

Raute
Yhtiöraportti
12/2018

inde
res.

Suurin huoli on syklin kesto

Toistamme Rauten tavoitehintamme 27,00 euroa ja lisää-suosituksemme. Osakkeen tuotto-odotus on mielestämme yhä lievästi positiivinen syklin vaiheeseen liittyvistä riskeistä huolimatta.

Raute on niche-sektorin markkinajohtaja kestävillä kilpailueduilla

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle laitteita ja palveluita toimittava konepajayhtiö. Yhtiön liikevaihdosta tyypillisesti 60-70 % tulee erittäin syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista (palveluissakin on toki modernisointien kaltaisia pienprojekteja). Mielestämme Rautella on kestävä teknologiaan ja globaaliin myynti- ja palveluverkostoon perustuva kilpailuetu sekä vankka markkina-asema etenkin sektorien vaativassa yläsegmentissä ja länsimaissa. Rauten suurimpana haasteena pidämme erittäin syklistä kysyntää, joka heiluttaa Rauten liikevaihtoa ja melko kiinteän kulurakenteen myötä myös kannattavuutta rajusti.

Suurin potentiaali on Kiinassa, nykymarkkinat tarjoavat maltillista kasvua pitkällä tähtäimellä

Rautelle relevantti vaneri- ja LVL-koneiden globaali markkina on arviolta 600-750 MEUR/a, josta markkina-johtaja Rauten osuus on arviolta noin 15-20 %. Yhtiölle tärkeää on myös vaikeasti määriteltävä oleva huolto- ja palvelumarkkina, jonka koko ei kuitenkaan aseta käytännössä vielä palveluliiketoiminnan kasvulle rajoja. Rauten markkinoita ajaa pääosin rakennusteollisuuden hyödyntämän vanerin ja LVL:n loppukysyntä. Niiden kysynnän kasvua tukevat mielestämme vahvat ajurit, kuten elintason nousu, uusiutuvuus ja kierrätettävyys. Historiallisesti vanerin kysyntä on kasvanut noin 3 % vuodessa ja LVL:n hieman enemmän, kun taas palveluissa yhtiön pitäisi yltää laitemyyntiä korkeampaan kasvuun. Siten Rautella on kohtuullinen vähintään BKT:n kasvun tasolla oleva pitkän ajan kasvunäkymä. Rauten suurin mahdollisuus nousta uudelle liikevaihtotasolle ja profiloitua kasvuyhtiöksi on maailman suurin vanerintuottajamaa Kiina, jossa yhtiön markkinaosuus on olematon. Nopeaa läpimurtoa hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle ei kuitenkaan ole näköpiirissä.

Kuluvan vuoden numeroista on jo melko vaikea parantaa

Rauten tilauskanta on hyvällä tasolla viimeisen vuoden pirteän tilauskertymän ansiosta ja myös tilaus-näkyvät ovat melko hyvät, vaikka maailman talouden hidastuminen nostaakin tässä suhteessa riskejä. Tätä taustaa vasten odotamme Rauten vuoden 2018 liikevaihdon nousevan 171 MEUR:oon ja liikevoiton 16 MEUR:oon, mikä on linjassa yhtiön viime vuodesta kasvavaa liikevaihtoa ja liiketulosta lupaavan ohjeistuksen kanssa. Ensi vuoteen yhtiöllä on melko hyvä näkyvyys tilauskannan ansiosta, mutta odotamme syklin rauhoittuvan lievästi ja liikevaihdon laskevan 152 MEUR:oon ja EBIT:n 12,4 MEUR:oon. Pääriskejä syklin heikentymisen lisäksi ovat mielestämme projekti-riskit ja kysynnän painopisteen siirtyminen yhtiön kilpailuedun ytimestä pois päin (ts. kohti kehittyviä markkinoita).

Emme näe syytä hinnoitella osaketta selvästi alle keskipitkän ajan tasojen

Rauten on historiallisesti hinnoiteltu markkinoilla matalilla kertoimilla, mikä johtuu etenkin voimakkaan syklisyyden myötä korkeasta riskiprofilista. Rauten ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat noin 8x ja 11x, kun taas vahvan taseen paremmin huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 5x ja 6x. Pidämme kertoimia varovaisen houkuttelevina, sillä mielestämme hyvä tilauskanta, yhä kohtalainen tilaus-näkymä ja vakaamman palveluliiketoiminnan kasvu eivät puolla alennushinnoittelua suhteessa historiallisiin tasoihin. Lähivuosien osinkotuotto-ennusteillamme sijoittajat saavat osingosta hyvän 6 %:n pohjatuoton. Näkemystämme osakkeen maltillisesta nousuvarasta tukevat myös suhteellinen arvostus ja DCF-malli.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Lisää

27,00 EUR

Edellinen: 27,00 EUR



Osakekurssi: 23,80 EUR

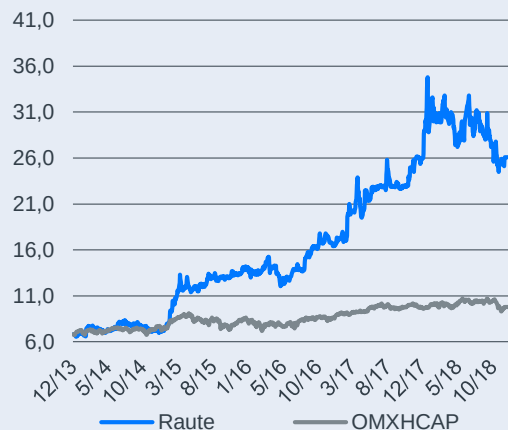
Potentiaali: 13,4 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	148,1	170,8	152,0
<i>Kasvu-%</i>	30,9 %	15,4 %	-11,0 %
EBIT	11,2	16,0	12,4
<i>EBIT-%</i>	7,5 %	9,3 %	8,2 %
Tulos ennen veroja	11,1	16,0	12,4
Nettotulos	9,0	12,3	9,3
EPS (oik.)	2,13	2,89	2,19
Osinko	1,25	1,40	1,50
Jakosuhte	59 %	48 %	69 %
P/E	13,6	8,2	10,9
P/B	3,1	2,2	2,0
P/S	0,8	0,6	0,7
EV/S	0,8	0,6	0,7
EV/EBITDA	6,7	4,1	4,7
EV/EBIT	8,3	4,7	5,8
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,9 %	6,3 %

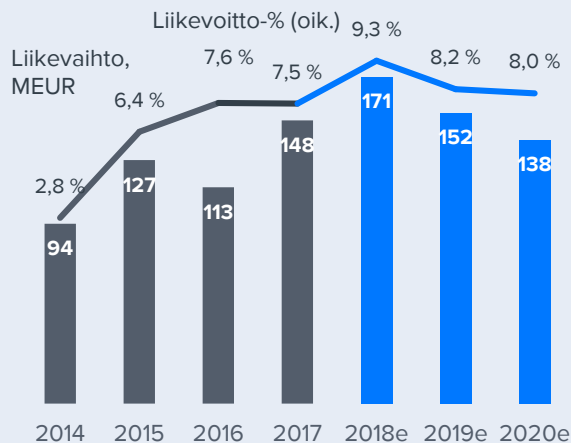
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



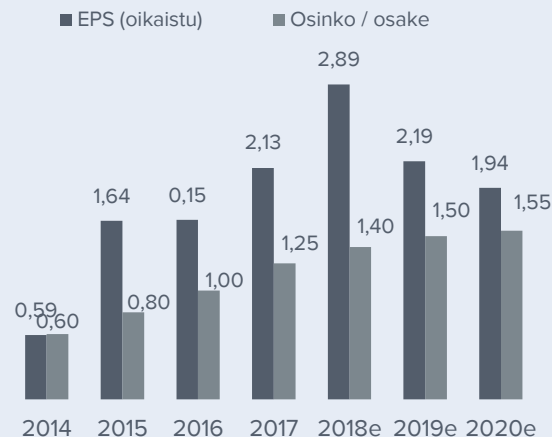
Lähde: ThomsonReuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes, Raute

Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

11x

2019e

EV/EBIT

6x

2019e

P/B

2,2x

2018e

Osinko-%

6 %

2018e



Arvoajurit

- Kestävät kilpailuedut ja vahva markkina-asema antavat tukevan pohjan
- Palveluliiketoiminnan kasvun jatkuminen
- Kannattavuudessa täyttää potentiaalia ei ole saavutettu
- Kiinan markkina on valloittamatta



Riskitekijät

- Liiketoiminta on äärisyklistä ja syklit ovat rajuja
- Projekti- ja tuotekehitysriskit
- Alasegmentin rajallinen kilpailukyky
- Heikko markkina-asema Kiinassa



Arvostus

- Alle keskipitkän ajan tasojen olevat kertoimet eivät ole kohtuuttomat
- Osinko antaa hyvän pohjatuoton
- Suhteellinen arvostus on maltillinen
- Vuoden tähtäimellä tuotto-odotus on varovaisen positiivinen

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 6-8
Sijoitusprofiili	s. 9-10
Liiketoimintamalli	s. 11-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-18
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 19-23
Taloudellinen tilanne	s. 24-27
Ennusteet	s. 28-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-40
Taulukot	s. 41-42
Vastuuvapauslauseke	s. 43

Yhtiöesittely (1/2)

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

Raute on viulun, vanerin ja viilupalkin (LVL) tuottajien palvelemiseen keskittynyt konepaja-yhtiö. Rauten teknologiatarjonta kattaa asiakkaiden koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet ja niihin liitännäiset palvelut. Yhtiö on ydinalueillaan kapean niche-segmenttinsä markkinajohtaja globaalisti. Raute on myös ainoa toimija maailmassa, joka pystyy toimittamaan kokonaisen vaneri- tai LVL-tehtaan tuotantokoneet. Tämä muodostaa selkeän eron kilpailijoihin, jotka ovat liiketoiminnoissaan fokuksituneet ainakin toistaiseksi tiettyjen osaprosessien koneisiin. Rauten tuotetarjoaman laajuus ja korkea teknologia sekä globaali myynti- ja palveluverkosto ovat mielestämme myös yhtiön keskeisiä kilpailuetuja.

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa ja Kanadassa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille (pl. Afrikka). Raute-konsernissa on noin 750 työntekijää. Viime vuonna Raute teki 148 MEUR:n liikevaihdolla 11,2 MEUR:n oikaistun liikevoiton. Projektivetoiselle yhtiölle tyypillisesti Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee huomattavasti vuosittain, mutta pitkällä aikavälillä yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa.

Liiketoimintarakenne

10 tytäryhtiöstä ja emoyhtiöstä (emoyhtiö omistaa tytäryhtiöistä 100 %) koostuva Raute -konserni raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Liikevaihdon ja tilauskertymän Raute raportoi kahteen tuotealueeseen jaettuna.

1. Projektitoimitukset sisältävät viulun, vanerin

ja LVL:n valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina tilaus/toimitus-periaatteella. Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viulu-, vaneri, ja LVL-prosesseihin maksavat noin 0,5 MEUR:sta noin 5 MEUR:oon riippuen laitteesta ja toimituksesta. Kokonaisen tuotantolinjan tai tehtaan arvo voi olla 15-35 MEUR, joten Rauten suurimmat projektit ovat merkittäviä suhteessa yhtiön kokoon.

Huomioitavaa kuitenkin on, että Rauten suurimmat projektitkin sisältävät vain koneita, laitteita ja niihin liitännäisiä palveluita eikä yhtiö tee EPC-toimituksia ”avaimet käteen” -periaatteella. Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihtelee vuositasolla huomattavasti syklien mukana ja esimerkiksi 2010-luvulla projektitoimitusten määrä on vaihdellut 45 MEUR:n ja 99 MEUR:n välillä. Normaalisissa tilanteissa projektitoimituksista on kertynyt 60-70 % Rauten liikevaihdosta.

2. Teknologiapalvelut sisältävät varaosien, tehtaiden modernisointien myynnin (sis. myös pienehköjä laitetoimituksia) ja prosessikehityspalveluita. Arviomme mukaan Teknologiapalveluiden myynnistä valtaosa on tavaraakauppaa kahdesta ensimmäisestä tulovirrasta, kun taas selvä vähemmistö on puhdasta palvelumyyntiä. Teknologiapalvelut ovat tuoneet Rauten liikevaihdosta tyypillisesti 30-40 %, mutta niiden suhteellinen osuus vaihtelee voimakkaasti projektimyynnin mukana. Näin ollen sijoittajien onkin olennaisempaa

seurata Teknologiapalveluiden liikevaihdon absoluuttista kehitystä.

Viime vuosina Teknologiapalveluiden myynti on ollut selvässä kasvussa (Q3'18 LTM: liikevaihto 51 MEUR, CAGR 2007-Q3'18 LTM 5,4 %). Tämä on osakkeen kannalta positiivista, sillä Teknologiapalveluiden myynti on tyypillisesti erittäin syklistä projektimyyntiä tasaisempaa. Teknologianpalveluiden myynti kuitenkin korreloi etenkin Rauten asiakkaiden koneiden käyttöasteiden kanssa, joten taloussykli vaikuttavat myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat syklisiin rakennus- ja kuljetussektoreihin liittyvissä arvoketjuissa.

Historiallinen kehitys

Rauten tuotteiden syklinen kysyntä näkyy selvästi myös yhtiön pidemmän ajan kehityksessä. 2000-luvulla erityisesti finanssi-kriisin aikainen romahdus vuonna 2009 oli todella raju ja toimialan investointien olennainen elpyminen (pl. Kiina) kesti pitkään. Vuosista 2015-2018 on muodostunut Rautelle erittäin hyviä, kun puutuotesektori Euroopassa on alkanut investoida ja mantereella on toteutettu viime vuosina useampi suuri uutta vaneri- ja LVL-kapasiteettia luonut hanke, joiden laitetilauksista Raute on saanut valtaosan. Näin ollen yhtiön liikevaihto ja melko kiinteän kulurakenteen myötä myös tulos ovat olleet viime vuosina melko hyvillä tasoilla ja selvästi yhtiön pitkän aikavälin mediaanien yläpuolella.

Yhtiöesittely (2/2)

Osakkeenomistajien kannalta ensiarvoisen tärkeää on Rauten luoman taloudellisen lisäarvon kehitys pitkällä aikavälillä. Olemme havainnollistaneet Rauten omistaja-arvon kehitystä (kuva seuraavalla liitesivulla) ottamalla huomioon yhtiön oman pääoman muutokset ja osakkeenomistajien saamat osingot 2000-luvun ajalta. Finanssikriisin jälkeisestä rajusta romahduksesta huolimatta Raute on onnistunut luomaan hieman omistaja-arvoa 2000-luvulla, sillä oman pääoman muutos maksetuilla osingoilla lisättyä on ollut 17 vuoden ajanjaksolla keskimäärin noin 5,5 % vuodessa. Käytännössä omistaja-arvo on syntynyt osinkovirran kautta, sillä yhtiön oma pääoma on supistunut vuoden 2000 alun 8,34 eurosta vain lievästi Q3'18:n lopun 10,19 euroon. Osakekohtaisen oman pääoman vaisua kehitystä selittää osin erinäisistä syistä (esim. johdon kannustehjelman) 2000-luvulla noin 10 %:lla kasvanut osakemäärä, kun taas absoluuttisesti oma pääoma on kasvanut selvemmin.

Osakkeenomistajat eivät voi toki olla 2000-lukuun kokonaisuutena täysin tyytyväisiä, mutta finanssikriisin jälkeiset vaikeat markkinaolosuhteet huomioiden yhtiö on kuitenkin selviytynyt kohtuullisesti. Viime vuosien suotuisan kurssikehityksen ansiosta yhtiön koko pörssihistorian kokonaistuotto osingot takaisin sijoitettuna on yltänyt vajaaseen 8 %:iin. Tämä on mielestämme kohtuullinen taso, vaikka tuotto onkin saavutettu korkealla riskitasolla (volatiliteetilla) ja ajallisesti tuottokertymä on ollut varsin epätasainen, sillä viimeisen kolmen vuoden kurssirallissa takaisinsijoitettujen

osinkojen korkoa korolle -ilmiö on nostanut voimakkaasti pitkän aikavälin tuottoa. Pelkkää kurssinousua on kertynyt viimeisen 20 vuoden aikana vajaat 3 % vuodessa, mikä korostaa jälleen osingon merkittävää roolia Rauten kokonaistuotossa. Raute kurssimuutos ja tuotto osingot takaisinsijoitettuna on jäänyt OMXH-vertailuindeksiä heikommaksi.

Omistajat ja johto

Rautella on kaksi osakesarjaa, jotka eroavat toisistaan vain osakkeiden äänivallan mukaan. Pörssiin listattuna on 76 % osakkeiden määrästä ja 14 % äänistä sisältävä A-sarja. Pienempi (24 % osakkeista) ja äänivaltaisempi (86 % äänistä) K-sarja on Rauten perustajasuvun Mustakallioiden hallussa eikä K-osakkeilla käydä kauppaa julkisesti. Äänivaltansa turvin Mustakallion suku pitää yhtiötä tiukasti kontrollissaan ja toisaalta myös omistajarakenne on suhteellisen keskittynyt, sillä suvun jäsenet omistavat myös Rauten A-osakkeita.

Mielestämme kaksi osakesarjaa ja omistusten keskittyminen ovat kokonaisuutena Rauten arvonmuodostuksen kannalta jossain määrin negatiivinen tekijä, sillä kaikissa skenaariossa pääomistajasuvun ja muiden osakkaiden intressit eivät välttämättä kohtaa (esim. ostotarjoustilanne). Lisäksi rajallisen vapaasti vaihdettavien osakkeiden (free-float) rajallisen määrän takia Rautelta pitää mielestämme edellyttää tiettyä likviditeettipreemiota. Toisaalta perustajasuvun vahvassa läsnäolossa on myös positiivisia puolia muiden sijoittajien kannalta ja arvioimme sen takaavan, että yhtiötä johdetaan pitkäjänteisesti ja omistaja-arvoa vaalien.

Rauten hallituksessa on 6 jäsentä, joista 3 on Mustakallioiden suvun edustajia (ts. riippuvaisia merkittävistä osakkeenomistajista) ja 3 (ml. HPJ) on asiantuntijajäseniä (ts. riippumattomia merkittävistä osakkeenomistajista ja yhtiöstä). Pidämme hallituksen rakennetta tarkoituksenmukaisena kaikkien osakkeenomistajien kannalta. Rauten toimitusjohtajana on toiminut vuodesta 2004 alkaen Tekniikan lisensiaatti Tapani Kiiski ja myös muilla johtoryhmän kuudella jäsenellä on keskimäärin pitkä kokemus Rautesta ja puutuotesektorin tuotantoteknologiasta.

Raute

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

1930-luku

Vanerikoneiden
valmistus alkaa

1994

LISTAUTUMINEN

#1 markkina-osuus

Vaneri- ja LVL-koneiden globaali markkina

* Raute

148 MEUR (+31 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

11,2 MEUR (7,5 % lv:sta)

LIKEVOITTO 2016

718

HENKILÖSTÖ KESK.
Q3'18:n LOPUSSA

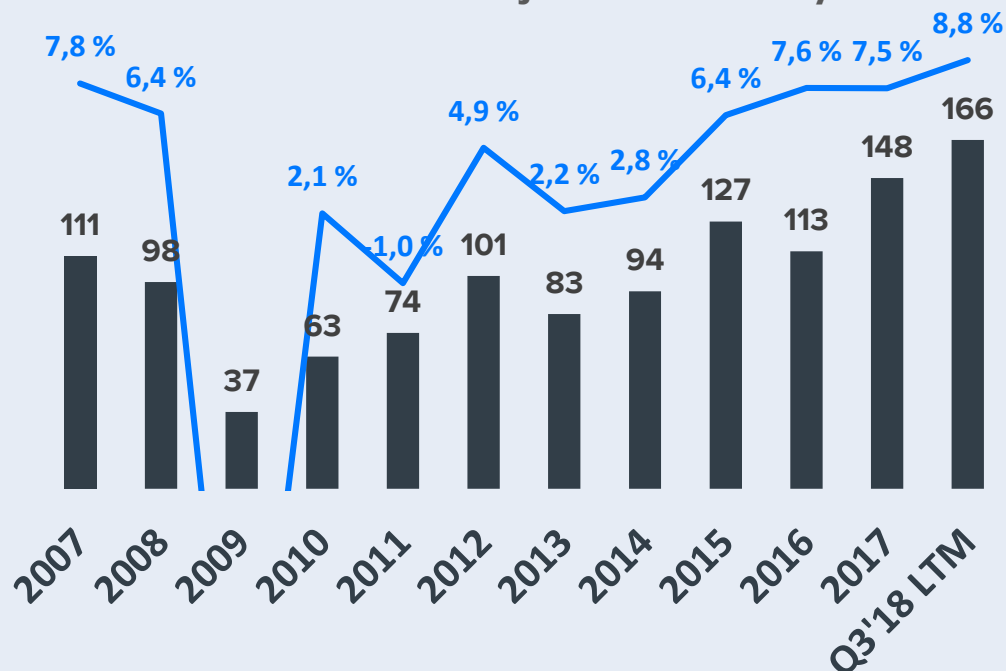
13

TOIMIPISTETTÄ 5
MANTEREELLA

Finanssikriisi romahduttaa yhtiön liikevaihdon ja painaa tuloksen raskaasti tappiolle 2009

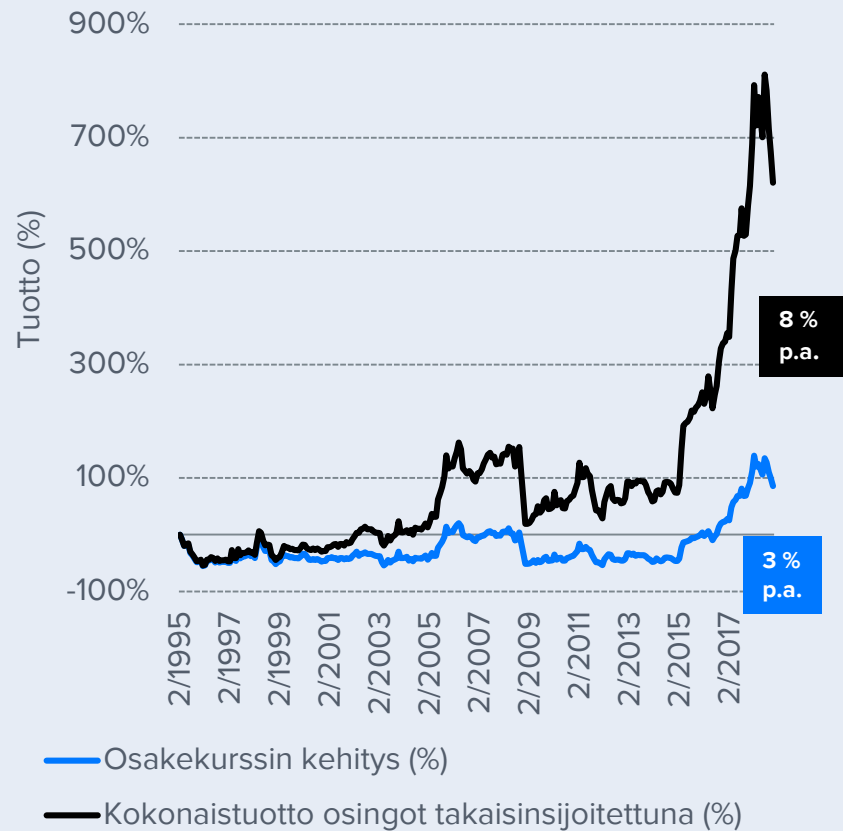
Projektikysyntä pysyy vaisuna 2010-2014 ydinmarkkinoilla (pl. Etelä-Amerikan projektit 2012), palvelut kehittyvät paremmin Europan investoinnit alkavat vetää kesästä 2014 alkaen
Kannattavuus paranee liikevaihdon kasvun mukana 2015-2018

Rauten liikevaihdon ja EBIT-%:n kehitys

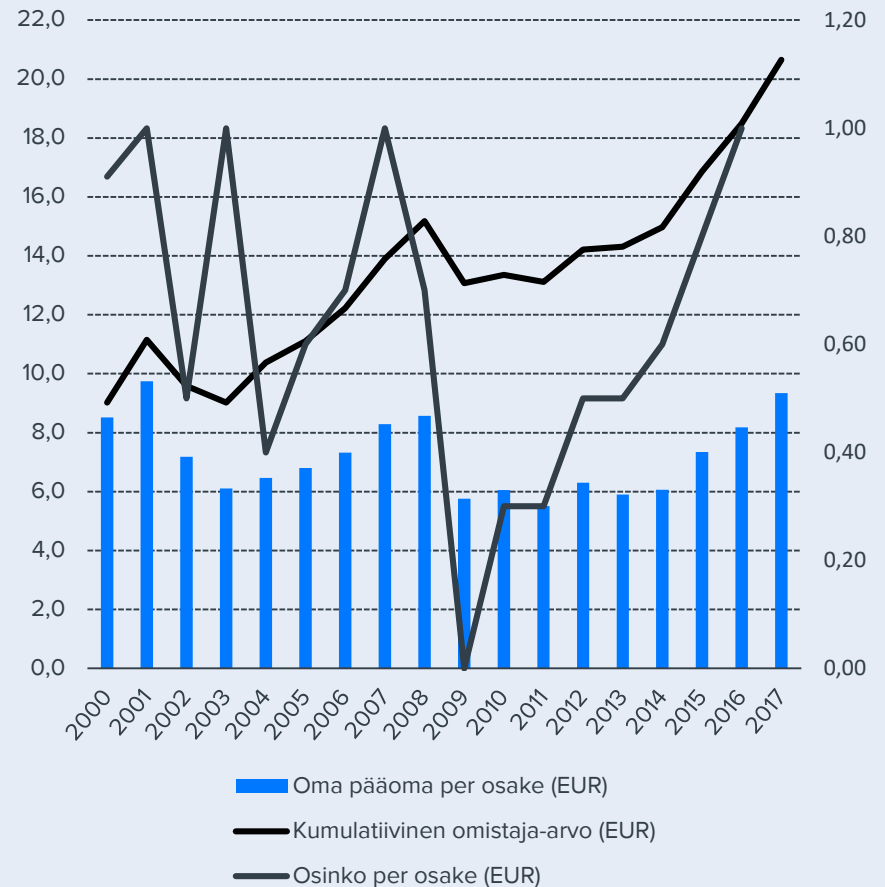


Rauten pitkän aikavälin omistaja-arvon kehitys

Rauten osakkeen tuotto 2/1995-11/2018



Osakekohtaisen oman pääoman ja osingon kehitys 2000-Q3'18



Lähde: Reuters, Inderes

Sijoitusprofiili

Rautelle on vaikea luoda selvää profiilia

Raute on mielestämme vaikea luoda selvää sijoittaja profiilia, kun huomioidaan noin BKT:n vauhtia pitkällä aikavälillä kasvava markkina, hyvä markkinaosuus ja historiallisesti avokätinen osingonjako. Liiketoiminnan voimakkaan syklisyyden takia Raute edellyttää sijoittajilta korkeaa riskinsietokykyä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Rauten keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kiina** on maailman selvästi suurin vanerin tuottaja ja Rauten markkinaosuus Kiinassa on olematon, sillä yhtiöllä ei ole ollut riittävän hintakilpailukykyistä tarjoamaa erittäin hinta-sensitiiviselle Kiinan markkinalle. Kiinan evoluutio kohti korkeamman laadun vaneria ja tehokkaampaa tuotantoa (ts. kalliimpia tuotantokoneita) on ajan yli väistämätöntä ja Rauten olisi mielestämme erittäin tärkeä päästä murtautumaan sisälle suurelle markkinalle. Mielestämme Kiina on selkein sykleistä riippumaton tekijä, joka voi viedä Rauten liikevaihdon ja tuloksen kestävästi uusille tasoille. Lisäksi läpimurto Kiinassa siirtäisi Rauten sijoitusprofiiliin painopistettä kasvuyhtiön suuntaan, mikä voisi tukea hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Yhtiön näytöt Kiinaan murtautumisen suhteen ovat kuitenkin toistaiseksi heikot.
- **Palveluliiketoiminnan kasvu** olisi arviomme mukaan Rauten kannalta positiivista, sillä palveluliiketoiminta on projektimyyntiä kannattavampaa ja vähäsyklisempää. Siten Teknologiapalveluiden kasvu esimerkiksi asiakaskuntaa laajentamalla, nykyasiakkaiden myyntiä lisäämällä ja digitalisaatiota

hyödyntämällä voisi parantaa kannattavuutta ja laskea osakkeen riskiprofiilia. Palvelu-markkina on Rauten perspektiivistä vielä käytännössä rajaton. Palveluiden kasvuun liittyy olennaisesti digitalisaatio ja IoT, jotka avaavat yhtiölle mahdollisuuksia uusien ansaintamallien luomiseen, laitemyyntin tukemiseen ja kulujen alentamiseen.

- **Kannattavuuden parantaminen:** Raute on yltänyt viime vuosina 7-8 %:n liikevoitto-marginaalitasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Näin ollen yhtiöllä on vielä tilaa nostaa suhteellista kannattavuuttaan. Arviomme mukaan tämä edellyttäisi korkean volyymitason säilyttämisen etenkin tiukempaa hinnoittelua (riippuvainen osin tarjousvaiheessa käsissä olevasta tilauskannasta), projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistus-kustannuksien laskemisen kautta, laatukustannusten alentamista ja palveluliiketoiminnan kasvun jatkumista.

Riskit

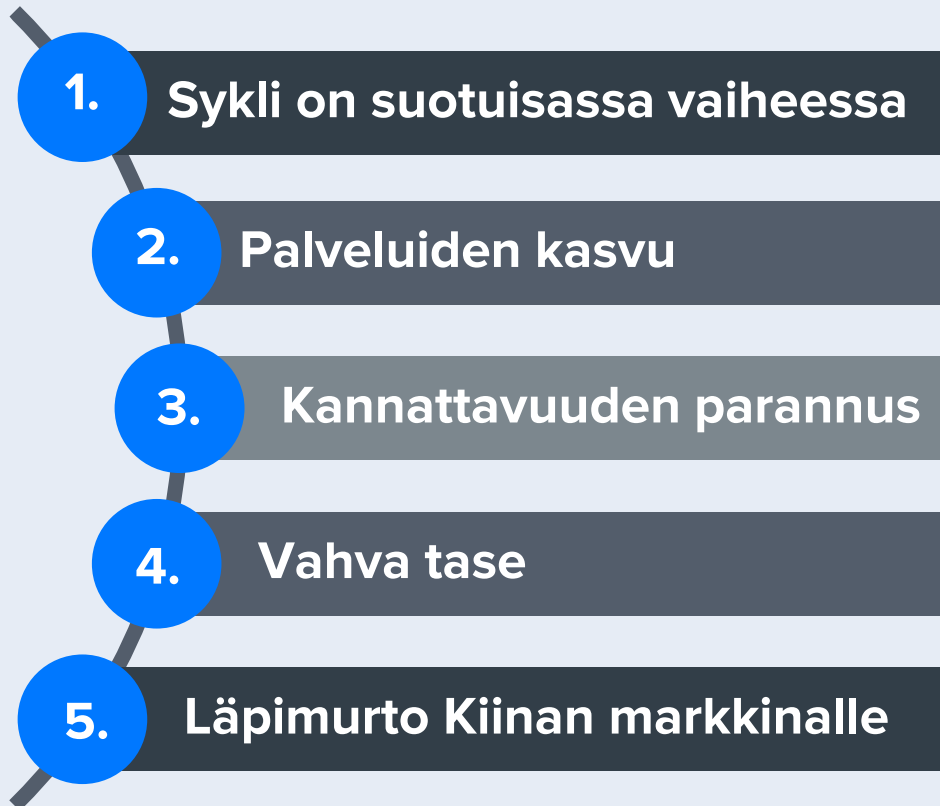
Sijoittajan kannalta Rauten keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista** on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä lopputuote- ja rahoitusmarkkinoilla. Tämä on näkynyt historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Syklit voivat olla pitkiäkin, mihin yhtiö joutuu varautumaan erittäin vahvalla taseella ja tämä nostaa Rauten pääoman

kustannusta. Siten syklisyys on sijoittajien kannalta erittäin negatiivista ja se laskee yhtiön hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

- **Projektitoimituksiin** kuuluu aina riski, että projektit menevät pieleen aikataulun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan korvauksia asiakkailleen. Rauten track-record on tässä suhteessa melko hyvä, sillä yhtiö on osoittanut pystyvänsä suoriutumaan hyvin myös korkeamman työkuorman jaksoista (esim. H2'15, Q4'14 ja H2'12), jolloin projektiriskit ovat olleet erittäin konkreettisia. Pienemmän mittakaavan haasteita Rautellakin on ollut, mikä on arviomme mukaan yksi syy siihen, että yhtiön koko hyvän syklin kannattavuus-potentiaali ei ole toistaiseksi realisoitunut.
- **Uusien tuotteiden ja teknologioiden ensitoimituksiin sekä kasvuaihioiden kehittelyyn** liittyy aina selviä riskejä. Tästä konkreettisena esimerkkinä olivat vuosille 2014 ja 2015 kirjatut kuluvaraukset ja arvonalentumiset (1,7 MEUR Q3'14:lla ja 1,2 MEUR Q4'15:lle). Yhtiön kilpailuedun turvaamiseksi kehitystoimet ovat välttämättömiä emmekä pidä Rauten riskiprofiilia tässä suhteessa muita sektorin yhtiöitä korkeampana.
- **Alasegmentin rajallinen kilpailukyky** on Rautelle riski, sillä se vähintään hidastaa Kiinaan murtautumista ja tekee lisäksi yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista ja kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan kohdennetuilla R&D-panostuksilla (esim. tuotantokustannusten laskeminen tuotteiden uudelleensuunnittelun kautta) yhtiöllä on edellytyksiä parantaa ala- ja keskisegmentin kilpailukykyään tietyin osin.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Markkinatilanne näyttää yhä hyvältä
- Kiinan markkinassa on yhtiölle merkittävä pitkän ajan potentiaali
- Palvelumarkkina on vielä "rajaton"
- Tase mahdollistaa pääoman voimakkaan allokoinnin osinkoon
- Kannattavuus ei ole poikkeuksellisen hyvä konepajayhtiöksi

Riskit

- Projektikysyntä on äärisyklistä ja sykliset riskit ovat nousussa
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Rahoitusmarkkinan tilanne kriittinen yhtiön asiakkaille
- Alasegmentin rajallinen kilpailukyky

Liiketoimintamalli (1/2)

Liiketoimintamallin isot linjat ovat tyypillisiä pohjoismaiselle konepajalle

Rauten asiakaspalvelukonsepti lähtee tuotteen koko elinkaaren hallinnasta ja Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi Teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin. Tätä kokonaisuutta yhtiö tarjoaa asiakkailleen globaalisti. Ydinprosesseja Rauten liiketoiminnassa ovat tuotekehitys, suunnittelu ja tuotanto sekä markkinointi- ja myynti, joskin osa suunnittelusta ja tuotannosta on ulkoistettu alihankkijoille. Kokonaisuutena Rauten liiketoimintamalli onkin isoilta linjoiltaan tyypillinen pohjoismaiselle konepajayhtiölle.

Toimintamalli pohjautuu räätälöityihin tuotteisiin

Raute räätälöi tuotteensa suurelta osin projektikohtaisesti, mikä tarkoittaa käytännössä laitteiden suunnittelua melko varhaisesta vaiheesta asiakkaan tarpeisiin ja vaatimuksiin. Tämä mahdollistaa asiakaskohtaisten tarpeiden huomioonottamisen, mutta toisaalta projektien toistettavuus jää heikoksi, mikä nostaa kuluja. Pitkältä räätälöidyn tarjoaman takia yhtiön hinnoittelu on pitkältä projektikohtaista eikä yhtiöllä ole listahinnoiteltua tarjontaa tiettyjä varaosia lukuun ottamatta.

Sitovien tarjousten jättämisen aikaan yhtiö on hyvin tietoinen tuotteen sen hetkisestä valmistuskustannuksesta ja yhtiön hinnoittelumallin lattia on lopulta kustannustaso lisättynä hyväksyttävällä marginaalilla. Tarjousten lähtötaso pohjautuu muihin tekijöihin, mutta lattiarakenteen ansiosta hinnoittelumalli on hyvin perinteinen kustannuspohjainen malli. Arviomme mukaan hinnoittelumalli toimii hyvin

kustannusinflaation aikaan, kun taas ongelmaksi muodostuu houkutus joustaa vähimmäismarginaalissa silloin on tilaus on ”pakko” saada (esim. tilauskanta alhaalla).

Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

Kuten todettua, pääosa Rauten liikevaihdosta tulee projektitoimituksista, jotka muodostuvat suurista tehdasprojekteista, erillisistä tuotanto-linjoista tai yksittäisistä koneista ja laitteista. Projektien kysyntä vaihtelee voimakkaasti vuodesta toiseen alan investoinneista riippuen. Rauten suurimmat asiakkaat myös vaihtuvat vuosittain projektien mukana eikä yhtiöllä ole merkittäviä yksittäisiin suurin asiakkaisiin liittyviä riskejä. Pidemmällä tähtäimellä samojen avainasiakkaiden projektit toki tyypillisesti toistuvat, mutta vaneri- ja LVL-sektorien hajanaisen rakenteen vuoksi asiakasriskit ovat pieniä. Teknologiapalveluissa yhtiöllä on toistuvampaa myyntiä tietyille avainasiakkaille, mutta arviomme mukaan yksittäiset asiakkaat eivät dominoi myöskään Rauten palveluliikevaihdon kertymää.

Tilaukskannan tarjoaman näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

Raute kirjaa projektit tilauskantaansa tyypillisesti ennakon maksamisen jälkeen ja palvelut sopimusvaiheessa. Rauten tilauskanta on tyypillisesti melko nopeasti kiertävää, sillä projektit valmistuvat suurelta 2-24 kk:n sisällä tilauksen saamisesta ja valtaosa suuristakin projekteista kirjautuu liikevaihdoksi projektin koosta riippuen tyypillisesti 6-18 kk:n sisällä tilauksessa. Palveluissa kierto on vielä selvästi nopeampi eli keskimäärin joitakin viikkoja. Selvästi 6-12 kk:ta pidempää näkyvyyttä tilauskanta ei kuitenkaan tarjoa Rautelle juuri

koskaan. Viime vuosina Rauten tilauskanta on vaihdellut radikaalisti noin 20-140 MEUR:n välillä, mikä kuvaa tilausvirran ja tilauskannan voimakasta syklisyyttä.

Raute on varautunut kysynnän syklisyyteen ulkoistamalla karkeasti puolet suunnittelusta ja tuotannosta alihankkijoille. Alihankinnan suhteellinen osuus on arviomme mukaan kasvanut viime vuosina selvästi yhtiön liikevaihdon mukana, sillä liiketoiminnan syklisyyden tiedostava Raute ei ole lähtenyt kasvattamaan omaa tuotantokapasiteettiaan (ts. kiinteitä kuluja) samassa suhteessa kasvun kanssa (täysin kiinteiden kulujen nousulta ei ole kuitenkaan voinut välttyä). Tämä on mielestämme ollut täysin oikea valinta liiketoiminnan logiikka huomioiden.

Siten yhtiön kulurakenne joutaakin mielestämme tuotannon osalta kohtuullisessa aikaikkunassa melko hyvin (ml. lomautusmahdollisuus Suomessa). Tämä vaatii toki johdolta proaktiivista reagoitua. Yhtiöllä on kuitenkin liikevaihtotasoon nähden raskas globaali myynti- ja palveluverkosto, jossa heikkomman kysynnän aikana joustavat rajapinnat ovat vähissä. Kokonaisuutena Rauten kulurakenne on varsin kiinteä ja arviommekin, että yhtiön kuluista noin 25-30 % on kiinteitä ja loput 70-75 % muuttuvia. Siten Rautessa on melko voimakas tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin liikevaihdon heiluessa. Huomattavaa kuitenkin on, että käytännössä tulosvipu ei ole symmetrinen vaan kalliimman alihankinnan osuuden kasvattaminen/laskeminen vaikuttaa yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen ja rajaa siten jossain määrin liikevoittomarginaalin potentiaalista vaihteluväliä.

Liiketoimintamalli (2/2)

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyykin tavarapohjaisista lähteistä. Esimerkiksi vuoden 2017 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden suhde liikevaihtoon oli hyvin maltillinen 6 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia koneita vaan etenkin osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee entisestään tiettyjen tuotannon osakokonaisuuksien ulkoistaminen alihankkijoille. arviomme mukaan yhtiön omat kiinteät tuotantopanokset ja nykyinen alihankintaverkko pystyvät kantamaan karkeasti 200 MEUR:n liikevaihtokuorman. Näin ollen liiketoiminnan kasvu ei sido kohtuuttomasta yhtiön liiketoiminnan kassavirtaa tai kasvata tasetta.

Kilpailuasemansa puolustamiseksi ja vahvistamiseksi yhtiö sijoittaa tyypillisesti 2-3 % vuosittaisesta liikevaihdostaan tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Historiallisesti yhtiö on aktivoinut näistä panostuksista vain rajallisen osan taseeseensa ja valtaosa on kirjattu suoraan tulosta rasittaviksi kuluiksi (kriisitilanteessa tämä kuluerä joustaisi jossain määrin).

Arviomme mukaan nämä kehityspanostukset riittävät pitämään yhtiön toimialan teknologisen kehityksen aallon harjalla. Yleisesti ottaen toimiala on myös varsin kypsä eikä merkittäviä teknologiasia murroksia ole näköpiirissä, joten pidämme yhtiön tulevaisuuden panostuksia myös tässä suhteessa riittävinä.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Raute sitoo

tyypillisesti vähän käyttöpääomaa projektien etumaksupainotteisten aikataulujen takia, joskin käyttöpääoman määrä voi heitellä voimakkaasti projektisykliä mukana. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2017 lopussa -3 %, mikä johtuu osin tilinpäätöshetken poikkeuksellisen suurista projektiennakoista. Sen sijaan Teknologiapalveluissa käyttöpääoma on käytännössä aina positiivinen. Tästä syystä takia koko konsernin käyttöpääoma painuu harvemmin negatiiviseksi, vaikka projektiliiketoiminnan maksupositit ovatkin selvästi etupainotteisia.

Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle varsin kohtuullisellakin kannattavuudella. Oman pääoman tuotto on kuitenkin tyypillisesti Rautella sijoitetun pääoman tuottoa matalampi, mikä johtuu erittäin vahvasta taseesta, jonka yhtiö tarvitsee puskuriksi voimakkaita projektisyklejä vastaan. Tämän omistajien kannalta epäedullisen tilanteeseen ei kuitenkaan arviomme mukaan ole tulossa muutosta.

Maltillinen pääomatarve ja vahva tase tukevat osingonmaksukykyä

Maltilliset pääomatarpeet ja valmiiksi vahva tase heijastuvat positiivisesti Rauten osingonmaksukykyyn. Rauten nykyisen osinkotason voisi arviomme mukaan kuitenkin vaarantaa yhtiön asiakkaiden investointien pitkittyvä matalasuhdanne ja siitä johtuva tulos-taantuma ja/tai yhden vuoden raskas tappio (tai

voimakkaasti heikentyvät näkymät). Näin ollen sijoittajat eivät mielestämme voi pitää Rauten tapauksessa mitään osinkotasoa kiveenhakattuna (vrt. yhtiö on 2000-luvulla laskenut osinkoaan 4 kertaa, ja jättänyt osingon kokonaan maksamatta kerran).

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso Korkea riskitaso

1	Toimiala ja strategia	Toimialan muutosnopeus	1		Toimiala on kypsä eikä teknologiamurrosta ole näköpiirissä, Raute on teknologiajohtaja
		Yhtiön strateginen kehitysvaihe	1		Yhtiö pitää kilpailukyvystään huolta, mutta panostukset tulevaisuuteen eivät ole erityisen aggressiivisia
2	Liikevaihto	Markkinan syklisyys		2	Investointisyklit voivat olla erittäin rajuja ja sykli on ollut hyvä jo jonkun aikaa
		Liikevaihdon jatkuvuus		2	Liikevaihdon runko on projekteja, toistuvan liikevaihdon osuus on rajallinen
3	Kannattavuus	Hinnoittelu -voima		3	Tilanne ja asiakaskohtainen, paine kotiuttaa suurprojekteja heikentää usein neuvotteluasemia
		Kustannusten joustavuus		3	Liiketoiminnan kokoluokkaan suhteutettuna korkeat kiinteät kulut (globaalit rakenteet)
4	Kassavirta	Operatiivinen rahavirta	4		Asiakkaat rahoittavat pääosin projektinsa, rajallinen käyttöpääomatarve
		Pääoma -intensiivisyys	4		Matala investointitarve kiinteisiin resursseihin

Inderesin arvio Rauten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Rauten liiketoimintaympäristö

Asiakkaat

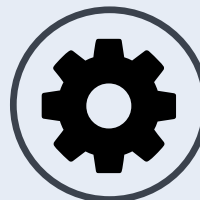
Laaja ja vaihtuva asiakaskunta suurista metsäkonserneista pieniin perheyhtiöihin



Kilpailijat



Tuotealueet (osuus lv:stä 2017)



Laitetoimitukset
projekteina
67 %



Teknologia-
palvelut
33 %

Tarjonta

Tehtaat ja tuotantolinjat



Yksittäiset laitteet



Modernisoinnit



Varaosat



Kunnossapito- ja kehityspalvelut

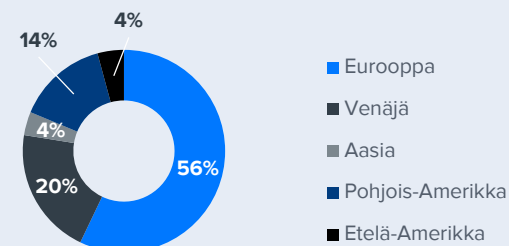


Kustannusrakenne 2015-2017



Lähde: Inderes, Raute

Tilausten jakauma 2014-2017 ka.



Strategia, kilpailuetu ja taloudellinen potentiaali (1/3)

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

Rauten strategian kulmakivet ovat mielestämme korkealaatuinen teknologia, räätälöidyt tuotteet ja globaali läsnäolo. Yhtiö on panostanut näihin kulmakiviin jo pitkään ja luonut uniikin markkina-aseman ja vahvan kilpailuedun etenkin vaneri- ja LVL-markkinoiden yläsegmentissä, jossa tuote-laatu ja tuotantokustannus (ts. tuotannon tehokkuus) ovat investointikustannusta merkittävimpiä kilpailutekijöitä.

Teknologiset kilpailuedut korostuvat etenkin korkean kustannustason kehittyneillä markkinoilla ja/tai suurissa projekteissa, joissa pitkälle viedyn automaation ja konenäön hyödyntäminen ja/tai kyky kokonaistoimituksiin ovat kilpailukyvyyn kannalta keskeisiä asioita. Raute on myös ainoa vaneri- ja LVL-sektorin laitetoimittaja, joka pystyy tarjoamaan kaikki tarvittavat osaprosessit vanerin ja LVL:n tuotantolinjalle (jotkut kilpailijat voivat tosin koota koko tehtaan eri yhtiöiden laitteista). Tehtaaseen investoiva asiakas haluaa usein tilata kaikki koneet tuotanto-prosessiin yhdeltä toimijalta osaprosessin yhteensopivuuden varmistamiseksi, projektin hallinnan tehostamiseksi ja pakettihinnoittelun takia, mikä tukee Rauten kilpailuetua suurprojekteissa. Lisäksi yhtiöllä on 80 vuoden toimintahistorialtaan laaja referenssiportfolio ja hyvät asiakassuhteet (ml. henkilökohtaiset kontaktit), jotka omalta osaltaan korottavat tulokynnystä alalle muiden pelurien kannalta.

Teknologista kilpailuetuaan yhtiö vaalii myös jatkuvilla tuotekehityspanostuksilla, jotka ovat olleet rahallisesti keskimäärin noin 2-3 % liikevaihdosta viime vuosina. Tästä noin puolet on arviomme mukaan mennyt nykyisen yläsegmentin tuotteiden ydintarjoaman

parantamiseen. Viime aikoina Raute on kuitenkin nostanut panostuksiaan myös digitaalisiin tuote- ja palvelumalleihin sekä kehittyvien markkinoiden tarjoamaan. Pidämme yhtiön valitsemia painopistealueita järkevinä ja arviomme mukaan panostusten taso riittää säilyttämään Rauten yläsegmentin kilpailuedun sekä luomaan yhtiölle aseman toimialan digitaalisena edelläkävijänä. Sen sijaan emme pidä vielä tässä varmana, että tuotekehityspanostukset parantavat tarpeeksi kehittyvien markkinoiden tarjoamaa, mikä mahdollistaisi läpimurron uusille kasvualueille.

Teknologijahtajana Raute on tarjouskilpailuissa lähes poikkeuksetta kallein vaihtoehto asiakkaille ja hintapreemion saavuttaminen on yhtiön kulurakenteet huomioiden hyvän kannattavuuden edellytys. Kulurakenteita nostaa jossain määrin globaalin toimintamallin ja osin korkean kulurakenteen maissa olevan tuotannon lisäksi jossain määrin myös yhtiön räätälöityihin tuotteisiin pohjautuva toimintamalli, jonka myötä jokainen projekti on suurelta osin uniikki eikä projektikuluja päästä alentamaan projektien toistettavuuden kautta. Tämän strategisen valinnan yhtiö on kuitenkin mielestämme joutunut tekemään osin olosuhteiden pakosta, sillä vaneri- ja LVL-linjojen koot, käytettävät raaka-aineet, automaatiotarpeet ja muutamat muut tekijät poikkeavat toisistaan niin huomattavasti, että toistettavuuden mahdollistavaa modulaarista tuotetarjoamaa on mielestämme vaikea sektorilla rakentaa.

Raute on pitkäjänteinen strategian toteuttaja

Yhtiö itse on määrittänyt strategiansa päätavoitteiksi seuraavat asiat:

1) Kannattavuuden parantaminen

2) Parempi suhdannevaihteluihin sopeutuminen

3) Hallittu kasvu

Kaikki mainitut asiat ovat sijoittajien kannalta ensiarvoisen tärkeitä, mutta painopisteitä oleellisempaa on tietenkin se, miten strategian toteuttamisessa onnistutaan. Historiallisesti Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjänteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina määrätietoisesti. Tämän taustalla olennainen tekijä on mielestämme Rauten omistajarakenne (sukuyhtiö). Erityisen aggressiivisena emme strategiaa kuitenkaan pidä, mitä mielestämme kuvaa myös se, että päätavoitteissa ei ole mainittu lainkaan Kiinaa, jota pidämme Rauten suurimpana mahdollisuutena pitkällä aikavälillä. Pitkäjänteisyyden lisäksi tietty maltillisuus on sukuyhtiöille tyypillistä.

Arviomme mukaan Raute on pyrkinyt strategisiin päätavoitteisiinsa viime vuosina etenkin tiettyjen toimien ulkoistamisen ja yhteistyöverkostojen laajentamisen, laatukulujen laskun palvelu-myyntin kasvattamisen ja tuotekehityspanostusten kautta. Tämä on toiminut hyvin, sillä Rauten menestys etenkin tehdas- ja linjamittakaavan projektien tarjouskilpailuissa onkin ollut erinomaista vuosina 2014-Q3'18. Lähivuosina odotamme yhtiön panostavan kannattavuuden parantamisessa etenkin laatukuluihin ja keski- ja alasegmentin tuotteisiin, joiden kustannusrakenteita keventämällä yhtiö voisi parantaa kilpailukykyään kilpailuetunsa kovimman ytimen ulkopuolella. Tätä kautta yhtiön riippuvuus kehittyneistä markkinoista ja suurprojekteista voisi pienentyä, mikä taas voisi vähentää liikevaihdon volatiliteettia.

Strategia, kilpailuetu ja taloudellinen potentiaali (2/3)

Kiinassa Raute ei ole päässyt viime vuosina käytännössä eteenpäin. Yhtiö vaikuttaa jatkavan melko kärsivällisesti Kiinan markkinan evoluution odottamista (ts. länsimaisten laatuvaatimuksien yleistymistä) ennen selvästi aggressiivisempaa kasvuhakuisuutta. Yhtiö on kuitenkin muokannut lähestymistapaansa yksittäisistä tuotteista kokonaisprosessin hallintaan painottuvaksi ja kaventanut fokustaan suurempiin tehdasmittakaavan investointikyvyn omaaviin yhtiöihin. Pidämme perusteltuna, sillä tuotelähtöisen lähestymistavan tulokset jäivät laihoiksi. Maltti ja kärsivällisyys Kiinan suhteen ovat sinällään perusteltua, mutta kaipaisimme silti yhtiöltä selkeämpiä linjauksia siitä, miten Kiinan markkinalle päästään sisälle.

Vaikka kannattavuuden ja suhdannekestävyyden parantaminen on ollut keskeinen osa Rauten strategiaa viime vuosina, globaalin myynti- ja palveluverkostonsa yhtiö on kuitenkin säilyttänyt myös vaikeina vuosina, vaikka sen aiheuttamat korkeat kiinteät kulut voivat ajoittain olla rasite yhtiön lyhyen aikavälin kannattavuudelle. Pidämme tätä tärkeänä, sillä etenkin kokoluokaltaan suuret ja lukumäärältään vähäiset vaneri- ja LVL-sektorin investoinnit vaihtelevat rajusti maantieteellisesti ajaksoittain. Siten Raute joutuu haalimaan yhtiön kokonaisuuden kannalta tärkeitä suurtilauksia kaikista ilmansuunnista, mikä edellyttää globaalia toimintamallia. Tämä toimintamalli on mielestämme keskeinen osa yhtiön kilpailuetua.

Selvä epäorgaaninen kasvu on vaikeaa

Kuten myös hallitun kasvun tavoittelu indikoi, Raute ei ole ollut perinteisesti aktiivinen yritysostoissa. Viime vuosina yhtiö on tehnyt vain yhden yritysoston, kun Raute osti keväällä 2017

amerikkalaisen viulun lujuuslajitteluteknologiaan keskittyneen Metriguardin. Metriguard teki vuonna 2016 4,6 MUSD:n liikevaihdolla 0,8 MUSD:n liikevoiton. Rauten maksoi yhtiöstä perusskenaariota lisäkauppahintaoletuksella noin 3,4 MEUR eli noin 4 MUSD Kauppahinta vastaa siis Metriguardin 2016 luvuista laskettuna EV/S-kerrointa 0,9x ja EV/EBIT-kerrointa 5x. Arvostus on matala, mutta arviomme mukaan Raute on joutunut investoimaan Metriguardiin pääomia ja syklisessä liiketoiminnassa yhden vuoden tuloksen varaan on vaikea nojata. Lyhyen ajan numeroita tärkeämpää on strateginen yhteensovivuus ja kilpailuedun vahvistuminen ja nämä kriteerit kauppa on mielestämme täyttänyt.

Mielestämme kauppa kuvaa hyvin yritysostojen roolia Rauten strategiassa. Yhtiö on valmis tekemään tuotetarjoamaa parantavia yritysostoja ja Metriguardin lujuuslajitteluteknologian lisääminen portfolioon vahvistaa Rauten kilpailuetua edelleen yläsegmentissä. Lisäksi Metriguard tarjoaa teknologiaansa myös sahoille. Laajempia strategisia suunnitelmia emme usko yhtiöllä toistaiseksi olevan sahojen suhteen ainakaan lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä.

Rauten nykyinen tuoteportfolion laatu huomioiden yhtiön tarjoamaa selvästi parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla, kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myös markkina-aseman vahvistaminen alasegmenteissä yritysostoilla on haasteellista eikä yrityskaupoista ole ollut apua myöskään Kiinan kasvupyrkimyksissä. Lisäksi huomautamme, että yrityskauppakohteiden kauppahinnan pitäisi olla kroonisesti melko alhaisilla kertoimilla hinnoitellun Rauten kannalta riittävän matala, jotta yritysosto loisi arvoa

Rauten omistajille. Näin ollen Rauten ja myyjäpuolella monesti olevien pienehköjen paikallisten yhtiöiden näkemykset kohteiden arvoista eivät kohtaa. Tässä viitekehityksessä emme odota yhtiön pystyvän kasvattamaan liikevaihtoaan jatkuvasti epäorgaanisesti yrityskaupoilla. Pitkällä aikavälillä hajanaiset vaneri- ja LVL-konemarkkinat tulevat todennäköisesti konsolidoitumaan ja mielestämme Rauten pitää olla valmis vastaamaan mahdollisiin kilpailuuhkien nousuun itsekin yritysjärjestelykentällä.

Taloudelliset tavoitteet jäävät abstrakteiksi

Rauten taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

1) Hyvä kannattavuus kaikissa suhdanteissa

2) Markkinoita nopeampi kasvu

3) Hyvä vakavaraisuus

4) Sijoittajille kilpailukykyinen tuotto

Sanalliset tavoitteet jättävät yhtiön taloudelliset ambitiot abstrakteiksi. Arviomme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkeaan teknologiaan fokuksituneet nichepelurit voisi tavoitella noin 6-9 %:n liike-tulosmarginaalia normaalissa suhdanteessa (ts. liikevaihto 110-125 MEUR). Tähän haarukkaan yhtiö on myös viime vuosina yltänyt. Syklin huipulla yhtiöllä on mielestämme potentiaali vielä tätä parempaan tulokuntoon (esim. EBIT-% yli 10 %), jos muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus, tuotemix, tuotelaatu ja hinnoittelukuri olisivat suotuisia.

Strategia, kilpailuetu ja taloudellinen potentiaali (3/3)

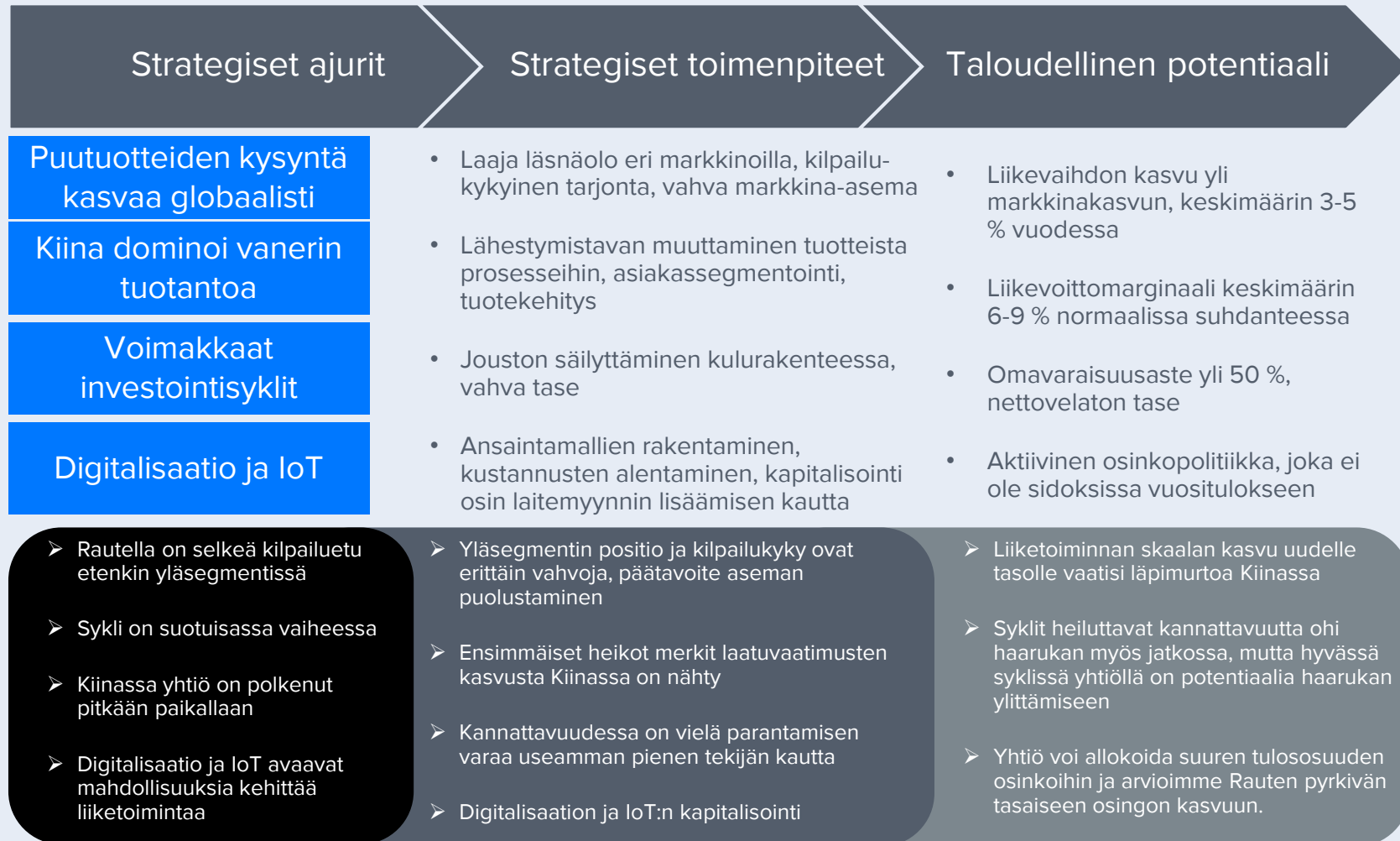
Pohjoismaisten konepajojen mittakaavassa huippukannattavuuksiin (ts. EBIT-% > 13 %) emme usko Rauten yltävän hyväksäkään syklissä kokoluokkansa, räätälöityihin tuotteisiin ja suurehkoihin projekteihin pohjautuvan rakenteensa sekä huoltotyön alhaisen osuuden takia. Nämä tekijät ja syklinen kysyntä jättävät mielestämme Rauten yli syklin lasketun marginaalipotentialin monia suuria konepajayhtiöitä alhaisemmaksi, vaikka yhtiön kilpailuetujen ja markkina-aseman vahvuus onkin vertailukelpoinen moniin suurempiin Pohjoismaisiin konepajayhtiöiden.

Kaikissa suhdanteissa hyvää kannattavuutta emme usko Rauten nykyisellä toimintamallillaan saavuttavan, sillä se edellyttäisi suhdannevaihteluiden rajuus huomioiden joustavampaa kulurakennetta, mitä Rauten globaali myynti- ja palveluverkosto, merkittävä oma tuotanto ja pitkälle räätälöidyt tuotteet eivät mahdollista. Rauten kannalta tärkeää on pitää liikevoiton vuositason break-even piste niin alhaalla, että yhtiö ei vajoa raskaalle tappiolle ainakaan vuoden 2009 kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Tämä on mielestämme realistinen tavoite nykyiselläkin toimintamallilla.

Markkinoita nopeamman kasvun arvioimme tarkoittavan noin 3-5 %:n vuosikasvua yli syklin, kun huomioidaan vanerin- ja LVL:n kysynnän kasvupotentiaali Rauten päämarkkina-alueilla ja palveluliiketoiminnan kasvupotentiaali. Hyvä vakavaraisuus tarkoittaa näkemysemme mukaan sitä, että yhtiö tulee säilyttämään nettovelattoman taseensa ja korkean yli 50 %:n omavaraisuusasteen suhdannepuskurina. Vahva tase on vakuutus vakavaraisuudesta asiakkaille, sillä ne antavat yhtiölle suuria projektiennakoita.

Myös osinkopolitiikan osalta yhtiö on avoin, sillä Raute noudattaa aktiivista osinkopolitiikkaa, joka ei ole sidoksissa suoraan sidottu vuositulokseen. Tämä ja yhtiön pyrkimys on tarjota sijoittajille kilpailukykyinen tuotto linjaavat mielestämme osinkojen olevan yhtiön prioriteettitilalla korkealla (historiallisesti osinko on ollut pääosa Rauten osaketuotosta), mitä tukee myös Rauten sukuyhtiötausta. Sykliä takia mitään osinkotasoa voida mielestämme pitää Rautelle kiveen hakattuna, mihin myös aktiivinen osinkopolitiikka indikoi. Käytännössä arvioimme yhtiön pyrkivän säästämään "osinkoreserviä" hyvinä vuosina, mikä voi antaa hieman heikompina vuosina liikkumavaraa pitää osinko stabiilina tai jopa kasvattaa sitä hieman.

Rauten strategia



Toimiala ja kilpailukenttä (1/3)

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

Rauten projektiliiketoiminnan markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Nämä sykliset investoinnit vaihtelevat rajusti vuosittain, mutta niiden määrän voidaan arvioida Rauten ulkopuolisella konsultilla teettämän tutkimuksen mukaan olla keskimäärin noin 600-750 MEUR vuodessa. Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. esim. globaalin vanerimarkkinan koko on noin 30 miljardia euroa). Markkinakoosta LVL:n osuus on arviomme mukaan noin 10 %, kun taas vaneri- ja viulusektorit kattavat loput markkinasta.

Laitteinvestointimarkkinan lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina. Tämän palvelumarkkinan kokoa on erittäin vaikea määrittää, sillä esimerkiksi suuri osa laitteiden huollosta tehdään asiakkaiden itsensä toimesta. Siten on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Lähtökohtaisesti arvioimme kuitenkin, että

vaneri- ja LVL-sektorin palvelumarkkina on vähintään yhtä suuri kuin laiteinvestointimarkkina, kuten monilla muilla vastaavia investointihyödykkeitä tuottavilla teollisuuden aloilla on havaittu. Näin ollen palvelumarkkina tarjoaa yhtiölle toistaiseksi lähes rajattoman kasvupotentiaalin, kun huomioidaan, että Rauten vuotuinen palvelumyynti on toistaiseksi reilun 50 MEUR:n (sis. Modernisointeja) kokoluokassa. Numeerista tukea arviollemme on kuitenkin vaikea löytää.

Palvelut- ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta jälkimarkkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Siten projektitoimitukset ovat Rauten kannalta tuki-jalka, joka avaa uusia mahdollisuuksia huoltopuolelle tulevaisuudessa. Tämä siitäkin huolimatta, että Raute pystyy toimittamaan palveluja ja varaosia muidenkin valmistajien toimittamiin koneisiin.

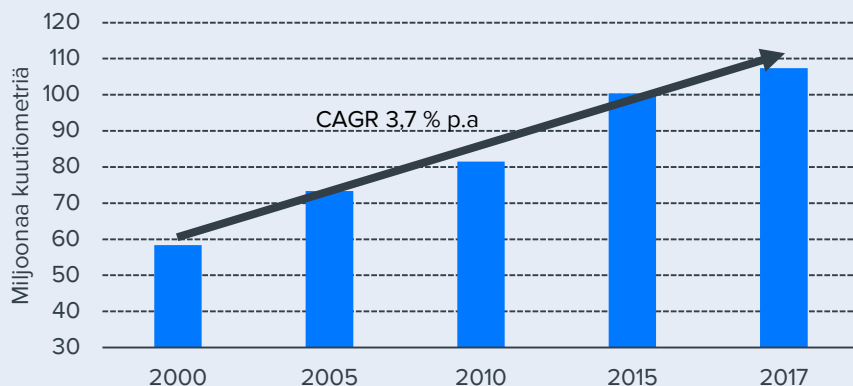
Huomioitavaa on, että palveluliiketoiminnan

kehityskaari etenee eri vaiheissa maantieteellisesti. Kehittyneillä markkinoilla kunnossapidon "ulkoistamisaste" on jo kohonnut asiakkaiden keskittyessä yhä voimakkaammin ydinprosesseihinsa eli tuotantoon sekä loppu-tuotteiden markkinointiin ja myyntiin. Tämän trendin voi olettaa etenevän myös kehittyvillä markkinoilla tulevaisuudessa aiempaa voimakkaampana, minkä lisäksi kehittyvien markkinoiden asiakkailla tulee tarve kehittää prosessejaan entistä kilpailukykyisemmiksi pitkällä tähtäimellä väistämättömän kustannusinflaation takia. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa, minkä uskomme tukevan Rauten palvelumyyntiä pitkällä tähtäimellä. Siten pidämme Rauten palvelumyynnin pitkän ajan kasvukuvaa hieman laiteprojekteja parempana.

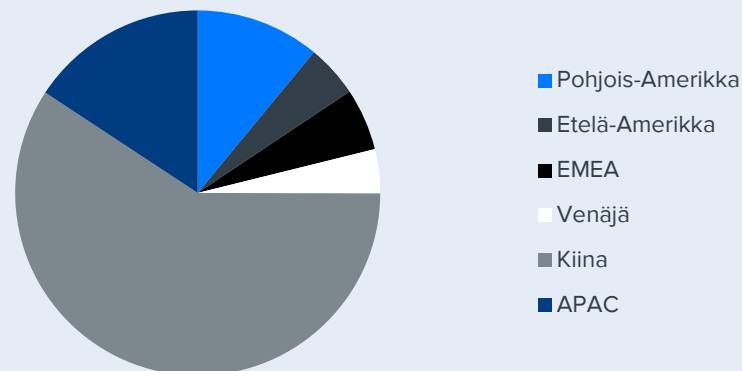
Etenkin rakennussektorin ajama tuotteiden loppukysyntä on ajuri investointien takana

Rautelle tärkeä projekti-investointikysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologiaalla

Vanerin tuotannon kasvu 2000-2017



Vanerin tuotannon jakautuminen 2017



Toimiala ja kilpailukenttä (2/3)

Rauten tärkeimpien tuotteiden kysyntää ajaa etenkin rakennussektori, sillä maailman vanerista noin 70 % käytetään rakennuksissa, huonekaluissa ja lattioissa, kun taas loput menevät kuljetussektorille sekä pakkausmateriaaleiksi ja erilaisiin niche-sovelluksiin. Lisäksi valtaosa maailman LVL:stä menee rakennusten rakenne-materiaaliksi (palkit, tolpat ja rungot) ja pieni osa huonekalusektorille. Näin ollen Rauten päätuotteiden kysyntää ja sitä kautta investointeja ajaa etenkin rakennussektori, jonka on nyrkkisääntönä katsottu korreloivan vipukertoimella 1,5x suhteessa BKT-kasvuun. Lisäksi vanerin ja LVL:n kaltaiset puutuotteet voittavat markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta niiden uusiutuvuuden, kierrätettävyyden ja hiilidioksidineutraaliuden ansiosta, joten puutuotteiden vipu voi ylöspäin olla sektoria voimakkaampi. Kuljetus- ja pakkausteollisuus taas korreloivat maailmankaupan ja BKT-kasvun kanssa suhteellisen hyvin.

Siten Rauten syklisyyden juurisytyt löytyvät sen

asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä. Syklisesti Rauten asiakkaiden markkinatilanne on ollut vuonna 2016 alkaneen globaalin talouden elpymisen ansiosta suhteellisen hyvä viime vuosina, vaikka globaalissa mittakaavassa rakentaminen ei ole elpynytkään finanssikriisiä edeltäneille tasoille.

Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

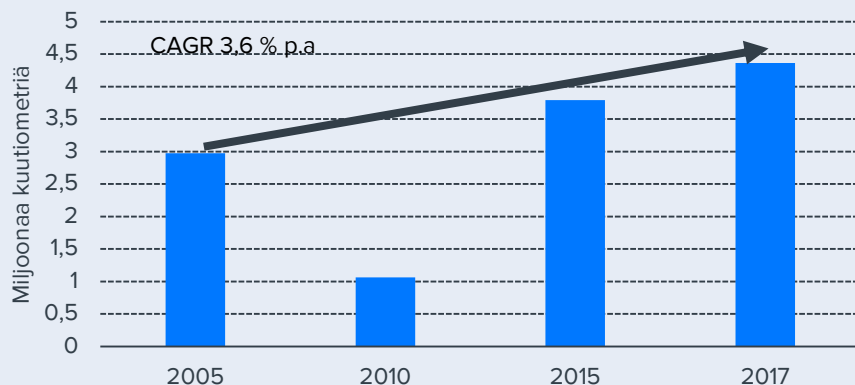
Kuten todettua, puutuotetoimialan taustalla on mielestämme tiettyjä positiivisia megatrendejä pitkällä aikavälillä. Siten puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin reilut 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksistään Kiinan kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on hidastunut, mutta mainittujen puutuotteita tukevien megatrendien takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvuodotusta vanerille järkevänä myös jatkoa

ajattelen.

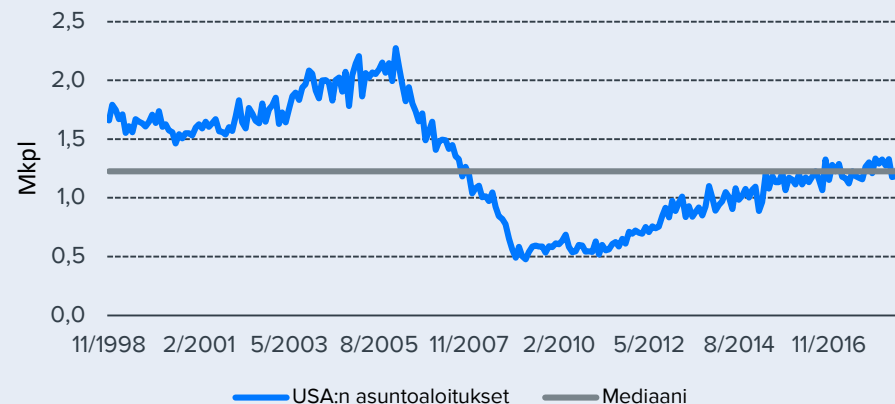
LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy ja kestävä kehityksen periaatteita tukeva LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Lisäksi LVL:llä on selkeää kasvupotentiaalia myös maantieteellisesti, sillä LVL on perinteisesti merkittävä rakennusmateriaali erityisesti USA:ssa ja myös tietyissä Euroopan maissa (ml. Skandinavia ja Iso-Britannia). Tämä tausta voisi arviomme mukaan tarkoittaa yli 5-7 %:n keskimääräistä vuosittaista kasvupotentiaalia LVL:lle lähivuosina. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n talouden hyvä vahva veto ajaa myös jatkossa maan asuntoaloituksia ylös, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista (vrt. LVL-tuotannon romahdus finanssikriisin jälkimainingeissa).

LVL:n tuotannon kasvu 2000-2017



USA:n asuntoaloitukset viimeiset 20 vuotta



Toimiala ja kilpailukenttä (3/3)

Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten markkina-asema on vahva ja yhtiö on markkinajohtaja toimialallaan. Absoluuttisesti pienestä koostaan huolimatta Raute on myös selvästi alan suurin yhtiö. Rauten projektiliikevaihto ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investoinneista on karkeasti arvioiden globaalisti noin 15-20 %. Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla.

Kilpailijat ovat paikallisia ja osaprosesseihin fokuksituneita

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin tuote- ja palvelukokonaisuuden, joskin viime aikoina päätään on kilpailussa on nostonut venäläinen MPT, joka pystyy kokoamaan tehtaan yksittäisiä laitteita tarjoavien kumppaniensa laitteista. Yksinoikeutta tarjota kumppanien laitteita MPT:llä ei käsityksemme mukaan kuitenkaan ole. Tämän tyyppinen kilpailu ei kuitenkaan ole alalla uutta eikä se ole arviomme mukaan uhannut olennaisesti Rauten asemaan viime aikoina. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu silti edelleen enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puulajeista, kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimielityksistä.

Kuten todettua Rauten markkina-asema on paras korkeiden laatu- ja tehokkuus vaatimusten

länsimarkkinoilla ja etenkin Euroopassa, jossa yhtiö kilpailee etenkin Angelo Cremonan, Bielen, Dieffenbacherin kanssa. USA:n markkina on luonteeltaan hyvin samantyyppinen, mutta siellä paikalliset kilpailijat ovat muutaman pykälän paremmassa asemassa suhteessa Rauteen, sillä Pohjois-Amerikassa asiakkaat eivät tyypillisesti edellytä yhdeltä toimittajalta kokonaistoimitusta.

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema on vahva Venäjällä ja hyvä Etelä-Amerikassa (vahva Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa), joihin myytävät koneet ovat suhteellisen kehittyntä teollista teknologiaa. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasavertaisesti. Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä Rautella ole vielä käytännössä markkina-asemaa maassa. Sen sijaan Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen puuvarojensa ansiosta. Arviomme mukaan Raute kärkkyy markkinan avautumista etujoukoissa, mistä yksi osoitus on mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa vuoden 2016 lopussa solmittu yhteistyösopimus.

Rauten taloudellisen suorituskyvyn ja arvostustason vertailua sen kilpailijoihin vaikeuttaa merkittävästi se, että Raute on ainoa pörssi-listattu yritys sektorilla. Rauten positioitumisen ja markkina-asemansa perusteella yhtiön pitäisi olla mielestämme alan kannattavimpia pelureita, mutta tästä ei ole toki faktatietoa olemassa.

Pieni markkina ei houkuttele isoja konepajoja

Koska Rauten kannalta relevantin globaalin

kokonaismarkkinan koko on karkeasti vain 1,5 miljardia euroa vuodessa (ml. investoinnit ja palvelut) eikä markkina tarjoa poikkeuksellisen houkuttelevaa kasvuprofiilia, se ei riitä houkuttelemaan suurempia konepajoja apajille. Toisaalta vaneri- ja LVL-sektorilla käytössä oleva teknologia on monimutkaista (ml. automaatio ja konenäkö) ja sektorikeskeistä, joten tulokynnys toimialalle on korkea täysin uudelle toimijalle. Siten pidämme uuden suuremman ja resurssiltaan vahvemman haastajan alalle tuloa epätodennäköisenä. Tämä on Rauten kannalta positiivinen asia ja mielestämme se rajoittaa yhtiön kohtaamia kilpailu-uhkia selvästi.

Rauten selkein pitkän ajan kilpailu-uhka on mielestämme nykyisten kilpailijoiden kasvavat panostukset (mm. konsolidaatio) Rauten kilpailu-edun ytimeen, mutta tämäkään ei näytä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä todennäköiseltä. Mainituista syistä ja omistusrakenteesta johtuen Raute tuskin kiinnostaa myöskään vahvasta markkina-asemasta ja selvistä kilpailueduistaan huolimatta teollisia ostajia, vaikka rakenteellisesti Rauten liiketoiminta voisi sopia täydentäväksi osaksi esimerkiksi johonkin suurempaan ja/tai eri sektoreilla operoivaan teollisuusyhtiöön. Siten yrityskauppakortista ei arviomme mukaan pääse muodostumaan Rauten osakkeen arvostusta tukevaa tekijää.

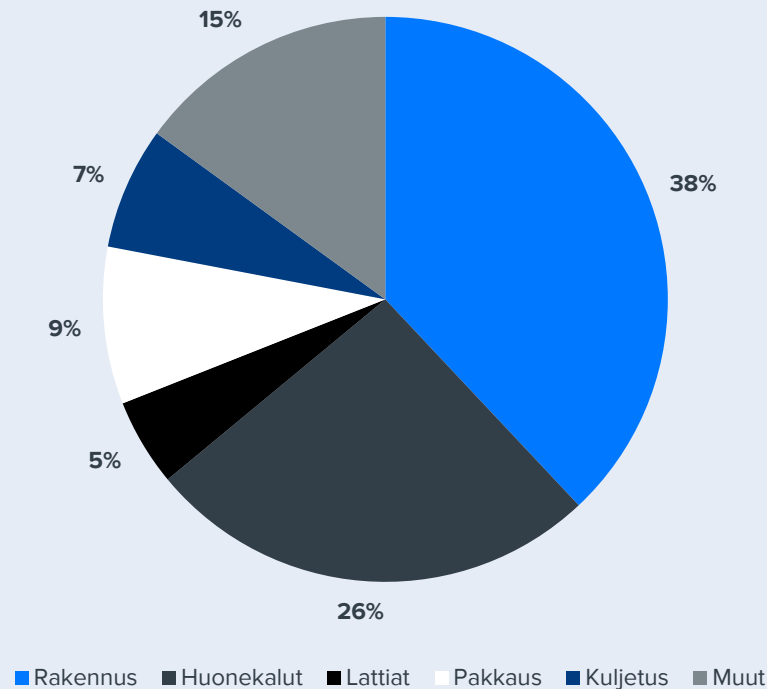
Markkinat yhteenveto

Korkea > 30 % Keskitaso 10-30 % Matala <10 %	Markkinakoko ja kasvupotentiaali							
	Projektiliiketoiminnot (Markkina 600-750 MEUR/a, Rautella 15-20 %:n markkinaosuus)					Teknologiapalvelut (Markkina > 650 MEUR/a, Rautella ei merkittävää markkinaosuutta)		
	Eurooppa	Venäjä	Pohjois-Amerikka	Etelä-Amerikka	Aasia	Modernisoinnit	Varaosat	Kunnossapito- ja kehityspalvelut
	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)	Markkina-Koko (MEUR)
	80-110	50-70	110-130	50-70	300-350	> 300	> 300	> 150
	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)	Kasvukuva, km. p.a (%)
	1-2 %	2-4 %	1-2 %	2-4 %	3-5 %	~3 %	3-5 %	> 5 %
	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus	Rauten markkina-osuus
	Korkea	Korkea	Alempi keskitaso	Ylempi keskitaso	Matala	Matala	Matala	Matala

Lähde: Inderes

Toimiala ja kilpailukenttä

Vanerin loppukäyttökohteet 2017



Lähde: Indufor, Inderes

Rauten kilpailutekijät

- + Korkea teknologiataso (ml. automaatio)
- + Koko elinkaaren kattava palvelukonsepti
- + Globaali myynti- ja palveluverkko
- + Laajat projektireferenssit
- + Kokoluokan ja listauksen tuoma uskottavuus
- Tuotanto pääosin korkean kulurakenteen maissa
- Korkea ja melko kiinteä kulurakenne globaalin läsnäolon takia
- Ei hintakilpailukykyistä tarjoamaa alasegmenttiin ja etenkin Kiinaan
- Tietyillä markkinoilla takamatka paikallisia pelureita vastaan

Taloudellinen tilanne (1/2)

Liiketoimintamalli pitää kiinteät kulut korkeina

Kuten todettua, Rauten kulurakenne on melko kiinteä. Tuotanto joustaa kohtuullisen hyvin syklisen mukana, sillä arviomme mukaan yhtiön oma kapasiteetti on täyskuormassa jo selvästi ennen liiketuloksen break-even pisteen vaatimaa liikevaihtotasoa ja toisaalta myös Suomen tuotannon kuluissa on melko nopeaa sopeuttamisen varaa lyhyelläkin tähtäimellä (esim. lomautukset). Kiinassa tuotannon kulurakenne on joustamattomampi alihankintaverkoston puutteen ja henkilöstön suppeamman osaamistason takia. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii kuitenkin rakentamaan asteittain joustoa myös Kiinan tuotannon kulurakenteeseen. Päähaaste kiinteän kulurakenteen taustalla on kuitenkin arviomme mukaan globaali myynti- ja palveluverkosto. Näitä kuluja yhtiö ei pysty heikommanakaan projektikysynnän aikana sopeuttamaan, vaikka yksittäisellä maantieteellisellä alueella heikko jakso voi kestää jopa useita vuosia (esim. Etelä-Amerikka vuoden 2012 jälkeen).

Kulurakenteen kiinteys johtuu siten pääosin valitusta liiketoimintamallista, jonka puitteissa merkittävää joustovaraa rakenteisiin on mielestämme vaikea rakentaa. Toisaalta harvojen suurten tehdastilauksien jakautuminen eri mantereille ja kasvava palveluliiketoiminta edellyttävät paikallista läsnäoloa, joten maantieteellisesti keskittyneempi liiketoimintamallikaan ei lähtökohtaisesti sovi Rauten nykyiseen strategiaan. Globaalin läsnäolon supistaminen saattaisikin kasvattaa tilausvirran ja siten myös liikevaihdon ja kannattavuuden volatiliiteettia entisestään, mikä ei olisi houkutteleva vaihtoehto.

Tuloslaskelmassa on neljä suurta kuluerää

Rauten tuloslaskelmassa suurin kustannuserä on materiaalit ja palvelut (sis. alihankinnan kulut ja raaka-aineet), joka on muuttuva eli liikevaihtotasosta riippuvainen erä. Historiallisesti myyntikate eli liikevaihdon sekä materiaalien ja palveluiden erotus on heilunut melko selvästi 40-60 %:n välillä. Selitys rajulle heilunnalle ovat etenkin projektiliiketoiminnan ja palveluiden suhteellisten osuuksien vaihtelut. Korkeimmat myyntikatteen Raute saavuttaa yleensä matalan liikevaihdon kvartaaleina, jolloin henkilöintensiivisen ja vähemmän materiaaleja kuluttavan palveluliiketoiminnan suhteellinen osuus on suuri. Rauten kokonaisuudelle tämä ei tietenkään ole optimaalinen tilanne, sillä suhteellisesti korkea myyntikatemarginaali ei riitä kompensoimaan absoluuttisesti matalaa liikevaihtoa ja korkeita kiinteitä kuluja. Palveluiden ja projektien jakautumisen lisäksi myyntikatemarginaaleihin vaikuttaa jossain määrin myös projektimyyntin rakenne, sillä suurissa projekteissa myyntikatemarginaalit ovat väistämättä yksittäisiä laitteita ohuempia.

Tuloslaskelmassa muut merkittävämät kuluerät ovat henkilöstökulut (28-32 % liikevaihdosta), muut kulut (10-12 % liikevaihdosta) ja poistot (2-3 % liikevaihdosta). Henkilöstöön liittyvät kulut ovat osittain muuttuvia myös lyhyellä tähtäimellä ja täysin muuttuvia pidemmällä tähtäimellä. Joustoa henkilöstökuluihin tarjoavien vuokratyövoiman käyttömahdollisuus ja lomautukset tarjoama joustovara on arviomme mukaan kuitenkin vain 10-20 % ja merkittävämpi henkilöstökulujen lasku vaatii henkilöstömäärän alentamista. Myös liiketoiminnan muut kulut (sis. esim. myynti- ja markkinointikuluja, vuokria, matkoja, johdon palkkoja jne.) ovat arviomme

mukaan valtaosin kiinteitä ja poistot täysin kiinteitä. Yhtiön nykyisen vajaan 3 MEUR:n poisto-tason arviomme vastaavan karkeasti ylläpito- ja kehitysinvestointien vuotuista tasoa.

Kulurakenne on ollut viime vuosina hallitussa kasvussa

Kokonaisuutena arvioimme, että tällä hetkellä kiinteiden kulujen osuus Rauten kulumassasta on noin 25-30 %, kun taas loput 70-75 % ovat muuttuvia. Viime vuosina yhtiö on kasvattanut kulurakennettaan selvästi, mikä on kuitenkin johtunut valtaosin liikevaihtotason noususta ja tilausten toimittamiseksi yhtiön on täytynyt rekrytoida lisää etenkin projektihenkilökuntaa. Lisäksi yhtiön taloudellinen tila on mahdollistanut myös kohdennetut panostukset tulevaisuuteen (ml. tuotekehitys), joiden osalta on myös olemassa liikkumavaraa, jos kysyntä heikkenisi nopeasti. Kiinteiden kulujen arviomme kasvaneen viime vuosina hieman, minkä lisäksi keväällä 2017 tehty Metriguard-yritysosto on kohottanut kiinteää kulurakennetta viime vuonna. Tällä hetkellä arviomme liiketuloksen kvartaalitaso break-even pisteen olevan karkeasti 25 MEUR:n liikevaihtotasolla lyhyen tähtäimen sopeutusvara huomioiden.

Alempien rivien tulosrasitus on kohtuullinen vahvan taseen ja tuloksen maamixin takia

Koska Rauten tase on vahva eikä yhtiöllä ole pitkäaikaista korollista velkaa, rahoituskulujen tulosrasitus on melko rajallinen. Valuuttakurssien vaihtelusta johtuvat ei-kassavaikutteiset kurssierot voivat kuitenkin heiluttaa raportoituja rahoituskuluja lyhyellä tähtäimellä. Rauten veroasteen arviomme olevan noin 25 %, kun tuloksen muodostumisen maamix (Suomi, Kiina, Kanada)

Taloudellinen tilanne (2/2)

Projektiliiketoiminta sitoo vähän käyttöpääoma ja heiluttaa rahavirtaa

Kuten todettua, Rauten projektiliiketoiminta perustuu ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat käytännössä rahoittavat omat projektinsa, vaikka viime aikoina asiakkaiden keskuudessa maksuajat ovatkin saaneet yhä enenevissä määrin huomiota. Nettokäyttöpääoman tarve riippuu projektitoimitusten ennakkojen ja toisaalta palveluliiketoiminnan suhteesta, koska palveluissa maksuajat ovat pidempiä eikä ennakoita lähtökohtaisesti ole. Viime vuosina Rauten käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on ollut pääosin vain lievästi positiivinen, joten käyttöpää-omatarve on matala. Projektien eteneminen ja maksupostien eriaikaisuuden takia Rauten liiketoiminnan rahavirta voi heittelehtiä lyhyellä aikavälillä voimakkaastikin ja rahavirran kehitystä tuleekin tarkastella pidemmällä aikajänteellä. Historiallisesti yhtiön pidemmän aikavälin tulos ja kassavirta ovat myös vastanneet hyvin toisiaan.

Tase on kevyt kiinteän omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu vain Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan ja nojaa yleensäkin varsin paljon alihankkijaverkostoonsa, jota löytyy Aasiasta ja Baltian maista. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 11 MEUR:lla Q3'18:n lopussa. Myös aineettoman omaisuuden määrä oli Q3'18:n lopussa maltillinen 2,4 MEUR ja liikearvoa taseessa oli vain 1,1 MEUR Metriguard-kauppaan liittyen.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella

liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q3'18: 40 MEUR) ja varasto (Q3'18 16 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q3'18:n lopussa 20MEUR. Likvidit varat heiluvat projektien etenemisen ja maksu-postien eriaikaisuuden takia, nämä tekijät heiluttavat myös muita taseen käyttöpääomaeriä. Rautella on käytössä lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin 23 MEUR:n luottolimiittisopimus, joka oli Q3 '18:n lopussa käytännössä käyttämättä. 10 MEUR:n käyttämätön yritystodistusohjelma. Siten yhtiön lyhyen aikavälin maksuvalmius on erittäin hyvä. Taseen loppusumma oli Q2'17:n lopussa 86 MEUR, mikä on Rautelle korkeahko taso. Tämä johtuu arviomme mukaan etenkin hetkellisesti (taustalla osin yhtiön omat projektiajoitukset) kohollaan olleista saamisista.

Vastattavat koostuvat valtaosin omasta pääomasta ja korottomista vastuista

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q3 '18:n lopussa 43 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli vain 1,1 MEUR (kaikki lyhytaikaista). Osa korollisesta velasta liittyy arviomme mukaan Kiinan tytär-yhtiön rahoittamiseen, sillä paikallisessa valuutassa oleva korollinen velka on ainut realistinen mahdollinen rahoitusvaihtoehto Kiinassa. Korottomia vastuita taseessa oli Q3'18:n lopussa 47 MEUR (sis. ennakoita ja ostovelkoja)

Tase on erittäin vahva

Q3'18:n lopussa Rauten nettovelkaantumisasaste oli -44 %. Tämä on melko normaali taso Rautelle, joskin taso voi lyhyellä tähtäimellä heilua selvästi rahavirran mukana. Tase on nettovelaton myös

etumaksuista (ts. asiakkaiden rahoista) oikaistuna. Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'18:n lopussa 55 %, joten tase on kiistatta vahva.

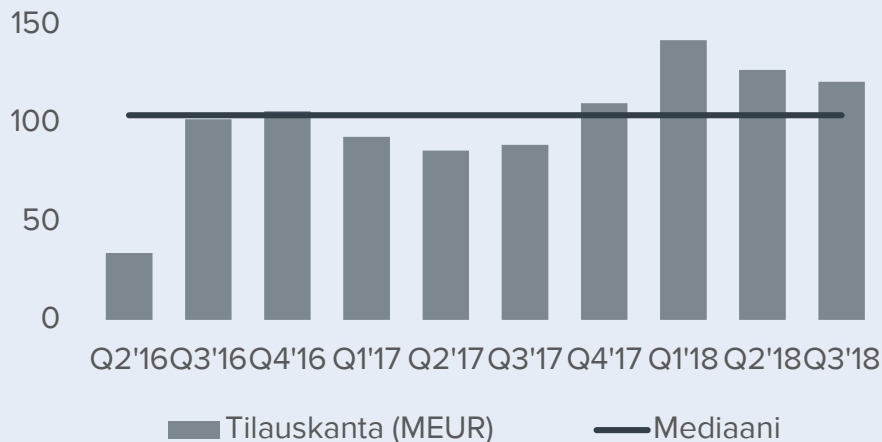
Vahva tase on kuitenkin välttämättömyys

Vaikka Rauten tase vaikuttaa normaalissa tilanteessa ylikapitalisoituneelta, mielestämme täytyy muistaa ennakkomaksujen (ennakot eivät ole yhtiön omaa rahaa) lisäksi yhtiön tuotteiden vahvasti syklinen kysyntä. Siten Raute tarvitsee huomattavia puskureita taseeseensa, ettei se ajautu ongelmiin, vaikka tilauskirja sulaisi (ts. ennakot pienensivät) ja matala-suhdanne pitkittyisi. Pidämmekin Rauten vahvaa tasetta positiivisena asiana sijoittajien kannalta, vaikka se heikentää pääoman tuottoa ja painaa oman pääoman tuoton sijoitetun pääoman tuottoa heikommaksi. Rauten tase on mielestämme myös kaikilta osin kurannti eikä taseeseen liity alaskirjausriskejä.

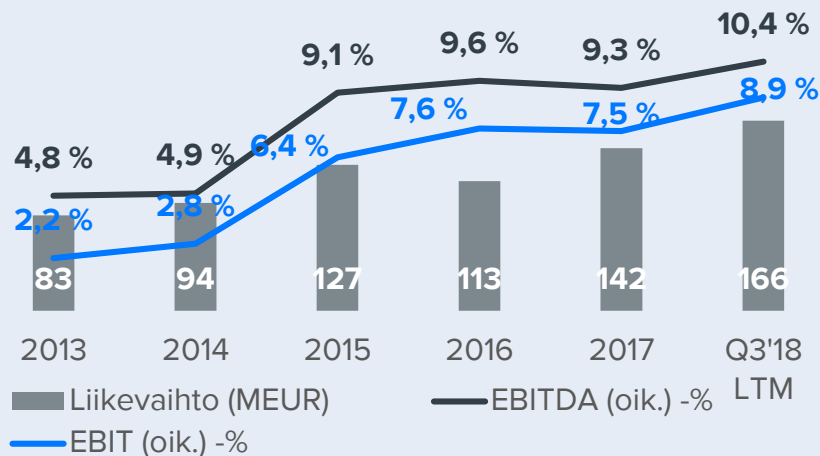
Vahvan taseensa takia yhtiön rahoitustilanne ja velanhoidokyky ovat hyvällä tasolla ja netto-rahoituskulujen voidaan olettaa olevan lähellä nollassa lähivuosina, joskin mainitut valuuttakurssierot voivat aiheuttaa lievää heiluntaa rahoituskuluihin lyhyellä tähtäimellä. Yhtiön vahva tase mahdollistaa osinkovirran ylläpitämisen myös yksittäisinä tuloksellisesti heikompina vuosina, mikä antaa osakkeen arvostukselle tukea myös liiketoiminnassa hiljaisempina aikoina. Pitkittyvän matalasuhdanteen aikana nykyisen osinkotason säilyttäminen ei kuitenkaan onnistuisi tasepuskureiden voimin.

Taloudellinen tilanne

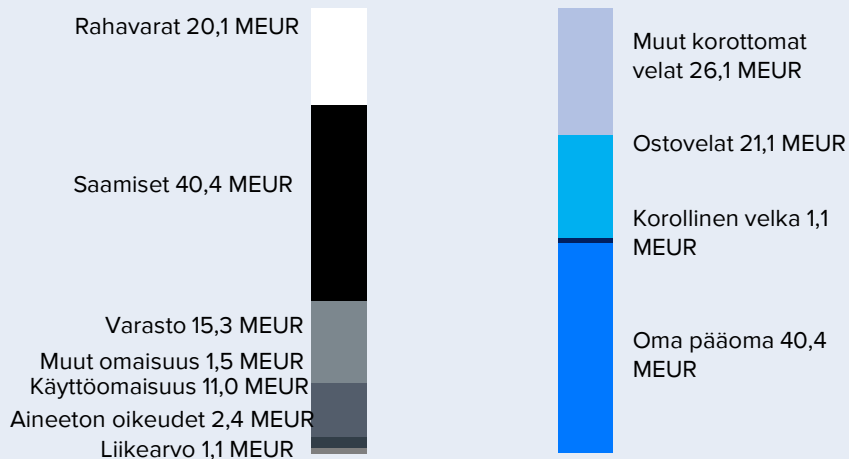
Tilaukannan kehitys



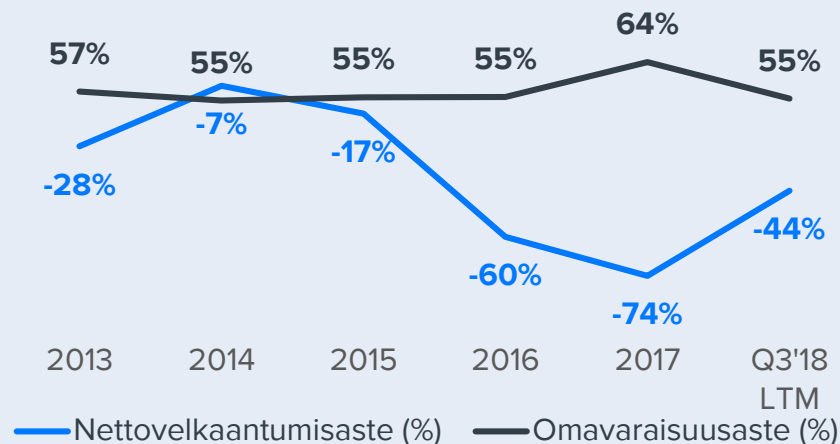
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



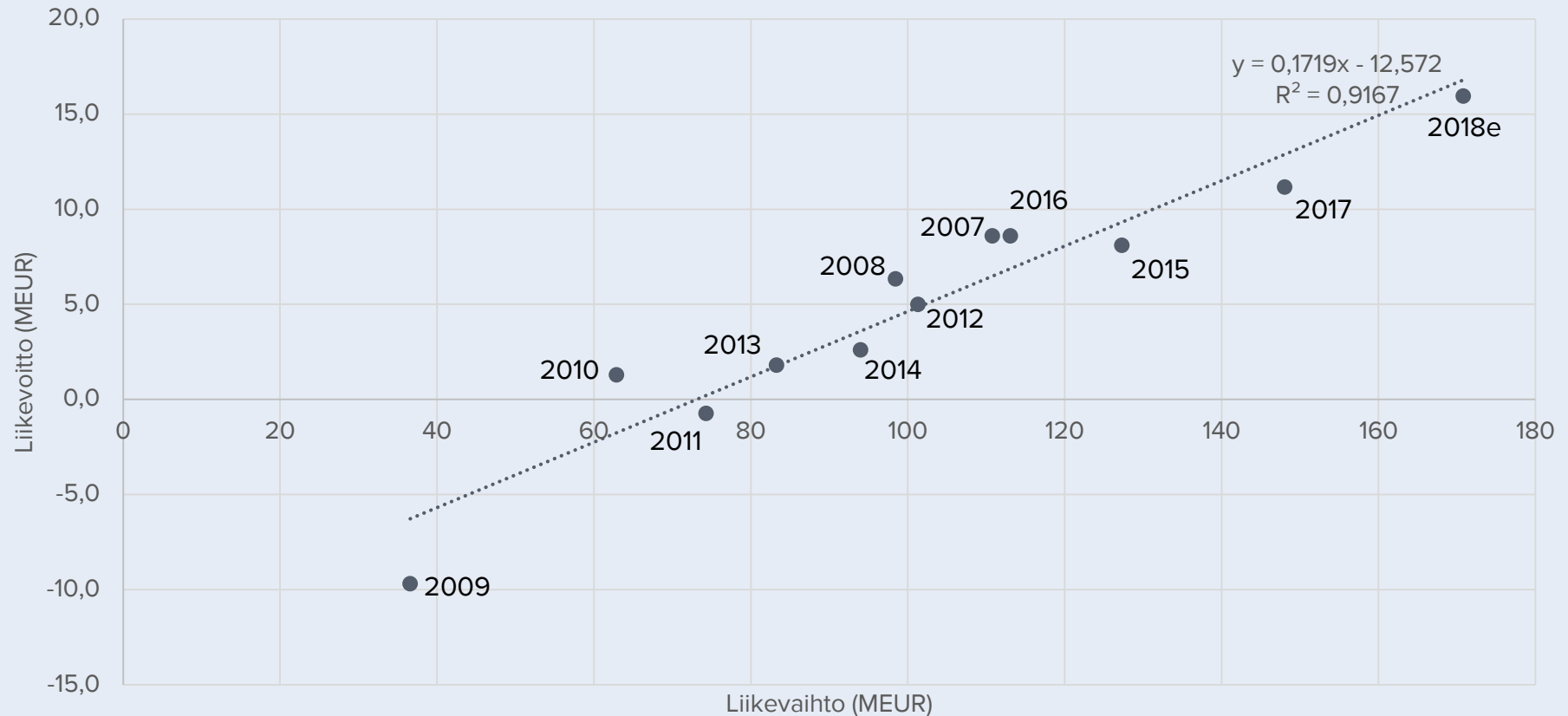
Taserakenne Q3'18:n lopussa



Taseen tunnuslukujen kehitys



Rauten liikevaihto ja liikevoitto 2008-2018e



Rauten liiketoiminnalle on tyypillistä korkea tulosvipu. Regressiossa Rauten liikevoitto kasvaa esimerkiksi 2,6x liikevaihdon verran, kun liikevaihto nousee 120 MEUR:sta 140 MEUR:oon ja 2,1x, kun liikevaihto nousee 140 MEUR:sta 160 MEUR:oon. Tulosvipu toimii liikevaihdon laskiessa päinvastoin. Tulosvipu on tyypillistä melko korkean tuotekatteen liiketoiminnalle, jossa kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on huomattava. Arviomme mukaan Rauten kuluista 25-30 % on kiinteitä. Huomattavaa kuitenkin on, että tulosvipu ei ole täysin symmetrinen varsinkaan liikevaihtoalueen päissä, sillä alihankinnan suhteellisen osuuden muutokset rajaavat käytännössä ”katto- ja pohjamarginaaleja” (ts. kalliimpaa alihankintaa käytetään suhteessa paljon korkean työkuorman aikaan ja päinvastoin). Lisäksi suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa myös muita tekijöitä, kuten tuotemix, laadun hallinta ja työkuorman tasaisuus.

Ennusteet (1/3)

Makrotalouden ennusteet

Vuosi 2017 oli yllättävänkin vahva maailman talouden kasvun osalta, sillä globaali talous kasvoi viime vuonna odotuksia ripeämmin 3,7 %. Kasvun kiihtymisen taustalla oli ollut vahva kotimarkkinakysyntä yksityisen kulutuksen vetämänä, investointinäköymän piristyminen kasvaneen talousluottamuksen myötä sekä matala inflaatio. Kuluva vuoden aikana talousennusteet ovat kuitenkin olleet kuitenkin laskussa ja nyt kuluva vuoden kasvu odotetaan jäävän viime vuoden tasolle, kun vielä alkuvuodesta ounasteltiin kasvu kiihtymistä. Vuosina 2019-2020 vuonna OECD ennustaa kasvun jäävän nyt hieman viime vuosien alemmas 3,5-3,6 %:iin, joten paras puhti talouskasvusta näyttää olevan jo takana.

Kasvukuvan hyytymistä selittävät useat tekijät. USA:n vahvan talouskehityksen ansiosta Federal Reserve on päässyt normalisoimaan rahapolitiikkaansa ja ennusteiden perusteella USA:n ohjauskorko olisi ensi vuoden lopussa jo 3 %:n tasolla. Lisäksi globaalia taloutta varjostaa kauppasodan uhka, joka on kasvanut USA:n etenkin Kiinaan kohdistettujen mittavien tulliuhkien takia. Tämä näky jo osin kasvukuvan

heikentymisenä etenkin Kiinassa, vaikka tulleista vasta osa on voimassa. Kiina on jo vastannut USA:lle omilla tulleillaan ja nokittelun jatkuessa tilanne voi eskaloitua aina kauppasodaksi asti, millä olisi todennäköisesti vielä voimakkaampi negatiivinen vaikutus globaaliin talouskasvuun. Lisäksi makrotalouden riskejä nostaa poliittinen epävarmuus Brexitiin, Italiaan, Lähi-Itään ja Ukrainaan liittyen.

Tämä yhä tervettä kasvua odottava, mutta negatiivisten riskien värittämä makrokuva on pohja Rautelle laatimillemme tulosennusteille. Siten pidämme yhtiön toimintaympäristön näkymiä yhä kohtuullisena makroperspektiivistä, vaikka investointien kannalta kiusallinen taloudellinen ja poliittinen epävarmuus onkin nyt nousussa.

Ennustemalli

Ennustamme Rauten liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkina- ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän ajan

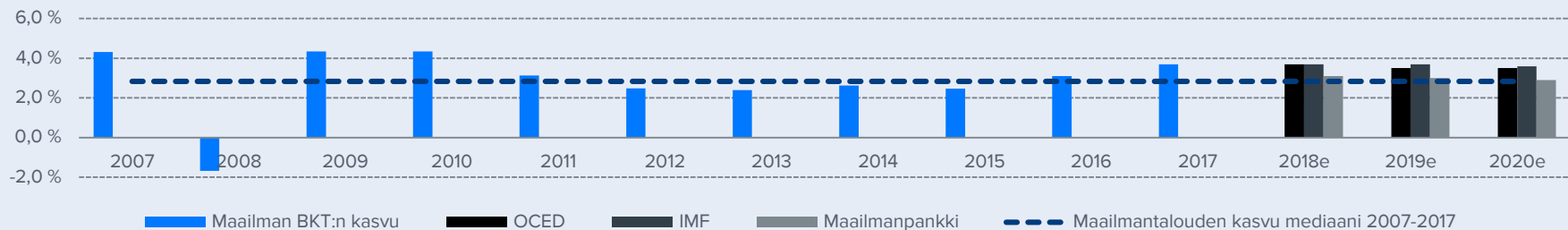
ennustemme pohjana käytämme arvioitua markkinakasvua ja Rauten tulospotentiaalia.

Tilaukanta poikkeuksellisen hyvä indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtäimellä sen nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 6-12 kuukautta. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain karkeasti 50 MEUR liikevaihtoa, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 60-80 MEUR:lla päästäkseen 110-125 MEUR:n liikevaihtotasolle. Tällä tasolla yhtiön pitäisi kulurakenteensa ja sen säästövaran valossa pystyä tekemään hyvää tulosta, jos muita kannattavuusrasitteita ei ole.

Q3'18:n lopussa Rauten tilaukanta oli vahvalla tasolla 121 MEUR:ssa, mikä etenkin alkuvuoden väkivahvaa tilausvirtaa. Pitkän aikavälin mediaania (48 MEUR) selkeästi korkeamman tilauskannan valossa Rauten näkyvyys työkuormaan on tällä hetkellä erittäin hyvä ja arvioimme, että tilaukanta ajoittuu suurelta osin seuraavan vuoden ajalle.

Maailman talouden kasvu 2007-2017 ja maailman talouden kasvuennusteet 2018e-2020e



Ennusteet (2/3)

Projektimarkkina ei ole näyttänyt vielä näyttäneen heikkouden merkkejä

Vaikka yhtiön myynti on vetänyt viime vuosina erinomaisesti etenkin Euroopassa, on Rautella arviomme mukaan ulkona hyvä tarjouskanta uusia projekteja. Vuoden 2018 aikana riskien noususta huolimatta hyvänä pysynyt tukee edelleen erikokoisia projektihankkeita, jos makrotalouden hidastuminen ja rahoitusmarkkinoiden kasvanut epävarmuus voivat jähdyttää kysyntää nopeastikin. Palveluliiketoiminnoissa markkinatilanne on myös vahva, mikä johtuu Rauten asiakkaiden hyvistä kapasiteetin käyttöasteista ja lopputuotteiden terveistä myyntihinnoista.

Viime vuosina Rauten tilausvirtaa on maantieteellisesti dominoinut Eurooppa, jossa on alkanut poikkeuksellisen monta uutta kapasiteettia luonutta vaneri- ja LVL-projektia vuosina 2014-2018. Euroopan näkymät ovat yhä kohtuulliset, mutta mielestämme jatkossa tilausvirran painopisteen on silti siirryttävä muille markkinoille tai Eurooppaa uhkaa ylikapasiteetti-ongelma, mikä olisi myös Rauten kannalta pitkällä aikavälillä negatiivinen asia. Pidämme suurten investointien näkökulmasta

potentiaalisimpina Venäjää ja Pohjois-Amerikan LVL-sektoria. Rauten markkina-asema on näillä alueilla myös vahva, joten luotamme yhtiön saavan niistä tilauksia markkinaosuutensa mukaisesti, jos projekteja etenee. Myös Etelä-Amerikan piristymisen usean hiljaisemman vuoden jälkeen on mahdollista vuosikymmenen loppua kohti ja myös Kiinassa on nähty ensimmäiset heikot merkit länsimaisten standardien mukaisen vanerin kysynnästä.

Näin ollen Rautella on projektipotentialia useammalla markkinalla, mutta yhtiön kilpailuedun ytimessä (Eurooppa ja LVL) kauemmas siirryttäessä myös riski hävityistä tarjouskilpailuista kasvaa väistämättä.

Vuonna 2018 Raute rikkoo taas ennätyksiä

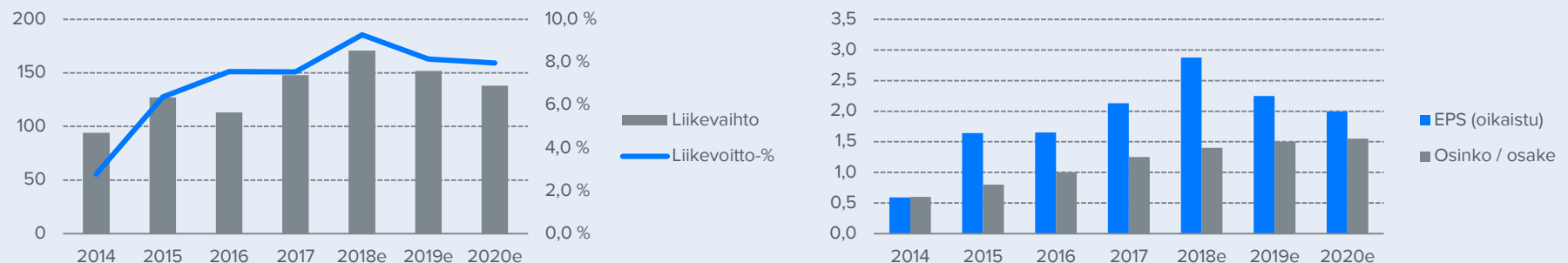
Vahvan tilauskannan ja sen myötä lähiaikojen korkeana pysyvän liikevaihtotason ansiosta ennustamme myös Rauten tuloksen jatkavan suotuisaa kehitystä tänä vuonna. Yhtiö on myös ohjeistanut liikevaihtonsa ja liiketuloksensa kasvavan vuodesta 2017 tänä vuonna eikä yhtiöllä ole vaikeuksia ohjeistuksen saavuttamisessa kolmen kvartaalin luvut huomioiden. Odotamme yhtiön liikevaihdon

kasvavan tänä vuonna 15 % 171 MEUR:oon ja liikevoiton 42 % 15,9 MEUR:oon. Suhteellisen kannattavuuden osalta odotamme siten yhtiön ottavan pykälän lähemmäs kohti potentiaaliaan, mikä johtuu etenkin parantuneesta projektien toteutuksesta sekä mahdollisesti lievästi edistyneestä hinnoittelusta (viimeisen reilun vuoden aikana yhtiön tilauskanta on ollut korkean, mikä on saattanut antaa lievää selkänöjää hinnoitteluun). Täyttä hyvän syklin marginaalipotentialiaan Raute ei kuitenkaan arviomme mukaan tänä vuonna saavuta.

Osinko pysyy nousu-uralla

Rauten rahoituskulujen ja veroasteen arvioimme olevan tänä vuonna normaaleilla tasoillaan (2017e: rahoituskulut 0,0 MEUR, veroaste 25 %), minkä myötä ennustamme kuluvan vuoden EPS:n asettuvan vahvalle tasolle 2,88 euroon. Ennustamme Rauten nostavan osinkoa 1,40 euroon osakkeelta (2017: 1,25 euroa/osake) ensi keväänä yhtiön vahvan taseen, kohtuullisten investointitarpeiden ja hyvällä tasolla pysyvän tilauskannan takia. Odotuksiamme vaisumpi tilauskannan kehitys Q4:lla ja/tai tilausnäkyvien heikentyminen voisi kuitenkin pitää osingon korotuksen pienempänä.

Rauten liikevaihdon, kannattavuuden, EPS:n ja osingon kehitys 2014-2020e



Ennusteet (3/3)

Sijoittajien kannalta tämä on positiivista, sillä pitkäkö tilauskanta laskee osakkeen riskiprofiilia mielestämme normaalia tilannetta alemmas. Vuoteen 2020 tilauskanta ei anna kuitenkaan näkyvyyttä käytännössä lainkaan.

2019 parantaminen voi olla jo haastavaa

Rauten näkymät vuoteen 2019 ovat suotuisat, sillä odotamme yhtiön pääsevän lähtemään ensi vuoteen Q4:lla myytävien projektien ja vakaan palvelukysynnän ansiosta hyvällä noin 110 MEUR:n tilauskannalla. Siten etenkin H1'19:n korkea liikevaihtotaso on suhteellisen turvattu jo tässä vaiheessa. Suhtaudumme myös tilausnäkyymiin yhä varovaisen positiivisesti projektikysynnän ympärillä oleva viitekehys ja vakaan hyvä palvelutilausten kysyntä (asiakkaiden suotuisa markkinatilanne) huomioiden, vaikka epävarmuus ja riskit ovatkin nousussa. Tätä taustaa vasten yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä kerätä noin 55 MEUR:n palvelumyynti ja vähintään 65-80 MEUR:n projektikaupat ensi vuonna. Tämä vaatii 1-2 suuremman projektikaupan voittamista.

Hyvästä aloittavasta tilauskannasta ja näkymistä huolimatta ennustamme Rauten liikevaihdon

laskevan ensi vuonna 11 % 152 MEUR:oon vuoden 2018 ennätystasolta. Ensi vuoden liikevaihtoenusteemme olisi kuitenkin Rauten historian toiseksi korkein liikevaihto. Liiketuloksen ennustamme laskevan 22 % 12,4 MEUR:oon. Tämä vastaa melko hyvää 8,2 %:n liikevoittomarginaalia, vaikka periaatteessa ennustamallamme liikevaihdolla yhtiöllä pitäisi olla eväitä parempaakin. Vuoden 2019 EPS-ennustamme tällä hetkellä olevan 2,25 euroa nollatason rahoituskulujen ja 25 %:n veroasteen jälkeen. Vuoden 2018 osingon arvioimme nousevan maltillisesti 1,50 euroon osakkeelta yhtiön korkeaa osingonjakovaraa heijastellen.

Pitkän tähtäimen ennusteet

Vuoden 2019 jälkeen odotamme markkina-tilanteen jatkavan tasaantumistaan ja ennustamme Rauten yltävän vuonna 2020 138 MEUR:n ja vuonna 2021 134 MEUR:n liikevaihtoon. Tästä eteenpäin arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuajurien ja Rauten hyvän kilpailu-kyvyn sekä markkina-aseman tukemina noin 3 % vuodessa. Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon

nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliin mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen myötä uskomme Rauten pystyvän tekemään myös hyvää tulosta. Vuosien 2019-2024 ei-sykliset liikevoittomarginaaliennusteemme ovat 6-8 %. Kulurakenteen suhteen emme odota suuria muutoksia, sillä arviomme mukaan yhtiön pitäisi pystyä kantamaan rakenteensa puitteissa karkeasti 200 MEUR:n liikevaihtokuorma ilman merkittäviä lisäpanostuksia, kun taas vuositasen liikevoiton break-even piste on arviomme mukaan nyt karkeasti 100 MEUR:n liikevaihdossa. Ennustamme myös yhtiön pitävän taseensa erittäin vahvana sektorin liiketoimintadynamiikan takia, minkä ansiosta uskomme rahoituskulujen pysyvän noin nollatasolla pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan noin 25 %. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys voimakkaasti sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

Ennustemuutokset 2018e-2020e

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	171	171	0 %	152	152	0 %	138	138	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,9	15,9	0 %	12,4	12,4	0 %	11,0	11,0	0 %
Liikevoitto	15,9	15,9	0 %	12,4	12,4	0 %	11,0	11,0	0 %
Tulos ennen veroja	15,9	15,9	0 %	12,4	12,4	0 %	11,0	11,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,88	2,88	0 %	2,25	2,25	0 %	2,00	2,00	0 %
Osakekohtainen osinko	1,40	1,40	0 %	1,50	1,50	0 %	1,55	1,55	0 %
Lähde: Inderes									

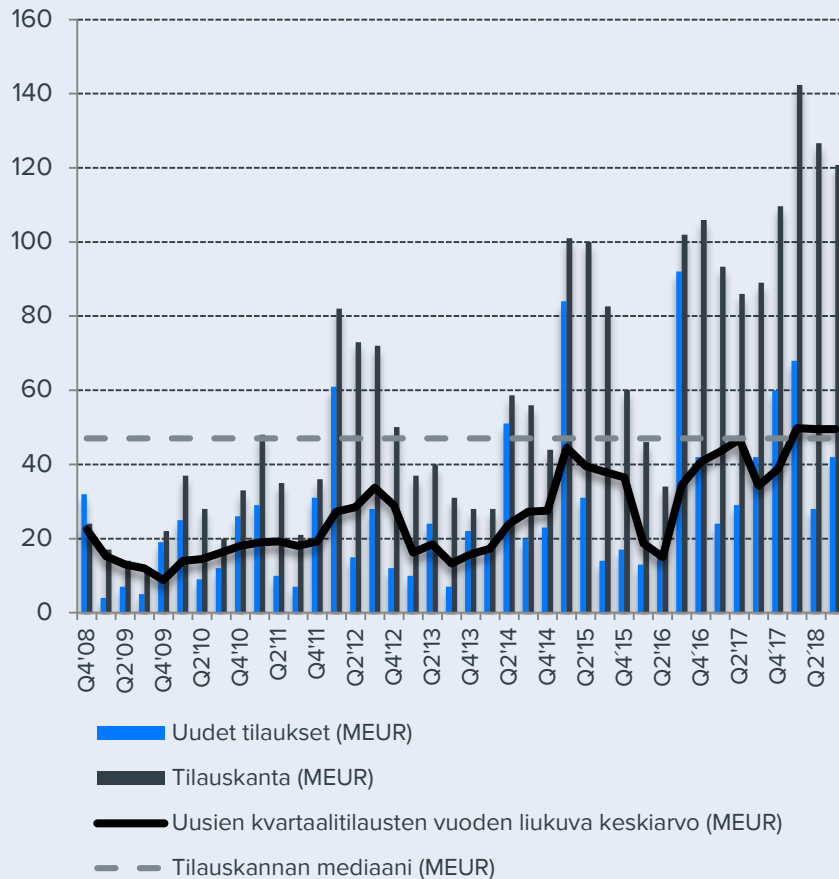
Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	113,1	36,6	35,0	37,0	39,4	148,1	35,3	43,7	47,9	44,0	170,8	152,0	138,0
<i>Konserni</i>	<i>113,1</i>	<i>36,6</i>	<i>35,0</i>	<i>37,0</i>	<i>39,4</i>	<i>148,1</i>	<i>35,3</i>	<i>43,7</i>	<i>47,9</i>	<i>44,0</i>	<i>170,8</i>	<i>152,0</i>	<i>138,0</i>
Käyttökate	10,9	3,3	2,0	4,8	3,8	13,8	3,4	3,8	6,3	5,0	18,5	15,4	13,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-2,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-2,7	-3,0	-2,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	2,7	1,3	4,1	3,1	11,2	2,8	3,2	5,6	4,3	15,9	12,4	11,0
Liikevoitto	8,6	2,7	1,3	4,1	3,1	11,2	2,8	3,2	5,6	4,3	15,9	12,4	11,0
<i>Konserni</i>	<i>8,6</i>	<i>2,7</i>	<i>1,3</i>	<i>4,1</i>	<i>3,1</i>	<i>11,2</i>	<i>2,8</i>	<i>3,2</i>	<i>5,6</i>	<i>4,3</i>	<i>15,9</i>	<i>12,4</i>	<i>11,0</i>
Nettorahoituskulut	-0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	8,2	2,9	1,2	4,0	3,0	11,1	2,9	3,1	5,5	4,3	15,9	12,4	11,0
Verot	-1,5	-0,8	-0,4	-0,7	-0,3	-2,1	-0,7	-0,7	-1,2	-1,0	-3,6	-2,9	-2,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,7	2,1	0,8	3,4	2,7	9,0	2,3	2,4	4,3	3,3	12,2	9,6	8,5
EPS (oikaistu)	1,65	0,50	0,19	0,80	0,64	2,13	0,53	0,56	1,01	0,77	2,88	2,25	2,00
EPS (raportoitu)	1,65	0,50	0,19	0,80	0,64	2,13	0,53	0,56	1,01	0,77	2,88	2,25	2,00
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-11,1 %	38,5 %	28,4 %	58,6 %	9,2 %	30,9 %	-3,6 %	24,6 %	29,3 %	11,8 %	15,4 %	-11,0 %	-9,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	5,7 %	93,2 %	-13,0 %	201,4 %	-28,7 %	30,5 %	2,8 %	139,3 %	36,2 %	41,8 %	41,9 %	-21,8 %	-11,2 %
<i>Käyttökate-%</i>	9,6 %	9,0 %	5,6 %	12,9 %	9,6 %	9,3 %	9,7 %	8,7 %	13,2 %	11,5 %	10,9 %	10,1 %	10,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	7,6 %	7,3 %	3,8 %	11,1 %	7,8 %	7,5 %	7,8 %	7,2 %	11,7 %	9,9 %	9,3 %	8,2 %	8,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	5,9 %	5,7 %	2,3 %	9,1 %	6,9 %	6,1 %	6,4 %	5,4 %	9,0 %	7,5 %	7,2 %	6,3 %	6,2 %
Lähde: Inderes													

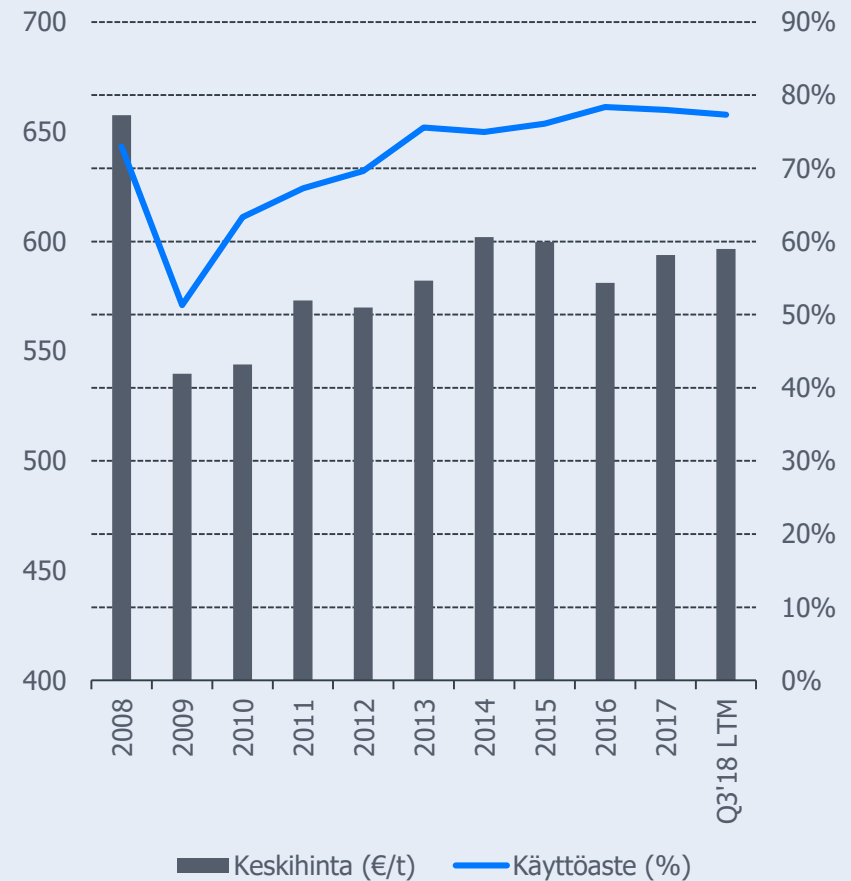
Lähde: Inderes

Rauten tilauskanta ja markkinaindikaattorit

Rauten tilausvirta ja -kanta Q4'08-Q3'18



UPM Plywoodin kehitys 2008-H1'17



Lähde: Inderes, Raute, UPM

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

Mielestämme yritysarvoon (EV) perustuvat kertoimet ovat parhaita kuvastamaan Rauten arvostustasoa, koska ne huomioivat parhaiten yhtiön vahvan taseen. Kuitenkin myös P/E-kerroin sopii mielestämme Rautelle varsin hyvin etenkin normaalissa kysyntätilanteessa. Tulospohjaisten kertoimien lisäksi käytämme Rauten osakkeen arvottamisessa myös osinkotuottoa maltillisella painolla. Osinkotuoton merkitystä korostaa mielestämme se, että historiallisesti verrattain suuri osa Rauten sijoittajille tarjoamasta kokonaistuotosta on tullut juuri osingosta. Tase pohjaista P/B-lukua käytämme arvonmäärityksessä hahmottamaan osakkeeseen ladattujen odotusten voimaa, vaikka Raute ei missään tapauksessa olekaan taseella hinnoiteltava pääomaintensiivinen yhtiö eikä tasekerroin aseta suoranaisesti rajaa hyväksyttävälle arvostukselle.

Emme hyväksy yhtiölle korkeita kertoimia, vaikka hyväksyttävä arvostus onkin nousussa

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät painavat ja tukevat Rauten arvostusta:

- **Kestävä teknologinen kilpailuetu ja vahva markkina-asema** pitävät luottamuksen yhtiön pitkän ajan kilpailukyyn suhteen korkealla ja tukevat hyväksyttävää arvostusta
- **Vahva tase ja maltillisesti pääomaa sitova liiketoimintamalli** mahdollistavat melko korkean vapaan kassavirran ja pääomien voimakkaan allokoinnin osinkoon.
- **Palveluliiketoiminnan kasvu** on tukenut Rauten hyväksyttävää arvostusta viime

vuosina ja nyt yhtiön palveluliiketoiminnan suhteellinen kokoluokka on karkeasti verrokkiyhtiöiden keskimäärisellä tasolla.

- **Liiketoiminnan voimakas syklisyys** pitää sijoittajan riskit korkealla ja edellyttää selkeitä turvamarginaaleja etenkin syklisesti hyvässä vaiheessa
- **Omistajarakenne ja osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajoittavat tietyn tyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön eikä myöskään yritysostokortti nouse mielestämme kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nykyrakenteella.
- **Lähipuosien tuloskasvuodotukset** ovat perusskenaariossa rajalliset erinomaisen lähtötason takia, kun taas yleisesti konepajayhtiöiden tulostasojen odotetaan kasvavan vielä jonkun verran
- **Pieni koko** nostaa liiketoiminnan riskiprofiilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyn tyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella 6x-9x ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 10x-13x. Nämä kerroinhaarukat ovat alalaidoiltaan karkeasti linjassa yhtiön pitkän aikavälin arvostuskertoimien kanssa, kun taas palveluliiketoiminnan viime vuosien hyvä kehitys on mielestämme tukenut osaltaan tulevaisuudessa hyväksyttävää arvostusta jossain määrin. Suhteessa vastaavalla liiketoimintamallilla operoivaan ydinverrokkiyhmään (Helsingin Pörssin pienet pienet ja/tai investointivetoiset konepajat)

nähdessä Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen noin 15-30 % alennuksella keskimäärin korkeamman riskiprofiilin takia. Yhtiön tarjoaman osinkotuoton taas tulisi mielestämme olla kilpailukykyinen suhteessa riskittömään korkoon ja/tai Helsingin Pörssin keskimääräiseen osinkotuottoon.

Lähipuosien arvostuskertoimet ovat perustellusti haarukoidemme ylälaidoilla

Vuoden 2018 ja 2019 ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-kertoimet ovat noin 5x ja 6x, kun taas vastaavat P/E-luvut ovat 8x ja 11x. Näin ollen yhtiö on arvostushaarukoidemme alapuolella kuluvan vuoden ja alalaidalla ensi vuoden kertoimilla. Siten osake on mielestämme maltillisesti hinnoiteltu myös jälkimmäisen mittarin valossa. Ensi keväänä ennusteidemme mukaan nousevan osingon myötä arvioimme Rauten tarjoavan noin 6 %:n osinkotuoton nykykurssille. Tämä on noin yhtiön historiallisella tasolla mutta pidämme osinkoa kuitenkin hyvänä pohjatuotona sijoittajille ja se rajaa osakkeen laskuvaraa, kunhan yhtiön lähipuosien tulospäätökset eivät heikkene nykytasolta odotuksiamme voimakkaammin.

Toisaalta Rauten arvostuksen haastavuutta heijastelee osin yhtiön P/B-luku, joka on noussut selvästi yhtiön historiallista korkeammalle tasolle 2,2x Korkea P/B-arvostus on mielestämme perusteltua yhtiön vahva tuloskunto huomioiden, mutta mielestämme se antaa kuvaa silti osakkeeseen ladattujen odotusten voimakkuudesta. Siten osake ei saa tase-arvostuksesta mitään tukea syklin mahdollista heikentymistä vastaan, mikä osaltaan korottaa Rauteen tälle hetkellä tehtävän sijoituksen riskiprofiilia..

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Rauten 2000-luvun vuoden oman pääoman tuoton (ROE-%) mediaani on ollut 13 %, joten syklin yli laskettuna arvostus on haastava.

Kokonaistuotto-odotus on vielä varovaisen positiivinen

Arviomme mukaan Rauten kokonaistuotto-odotus lähivuosille nousee 5-10 %:iin. Tuotosta osinko kattaa valtaosan ja loput tulevat palveluliiketoiminnan kasvun ja hyvän näkyvyyden ajamasta hyväksyttävien arvostuskertoimien lievästä nousupotentiaalista, jonka arvioimme realisoituvan, kun yhtiön tilausvirta pysyy hyvällä tasolla ja sitä kautta tulos pysyy hyvällä tasolla. Tulokasvun odotamme jäävän kuitenkin vaisuksi ja osakkeen olennainen nousuvara nykytasolta vaatisi taakseen tulokasvua. Tämä ei sinänsä ole mahdoton skenaario suhteellisen kannattavuuden parannuspotentiaali huomioiden ja edelleen kohtuullinen projektien pohjakysyntä huomioiden, mutta markkinariskien ja kannattavuuden track-recordin takia emme ole valmiita hinnoittelemaan osaketta suotuisimman skenaarion mukaan tässä vaiheessa.

Syklin vaiheeseen liittyvästä riskiprofilista huolimatta mielestämme Rauten absoluuttisen arvostustason indikoima kokonaistuotto-potentiaali on vielä varovaisen houkutteleva. Lisäksi nykykurssilla sijoittaja saa option Kiinan laajentumisen onnistumisesta pitkällä aikavälillä, mitä ei mielestämme ole sinänsä perustellusti hinnoiteltu vielä osakkeeseen lainkaan. Siten pidämme maltillisia lisäostoja Rautessa vielä perusteltuina, mutta suosittelemme sijoittajia hajauttamaan ostojaan ajallisesti, sillä syklin vaiheeseen varsinkin keskipitkällä aikavälillä

liittyvät riskit ovat konkreettisia.

Verrokkiryhmäarvostus on indikatiivinen

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavia yhtiötä ei ole olemassa eikä kilpailijoista löydy yhtään listattua yhtiötä. Siten suhteellisen arvostustason ja arvostuserojen sokea seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa ja pidämme suhteellista arvostusta lähinnä indikatiivisena mittarina Rautelle. Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Helsingin Pörssien pienet konepajat sekä suuremmista konepajoista teollisuuden investointitavarahyödykkeissä operoivat konepajat. Tämän tyyppiset yhtiöt ovat mielestämme jollain tavoin peilattavissa Rauteen samantyyppisten ajureiden takia.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2018 ja 2019 ovat P/E-luvut 16x ja 12x ja EV/EBIT-kertoimet 13x ja 9x. Mielestämme yleisesti verrokkiyhtiöt ovat arvostettu markkinoilla jokseenkin neutraalisti (ts. kuluvan vuoden kertoimet korkeat ja ensi vuoden kohtuulliset). Näin ollen Raute on arvostettu noin 50-60 %:n alennuksella suhteessa vertailuryhmään tulospohjaisesti vuoden 2018 ennusteillamme, kun taas vuoden 2018 ennusteilla aliarvostus on noin 5-35 %. Tasepohjaisesti Raute on arvostettu yli verrokkiryhmän mediaanin, mutta ja yhtiön tarjoama osinkotuotto on selvästi verrokkiryhmää korkeampi. Siten pidämme myös suhteellista arvostusta kohtuullisena eikä suhteellinen arvostus mielestämme estä osakkeen lievää nousuvaraa, vaikka mittari onkin indikatiivinen.

DCF-arvonmääritys

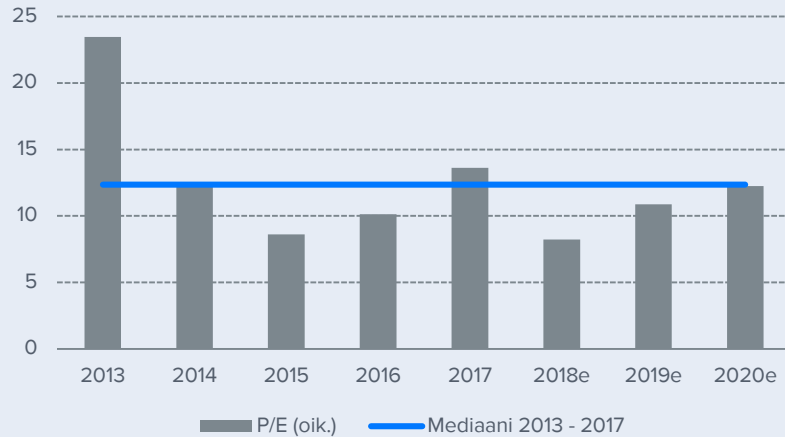
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaali-jakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 27,33 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa osakkeen varovaisen houkuttelevaa hinnoittelua. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu asettuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali 6-7 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaali-jakson painoarvo kassavirtojen arvosta on hieman kohtuullinen 48 %, joten kaukaisessa tulevaisuudessa olevat kassavirrat eivät saa mallissa kovin suurta painoa. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,1 % ja oman pääoman kustannus on 10,2 %. Riskitön korko on 3,0 %, likviditeettipreemio 0,5 %, markkinan riskipreemio 4,75 % ja beta 1,4.

Tavoitehintaa ja suositus

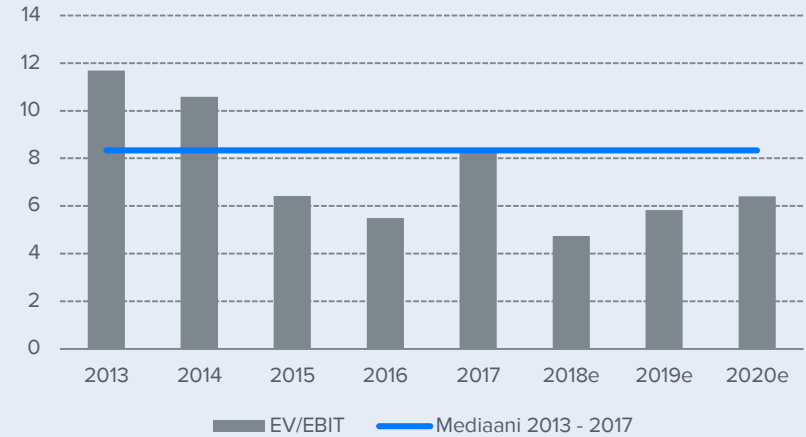
Toistamme Rauten useiden arvostusmallien indikoimaa kokonaiskuvaa heijastelevan tavoitehintamme 27,00 euroa ja osakkeen lisää-suosituksemme, sillä mielestämme Raute tarjoaa sijoittajilla lähivuosina varovaisen positiivisen 5-10 %:n kokonaistuotto-odotuksen. Tuotto-odotus muodostuu valtaosin osingosta, mitä tulee lisäksi arvostuskertoimien lievä nousupotentiaali. Lisäksi pidämme mahdollisena, että osake saa tukea lyhyellä tähtäimellä uutisvirrasta, jos yhtiö saa kotiutettua tilauksia ulkona olevasta tarjouskannastaan. Tämä laskisi vähintään osakkeen riskiprofilia ja tukisi hyväksyttävää arvostuskertoimia. Korostamme silti, että arvostus ei anna suojaa etenkin keskipitkän ajan syklisiä ennusteriskejä vastaan, mikä takia puoltaa tiettyä varovaisuutta osakkeen suhteen, vaikka suosituksemme onkin positiivinen.

Rauten historiallinen arvostustaso

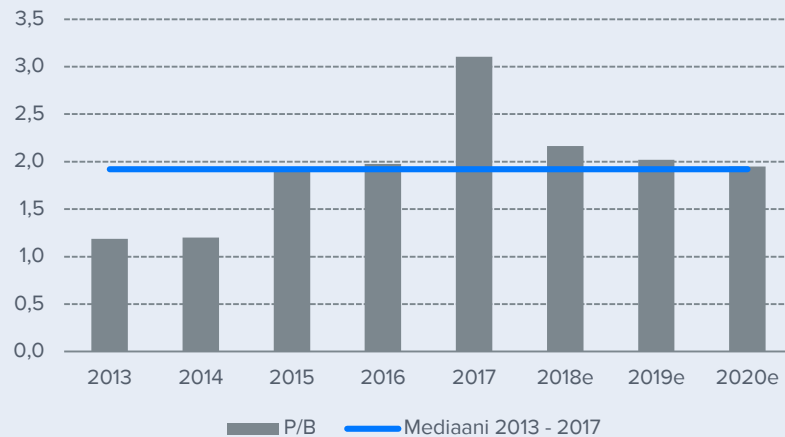
P/E



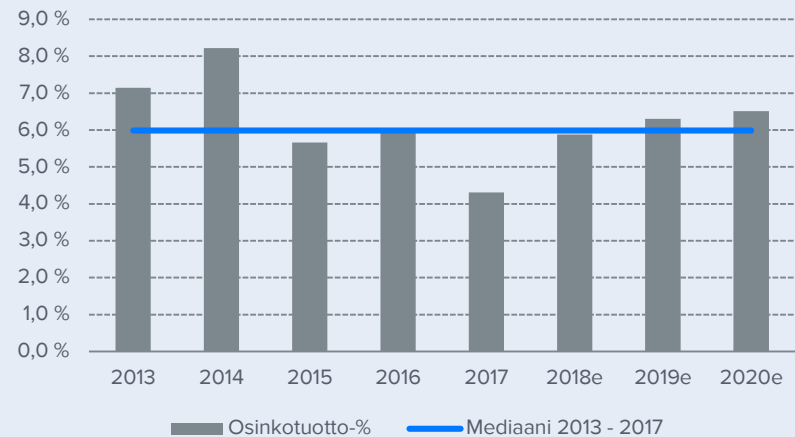
EV/EBIT



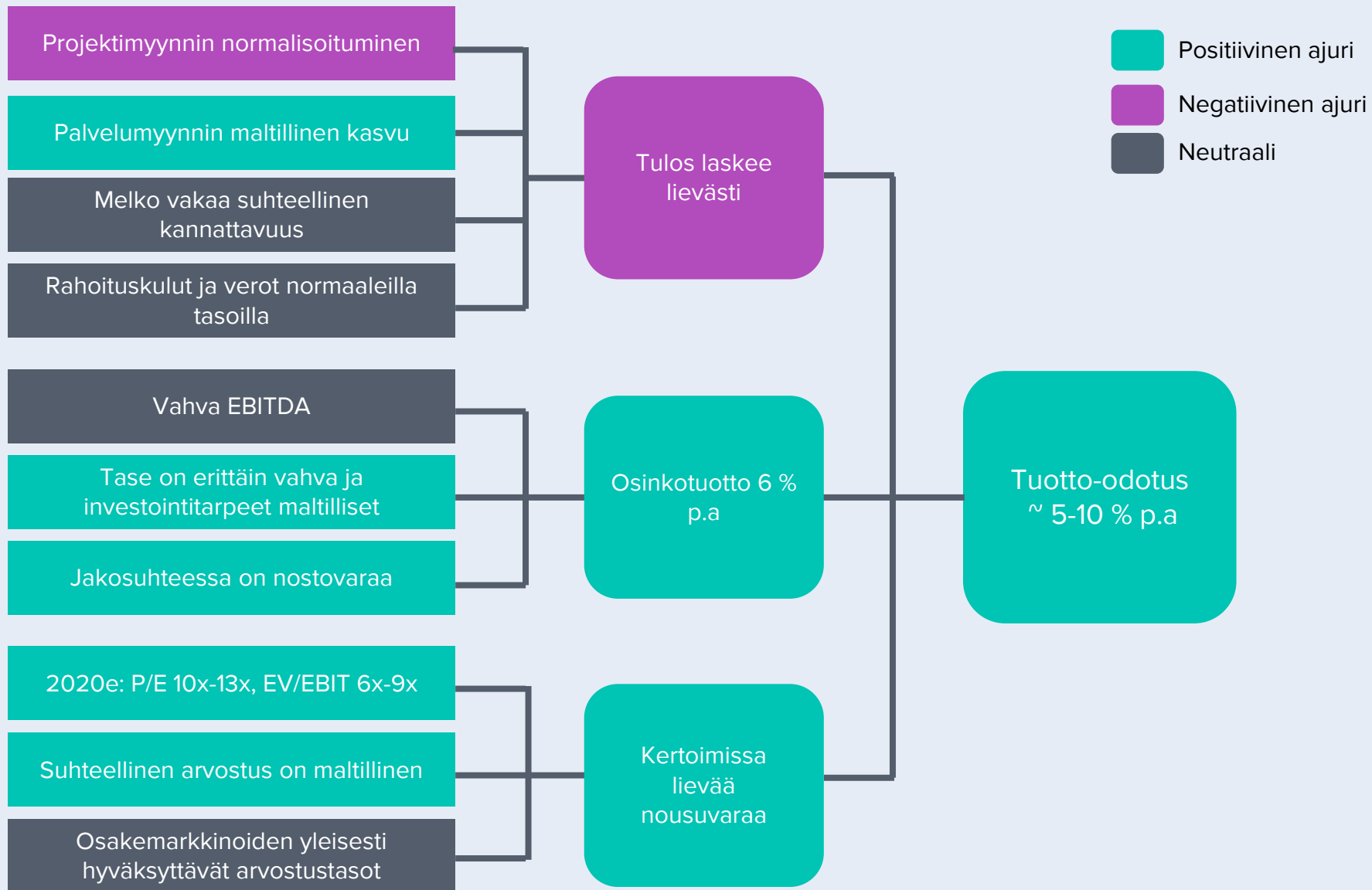
P/B



Osinkotuotto-%



Rauten arvoajurit 2018e-2020e



Arvostuskertoimet ja herkkyysanalyysi

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	7,00	7,30	14,12	16,70	29,00	23,80	23,80	23,80
Markkina-arvo	28	29	57	68	122	101	101	101
Yritysarvo (EV)	21	28	52	47	93	76	72	71
P/E (oik.)	23,4	12,4	8,6	10,1	13,6	8,2	10,9	12,2
P/E	23,4	12,4	8,6	10,1	13,6	8,2	10,9	12,2
P/Kassavirta	56,9	-9,6	11,2	3,7	9,8	77,7	10,9	12,6
P/B	1,2	1,2	1,9	2,0	3,1	2,2	2,0	1,9
P/S	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	0,6	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,3	6,0	4,5	4,3	6,7	4,1	4,7	5,1
EV/EBIT	11,7	10,6	6,4	5,5	8,3	4,7	5,8	6,4
Osinko/tulos (%)	167,5 %	101,6 %	48,6 %	60,6 %	58,7 %	48,4 %	68,6 %	79,7 %
Osinkotuotto-%	7,1 %	8,2 %	5,7 %	6,0 %	4,3 %	5,9 %	6,3 %	6,5 %

Lähde: Inderes

P/E arvomatriisi 2019e liikevaihdon ja EBIT-%:n mukaan

		130	140	150	160	170
		7,0 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %	9,0 %
P/E	8,0	12,94	14,93	17,06	19,34	21,75
	9,0	14,56	16,80	19,19	21,75	24,47
	10,0	16,17	18,66	21,33	24,17	27,19
	11,0	17,79	20,53	23,46	26,59	29,91
	12,0	19,41	22,39	25,59	29,00	32,63
	13,0	21,02	24,26	27,73	31,42	35,35
	14,0	22,64	26,13	29,86	33,84	38,07
	15,0	25,88	29,86	34,12	38,67	43,51
	16,0	25,88	29,86	34,12	38,67	43,51

Lähde: Inderes

EV/EBIT arvomatriisi 2018e-2019e (nettovelkaoletus -20 MEUR)

		EBIT				
		10,00	11,00	13,00	15,00	17,00
EV/EBIT	5,0	16,59	17,77	20,14	22,51	24,88
	5,5	17,77	19,08	21,68	24,29	26,90
	6,0	18,96	20,38	23,22	26,07	28,91
	6,5	20,14	21,68	24,76	27,84	30,92
	7,0	21,33	22,99	26,30	29,62	32,94
	7,5	22,51	24,29	27,84	31,40	34,95
	8,0	23,70	25,59	29,38	33,18	36,97
	8,5	24,88	26,90	30,92	34,95	38,98
	9,0	26,07	28,20	32,46	36,73	41,00

Vertailuryhmäarvostus

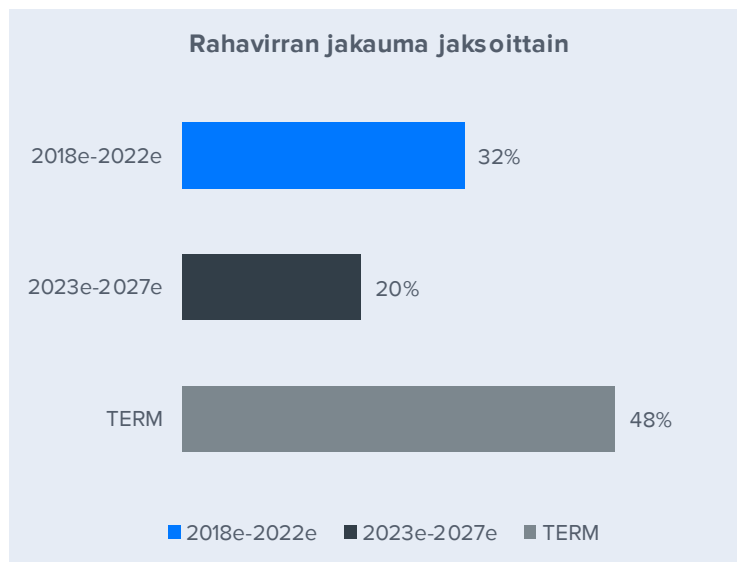
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Raute	23,80	79	60	4,9	6,0	4,1	4,8	0,4	0,5	8,4	10,9	5,7	5,9	2,2
Glaston	0,39	75	85		12,1	9,5	8,1	0,7	0,6		12,9			
Ponsse	26,85	746	797	12,0	9,1	9,5	7,5	1,3	1,1	16,1	12,2	3,0	3,7	3,7
Valmet	17,40	2584	2473	13,5	9,8	9,9	7,7	0,8	0,7	17,8	14,2	3,6	4,5	2,7
Uutechnic	0,35	20	23	8,3				1,0	0,9					2,1
Outotec	3,11	533	90	18,5	7,9	9,3	5,5	0,6	0,5	38,5	9,4	0,3	4,2	1,5
Robit	2,11	45	57		40,5		10,1	1,0	0,9					0,7
Sandvik	125,10	15036	16590	9,2	8,5	7,4	6,9	1,7	1,6	11,8	11,2	3,7	4,1	2,6
Koncranes	27,67	2214	2847	13,3	9,3	8,7	7,0	0,9	0,8	14,4	10,9	4,4	4,6	1,7
FL Smith	309,60	2103	2365	14,3	10,7	9,9	8,0	1,0	0,9	17,7	13,2	2,8	3,3	1,8
Raute (Inderes)	23,80	101	76	4,7	5,8	4,1	4,7	0,4	0,5	8,2	10,9	5,9	6,3	2,2
Keskiarvo				11,7	12,7	8,6	7,3	0,9	0,9	17,8	11,9	3,4	4,3	2,1
Mediaani				12,6	9,3	9,4	7,5	0,9	0,8	16,1	11,7	3,6	4,2	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-62 %	-37 %	-57 %	-37 %	-52 %	-44 %	-49 %	-7 %	63 %	52 %	5 %

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

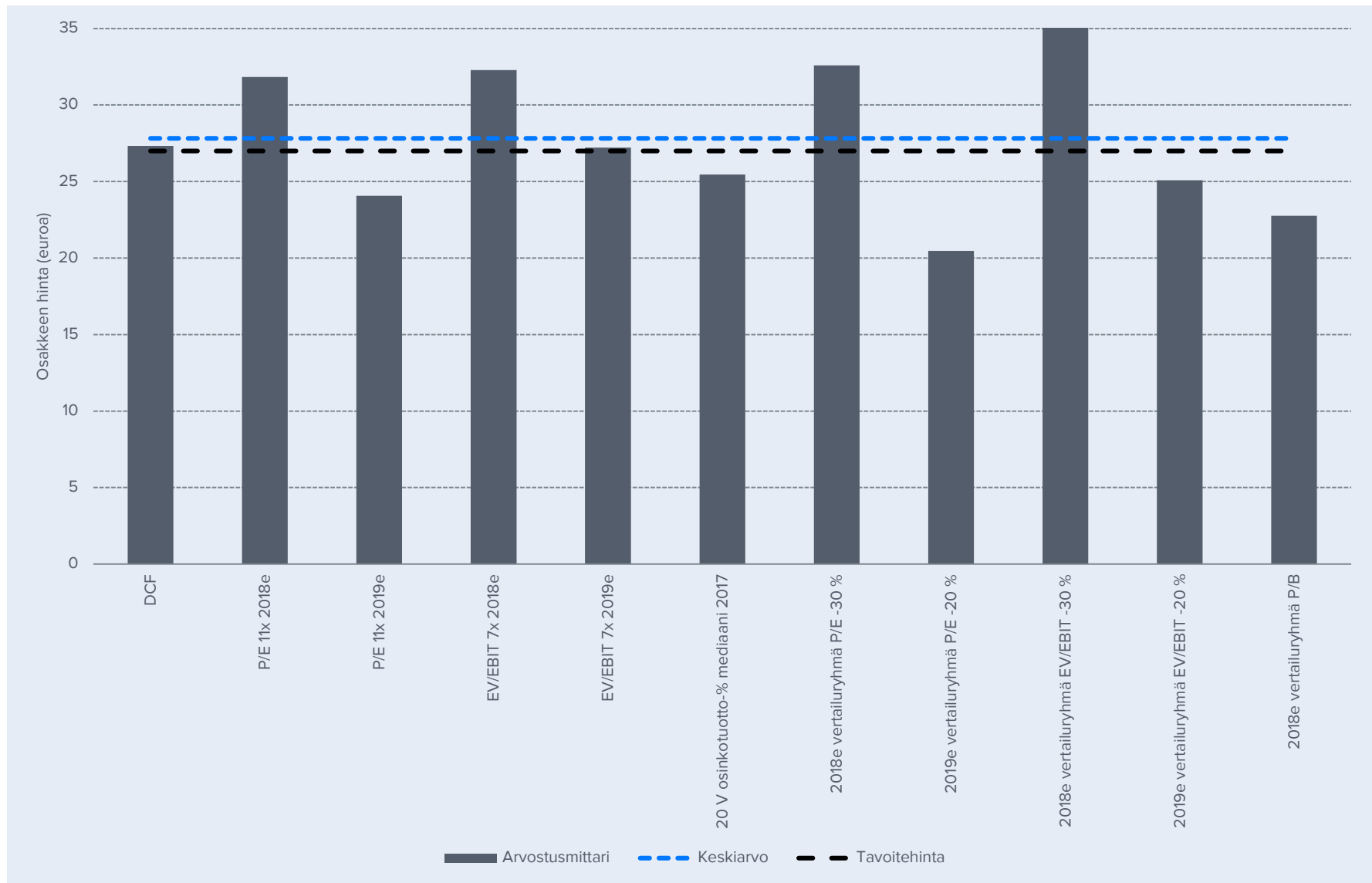
Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	11,2	16,0	12,4	11,0	10,1	10,0	9,8	9,7	9,5	9,4	9,6	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	3,0	2,9	2,8	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	
- Maksetut verot	-2,5	-3,7	-3,1	-2,8	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,4	-8,7	0,0	-0,1	-0,5	1,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	17,7	6,3	12,3	11,1	9,9	12,0	9,8	9,7	9,6	9,6	10,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-5,4	-5,0	-3,0	-3,1	-2,1	-2,6	-2,8	-2,8	-3,1	-3,2	-3,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,5	1,3	9,3	8,0	7,8	9,4	7,0	6,9	6,6	6,5	6,8	
+/- 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	12,5	1,3	9,3	8,0	7,8	9,4	7,0	6,9	6,6	6,5	6,8	98,3
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	8,5	6,7	6,0	6,6	4,5	4,1	3,6	3,2	3,1	44,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		92,3	91,0	82,5	75,8	69,8	63,2	58,7	54,6	51,0	47,8	44,8
Velaton arvo DCF		92,3										
- Korolliset velat		-1,4										
+ Rahavarat		30,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,3										
Oman pääoman arvo DCF		116,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		27,33										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %



Osakkeen potentiaali eri menetelmillä



Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	127	113	148	171	152	138
Kulut	-116	-102	-134	-152	-137	-124
EBITDA	11,6	10,9	13,8	18,6	15,4	13,9
Poistot	-3,5	-2,3	-2,6	-2,7	-3,0	-2,9
Liikevoitto	8,1	8,6	11,2	16,0	12,4	11,0
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>8,1</i>	<i>8,6</i>	<i>11,2</i>	<i>16,0</i>	<i>12,4</i>	<i>11,0</i>
Rahoituserät	-0,4	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,1
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	8,1	8,2	11,1	16,0	12,4	11,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,4	-1,5	-2,1	-3,7	-3,1	-2,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,7	6,7	9,0	12,3	9,3	8,3
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>6,6</i>	<i>6,7</i>	<i>9,0</i>	<i>12,3</i>	<i>9,3</i>	<i>8,3</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	6,7	6,7	9,0	12,3	9,3	8,3
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>1,65</i>	<i>1,65</i>	<i>2,13</i>	<i>2,89</i>	<i>2,19</i>	<i>1,94</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	1,64	1,65	2,13	2,89	2,19	1,94

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	10,8	11,8	14,9	17,2	17,2
Liikearvo	0,0	0,0	1,0	2,5	2,5
Aineettomat oikeudet	1,6	1,4	2,5	2,5	2,5
Käyttöomaisuus	8,5	9,6	9,9	10,8	10,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	51,0	57,9	72,1	84,1	78,8
Varastot	9,6	9,7	11,0	15,4	12,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	34,7	24,4	30,4	42,7	36,5
Likvidit varat	6,5	23,8	30,7	26,0	29,4
Taseen loppusumma	61,8	69,8	87,0	101,3	96,0

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	29,7	34,2	39,4	46,8	50,1
Osakepääoma	8,2	8,3	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	15,2	11,9	14,3	21,4	24,7
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,3	14,1	16,8	17,1	17,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	31,4	34,9	46,8	53,8	45,1
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	3,1	1,4	0,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,4	31,8	43,2	51,2	42,6
Muut lyhytaikaiset velat	1,4	0,0	2,2	2,2	2,2
Taseen loppusumma	61,8	69,8	87,0	101,3	96,0

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

mainitut rajoitukset.

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

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat

liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta:

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

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.5.2017	Lisää	24,00 €	22,48 €
2.8.2017	Vähennä	25,00 €	25,29 €
4.10.2017	Lisää	25,00 €	22,99 €
1.11.2017	Lisää	26,50 €	24,97 €
29.12.2017	Vähennä	28,00 €	29,00 €
16.2.2018	Vähennä	29,00 €	30,50 €
30.4.2018	Lisää	32,00 €	30,50 €
1.8.2018	Lisää	32,00 €	30,30 €
18.9.2018	Vähennä	32,00 €	30,90 €
1.11.2018	Lisää	27,00 €	25,00 €
12.12.2018	Lisää	27,00 €	23,80 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**