

Aloitamme Rauten seurannan lisää suosituksella

Rauten osakkeen arvostustaso on mielestämme varsin houkutteleva, kun huomioidaan todennäköisesti erittäin vahva H2'12 tulos ja yhtiön poikkeuksellisen vahva tilauskanta. Yleisesti kuitenkin erittäin epävarmojen markkinanäkymien takia suosituksemme on varovainen lisää tavoitehinnalla 7.80 euroa.

H2'12 on yhtiölle näytönpaikka

H2'12 tuloksen pitäisi olla yhtiölle erittäin vahva. Loppuvuodelle on ajoitettu lähes 50 MEUR:n projekti-toimitukset ja niiden rinnalla palveluiden pitäisi jatkaa suunnilleen 6 MEUR:n kvartaalitasollaan. Toimituksien painotuksia Q3/Q4 on vaikea arvioida, mutta uskomme H2'12 liikevoiton nousevan noin 4 MEUR:n tasolle. Edellytykset loistavaan tulokseen ovat olemassa, mutta yhtiön kapasiteetin ollessa täyskäytössä toimituksien täytyy myös onnistua. H2'12 onkin mielestämme Rautelle erittäin tärkeä näytönpaikka.

Lähtökohdat ensi vuodelle hyvät, mutta markkinanäkymät haastavat

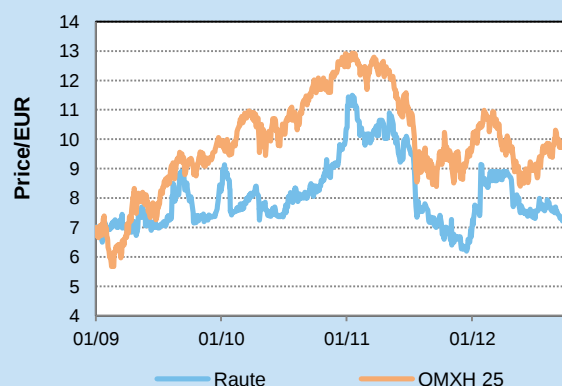
Arvioimme Rauten vuoden 2013 ulottuvan tilauskannan olleen kesän lopussa yli 30 MEUR, mikä on yhtiölle poikkeuksellista vahva tilauskannan yleensä ollessa kohtuullisen lyhyt. Talouden merkittävästä epävarmuudesta johtua korostamme kuitenkin H2'12 tilauskertymän suurta merkitystä, sillä ensi vuonna puskurit ovat todennäköisesti tarpeen. Lähtökohdat kohtuullisen hyvälle tulokselle ovat kuitenkin hyvät.

Arvostustaso alhainen, mutta riskiprofiili korkea

Vuoden 2012 ennusteiden perusteella arvostustaso osakkeen arvostustaso on houkutteleva; EV/EBIT alle 5, P/E noin 9 ja osinkotuotto selvästi yli 5 % maltillisellakin ennusteella. Ensi vuonna tulos kuitenkin arviomme mukaan heikkenee hieman. Osakkeelle antaa tukea se, että tase on erittäin vahva, ei sisällä liikearvoa ja yhtiö nettovelaton. Huomioiden yhtiön vahva markkina-asema ja kohtuullisen hyvät pitkän tähtäimen näkymät, pidämme nykyistä arvostustasoa maltillisena.

RATING

ACCUMULATE



Share price, EUR (last close) 7.22

Target price, EUR 7.80

Latest change in recommendation 05-Oct-12

No. of shares outstanding, '000's 4 005

No. of shares fully diluted, '000's 4 005

Market cap, mEUR 29

Free float, % 40.0

Reuters code RUTAV.HE

Bloomberg code RUTAV FH

Next interim report 30-Oct-12

Web site <http://www.raute.com/>

Analyst Juha Kinnunen

E-mail juha.kinnunen@inderes.com

Telephone +358407781368



BUY



ACCUMULATE



REDUCE



SELL

KEY FIGURES

	Sales mEUR	EBIT mEUR	EBIT %	Ptx profit mEUR	EPS EUR	P/E (x)	EV/Sales (x)	P/CF (x)	EV/EBIT (x)	DPS EUR
2010	63	1	2.1%	1	0.29	33.5	0.5	54.1	22.3	0.30
2011	74	-1	-1.0%	-1	-0.27	-22.7	0.2	4.9	-19.6	0.30
2012e	100	4	4.0%	4	0.80	9.0	0.2	9.5	4.7	0.50
2013e	92	3	3.2%	3	0.56	13.0	0.2	8.9	6.7	0.30
2014e	99	4	3.6%	4	0.66	10.9	0.2	7.5	5.4	0.50
Market cap, mEUR	29		BV per share 2012E, EUR		6.0		CAGR EPS 2011-14, %		0.0	
Net debt 2012E, mEUR	-10		Price/book 2012E		1.2		CAGR sales 2011-14, %		10.2	
Enterprise value, mEUR	19		Dividend yield 2012E, %		6.9		ROE 2012E, %		13.9	
Total assets 2012E, mEUR	60		Tax rate 2012E, %		18.2		ROCE 2012E, %		11.4	
Goodwill 2012E, mEUR	0		Equity ratio 2012E, %		46.5		PEG, P/E 12/CAGR		-8.4	

Sisällysluettelo

1.	Sijoituscase - niche-markkinan johtava yritys edullisella arvostuksella	3
2.	Liiketoiminta, kilpailutilanne, kilpailuedut ja strategia.....	4
2.1.	Kilpailukenttä ja Rauten kilpailuetu	5
2.2.	Rauten strategia, tavoitteet ja ajurit	6
2.3.	Liiketoimintaympäristön muutokset toimivat ajureina	7
2.4.	Tuoteryhmät ja tuotteet	7
3.	Rauten markkinat - tuotteet ovat osa puunjalostuksen arvoketjua	8
3.1.	Markkina-asema ja kilpailutilanne.....	8
3.2.	Lopputuotteiden kysyntä heijastuu investointeihin	9
3.3.	Vanerituotteiden tuotanto keskittyy yhä voimakkaammin Kiinaan.....	10
3.1.	Globaali pelikenttä, mutta paikalliset erikoispiirteet	10
3.2.	LVL - pienempi mutta parempi markkina	12
4.	Yhtiön taloudellinen tilanne - tase erittäin vahva	13
5.	Kulurakenne ja kannattavuus.....	15
5.1.	Kannattavuus ja siihen vaikuttavat tekijät	16
6.	Rauten riskit - kysynnän voimakas vaihtelu suurin ongelma	17
7.	Tilaukanta ja uudet tilaukset	19
8.	Tulevaisuuden ennusteet.....	20
8.1.	H2'12 on yhtiölle näytönpaikka	20
8.2.	Vuosi 2013 - hyvät lähtökohdat, mutta kysyntä todennäköisesti heikkoa	21
8.3.	Skenaarioanalyysit	23
9.	Osakkeen arvostustaso.....	26
9.1.	Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus	28
9.2.	Kassavirta-analyysi ja siihen liittyvät oletukset	29
9.3.	Herkkyysanalyysi ja ennusteiden realiteettitarkistus	31
10.	Pitkän aikavälin track-record.....	33
11.	Muita huomioitavia asioita	35

1. Sijoituscase - niche-markkinan johtava yritys edullisella arvostuksella

Raute on maailmanlaajuisesti toimiva teknologiayritys, jonka tuotetarjonta kattaa koko viilu-, vaneri- ja LVL-tehtaiden tuotantoprosessin koneet ja laitteet. Liiketoiminta voidaan jakaa projektitoimituksiin sekä teknologiapalveluihin. Projektitoimitukset, jotka vastaavat perinteisesti noin 70 % yhtiön liikevaihdosta, kuuluu kokonaiset tehdasprojektit, tuotantolinjat tai yksittäiset koneet ja laitteet. Loput 30 % liikevaihdosta tulee palveluliiketoiminnasta, mikä tarkoittaa mm. koneiden huoltoa, varaosia, modernisointiprojekteja sekä konsultointia ja liiketoiminnan tukipalveluita.

Projektiliiketoiminnan takia sijoittajien on tärkeää huomioida kysynnän raju syklisyys. Yhtiön tulos voi heilahdella vuositasolla ja myös vuoden sisällä neljännesten välillä suurien yksittäisten tilauksien mukana, mikä tekee yhtiöstä erityisesti lyhyellä tähtäimellä riskipitoisen sijoituskohteen. Palveluliiketoiminta on erittäin tärkeää yhtiölle, sillä sen kysyntä on huomattavasti tasaisempaa ja se tarjoaa yhtiölle todella tärkeää luonteeltaan jatkuvampaa liikevaihtoa. Yhtiön huoltosopimuksien piirissä on muutama sata tuotantolinjaa ja noin 20-30 % huoltoliiketoiminnasta on toistuvaa kuukausittaista laskutusta. Myös kannattavuus on parempi erityisesti varaosissa.

Yhtiön tuotteilla ja palveluilla saavutettavissa olevan markkinan koko on noin miljardia euroa, josta arviolta noin puolet on em. projektitoimituksia ja puolet palveluita. Raute on alan markkinajohtaja noin 15-20 %:n markkinaosuudella, kun puhutaan projektitoimituksista. Palvelupuolella markkinan kokoa on erittäin vaikea arvioida, sillä asiakkaat ulkoistavat toistaiseksi vain pienen osan tarpeistaan.

Tehdasinvestoinneista valtaosa tehdään kehittyville markkinoille kuten Venäjä, Etelä-Amerikka ja mahdollisesti Kiina. Kiinassa Rauten markkina-asema on muita markkinoita heikompi, mikä pienentää massiivisen vanerimarkkinan merkitystä yhtiölle. Rauten kannalta erityisen tärkeä on mielestämme Venäjän kehitys. Kehittyneillä markkinoilla oleellisempia ovat korvausinvestoinnit. Kysyntä ohjautuu todennäköisesti koko ajan enemmän tehokkuuden parantamiseen, mikä tukee myös teknologiapalveluiden kysyntää. Yksi erittäin tärkeä asia on automaation merkityksen kasvu ja koko tuotantoprosessin optimointi, missä Raute on vahvassa asemassa. Erityisesti pienemmällä LVL-markkinalla Rauten asema on vahva, sillä noin puolet LVL:stä tuotetaan Rauten koneilla. Vanerin tuotannon uskotaan kasvavan tulevaisuudessa yleistä taloutta nopeammin, ja LVL markkinan kasvun pitäisi olla vielä huomattavasti nopeampaa. Kysyntä on kuitenkin hyvin syklistä, vaikka pitkän tähtäimen ajurit ovat kunnossa.

Kuluvan vuoden toinen puolisko on Rautelle erittäin tärkeä näytönpaikka. Loppuvuodelle on ajoitettu lähes 50 MEUR:n projektitoimitukset, minkä lisäksi liikevaihtoa tulee palveluista. Odotamme Rauten tekevän heikkoon vertailukauteen nähden erittäin vahvan H2'12 tuloksen ja ennakoimme H2'12 liikevoiton olevan noin 4 MEUR. Kaikki edellytykset tähän ovat olemassa, mutta yhtiön kapasiteetti toimii tällä hetkellä ylärajoilla ja yhtiön tehokkuutta sekä alihankkiverkostoa testataan loppuvuonna aidosti.

Rauten markkina-arvo on tällä hetkellä hieman alle 30 MEUR (osakekurssi 7.22 EUR). Huomioiden yhtiön vahva tase ja negatiivinen nettovelkaantumisaste yhtiön yritysarvo (EV) on vain noin 20 MEUR. Kuluvan vuoden tulosennusteeseen suhteutettuna taso on erittäin alhainen ja EV/EBIT-kerroin on noin 4.7. Alhainen arvostustaso kuvastaa mielestämme markkinoiden yhtiölle antamaa erittäin korkeaa riskiprofiilia. Rauten markkinoiden näkymät eivät ole houkuttelevia lähivuosille taloustilanteen ollessa erittäin epävarma, mutta yhtiön erittäin korkea tilauskanta (Q2'12: 73 MEUR) sekä heinäkuun lopussa saatu 14 MEUR:n LVL-tilaus antaa yhtiölle hyvät lähtökohdat myös todennäköisesti haastavaan vuoteen 2013.

Vakavaraisena perhetaustaisena yrityksenä Raute on ollut hyvä osingonmaksaja, mikä antaa tukea heikkoina aikoina. Yhtiön tase on erittäin vahva ja kurantti, eikä sisällä esimerkiksi liikearvoa. Tämä antaa puskurin, jonka avulla yhtiöllä ei pitäisi olla ongelmia selvitä vaikeampien aikojen läpi. Tässä auttaa myös yhtiön markkinajohtajuus ja varsin selkeä kilpailuetu erityisesti tuotteiden yläsegmentissä.

Pidämme osakkeen arvostustasoa erittäin maltillisena, mutta korostammekin, että osakkeen riskiprofiili on korkea. Nykyisessä erittäin epävarmassa taloustilanteessa, mikä painaa varmasti myös Rauten asiakaskunnan investointeja, osakkeelle hyväksymämme arvostustaso on alhainen. Jos yhtiö saisi yhdenkin suuremman tilauksen loppuvuoden aikana, näkyvyys vuoteen 2013 paranisi huomattavasti ja nykyinen arvostustaso olisi mielestämme liian alhainen. Aloitamme Rauten seurannan suosituksella lisää sekä tavoitehinnalla 7.80 euroa, mikä antaa osakkeelle noin 8 % nousunvaraa seuraavan 6 kuukauden aikana.

2. Liiketoiminta, kilpailutilanne, kilpailuedut ja strategia

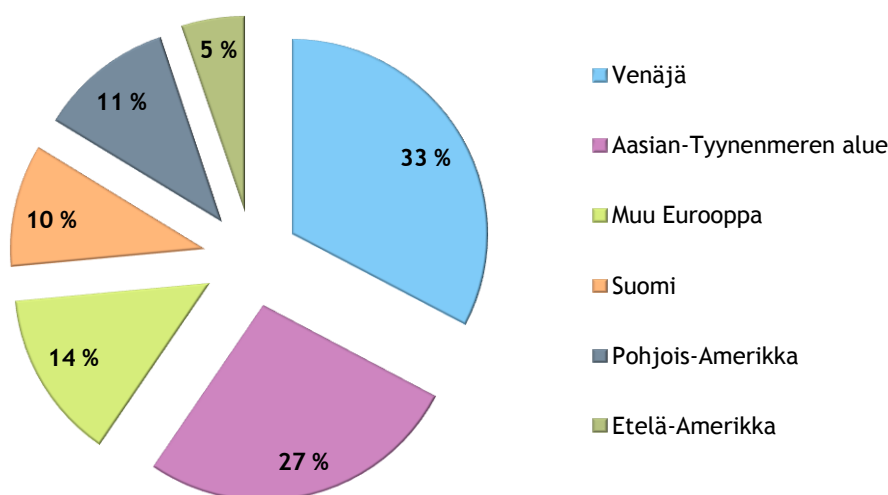
Raute tarjoaa viilun, vanerin ja viilupalkin (LVL) tuottajille tuotantoteknologiaa sekä siihen liittyviä teknologiapalveluita. Rauten teknologiatarjonta kattaa asiakkaiden koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet. Yhtiön palvelukonsepti lähtee tuotteen elinkaaren hallinnasta ja Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin.

Valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee projektitoimituksista, jotka muodostuvat suurista tehdasprojekteista, erillisistä tuotantolinjoista, tai yksittäisistä koneista ja laitteista. Viime vuosina suunnilleen 70 % yhtiön liikevaihdosta on tullut projektitoimituksista. Projektien kysyntä on syklistä, vaihtelee merkittävästi vuodesta toiseen ja riippuu vahvasti alan investoinneista. Suuret tehdasprojektit voivat kestää mahdollisesti jopa kaksi vuotta, mutta perinteisesti suurin osa tuloutettavasta liikevaihdosta kertyy noin 6-12 kuukauden kuluessa tilauksesta. Kun Rauten kohdalla puhutaan tehdasprojekteista, on tärkeää huomioida, että yhtiö toimittaa ainoastaan tuotantokoneita eikä rakenne itse tehdasta.

Palveluiden osuus liiketoiminnasta on noin 30 %, mutta osuus vaihtelee projektitoimituksien mukana. Teknologiapalveluista saatava kassavirta on huomattavasti tasaisempaa ja siten helpommin ennakoitavissa. Se kuitenkin korreloi asiakkaiden koneiden käyttöasteiden, koska erityisesti huollon ja varaosien tarve vähenee, jos koneita ei käytetä. Yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet kasvattaa palveluliiketoimintaa uusien projektitoimitusten mukana asennetun laitekannan kasvaessa. Teknologiapalveluiden tilauskanta on perinteisesti lyhyt. Palveluiden ja projektitoimitusten erot hämärtyvät jossain määrin esimerkiksi modernisoinneissa, jotka voivat kuitenkin kestää yli 6 kuukautta ja voivat sisältää uusia laitteita.

Maantieteellisesti Rauten liikevaihto jakautuu laajalle alueelle ja yhtiö toimii aidosti globaaleilla markkinoilla. Viime vuosina erityisesti Venäjän ja Aasian merkitys on kasvanut huomattavaksi. Alla olevassa graafissa näkyy yhtiön liikevaihdon jakautuminen kahden viime vuoden aikana (kyseessä siis vuosien 2010 ja 2011 summa). On kuitenkin tärkeää huomioida, että jakauma vaihtelee rajusti vuosittain suurien projektien sijainnin mukaan. Kuluvana vuonna Etelä-Amerikan eli käytännössä Chilen merkitys on erittäin tärkeä.

Liikevaihdon maantieteellinen jakautuminen 2010-2011



2.1. Kilpailukenttä ja Rauten kilpailuetu

Rauten globaali markkinajohtaja, jonka markkinaosuus on yhtiön mukaan noin 15-20 % suurimmalla asiakasteollisuudenalallaan vaneriteollisuudessa. Erityisen vahva Rauten markkina-asema on selvästi pienemmällä LVL-teollisuudenalalla, sillä noin puolet maailman LVL:stä tuotetaan yhtiön laitteilla. LVL eli viilupalkkimarkkinan koko on vain noin 10 % vanerimarkkinasta, mutta ala kasvaa nopeammin ja on yhtiön kannalta erityisen mielenkiintoinen.

Mielestämme Rautella on varsin vahva kilpailuetu erityisesti alan yläsegmentissä. Raute on ainoa yhtiö toimialalla, joka pystyy tarjoamaan kaikki tarvittavat osat tehtaan tuotantolinjalle eli tarjoamaan käytännössä koko tarvittavan tuotantokoneiston tehtaaseen. Tämä tarjoaa yhtiölle merkittävän kilpailuedun, kun asiakas investoi tehtaaseen ja haluaa tilata kaikki koneet ja tuotantoprosessin yhdeltä toimijalta. Yhtiölle vahvassa yläsegmentissä koneet ovat kalliimpia, mutta niiden käyttöikä, automaatiotaso ja sitä kautta tuottavuus ovat alasegmenttiä parempia. Luonnollisesti näiden kysyntä on korkeampaa kehittyneillä markkinoilla kuin kehittyvillä, mutta talouden kehityksen mukana yläsegmenttien markkinat laajenevat hiljalleen. Toistaiseksi esimerkiksi Kiinan markkinoiden kysyntä on kuitenkin keskittynyt työvoimavaltaisempiin ratkaisuihin.

Yhtiön teknologinen osaaminen on vahvaa, ja esimerkiksi automaatioon on panostettu merkittävästi. Vaikka mekaanisessa puunkäsittelyssä vaadittava teknologia ei ole niin monimutkaista kuin esimerkiksi paperikoneissa, sisältävät yläsegmentin tuotteet merkittävästi automaatiota ja esimerkiksi konenäköä. Lisäksi erityisesti suuremmissa tehdasprojekteissa on tärkeää, että yhtiöllä on puulevyjen tuotantoprosessin kokonaisuosaaminen hallussaan. Rautella on myös pitkäaikainen kokemus maailmanlaajuisista projektitoimituksista, ja yhtiö on toimittanut ratkaisuja vaneriteollisuudelle jo yli 80 vuotta. Tällä ajalla kertynyttä kokemusta ja tietotaitoa on vaikea koota.

Vaikka yhtiö on pörssiyhtiöksi pieni, on sen teknologioiden ja palveluiden kattavuus huomattavasti edellä sen kilpailijoita, jotka ovat perinteisesti vielä huomattavasti pienempiä perheyhtiöitä. Rauten suhteellisesti suurempi koko ja listaus Helsingin pörssissä antavat myös yhtiölle uskottavuutta, erityisesti kun puhutaan suuremmista tilauksista. Yhtiö maailmanlaajuinen myynti- ja huoltoverkosto on myös selvästi edellä kilpailijoita. Yhtiöltä löytyy paikallinen läsnäolo kaikilta avainmarkkinoilta.

Mielestämme yhtiöllä on siis selvä etu, kun puhutaan nimenomaan laadusta ja tuotannon tehokkuudesta. Suurimpana ongelmana näemme sen, ettei yhtiöllä ole erityisen kilpailukykyisiä tuotteita alasegmentille, joka on merkittävä erityisesti Kiinassa. Hintasensitiiviset asiakkaat voivat ostaa ”riittävän hyvää” paikallisilta toimijoilta, mihin yhtiön on vaikea vastata. Yhtiö on pyrkinyt panostamaan tähän erityisesti viime vuosina, mikä näkyy mm. RautePro tuotesarjan lanseerauksena.

Mielestämme Rauten suurin haaste on tällä hetkellä se, että yhtiön markkina-asema on suhteellisen heikko Kiinassa, jossa ala on räjähtänyt hurjaan kasvuun viimeisen viiden vuoden aikana. Tällä hetkellä Kiinan ja yleensäkin Aasian markkinat dominoivat markkinaa ja kokonaisuudessaan jo noin 70 % vanerintuotannosta tapahtuu Aasiassa. Kiinassa markkinaa hallitsevat paikalliset pienet toimijat, jotka pystyvät tarjoamaan riittävän hyviä tuotteita alasegmenttiin painottuneille markkinoille. Alan konsolidaatio on yleensäkin alalla vasta alussa, mutta Aasiassa markkinat ovat erittäin sirpaloituneet.

2.2. Rauten strategia, tavoitteet ja ajurit

Raute itse on määrittänyt strategiansa pääpisteiksi seuraavat:

- Kannattavuuden parantaminen.
- Parempi suhdanne-vaihteluihin sopeutuminen.
- Hallittu kasvu.

Mielestämme kaikki edellä mainitut ovat sijoittajien kannalta ensiarvoisen tärkeitä, joten pidämme strategian painopisteitä hyvinä. Oleellisempaa on tietenkin se, miten näissä onnistutaan jatkossa ja minkälaiset resurssit johdolla on toteuttaa strategiaa. Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjännitteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina määrätietoisesti. Finanssikriisin aikaan aikaisemmasta aggressiivisesta 10 %:n kasvutavoitteesta yli syklin luovuttiin, ja keskityttiin nimenomaan kannattavuuden parantamiseen ja hallittuun kasvuun. Vuoden 2007 jälkeen yhtiö ei ole antanut numeerisia tavoitteita tulokselle tai kasvulle, vaan hyväksynyt markkinan voimakkaan syklisyyden ja pyrkinyt vastaamaan siihen mm. ulkoistamalla tiettyjä toimintoja ja laajentamalla yhteistyöverkostoja. Lisäksi yhtiö on panostanut merkittävästi teknologiapalveluihin sekä kehittyville markkinoille, jonne investoinnit tällä hetkellä keskittyvät.

Mielestämme yksi avainasia Rauten kannalta on Kiinan markkinoille pääseminen ainakin pitkällä tähtäimellä. Kehittyvistä markkinoista yhtiöllä on hyvä asema sekä Venäjällä että Etelä-Amerikan avainalueilla, mutta tämän hetken kuumalla markkinalla Kiinassa tilanne on toinen. Yhtiö on viimeaikoina pyrkinyt vahvistamaan tuotevalikoimaansa alasegmentissä, jotta se pääsisi kiinni myös Aasian kasvuun.

Positiivista Rauten kannalta on se, että Aasian markkinat ovat edelleen pienten paikallisten toimijoiden käsissä, mikä tarkoittaa, että yhtiöllä on edelleen omat mahdollisuutensa päästä markkinoille. Tässä suhteessa toivoisimme johdolta selkeitä linjauksia siitä, miten markkinoille päästään paremmin sisälle. Aasian markkinoilla tarvitaan merkittävästi paikallista osaamista, ja mielestämme loogisin tie markkinoille olisi harkitut yritysostot. Näitä Raute on harkinnut, ja päässyt joissakin neuvotteluissa myös varsin pitkälle, mutta lopulta erimielisyydet hinnoista ja tietysti avainhenkilöistä pienissä yhtiöissä ovat olleet esteitä kaupoille. Kuten todettu, alan konsolidaatio on vasta alussa myös kehittyneillä markkinoilla. Rautella voisi olla merkittävä rooli tässä kehityksessä markkinajohtajana, ja sen pitäisi myös valita selkeä strategia tähän liittyen. Perinteisesti Raute ei ole ollut aktiivinen yritysostoissa, vaan niillä on aikaisemmin lähinnä täydennetty omaa tuotevalikoimaa. Koska yhtiöllä ei ole vahvaa kokemusta yritysostoista, riski mahdollisten tulevaisuuden hankintojen suhteen on normaalia suurempi. Toisaalta yhtiö on osoittanut kärsivällisyyttä, eikä ole lähtenyt tekemään huonosti omistaja-arvoa tuottavia yritysostoja, kun sopivia kohteita ei ole löytynyt.

Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat hyvin linjassa strategian kanssa:

- Kannattavuus hyvä kaikissa suhdannetilanteissa.
- Markkinoita nopeampi kasvu.
- Hyvä vakavaraisuus.
- Sijoittajille kilpailukykyinen tuotto.

Kun katsotaan Rauten markkinoiden ajureita nimenomaan pitkällä aikavälillä, toimialan taustalla on tiettyjä positiivisia megatrendejä. Vaneri ja puutuotteet yleisesti ovat kierrätettävä, raaka-aineet ovat uusiutuvia ja materiaali on hiilidioksidineutraali. Rauten kokonaismarkkina, johon pureudumme seuraavassa kappaleessa tarkemmin, kasvaa em. mainittujen ajureiden takia yleistä talouskasvua nopeammin.

Vanerin ja LVL:n merkittävin loppumarkkina on rakennusteollisuus, johon sovelletaan monesti nyrkkisääntönä 1.5-kerrointa suhteutettuna yleiseen talouskasvuun. Tämä kuvastaa myös alan syklistä luonnetta, mikä on vielä voimakkaampaa tuotantoinvestoinneissa eli Rauten ydinmarkkinassa. Rakennusteollisuuden sisällä vanerin ja viilupalkkien uskotaan vahvistavan asemaansa juuri niiden ympäristöystävällisyyden ja uusiutuvuuden takia. Tämän takia Rauten markkinoiden pitäisi kasvaa nopeammin kuin yleisen rakennusteollisuuden, mutta sitä kuvastaa kuitenkin vahva syklisyys.

2.3. Liiketoimintaympäristön muutokset toimivat ajureina

Rauten kannalta erittäin tärkeitä ajureita kysynnälle ovat myös liiketoimintaympäristön muutokset. Nämä tarjoavat yhtiölle mahdollisuuksia, vaikka kokonaismarkkinan kasvu kannustaisikaan merkittäviin uusiin investointeihin. Ohessa olemme käsitelleet näistä oleellisimpia.

Kehittyvien markkinoiden merkitys kasvaa. Kehittyvien markkinoiden vaurastuminen lisää rakentamisen määrää. Kiinnostus työturvallisuuteen ja ergonomiaan ja sitä kautta automaatioasteen kasvuun on kasvussa myös kehittyvillä markkinoilla. On myös tärkeää huomioida, että tuotantolaitteet eivät perinteisesti siirry tuotannon mukana. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Euroopassa vähentynyt vanerin tuotantokapasiteetti ei siirry Kiinan mukana, vaan tarkoittaa pääsääntöisesti uusia investointeja ja näin ollen mahdollisuuksia Rautelle. Käytettyjen koneiden kauppa on yleisesti alalla vähäistä.

Uusiutuvan puun käyttö raaka-aineena lisääntyy. Puurakentamisella on positiivisia ilmasto- ja ympäristövaikutuksia. Ekologisen rakentamisen suosio lisää puun ja puutuotteiden käyttöä rakentamisessa. Pitemmälle jalostettujen puutuotteiden käyttö, kuten LVL:n käyttö rakentamisessa ja viilupintaisten tuotteiden ja vanerin käyttö sisustamisessa, kasvaa.

Ympäristötietoisuus kasvaa ja ympäristönormit tiukentuvat. Kuluttajat ja asiakkaat vaativat lopputuotteita, joiden valmistus on ympäristöystävällistä, jotka kuormittavat luontoa vähän, tuottavat vähän päästöjä ja käyttävät uusiutuvaa raaka-ainetta tehokkaasti. Käytettävien raaka-aineiden ja lopputuotteiden jäljitettävyyden edellyttää standardoituja tuotantoprosesseja.

Kiristynyt kilpailu vaatii kustannustehokkaampia valmistusmenetelmiä. Puutuotteiden kysyntä kasvaa ja niitä valmistetaan suuremmissa tehtaissa, joiden kilpailukyky perustuu nykyistä tehokkaampaan raaka-aineen käyttöön ja pienempiin yksikkökustannuksiin.

Energia kallistuu. Puutuotteiden valmistuksessa käytettävän energian hinta tulee kohoamaan nykyistä korkeammalle tasolle ja asiakkaat vaativat energiatehokkaita ratkaisuja tuotantoprosesseissa.

2.4. Tuoteryhmät ja tuotteet

Rauten laaja teknologiatarjonta kattaa asiakkaan koko tuotantoprosessin raaka-aineen käsittelystä lopputuotteen viimeistelyyn ja pakkaukseen. Tukinkäsittelyn, sorvauksen, viilunkäsittelyn, ladonnan, puristuksen ja levynkäsittelyn osaprosesseja voidaan kehittää, modernisoida ja uusia erikseen.

Tuotetasolla tämä tarkoittaa käytännössä viilunsorvauslinjoja, kuivauslinjoja, liimoitus- ja ladontalinjoja, vaneripuristimia, viilunpaikkauslinjoja, viilunsaumauslinjoja, viilunjatkamislinjoja, vanerinkittauslinjoja, särmäsahalinjoja, hiontalinoja sekä pakkauslinjoja. Lisäksi Raute valmistaa jatkojalostukseen levyjen pinnoituslinjoja. Yhtiö tarjoaa tuotteita käytännössä kolmessa eri laatukategoriassa, joita ovat RautePro, RauteSelect ja RauteSmart. Tuoteryhmät eroavat mm. automaation, konenäön, tehokkuuden ja käyttöiän mukaan, mikä tietysti näkyy myös hinnoissa.

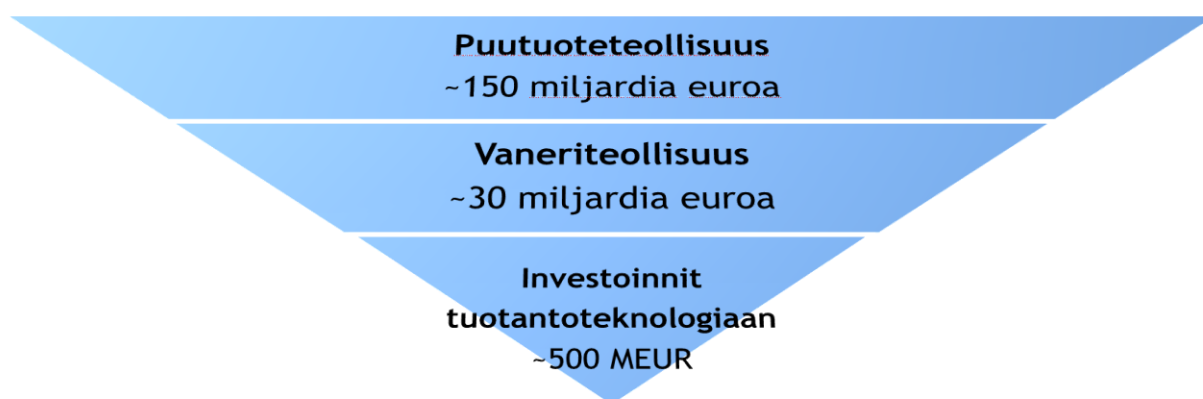
RautePro tarkoittaa alemman teknologiatason tuotteita, jotka soveltuvat teolliseen tuotantokäyttöön. Käytännössä tämän tuoteryhmän merkittävin kohdemarkkina on kehittyvät markkinat Kiinassa, jossa esimerkiksi automaatioon ei yleisesti panosteta paljon. Tuoteryhmässä kilpailu on kovaa, ja hinnat ovat yleisesti alhaisempia.

RauteSelect tuoteryhmä sisältää perinteisesti hieman vanhempiin mutta hyvin toimiviin ratkaisuihin perustuvia tuotteita. Kohderyhmänä ovat esimerkiksi Venäjän markkinat. Tuoteryhmä ei sisällä merkittäviä uutuusteknologioita, mutta on Rautelle hyvää liiketoimintaa.

RauteSmart tuoteryhmä sen sijaan edustaa yhtiön mukaan alan uusinta ja tehokkainta huipputeknologiaa. Tuoteryhmässä tiivistyy Rauten osaaminen ja uusimmat teknologiat, mikä tarkoittaa perinteisesti korkeampia hintoja ja tuotedifferointia kilpailijoista. Samalla myös tuotteiden haastavuus on huomattavasti esimerkiksi Select-sarjaa korkeampi, ja ensitoimituksiin liittyy aina omat riskinsä.

3. Rauten markkinat - tuotteet ovat osa puunjalostuksen arvoketjua

Rauten tuotteiden markkina on pieni niche-markkina puuteollisuuden massiivinen kokonaismarkkinan alla. Puuteollisuuden kokonaismarkkinoiden koko on arviolta 150 miljardia euroa vuodessa ja toisaalta vaneriteollisuuden markkina noin 30 miljardia euroa vuodessa. Nämä luvut ovat kuitenkin lähinnä kuriositeetteja, sillä Rauten markkina koostuu investoinneista viilu-, vaneri- ja LVL-tuotantoteknologiaan. Nämä investoinnit ovat todella syklisiä ja vaihtelevat rajusti vuosittain, mutta niiden koko voidaan arvioida olla keskimäärin noin 500-550 miljoonaa euroa vuodessa.



Rauten niche-markkinan koon voidaan siis ajatella olevan noin 500 miljoonaa euroa vuosittain, kun puhutaan pelkästään uusista investoinneista. Yhtiölle tämä potentiaali on siis teoreettisesti saatavilla projektipuolella, mutta on tärkeää huomioida, että investoinnit vaihtelevat voimakkaasti vuodesta toiseen.

Tämän lisäksi on tietysti ylläpitoon ja modernisointiin liittyvä markkina, jonka on arvioitu olevan suunnilleen vastaavan kokoinen. Palveluliiketoiminnan kokoa on erittäin vaikea määrittää, sillä suuri osa huollosta tehdään asiakkaiden itsensä toimesta. Tämän takia on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Lähtökohtaisesti arviomme markkinan koosta perustuu analogiaan, jonka mukaan tuotantolaitteiden ylläpitoon (huolto, varaosat jne.) käytetään suunnilleen saman verran rahaa niiden käyttöänsä aikana kuin niiden alkuperäiseen investointiin. Joka tapauksessa palveluissa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Näin ollen projektitoimitukset ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa uusia mahdollisuuksia huoltopuolelle tulevaisuudessa.

3.1. Markkina-asema ja kilpailutilanne

Rauten markkina-asema on hyvä ja se on markkinajohtaja omalla toimialallaan. Vaikka yhtiö on pieni, sen kilpailijoihin verrattuna se on suuri ja pystyy tarjoamaan laajempia kokonaisuuksia kuin yksikään muu toimija alalla. Rauten markkinaosuuden kaikista vaneriteollisuuden koneinvestoinneista arvioidaan olevan 15-20 prosenttia. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL-teollisuudessa, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla.

Koska globaali kokonaismarkkinan koko on vain noin miljardi euroa vuodessa, sisältäen siis sekä investoinnit että huoltomarkkinan, se ei ole tarpeeksi iso houkuttelemaan todellisia jättiyhtiöitä apajille. Koko metsäteollisuuden mittakaavassa viilu-, vaneri- ja LVL-teollisuus ovat pieni ja vähemmän pääomavaltainen teollisuudenala. Liiketoiminnassa vaadittava teknologia ei ole niin korkealaatuista kuin esimerkiksi paperikoneet ja kokonaisuudessaan ala ei ole yhtä houkutteleva isojen konepajojen perspektiivistä. Sen takia emme usko, että esimerkiksi Metson kaltaiset yhtiöt lähtisivät alalle kilpailemaan, ja yleensäkin uuden suuren haastajan alalle tuloa epätodennäköisenä. Tämä on luonnollisesti Rauten kannalta positiivinen asia.

Toisaalta pienien yhtiöiden kannalta kokonaiset tehdasprojektit vaativat merkittäviä pääomia, osaamista ja kokemusta. Rauten pitkä kokemus alalta ja hyvät referenssit antavat sille huomattavan edun uusia pienempiä alalle pyrkijöitä vastaan. Kilpailuetu on erityisen vahva suuremmissa tehdasprojekteissa.

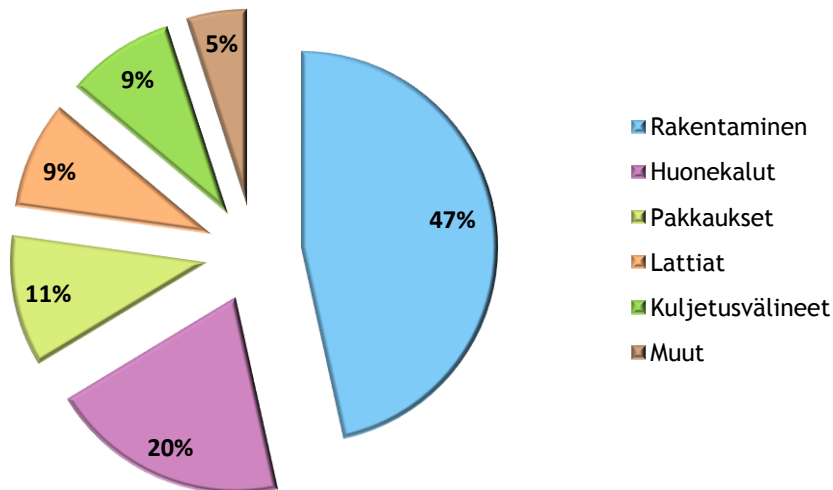
Rautella ei ole suoria kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin tuotekokonaisuuden. Mahdollisesti merkittävin kilpailija on italialainen Angelo-Cremona, joka ainakin jossain määrin pyrkii kohti kokonaistoimituksia. Kilpailu kohdistuu enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi käytettävistä puulajeista.

Rauten kilpailijat ovat tyypillisesti paikallisesti tai alueellisesti toimivia yhteen tai muutamaan prosessiin tai teknologiaan keskittyneitä pieniä tai keskisuuria yrityksiä. Pääkilpailijat tulevat Euroopasta ja Japanista, joiden lisäksi myös USA:sta ja Brasiliasta tulee merkittäviä kilpailijoita. Kiinassa alaa hallitsevat paikalliset, pienet ja erityisesti hinnoissa kilpailukykyiset yhtiöt. Koska kilpailuasetelma riippuu oleellisesti eri markkinoista, käsittelemme kilpailijoita tarkemmin seuraavassa kappaleessa, jossa avaamme tarkemmin eri markkina-alueita. Toki suuri osa suuremmista kilpailijoista toimii enemmän tai vähemmän globaalisti, mutta niillä on kuitenkin selkeästi omat vahvuusalueet. Vertailu eri kilpailijoihin ja verrokkiryhmän laatimista vaikeuttaa merkittävästi se, että Raute on ainoa listattu yritys omalla sektorillaan.

3.2. Lopputuotteiden kysyntä heijastuu investointeihin

Rautelle tärkeä investointikysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologialla tehtävien tuotteiden loppukysynnästä. Merkittävin markkina on Rauten kannalta vaneri, joiden loppukulutus kannalta oleellisin asia on rakennusteollisuus. Lisäksi vaneria käytetään merkittävästi huonekaluissa, pakkausteollisuudessa ja kuljetusvälineissä. Vuonna 2010 vanerinkulutus jakaantui seuraavasti:

Vanerinkulutus vuonna 2010

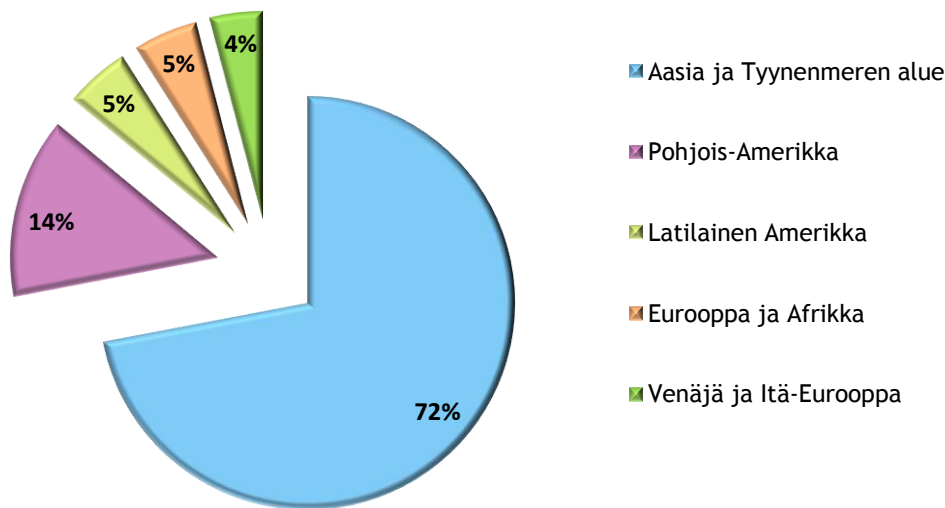


Yksinkertaistettuna alan merkittävämpänä ajurina voidaankin pitää rakennusteollisuuden (47 %) kehitys ja toisaalta siellä puutuotteiden osuutta kokonaisuudesta. Huonekalujen (20 %) kysyntä kuitenkin korreloi kohtuullisen hyvin rakentamisen yleisen syklin kanssa, ja luonnollisesti lattioiden (9 %) kysyntää ajaa myös rakennusaktiviteetti. Lisäksi huomaamme, että logistiikalla on varsin merkittävä vaikutus kokonaismarkkinan kehitykseen, sillä pakkaukset (11 %) ja kuljetusvälineet (9 %) muodostavat yhdessä noin 20 % markkinasta. Tämä osa markkinaa on luonnollisesti riippuvainen talousaktiviteetista yleensä.

3.3. Vanerituotteiden tuotanto keskittyy yhä voimakkaammin Kiinaan

Vanerin tuotanto on viime vuosina keskittynyt yhä enemmän Kiinaan. Kasvu löytyy tällä hetkellä käytännössä kokonaisuudessaan kehittyviltä markkinoilta, kun taas kehittyneillä markkinoilla Euroopassa ja Yhdysvalloissa kapasiteettia on monin paikoin liiaksi asti. Luonnollisesti kehittyneet markkinat ovat edelleen erittäin tärkeitä erityisesti teknologiapalveluiden kannalta, mutta painopiste on siirtynyt rajusti kehittyville markkinoille. Seuraavassa graafissa on Induforin näkemys vanerintuotannon jakautumisesta vuonna 2010, mistä huomataan mm. miten pieni markkina on Euroopassa. Samalla nähdään selvästi epätasapaino kulutuksen ja tuotannon väliltä, mikä tarkoittaa tietysti että kehittyviltä markkinoilta viedään paljon vaneria kehittyneille markkinoille.

Vanerintuotanto vuonna 2010



3.1. Globaali pelikenttä, mutta paikalliset erikoispiirteet

Vaikka vaneri ja viilu ovat lopputuotteena varsin homogeenisia bulkkituotteita, sen valmistuksessa käytettävä materiaali vaihtelee paikallisten puulajien mukaan. Raaka-aineesta riippuen myös lopputuotteen laatu vaihtelee. Tämä tarkoittaa sitä, että vaikka Raute on globaali toimija globaaleilla markkinoilla, pelikenttä ei ole kaikkialla samanlainen. Rautella on kuitenkin edellytykset toimittaa tuotteita kaikille puulajeille ja kaikille maantieteellisille alueille. Myös kilpailukenttä vaihtelee merkittävästi maantieteellisen alueen mukaan.

Rauten vahvuus erityisesti koivu- ja havuvanerissa, mikä on luonnollista suomalaiselle yhtiölle. Myös Venäjällä raaka-aine on pitkälti samanlaista kuin Suomessa, mikä antaa Rautelle pienen edun siellä verrattuna ulkomaisiin kilpailijoihin. Eri puulajien ominaisuuksien pienien erojen lisäksi myös sillä, onko kyseessä istutusmetsä, on jonkin verran merkitystä. Silloin tuotanto täytyy pystyä tekemään suhteessa pienemmistä puista. Raute itse kertoo, että pieniläpimittaisen istutuspuuraaka-aineen käsittely on yksi yhtiön vahvuuksista. Istutuspuuta käytetään raaka-aineena erityisesti Aasiassa ja Etelä-Amerikassa.

Aasiassa ja erityisesti Kiinassa viime vuosina vanerintuotanto on kasvanut räjähdysmäisesti. Induforin tutkimuksen mukaan Aasian ja Tyynenmeren alueen tuotanto oli vuonna 2010 noin 72 % globaalista tuotannosta. Vuodesta 2000 Kiinan tuotanto on noussut ainakin Induforin tietojen mukaan yli 4-kertaiseksi vuoteen 2010 ja maassa tuotetaan noin 45 miljoonaa kuutiometriä vaneria. Kulutus Aasiassa on noussut pitkälti tuotannon mukana, ja alueen nettovienti on pysynyt kohtuullisen samalla tasolla viime vuosina. On huomattava, että osa Aasian vanerista viedään muille markkinoille huonekaluina ja muiden tuotteiden pakkauksina.

Erityisesti Aasiassa tuotantoa ja kapasiteettia on kuitenkin vaikea määritellä, sillä markkina on erittäin pirstaloitunut. Näin ollen luvut ovat sivistyneitä arvauksia enemmän kuin tarkkoja tilastoja. Joka tapauksessa Kiinan markkina on erittäin tärkeä ajatellen vaneriteollisuutta, mikä tekee siitä tärkeän myös Rautelle. Rautelle markkina on erittäin haastava, koska tuotanto on käsityövaltaista tuotantoa ja yksinkertaista teknologiaa, jossa paikalliset valmistajat ovat valta-asemassa. Hiljalleen markkinoiden pitäisi kuitenkin kehittyä myös Kiinassa. Nimenomaan lopputuotteen laatuvaatimusten nousun pitäisi tarjota yhtiölle mahdollisuuksia Kiinassa. Paikallisten toimijoiden lisäksi suurin kilpailupaine Aasiassa tulee Japanista, jossa Rauten pääkilpailijoita ovat Taihei- ja Hashimoto Denki-konsernit sekä Meinan. Rauten strategisena tavoitteena on kasvaa merkittäväksi toimijaksi Kiinan vaneriteollisuuden uudistajana.

Euroopassa Raute on markkinoiden suurin toimija. Valitettavasti Euroopassa uusia investointeja on tehty viime vuosina varsin hyvin vähän ja Euroopan tuotanto on vain noin 3 % maailman kokonaistuotannosta. Suomessa on perinteisesti ollut vahva vaneriteollisuus, ja maa on edelleen ylivoimaisesti Euroopan suurin vanerin tuottaja noin 40 prosentin osuudella. Eurooppa on myös merkittävä tuontimarkkina eli oma vanerintuotanto ei ole edes puolta kulutuksesta. Euroopasta on todennäköisesti turha odottaa merkittäviä investointeja uusiin tehtaisiin, mutta palvelu- ja modernisointi kysyntää pitäisi olla kohtuullisesti. Euroopassa alalla keskitytään korkeanlaadun tuotteisiin ja tehostamiseen. Rakentamisen elpyminen Euroopassa voi tuoda markkinoille myös uutta kapasiteettia, mutta lyhyellä tähtäimellä emme pidä tätä todennäköisenä. Raute on suurin toimija Euroopassa ja kilpailee italialaisen Angelo-Cremonan kanssa poppelialueella ja saksalaisen Grenzebachin kanssa kuivausteknologiassa.

Venäjä on Rauten kannalta ylivoimaisesti suurin mahdollisuus, mutta sitä se on ollut jo pitkään. Markkinoiden potentiaali on kiistämättä erittäin suuri, maalla on käytännössä loputtomat materiaaivarastot ja yleensäkin kohtuullisen hyvät resurssit alaa ajatellen. Venäjän surkea infrastruktuuri, joka kehittyy tuskallisen hitaasti talouskasvusta huolimatta, on kuitenkin hidastanut kehitystä koko ajan. Investointien kannalta Venäjä-riskiä lisää myös maan poliittinen järjestelmä, jota vaivaa edelleen esimerkiksi korruptio ja korkeimman johdon kohtuuttoman suuri valta. Ulkomaisten toimijoiden on varauduttava kauppapolitiikan nopeisiin muutoksiin ja muihin Venäjälle tyypillisiin liiketoimintariskeihin. Osittain markkinaa heikentää Rauten kannalta myös tuotannon keskittyminen pääosin alhaisempaan teknologiatasoon, mutta markkina on tätä ajatellen kehittymässä.

Venäjän vanerintuotanto on kuitenkin kaksinkertaistunut viime vuosien aikana. Venäjällä sekä vanerin viennin että oman kulutuksen uskotaan kasvavan lähivuosina. Nimenomaan viennin kasvaessa markkinalla pitäisi olla paljon kasvumahdollisuuksia. Raute on Venäjällä markkinajohtaja, joten yhtiölle markkina-alueena maa on erittäin kiinnostava. Vahva kehitys avaa yhtiölle myös tulevaisuuden mahdollisuuksia teknologiapalveluissa. Rauten vahvuuksia Venäjällä ovat pitkäaikainen kokemus toimintatavoista, asiakaspalvelu venäjän kielellä, suuri asennettu konekanta sekä tärkeät referenssit. Venäjän liittyminen Maailman Kauppajärjestöön (WTO) voi nopeuttaa maan teollisuuden kehitystä, mutta emme odota jäsenyyden aiheuttavan merkittäviä vaikutuksia lyhyellä aikavälillä.

Pohjois-Amerikka on maailman toiseksi suurin vanerin valmistaja ja maailman ylivoimaisesti suurin LVL:n tuottaja, sillä jopa 90 % maailman LVL:stä tuotetaan maassa. Pohjois-Amerikan markkinalle jäi kiinteistökuplan jäljiltä paljon ylikapasiteettia, josta osa on toki ajettu kokonaan alas. Maan rakennusmarkkinan, joka on viime aikoina osoittanut vihdoin pitkän jääkauden jälkeen elonmerkkejä, pitäisi kuitenkin vahvistua todella paljon, jotta uutta kapasiteettia tarvittaisiin. Näin ollen kysyntä alueella keskittyy lähivuosina palvelupuolelle, vaikka uskommekin asuntomarkkinan löytäneen hiljalleen pohjatasonsa. Joka tapauksessa paikallisilla valmistajilla on maassa vahva asema, joten Rauten kannalta markkina ei ole erityisen potentiaalinen. Rauten merkittävin kilpailija ja markkinajohtaja laitetuotetuissa Pohjois-Amerikassa on amerikkalainen USNR-konserniin kuuluva Coe Manufacturing. Alueella toimii joukko pieniä paikallisia laitevalmistajia ja vanerinvalmistusprosessien tehostamiseen keskittyneitä yrityksiä. Raute pyrkii parantamaan ja vakiinnuttamaan asemansa Pohjois-Amerikassa erityisesti automaatio-osaamisella.

Etelä-Amerikka on yksi suurimmista vanerintuotannon kasvualueista. Alueella on paljon metsäteollisuutta, paljon raaka-ainetta istutuspuista ja alueen teollisuuden jalostusarvoa pyritään nostamaan. Käytännössä mantereella on kaksi suurta markkinaa, jotka ovat Chile ja Brasilia. Näistä Chile on huomattavasti kehittyneempi ja Rauten asema onkin vahvempi maassa. Brasiliasta Raute toteaa, että heillä on ”lupaavia toimituksia” maahan. Rauten merkittävimmät kilpailijat Etelä-Amerikan alueella ovat brasilialaisia laitevalmistajia. Myös eurooppalaiset ja amerikkalaiset kilpailijat toimivat alueella. Rauten tavoitteena on säilyttää johtava asemansa uuden kapasiteetin rakentamisessa ja saada uusia asiakkaita pienten ja keskisuuren vanerinvalmistajien modernisointi- ja kehityshankkeissa.

3.2. LVL - pienempi mutta parempi markkina

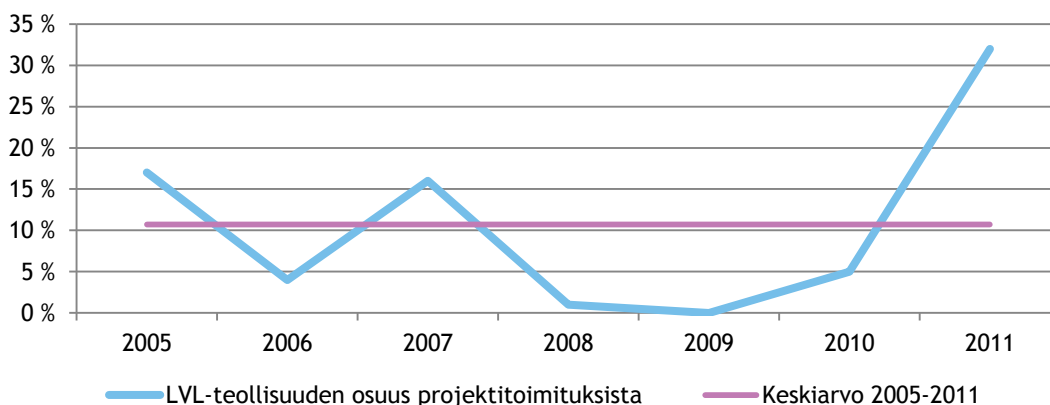
LVL (Laminated Veneer Lumber eli viilupalkki) on samansuuntaisista viiluista liimattu ja kuumapuristettu, kantavissa rakenteissa käytettävä puutuote. Sen käyttökohteita ovat esimerkiksi palkit, tolpat ja kalusteiden rungot. LVL on vaneriin verrattuna nuori tuote, ja se kehitettiin Yhdysvalloissa 1970-luvulla. Tällä hetkellä käytännössä kaikki investoinnit ovat tällä hetkellä isoja tehdasinvestointeja, ja perinteinen tilaus alalta tarkoittaa Rautelle mahdollisesti noin 20 miljoonan euron projektia. Modernisointimarkkina avautuu laajemmassa mittakaavassa vasta 5-10 vuoden päästä, mutta pitkän tähtäimen potentiaali on luonnollisesti merkittävä.

LVL on noin 10 % tai vähemmänkin vanerimarkkinasta ja korreloi vielä vaneria vahvemmin rakennusteollisuuden kanssa, koska viilupalkkia käytetään rakennuksien tukirakenteissa. LVL:n käyttö rakennettavaa kuutiometriä kohti on kasvanut trendinomaisesti vuosia, ja sen voidaan olettaa jatkuvan.

Yhdysvallat on maailman suurin LVL-tuottaja ja jopa 90 % maailman viilupalkeista tuotetaan maassa. Esimerkiksi Kiinassa, joka on valloittanut vanerimarkkinan, LVL markkina on toistaiseksi lähes olematon. Raute on toimittanut Kiinaan yhden LVL-tehtaan, mutta se ei ole vielä käytössä. Koko markkinan kannalta on erittäin mielenkiintoista seurata kehitystä Kiinassa, sillä jos LVL todetaan siellä kilpailukykyiseksi rakennusmateriaaliksi, on sillä Aasiassa huima potentiaali.

Kaikki viittaa tällä hetkellä siihen, että LVL markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin. Aikaisemmin LVL-markkinan kasvuennusteet liikkuivat noin 6 %:n ympärillä, mutta vahva riippuvuus Yhdysvaltojen asuntomarkkinoista ja rakennusteollisuudesta heikensi odotuksia oleellisesti finanssikriisin jälkeen. Tilanteen normalisoituessa voitaneen kuitenkin kasvavan selvästi perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin.

Rauten asema LVL-teollisuudessa on erinomainen, sillä se on toimittanut noin puolet tuotantolaitteista. Esimerkiksi vuonna 2011 LVL-teollisuuden osuus projektiteollisuudesta 32 %. Vuosina 2009-2010 LVL:n osuus oli vain muutamia prosentteja, koska rakennusteollisuus erityisesti Yhdysvalloissa oli taantumassa. Oheisessa graafissa on muutamia LVL:n osuuksia viime vuosilta, mikä heittelee rajusti vuosittain. Ensimmäisenä vuonna LVL:n merkitys on jälleen kohtuullinen, sillä tilauskannassa on ainakin yksi 14 MEUR:n tilaus. Näin ollen Rautelle LVL-markkina on tärkeä jo nyt, ja sen merkitys tulee kasvamaan tulevaisuudessa.

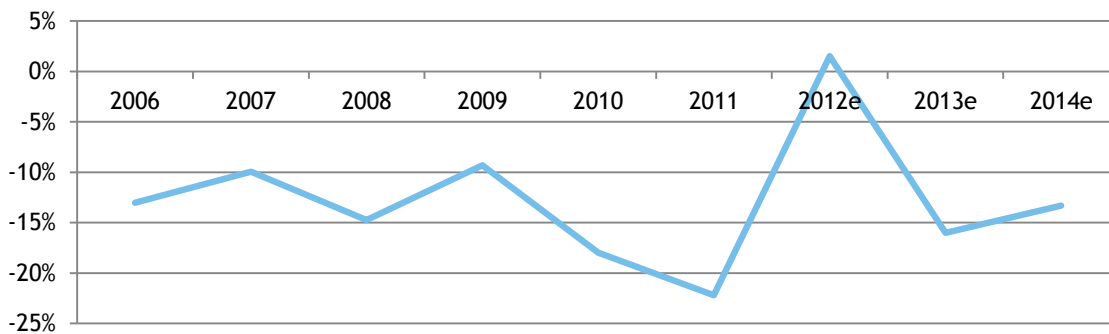


4. Yhtiön taloudellinen tilanne - tase erittäin vahva

Rauten tase on vahva ja projektiliiketoiminta perustuu käytännössä ennakkomaksuihin ja käyttöpääoman tarve on hyvin vähäinen. Yhtiö pystyy siis pitkälti rahoittamaan käyttöpääomatarpeensa asiakkaiden ennakkomaksuilla normaalitilanteessa, mikä vähentää pääomatarvetta. Nettokäyttöpääoman tarve riippuu projektitoimitusten ennakkomaksujen ja toisaalta palveluliiketoiminnan suhteesta, koska palveluissa maksuajat ovat pidempiä eikä ennakkoita ole. Normaalitilanteessa nettokäyttöpääoma on lähellä nollaa.

Yhtiön nettovelkaantuneisuus oli Q2'12 lopussa noin -60 % eli likvidit varat ylittivät noin 12 miljoonalla eurolla korolliset velat. Q2'12:n lopussa taseessa oli yli 18 miljoonaa euroa ennakkomaksuja, jotka luonnollisesti purkautuvat toimituksien yhteydessä. Tämän takia Q2:n lopussa tase vaikutti vielä normaalia vahvemmalta, mikä sijoittajien kannattaa huomioida. Mielestämme Rauten tasetta tarkastellessa on kuitenkin tärkeää huomioida, että projektitoimituksiin liittyvät ennakkomaksut eivät ole yhtiön omaa rahaa. Ennakkomaksujen merkittävän osuuden takia olemme eliminointeet ne Rauten taseesta, kun seuraamme velkaantumisasetta (gearing-%). Kun poistamme ennakkomaksut yhtiön käteispositiosta, saamme järkevämmän kuvan yhtiön todellisesta taseesta.

Velkaantumisaste (gearing-%) ilman ennakkomaksuja



Vaikka tase vaikuttaa ensisilmäyksellä vahvasti ylikapitalisoituneelta, täytyy muistaa ennakkomaksujen lisäksi myös jo paljon puhuttu vahvasti syklinen kysyntä. Raute tarvitsee huomattavia puskureita taseeseensa, ettei se ajaudu ongelmiin matalasuhdanteen vallitessa ja tilauskirjan sulaessa. Tämä korostuu mielestämme nykyisessä tilanteessa, kun rahoitusmarkkinoiden tilanne on yleisesti erittäin epävarma. Nykyinen tase on tämäkin huomioiden mielestämme vahva, mutta nykyisessä taloustilanteessa pidämme tätä positiivisena asiana, vaikka se heikentää pääomantuottolukuja.

Keskeiset taseen tunnusluvut	2009	2010	2011	2012e	2013e
Omaravaisuusaste	46 %	51 %	47 %	46 %	46 %
Nettovelkaantumisaste-%	-41 %	-40 %	-47 %	-42 %	-39 %
Vieraan pääoman takaisinmaksuaika (v.)	-3.4	4.3	14.8	3.4	3.8
Korolliset nettovelat/EBITDA	1.3	-2.7	-7.5	-1.7	-1.9
Oma pääoma	23.1	24.2	22.1	24.1	24.3
Korolliset velat	18.5	14.5	15.3	17.9	16.4
Taseen loppusumma	57.4	53.0	52.7	59.5	56.8

Eräs tärkeä ja positiivinen asia taseessa on se, ettei se sisällä ollenkaan liikearvoa. Koko tasetta voidaan pitää erittäin kuranttina, mikä mahdollistaa yhtiölle myös suhteellisesti korkeamman arvostustason suhteen tasearvoon (P/B).

Muuten taseessa voi huomioida sen, että se on varsin kevyt ajatellen kiinteää omaisuutta. Taseen loppusumma on noin 60 miljoonaa euroa ja kiinteää omaisuutta taseessa on oikeastaan sidottu vain Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan ja nojaa yleensäkin varsin paljon alihankkijaverkostoonsa, mitä löytyy sekä Aasiasta että Baltian maista. Kiinteää omaisuutta taseessa on reilulla kahdeksalla miljoonalla eurolla.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät vaihtuviin vastaaviin, jossa merkittävämpiä myyntisaamiset (noin 13 MEUR) ja likvidit varat (noin 30 MEUR). Likvidit varat kasvavat mm. ennakkomaksujen takia, jotka ovat toisella puolella tasetta heijastuvat korottomiin velkoihin ostovelkoina. Tämäkin huomioiden yhtiöllä on hyvät kassavarat.

Vastaavaa (MEUR)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Pysyvät vastaavat	15.3	12.6	12.6	12.0	11.8	12.3
Liikearvo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aineettomat oikeudet	1.8	1.3	1.4	1.5	1.4	1.5
Käyttöomaisuus	10.3	8.9	8.2	8.2	8.1	8.4
Muut sijoitukset	0.0	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
Muut pitkäaikaiset varat	1.5	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
Laskennalliset verosaamiset	1.7	1.8	1.6	1.0	1.0	1.0
Vaihtuvat vastaavat	43.5	40.4	40.6	48.1	45.6	47.7
Varastot	4.3	4.6	5.1	7.0	6.4	6.5
Muut lyhytaikaiset varat	1.5	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
Myyntisaamiset	9.8	11.8	9.3	12.5	12.9	14.9
Likvidit varat	27.9	24.1	25.7	28.0	25.8	25.8
Taseen loppusumma	57.4	53.0	52.7	59.5	56.8	59.5

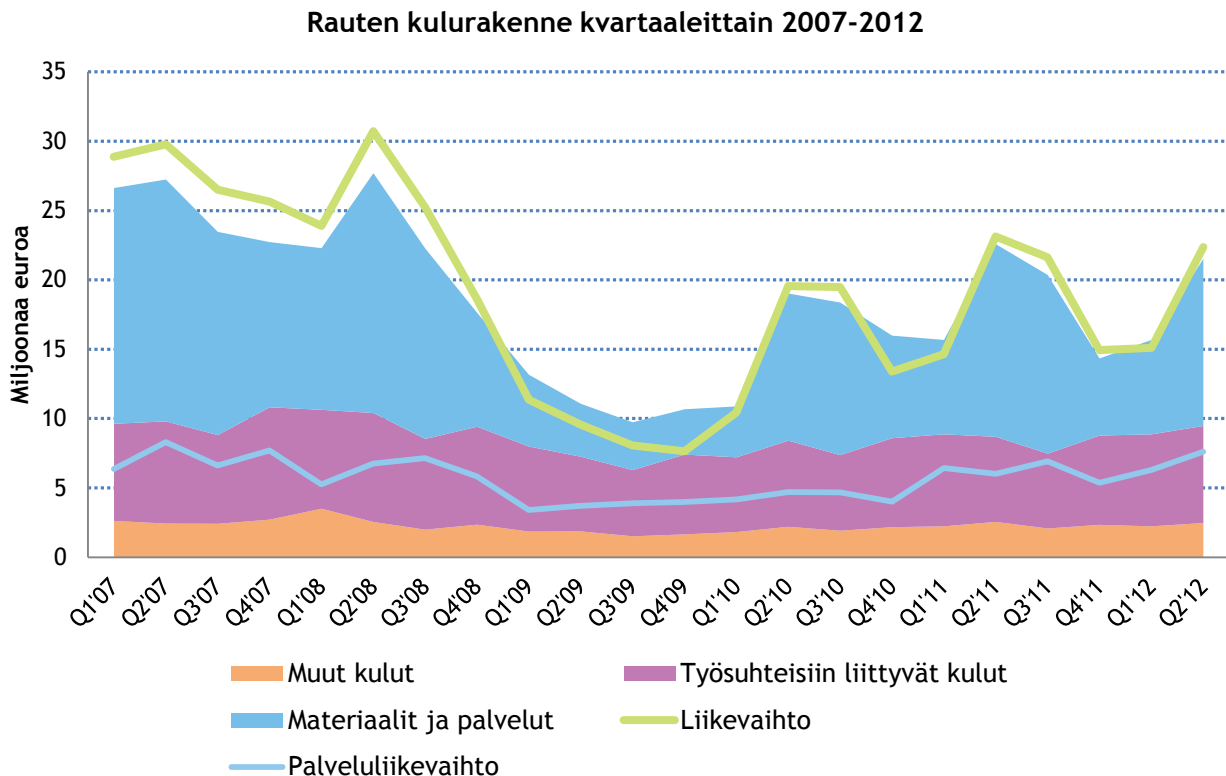
Omaa pääomaa yhtiölle on kertynyt arviomme mukaan kuluvaan vuoden lopussa noin 24 miljoonaa euroa. Samaan aikaan korollisia velkoja on noin 20 miljoonaa euroa. Vuoden 2012 taseessa olemme ennakoineet ennakkomaksujen olevan noin 6 miljoonaa euroa vuoden vaihteessa. Luonnollisesti ennakkomaksujen määrä riippuu paljon vuoden vaihteen tilauskannasta, ja toisaalta projektien tilanteesta ajatellen osatuloutusta. Karuilla yleistyksillä olemme tehneet oletuksen, että ennakkomaksut ovat vajaat 20 % tilauskannasta. Tämä antaa riittävän tarkkuuden taseen arviointiin.

Vastattavaa (MEUR)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Oma pääoma	23.1	24.2	22.1	24.1	24.3	25.8
Osakepääoma	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Kertyneet voittovarot	8.2	9.6	7.4	9.4	9.6	11.0
Uudelleenarvostusrahasto	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
Muu oma pääoma	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Vähemmistöosuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Laskennalliset verovelat	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Varaukset	1.5	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
Pitkäaikaiset velat	14.3	10.0	10.9	12.1	11.1	11.0
Lainat rahoituslaitoksilta	14.3	10.0	10.9	12.1	11.1	11.0
Muut pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lyhytaikaiset velat	18.2	17.9	19.1	22.8	20.9	22.2
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	4.2	4.5	4.3	5.8	5.3	5.3
Lyhytaikaiset korottomat velat	13.9	13.3	14.8	17.0	15.6	16.9
Muut lyhytaikaiset velat	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Taseen loppusumma	57.4	53.0	52.7	59.5	56.8	59.5

Vahvan taseensa takia yhtiön rahoitustilanne on hyvä ja nettorahoituskulujen voidaan olettaa olevan lähellä nollassa. Vahva tase pienentää huomattavasti yhtiön muuten erittäin korkeaa riskiprofiilia, minkä takia pidämme ylimääräistä puskuria perusteltuna, vaikka normaalissa tilanteessa toivoisimmekin enemmän osinkoja. Toisaalta nyt tase mahdollistaa tasaisen osinkovirran myös heikommilta vuosilta.

5. Kulurakenne ja kannattavuus

Vahvan taseen lisäksi Rauten riskiprofiilia pienentää huomattavasti se, että merkittävä osa valmistuksesta on ulkoistettu ja kulurakenteesta kohtuullinen osa on muuttuvia. Alihankintaverkosto tarjoaa yhtiölle tärkeää joustavuutta kulurakenteeseen. Yhtiön kulurakennetta on avattu seuraavassa graafissa. Mukana on myös liikevaihto (erikseen myös palvelut), joka korreloi luonnollisesti erittäin vahvasti muuttuvien kustannuksien kanssa.



Graafissa näkyy selvästi yhtiön pääosin kiinteät kulut; henkilöstöön liittyvät kulut ja muut kulut. Henkilöstöön kuuluvat kulut ovat toki osittain muuttuvia, sillä yhtiö on ollut aktiivinen henkilöstöön liittyvissä toimenpiteissä ja tehnyt vaikeita mutta tarpeellisia päätöksiä. Esimerkiksi vuonna 2009 Raute teki koko henkilöstöä koskevia lomautuksia, kun markkinat romahtivat finanssikriisin seurauksena. Toisaalta yhtiö käyttää hyvinä aikoina kohtuullisen paljon vuokratyövoimaa vastatukseen kysyntään. Vuokratyövoiman käyttö aiheuttaa toisaalta yhtiölle lisäkuluja, jotka heijastuvat suhteelliseen kannattavuuteen erityisesti korkeiden kysyntäpiikkien aikana. Tämä on odotettavissa myös H2'12. Näin ollen voidaan sanoa, että työsuhteisiin liittyvät kulut ovat osittain muuttuvia ja joustavat jonkin verran, mutta kokonaisuuden kannalta mahdollisesti noin 10-20 % joustot ovat kuitenkin kohtuullisen pieniä. Näin ollen käsittelemme henkilöstökuluja pääosin kiinteinä, vaikka tämä onkin yksinkertaistus.

Materiaalit ja palvelut, jotka sisältävät luonnollisesti myös alihankinnan, ovat lähes täysin muuttuvia, välittömiä kuluja. Materiaalikulut ovat luonnollisesti suoraan verrannollisia tuotannon määrään, ja samalla tavalla myös alihankkijat joustavat kysynnän mukana. Valtaosa muuttuvista kuluista liittyy projektiliiketoimintaan, mutta erittelyä ei voida tehdä kovin järkevästi.

Kun tarkastellaan kulurakennetta, voidaan todeta yhtiön tasaisemman palveluliiketoiminnan liikevaihdon lähenevän kiinteiden kulujen rajaa. Yhtiön kannalta olisi hyvä, että se saisi nostettua kohtuullisen tasaisen palveluista tulevan liikevaihdon tasoa niin, että se kattaisi yhtiön kiinteät kulut. Jälleen kerran kyseessä on yksinkertaistus, mutta yhtiön tuloskehityksen kannalta olisi erinomainen asia, ettei tulos tippuisi ainakaan merkittävästi tappiolle myöskään projektitoimitusten kannalta heikkoina vuosina.

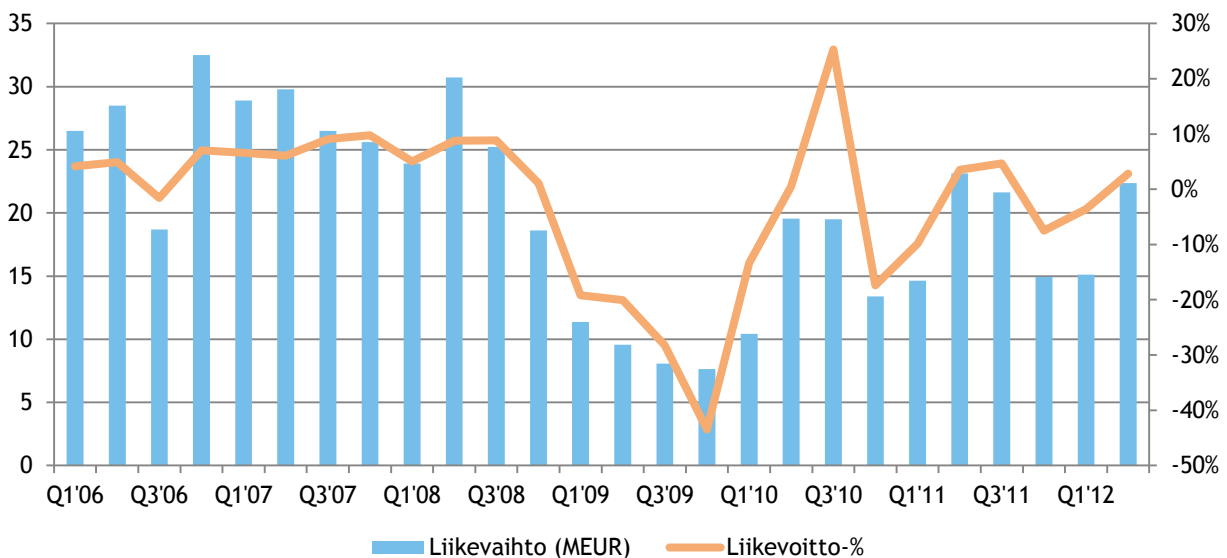
5.1. Kannattavuus ja siihen vaikuttavat tekijät

Raute ei anna tietoa myyntikatteistaan ja suhteellisen suuren osan kuluista ollessa muuttuvia, niitä on kohtuullisen vaikea laskea. Arvioimme yhtiön myyntikatteiden olevan normaalisti suunnilleen 25-30 %:n tuntumassa, mutta taso vaihtelee merkittävästi eri markkinatilanteiden lisäksi eri tuoteryhmissä sekä maantieteellisillä alueilla. Joka tapauksessa on selvää, että Rauten kannattavuus leveroituu ylöspäin liikevaihdon ylittäessä break-even-piste.

Arvioimme yhtiön liikevoiton break-even-pisteen olevan kvartaalitasolla noin 20 miljoonan euron kohdalla, mutta luonnollisesti tämä liittyy aina myös myyntimixistä ja markkinatilanteesta. Heikossa markkinatilanteessa yhtiön riippuvuus uusista tilauksista yhdessä kiristyvän kilpailun kanssa painaa katteita, vaikka konkreettisia vaikutuksia on vaikea arvioida. Lisäksi kannattavuuteen vaikuttaa tietysti yhtiön tehokkuus ja onnistuminen projektitoimituksissa. Kuten todettu, huono laatu ja venyvät aikataulut tarkoittavat yhtiölle sanktioita. Riskit liittyvät mielestämme erityisesti uuden teknologian tai tuotteen ensitoimituksiin, mikä nähtiin heikkona suhteellisen kannattavuutena liikevaihdon kannalta erittäin hyvänä vuonna 2006.

Lisäksi kannattavuuteen vaikuttaa oleellisesti kysynnän ja sitä kautta liikevaihdon tasaisuus. Rauten kannalta optimaalisessa tilanteessa liikevaihto korkealla tasolla oleva liikevaihto jakaantuisi tasaisesti eri neljänneksille sekä eri tuotteille niin, ettei pullonkauloja aiheutuisi. Nykymuodossaan tämä taso oli noin 30 MEUR per kvartaali. Tältä kannalta hyvä esimerkki oli vuosi 2007, jolloin kuormitustilanne oli tasainen ja liikevoittoprosentti nousi yhtiölle erittäin hyvälle tasolle 7.8 prosenttiin. Vaikka liikevaihto oli vuonna 2007 (111 MEUR) suunnilleen samalla tasolla kuin vuonna 2006 (106 MEUR), liikevoittoprosentti oli huomattavasti parempi (7.8 % vrt. 4.2 %). Tähän vaikutti toki tasaisen kuorman lisäksi myös muut tekijät, mutta vaikutusta ei pidä aliarvioida.

Liikevaihto ja kannattavuus



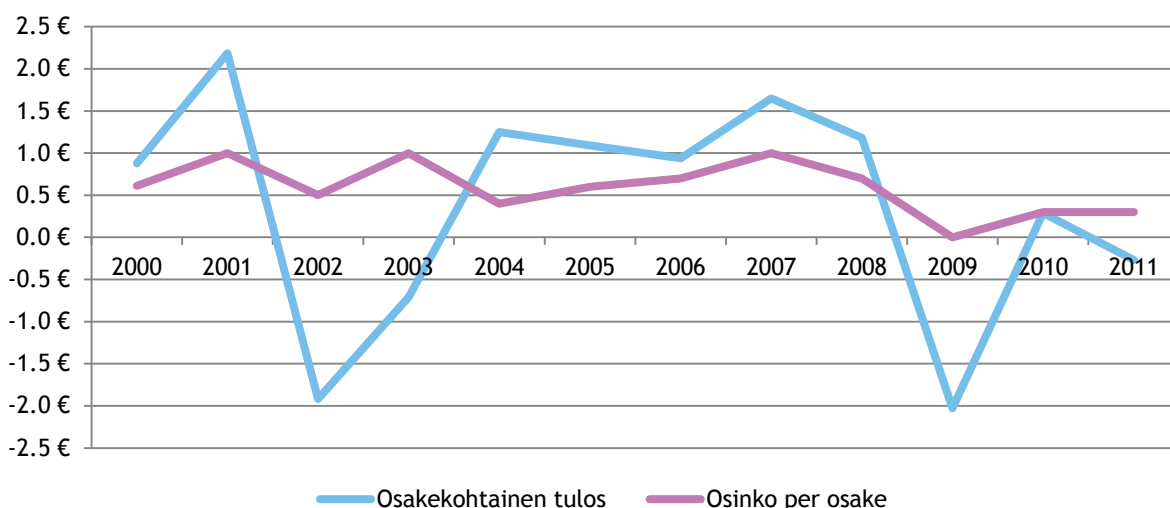
Viimeisen 10-vuoden aikana Rauten liikevoittoprosentti on vaihdellut vuoden 2007 7.8 prosentista aina vuoden 2009 synkkään 26 prosenttiin. Mediaaniarvo samalla ajanjaksolla on noin neljä prosenttia.

6. Rauten riskit - kysynnän voimakas vaihtelu suurin ongelma

Rauten suurimmat riskit ja haasteet liittyvät todella sykliseen markkinaan ja yhtiön riippuvuuteen suuremmista projekteista. Erityisesti suurempien tilauksien ajoituksen ennakointi on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä. Tämä on sekä yhtiön että sijoittajien kannalta erittäin negatiivista. Vaikka yhtiön liikevaihdosta tulee noin 30 % palveluista, on tulos edelleen erittäin riippuvainen suuremmista projektitilauksista. Viime vuosina yhtiö on saanut vuosittain keskimäärin muutaman suuremman tilauksen vuodessa. Kuluva vuoden tulos tulee, tai sen pitäisi tulla, pitkälti yhdestä erittäin suuresta tilauksesta Chilestä. On ongelmallista, että yksi tilaus voi määrittää sen, onko Rauten tilikausi heikko vai loistava. Kuten totesimme edellisessä kappaleessa, kuormituksen merkittävä vaihtelu heikentää myös yhtiön kannattavuutta.

Raute selvästi suurimman haasteen eli erittäin syklisen kysynnän voi avata kuvaajalla 2000-luvun tulokset kehityksestä. Siinä näkyy selvästi yhtiön tulostason raju heilunta talouden syklien mukana. Osakkeenomistajien kannalta tilannetta parantaa hieman se, että yhtiö on pystynyt maksamaan osinkoja varsin tasaisesti.

Osakekohtaisen tuloksen ja osingon kehitys



Raute ei ole sinänsä riippuvainen yksittäisistä asiakkaista, mutta yhtiölle tärkeitä suurempia tilauksia tulee harvoin. Näin ollen väliaikaisesti yhden asiakkaan merkitys voi nousta erittäin suureksi, mikä on tilanne tälläkin hetkellä (Araucón tilaus Chilessä). Suurempien projektien taustalla on perinteisesti samat yhtiöt, joten tiettyjen yhtiöiden merkitys on pitkällä tähtäimellä suuri. Toisaalta hyvin suoritettut projektit ja vahvat referenssit ovat tietysti arvokkaita tulevaisuudessa.

Projektitoimituksiin kuuluu luonnollisesti aina riskinä se, että projektit menevät pieleen ja esimerkiksi ylittävät aikataulun. Silloin yhtiö voi joutua maksamaan korvauksia, mutta yleisesti nämä tapaukset ovat olleet harvinaisia. Kuluva vuoden toisella puoliskolla tämä riski on oleellinen, sillä nyt yhtiön pitää saada kaikki irti kapasiteetistaan ja alihankintaverkostostaan. Tuloksen kannalta pitää huomioida, että alussa työ painottuu suunnitteluun, jonka merkitys projektissa tärkeää mutta kustannuksia ja osatuloitettavaa liikevaihtoa kertyy vielä varsin vähän. Osatuloitus vaikeuttaa tulokset kehityksen ennakointia lyhyellä tähtäimellä.

Omat riskinsä liittyvät myös uusien tuotteiden ja teknologioiden ensitoimituksiin. On luonnollista, että uudet prosessit joudutaan testaamaan tarkasti ja ensimmäiset toimitukset voivat sisältää yllätyksiä. Tämä heikensi oleellisesti yhtiön kannattavuutta esimerkiksi vuonna 2006.

Omat riskinsä liittyvät myös kehittyvien markkinoiden luonteeseen. Rauten tavoitteena on kasvattaa paikallista liiketoimintaansa mm. Kiinassa ja Venäjällä, joissa toimimiseen liittyy mahdollisuuksien lisäksi myös kehittyville markkinoille tyypillisiä riskejä. Tietoturvaan liittyviä riskejä hallitaan määritellyllä tietoturvapoliittikalla.

Rauten asiakkaina on myös paljon pieniä toimijoita, joihin rahoitusmarkkinoiden epävarmuus voi vaikuttaa enemmän kuin suurempiin toimijoihin. Tämä voi lykätä tai perua suunniteltuja investointeja lähivuosina. Yleisesti mekaanisen metsäteollisuuden kannattavuus on ollut todella huono Euroopassa viime vuosina. Vaneritehtaiden käyttöasteet Euroopassa ovat tällä hetkellä korkeintaan tyydyttäviä, mikä painaa varmasti investointeja ainakin tällä alueella. Odotukset uusien investointien suhteen ovat toki muutenkin maltillisia alueella.

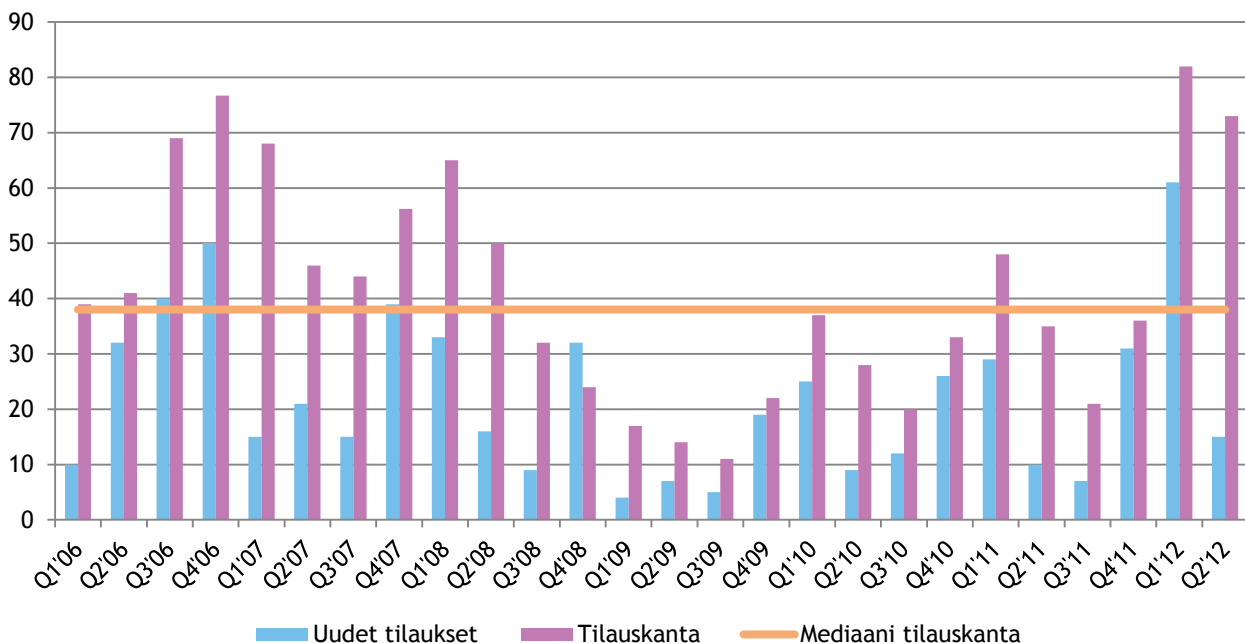
7. Tilauskanta ja uudet tilaukset

Syklisyydestä ja suhteellisesta lyhydestä johtuen Rauten tilauskanta on harvinaisen hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtäimellä. Kuten jo todettu, Raute on erittäin riippuvainen suurista tilauksista, joita tulee harvoin. Toimitusajat suuremmissa projekteissa voivat nousta yli vuoteen, mutta perinteisesti isotkin projektit näkyvät selvästi liikevaihdossa muutaman neljänneksen kuluessa. Teknologiapalveluissa toimitusajat ovat luonnollisesti huomattavasti lyhyempiä. Palvelupuolen suurimmat modernisointiprojektit voivat kestää 5-6 kuukautta, mutta yleisesti palveluiden tilauskanta on lyhyt. Toisaalta tilausvirta palveluista on onneksi huomattavasti tasaisempaa.

Rauten tilauskanta ajatellen projektitoimituksia on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 6 kuukautta. Yleensä lyhyt tilauskanta lisää luonnollisesti sykliseen kysyntään liittyvää ongelmaa, mutta alan dynamiikan kannalta tilauskanta ei voi nousta merkittävästi pidemmäksi. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain noin 25 miljoonaa euroa liikevaihtoa, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 75 miljoonalla eurolla päästäkseen nykyiselle noin 100 miljoonan euron liikevaihtotasolle. Kun keskimääräinen tehdasprojekti (eli tuotantolaitteisto uuteen tehtaaseen) on noin 20-30 miljoonaa euroa, tämä vaatisi ainakin yhden suuremman tilauksen vuodessa. Loppukuorma muodostuu perinteisesti pienemmistä, yksittäisiä koneita tai linjoja sisältävistä tilauksista. Yleisesti valtaosa Rauten liikevaihdosta tulee nimenomaan pienistä korvausinvestoinneista.

Kun yhtiö merkitsee tilauksen tilauskantaansa, on se jo kirjoissa ja peruuttaminen oikeuttaisi merkittävään sopimussakkoon. Näin ollen emme usko, että tilausten peruutuksia kannattaa pelätä edes nykyisessä erittäin epävarmassa taloustilanteessa. Raute antaa tiedotteen järjestelmällisesti kaikista yli 10 miljoonan euron tilauksista ja tapauskohtaisesti voidaan tiedottaa myös 5-10 miljoonan euron tilauksista, jos tähän on erityinen syy. Alla olevassa graafissa nähdään yhtiön uusien tilauksien ja tilauskannan kehitys vuodesta 2006 alkaen. Mielestämme normaalissa markkinatilanteessa mediaanitason (38 MEUR) voidaan pitää terveenä tasona tilauskannalle. Nykyisessä erittäin epävarmassa taloustilanteessa tämä taso on kuitenkin huomattavasti korkeampi, mikä tällä hetkellä myös toteutuu erittäin hyvin (Q2'12: 73 MEUR). Epävarmassa taloustilanteessa noin 50 miljoonan euron tilauskanta antaa yhtiölle mielestämme kohtuullisen hyvän puskurin epävarmuutta vastaan.

Tilauskanta ja uudet tilaukset (MEUR)



8. Tulevaisuuden ennusteet

Näkyvyys Rauten tulevaisuuden tuloskehitykseen on kohtuullisen hyvä suunnilleen seuraavat 6-12 kuukautta tilauskannan ollessa hyvällä tasolla kuten nyt, mutta sen pidemmällä tulevaisuutta on erittäin haastava ennakoida. Kun esimerkiksi suurilla konepajoilla on monta eri liiketoimintasegmenttiä, jotka voivat ainakin jossain määrin kompensoida toisiaan eri aikajaksoilla, Raute on erikoistunut omalle niche-markkinalle. Tämä on mielestämme perusteltua ja järkevää, mutta samalla se on merkittävä riski. Koska näkyvyys pidemmälle tulevaisuuteen on heikko, erilaiset skenaariomallit ja herkkyyssanalyytit nostavat mielestämme merkitystään. Käsitlemme näitä tarkemmin myöhemmin.

Rauten vuosi 2012 kertoo omalla tavallaan paljon yhtiön riippuvuutta suurista tehdastilauksista. Yhtiö sai helmikuussa yhteensä yli 50 miljoonan euron arvoiset tilaukset vaneritehtaan koneista ja laitteista Paneles Araucolta Chileen. Tuotantolaitteet toimitetaan tammikuun alussa tulipalossa tuhoutuneen Nueva Aldean vaneritehtaan uudelleenrakennusprojektiin pääosin loppuvuoden 2012 aikana. Kauppa on Rauten historian suurin, ja muutti kuluvaan vuoden yksinään todennäköisesti varsin kituliaasta todennäköisesti erinomaiseksi. Lopullinen tulos selviää toimitusten valmistuttua, mutta on selvää että Araucón ikävällä onnettomuudella on erittäin suuri merkitys Rauten tuloksen kannalta. Samalla täytyy kuitenkin muistaa, että ensi vuonna vastaavaa tapahtumasarjaa tuskin nähdään ja tilaukset ovat todennäköisesti tiukassa lähivuosina yleisesti heikon markkinatilanteen takia.

Araucón jättitilauksen lisäksi Rauten ilmoitti heinäkuun lopussa saaneensa yhteensä 14 miljoonan euron arvoiset tilaukset Pollmeier yritykseltä Saksaan. Tilaukseen sisältyvät sorvauslinja, kuivauslinja ja LVL:n ladontalinja, jotka toimitetaan Pollmeierin Keski-Saksaan Creuzburgiin rakennettavalle LVL-tehtaalle. Näiden ansiosta yhtiöllä on tällä hetkellä poikkeuksellisen vahva tilauskanta.

8.1. H2'12 on yhtiölle näytönpaikka

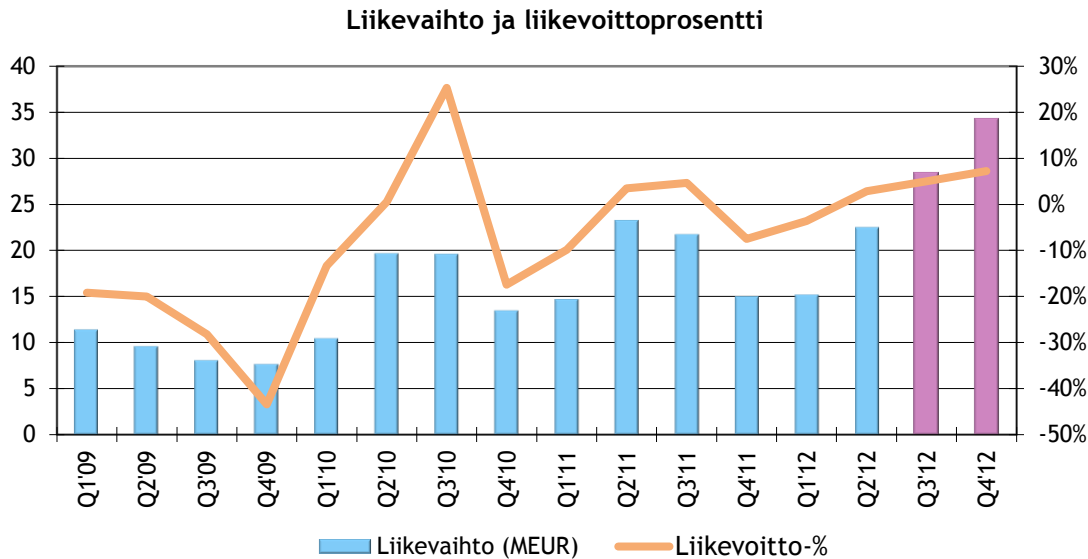
Vuoden 2012, ja erityisesti sen toisen puolikkaan, pitäisi olla yhtiölle erittäin vahva. Loppuvuodelle on ajoitettu lähes 50 miljoonan euron projektitoimitukset liittyen pääasiassa juuri em. Chilen tilaukseen, mikä antaa erinomaisen asetelman H2'12 tulokselle. Toisella neljänneksellä yhtiön liikevoitto nousi jo hieman positiiviseksi (0.1 MEUR) liikevaihdon ollessa 22.4 MEUR. Tästä tasosta liikevaihdon pitäisi nousta huomattavasti loppuvuonna, sillä pelkästään projektitoimitusten pitäisi siis olla 50 miljoonaa euroa ja sen lisäksi liikevaihtoa syntyy teknologiapalveluista.

Uskomme että suurin osa toimituksista tapahtuu Q4:llä, mutta painottumista eri neljänneksille on vaikea arvioida. Lähtökohtaisesti se voisi olla esimerkiksi 45 %/55 %. Painottuminen voi olla suurempikin Q4:lle, ja näin suuressa projektissa on tärkeää huomioida osatuloutuksen suuri merkitys. Alihankinnalla on tilauksen toimituksen kannalta erittäin suuri merkitys, ja alihankinnan osuus tuloutuu yhtiölle kokonaisuudessaan toimitusten yhteydessä yhtiön soveltaessa osatuloutusta valmistusasteen perusteella. Oma valmistus tuloutuu näin ollen varsin tasaisesti, mutta alihankinnan kautta tulevat tuotteet realisoituvat toimituksien yhteydessä ja toimitukset menevät monin osin suoraan asiakkaalle. Erityisesti suurissa projekteissa nämä ovat ajoituksien kannalta haastavia, mutta pidemmällä tähtäimellä asialla ei ole merkitystä.

Projektitoimitusten rinnalla teknologiapalveluiden pitäisi jatkaa suunnilleen samalla tasollaan. Taso on ollut viimeiset kuusi neljännestä reilun 6 miljoonan euron tasoa, viimeinen neljännes vahvin (7.6 MEUR) ja Q4'11 heikoin (5.4 MEUR). Olemme lähteneet ennusteissamme oletuksesta, että teknologiapalveluiden liikevaihto on Q3'12:lla ja Q4'12:lla hieman yli 6 miljoonaa euroa per neljännes.

Yhtiön tulosohjeistus, jonka mukaan vuoden 2012 liikevaihto kasvaa merkittävästi vertailukaudesta (FY'11: 74.3 MEUR) ja liiketulos (FY'11: -0.7 MEUR) on selvästi voitollinen, ei anna merkittävästi tukea ennusteita tehdessä. Jotta ohjeistus ei toteutuisi, pitäisi yhtiön epäonnistua käynnissä olevien projektien toteutuksessa. Yhtiö on perinteisesti onnistunut ohjeistuksissaan hyvin ja myös markkinanäkymät ovat olleet viimeisien vuosien aikana varsin osuvia. Tällä hetkellä pidämme tulosvaroituksen riskiä minimaalisena.

Edellä mainittujen oletuksien perusteella uskomme, että yhtiön Q3 liikevaihto tulee olemaan noin 28-29 miljoonaa euroa. Aikaisemmin käsitellyn kulurakenteen kehittyessä odotuksiemme mukaisesti, liikevoittoa pitäisi kertyä kvartaalilta noin 1.4 miljoonaa euroa. Tässä suhteessa yllätykset ovat kuitenkin hyvin mahdollisia, sillä yhtiön kapasiteetti tulee olemaan raskaan kuorman alla loppuvuonna, mikä voi aiheuttaa odotettua enemmän ylimääräisiä kuluja. Q4 liikevaihdon uskomme yltävän suunnilleen 34 miljoonan euron tasolle ja liikevoiton noin 2.5 miljoonaa euroon. Näin vahvan tuloksen Raute on viimeksi tehnyt Q2'08, joten kyseessä olisi erinomainen saavutus. Edellytykset tähän ovat mielestämme olemassa, mutta haastavaa se tulee varmasti olemaan. H2'12 onkin mielestämme Rautelle erittäin tärkeä näytönpaikka.



8.2. Vuosi 2013 - hyvät lähtökohdat, mutta kysyntä todennäköisesti heikkoa

Huomioiden makrotalouden heikot ja todella epävarmat näkymät ensi vuodelle, uskomme myös Rauten tuotteiden kysynnän olevan vuonna 2013 kohtuullisen heikkoa. Yhtiö itsekin kertoo markkinanäkemyssään, että puutuoteteollisuuden markkinatilanne jatkunut epävarmana useilla markkina-alueilla. Investointipäätökset lykkääntyneet ja investoinnit alkuvuoden aikana jäivät alhaiselle tasolle. Rauten mukaan kuitenkin useita tuotantolinja- ja tehdashankkeita vireillä, mutta niiden toteutumisen edellytyksenä luottamuksen säilyminen ja vahvistuminen kysynnän kehityksestä sekä rahoituksen järjestäminen.

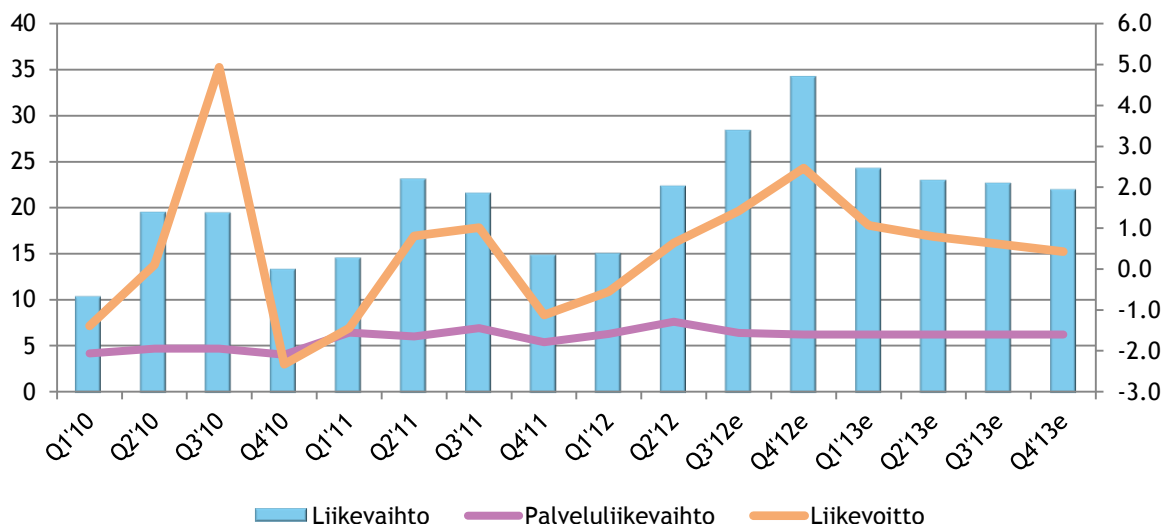
Mikäli taloustilanne kehittyy odotuksiemme mukaisesti, merkittäviä investointeja uuteen kapasiteettiin tuskin nähdään ensi vuonna. Rauten tilauskanta on tällä hetkellä erittäin vahva, ja Q2'12 tilauskannasta yli 19 miljoonaa euroa toimitetaan vuoden 2013 puolella. Tämän lisäksi on tärkeää huomioida heinäkuun lopussa saatu 14 miljoonan euron tilaus, jonka toimitus venynee pääosin ensi vuoden puolelle. Vaikka tilauskanta on tällä hetkellä erittäin vahva, se ei kannata ensi vuonna kovin pitkälle, jos uusia tilauksia ei saada. Loppuvuoden tilauskertymä on siten erittäin tärkeä ensi vuoden kannalta.

Kuten todettu, vanerin pääkäyttökohde on rakennusteollisuus, eikä alan kehitys tällä hetkellä näytä rohkaisevalta. Vaikka rakentaminen piristysikin, näkyisi tämä Rauten kysynnässä todennäköisesti viiveellä. Yhtiön kysyntä on kuitenkin jälkisyklillä siinä mielessä, että rakennusteollisuuden piristymisen pitäisi ensin heijastua vanerin ja LVL:n kysyntään ja sitä kautta Rauten asiakkaiden kapasiteetin käyttöasteisiin ja edelleen investointeihin uuteen kapasiteettiin. Näin ollen talouden yleinen piristymisen vaikuttaisi ainakin suurempiin projektitilauksiin merkittäväällä viiveellä. Merkittävimmät mahdollisuudet Rauten kannalta lähivuosina liittyvätkin alan rakennemuutokseen, mikä voi synnyttää tarvetta kehittyville markkinoille, vaikka vanerin tuotanto yleisesti ei kasvaisikaan.

Jos pyritään ennakoimaan Rauten kysyntää pidemmälle perinteisen rakennusteollisuutta syvemmälle, voidaan seurata esimerkiksi UPM:n vaneriliiketoiminnan kehitystä. Lisäarvo näiden seuraamisesta tulee kuitenkin lähinnä uusien investointien kautta. Tällä hetkellä kuva ei ole houkutteleva. Vanerimarkkina ei ole toipunut finanssikriisistä ja se näkyy UPM:n kannattavuudessa. Vuosi 2009 rajusti tappiolla, ja sen jälkeen on tehty lähinnä pientä tappiota tai nollatulosta. Emme usko, että esimerkiksi UPM investoi vaneriin merkittävästi lähivuosina ja koko mekaaninen metsäteollisuus on UPM:ssä näkemyksemme mukaan lähinnä tukemassa puunhankintaa. Metsä Groupilla on Wood-liiketoimintaa-alue, joka sisältää vanerin ja sahat, jotka voivat olla myös jossain määrin mielenkiintoisia tulevaisuuden arvioinnin kannalta. Myös Metsä Groupin Wood-liiketoiminnan kannattavuus on ollut heikko, mutta suoraan vanerin osuutta ei tiedetä. Kysyntänäkymä yleisesti Suomen vaneritehtailla on tällä hetkellä näkemyksemme mukaan heikko. Tilanne on pitkälti sama Euroopassa, ja kuten jo todettu, suurempia investointeja tuotantokapasiteettiin voidaan odottaa lähinnä kehittyviltä markkinoilta.

Käytännössä on mahdotonta sanoa, tuleeko Rautelle vuonna 2013 yhtään suurempaa tilausta. Tällä hetkellä oletuksemme on, ettei suuria tehdastilauksia saada, mutta pieniä tilauksia tulee kohtuullisesti. Luonnollisesti yksikin suurempi tilaus piristäisi näkymiä huomattavasti.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys (MEUR)



Rauten vahvan taseen takia sen nettorahoituskulujen voidaan olettaa olevan hyvin pieniä tai lähellä nollaa lähivuosina. Lisäksi huomioitava on, että yhtiöllä on jonkin verran vähennyskelpoisia tappioita edellisiltä tilikausilta, joten tuloksen pysyessä voitollisena yhtiön pitäisi hyötyä normaalia hieman pienemmästä veroprosentista. Tämän hyödyn pitäisi olla noin miljoona euroa, ja painaa yhtiön veroprosenttia vastaavasti.

Perusluvut (MEUR)	2009	2010	2011	2012e	2013e
Liikevaihto	36.6	62.9	74.3	100.1	92.0
Käyttökate	-7.0	3.6	1.4	6.1	5.0
Liikevoitto	-9.7	1.3	-0.7	4.0	2.9
Nettotulos	-8.1	1.2	-1.1	3.2	2.2
Operatiivinen rahavirta	-4.0	-1.1	11.1	3.0	3.2

Raute kertoo noudattavansa aktiivista osinkopolitiikkaa, jonka tavoitteena on taata sijoittajille kilpailukykyinen tuotto. Osingonmaksussa huomioidaan vakavaraisuuden säilyttäminen ja tulevat investointitarpeet. Yhtiö korostaa, että projektiliiketoiminnan luonteesta johtuen osinko ei ole suoraan sidottu vuositulokseen. Neutraalissa skenaariossa yhtiö pystyy maksamaan vuodelta 2012 0.40-0.50 euron osingon per osake. Olettaen että makrotalouden epävarmuus häviää ensi vuonna ja kysyntä vakiintuu, myös vuodelta 2013 voidaan maksaa kohtuullinen osinko (ennuste 0.30 EUR / osake). Kokonaisuudessaan ennustamme Rauten osinkotuoton olevan lähivuosina ylittävän selvästi 5 %, mikä antanee kohtuullista tukea osakkeelle epävarmuuden keskellä.

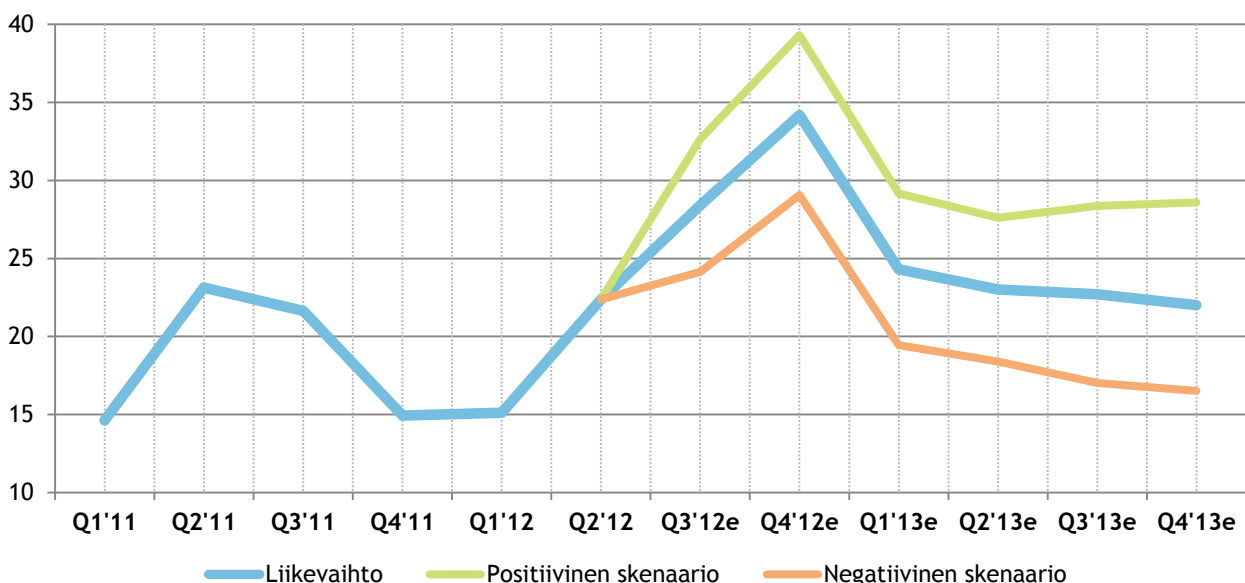
8.3. Skenaarioanalyysit

Merkittävän epävarmuuden takia olemme pyrkineet mallintamaan erilaisia skenaarioita Rauten lähitulevaisuudelle. Niiden on tarkoitus korostaa ennusteisiin liittyvää epävarmuutta sekä antaa jonkinlaista ”luottamusväliä” lähivuosien ennusteille. Nämä ovat tärkeitä, koska kukaan ei pysty arvioimaan luottavasti tulevaisuuden tuloskehitys varsinkaan kun kyseessä on yhtiö, jonka liikevaihto laski lähes 70 % finanssikriisin aikana. Tämä ei tarkoita, että yhtiö olisi huono, vaan korostaa kysynnän ailahtelevuutta ja tilauskannan merkitystä.

Skenaarioissa on mukana jonkun verran toteutuneita lukuja sekä tämän hetken ennusteisiimme perustuva ”base case” eli mielestämme neutraali skenaario. Lisäksi olemme haarukoineet mukaan positiivisen skenaarion, jossa markkinatilanne olisi odotuksiemme parempi tai yhtiön liikevaihto kehittyisi paremmin, koska se saa esimerkiksi suurempia yksittäisiä tilauksia kuten vuonna 2012. Vastaavasti mukana on myös negatiivinen skenaario, jossa tilauskertymä ja sitä kautta liikevaihto jää odotettua alhaisemmaksi. Näiden skenaarioiden välimaastosta löytyy mielestämme todennäköisin kehitys. Tämä ei tietenkään tarkoita, ettei tuloskehitys voisi lopulta olla vielä positiivisempi tai negatiivisempi.

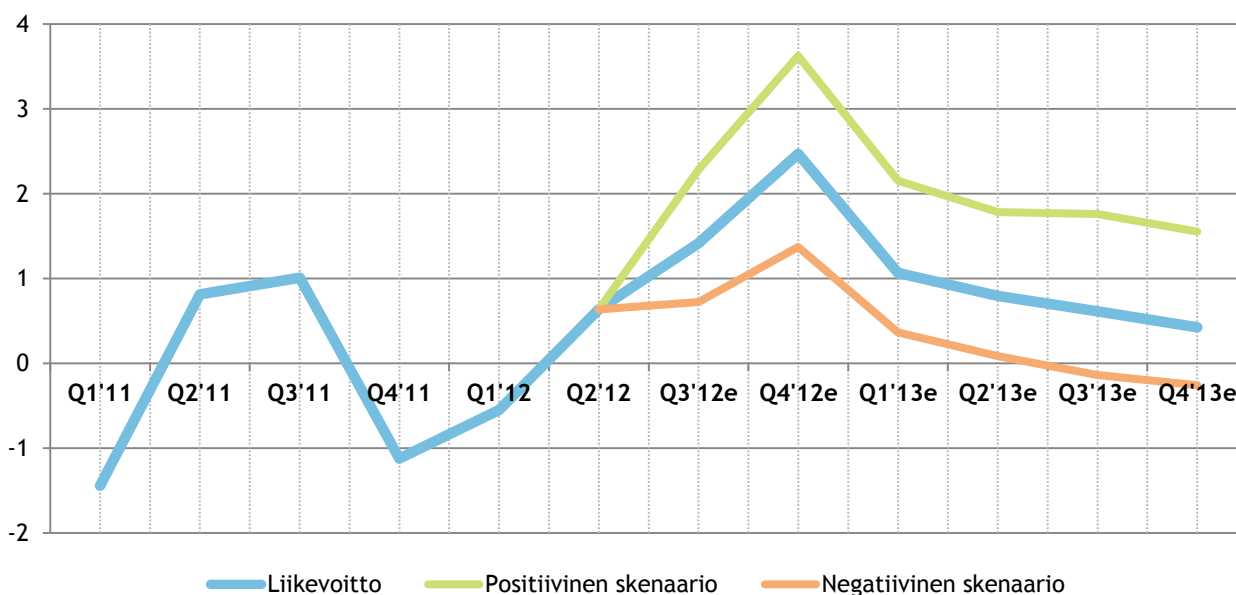
Luonnollisesti epävarmuus kasvaa koko ajan, mitä pidemmälle tulevaisuuteen menemme. Kuten todettu, tämän hetken tilauskannan perusteella näkyvyys on kohtuullisen hyvä muutamalle seuraavalle neljännekselle, mutta sen jälkeen epävarmuus kasvaa huomattavasti. Seuraavassa graafissa olemme avanneet liikevaihdon ennakoitua kehitystä kvartaalitasolla loppuvuodelle 2012 sekä vuodelle 2013.

Skenaario liikevaihdon kehityksestä kvartaalitasolla (MEUR)



Tuloskehitys, jota kuvaamme seuraavassa liike tuloksen avulla, on luonnollisesti hyvin riippuvainen liikevaihdon tasosta. Näin ollen se korreloi pitkälti ennakoitun liikevaihdon kanssa. Skenaarioissa emme ole lähteneet ennakoimaan merkittävää tehokkuuden, hinnoitteluvoiman tai kilpailukykyyn nousua.

Skenaario liikevoiton kehityksestä kvartaalitasolla (MEUR)



Vastaavat skenaariot vuositasonäkökulmasta käsitellään seuraavaksi. Neutraalissa skenaariossa, joka siis kuvastaa tämän hetken ennusteitamme yhtiölle, liikevaihto pyörii lähivuodet suunnilleen 90-100 miljoonan euron välillä. Näkemyksemme mukaan tämä vaatisi:

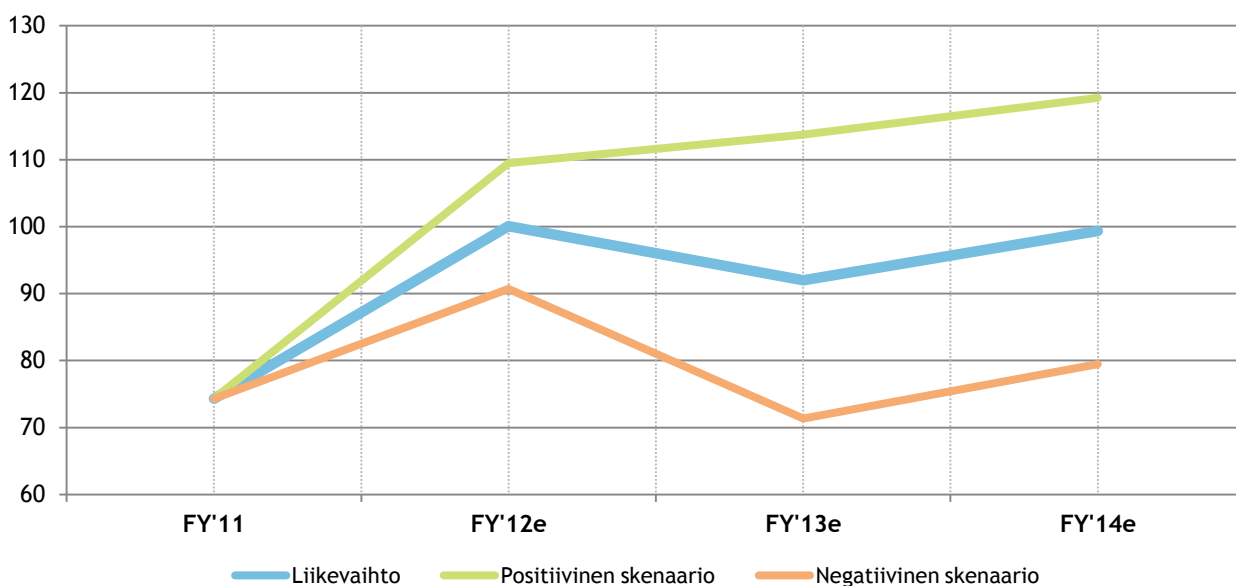
- 1) Kohtuullisena pysyvää taloustilannetta.
- 2) Joko kohtuullisen runsasta pienempien tilausten virtaa tai suurempia yksittäisiä tilauksia noin yhden vuodessa.
- 3) Tervettä aktiviteettitasoa teknologiapalveluissa.
- 4) Rauten hyvää sisäistä tehokkuutta, kilpailukykyä sekä markkina-aseman säilyttämistä.

Jos halutaan tarkentaa neutraalin skenaarion sisältämää makronäkymää, olemme lähteneet seuraavista oletuksista:

- 1) Eurokriisi jatkuu ainakin seuraavan vuoden ajan, mutta romahdusta ei nähdä.
- 2) Talous painuu Euroopassa taantumaan, mutta elpyy hiljalleen vuonna 2014.
- 3) Kehittyvillä markkinoilla talouskasvu hidastuu huomattavasti (Kiina), mutta ei kuitenkaan pysähdy.
- 4) Talouskasvu jatkuu hitaana Yhdysvalloissa vuonna 2013.
- 5) Keskuspankit pitävät yllä rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä elvytystoimilla.
- 6) Rahoitusmarkkinat eivät ajaudu systeemikriisiin.

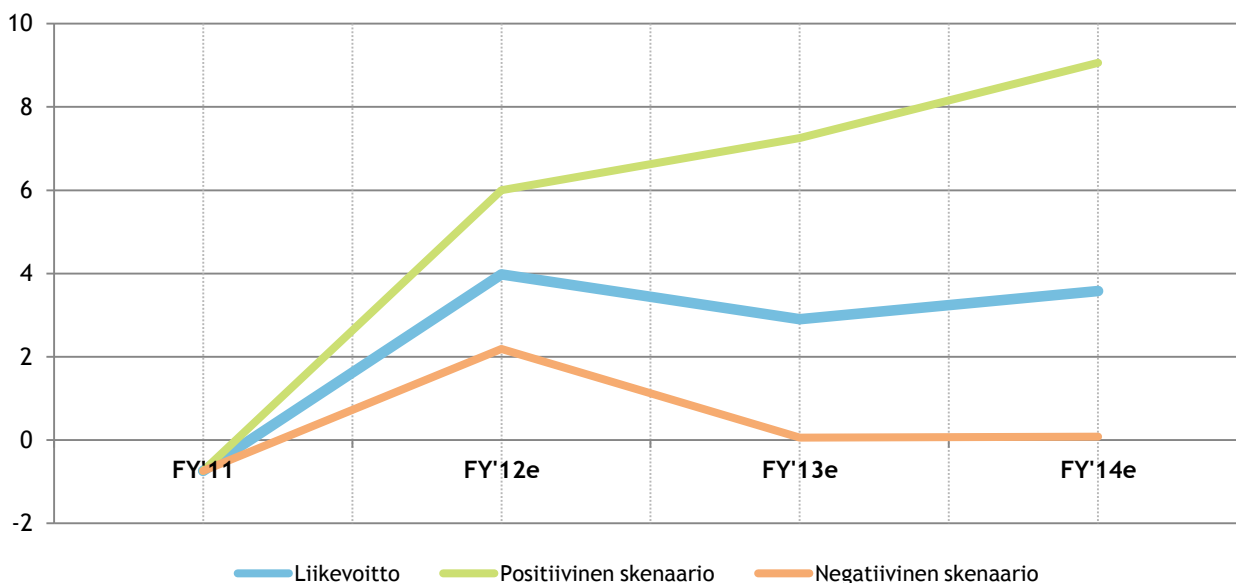
Tämän tarkempia oletuksia ei mielestämme nykytilanteessa kannata tehdä. Skenaario luonnollisesti tarkentuu koko ajan tilauskannan ja yleisen taloustilanteen kehittyessä suuntaan tai toiseen. Suurin ennustehaarukka kertoo kuitenkin karua kieltä yhtiöön liittyvästä merkittävästä riskistä. Sijoittajien kannattaa huomioida, että riski ei automaattisesti ole negatiivinen, vaan suuri hajonta antaa mahdollisuudet myös erittäin hyviin skenaarioihin huomioiden esimerkiksi riippuvuus yksittäisistä tilauksista. Lähtökohdat vuoteen 2012 olivat erittäin huonot, mutta Chilen tapahtumien jälkeen vuodesta on muodostumassa erittäin hyvä. Seuraavassa graafissa näkyvät mahdolliset skenaariot liikevaihdon suhteen.

Skenaario liikevaihdon kehityksestä vuositason (MEUR)



Liiketuloksen kehitystä eri skenaarioissa on avattu seuraavassa graafissa. Huomioitavaa on, että muutokset liikevaihdossa kumuloituvat vahvasti tuloskehityksessä. Vaikka absoluuttisesti luvut ovat tietysti huomattavasti pienempiä, aikaisemmin käsitellyn kulurakenteen takia liikevaihdon kasvulla tietyn pisteen yli on kohtuullinen vipuvaikutus kannattavuuteen. Tämän takia negatiivisessa skenaariossa yhtiö painuisi nollassa, kun taas positiivisessa skenaariossa yhtiön kumulatiivinen liikevoitto vuosina 2012-2014 nousisi jo lähelle sen yritysarvoa (EV). Korostamme lisäksi, että myöskään negatiivinen tulos ei ole mitenkään poissuljettu, jos tilauskehitys hidastuu ensi vuonna oleellisesti.

Skenaario liikevoiton kehityksestä vuositason (MEUR)



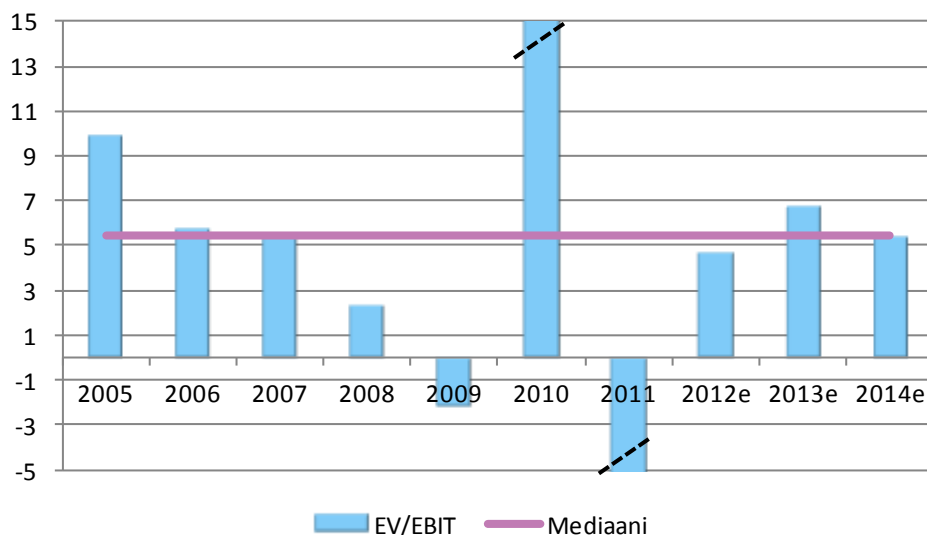
9. Osakkeen arvostustaso

Rauten markkina-arvo on tämän hetken osakekurssilla 7.22 euroa vajaat 30 miljoonaa euroa ja yhtiön korolliset nettovelat ovat -12.4 MEUR (Q2'12). Yhtiön yritysarvo (EV) on siis selvästi alle 20 miljoonaa euroa, mutta kun huomioidaan ennakkomaksujen Q2'12 taseessa oleva poikkeuksellisen suuri määrä (18.2 MEUR), tämä on hieman harhaanjohtavaa. Uskomme että vuoden vaihteessa tasot ovat normaalimmalla tasolla, ja tämän hetken ennusteella yritysarvo olisi vuoden 2012 lopussa noin 20 MEUR. Tämä antaisi ennusteillamme yhtiölle EV/EBIT-kerroin kertoimen 4.7 kuluvan vuoden ennusteilla. EV/EBIT-kerroin kuvastaa yhtiön yritysarvoa suhteessa liikevoittoon.

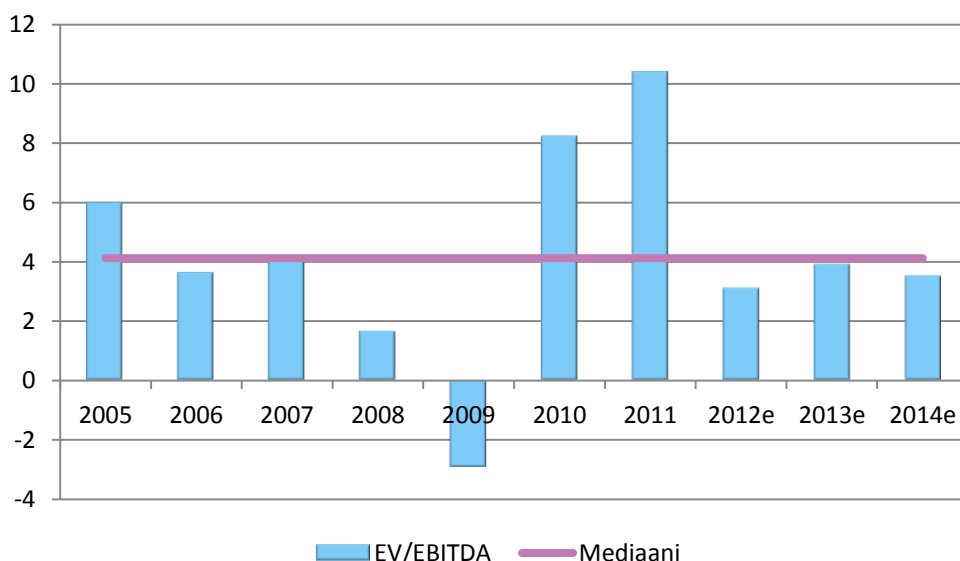
Mielestämme yritysarvoon (EV) perustuvat kertoimet ovat parhaita kuvastamaan Rauten arvostustasoa, koska ne huomioivat paremmin yhtiön vahvan taseen. Arvostustasoa voidaan pitää erittäin alhaisena, mutta yhtiön riskiprofiili on korkea ja lähivuosien näkymät epävarmat. Tietenkin täytyy myös muistaa, ettei yhtiötä voi arvottaa yhden vuoden tuloksen perusteella. Vaikka Raute on mielenkiintoinen yhtiö ja näemme siinä paljon potentiaalia tulevaisuudessa, nykyisessä erittäin epävarmassa makrotaloustilanteessa emme hyväksy yhtiölle korkeaa arvostustasoa. Tämän vuoden tulos tulee olemaan vahva, mutta markkinoilla katseet pitää siirtää jo pidemmälle. Kokonaisuudessaan osakkeen riskiprofiili on huomattavan korkea, koska tulos heittelee rajusti syklien ja myös yksittäisten projektien mukana.

Kun lähivuosien ennusteiden hajonta huomioidaan, on selvää että eri skenaarioissa yhtiön arvo vaihtelee huomattavasti. Luonnollisesti arvo pitää määrittää neutraalin skenaarion mukaan, mutta samalla epävarmuus täytyy huomioida korkealla riskipreemiolla.

Suhteutettuna yhtiön viime vuosien keskimääräiseen arvostustasoon osake on tällä hetkellä neutraalisti hinnoiteltu. Vuosien 2005-2011 mediaani EV/EBIT-kerroin on ollut 5.4, mikä on hieman nykytasoa korkeampi. Toki lukemat ovat heitelleet rajusti tulostason ja osakekurssin mukana.



Vastaavat vertailu voidaan tehdä myös EV/EBITDA- ja P/B-kertoimille. EV/EBITDA-kerroin kuvastaa normaalitilanteessa hyvin yritysarvon suhdetta suhteessa kassavirtaan, kun taas P/B-kerroin suhteuttaa markkina-arvon yhtiön tasearvoon. P/B-kerroin on hyvä suhteuttaa yleisesti yhtiön pitkän tähtäimen pääomantuottoon, joka Rauten tapauksessa on nykyennusteillamme reilut 10 %. Tällä hetkellä P/B-kerroin on noin 1.2 (FY'12e), mitä voidaan pitää kohtuullisena. Rauten tase on kuitenkin näkemysemme täysin kurantti eikä sisällä yhtään esimerkiksi liikearvoa. Pidämme myös hyvin mahdollisena, että suurimman tase-erän muodostavat Suomen tuotantolaitokset ovat taseessa arvotettuna varsin alhaisesti.



Tasearvoon suhteutettuna osake on tällä hetkellä selvästi vuosien 2005-2011 keskiarvoa (1.5) sekä mediaania (1.6) alhaisemmin arvostettu. P/B-kerroin on tällä hetkellä noin 20 % viime viimeisen kuuden vuoden keskiarvon alapuolella. Koska yhtiön tase on vahva ja kurantti, mielestämme tasearvo (P/B 1) antaa osakkeelle selvän tukitason epävarmuuden keskellä. Tämä kuitenkin toimii ainoastaan silloin, kun yhtiön toiminta ei ole tappiollista eli yhtiön omapääoma ei pienene.



Kokonaisuudessaan näemme osakkeen absoluuttisen hinnoittelun alhaisena, mutta tällä hetkellä pitkälti perusteltuna. Mielestämme arvostustasossa on kuitenkin selvästi mahdollisuuksia ylöspäin, jos yhtiö pystyy todistamaan markkinoille tulokunnon kestävää parantumista. Loppuvuoden aikana yhtiöllä on erinomainen mahdollisuus tähän, ja H2'12 tulos tulee olemaan erittäin tärkeä. Nykyisessä erittäin epävarmassa tilanteessa parantuva näkyvyys, yhtiön toimesta lähinnä saatujen tilauksien muodossa, auttaisi myös riskipreemion pienenemisessä. Luonnollisesti sama vaikutus olisi myös odotettua paremmalla talous- ja sitä kautta markkinakehityksellä.

9.1. Verrokkiryhmä ja suhteellinen arvostus

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavaa yhtiötä ei ole olemassa eikä toimialalta löydy yhtään listattua yhtiötä. Helsingin pörssissä on toki paljon konepajoja, mutta yksikään niistä ei toimi samalla alalla eikä varsinkaan ole samalla tavalla positioitunut siellä. Jotain suuntaa arvostustasosta voidaan toki sektorilta hakea, mutta lukuihin on suhtauduttava huomattavalla varauksella, koska niiden sokea seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa.

Olemme poimineet vertailuryhmään Helsingin pörssistä konepajoja, joilla on ainakin heikkoja yhteyksiä Rauten toimialaan tai toimintatapaan. Lisäksi mukana on puuteollisuuden, tosin lähinnä huonekalujen parissa, toimivia yhtiöitä Euroopasta. Yhtiöt voidaan jakaa karusti kolmeen eri osa-alueeseen: prosessien toimittajat, puuteollisuuden parissa toimivat yhtiöt ja huonekaluja valmistavien koneiden toimittajat.

Prosessien toimittajista kysymykseen tulevat yhtiöt kuten Metso, Glaston ja Outotec. Näistä Glaston on suunnilleen samankokoinen kuin Raute ja toimittaa myös tuotantolinjoja, mutta lasiteollisuudelle. Liiketoiminnan kannattavuus on kuitenkin ollut vuosikausia todella heikkoa, ja yhtiö on tällä hetkellä erittäin vaikeassa tilanteessa. Metsolla on paljon erilaisia toimintoja ja liiketoiminta-alueita, mutta ainakin osittain myös samantyylistä liiketoimintaa. Outotec on taas selvästi enemmän keskittynyt prosessiosaamiseen koneiden ja laitteiden sijasta. Molemmat jälkimmäisistä ovat myös täysin eri kokoluokassa, joten niihin pitää suhtautua suurella varauksella. Jossain määrin verrannollista toimintaa harjoittaa myös Vaahto Group, mutta yhtiö on tällä hetkellä rahoituskriisissä raskaiden tappioiden jälkeen. Tämän takia vertailua ei kannata tehdä.

Puuteollisuudetta palvelevat Helsingin pörssissä lisäksi metsäkoneyhtiöt Ponsse ja Kesla. Tuotteet poikkeavat Rauten tarjonnasta täysin, mutta ainakin yhtiöillä on osittain samoja ajureita. Jälleen korostamme, että luvut ovat parhaimmillaankin suuntaa-antavia.

Helsingin pörssin ulkopuolelta olemme poimineet verrokkiryhmään saksalaisen Homag Groupin sekä italialaisen Biessen. Molemmat on listattu kotimaidensa pörsseissä. Homag on lähinnä huonekalu- ja puusepänteollisuuden konetoimittaja, eikä kilpaile suoraan Rauten kanssa missään tuoteryhmässä. Homagin liiketoiminnan ajurina toimii siis pääosin huonekalukalusteollisuus, jolla on linkki rakennusteollisuuteen, mutta se ei ole erityisen vahva. Rajallisista vaihtoehdoista yhtiö tarjoaa kuitenkin kohtuullisen vertailukohdan Rautelle. Samaa ryhmään kuuluu myös Biesse, joskin yhtiöllä on huonekalukoneiden lisäksi ovia, lasi- ja kivikoneita. Kooltaan Biesse on suunnilleen samassa kokoluokassa noin 80 miljoonan euron kokoluokassa, kun taas Homag on selvästi suurempi (markkina-arvo 156 MEUR).

Vertailuryhmä 4.10.2012: Raute Oyj

Ennusteet: Inderes / Reuters (merkitty *)	EV/EBITDA			P/E			P/BV	Markkina-arvo
	2011	2012e	2013e	2011	2012e	2013e	2012e	MEUR
Glaston	14.1	16.5	10.7	neg.	neg.	neg.	0.7	30.6
Metso	6.4	5.4	5.2	11.8	9.5	9.4	1.8	4206
Outotec	10.1	7.0	5.9	20.9	13.9	12.5	3.5	1708
Ponsse	6.5	6.4	6.5	15.2	11.9	8.9	2.1	187
Kesla	7.8	12.9	6.7	11.6	neg.	13.5	1.3	15.6
Homag Group *	4.2	4.5	4.1	neg.	20.8	11.1	1.0	154
Biesse *	5.8	5.3	3.8	neg.	17.1	6.4	0.6	79
MEDIAANI	6.5	6.4	5.9	13.5	13.9	10.3	1.3	
<i>Raute</i>	<i>10.4</i>	<i>3.1</i>	<i>3.9</i>	<i>neg.</i>	<i>9.0</i>	<i>13.0</i>	<i>1.2</i>	<i>28.9</i>

Suhteessa muihin suomalaisiin konepajoihin Rauten arvostustaso on varsin houkutteleva. Yhtiö on hinnoiteltu selvällä alennuksella suhteessa keräämme verrokkiryhmän keskimääräiseen arvostustasoon, mutta aitojen verrokeiden puuttumisen takia arvostustasoja on vaikea analysoida tarkemmin.

Huonekalukoneyhtiöiden eli Homagin ja Biessen kanssa Rauten arvostustaso on myös houkutteleva ainakin EV/EBITDA-kertoimilla. Yhtiöiden ennustetut tuloskehitykset, jotka perustuvat Reutersin konsensusennusteisiin, ovat kuitenkin hyvin erilaisia kuin omat ennusteemme Rauten kehityksestä. Yhtiöiltä odotetaan ensi vuonna rajuja tulosparannuksia, joiden taustalla olevia oletuksia meidän on mahdotonta avata. Odotettujen tulosparannuksien takia vuoden 2013 kertoimilla Raute on hinnoiteltu suunnilleen samalle tasolle, kun katsotaan sekä EV/EBITDA-kertoimia. P/E (FY'13e)- ja P/B-luvuilla Raute on hieman korkeammalle arvostettu. Kokonaisuudessaan kertoimien voidaan katsoa olevan pitkälti linjassa.

Helsingin pörssin yleistä arvostustasoa peilattaessa ja karkeasti yleistäen, Rauten osakkeen pitäisi antaa omistajalleen noin 10 %:n tulostuotto kestäväällä tulostasolla, jotta sitä voisi pitää houkuttelevana. Lähivuosien kasvu tulee kuitenkin todennäköisesti olemaan heikkoa markkinatilanteen ollessa yleisesti synkkä. Sama koskee myös yleisesti Helsingin pörssin konepajoja.

9.2. Kassavirta-analyysi ja siihen liittyvät oletukset

Arvonmäärittäminen tukena käytämme myös kassavirta-analyysiä (DCF), jossa yhtiön arvo määräytyy tulevaisuudessa odotettujen kassavirtojen diskonttaamalla nykyhetkeen. Malli on teoreettinen ja erittäin herkkä muutoksille monilla oletuksilla, joita mallia rakentaessa täytyy tehdä. On tärkeää huomioida, ettei analyysimme pohjautu DCF-arvoon, vaan se toimii mielestämme parhaiten realiteettitarkistuksena. Osakkeenomistajan kannalta on kuitenkin oleellista ymmärtää taustalla olevia vaikuttajia ja muutoksien vaikutusta osakkeen teoreettiseen arvoon.

Nykyisellä ennustemallillamme ja oletuksillamme Rauten osakkeen DCF-arvo asettuu noin 10 euroon. Kassavirtamallille erittäin tärkeä on pääoman keskimääräinen kustannus WACC (Weighted Average Cost of Capital), jota käytetään mallissa kassavirtojen diskonttaukseen. Pääoman kustannuksessa erityisen oleellisia oletuksia ovat yhtiön beta, joka ei viittaa osakemarkkinoilla osakekurssista laskettavaan betaan, vaan on subjektiivisesti määriteltävä käsite. Yrityksen betaan vaikuttavat esimerkiksi yrityksen toimiala, liiketoiminnan luonne, syklisyys, kannattavuus, velkaantuneisuus, koko, markkina-asema ja yhtiön oma riskisyys.

Rauten kohdalla olemme käyttäneet laskelmissa hyvin korkeaa betaa 1.50, kun normaalitaso on 1. Mitä korkeampi beta on, sitä korkeampi on yhtiöön kohdistuva riski. Yhtiön kohdalla korkea beta johtuu erityisesti toimialan investointien vahvasta syklisyydestä, yksittäisten tilausten suuresta merkityksestä, suhteellisen heikosta kannattavuudesta ja suhteellisen pienestä koosta.

Markkinoiden riskipreemion olemme määritelleet olevan noin 4.75 %, mikä on lähellä historiallista keskiarvoa. Emme lähde muuttamaan riskipreemiota korkeammaksi nykyisen erittäin epävarman markkinatilanteen takia, koska DCF-arvo on joka tapauksessa suuntaa-antava eikä sitä kannata seurata orjallisesti. Tätä kompensoimme toisaalta sillä, että pidämme myös riskitöntä korkoa pitkän aikavälin keskiarvon lähellä neljässä prosentissa. Tällä hetkellä riskitön korko on pitkälti olematonta ja reaalkorko oikeasti turvallisissa kohteissa voi hyvinkin olla negatiivinen. Teoreettisessa laskentamallissa nämä tekijät pitkälti kumoavat toisensa. Osakkeen heikon likviditeetin lisäksi olemme lisänneet yhtiölle likviditeettipreemion 1.25 %. Muut tekemämme oletukset selviävät ao. taulukosta.

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	24.5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	33.0 %
Vieraan pääoman kustannus	5.5 %
Yrityksen Beta	1.50
Markkinoiden riski-preemio	4.8 %
Likviditeettipreemio	1.3 %
Riskitön korko	4.0 %
Oman pääoman kustannus	12.4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9.7 %

Näillä oletuksilla saamme Rauten pääoman keskimääräiseksi kustannukseksi noin 10 %, mitä voidaan pitää varsin korkeana pörssiyhtiölle. Se kuvaa kuitenkin yhtiön liiketoiminnan korkeaa riskitasoa, mikä heijastuu markkinoille korkeana riskipreemiona. Oman pääoman tuottovaatimus nousee vielä korkeammaksi 12.4 prosenttiin, koska vieraan pääoman tuottovaatimus on huomattavasti alhaisempi pienemmän riskin takia.

Kun tarkastelemme tulevaisuudessa ennustamiamme kassavirtoja, ovat tärkeimmät muuttujat liittyvät odotuksiin pitkän tähtäimen kannattavuudesta (liikevoitto-%) ja kasvusta. Olemme olettaneet analyysissämme, että keskipitkällä aikavälillä kannattavuus normalisoituu noin 3.5-4 %:n välille. On tärkeää ymmärtää, että tämän on keskiarvo syklien yli eli keskimääräinen kannattavuus pitkällä aikavälillä. Rautella on osoituksia huomattavasti paremmista jaksoista ja tavoitteet ovat korkeammalla, mutta toisaalta heikkojakin jaksoja on ollut. Näin ollen pidämme tasoa pitkällä tähtäimellä järkevänä. Huomioiden Rauten liiketoiminnan syklisyys, tulevaisuudessa voidaan olettaa olevan selvästi tappiollisia vuosituloksia ja toisaalta huomattavasti keskimääräistä parempia vuosia.

Toinen tärkeä oletus on keskimääräinen kasvu pitkälle tulevaisuuteen. Tässäkin suhteessa olemme lähteneet varsin varovaisesta oletuksesta, jonka mukaan Rauten kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä noin 2.5 % prosentin tasolle. Tämä heijastelisi käytännössä Rauten kasvavan pitkällä tähtäimellä makrotalouden kasvuvauhdin mukana. Mahdollisia yritysostoja ei ole huomioitu pitkän aikavälin odotuksissa. Investointien ja taseen olemme odottaneet kehittyvän suhteessa liikevaihtoon.

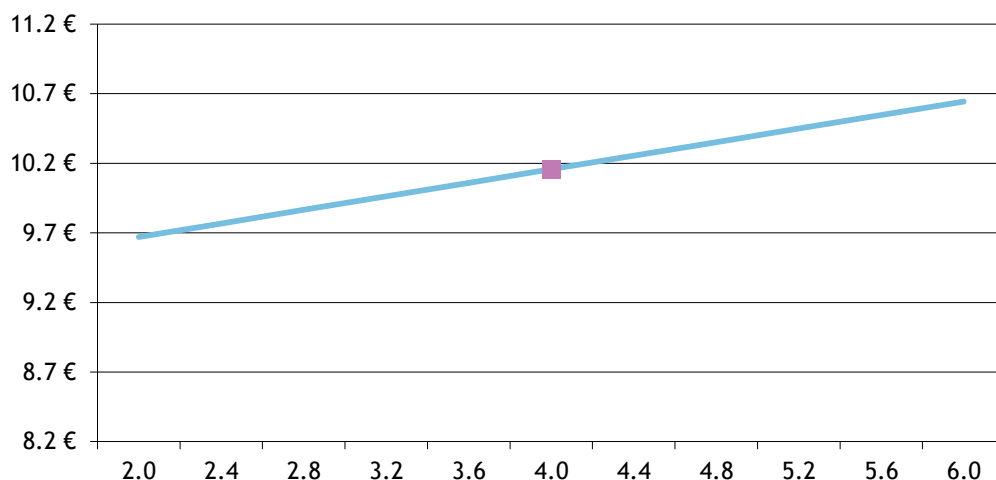
Kassavirtalaskelma (tEUR)	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TERM
Liikevoitto	-0.7	4.0	2.9	3.6	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	4.4	
+ Kokonaispoistot	2.1	2.1	2.1	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	
- Maksetut verot	0.4	-0.1	-0.6	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	
- verot rahoituskuluista	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
+ verot rahoitustuot	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	
- Käyttöpääoman muutos	3.4	-2.9	-1.2	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	
Operat. kassavirta	5.1	3.0	3.2	3.8	5.0	5.2	5.3	5.3	5.5	5.6	5.7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvestoinnit	-2.4	-2.1	-1.9	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.7	-2.8	-2.8	-2.8	
Vapaa oper. kassavirta	2.2	1.0	1.4	1.4	2.4	2.7	2.7	2.6	2.7	2.8	2.9	
+/- Muut	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Vapaa kassavirta	2.2	1.0	1.4	1.4	2.4	2.7	2.7	2.6	2.7	2.8	2.9	41.6
Disk. vapaa kassavirta		1.0	1.2	1.1	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	17.7
Disk. kum. vap. kassav.		31.7	30.7	29.5	28.4	26.6	24.7	23.1	21.6	20.3	19.0	17.7
- Korolliset velat		-15.3										
+ Rahavarat		25.7										
+ Osakkuusyhtiöiden arvo		0.0										
- Vähemmistöosuuksien arvo		0.0										
- Ed. vuoden maks. osingot		-1.2										
Oman pääoman arvo DCF		40.9										
Velaton arvo DCF		31.7										

9.3. Herkkyysanalyysi ja ennusteiden realiteettitarkistus

Rauten liiketoiminnan varsin heikon ennustettavuuden takia myös osakkeen arvostuksessa kannattaa huomioida herkkyydet tietyille muutoksille oletuksissa. Ohessa on esitetty Rauten osakkeen teoreettisen arvon, joka on laskettu kassavirtalaskelmalla (DCF), herkkyyttä pohjalla olevien oletuksien muutoksille.

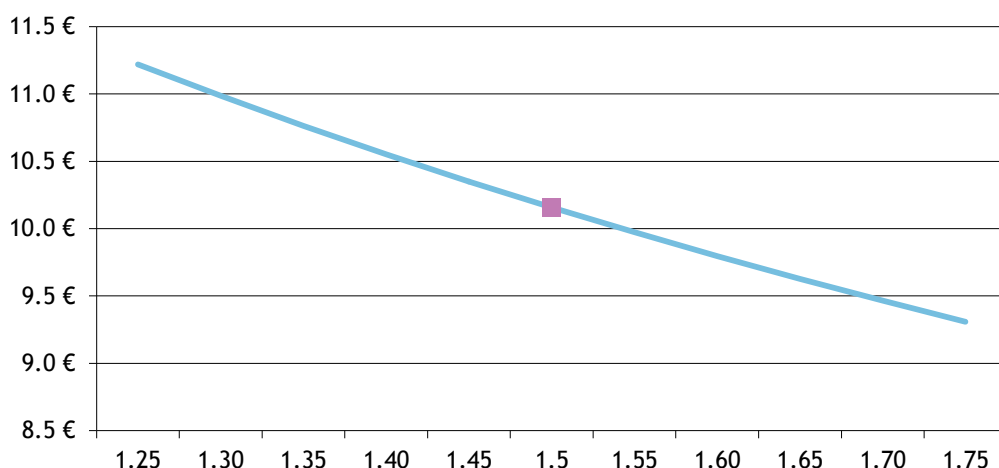
Ensimmäisenä tarkastelemme yhtiön DCF-arvon muutoksia, kun muutamme asteittain vuoden 2012 liikevoittoa. Pelkästään yhden vuoden ennusteen muutoksilla välillä 2-6 miljoonaa euroa antaa DCF-arvolle haarukan 9.7 - 10.7 euroa.

DCF-arvon herkkyys muutoksille 2012 liikevoitossa



Rauten osakkeen korkean riskitason takia käytämme osakkeelle korkeaa equity beta-arvoa 1.5. Tämä kuvastaa mielestämme volatiilia kysyntää ja rajuja heilahduksia tuloksissa. Kuten alta olevasta graafista näette, betaa muuttamalla voi aiheuttaa merkittäviä muutoksia DCF-arvoon.

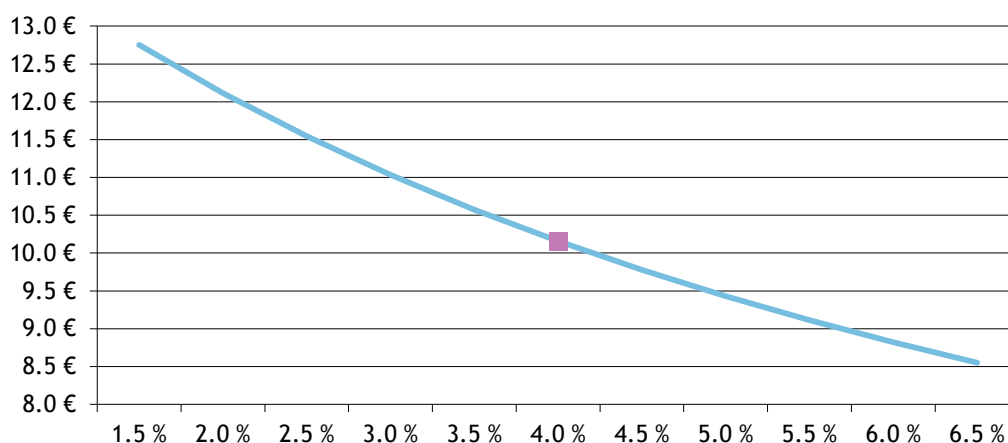
DCF-arvon herkkyys muutoksille betassa



Yksi mielenkiintoinen vaikuttaja on luonnollisesti kassavirtalaskelmassa käytettävä riskitön korko, joka kuvastaa perinteisesti esimerkiksi 10-vuoden valtionlainasta saatavaa riskitöntä korkoa. Olemme käyttäneet omassa laskelmassamme 4 %:n korkoa, jota voidaan vallitsevassa markkinatilanteessa pitää erittäin korkeana. Saahan tällä hetkellä riskittömänä pidetyt valtiot lainaa muutaman prosentin korolla. Mielestämme ei kuitenkaan ole perusteltu lähteä muuttamaan korkoa nykyisiin lukemiin, sillä vaikka korot ovat tällä hetkellä todella alhaisia ja ne pysyvät siellä todennäköisesti vielä vuosia, ne eivät ole kestäväällä tasolla.

Toisaalta voisimme nostaa markkinoiden riskipreemiota vastaavalla määrällä, jos ajatellaan teoreettista DCF-laskelmaa. Osakkeenomistajien kannalta voi kuitenkin olla mielenkiintoista havaita, että kassavirtamalli antaisi Rauten osakkeen arvoksi noin 12 euroa, jos riskitön korko laskettaisiin kahteen prosenttiin.

DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



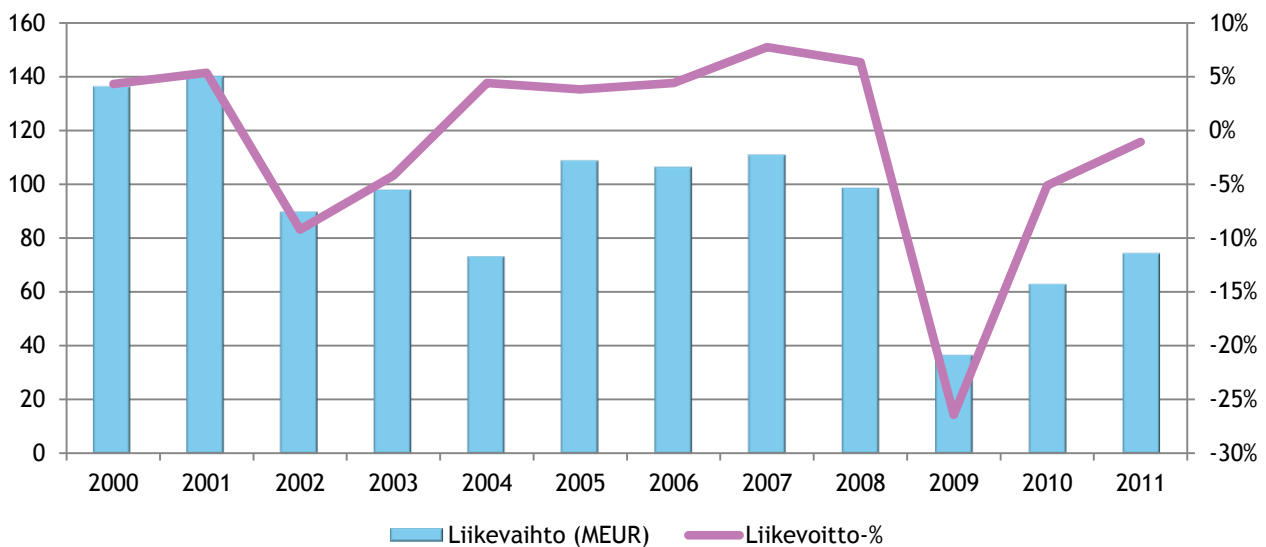
Korostamme edelleen, että kassavirtalaskelmat perustuvat aina tiettyihin oletuksiin, joita on helppo manipuloida. Sen takia käytämme DCF-laskelmia analyysissä ainoastaan realiteettitarkistuksena. Jos DCF-arvot eivät vastaa ollenkaan osakkeen arvoa, joku teoreettisessa mallissa tai ennusteissa on pielessä. Nyt DCF-arvo kuitenkin vahvistaa omaa näkemystämme osakkeesta, sillä DCF-arvot järkevillä pitkän tähtäimen oletuksilla antavat tällä hetkellä yleisesti huomattavasti markkina-arvoja korkeamman arvon yhtiöille. Tämä johtuu lyhyesti sanottuna siitä, että osakemarkkinat ovat yleisesti alhaisesti hinnoiteltuja makrotalouden yleisen heikon tilan takia.

10. Pitkän aikavälin track-record

Rauten tuotteiden syklinen kysyntä näkyy selvästi myös yhtiön pidemmän ajan kehityksessä. 2000-luvulla erityisesti finanssikriisin aikainen romahdus oli todella raju. Yhtiön liikevaihto tippui huimat 63 % ja tulos painui samalla rajusti tappiolle. Toimiala ei ole edelleenkään palannut aikaisemmalle tasolle, erityisesti edelleen alamaissa olevan globaalin rakennusteollisuuden takia. Poikkeus, joka tässä vahvistaa säännön, on Aasia ja erityisesti Kiina.

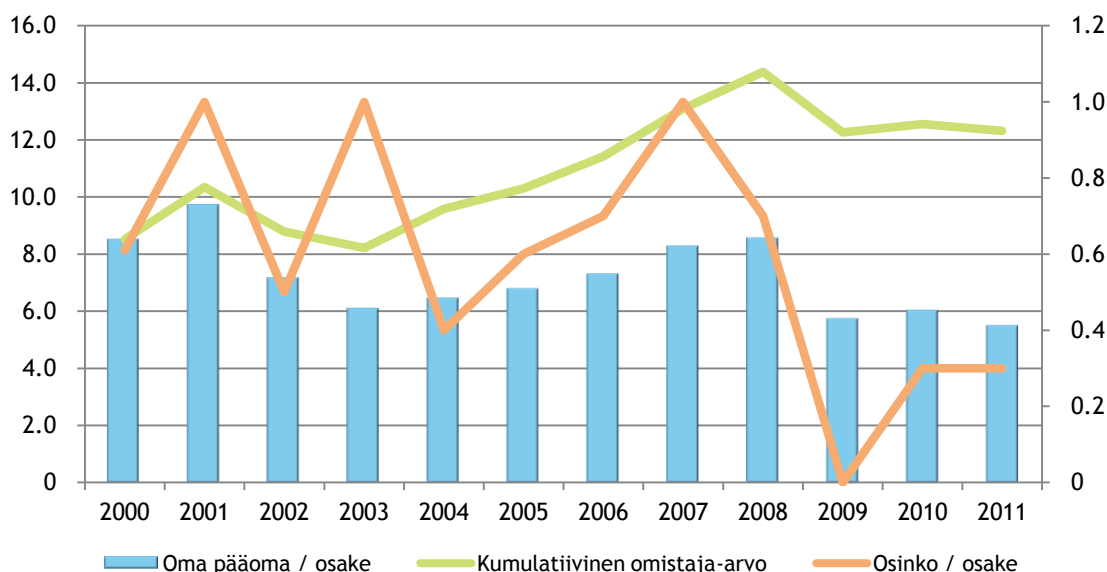
Kuten alla olevasta kuvaajasta nähdään, Rauten liikevaihto on vaihdellut rajusti viimeisen vuosikymmenen. Keskimäärin yhtiön liikevaihto on ollut sadan miljoonan euron tuntumassa. Tällä tasolla yhtiö pystyy myös tekemään kohtuullista tulosta, mutta missään vaiheessa kannattavuus ei ole noussut erityisen hyväksi. Sitä vastoin kannattavuus kävi todella syvällä alamaissa vuonna 2009, kun liikevaihto tippui 63 % ja liikevoittoprosentti tippui noin -26 %:n tasolle. Finanssikriisin jäljet näkyvät edelleen, mutta romahduksella oli myös positiivisia puolia. Yhtiö oli pakotettu tehostamaan toimintaansa, minkä ansiosta uskomme sen tulostulon olevan jatkossa parempi, kunhan kysyntä oikeasti elpyy. Tästä saadaan toivottavasti todisteita jo H2'12:n aikana.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2000-luvulla



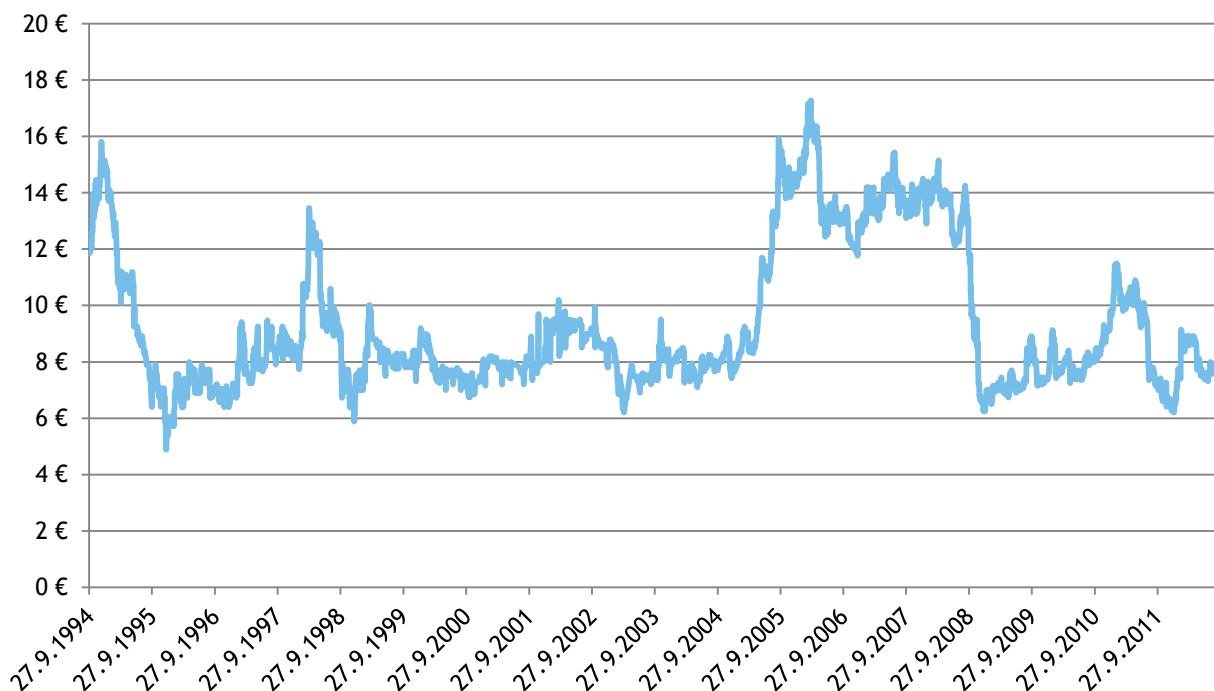
Osakkeenomistajien kannalta ensiarvoisen tärkeää on tietysti se, onko yhtiö pystynyt luomaan omistajilleen lisäarvoa. Finanssikriisin jälkeisestä rajusta romahduksesta huolimatta Raute on onnistunut luomaan jonkin verran omistaja-arvoa 2000-luvulla, kun huomioidaan sekä oman pääoman negatiivinen kehitys että maksetut osingot. Yhtiön osakekohtainen oma pääoma on supistunut vuoden 2000 8.52 euron tasosta vuonna 2011 5.51 euroon. Osakkeenomistajat eivät siten voi olla viimeiseen vuosikymmeneen tyytyväisiä, mutta markkinaolosuhteet huomioon ottaen yhtiö on kuitenkin selviytynyt siedettävästi.

Omistaja-arvon luonti 2000-luvulla



Rauten osakekurssikehitys sitä vastoin ei ole osakkeenomistajien kannalta mairitteleva. Vuoden 1994 syksystä asti listattuna ollut osake aloitti pörssiaikansa aikoinaan noin 12 euron tasolta. Tällä hetkellä osake noteerataan noin kolmannes alempana alle kahdeksassa eurossa. Viimeisen vuosikymmenen aikana osakkeen alin noteeraus on suunnilleen 6 euroa ja ylimmillään yhtiön kävi noin 17 euron tasolla vuonna 2005. Pitkäaikaisen osakkeenomistajan tuotto on joka tapauksessa jäänyt heikoksi.

Rauten osakekussin kehitys listautumisesta alkaen



11. Muita huomioitavia asioita

Rauten kohdalla osakkeenomistajien on tärkeää huomioida, että yhtiön tausta on perheyhtiö ja äänivaltainen osakesarja on edelleen Mustakallion suvun hallussa. K-sarjan osakkeilla, jotka eivät siis ole pörssinoteerattuja, on 20 ääntä osaketta kohden normaalia yhtä kohden (A-sarja). K-osakesarjan kantaosakkeita on ulkona hieman alle miljoona kappaletta (991 161 kpl), kun taas A-sarjan osakkeita on tällä hetkellä ulkona hieman yli 3 miljoonaa (3 013 597 kpl). K-sarjan osakkeiden haltijat omistavat siis noin yhden neljäsosan kaikista osakkeista, mutta kontrolloivat kuitenkin noin 85 % kaikista äänistä. Näin ollen päätävältä yhtiökokouksissa on tiukasti perustajasuvun hallussa. Tämä estää esimerkiksi ulkopuolisen ostotarjouksen mahdollisuuden, mutta toisaalta antaa yhtiölle tiettyä vakautta. Kokonaisuudessaan tämä alentaa mielestämme hieman yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa, mutta suurta merkitystä emme asialla näe. Esimerkiksi osinkojen kannalta kaikki osakkeenomistajat ovat tasavertaisia.

INTERIM FIGURES

mEUR	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3e	2012Q4e	2012e	2013e	2014e
Net sales	15	23	22	15	74	15	22	28	34	100	92	99
EBITDA	-1	1	2	-1	1	0	1	2	3	6	5	6
<i>EBITDA margin (%)</i>	-6.2	5.8	7.1	-4.0	1.9	-0.3	5.1	6.9	8.8	6.1	5.4	5.5
EBIT	-1	1	1	-1	-1	-1	1	1	2	4	3	4
<i>EBIT margin (%)</i>	-9.9	3.5	4.7	-7.5	-1.0	-3.6	2.9	5.0	7.2	4.0	3.2	3.6
Net financial items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	-2	1	1	-1	-1	-1	1	1	2	4	3	4
Tax	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
<i>Tax rate (%)</i>	18.4	32.1	21.2	14.3	2.7	13.4	60.7	10.0	10.0	18.2	20.0	24.5
Net profit	-1	1	1	-1	-1	0	0	1	2	3	2	3
EPS	-0.32	0.13	0.17	-0.25	-0.27	-0.12	0.07	0.31	0.54	0.80	0.56	0.66
EPS adjusted (diluted no. of shares)	-0.32	0.13	0.17	-0.25	-0.27	-0.12	0.07	0.31	0.54	0.80	0.56	0.66
Dividend per share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.30	0.50
SALES, mEUR												
Group	15	23	22	15	74	15	22	28	34	100	92	99
Total	15	23	22	15	74	15	22	28	34	100	92	99
SALES GROWTH, Y/Y %												
Group	40.2	18.4	11.0	11.5	18.2	3.3	-3.3	31.3	129.0	34.6	-8.1	8.0
Total	40.2	18.4	11.0	11.5	18.2	3.3	-3.3	31.3	129.0	34.6	-8.1	8.0
EBIT, mEUR												
Group	-1	1	1	-1	-1	-1	1	1	2	4	3	4
Total	-1	1	1	-1	-1	-1	1	1	2	4	3	4
EBIT margin, %												
Group	-9.9	3.5	4.7	-7.5	-1.0	-3.6	2.9	5.0	7.2	4.0	3.2	3.6
Total	-9.9	3.5	4.7	-7.5	-1.0	-3.6	2.9	5.0	7.2	4.0	3.2	3.6

INCOME STATEMENT, mEUR	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Sales	111	98	37	63	74	100	92	99
Sales growth (%)	4.3	-11.1	-62.8	71.6	18.2	34.6	-8.1	8.0
Costs	-99	-89	-44	-59	-73	-94	-87	-94
Reported EBITDA	11	9	-7	4	1	6	5	6
Extraordinary items in EBITDA	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA margin (%)	10.2	9.2	-19.2	5.7	1.9	6.1	5.4	5.5
Depreciation	-3	-3	-3	-2	-2	-2	-2	-2
EBITA	9	6	-10	1	-1	4	3	4
Goodwill amortization / writedown	0	0	0	0	0	0	0	0
Reported EBIT	9	6	-10	1	-1	4	3	4
EBIT margin (%)	7.8	6.4	-26.5	2.1	-1.0	4.0	3.2	3.6
Net financials	0	1	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	9	7	-10	1	-1	4	3	4
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0
Taxes	-2	-2	2	0	0	-1	-1	-1
Minority shares	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	7	5	-8	1	-1	3	2	3
BALANCE SHEET, mEUR								
Assets								
Fixed assets	14	14	14	11	11	11	11	11
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0
Inventory	5	4	4	5	5	7	6	6
Receivables	25	20	10	12	9	13	13	15
Liquid funds	11	21	28	24	26	28	26	26
Total assets	55	60	57	53	53	60	57	59
Liabilities								
Equity	33	34	23	24	22	24	24	26
Deferred taxes	1	1	0	0	0	0	0	0
Interest bearing debt	1	10	19	14	15	18	16	16
Non-interest bearing current liabilities	19	12	14	13	15	17	16	17
Other interest free debt	0	0	0	0	0	0	0	0
Total liabilities	55	60	57	53	53	60	57	59
CASH FLOW, mEUR								
+ EBITDA	11	9	-7	4	1	6	5	6
- Net financial items	0	1	0	0	0	0	0	0
- Taxes	-2	-2	2	0	0	-1	-1	-1
- Increase in Net Working Capital	-18	-2	12	-3	3	-3	-1	-1
+/- Other	0	0	0	0	0	0	0	0
= Cash flow from operations	-8	5	7	1	4	2	3	4
- Capex	-1	-3	-2	1	-2	-2	-2	-2
- Acquisitions	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Divestments	0	0	0	0	0	0	0	0
= Net cash flow	-9	2	5	1	2	0	1	1
+/- Change in interest-bearing debt	0	10	8	-4	1	3	-2	0
+/- New issues/buybacks	0	0	0	0	0	0	0	0
- Paid dividend	-3	-4	-3	0	-1	-1	-2	-1
+/- Change in loan receivables	-1	1	-1	-1	0	0	0	0
Change in cash	-12	10	9	-4	1	2	-2	0

KEY FIGURES	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
M-cap	26	30	39	25	29	29	29
Net debt	-11	-9	-10	-10	-10	-9	-10
Enterprise value	15	21	29	14	19	20	19
Sales	98	37	63	74	100	92	99
EBITDA	9	-7	4	1	6	5	6
EBIT	6	-10	1	-1	4	3	4
Pre-tax	7	-10	1	-1	4	3	4
Earnings	5	-8	1	-1	3	2	3
Book value	34	23	24	22	24	24	26
Valuation multiples							
EV/sales	0.2	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	1.6	-2.9	8.2	10.4	3.1	3.9	3.5
EV/EBITA	2.4	-2.1	22.3	-19.6	4.7	6.7	5.4
EV/EBIT	2.4	-2.1	22.3	-19.6	4.7	6.7	5.4
EV/operating cash flow	3.2	4.0	40.7	2.8	6.2	6.0	5.0
EV/cash earnings	2.0	-2.8	8.7	10.6	3.2	4.5	4.2
P/E	5.4	-3.7	33.5	-22.7	9.0	13.0	10.9
P/E (adj.)	5.4	-4.0	-13.3	-22.7	9.0	13.0	10.9
P/B	0.7	1.3	1.6	1.1	1.2	1.2	1.1
P/sales	0.3	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
P/CF	5.4	5.8	54.1	4.9	9.5	8.9	7.5
Target EV/EBIT	0.0	0.0	0.0	0.0	5.3	7.5	6.1
Target P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	9.7	14.0	11.7
Target P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	1.3	1.2
Per share measures							
Number of shares	4 005	4 005	4 005	4 005	4 005	4 005	4 005
Number of shares (diluted)	4 005	4 005	4 005	4 005	4 005	4 005	4 005
EPS	1.18	-2.03	0.29	-0.27	0.80	0.56	0.66
EPS (adj.)	1.18	-1.89	-0.73	-0.27	0.80	0.56	0.66
Cash EPS	1.85	-1.82	0.84	0.34	1.47	1.08	1.15
Operating cash flow per share	1.19	1.28	0.18	1.27	0.76	0.81	0.96
Capital employed per share	5.91	3.42	3.65	2.91	3.48	3.72	4.05
Book value per share	8.57	5.76	6.05	5.51	6.01	6.07	6.43
Book value excl. goodwill	8.57	5.76	6.05	5.51	6.01	6.07	6.43
Dividend per share	0.70	0.00	0.30	0.30	0.50	0.30	0.50
Dividend payout ratio, %	59.4	0.0	103.8	-109.7	62.4	54.0	75.3
Dividend yield, %	10.9	0.0	3.1	4.8	6.9	4.2	6.9
Efficiency measures							
ROE	14.0	-28.4	4.9	-4.7	13.9	9.2	10.6
ROCE	19.4	-22.5	3.3	-1.9	11.4	8.3	9.9
Financial ratios							
Capex/sales, %	3.1	5.7	-0.9	3.2	2.1	2.0	2.5
Capex/depreciation excl. goodwill, %	109.5	78.6	-25.9	111.6	99.6	89.5	126.2
Net debt/EBITDA, book-weighted	-1.2	1.3	-2.7	-7.5	-1.7	-1.9	-1.7
Debt/equity, market-weighted	0.4	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
Equity ratio, book-weighted	62.9	46.0	50.7	46.8	46.5	46.3	47.3
Gearing	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
Number of employees, average	573	524	495	464	505	464	545
Sales per employee, EUR	171 843	69 920	127 004	160 179	198 164	198 164	182 178
EBIT per employee, EUR	11 066	-18 502	2 648	-1 591	7 879	6 253	6 558

VALUATION RESULTS		BASE CASE DETAILS		VALUATION ASSUMPTIONS		ASSUMPTIONS FOR WACC	
Current share price	7.22	PV of Free Cash Flow	14	Long-term growth, %	2.5	Risk-free interest rate, %	4.00
DCF share value	10.21	PV of Horizon value	18	WACC, %	9.7	Market risk premium, %	4.8
Share price potential, %	41.4	Unconsolidated equity	0	Spread, %	0.5	Debt risk premium, %	1.5
Maximum value	10.8	Marketable securities	26	Minimum WACC, %	9.2	Equity beta coefficient	1.50
Minimum value	9.7	Debt - dividend	-16	Maximum WACC, %	10.2	Target debt ratio, %	33
Horizon value, %	56.0	Value of stock	41	Nr of shares, Mn	4.0	Effective tax rate, %	25

DCF valuation, mEUR	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Horizon
Net sales	74	100	92	99	104	109	112	116	120	124	127	130
Sales growth, %	18.2	34.6	-8.1	8.0	5.0	4.0	3.5	3.5	3.5	3.0	2.5	2.5
Operating income (EBIT)	-1	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	5
EBIT margin, %	-1.0	4.0	3.2	3.6	4.0	4.0	3.8	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
+ Depreciation+amort.	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	
- Income taxes	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
- Change in NWC	3	-3	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	
NWC / Sales, %	-0.5	2.5	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
+ Change in other liabs	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Capital Expenditure	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Investments / Sales, %	3.2	2.1	2.0	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2
- Other items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
= Unlevered Free CF (FCF)	2	1	1	1	2	3	3	3	3	3	3	42
= Discounted FCF (DFCF)		1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	18
= DCF min WACC		1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	20
= DCF max WACC		1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	16

COMPANY DESCRIPTION:

Raute-konserni on maailmanlaajuisesti toimiva teknologiayritys. Asiakkaat ovat puutuoteteollisuudessa toimivia yrityksiä, joiden valmistamia puutuotteita ovat viilu, vaneri ja LVL. Rauten teknologiatarjonta kattaa koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet.

Rauten kokonaispalvelukonsepti lähtee tuotteen elinkaaren hallinnasta ja Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin.

Rauten päätoimipaikka sijaitsee Nastolassa. Muut omat tuotantoyksiköt ovat Vancouverin alueella Kanadassa, Shanghai alueella Kiinassa sekä Kajaanissa. Myyntiverkosto on maailmanlaajuinen.

OWNERSHIP STRUCTURE	SHARES	mEUR	%
Sunholm Göran	601 515	4.343	15.0%
Suominen Jussi	122 946	0.888	3.1%
Mustakallio Kari	120 543	0.870	3.0%
Suominen Pekka	110 531	0.798	2.8%
Suominen Tiina	110 131	0.795	2.8%
Siivonen Osku	104 124	0.752	2.6%
Mandatum henkivakuutus	96 915	0.700	2.4%
Kirimo Kaisa	92 109	0.665	2.3%
Lisboa De Castro Palacios Hietala M	84 901	0.613	2.1%
Keskiaho Kaija	84 901	0.613	2.1%
Ten largest	1 528 616	11.037	38%
Residual	2 476 142	17.878	62%
Total	4 004 758	28.914	100%

EARNINGS CALENDAR

October 30, 2012

Q3 report

OTHER EVENTS

March 31, 2010

AGM

COMPANY MISCELLANEOUS

CEO: Tapani Kiiski

Rautetie 2, Nastola

CFO: Arja Hakala

Tel: +358 3 82 911

IR: ir@raute.com

Disclaimer

Inderes Oy (henceforth Inderes) has produced this report for customer's private use. The information used in report is gathered from various sources. Inderes's goal is to use reliable and comprehensive information, but Inderes cannot guarantee that the information represented is flawless. Possible contentions, estimates or forecasts are based on the presenter's point of view. Inderes does not guarantee the content or the reliability of the data. Inderes or their employees shall not be held responsible for investment decisions made by based on this report or other damages (both direct and indirect damages) what usage of this report might have caused. The information presented in this report might change rapidly. Inderes does not commit to inform for the possible changes in the information / contention of the report.

This report has been produced for information purposes and the report should not be taken as an investment advice, offer or request to buy or sell a particular asset. The client should also understand that the historical development is not a guarantee of the future. When making investment decisions, client must base their decisions on their own research and their own estimates on the factors affecting the value of the investment object and also to consider their own financial goals, financial status and when necessary they shall use advisor. Customer is always responsible for their own investment decisions and the possible causes of them. No one is allowed to modify this report, copy it or to distribute it with third parties without written agreement from Inderes. Any parts of this report shall not be distributed or delivered in USA, Canada or Japan or to residents of any these countries mentioned above. There also might be restrictions in legislations in other countries about distributing this information and person who might be under these restrictions shall consider the possible restrictions.

More information about research disclaimers can be found at www.inderes.fi/research-disclaimer