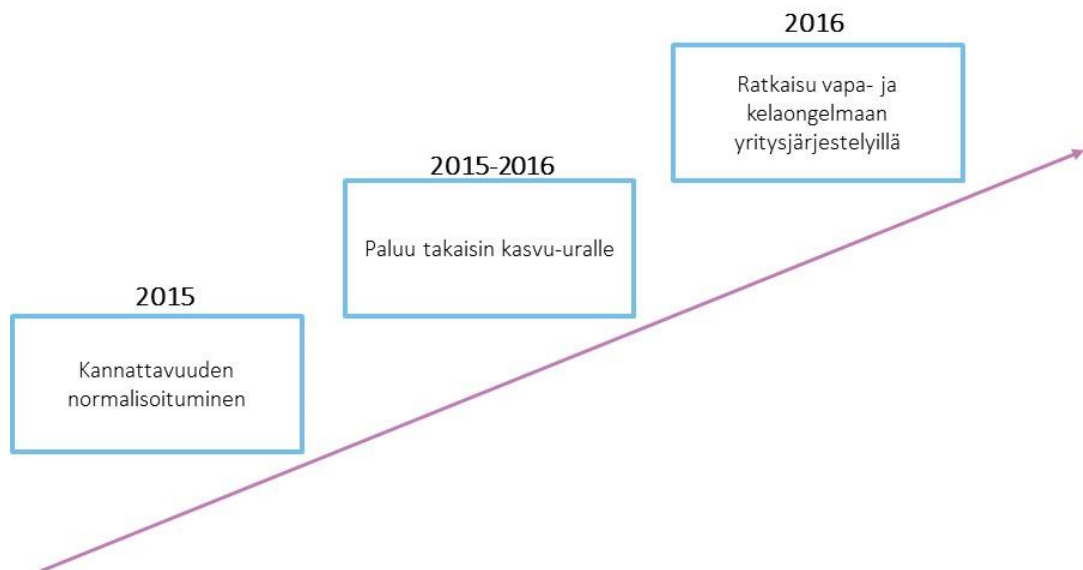
Lähivuosien osalta odotamme Rapalan palaavan takaisin kasvu-uralle ja tuoteryhmistä uskomme etenkin Siimojen ja Tarvikkeiden vetävän yhtiön liiketoiminnan kasvua. Uskomme Rapalan myös jatkavan tämän kasvun vauhdittamista pienemmillä yritysostoilla. Kannattavuuden odotamme palautuvan normaalille tasolle vuoteen 2016 mennessä.

Toistamme vähennä-suosituksemme ja 5,3 euron tavoitehinnan. Vaikka yhtiö on edullinen suhteessa sen potentiaaliin, haluamme nähdä konkreettisia merkkejä tuloksen normalisoitumisesta

Ennusteidemme mukainen Rapalan kuluvan vuoden P/E-kerroin on noin 17x ja vastaava osinkotuotto noin 5 %. Arviomme mukaan Rapalan nykyisen liiketoiminnan normalisoitu tulospotentiaali on noin 0,50 euroa per osake. Tällä tuloksella laskettu P/E-luku on noin 10x, mikä on selvästi verrokkiryhmän alapuolella. Toistamme kuitenkin toistaiseksi Rapalan 5,30 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Viime vuosien jatkuvista tulospettymyksistä johtuen haluamme ensin nähdä konkreettisia merkkejä tuloksen normalisoitumisesta ja kasvu-uralle siirtymisestä ennen ostolaidalle siirtymistä.



Ennustamamme strategiset askelmerkit lähivuosille



Lähde: Inderes

2. Yhtiökuvaus

Rapala on kalastusvälineiden globaali markkinajohtaja

Yhtiön ydinliiketoimintaa on myydä, valmistaa ja jaella omia brändituotteita

Yhtiö myös hyödyntää omaa globaalia jakeluverkostoaan jakelemalla muiden valmistajien tuotteita sen läpi

Rapalan myynnistä lähes 60 % tulee Euroopasta ja noin 30 % Pohjois-Amerikasta

Yhtiön markkina-asema on näillä markkinoilla erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä yhtiön markkinaosuus on hallitseva

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Rapalan myynnistä noin 60 prosenttia muodostuu konsernin omista tuotteista. Yhtiö valmistaa tuotteensa osittain omilla tehtailla Aasiassa ja Euroopassa ja hankkii osan tuotannostaan alihankintana pääosin Aasiasta.

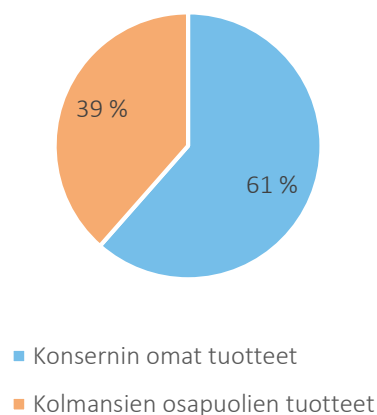
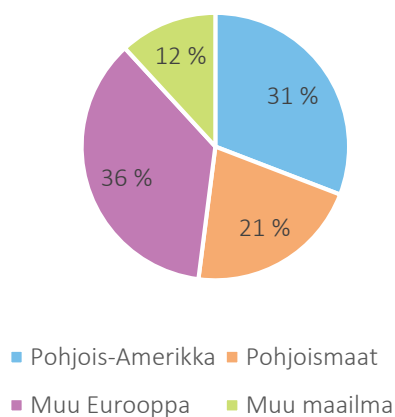
Loput noin 40 % liikevaihdosta muodostuu kolmansien osapuolten tuotteista, joita Rapala myy ja jakelee oman globaalin jakeluverkostonsa läpi. Rapalan jakeluverkosto on erittäin laaja ja vuoden 2013 lopussa se kattoi 35 maata. Tämän lisäksi Rapalan tuotteita myydään yli 100 maahan muiden jakelijoiden toimesta. Rapalan liikevaihto vuonna 2013 oli 287 MEUR ja liikevoitto 26,1 MEUR.

Maantieteellisesti Rapalan suurin markkina-alue on Muu Eurooppa, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2013 oli noin 36 %. Muu Eurooppa alueeseen kuuluvat kaikki Pohjoismaiden ulkopuoliset Euroopan maat. Merkittävimpiä maita ovat Ranska, Venäjä ja Iso-Britannia. Etenkin Venäjän kehitys on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut erittäin vahvaa ja Muun Euroopan kasvusta valtaosa onkin tullut juuri Venäjältä ja itä-markkinoilta.

Toiseksi suurin markkina-alue yhtiölle on Pohjois-Amerikassa, jonka osuus liikevaihdosta on noin 30 %. Pohjois-Amerikassa yhtiön markkina-asema on etenkin uistimissa hyvin vahva ja yhtiön on alueella uistimissa selkeä markkinajohtaja.

Pohjoismaiden osuus yhtiön liikevaihdosta on noin viidennes. Pohjoismaissa yhtiön markkina-asema on erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä markkina-asema on jopa täysin hallitseva. Muun maailman osuus yhtiön liikevaihdosta on hieman yli 10 prosenttia. Muu maailma sisältää liiketoimintaa mm. Aasiassa, Etelä-Amerikassa ja Afrikassa.

Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti ja divisioonittain 2013



Lähde: Rapala & Inderes

3 Historiallinen kehitys

Rapala on perustettu 1936 kalastaja Lauri Rapalan toimesta

Rapala on perustettu vuonna 1936 Suomessa kalastaja Lauri Rapalan toimesta. Seuraavan kolmen vuosikymmenen aikana yhtiöstä kasvoi johtava kotimainen uistintenvalmistaja ja yhtiö alkoi myös viedä tuotteitaan Suomen ulkopuolelle mm. muihin Pohjoismaihin ja Yhdysvaltoihin. 70- ja 80-luvuilla Rapala kansainvälistyi voimakkaasti ja yhä suurempi osa tuotannosta meni vientiin. Myös yhtiön tuotantokapasiteetti kasvoi täysin uudelle tasolle ja tuoteportfoliota laajennettiin uistinten ulkopuolelle.

Rapala listautui Helsingin Pörssiin 1998, kun pääomasijoittajat ja toimiva johto ostivat yhtiön sen perheomistajilta

90-luvulla Rapala jatkoi kansainvälisen jakeluverkostonsa kasvattamista ja yhtiö solmi strategisesti tärkeän jakeluyhteistyön japanilaisen Shimanon kanssa. Vuonna 1998 Rapala listautui Helsingin pörssiin johdon ja pääomasijoittajien ostettua yhtiön sen vanhoilta omistajilta. 2000-luvun alussa Rapala laajensi tuotetarjontaan selvästi ja se hankki omistukseensa ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n (2000), kiinalaisen uistinvalmistaja Willtechin (2001) ja Etelä-Afrikkalaisen uistinvalmistaja Williamsonin (2004). Yhtiö jatkoi myös jakeluverkostonsa laajentamista useisiin uusiin maihin. Tänä aikana Rapalan liikevaihto kasvoi myös uudelle tasolle nousten vuoden 1998 vajaan 100 MEUR:sta vuoden 2004 174 MEUR:oon. Samalla ajanjaksolla liikevoittomarginaali on laskenut 17 %:sta aina 11,5 %:iin.

Pörssilistauksen jälkeen Rapala on ollut aktiivinen toimija yrityskauppamarkkinoilla ja yhtiö on täydentänyt portfoliotaan useilla merkittävillä ostoksilla

Vuodesta 2005 alkaen Rapala on toteuttanut kannattavan kasvun strategiaansa (strategia esitelty tarkemmin kappaleessa 5). Vuosien 2005-2008 aikana yhtiö toteutti useita yritysostoja, joista merkittävin oli yhdysvaltalaisen uistinvalmistaja Luhr Jensenin hankinta vuonna 2005. Tänä aikana yhtiön liikevaihto jatkoi ripeää kasvuaan ja liikevaihto nousi vuoden 2004 174 MEUR:sta vuoden 2008 243 MEUR:oon. Vuosien 2005-2008 liikevoittomarginaali pysyi vakaana 10-13 prosentin välillä.

Rapala selvisi vuoden 2008 finanssikriisistä hyvin pienin vaurioin ja mielestämme tämä kuvastaa hyvin yhtiön liiketoiminnan defensiivisyyttä

Vuoden 2008 finanssikriisi iski myös Rapalaan ja yhtiön liikevaihto laski 3,5 % vuonna 2009, kun taas liiketulos heikkeni noin 30 prosenttia 22 MEUR:oon (FY'08: 31,3 MEUR). Sekä liikevoiton että liikevaihdon heikentymisen taustalla oli etenkin kolmansien osapuolten tuotteiden myynti, jonka volyyymi ja katteet laskivat selvästi. Merkittävin operatiivinen muutos finanssikriisin osalta koski Rapalan varastoja. Yhtiön varastotasot suhteessa liikevaihtoon kasvoivat vuonna 2008 40,5 %:iin vuoden 2007 34,8 %:sta. Tämä nousu selittyy etenkin asiakkaiden ostokäyttäytymisen muutoksilla sekä varastoriskin siirtämisellä arvoketjussa taaksepäin tuotteiden jakelijoille ja valmistajille. Korkeat varastotasot ovatkin olleet Rapalan ongelmana vuodesta 2008 alkaen. Käsitlemme aihetta tarkemmin luvussa 4. Kokonaisuutena Rapala selvisi finanssikriisistä verrattain pienin vaurioin, mikä on mielestämme hyvä osoitus konsernin liiketoiminnan defensiivisyydestä. Yhtiön liiketoiminnan volyyymi toipui finanssikriisistä myös verrattain nopeasti, sillä vuoden 2010 liikevaihto kasvoi yli 15 % ja liikevoittomarginaali elpyi 11,6 %:iin (FY'09: 9,4 %).

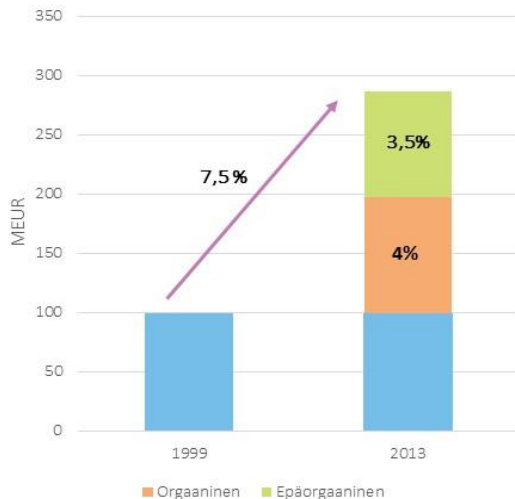
Vuoden 2011 osalta talouden epävarmuus heijastui myös Rapalaan ja liikevaihto kehittyi pehmeästi

Vuonna 2011 globaalin talouden epävarmuus heijastui myös Rapalan kehitykseen ja etenkin Euroopan ja Yhdysvaltojen liikevaihto kehittyi pehmeästi. Myös myöhästynyt talvi heikensi myyntiä. Liikevoitto pysyi kuitenkin hyvällä tasolla ja oli noin 11 % liikevaihdosta. Tilikauden aikana

Vuonna 2011 tehtiin päätös Indonesian tehtaan avaamisesta

Rapala teki merkittävän strategisen päätöksen, kun yhtiö päätti avata uuden tehtaan Indonesiaan korvaamaan yhtiön Kiinan tehtaiden tuotantoa. Tehdas keskittyy erityisesti uistinten valmistukseen ja on täydessä kapasiteetissaan maailman suurin uistintehdas.

Liikevaihdon kasvu per vuosi 1999–2013 ja merkittävimmät yritysostot



Yhtiö	Vuosi	Vuotuinen liikevaihto (MEUR)	Hankitut tuotteet
Storm	1999	4	Muovirunkoiset vaaput
Willtech	2000	10	Uistinvalmistaja
VMC	2000	22	Koukut
Luhr Jensen	2005	8	Uistimet, erityisesti lohien pyynti
Peltonen	2005	5	Sukset
Marttiini	2005	5	Puukot
Tortue	2006	3	Siimat
Suffix	2008	10	Siimat
Dynamite	2010	8	Syötit
Mora Ice	2012	3	Jääkalastus Pohjois-Amerikka
Strike Master	2012	3	Jääkalastus Eurooppa

Lähde: Rapala & Inderes

Vuonna 2012 Rapalan kannattavuus laski selvästi, kun useat sisäiset tekijät heikensivät yhtiön kannattavuutta

Rapala jatkoi kasvuaan vuonna 2012 ja raportoitu liikevaihto nousi 4 prosenttia 291 MEUR:oon. Kun huomioidaan mukaan vuoden 2011 lopulla myyty lahjatavaraliiketoiminta, kasvoi vertailukelpoinen liikevaihto noin 7 %. Liikevoittomarginaali sen sijaan laski 8,9 %:in (FY'11: 11,0 %), mikä oli selkeä pettymys. Heikentyneen liikevoittomarginaalin taustalla oli Indonesian tehtaan ylösajoon ja myyntimixin heikentyminen. Myyntimix heikkeni yhtiön varastojen pienentämiseen tähdänneiden projektien myötä, joiden seurauksena varaston heikoiten kiertävää osaa myytiin matalammilla marginaaleilla. Arviomme mukaan näiden toimien yhdistetty vaikutus liikevoittomarginaaliin oli noin 2 prosenttiyksikköä ja näin ollen normalisoitu liikevoittomarginaali olisi ollut noin 11 %. Varastojen supistaminen onnistui kohtuullisesti ja yhtiö onnistui laskemaan vertailukelpoisia varastoja yli 10 miljoonalla eurolla vuoden 2012 aikana. Katsauskaudella konserni teki myös kaksi yrityskauppaa, kun se laajeni talvikalastukseen ostamalla kairavalmistajat Mora Icen ja Strike Masterin.

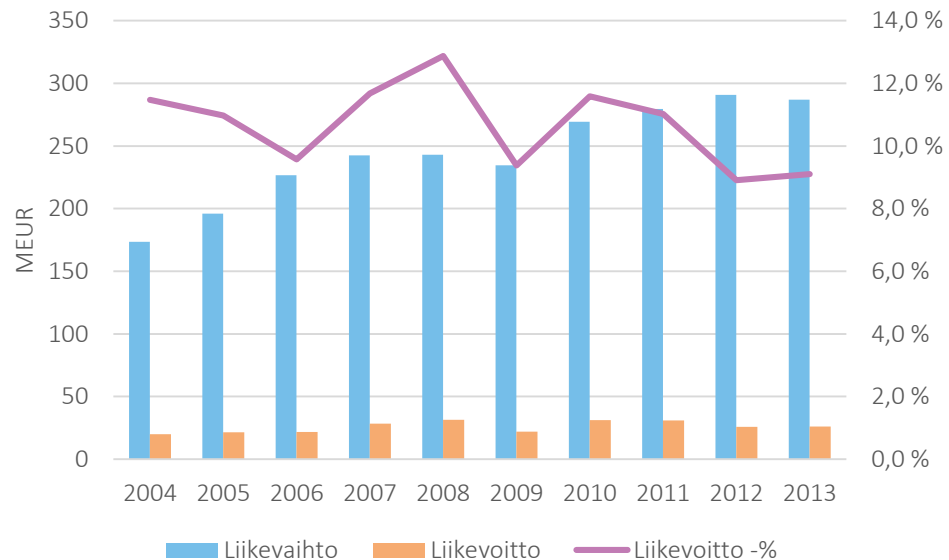
Vuonna 2012 Rapala laajeni myös kairavalmistukseen kahdella yrityskaupalla

Vuosi 2013 oli yhtiölle haastava, kun kallis euro heikensi raportoitua liikevaihtoa ja sisäiset kannattavuushaasteet jatkuivat

Vuosi 2013 oli Rapalalle kokonaisuutena hyvin haastava vuosi. Erittäin vahva euro rasitti Rapalan liikevaihtoa ja raportoitu liikevaihto laski 1,5 % 287 MEUR:oon. Valuuttakursseista oikaistu liikevaihto kasvoi noin 2 prosenttia pitkälti edellisvuonna ostettujen Mora Icen ja Strike Masterin liiketoimintojen ansiosta.

Vuoden 2012 kannattavuusongelmat jatkuivat myös vuonna 2013, sillä liikevoittomarginaali jäi 9,1 %:iin. Marginaalia rasittivat Indonesian tehtaan ylösajo, tuotannon siirrot Kiinan tehtaalta Indonesiaan, varastojen siivous alkuvuoden aikana, tappiot yksittäisissä liiketoimintamaissa ja valuuttakurssit. Näkemyksemme mukaan yhtiön liikevoitto oli vuonna 2013 noin 2 prosenttiyksikköä (tai 5 MEUR) alle sen normalisoidun tulostason.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys 1999-2013



Lähde: Rapala & Inderes

Rapala on pörssilistautumisensa jälkeen kasvanut keskimäärin noin 7,5 % per vuosi ja tämä kasvu jakautuu lähes tasan orgaanisen ja epäorgaanisen kesken

Kokonaisuutena Rapalan liikevaihto on pörssilistautumisensa jälkeen kasvanut keskimäärin noin 7,5 % vuodessa. Arviomme mukaan tästä kasvusta noin 3,5 % on syntynyt epäorgaanisesti yritystostojen avulla ja noin 4 % orgaanisesti markkinoiden kasvun, jakeluverkoston laajentumisen sekä tuotetarjonnan kasvun myötä.

Orgaanisen kasvun moottorina ovat toimineet Itä-Eurooppa ja laajentuminen uusille markkinoille

Maantieteellisesti kasvu on ollut voimakkainta Itä-Euroopassa ja muilla uusilla markkinoilla, jotka ovat toimineet kasvun moottoreina viimeisen 10 vuoden aikana. Pohjois-Amerikassa kasvu on ollut kohtuullista, mikä johtuu etenkin talouden elpymisestä viime vuosina. Pohjoismaissa orgaaninen kasvu on ollut heikkoa saturoituneen markkinan ja erittäin vahvasta markkina-aseman takia.

Liikevoitto on kasvanut noin 4 % per vuosi pörssilistauksen jälkeen

Samaan aikaan yhtiön liikevoitto on kasvanut noin 4 prosenttia vuodessa. Liikevoiton liikevaihtoa hitaampi kasvu johtuu näkemyksemme mukaan etenkin siitä, että aikaisemmin yhtiön tuotetarjonta keskittyi pelkästään erittäin korkean myyntikatteen uistimiin. Yhtiö on viimeisen 15 vuoden aikana laajentanut tarjontaansa huomattavasti ja lähes kaikkien uusien tuoteryhmien kannattavuus on uistimia heikompi.

Tuloksen liikevaihtoa hitaampi kasvu johtuu myyntimixin heikentymisestä ja kolmansien osapuolten tuotteiden kasvaneesta osuudesta

Rapala myös jakelee muiden valmistajien tuotteita, mistä aiheutuva ns. valmistusmarginaalin puuttuminen heijastuu luonnollisesti jakeluliiketoiminnan kannattavuudessa. Jakeluliiketoiminnan osuus on kasvanut viimeisen 15 vuoden aikana merkittävästi ja se kattoi vuonna 2013 lähes 40 % koko konsernin myynnistä.

Kokonaisuutena voidaan siis todeta, että Rapalan myyntimix on heikentynyt. Myyntimixin heikentyminen näkyy luonnollisesti liikevoittomarginaalissa, joka on laskenut vuoden 1999 noin 17 %:sta vuoden 2013 noin 9 %:iin. On toki hyvä huomata, että tämä 9 % on näkemyksemme mukaan selvästi alle yhtiön normalisoidun kannattavuustason.

4. Taseanalyysi

Rapalan taseessa on noin 70 MEUR arvosta aineettomia omaisuuseriä. Näkemyksemme mukaan näihin ei liity minkäänlaista merkittävää alaskirjausriskiä

Rapalan varastotasot ovat historiallisesti olleet hyvin korkeat ja FY'13 lopussa yhtiöllä oli varastoissa sidottuna lähes 3 euroa per osake

Rapala ei ole onnistunut laskemaan varastotasojaan useista yrityksistä huolimatta ja näkemyksemme mukaan ne ovat yhtiön nykyisen paikallisen liiketoimintamallin heikkous

Rapalalla on taseessaan velkaa noin 100 MEUR ja velan korkokustannus on hyvin matala mikä kuvastaa rahoittajien luottamusta yhtiöön

Pitkäaikaisen varallisuuden osalta Rapalan merkittävimmät omaisuuserät liittyvät aineettomaan omaisuuteen, jonka osuus yhtiön varoista on kokonaisuutena noin 70 MEUR. Taseessa on noin 45 miljoonan euron arvosta liikearvoa ja 21 miljoonan euron arvosta tavaramerkkejä, jotka ovat kertyneet sinne vuosien saatossa erilaisista yrityskaupoista. Sijoittajien on hyvä huomata, että tämä liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä Rapalan omaa brändiä, jonka arvo on näkemyksemme mukaan jo itsessään selvästi taseeseen kirjattua aineetonta omaisuusmassaa korkeampi. Näin ollen näkemyksemme mukaan liikearvo ja tavaramerkit eivät siten sisällä minkäänlaista merkittävää alaskirjausriskiä.

Lyhytaikaisen varallisuuden osalta ylivoimaisesti suurin omaisuuserä on vaihto-omaisuus, jonka määrä vuoden 2013 lopussa oli 110 MEUR. Tästä vaihto-omaisuudesta valtaosa (90 %) on sidottuna varastoihin. Suhteessa liikevaihtoon vaihto-omaisuuden määrä oli vuoden 2013 lopussa noin 40 % ja sen määrä on pysynyt 40 prosentin tuntumassa vuodesta 2008 alkaen. Yhtiön varastotasot ovatkin erittäin korkeat, mikä selittyy osaltaan yhtiön liiketoimintamallilla. Rapalan liiketoimintaa johdetaan hyvin lokaalisti ja jakeluverkostossa jokaisella maalla on omat varastot.

Rapala on viimeisen 10 vuoden aikana pyrkinyt säännöllisesti alentamaan käyttöpääomaa erilaisin keinoin, mutta merkittävät tulokset ovat jääneet vähiin. Viimeisin laajempi käyttöpääoman alentamisohjelma tehtiin vuonna 2011, minkä seurauksena vaihto-omaisuuden määrä laski 41 %:sta 38 %:in. Korkea vaihto-omaisuuden määrä on mielestämme yhtiölle ongelma, sillä se heikentää Rapalan oman pääoman tuottoa selvästi.

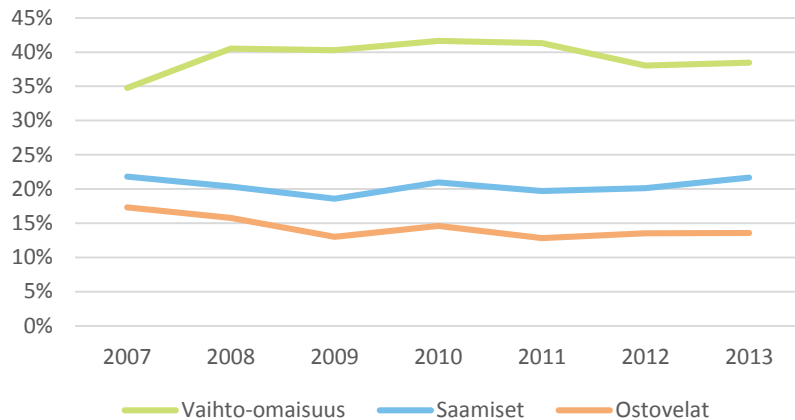
Vaihto-omaisuuden lisäksi myyntisaamiset ovat toinen merkittävä erä yhtiön lyhytaikaisessa varallisuudessa. Vuoden 2013 lopussa myyntisaamiset olivat 59 MEUR tai 21 prosenttia liikevaihdosta. Näkemyksemme mukaan tämä erä on jo nyt kohtuullisen hyvällä tasolla, kun huomioidaan yhtiön suurten asiakkaiden (suuret kauppaketjut kuten Walmart, Bass Pro, S-Ryhmä yms.) valtava hinnoitteluvoima. Emme odota myyntisaamisiin merkittäviä muutoksia tulevaisuudessa ja uskomme niiden pysyvän noin 20 prosentin tasolla suhteessa liikevaihtoon, joka on myös myyntisaatavien pitkän aikavälin historiallinen taso.

Rapalan oma pääoma oli vuoden 2013 lopussa 135 MEUR, josta määräysvallattomille omistajille kuuluva osuus on 12 MEUR. Käytännössä tämä tarkoittaa Shimanolle kuuluvaa osuutta Itä-Euroopan yhteisyrityksestä (katso luku 7.1).

Yhtiöllä on taseessaan lisäksi nettovelkaa noin 100 MEUR ja velan keskimääräinen korkokustannus oli 3,3 %. Korkokustannus on näkemyksemme mukaan edullinen ja kuvastaa rahoittajien luottamusta yhtiötä kohtaan.

Ostovelkoja yhtiöllä oli 2013 lopussa 38 MEUR eli noin 13,5 % liikevaihdosta.

Käyttöpääoman kehitys 2007-2013



Lähde: Rapala

Ongelmat varastojen kanssa tulevat jatkumaan

Rapalan nettovelkaantumisaste 74 % on arviomme mukaan lähellä yhtiön mukavuusaluetta ja mielestämme yhtiön on tärkeää säilyttää tietty velkavipu pääoman tuoton maksimoimiseksi

Rapalan nettovelkaantumisaste oli vuoden 2013 lopussa 74 %.

Näkemyksemme mukaan nykyinen nettovelkaantumisaste on hyvällä tasolla ja tarjoaa yhtiölle kohtuullista liikkumavaraa yritysostokentällä. Sijoittajien on tärkeä muistaa, että Rapalan liiketoiminta on erittäin defensiivistä ja yleinen talouskehitys vaikuttaa sen liiketoimintaan vain rajallisesti. Tästä osoituksena on yhtiön liikevoittomarginaali, joka on vuosien 2007-2013 välillä vaihdellut 9-13 % välillä finanssi- ja eurokriiseistä huolimatta. Defensiivisten rahavirtojen turvin yhtiö kykenee kantamaan korkeampaa velkalastia ja näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaakin käyttää kohtalaista velkavipua pääoman tuoton maksimoimiseksi. Yhtiö ei itse ole ohjeistanut tavoitetasoaan velkaantumisen suhteen, mutta uskomme yhtiön mukavuusalueen olevan nettovelkaantumisasteen suhteen 50-70 %:n tuntumassa. Näin ollen yhtiö on tällä hetkellä hyvin lähellä mukavuusaluettaan.

Käyttöpääoman osalta odotamme varastohaasteiden jatkuvan ja emme näe asiaan ratkaisua ilman muutoksia nykyisessä liiketoimintamallissa

Käyttöpääoman osalta emme odota merkittäviä muutoksia. Ostovelat ja saamiset tulevat arviomme mukaan pysymään historiallisilla tasoilla johtuen yhtiön positiosta arvoketjussa ja rajallisesta hinnoitteluvoimasta molempiin suuntiin arvoketjua. Ostovelkojen suhteen pidämme mahdollisena, että Rapala pystyy tulevaisuudessa hieman kasvattamaan niiden määrää, sillä yhtiö alkaa keskittää hankintojaan suurempiin yksiköihin ja konsernitason. Esimerkkinä tästä on Q1'14 aikana kerrottu Euroopan Shimano-ostojen keskittäminen. Tämä antaa yhtiölle merkittävästi enemmän neuvotteluvoimaa tavarantoimittajia kohtaan ja tämän myötä mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin. Korostamme kuitenkin, että kehityshanke on vasta alussa ja haluamme nähdä siitä konkreettista positiivista kehitystä ennen ennustemuutoksia.

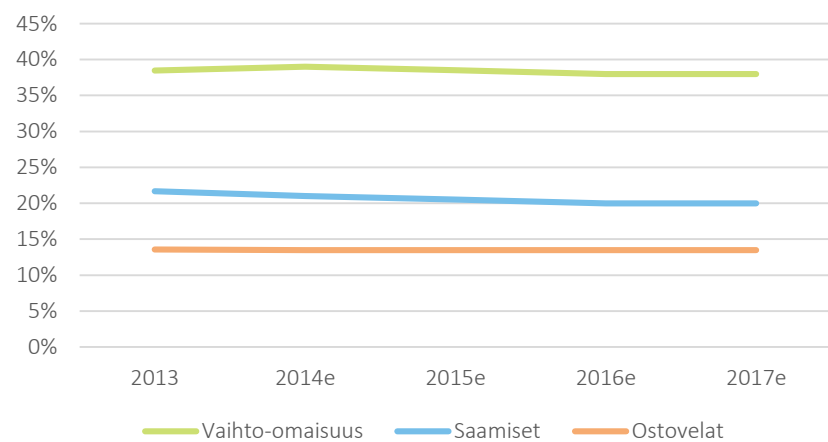
Vaihto-omaisuuden osalta emme odota merkittäviä muutoksia, sillä näkemyksemme mukaan hyvin kevyen ja lokaalisti johdetun organisaation suurimpana haittapuolena ovat juuri korkeat varastotasot. Näkemyksemme

Korostamme kuitenkin, että mikäli yhtiö kykenee parantamaan varastojensa kiertonopeutta, on yhtiön taseessa merkittävää piilovarallisuutta

mukaan yhtiöllä ei tällä hetkellä ole tarjota uskottavaa suunnitelmaa varastotasojensa merkittävään pienentämiseen. Koska Rapala ei myöskään ole historiallisesti tässä onnistunut, pidämme mahdollisena, että varastotasojen merkittävämpi alentaminen vaatisi taakseen liiketoimintamallin suurempia muutoksia esimerkiksi varastojen keskittämisen kautta.

Korkeat varastotasot pitävät kuitenkin sisällään mahdollisuuden voimakkaaseen arvon purkautumiseen. Mikäli Rapala kykenisi laskemaan varastotasojen selvästi ja näin pienentämään vaihto-omaisuuden sitoutumista, vapautuisi yhtiölle merkittävästi pääomaa ja pääoman tuotto paransi selvästi. Jos varastotasot laskisivat esimerkiksi 25 %, laskisi vaihto-omaisuuden määrä suhteessa liikevaihtoon noin 30 %:iin. Tämä vapauttaisi yhtiöltä noin 25 MEUR pääomaa eli noin 0,70 euroa per osake. Tämä pääoma voitaisiin allokoida joko kasvuinvestointeihin tai vaihtoehtoisesti jakaa omistajille. Näin ollen käyttöpääoman kehitys on yksi keskeisimpiä asioita, joita sijoittajan tulee seurata yhtiössä keskipitkällä aikavälillä.

Käyttöpääoman ennustettu kehitys 2013-2017e



Lähde: Rapala & Inderes

5. Strategia ja kilpailuedut

Rapalan strategiana on vuodesta 2005 asti ollut kannattava kasvu

Rapalan strategiana on vuodesta 2005 asti ollut kannattava kasvu. Yhtiö on pyrkinyt kasvattamaan liikevaihtoaan laajentamalla jatkuvasti uusille markkina-alueille ja samalla laajentamaan tuotetarjontaansa yritysostojen kautta. Mielestämme Rapalan **kilpailuedut** voidaan jakaa kolmeen osaan, jotka ovat brändit, jakelu ja tuotanto.

Yhtiön kilpailueduista tärkein on näkemyksemme mukaan yhtiön brändit. Brändien avulla yhtiön tuotteet omaavat erinomaisen hinnoitteluvoiman

Selvästi merkittävimpänä kilpailuetuna näemme yhtiön **brändit**. Rapalan brändiportfolio pitää sisällään useita kalastusvälinealan johtavia brändejä ja tältä osalta yhtiöllä on erittäin vahva hinnoitteluvoima kuluttajia kohtaan. Etenkin uistimissa ja vieheissä kuluttajat ovat erittäin brändiuskollisia ja yhtiö kykenee veloittamaan huomattavasti korkeampia marginaaleja suhteessa kilpaileviin tuotteisiin.

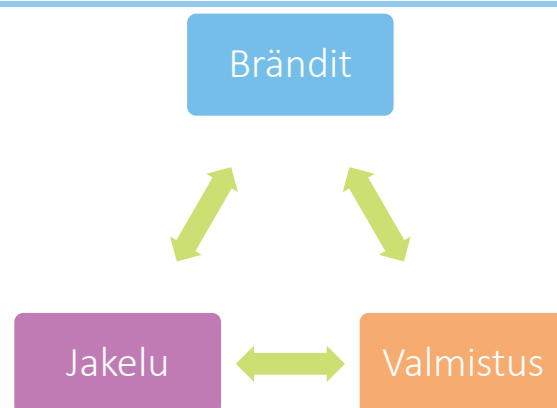
Suurten volyymien tuomat mittakaavaedut tarjoavat yhtiölle myös selkeää kilpailuetua

Toisena tärkeänä kilpailuedun kulmakivenä pidämme yhtiön omaa **tuotantoa** ja **mittakaavaetuja**. Rapala on useissa tuoteryhmissään selkeä markkinajohtaja ja esimerkiksi uistimissa yhtiön markkinaosuus on kehittyneillä markkinoilla arviomme mukaan yli 30 % ja kolmihaarakoukuissa yli 40 %. Suurten markkinaosuuksien myötä yhtiö saa tuotannolleen selkeitä mittakaavaetuja tehokkaamman tuotannon, hankinnan ja logistiikan kautta. Tämän tuotantoedun pitäisi alkaa heijastua lähivuosien tuloskehityksessä, kun yhtiö saa Indonesian tehtaansa täyteen tuotantoon.

Gloaalijakeluverkosto on myös yhtiölle selkeä kilpailuetu, sillä monilla toimijoilla ongelmana on juuri tavaroiden saanti markkinoille

Kolmantena kilpailuetuna voidaan pitää yhtiön **jakeluverkostoa**. Yhtiön jakeluverkosto on laajentunut tasaisesti ja vuoden 2013 lopussa se kattoi 35 maata. Lisäksi yhtiön tuotteita myydään jakelijoiden kautta yli 140 maahan. Rapalan tuotteista kuitenkin valtaosa menee sen oman jakeluverkoston läpi ja vain alle 10 % menee muiden jakelijoiden kautta. Laaja jakeluverkosto tarjoaa Rapalalle kilpailuetua suhteessa sen kilpailijoihin, sillä yhtiö kykenee jakelemaan omat tuotteensa globaalisti, selvästi kilpailijoita pienemmillä kustannuksilla. Rapala myös jakelee jakeluverkostonsa läpi kolmannen osapuolen tuotteita, korkeampien volyymien saavuttamiseksi ja liiketoiminnan kausiluonteisuuden vähentämiseksi. Laajan jakeluverkoston kääntöpuolena ovat korkeat varastotasot, joista keskustelemme tarkemmin kappaleessa 4.

Rapalan kilpailuedut



Lähde: Inderes

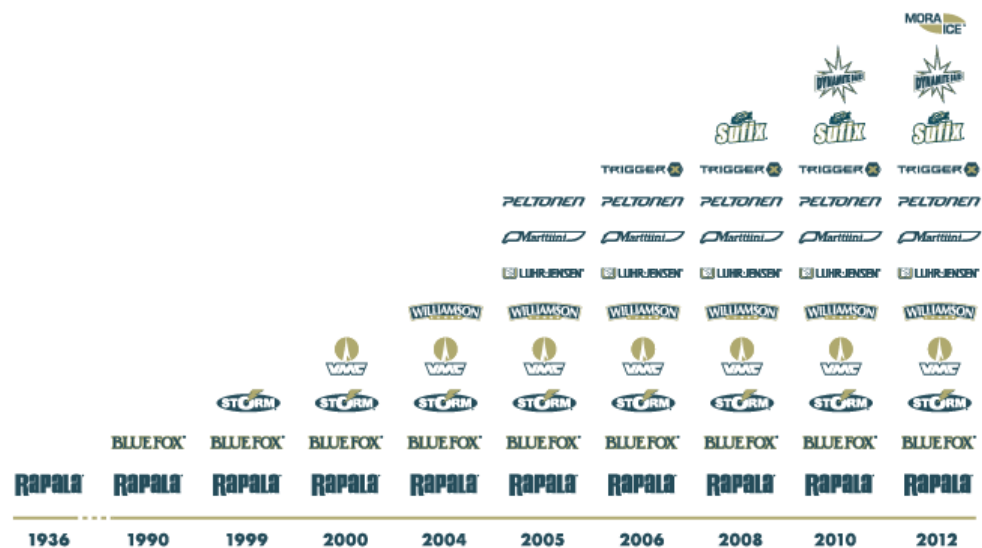
6. Konsernin tuotteet

Rapalan ydinliiketoiminta on yhtiön omien brändituotteiden valmistus, jakelu ja myynti

Yhtiön oma tuoteportfolio on kasvanut tasaisesti viimeisen 20 vuoden aikana

Rapalan ydinliiketoimintana on sen omistamien brändituotteiden valmistus, jakelu ja myynti. Yhtiön omat tuotteet keskittyvät käytännössä täysin kalastamiseen. Rapalan tuoteportfolio voidaan jakaa viiteen tuoteryhmään; Uistimet ja syötit, Koukut, Siimat, Tarvikkeet, sekä Konsernin muut tuotteet. Analysoimme nämä tuoteryhmät tarkemmin seuraavilla sivuilla. Rapala kattaa tärkeistä kalastustuotteista käytännössä kaikki, lukuun ottamatta vapoja ja keloja. Vapojen ja kelojen puuttuminen yhtiön omasta portfolioista on selkeä ongelma ja uskomme Rapalan etsivän aktiivisesti vaihtoehtoa minkä avulla se saisi myös vavat ja kelat omaan portfolioonsa. Keskustelemme tästä tarkemmin kappaleessa 8.2.

Rapalan brändiportfolion kehitys



Lähde: Rapala

Kalastustuotteiden kysyntä eri markkinoiden välillä vaihtelee selvästi

Karkealla jaolla voimme puhua kehittyneistä ja kehittyvistä markkinoista

Kehittyneillä markkinoilla markkinat ovat saturoituneet ja kasvu on hidasta

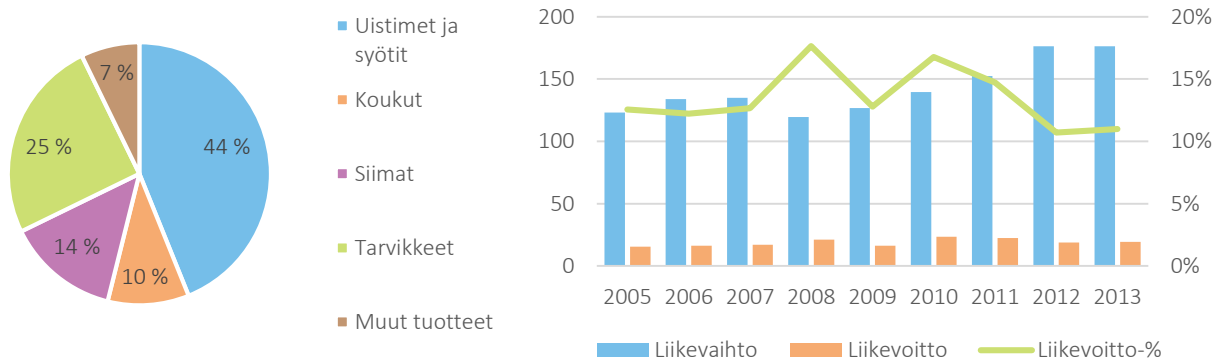
Kalastustuotteiden kysyntä eri markkinoiden välillä voidaan karkeasti jakaa kahtia kehittyneisiin ja kehittyviin markkinoihin. Kehittyneillä markkinoilla (Eurooppa, USA & Japani) markkinat ovat kypsät ja eivätkä ne enää kokonaisuutena juurikaan kasva. Näin ollen näillä markkinoilla ainoa tapa kasvaa on joko voittaa markkinaosuuksia kilpailijoita tai laajentua uusiin tuoteryhmiin. Markkinaosuuksien voittaminen on Rapalalle vaikeaa, sillä useissa sen tuoteryhmissä (esim. koukut ja uistimet) yhtiön markkinaosuus on niin suuri, että sen kasvattaminen alkaa olla lähes mahdotonta. Esimerkiksi kolmihaarakoukuissa yhtiön markkinaosuus globaalisti on arviomme mukaan yli 40 % ja kehittyneiden maiden uistinmarkkinoilla noin 30 %. Näin ollen kehittyneillä markkinoilla ainoaksi vaihtoehdoksi jää tuotetarjonnan laajentaminen. Rapala on viimeisen 10 vuoden aikana kasvattanut aktiivisesti tuotetarjontaansa perinteisten uistimien ulkopuolelle ja pyrkinyt pitämään kasvuaan yllä tämän avulla. Tuotetarjonnan laajentaminen on tarkoittanut kasvun hakemista yritysostojen kautta ja nykyisten brändien (etenkin Rapala-brändin) viemistä uusille tuote-alueille.

Kehittyvillä markkinoilla taas kasvu on ripeää ja kasvaa noin yleisen kulutuskysynnän kasvun tahdissa

Kehittyvillä markkinoilla tilanne on taas täysin päinvastainen.

Kalastustuotemarkkinat kasvavat edelleen selvästi, sillä markkinan ajureina toimivat elintason nousu, kalastajien lukumäärän kasvu ja tietoisuuden lisääntyminen. Kokonaisuutena uskomme kalastustuotteiden kysynnän kasvavan kehittyvillä markkinoilla suunnilleen kulutuskysynnän tahdissa. Kasvuvauhti eri markkinoiden välillä poikkeaa huomattavasti, mutta arviomme mukaan keskimääräinen kasvuvauhti kehittyvillä markkinoilla on 10-15 %:n välillä.

Myynnin jakauma ja historiallinen kehitys konsernin omien tuotteiden osalta



Lähde: Rapala & Inderes

6.1 Uistimet ja syöt

Rapalan tärkein tuoteryhmä on uistimet ja syöt

Uistimet ja syöt kattavat lähes 50 % yhtiön omien tuotteiden myynnistä ja ne ovat samalla konsernin kannattavin tuoteryhmä

Tuoteryhmän orgaaniset kasvumahdollisuudet ovat melko rajalliset ja odotamme sen kasvavan noin 3 % vauhtia lähivuosien aikana

Uistimet ovat konsernin selvästi merkittävin tuoteryhmä ja sen tärkeimmät brändit ovat: Rapala, Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox. Tämän lisäksi Rapala valmistaa ja myy syöttejä Dynamite Baits brändillä. Uistimet valmistetaan Rapala-brändin osalta Euroopassa (Suomi, Venäjä & Viro) ja muiden brändien osalta uudella Indonesian tehtaalla. Dynamite Baitsin syöt valmistetaan Iso-Britanniassa. Rapala on maailman selvästi suurin uistinvalmistaja ja yhtiön kilpailuetu uistimissa perustuu vahvoihin brändeihin, sekä liiketoiminnan mittakaavaetuihin.

Uistimien ja syöttien liikevaihto oli vuonna 2013 noin 82 MEUR ja osuus konsernin omista tuotteista noin 45 prosenttia. Uistimet ovat konsernin omista tuotteista myös kaikista kannattavimmat ja niiden myyntikate on arviomme mukaan noin 55 %. Yhtiö on globaalisti suurin uistinvalmistaja ja sen markkinaosuus Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa on huomattava. Johtuen erittäin vahvasta markkinaosuudesta Yhdysvalloissa ja useissa Euroopan maissa, eivät nämä maat tarjoa yhtiölle enää merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Ainoa merkittävä kasvumahdollisuus kehittyneillä markkinoilla olisi laajentuminen Yhdysvaltojen pehmytuoiviustinmarkkinoille missä Rapalan markkina-osuus on tällä hetkellä vielä hyvin vaatimaton. Yhdysvaltojen pehmytuoiviustinmarkkina on perinteistä uistinmarkkinaa suurempi ja näin ollen se tarjoaa merkittävää kasvupotentiaalia. Tämän potentiaalin hyödyntämisessä keskiöön nousee uusi Indonesian tehdas, joka tarjoaa yhtiölle huomattavasti aiempaa laadukkaamman kapasiteetin ja tämän myötä mahdollisuuden laajentua voimakkaammin myös tähän markkinaan.

Odotamme Uistimien ja syöttien kasvavan noin 3 % vauhtia tulevina vuosina. Orgaaninen kasvu tulee jäämään vaisuksi johtuen yhtiön korkeista markkinaosuuksista ja kasvu keskittyykin pitkälti kehittyville markkinoille. Kannattavuuteen emme odota muutoksia, sillä uistimissa brändiuskollisuus on erittäin korkea ja Rapalan mittakaavaedut tulevat säilymään.

6.2 Koukut (VMC)

Rapala on koukuissa suvereeni markkinajohtaja ja mittakaavasta johtuen liiketoiminta on erittäin kannattavaa

Kasvumahdollisuudet ovat Koukujen osalta myös melko vaatimattomat johtuen korkeasta markkinaosuudesta kolmihaarakoukuissa

Rapala hankki ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n omistukseensa vuonna 2000. VMC on globaali markkinajohtaja kolmihaarakoukuissa ja arviomme mukaan sen markkinaosuus on yli 40 %. Yhtiö valmistaa myös yksi- ja kaksihaarakoukkuja, mutta niissä sen markkinaosuus on pienempi. Yhtiön tuotantolaitos sijaitsee Ranskassa ja tämän lisäksi koukkuja tuotetaan myös Indonesian tehtaalla. Koukkuliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2013 noin 20 MEUR.

Rapalalle VMC:n hankinta oli osittain myös strateginen, sillä VMC:n tuotannosta lähes puolet menee Rapalan omiin tuotteisiin ja vain hieman yli puolet myydään konsernin ulkopuolelle. Koukut ovat erittäin kannattava tuoteryhmä ja arviomme mukaan niiden myyntikate on noin 50 %:n tuntumassa. Koukkuliiketoiminnan kilpailuetu perustuu liiketoiminnan mittakaavaetuihin sekä koukunvalmistusprosessin osaamiseen.

Koukkuliiketoiminnassa odotamme kasvun olevan lähivuosina noin 4 % vuodessa kasvun syntyessä etenkin kaksihaarakoukkujen puolelta.

6.3 Siimat

Siimoissa Rapalalla on selkeää kasvupotentiaalia ja yhtiön tuotemallista on uusiutunut selvästi viimeisen 12kk aikana

Siimat ovat yhtiölle niin ikään erittäin kannattava tuoteryhmä ja odotamme liiketoiminnalta voimakasta kasvua lähivuosien aikana

Rapala laajeni siimaliiketoimintaan voimakkaasti vuonna 2008, kun se osti siimabrändi Sufixin. Ostohetkellä Sufixin vuotuinen liikevaihto oli noin 10 MEUR, mutta Rapalan strategisena tavoitteena oli kasvattaa liikevaihtoa voimakkaasti ja laajentaa Sufixin tuoteperhettä. Yhtiön tavoitteena oli nostaa siimaliiketoiminnan liikevaihto 30-50 MEUR:n tasolle pitkällä aikavälillä parantamalla yhtiön brändipositiota ja laajentamalla jakelua.

Siimaliiketoiminta ei kuitenkaan ole kasvanut yhtiön odotuksien mukaisesti, sillä vuonna 2013 sen liikevaihto oli 18 MEUR.

Yhtiö on viimeisen vuoden aikana uudistanut siimaliiketoimintansa tuoteportfoliotaan selvästi ja laajentunut myös nanosiimojen puolelle. Yhtiö on tuoteportfolionsa uudistamisen myötä vahvistanut asemiaan markkinan top-3 siimapelurina. Siimaliiketoiminta on myös hyvin kannattavaa ja sen myyntikate on arviomme mukaan noin 50 %. Näemme siimaliiketoiminnassa merkittävää kasvupotentiaalia uudistuneen tuotemalliston myötä ja odotamme sen kasvun kiihtyvän selvästi lähivuosina. Ennustamme siimaliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan noin 30 MEUR vuoteen 2017 mennessä, mikä vastaa keskimäärin 13 %:n vuosittaista orgaanista kasvua.

6.4 Tarvikkeet

Tarvikkeet tuoteryhmä tarjoaa niin ikään merkittäviä kasvumahdollisuuksia

Liiketoiminnan kannattavuus on kuitenkin muita kalastustuotteita heikompi johtuen mittakaavaetujen puutteesta

Uskomme Rapalan jatkavan Tarvikeliiketoiminnan laajentamista yritysostoilla ja uudistuvan tuoteportfolion myötä siinä on selkeää kasvupotentiaalia

Tarvikkeet tuoteryhmä tarjoaa mielenkiintoisen mahdolliseen myös brändien lisensioinnin kautta

Lisensioimalla Rapalan vahvoja brändejä olisi Rapalalla mahdollisuus laajentua täysin uusille tuotealueille, esimerkiksi vaatetukseen

Odotamme liiketoiminnan kasvavan kohtuullisesti lähivuosien aikana

Tarvikkeet-liiketoiminta sisältää paljon kalastukseen liitännäisiä pienempiä tuoteryhmiä, kuten esimerkiksi veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat ja säilytysjärjestelmät. Tarvikkeiden liikevaihto oli vuonna 2013 49 MEUR. Tarvikeliiketoiminnan suurin haaste on se, että useat sen tuoteryhmät ovat volyymiltaan hyvin vaatimattomia (esim. aurinkolasit ja asusteet) ja näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima alihankkijoita kohtaan jää näiden tuotteiden osalta vaatimattomaksi. Tästä johtuen tarvikkeiden myyntikate on arviomme mukaan noin 40 % eli selvästi muita kalastustuotteita heikompi.

Myös Tarvikkeissa Rapalan tarkoituksena on uudistaa tuotevalikoimaansa selvästi seuraavan 24kk aikana ja vauhdittaa näin myynnin kasvua. Uskomme myös tuotevalikoiman uudistamisen tukevan liikevaihdon kasvua lähivuosina.

Näkemyksemme mukaan Tarvikkeet-tuoteryhmä tarjoaa suurinta kasvupotentiaalia Rapalan nykyisistä tuoteryhmistä, sillä Rapala kykenee sen sisällä laajentumaan täysin uusiin tuotekategorioihin. Hyvänä esimerkkinä tästä oli vuonna 2011 toteutettu laajentuminen jääkaivoihin. Lisäksi Tarvikeliiketoiminta pitää sisällään mielenkiintoisen mahdollisuuden yhtiön brändien lisensioinnista. Rapala on aiemmin toteuttanut brändiensä lisensiointia hyvin pienissä määrissä, mistä yhtenä esimerkkinä on Rapalan ja Activisionin yhdessä lanseeraama Rapala Pro Fishing tietokonepeli. Brändien lisensiointi antaisi Rapalalle pääsyn täysin uusiin tuoteryhmiin ja esimerkiksi vaatetukseen laajentuminen lisensioinnin kautta tarjoaisi Rapalalle merkittäviä mahdollisuuksia, kun se pääsisi hyödyntämään jonkun globaalin vaatevalmistajan tuotanto- ja jakelukoneistoa. Toistaiseksi brändien lisensiointi on kuitenkin vasta ajatuksen tasolla.

Odotamme tämän liiketoiminnan kasvavan noin 6 % vuodessa lähivuosien aikana. Pidämme myös hyvin mahdollisena, että Rapala laajentaa tämän tuoteryhmän tarjontaa yritysostoilla. Seuraamme myös mielenkiinnolla mahdollista brändien lisensiointia ja laajentumista tämän kautta.

6.5 Konsernin muut tuotteet

Konsernin muut tuotteet ovat merkitykseltään hyvin vähäinen ja niiden kannattavuus on konsernin omista tuotteista heikoin

Muiden tuotteiden osalta emme näe merkittävää potentiaalia ilman laajentumista ulkoilu- ja retkeilyliiketoimintaan yritysostojen kautta

Konsernin muissa tuotteissa päätuoteryhmät ovat Marttiini-veitset, sekä Peltonen-sukset. Muiden tuotteiden myynti oli vuonna 2013 noin 7 MEUR eli noin 3 prosenttia koko konsernin liikevaihdosta. Vuosi 2013 oli konsernin muille tuotteille poikkeuksellisen vaikea, kun leuto talvi Suomessa romahdutti suksien myynnin. Muut tuotteet ovat samalla konsernin omista tuotteista kaikista heikoimmin kannattavia ja arviomme niiden myyntikatteen olevan alle 40 %.

Muut tuotteet tulevat arviomme mukaan kasvamaan selvästi vuonna 2014, kun suksimyyni palautuu normaalille tasolle. Pidemmällä aikavälillä emme näe divisioonassa merkittävää potentiaalia yhtiölle ilman voimakasta epäorgaanista kasvua. Epäorgaanisen kasvun osalta pidämme mahdollisena, että Rapala laajenisi laajemmin ulkoilu- ja retkeilyliiketoimintaan ja tekisi

tästä itselleen uuden tukijalan kalastustuotteiden rinnalle. Tämä olisi loogista, sillä Rapala jakelee tälläkin hetkellä huomattavan määrän ulkoiluun liitännäisiä kolmannen osapuolen tuotteita. Käytännössä tämä tarkoittaisi mielestämme sitä, että Rapala hankkisi omistukseensa jonkin 50-150 MEUR liikevaihtoluokassa olevan ulkoilu- tai retkeilybrändin.

Konsernien omien tuotteiden kannattavuus ja potentiaali

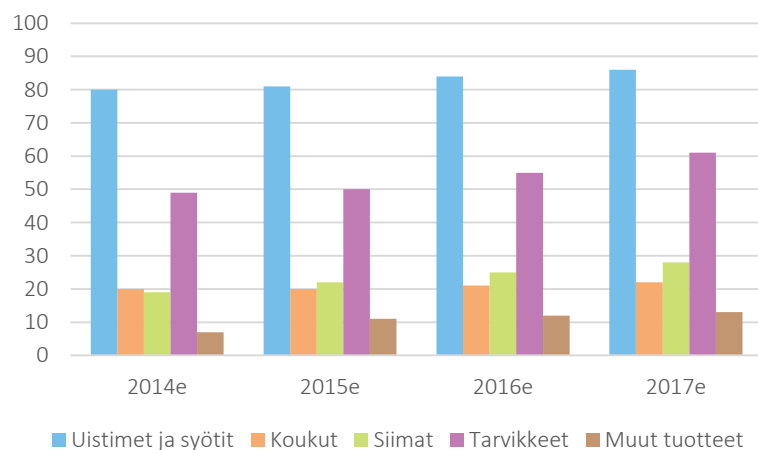


Lähde: Inderes

Kokonaisuutena odotamme omien tuotteiden kasvavan noin 5 % vuodessa

Kokonaisuutena odotamme Rapalan omien tuotteiden kasvavan lähivuosina noin 5 %:n vuositaitia. Mielestämme voimakkaampi liikevaihdon kasvu vaatisi kasvun vauhdittamista yritysostoilla, sillä Rapalan kasvupotentiaali on useilla markkinoilla ja useissa tuoteryhmissä hyvin rajallinen. Uskomme Rapalan jatkavan tuotetarjontansa täydentämistä pienemmillä yritysostoilla myös tulevaisuudessa. Vapojen ja kelojen suhteen uskomme yhtiön myös aktiivisesti pyrkivän löytämään ratkaisua, mitä käsittelemme tarkemmin kappaleessa 8.2.

Konsernin omien tuotteiden liikevaihdon ennustettu kehitys



Lähde: Inderes

7. Jakelu

Rapalalla on globaali jakeluverkosto ja se kattaa kaikki merkittävät kalastusmarkkinat

Yhtiöllä on Shimanon kanssa myös monipuolinen jakeluyhteistyö

Emme odota Rapalan laajentuvan enää kovinkaan aggressiivisesti, sillä yhtiön verkosto kattaa jo käytännössä kaikki merkittävät kalastusmarkkinat

Osa Rapalan kilpailuedusta perustuu yhtiön erittäin laajaan jakeluverkostoon. Rapalan jakelee tuotteensa globaalisti sen oman jakeluverkoston tai kumppanien avulla. Yhtiön oma jakeluverkosto on laajentunut tasaisesti ja se kattaa tällä hetkellä 31 maata. Tämän lisäksi Rapalalla on monimuotoinen jakeluyhteistyö Shimanon kanssa, mitä käsittelemme tarkemmin kappaleessa 7.1. Tämän lisäksi Rapalalla on paikallisia jakelijoita noin sadassa maassa. Näiden maiden volyymi ei ole riittävä, jotta yhtiön kannattaisi perustaa sinne omaa jakelua ja näin ollen paikallisten jakelijoiden käyttö on järkevintä.

Arviomme mukaan yli 90 prosenttia Rapalan liikevaihdesta menee oman jakeluverkoston kautta ja noin 5 prosenttia Shimano-yhteistyön kautta. Paikallisyhteistyön osuus on suuresta maa-alueesta huolimatta verrattain rajallinen ja arviomme mukaan se kattaa noin 5 prosenttia yhtiön liikevaihdesta.

Emme odota Rapalan jakeluverkoston laajenevan enää kovinkaan aggressiivisesti sillä se kattaa jo lähes kaikki yhtiön kannalta merkittävät markkinat. Uskomme, että Rapala tulee laajentumaan jatkossa vuosittain yhdelle uudelle markkinalle. Uuden markkinan liikevaihto on aluksi aina hyvin vaatimaton ja vaikka sen kasvuprosentit saattavatkin aluksi olla erittäin korkeita, jää sen vaikutus konsernin lukuihin vähäiseksi ensimmäisen 5 vuoden aikana.

Rapalan jakeluverkoston maantieteellinen peitto



Lähde: Rapala

7.1 Shimano-jakeluyhteistyö

Rapalan ja Shimanon yhteistyö on jatkunut 1990-luvulta asti ja se voidaan jakaa seuraaviin osiin:

1) Rapalalla ja Shimanolla on yhteisyritys Itä-Euroopassa mitä Rapala kontrolloi. Yrityksen kehitys on ollut erinomaista ja kannattavuus on jatkuvasti ylittänyt konsernin kannattavuuden. Odotamme positiivisen kehityksen jatkuvan myös tulevaisuudessa

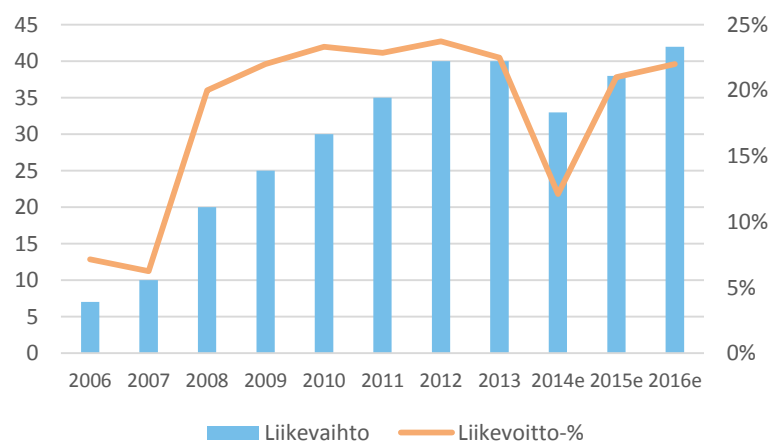
Shimano on ollut Rapalalle strateginen kumppani jo 1990-luvulta asti. Nykyisen yhteistyö voidaan jakaa viiteen osaan:

- Rapalan ja Shimanon yhteisyritys Iso-Britanniassa (omistus 50/50)
- Rapalan ja Shimanon yhteisyritys Itä-Euroopassa (omistus 50/50)
- Shimano jakelee Rapalan tuotteita tietyillä Keski-Euroopan markkinoilla yksinoikeudella
- Rapala jakelee Shimanon tuotteita useisiin Euroopan maihin oman jakeluverkostonsa puitteissa yksinoikeudella
- Shimano omistaa 33 % Rapalan Unkarin ja Romanian jakeluyhtiöistä

Shimano on myös Rapalan kuudenneksi suurin osakkeenomistaja noin 2,3 % omistuksella. Shimano hankki osakkeet suunnatussa osakeannissa Itä-Euroopan yhteisyritystä muodostettaessa.

Rapalalla on määräysvalta **Itä-Euroopan yhteisyrityksessä** ja yhteistyö on ollut alusta asti erittäin menestyksekkästä. Yhteisyrityksen liikevaihto on kasvanut voimakkaasti sen perustamisesta (2006) asti ja arviomme mukaan Itä-Euroopan yhteisyrityksen liikevaihto oli vuonna 2013 noin 40 MEUR. Toiminta on ollut myös hyvin kannattavaa, sillä liikevoittomarginaali on jatkuvasti ollut yli 20 %. Itä-Euroopan jakeluyhteistyön erinomainen kehitys näkyy myös Rapalan tuloslaskelmassa. Rapala maksaa Shimanolle vähemmistöosakkaille kuuluvan osan tuloslaskelman määräysvallattomien omistajien osuuden kautta. Tämän erän merkitys on viime vuosina kasvanut selvästi ja näin ollen sijoittajien onkin tärkeää seurata yhtiössä myös osakekohtaisen tuloksen kehitystä. Odotamme tämän yhteisyrityksen jatkavan positiivista kehitystään myös tulevaisuudessa Itä-Euroopan kalastusmarkkinoiden kasvun myötä. Kannattavuuden odotamme palautuvan normaalille tasolle ensi vuonna, kun Venäjän meneillään oleva kriisi hellittää.

Itä-Euroopan yhteisyrityksen kehitys 2006-2016e



Lähde: Inderes

2) Iso-Britannian yhteisyritystä johdetaan Shimanon filosofialla ja strategialle ja sen kehitys on ollut hyvin heikkoa. Mikäli kehitys ei käännä ensi vuoden aikana uskomme, että osapuolet pyrkivät purkamaan yhteisyrityksen

Näemme liiketoiminnassa Rapalan kannalta selkeää potentiaalia ja odotamme ratkaisua nykyisiin ongelmiin vuoden 2015 aikana

Shimano jakelee Rapalan tuotteita useisiin Euroopan merkittäviin kalastusmaihin yksinoikeudella

Yhteistyössä on näkemyksemme mukaan selkeitä ongelmia, sillä Rapalan liikevaihto tältä alueelta on suhteettoman pieni

Emme odota muutoksia nykytilanteeseen ilman, että Shimano-yhteistyössä tapahtuisi suurempia muutoksia

Rapalan jakelee yksinoikeudella Shimanon tuotteita useilla Euroopan markkinoilla hyvällä menestyksellä

Ongelmana on se, että Shimano ei ole ollut halukas laajentamaan yhteistyötä Euroopan ulkopuolelle

Näin ollen Rapalalla ei ole ollut tarjota tärkeitä vapoja ja keloja esimerkiksi Pohjois-Amerikan kalastusmarkkinoilla

Iso-Britannian yhteisyritys perustettiin vuonna 2011 ja omistus on jaettu tasan 50/50. Yhtiötä johdetaan kuitenkin Shimanon filosofian ja strategian mukaisesti, sillä yhtiö oli ennen vuotta 2011 kokonaan Shimanon omistama. Yhteisyritys jakelee Rapalan tuotteista etenkin Dynamite Baits syötettä. Yhtiön kehitys on ollut heikkoa, sillä sen liikevaihto ja tulos eivät ole kasvaneet odotuksien mukaisesti. Yhtiön liikevaihto laski vuonna 2013 noin 15 % 9,9 MEUR:oon. Liikevoitto oli puolestaan jo toista vuotta peräkkäin tappiolla ja vuoden 2013 liiketappio oli 1,0 MEUR. Rapalan alkuperäisenä tavoitteena oli kaksinkertaistaa Dynamite Baitsin liikevaihto nopeasti (2010 liikevaihto noin 8 MEUR) ja näin ollen tavoitteesta on jääty selvästi. Yhteisyrityksen ongelmia on pyritty korjaamaan johtoa vaihtamalla ja uskomme, että Rapalan puolelta kärsivällisyys heikkoon kehitykseen alkaa olla jo koetuksella. Mikäli liiketoiminta ei käännä ensi vuoden aikana, uskomme yhtiöiden pyrkivän löytämään toisen ratkaisun esimerkiksi yhteisyrityksen purkamisen tai määräysvallan vaihdon kautta. Olemme ennusteissamme divisioonan suhteen hyvin varovaisia ja odotamme sen olevan selvästi tappiollinen vuonna 2014 ja saavuttavan nollatuloksen vuonna 2015. Yhtiössä on mielestämme kuitenkin huomattavaa potentiaalia, ja mikäli ongelmat saadaan ratkaistua, tulisi sen liikevaihdon olla selvästi nykyistä korkeampi ja kannattavuuden selvästi 10 % liikevoittomarginaalin paremmalla puolella.

Shimano jakelee Rapalan tuotteita yksinoikeudella Euroopassa Saksaan, Hollantiin, Italiaan ja Belgiaan. Näkemyksemme mukaan myyntimäärät tälle alueelle ovat suhteettoman pieniä, sillä näiden neljän maan yhdistetty liikevaihto Rapalalle on alle 30 MEUR, kun esimerkiksi Rapalan itse hoitaman Ranskan liikevaihto on yksistään yli 35 MEUR. Ottaen huomioon, että näiden neljän maan yhdistetty kalastusmarkkina on vähintään kaksi kertaa suurempi kuin Ranskan markkina, pitäisi Rapalan tuotteiden liikevaihdon alueelta olla yli kaksinkertainen. Näkemystämme tukee myös se, että Shimanolle on ongelmia Rapalan tuotteiden jakelussa myös Iso-Britanniassa. Uskomme, että jakelun ottaminen Rapalan omiin käsiin näillä markkinoilla tarjoaisi sille merkittävää kasvupotentiaalia. Emme kuitenkaan pidä jakelun siirtymästä Rapalan omiin käsiin tällä alueella mahdollisena ellei Shimano-yhteistyössä tapahdu suurempia muutoksia.

Rapala jakelee Shimanon tuotteita useilla Euroopan markkinoilla oman jakeluverkostonsa kautta yksinoikeudella. Kokonaisuutena arvioimme, että Rapalan Shimano-jakelun arvo on yhteensä noin 50 MEUR:lla ja näin ollen se on selvästi yhtiön suurin päämies Kolmansien osapuolten tuotteiden osalta. Ongelmana Shimanon tuotteiden jakelussa Rapalan kannalta on se, että Shimano ei ole ollut halukas laajentamaan yhteistyötä Euroopan ulkopuolelle. Toisaalta erittäin pitkäaikaisen ja syvän yhteistyön takia ei Rapala ole voinut ottaa minkään muun merkittävän vapa- ja kelavalmistajan tuotteita laajempaan jakeluun esimerkiksi Pohjois-Amerikassa. Näin ollen Rapalalla ei ole tarjota keloja ja vapoja yhtiön Pohjois-Amerikan asiakkaille. Tietyillä pienemmillä kehittyvillä markkinoilla Rapala on ottanut jakeluunsa myös muiden merkittävien vapa- ja kelavalmistajien tuotteita, mutta uskomme, että laajempi jakelu jonkun muun kuin Shimanon vapoja ja kelojen osalta ei ole mahdollista nykyisen yhteistyön puitteissa.

Kokonaisuutena yhteistyössä on hyviä ja huonoja puolia, mutta kokonaisuutena osa nykyisen yhteistyön ongelmista on Rapalan kannalta kestävämpiä

Näkemyksemme mukaan Rapalan pitää jollain aikavälillä kyetä ratkaisemaan ongelma vapojen ja kelojen suhteen

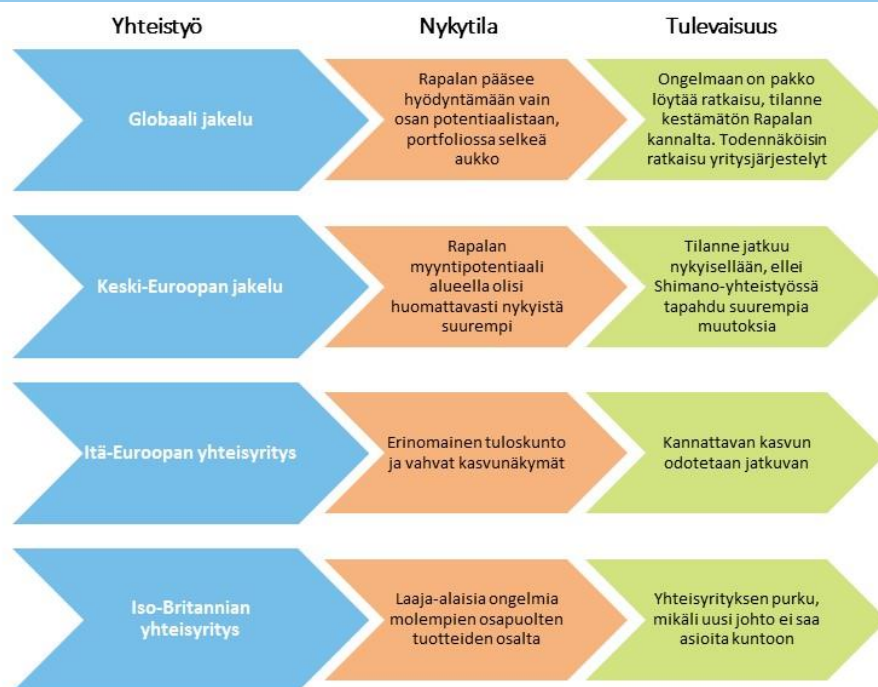
Käytännössä vaihtoehtoina ovat Shimano-yhteistyön syventäminen tai yhteistyön osittainen purkaminen

Kokonaisuutena Shimano-kuvion selkeytyminen olisi Rapalan kannalta erittäin positiivista

Kokonaisuutena Rapalan ja Shimanon yhteistyö on hyvin kaksijakoista. Toisaalta osapuolet ovat monelta osin hyvin riippuvaisia toisistaan ja etenkin Itä-Euroopan yhteisyritys on äärimmäisen kannattava ja toimiva molempien osapuolten osalta. Myös Shimanon suuret volyymit mahdollistavat osaltaan Rapalan nykyisen erittäin laajan jakeluverkoston toimivuuden. Toisaalta taas yhteistyössä on useita ongelmakohtia etenkin Rapalan kannalta. Iso-Britannian yhteisyrityksen ongelmat ovat mielestämme ratkaistavissa ja yhteisyrityksen purku onnistuu tarvittaessa verrattain kivuttomasti. Shimanon matalat myyntiluvut Rapalan tuotteille Euroopassa ja ennen kaikkea niin sanottu ”pattitilanne” vapa- ja kelajakelun kanssa ovat kuitenkin merkittäviä ongelmia Rapalalle. Näkemyksemme mukaan yhtiön pitää jollain aikavälillä saada myös ratkaisu niihin. Etenkin vapojen ja kelojen globaalien jakelun suhteen tilanne on pitkällä aikavälillä mielestämme kestävämpi. Vapojen ja kelojen osalta näemme tilanteeseen kolme mahdollista ratkaisua. 1) Rapala ja Shimano voivat syventää jakeluyhteistyötään, jonka puitteissa Rapala saisi Shimanon vapojen ja kelojen jakeluoikeiden muillekin markkinoille ja etenkin Pohjois-Amerikkaan. 2) Rapala alkaa jaella myös muiden valmistajien vapoja ja keloja Shimanon rinnalla. 3) Yritysjärjestely jossa Rapala ostaisi Shimanon kalastusliiketoiminnan, Shimano ostaisi Rapalan tai vaihtoehtoisesti Rapala ostaisi jonkun muun toimijan vapa- ja kelatoiminnot. Me pidämme todennäköisimpänä ratkaisuna yritysjärjestelyä ja käsittelemme aihetta tarkemmin kappaleessa 8.2.

Kokonaisuutena tämän ongelman ratkaisu kasvattaisi Rapalan liikevaihtoa tuntuvasti ja nostaisi yhtiön arvoa selvästi. Näin ollen Shimano-kuvion selkeytyminen on sijoittajan kannalta yksi keskeisiä asioita, joita Rapalassa kannattaa seurata lähivuosien aikana.

Shimano-yhteistyön tilanne ja tulevaisuus



Lähde: Inderes

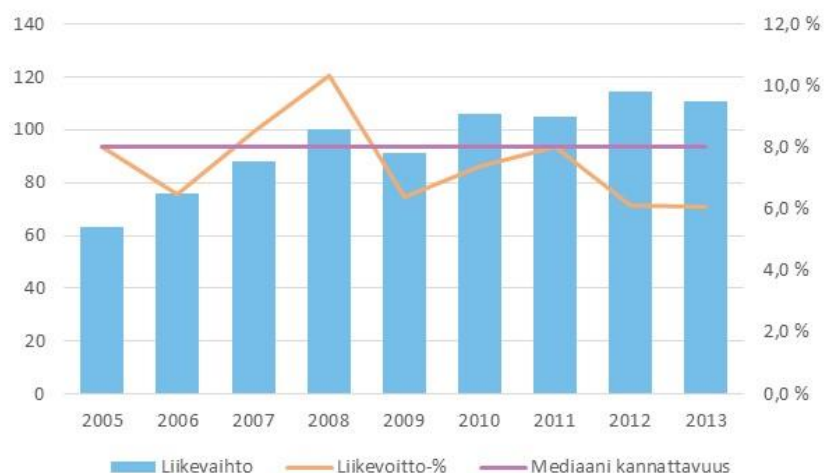
7.2 Kolmansien osapuolten tuotteet

Rapala jakelee kolmansien osapuolten tuotteita oman jakeluverkostonsa läpi

Tämän avulla Rapala vähentää kausivaihtelua ja kasvattaa logistiikkaetuja

Rapala hyödyntää globaalia jakeluverkostoaan jakelemalla myös muiden valmistajien tuotteita sen läpi. Nämä tuotteet sisältävät mm. talviurheiluun, metsästykseen, kalastukseen ja ulkoiluun liitännäisiä tuotteita. Yhteisenä nimittäjänä näillä kaikilla tuoteryhmillä on sama asiakaskunta, joihin kuuluvat esimerkiksi urheilukaupat ja suuret kauppaketjut. Käytännössä Rapala ostaa tuotteet niiden valmistajilta ja jakelee ne sen jälkeen oman jakeluverkostonsa läpi. Näin ollen Rapala kantaa tuotteisiin liittyvän varastoriskin itse.

Kolmansien osapuolten liikevaihdon ja liikevoiton kehitys sekä tärkeimmät päämiehet



Lähde: Inderes & Rapala

Kolmansien osapuolten tuotteiden liikevaihto on kehittynyt vuoden 2005 jälkeen tasaisesti ja myös kannattavuus on säilynyt melko vakaana

Historiallinen liikevoittomarginaali on ollut 8 % ja pidämme tätä tasoa kestäväenä myös pidemmällä aikavälillä

Uskomme Rapalan pyrkivän kasvattamaan jakelusopimustensa määrää ja kiihdyttämään näin divisioonan kasvua

Kolmansien osapuolten tuotteiden liikevaihto on kasvanut vuoden 2005 jälkeen tasaisesti keskimäärin noin 7,5 % vuodessa. Divisioonan kannattavuus on arviomme mukaan ollut historiallisesti noin 8 % tuntumassa. Marginaali on luonnollisesti matalampi kuin konsernin omilla tuotteilla, sillä Rapala saa jakelutuotteista ainoastaan jakelumarginaalin, kun omilla tuotteilla yhtiö saa myös valmistusmarginaalin. Pidämme tätä historiallista 8 % liikevoittomarginaalitasoa kestäväenä ja näkemyksemme mukaan liiketoiminnalla ei ole edellytyksiä selvästi korkeampiin marginaaleihin ilman merkittävää liikevaihdon kasvua ja parantunutta myyntimixiä. Vuosina 2012 ja 2013 kannattavuutta on rasittanut yksittäisten tuoteryhmien ongelmat (esim. metsästys) ja tämän myötä heikentynyt myyntimix. Pidämme tätä kuitenkin väliaikaisena haasteena ja odotamme divisioonan palaavan normaalin kannattavuuteensa lähivuosina.

Nykyisen asiakaskunnan osalta odotamme liikevaihdon kasvavan tulevina vuosina noin 5 % vuodessa. Uskomme, että yhtiö pyrkii aktiivisesti avaamaan uusia jakelusopimuksia ja nämä uudet päämiehet tulevat toimimaan myös kasvun moottorina.

Kokonaisuutena kolmansien osapuolten tuotteiden jakelu tasaa yhtiön kausivaihtelua ja vähentää riippuvuutta perinteisistä kalastustuotteista ja näihin liittyvistä sesongeista. Lisäksi se täydentää yhtiön omaa tuoteportfolioa useissa maissa esimerkiksi vapojen ja kelojen osalta.

8 Tulevaisuuden ennusteet

Vuosi 2014 tulee olemaan Rapalalle haastava ja epäsuotuisat valuuttakurssit tulevat heikentämään yhtiön raportoituja lukuja selvästi

Myös tuloksellisesti 2014 tulee olemaan välivuosi, kun yhtiön sisäiset ongelmat rasittavat yhtiön tulosta

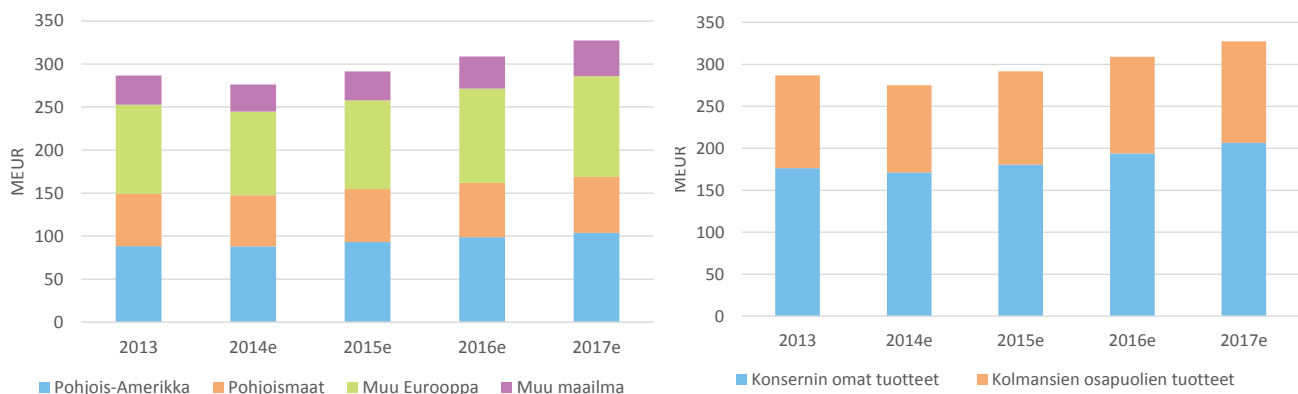
Odotamme yhtiön nostavan jälleen osinkoaan johtuen vahvasta taseesta

Vuoden 2014 osalta odotamme Rapalan liikevaihdon laskevan 4 prosenttia 275 MEUR:oon epäsuotuisien valuuttakurssien (etenkin vahva euro). Vertailukelpoisin valuuttakurssien ennustamme liikevaihdon säilyvän edellisvuoden tasolla. Lisäksi liikevaihtoa painaa Venäjän meneillään oleva kriisi, joka on heikentänyt alueen myyntiä selvästi.

Myös tuloksellisesti vuosi 2014 tulee olemaan eräänlainen välivuosi yhtiölle. Vuoden 2014 aikana yhtiön tulosta rasittavat edelleen Indonesian tehtaan ylösajo (arvioitu FY'14 tulosvaikutus -2 MEUR), Iso-Britannian yhteisyrityksen tappiot (arvioitu tulosvaikutus -0,5 MEUR) ja Venäjän kriisi, joka heikentää Venäjän ja itä-markkinoiden liiketulosta selvästi (arvioitu tulosvaikutus -2 MEUR). Kokonaisuutena arviomme näiden kertaerien negatiivisen tulosvaikutuksen olevan noin 5 MEUR. Vuoden 2014 Liikevoiton ennustamme olevan 25,6 MEUR (FY'13: 26,1 MEUR), joten arviomme mukaan Rapalan tulos jää selvästi alle sen normalisoidun tuloskunnan vuonna 2014.

Osakekohtaisen tuloksen ennakoimme pysyvän vuoden 2013 tasolla 0,31 eurossa. Vahvan taseensa ansiosta yhtiöllä on edellytykset nostaa jälleen osinkoaan ja odotammekin osingon nousevan 0,25 euroon per osake (FY'13: 0,24 euroa). Rapalan tapauksessa sijoittajien on tärkeää seurata osakekohtaisen tuloksen kehitystä, sillä yhtiön tuloksesta huomattava osa muodostuu Itä-Euroopassa yhteisyrityksestä, jota Rapala operoi Shimanon kanssa puoliksi.

Liikevoiton ja liikevaihdon kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes

Vuonna 2015 odotamme Rapalan kannattavuuden parantuvan selvästi, kun sisäiset ongelmat saadaan ratkaistua ja markkinatilanne etenkin Euroopassa ja Venäjällä paranee

Kasvun moottoreina toimivat Siimat ja Tarvikkeet joissa uudistuneet tuoteportfoliot tukevat kasvua

Vuoden 2015 osalta odotamme Rapalan palaavan takaisin lähemmäs normaalia kannattavuuttaan. Liikevaihdon ennustamme kasvavan noin 5 % 289 MEUR:oon. Näkemyksemme mukaan liikevaihdon kasvun moottoreina toimivat Itä-Eurooppa ja kehittyvät markkinat. Pohjois-Amerikassa liikevaihtoa tukee vahvistuva dollari, mutta volyymipohjaisen kasvun ennustamme jäävän alueella matalaksi. Tuoteryhmistä kasvu tulee etenkin Tarvikkeista ja Siimoista, missä uudistuneet tuoteportfoliot alkavat heijastua positiivisesti myyntiin.

Myös konsernin muiden tuotteiden osalta odotamme liikevaihdon kasvua, sillä

Tuloksellisesti vuoden 2015 tulos alkaa olla lähellä yhtiön normaalia tasoa

Odotamme osingon pysyvän kasvu-uralle kasvavan tuloksen myötä

Vuoden 2016 osalta odotamme liikevaihdon pysyvän kasvu-uralla

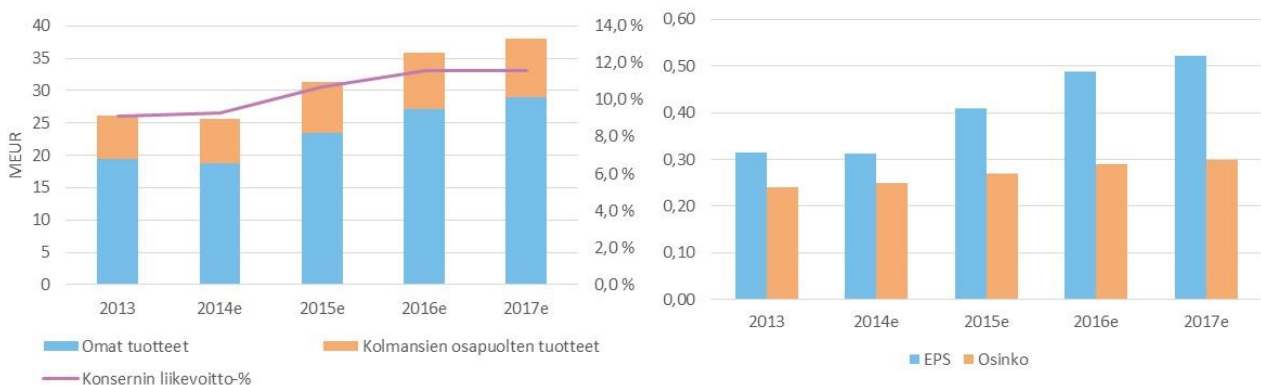
Myös kannattavuuden jatkavan parantumista tuotemixin parantumisen johdosta

suksimyynnin tulisi nousta normaalille tasolle erittäin heikosta vertailukaudesta.

Vuoden 2015 liikevoiton ennustamme nousevan selvästi jo pelkästään vuoden 2014 tulosrasitteiden poistuessa. Arvioimme liikevoiton nousevan 30,6 MEUR:oon (FY'13: 25,6 MEUR) ja liikevoittomarginaalin 10,7 %:iin. On tärkeä huomata, että arvioimme vuoden 2014 tulosrasitteiden olevan noin 5 MEUR ja näin ollen tulospaannus tulee lähes yksinomaan niistä. Osakekohtainen tuloksen ennustamme nousevan 0,40 euroon ja osingon kasvavan 0,27 euroon per osake. Olemme osinkoennusteissamme edelleen varovaisia ja lähtökohtanamme on, ettei yhtiön käyttöpääoma parane merkittävästi lähivuosien aikana. Mikäli Rapala kykenisi parantamaan käyttöpääomaan hallintaansa merkittävästi, kasvaisi yhtiön osingonmaksukyky selvästi.

Liikevaihdollisesti vuosi 2016 on vuoden 2015 kaltainen ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 5 prosenttia 303 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun moottoreina toimivat edelleen kehittyvät markkinat ja etenkin Venäjä. Kehittyneillä markkinoilla (Pohjois-Amerikka & Eurooppa) uskomme kasvun kulkevan käsi kädessä yleisen kulutuskysynnän kanssa ja jäävän näin ollen verrattain vaisuksi (2-3 %). Liikevoitto jatkaa parantumistaan liikevaihdon volyymin kasvun ja tuotemixin parantumisen myötä. Tuotemixin parantumisen osalta odotamme vuoden 2016 kasvun painottuvan konsernin omiin tuotteisiin uudistuneen tuoteportfolion ja Indonesian tehtaan täyden potentiaalin saavuttamisen myötä. Liikevoittomarginaalin ennustamme nousevan 11,2 %, joten odotamme 34 MEUR:n liikevoittoa Rapalalta FY'16. Osakekohtainen tulos nousee 0,45 euroon ja osinko 0,29 euroon.

Kannattavuuden ja osingon kehitys 2013-2017e



Lähde: Inderes

Kokonaisuutena lähivuosien teemana on kannattavuuden normalisoituminen ja paluu takaisin kasvu-uralle

Kokonaisuutena Rapalan lähivuosien teemana on paluu takaisin kasvu-uralle ja normaalille kannattavuustasolle. Näkemyksemme mukaan yhtiö ei nykyisellä tuoteportfoliolla kykene merkittävästi yli 5 % vuotuiseseen kasvuun, sillä kehittyneillä markkinoilla (Eurooppa & Pohjois-Amerikka) markkinat eivät kasva ja Rapalalla on merkittävistä markkina-osuuksista johtuen vain rajallisesti mahdollisuuksia voittaa niitä lisää. Kehittyvillä markkinoilla yhtiön pitäisi kyetä hyviinkin kasvulukuuihin, mutta kehittyneiden markkinoiden korkea osuus myynnistä painaa konsernitason kasvuluvut noin 5 % tuntumaan.

8.1 Liiketoiminnan potentiaali

Sijoittajien on hyvä tiedostaa, että vuoden 2016 ennustamamme tulos ei vielä heijastele Rapalan täyttää potentiaalia

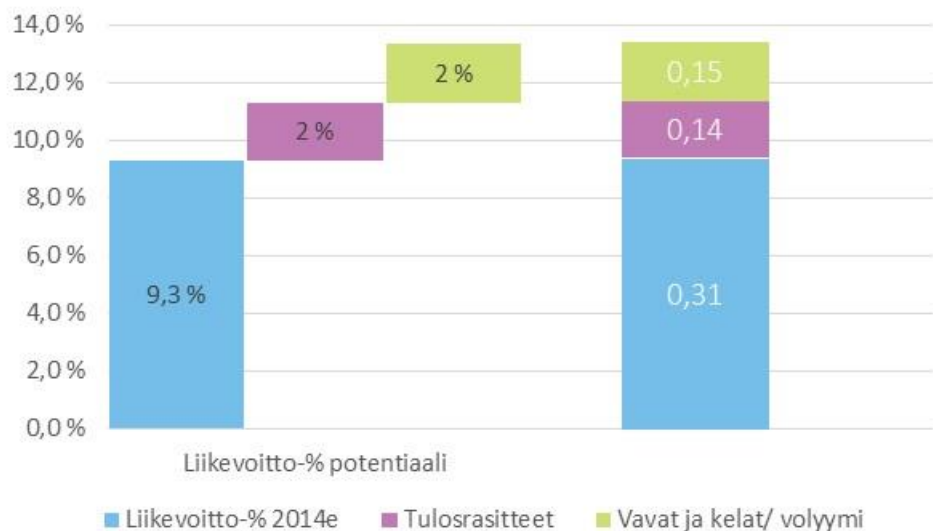
Uskomme, että korkeamman volyymin tai vapa- ja kelaongelman ratkaisun kautta yhtiön kannattavuudessa olisi edelleen nousuvaraa

Näkemyksemme mukaan vuoden 2016 liikevoitto ei edelleenkään heijastele Rapalan nykyisen liiketoiminnan täyttä potentiaalia. Arviomme mukaan yhtiön pitäisi kyetä saavuttamaan vielä ennusteitamme korkeampi marginaali etenkin konsernin omien tuotteiden osalta (FY'16e: 13,5 %). Näkemyksemme mukaan divisioonalla on kaikki edellytykset saavuttaa yli 15 % liikevoittomarginaali. Tämän täyden potentiaalin saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan taakseen nykyistä korkeampia volyymejä ja Iso-Britannian yhteisyrityksen kääntymistä selvästi kannattavaksi (+10 % EBIT-%). Korkeammat volyymit vaativat taakseen yrityskauppoja ja mikäli yhtiö onnistuisi täydentämään tuoteportfolionsa vavoilla ja keloilla olisi sillä mielestämme mahdollisuuksia parantaa kannattavuutta vielä selvästi parantuneen tuotemixin ja kasvaneen neuvotteluvoiman (mittakaava) johdosta.

Kolmansien osapuolten tuotteiden osalta ennustamamme liikevoittomarginaali (FY'16e: 7,5 %) heijastelee sen pitkän aikavälin potentiaalia ja tulokasvu syntyykin jatkossa volyymikasvun myötä.

Kokonaisuutena uskomme, että mikäli Rapala onnistuu saavuttamaan täyden potentiaalinsa, sen liikevoiton pitäisi olla yli 40 MEUR ja osakekohtaisen tuloksen noin 0,60 euroa per osake.

Rapalan tulospotentiaali



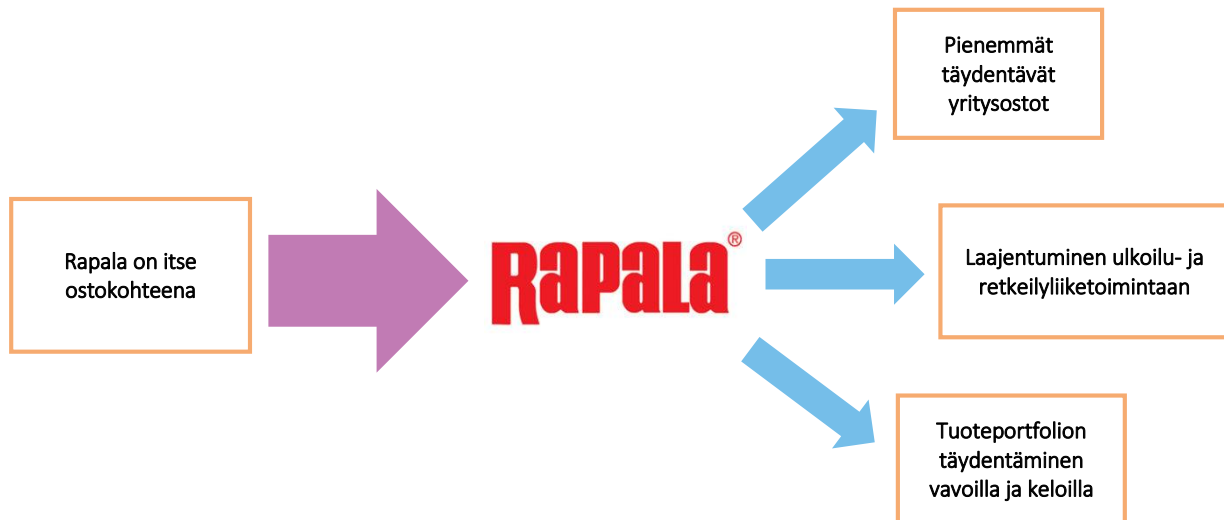
Lähde: Inderes

8.2 Yritysjärjestelykortti

Rapala-sijoituksessa sijoittaja saa myös mielenkiintoisen yritysjärjestelykortin

Sijoittajan kannalta Rapalasta tekee mielenkiintoisen myös jatkuvasti pöydällä oleva yritysjärjestelykortti. Olemme jakaneet mahdolliset yritysjärjestelyt neljään ryhmään:

Mahdolliset yritysjärjestelyt



Lähde: Inderes

Näemme useita erilaisia vaihtoehtoja yritysjärjestelyille

Kaikista todennäköisin vaihtoehto on mielestämme se, että Rapala täydentäisi tarjontaansa vavoilla ja keloilla yritysjärjestelyn kautta

Maailmassa on 3 johtavaa vapa- ja kelatoimijaa: Jarden, Globberide ja Shimano ja uskomme näistä kolmesta löytyvän ratkaisun Rapalan vapa- ja kelaongelmaan

Shimanon osalta kalastusvälineet ovat vain pieni osa sen liikevaihdosta

Mielestämme kaikista kiinnostavin ja merkittävin yritysjärjestely olisi yritysjärjestely, minkä seurauksena Rapalan oma tuotetarjonta täydentyisi **vavoilla ja keloilla**. Vavat ja kelat edustavat noin puolta koko globaalista kalastusvälinemarkkinasta ja näin ollen niiden puuttuminen jättää ison aukon yhtiön tuoteportfolioon. Vapa- ja kelamarkkinalla on kolme globaalia peluria: Globberiden omistama Daiwa, Shimano ja Jardenin omistaja Pure Fishing. Lisäksi lokaalilla tasolla on myös useita paikallisia mikrotason toimijoita. Markkina on kokonaisuutena hyvin kypsä ja emme pidä realistisena vaihtoehtona, että Rapala laajenisi sinne orgaanisesti. Muistutamme myös, että Rapala yritti noin 10 vuotta sitten omien vapojen ja kelojen myyntiä laajemmalla mittakaavalla, mutta menestys jäi heikoksi. Uskomme, että ostamalla jonkin näiden kolmen pelurin kalastusvälinetoiminnot, Rapala saisi täydennettyä tuoteportfolionsa kriittisillä vavoilla ja keloilla. Jonkin lokaalin toimijan ostaminen olisi mielestämme selkeä riski, sillä brändin vahvuutta ei ole testattu sen kotimarkkinoiden ulkopuolella ja riski siitä, että brändi ei koskaan saavuta riittävää globaalia tunnettuutta on korkea. Näin ollen uskomme, että strategisesti paras ja loogisin vaihtoehto olisi ostaa jo valmiiksi globaali brändi. Mahdollisen yrityshankinnan jälkeen Rapala olisi maailman kiistaton johtaja kalastusvälineissä.

Shimanon osalta kalastusvälineet ovat vain sivuliiketoiminta ja yhtiön pääliiketoimintona ovat pyöräilykomponentit (mm. vaihteet, rattaat ja muut komponentit). Kalastuksen osuus Shimanon liikevaihdosta on noin 15 % ja kalastustoiminnan liikevaihto oli vuonna 2013 noin 270 MEUR. Shimanon tuotteet olisivat erittäin luontainen lisä Rapalan portfolioon, sillä Rapala

jakelee jo nyt Shimanon vapoja ja keloja useissa Euroopan maissa. Shimano-yhteistyötä olemme käsitelleet laajemmin kappaleessa 7.2.

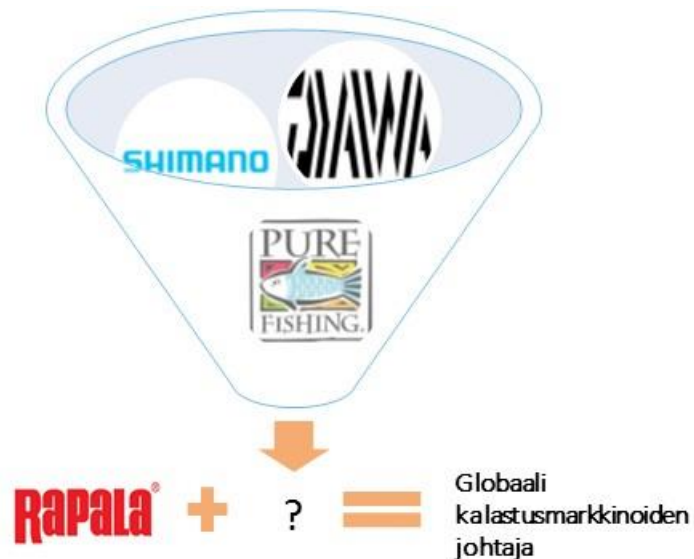
Jardenin omistama Pure Fishing olisi strategisesti erinomainen vaihtoehto

Jardenin omistama Pure Fishing olisi Rapalan kannalta strategisesti ehkä paras vaihtoehto. Tuoteportfoliot sopisivat yhteen lähes täydellisesti ja myös jakeluverkostossa olisi erittäin vähän päällekkäisyyksiä. Pure Fishingin liikevaihto oli vuonna 2013 arviomme mukaan noin 300 MEUR ja Rapala saisi sen mukana alan johtavia brändejä kuten Abu Garcian, Shakespearen ja Mitchellin.

Globeriden omistama Daiwa vaatisi puolestaan koko Globeriden ostamista pois pörssistä

Globeride konsernin liikevaihto oli vuonna 2013 hieman alle 500 MEUR, mistä noin 350 MEUR tulee kalastusvälineistä. Yhtiön kalastusvälineiden tuoteportfolioon kuuluu vapojen ja kelojen lisäksi myös uistimia, siimoja ja muita kalastusvälineitä. Kalastusvälineiden lisäksi yhtiön portfolioon kuuluu myös golf- ja tennistuotteita. Globeriden uistimet ja siimat sisältävät poikkeuksellisen vähän päällekkäisyyttä Rapalan omiin uistimiin ja siimoihin, sillä yhtiön markkina-asema sen kotimarkkinalla Japanissa on erittäin vahva (Rapalan myynti Japanissa olematonta) ja yhtiön siimat ja uistimet ovat positioituneet Rapalaa halvempaan hintaluokkaan. Mikäli Rapala haluaisi ostaa Daiwan kalastusvälineet, sen pitäisi tehdä ostotarjous koko Globeride-yhtiöstä. Näkemyksemme mukaan tämä ei lähtökohtaisesti ole ongelma, sillä Rapala voisi myydä Globeriden kalastustoiminnan ulkopuoliset osat tai vaihtoehtoisesti jatkaa niiden kehittämistä. Globeriden markkina-arvo on tällä hetkellä noin 100 MEUR ja yritysarvo noin 230 MEUR.

Ratkaisu vapa- ja kelaongelmaan



Lähde: Inderes

Rapalan ja Shimanon syvä yhteistyö tekee yritysjärjestelystä huomattavasti hankalampaa, sillä mikäli Rapala toteuttaisi järjestelyn jonkun muun kun Shimanon kanssa,

Mikäli Rapala päätyisi yritysjärjestelyyn jonkun muun kuin Shimanon kanssa, olisi mielestämme selvää, ettei Rapalan ja Shimanon nykyinen yhteistyö voisi enää jatkua. Tämä ei mielestämme ole kuitenkaan este, sillä mahdollisesta järjestelystä saatava potentiaali olisi moninkertainen suhteessa yhtiöiden nykyiseen yhteistyöhön.

pitäisi Shimano yhteistyö purkaa ainakin osittain

Emme usko rahoituksen olevan ongelma mahdollista järjestelyä ajatellen

Pidämme myös mahdollisena, että Rapala laajentuisi voimakkaammin ulkoiluun ja retkeilyyn yritystön kautta

Rapala on myös itse houkutteleva yritystökohde pääomasijoittajille ja teolliselle ostajalla

Odotamme yhtiön jatkavan pienien täydentävien yritystöjen tekemistä strategiansa mukaisesti

Rapalan nykyinen tase-asema mahdollistaisi näkemyksemme mukaan noin 50 MEUR yritystön ja näin ollen yhtiö ei kykenisi toteuttamaan mitään näistä kaupoista ilman ulkopuolista uutta pääomaa. Tätä emme kuitenkaan pidä ongelmana ja uskomme, että sopivan tilaisuuden tullen yhtiö voisi saada käyttönsä kohtuullisen edullista omaa pääomaa. Pidämme myös mahdollisena, että myyvä osapuoli saisi vastineeksi Rapalan osakkeita ja näin ollen siitä tulisi yhtiön merkittävä omistaja.

Kalastusvälineiden ulkopuolelta pidämme myös mahdollisena, että Rapala laajentuisi merkittävästi ulkoiluun ja retkeilyyn suuntaan. Käytännössä tämä tarkoittaisi jonkin ulkoilubrändin ostamista. Yritystön logiikan olennainen osa olisi se, että Rapala pystyisi jakelemaan tuotteet nykyisen jakeluverkostonsa läpi. Mikäli yhtiö päättäisi laajentua tähän suuntaan, se tarkoittaisi käytännössä jonkun 50-150 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevän brändiyhtiön ostamista. Tämän järjestelyn myötä Rapala pystyisi myös kunnolla laajentumaan asusteiden (esim. kalastusasusteet) valmistukseen, sillä se saisi ostokohteen mukana tuotantokapasiteettia ja -volyymiä asusteisiin. Tämä laajentuminen ei kuitenkaan poista ongelmaa kalastusvälineiden puolella, joten pidämme vapoihin ja keloihin liittyvää yritysjärjestelyä huomattavasti todennäköisempänä ja loogisempana vaihtoehtona lähitulevaisuudessa.

Näkemyksemme mukaan Rapala olisi houkutteleva yritystökohde jollekin suuremmalle urheiluvälinevalmistajalle, joka kykenisi laajentamaan Rapalan maantieteellistä peittoa oman jakeluverkostonsa avulla ja levittämään Rapalan brändejä uusiin tuotteisiin oman tuotantokoneistonsa kautta. Myös korkeat varastotasot toimivat tietynlaisena houkuttimena ostajan näkökulmasta, sillä varastoista irrotettavalla pääomalla ostaja kykenisi rahoittamaan osan kaupasta. Näin ollen Rapalan tapauksessa yritystökortti on myös tältä osin jatkuvasti pöydällä.

Arviomme mukaan Rapala tulee jatkamaan pienten täydentävien yritystöjen toteuttamista strategiansa mukaisesti. Näiden yritystöjen avulla Rapala laajentaa tuotetarjontaansa ja maantieteellistä peittoaan. Nämä ostot tulevat myös jatkossa olemaan merkittävä osa Rapalan kasvua, sillä orgaaniset kasvumahdollisuudet ovat verrattain rajalliset.

9. Arvostustaso

Rapala on arviomme mukaan
ennusteisiimme nähden oikein arvostettu

Mikäli yhtiö viritettyä itsensä täyteen
potentiaaliin, on osake edullinen

Emme näe osakkeessa laskuvaraa
nykytasolta johtuen vakaasta 5 %
osinkotuotosta

Ennusteidemme pohjalta lasketut Rapalan lähivuosien arvostuskertoimet ovat kohtuulliset. Yhtiön P/E-luvut ovat seuraavalle kahdelle vuodelle 17x ja 13x, kun taas vastaavat EV/EBIT kertoimet ovat 12x ja 10x. Ottaen huomioon Rapalan liiketoiminnan defensiivisen luonteen ja vahvat kilpailuedut, on yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin arviomme mukaan noin 15x. Sijoittajien on hyvä muistaa, että vuoden 2015 luvut eivät vielä heijastele Rapalan täyttää potentiaalia ja mikäli ennustamamme tuloksen normalisoituminen alkaa realisoitua vuoden 2015 aikana, on osakkeessa selkeää nousuvaraa nykytasolta.

Rapalan osake tarjoaa nykykurssilla turvallista noin 5 % tasaisesti kasvavaa osinkotuottoa. Osingossa on mahdollisuuksia ennustamaamme voimakkaampaankin nousuun, mikäli yhtiö onnistuu ratkaisemaan varasto-ongelmansa ja vähentämään käyttöpääoman määrää. Tasaisesta ja kasvavasta osinkotuotosta johtuen emme näe osakkeessa laskuvaraa nykyisiltä tasoilta.

Rapalan lähivuosien arvostuskertoimet

	2013	2014e	2015e	2016e
P/E	15,9	16,9	13,0	10,8
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,5
EV/Sales	1,1	1,2	1,1	1,0
EV/EBIT	12,2	12,4	10,1	8,6
Osingonjakosuhde-%	76,4 %	79,9 %	66,1 %	59,3 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,7 %	5,1 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Suhteessa verrokkiryhmään osake on
myös oikein arvostettu

Suhteessa verrokkiyhtiöihin osake on tulospohjaisesti arvostettu verrokkiryhmän tasolle ja osinkotuotto-% on ainoa mittari, millä Rapala olisi selvästi aliarvostettu suhteessa verrokkeihin. Näin ollen osaketta voidaan pitää oikein hinnoiteltuna myös verrokkiyhtiöiden näkökulmasta.

Arvostus suhteessa vertailuryhmään

	P/E		EV/Sales		EV/EBIT		Osinkotuotto-%	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Globeride	11,2	9,8	0,49	0,49	14,2	13,1	2,9 %	3,1 %
Shimano	27,0	25,2	2,81	2,68	16,5	16,5	0,9 %	0,9 %
Jarden	14,1	12,6	1,35	1,30	11,4	10,5	0,0 %	0,0 %
Johnson Outdoors	14,7	12,0	0,56	0,55	11,5	10,9	1,0 %	1,0 %
Nike	24,6	21,6	2,18	2,01	16,5	15,1	1,2 %	1,4 %
VF	20,2	17,8	2,29	2,11	15,1	13,4	1,7 %	1,9 %
Head	15,6	14,0	0,53	0,51	12,7	12,2	0,0 %	0,0 %
Fiskars	15,2	12,7	1,01	0,9	13,7	10,9	3,5 %	3,8 %
Amer Sports	16,6	12,5	0,96	0,88	12,5	9,9	3,0 %	3,7 %
Mediaani	15,6	12,7	1,0	0,9	13,7	12,2	1,2 %	1,4 %
Rapala	16,9	13,1	1,16	1,09	12,5	10,1	4,7 %	5,1 %
Preemio/alennus-%	8,6 %	3,1 %	14,9 %	21,1 %	-8,8 %	-17,4 %	281,5 %	264,8 %

Lähde: Inderes

Emme odota suurempia järjestelyjä lähikvartaalien aikana ja uskomme johdon fokuksen olevan tällä hetkellä kannattavuuden normalisoimisessa

Kokonaisuutena Rapalan osake on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä oikein arvostettu, kun otetaan huomioon viimevuosien useat tulospettymykset ja niiden myötä kohonneet riskipreemiot. Näkemyksemme mukaan nykyistä korkeampi osakekurssi vaatisi taakseen tuloksen normalisoitumista ja yhtiössä piilevän potentiaalin realisoitumista. Tämä potentiaali voi realisoitua äkillisesti, mikäli yhtiö tekee suurempia liikkeitä yritysjärjestelykentällä. Uskomme kuitenkin, että lyhyellä tähtäimellä yhtiö keskittyy sisäisten haasteiden ratkaisemiseen ja näin ollen suuremmat yritysjärjestelyt ovat mielestämme epätodennäköisiä lähikvartaalien aikana.

Sijoittajien kannattaa mielestämme tällä hetkellä odottaa merkkejä siitä, että Rapalan tulos lähtee normalisoitumaan ja nykyiset haasteet saadaan jätettyä taakse. Tämän tuloksen normalisoitumisen myötä arvostustaso alkaa taas tarjota osakkeelle nousuvaraa ja yritysjärjestelykortti nousee entistä vahvemmin pöydälle.

10. Merkittävimmät riskit

Rapalan merkittävimmät riskit ovat:

Näkemyksemme mukaan Rapalan osakkeeseen liittyy useita merkittäviä riskejä. Yhtiötä arvioidessa sijoittajien on syytä kiinnittää huomiota ainakin seuraaviin asioihin:

Liiketoiminnan kausiluontoisuus ja sesongin hallinta aiheuttaa paineita yhtiön tuotantokoneistolle ja jakeluketjulle

Liiketoiminnan kausiluontoisuus: Rapalan liiketoiminta painottuu vahvasti vuoden alkupuoliskolle, sillä uistinten ja muiden kalastustarvikkeiden myynnistä valtaosa ajoittuu keväälle. Siten liiketoiminnan kausiluontoisuus asettaa paineita Rapalan tuotantokoneistolle ja varastonhallinnalle. Lisäksi heikot sääolosuhteet (pitkittynyt talvi, sateinen kesä) saattavat vaikuttaa negatiivisesti sesongin myyntiin. Menetettyä myyntiä ei voi paikata enää loppuvuoden aikana johtuen verrattain lyhyestä kalastuskesästä.

Korkeat varastotasot ovat riski, sillä ne kasvattavat alaskirjausriskiä

Korkeat varastotasot: Rapalan ongelmana on finanssikriisistä asti ollut korkeat varastotasot. Korkeat varastotasot eli toisin sanoen hitaasti kiertävä varasto kasvattaa alaskirjausten riskiä, jos esimerkiksi varastoon pakkautuu tuotteita joiden houkuttelevuus kuluttajien silmissä heikkenee uuden sesongin tai uusien tuotelanseerauksien myötä. Tällä hetkellä pidämme Rapalan varastoa verrattain kuranttina emmekä näe siinä alaskirjausriskejä lyhyellä aikavälillä.

Yrityssotot sisältävät aina riskiä, mutta Rapala on historiassa onnistunut yrityskaupoissaan hyvin

Yrityssotostategiassa epäonnistuminen: Rapala on ollut aktiivinen toimija yrityskauppamarkkinoilla toteuttaessaan kasvustrategiaansa. Yrityskauppoihin liittyy aina riskejä, kuten 1) ylihinnan maksaminen, 2) avainhenkilöiden menettäminen, ja 3) integroinnin epäonnistuminen. Historiallisesti Rapala on onnistunut yrityskaupoissa hyvin ja yrityskaupat ovat kokoluokaltaan olleet verrattain pieniä suhteessa Rapalan omaan kokoon. Näin ollen pidämme yrityskauppoihin liittyvää riskiä verrattain rajallisena.

Kaupan omat tuotemerkit ja niiden kasvava markkinaosuus on pitkällä aikavälillä riski, mutta pidämme Rapalan brändeihin perustuvaa kilpailusuojaajaa vahvana

Kaupan omat tuotemerkit: Rapalan suurimmat asiakkaat eli suuret vähittäiskaupat (Walmart, Target, Bass Pro Shops) ovat viime vuosikymmenen aikana panostaneet jatkuvasti enemmän omiin tuotemerkkeihinsä, mikä johtuu luonnollisesti niiden paremmista marginaaleista kaupan kannalta. Kaupan omat tuotemerkit vähentävät Rapalan omien tuotteiden saamaa hylly- ja mainostilaa ja kasvattavat samalla hintapaineita, sillä kaupan omat tuotemerkit ovat usein hinnoiteltu erittäin aggressiivisesti. Tätä väistämätöntä trendiä vastaan Rapalan paras kilpailusuojaaja ovat sen vahvat brändit ja niihin liittyvä kuluttajauskollisuus sekä oman tuotannon tehokkuus ja kilpailukyky.

Liitteet

KVARTAALILUVUT

MEUR	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2013	2014Q1	2014Q2e	2014Q3e	2014Q4e	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	75	82	67	63	287	66	79	66	64	275	292	309
Käyttökate	10	15	5	4	34	9	14	5	4	33	39	43
Käyttökate (%)	13.7	18.5	6.8	5.8	11.7	13.8	18.1	8.2	6.6	12.0	13.3	13.9
Liikevoitto (EBIT)	9	13	3	2	26	7	12	3	2	26	31	36
Liikevoitto (%)	11.4	16.4	3.9	2.4	9.1	11.2	15.7	5.3	3.6	9.3	10.7	11.6
Nettorahoituskulut	0	-2	-3	0	-5	-2	-1	-2	-1	-7	-4	-4
Voitto ennen veroja	8	12	0	1	21	6	11	1	1	19	27	32
Verot	-2	-4	-1	2	-5	-1	-3	0	0	-5	-8	-9
Veroaste (%)	20.5	32.2	-225.0	-141.7	22.3	21.8	30.0	28.5	28.5	27.4	28.5	28.5
Nettotulos	6	6	-2	3	12	4	7	0	1	12	16	19
Osakekohtainen tulos (EPS)	0.14	0.16	-0.06	0.07	0.31	0.11	0.17	0.01	0.02	0.31	0.41	0.49
EPS oikaistu (dilutoitu osakemäärä)	0.14	0.16	-0.06	0.07	0.31	0.11	0.17	0.01	0.02	0.31	0.41	0.49
Osinko per osake	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.27	0.29
LIKEVAIHTO, MEUR												
Group products	47	50	38	42	176	43	49	37	42	171	181	194
Other Products	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Third Party products	28	32	29	22	111	23	30	29	22	104	111	115
Yhteensä	75	82	67	63	287	66	79	66	64	275	292	309
LIKEVAIHDON KASVU, V/V %												
Group products	2.8	1.4	1.3	-5.9	-0.1	-8.2	-1.0	-2.9	1.0	-2.9	5.4	7.4
Other Products	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.1	0.0	-100.4	0.0	0.0
Third Party products	1.4	-8.0	1.8	-8.0	-3.3	-18.5	-5.0	0.0	0.9	-6.0	6.8	3.6
Yhteensä	2.3	-2.5	1.4	-6.6	-1.4	-12.0	-2.6	-1.5	0.9	-4.0	6.0	5.9
LIKEVOITTO, MEUR												
Group products	6	9	2	2	19	5	9	3	3	19	23	27
Third Party products	2	4	1	0	7	3	4	1	0	7	8	9
Yhteensä	9	13	3	2	26	7	12	3	2	26	31	36
LIKEVOITTOMARGINAALI, %												
Group products	13.2	18.4	5.5	4.8	11.0	11.3	18.0	7.0	6.0	11.0	13.0	14.0
Third Party products	8.5	13.4	1.7	-2.3	6.1	10.9	12.0	3.0	-1.0	6.5	7.0	7.5
Yhteensä	11.4	16.4	3.9	2.4	9.1	11.2	15.7	5.3	3.6	9.3	10.7	11.6

TULOSLASKELMA, MEUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	234	269	280	291	287	275	292	309
<i>Liikevaihdon kasvu (%)</i>	-3.5	15.0	3.7	4.0	-1.4	-4.0	6.0	5.9
Kulut	-205	-232	-242	-258	-253	-242	-253	-266
Raportoitu käyttökate	29	37	38	33	34	33	39	43
Kertaluontoiset erät käyttökatteessa	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Käyttökate (%)</i>	12.3	13.8	13.5	11.2	11.7	12.0	13.3	13.9
Poistot	-7	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-7
EBITA	22	31	31	26	26	26	31	36
Liikearvon alaskirjaukset / arvonalennukset	0	0	0	0	0	0	0	0
Raportoitu liikevoitto	22	31	31	26	26	26	31	36
<i>Liikevoitto (%)</i>	9.4	11.6	11.0	8.9	9.1	9.3	10.7	11.6
Nettorahoituskulut	-2	-2	-6	-5	-5	-7	-4	-4
Voitto ennen veroja	20	29	25	21	21	19	27	32
Kertaluontoiset erät	0	0	0	0	0	0	0	0
Verot	-6	-9	-8	-7	-5	-5	-8	-9
Vähemmistöosuus	-2	-3	-3	-4	-4	-2	-3	-4
Nettotulos	12	18	14	10	12	12	16	19
TASE, MEUR								
Vastaavaa								
Kiinteä omaisuus	39	60	66	72	66	67	66	65
Liikearvo	48	48	48	48	48	48	48	48
Varastot	94	112	116	111	110	107	112	117
Saatavat	44	57	57	59	63	58	60	62
Likvidit varat / käteinen	29	28	29	38	17	17	17	19
Taseen loppusumma	261	304	315	327	304	296	303	310
Vastattavaa								
Oma pääoma	112	129	136	139	135	139	149	161
Siirretyt verovelat	2	0	0	0	0	0	0	0
Korollinen velka	109	122	129	134	117	106	100	91
Lyhytaikaiset korottomat velat	31	39	36	39	39	37	41	45
Muut korottomat velat	7	14	14	15	13	14	14	14
Yhteensä vastattavaa	261	304	315	327	304	296	303	310
KASSAVIRTA, MEUR								
+ EBITDA	29	37	38	33	34	33	39	43
- Nettorahoituserät	-2	-2	-6	-5	-5	-7	-4	-4
- Verot	-6	-9	-8	-7	-5	-5	-8	-9
- Käyttöpääoman muutos	2	-22	-7	6	-5	7	-3	-3
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0
= Liiketoiminnan kassavirta	23	5	17	27	19	28	23	27
- Investoinnit	-6	-27	-13	-13	-1	-8	-7	-7
- Yritysostot	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Yritysmyyntit	0	0	0	0	0	0	0	0
= Vapaa kassavirta	17	-22	4	14	18	20	17	20
+/- Korollisten velkojen muutos	-12	13	8	5	-17	-12	-6	-9
+/- Annit / omien osakkeiden ostot	3	7	2	2	-7	2	3	4
- Maksetut osingot	-7	-7	-9	-9	-9	-9	-10	-11
+/- Lainasaatavien muutos	0	6	0	2	-2	1	0	0
Kassavarojen muutos	1	-4	4	13	-18	1	4	5

AVAINLUVUT	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Markkina-arvo	271	223	189	198	208	208	208
Nettovelka (korollinen)	94	100	96	100	89	82	72
Yritysarvo	381	336	299	317	319	316	311
Liikevaihto	269	280	291	287	275	292	309
Käyttökate	37	38	33	34	33	39	43
Liikevoitto	31	31	26	26	26	31	36
Voitto ennen veroja	29	25	21	21	19	27	32
Nettotulos	18	14	10	12	12	16	19
Substanssiarvo	122	129	129	123	126	132	141
ARVOSTUSKERTOIMET							
Yritysarvo (EV) / Liikevaihto	1.4	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0
EV / Käyttökate	10.2	8.9	9.2	9.4	9.7	8.2	7.2
EV / EBITA	12.2	10.9	11.6	12.2	12.5	10.1	8.7
EV / Liikevoitto	12.2	10.9	11.6	12.2	12.5	10.1	8.7
EV / Operatiivinen kassavirta	31.3	15.9	9.9	13.8	9.8	11.9	10.5
EV / Vapaa kassavirta	11.6	13.9	14.5	13.5	15.1	11.9	10.3
P/E	15.1	15.9	18.8	15.9	17.0	13.0	10.9
P/E (oikaistu kertaeristä)	14.8	15.9	18.8	15.9	17.0	13.0	10.9
P/B	2.2	1.7	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
P/S	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
P/Kassavirta	22.3	10.5	6.2	8.6	6.4	7.8	7.0
Tavoitehinnalla EV/EBIT	12.0	11.4	12.5	11.4	12.1	9.8	8.4
Tavoitehinnalla P/E	15.6	17.5	18.1	20.0	16.9	13.0	10.8
Tavoitehinnalla P/B	2.3	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
OSAKEKOHTAISET LUVUT							
Osakkeiden lukumäärä	39 468	39 468	39 468	39 468	39 000	39 000	39 000
Osakemäärä (dilutoitu)	39 468	39 468	39 468	39 468	39 000	39 000	39 000
Osakekohtainen tulos (EPS)	0.45	0.35	0.26	0.31	0.31	0.41	0.49
EPS (oikaistu)	0.46	0.35	0.26	0.31	0.31	0.41	0.49
Kassavirtapohjainen EPS	0.83	0.61	0.52	0.60	0.54	0.68	0.77
Operatiivinen kassavirta / osake	0.31	0.54	0.77	0.58	0.83	0.68	0.76
Sijoitettu pääoma / osake	5.65	5.99	5.95	5.96	5.86	5.92	5.99
Substanssiarvo / osake	3.09	3.26	3.28	3.12	3.23	3.39	3.60
Substanssi ilman liikearvoa	1.89	2.06	2.07	1.92	2.01	2.17	2.39
Osinko / osake	0.23	0.23	0.23	0.24	0.25	0.27	0.29
Osinko / tulos, %	50.7	64.8	89.9	76.4	79.9	66.1	59.3
Osinkotuotto, %	3.4	4.1	4.8	4.8	4.7	5.1	5.4
PÄÄOMATEHOKKUUS							
Oman pääoman tuotto (ROE), %	15.6	11.2	7.8	9.8	9.8	12.4	14.0
Sitoutuneen pääoman tuotto (ROCE), %	13.5	12.1	9.8	10.1	10.4	12.8	14.4
TALOUDELLISET TUNNUSLUVUT							
Investoinnit / Liikevaihto, %	10.1	4.7	4.6	0.4	2.8	2.3	2.2
Investoinnit / Poistot ilman liikearvoa, %	445.9	187.1	195.0	16.5	104.1	89.7	91.8
Nettovelka / Käyttökate	2.5	2.7	2.9	3.0	2.7	2.1	1.7
Velka / Oma pääoma	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
Omavaraisuusaste	42.5	43.2	42.4	44.4	47.2	49.2	51.9
Nettovelkaantumisaste (Gearing-%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4
Työntekijöiden lukumäärä (keskiarvo)	2 200	2 223	1 993	1 966	1 886	1 999	2 118
Liikevaihto / työntekijä, EUR	122 461	125 731	145 861	145 861	145 861	145 861	145 861
Liikevoitto / työntekijä, EUR	14 182	13 855	12 995	13 279	13 579	15 630	16 891

VALUAATIO		NORMAALI SKENAARIO		TAUSTAOLETUKSET		WACC	
Nykyinen osakekurssi	5.33	Kassavirran nykyarvo	155	Pitkän ajan kasvu, %	3.0	Riskitön korko, %	4.30
DCF-arvo	6.49	Terminaaliarvo	230	WACC, %	8.2	Riskipreemio, %	5.0
Nousupotentiaali, %	21.8	Vähemmistöosuudet	-22	Spread, %	0.5	Velan riskipreemio, %	0.7
Maksimi arvo	7.5	Mark.eht. sijoitukset	17	Minimi WACC, %	7.7	Equity beta	0.90
Minimi arvo	5.7	Velka - Osingot	-127	Maksimi WACC, %	8.7	Tavoiteltu velka-aste, %	25
Terminaaliarvo, %	59.8	Osakkeen arvo	253	Osakemäärä (milj.)	39.0	Efekt. veroaste, %	29

DCF-VALUAATIO, MEUR	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminaali
Liikevaihto	287	275	292	309	328	337	347	358	369	380	391	403
<i>Liikevaihdon kasvu, %</i>	<i>-1.4</i>	<i>-4.0</i>	<i>6.0</i>	<i>5.9</i>	<i>6.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>
Liikevoitto (EBIT)	26	26	31	36	38	37	38	39	41	42	43	44
<i>Liikevoitto-%</i>	<i>9.1</i>	<i>9.3</i>	<i>10.7</i>	<i>11.6</i>	<i>11.6</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>
+ Poistot + arvonalennukset	8	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
- Tuloverot	-6	-7	-9	-10	-11	-11	-11	-11	-12	-12	-12	
- Käyttöpääoman muutos	-5	7	-3	-3	-8	-4	-4	-5	-5	-5	-5	
<i>NWC / Liikevaihto, %</i>	<i>46.9</i>	<i>46.5</i>	<i>45.0</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	<i>43.5</i>	
+ Muutos muissa vastaavissa	-2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Investoinnit	-1	-8	-7	-7	-7	-7	-7	-8	-8	-8	-8	-9
<i>Investoinnit / Liikevaihto, %</i>	<i>0.4</i>	<i>2.8</i>	<i>2.3</i>	<i>2.2</i>	<i>2.2</i>	<i>2.2</i>	<i>2.1</i>	<i>2.2</i>	<i>2.1</i>	<i>2.1</i>	<i>2.1</i>	<i>2.1</i>
- Muut erät	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Vapaa kassavirta (FCF)	20	26	20	23	19	22	23	23	24	25	25	494
= Diskontattu FCF (DFCF)		24	17	19	14	15	15	14	13	12	12	230

= DFCF min WACC	24	18	19	14	16	15	14	13	13	12	12	266
= DFCF max WACC	24	17	18	14	15	14	13	13	12	11	11	201

YRITYSKUVAUS:

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 tuotekategorioissa ja se on yksi Pohjoismaiden johtavista ulkoilu-, metsästys- ja talviurheilutuotteiden jakelijoista. Konsernin omien jakeluyhtiöiden verkosto 35 maassa on alan kattavin. Konsernin päätuotantolaitokset sijaitsevat Suomessa, Ranskassa, Virossa, Venäjällä, Kiinassa, Indonesiassa ja Englannissa. Konsernin brändiportfolioon kuuluu alan johtava brändi, Rapala, ja muita maailmanlaajuisesti tunnettuja brändejä kuten VMC, Sufix, Storm, Blue Fox, Luhr Jensen, Williamson, Dynamite Baits, MORA ICE, StrikeMaster, Marttiini ja Peltonen.

OMISTUSRAKENNE	SHARES	MEUR	%
Viellard Migeon & CIC	12 480 000	66.518	33.87%
Sofina NV	7 410 000	39.495	19.23%
Nordea Nordic Small Cap	3 123 900	16.650	8.11%
Odin Finland	1 310 400	6.984	3.4%
The state pension fund	1 275 300	6.797	3.31%
Shimano Singapore Private Limited	877 500	4.677	2.28%
Nordea Fennia	752 700	4.012	1.51%
Evli Suomi Select	627 900	3.347	1.24%
Rapala VMC	573 300	3.056	1.19%
Lähitapiola Hyvinvointi	479 700	2.557	1,15%
10 suurinta	28 910 700	154.094	74%
Jäljelle jäävät	10 089 300	53.776	26%
Yhteensä	39 000 000	207.870	100%

RAPORTOINTI AJANKOHDAT

July 21, 2014

Q2 report

October 21, 2014

Q3 report

MUUT TAPAHTUMAT

YRITYKSEN JOHTO / KONTAKTIT

CEO: Jorma Kasslin, Group President and CEO

Arabiankatu 12, 00560 Helsinki, Finland

CFO: Jussi Ristimäki

Tel: +358 9 7562 540

IR: Olli Aho

SUOSITUSHISTORIA, VIIMEISET 12 KUUKAUTTA

Päivämäärä	Suositus	Tavoitehintaa	Osakekurssi
20.6.2012	Osta	6,0	4,9
17.1.2013	Lisää	5,3	4,9
19.7.2013	Lisää	5,3	4,8
22.10.2013	Lisää	5,3	5,0
6.2.2014	Vähennä	5,3	5,2
17.4.2014	Vähennä	5,3	5,2
22.5.2014	Vähennä	5,3	5,3

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia 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 laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>



Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki, Suomi

Puhelin: +358 10 219 4690

etunimi.sukunimi@inderes.com

www.inderes.fi



Research never sleeps

twitter.com/indres