

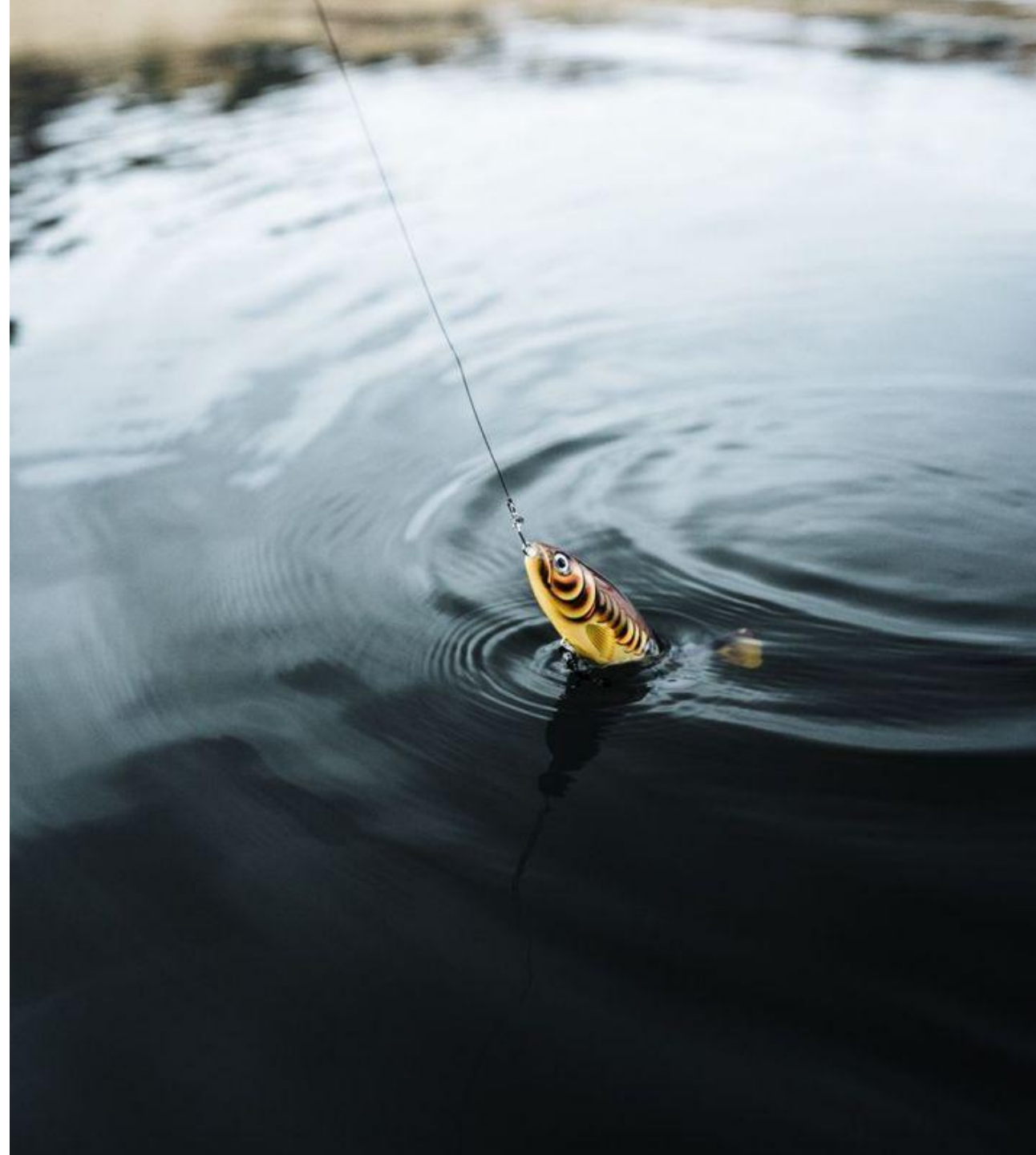
RAPALA VMC

16.06.2025 7.30 EEST



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tulliuhka vesittää kuluvan vuoden näkymän

Rapalan tulostukäänne osoitti viime vuonna varovaisia etenemisen merkkejä, mutta Yhdysvaltain tullipolitiikka on heikentänyt näkymiä yhtiölle kriittisellä markkinalla. Olemme laskeneet Yhdysvaltain ennusteitamme nykyistä liiketoimintaympäristöä heijastellen, joskin tullineuvottelujen lopputulemat voivat vielä muuttaa loppuvuoden näkymää merkittävästikin. Leikkaamme tavoitehintamme 1,3 euroon (aik. 1,7 eur) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Yhdysvallat on Rapalan tärkein markkina, eikä yhtiöllä ole maassa paikallista tuotantoa

Rapalan myynnistä noin 45 % tulee Yhdysvalloista. Yhtiöllä ei ole omaa tuotantoa maassa, minkä seurauksena se on erityisen altis Yhdysvaltain tulille. Rapalan Yhdysvaltojen vientiä ajatellen keskeisille Taiwanin ja Euroopan markkinoille asetettiin alkuun 32 %:n ja 20 %:n tullit. Kyseiset tasot ovat kuitenkin toistaiseksi tauolla heinäkuun alkuun asti, johon saakka sovelletaan 10 %:n minimituloja. Yhdysvaltain nykyinen tullipolitiikka asettaa paikalliset kalastustarvikkeiden tuottajat suhteellisesti vahvempaan asemaan. Maassa myydyistä kalastustarvikkeista vain pieni osa valmistetaan paikallisesti, minkä seurauksena tullit eivät toistaiseksi aseta Rapalaa kilpailijoita heikompaan asemaan (pl. Purefishing, jolla on paikallista tuotantoa), kun taas tuntuvan Kiina-altistuksen omaavat yhtiöt ovat toistaiseksi erityisen haastavassa asemassa.

Ennusteita alas, mutta ennusteriski on merkittävä, kunnes Yhdysvaltain kauppasopimuksista tiedotetaan

Olemme raportin yhteydessä laskeneet Rapalan lähivuosien Yhdysvaltain ennusteita väliaikaisten 10 %:n tullien aiheuttaman kustannusinflaation ja heikentyneen Yhdysvaltain dollarin ajamana. Ennusteemme heijastavat nykytilannetta, joten alun perin ehdotettujen Euroopan 20 %:n ja Taiwanin 32 %:n laajat tuontitullit heikentäisivät näkymää edelleen. Lähivuosien osalta ennusteriski onkin merkittävä, kunnes Yhdysvaltojen kauppasopimuksista tiedotetaan. Laskimme

liikevaihtoennusteitamme 2-4 %. Tullien myötä ennakoidun myyntikatemarginaalipaineen myötä kuluvan vuoden liikeulosennusteemme laski kuitenkin kolmanneksen. Rapalan merkittävä altistuminen Yhdysvalloille aiheuttaa mielestämme riskin tulostukseksi, ja kuluvan vuoden vertailukelpoinen liikeulosennusteemme on aavistuksen edellisvuoden alapuolella. Yhdysvalloista odotamme lievästi laskevaa liikevaihtoa, kun taas muilla markkina-alueilla näemme yhtiöllä edellytykset kasvuun. Rapalalla on H2:lla vastassa heikko talvikalastuksen vesittämä vertailukausi, mutta toistaiseksi näkyvyys H2:n liiketoimintaympäristöön on Yhdysvaltojen osalta poikkeuksellisen sumea.

Taseasema säilyy tukalana

Vuoden 2024 lopussa Rapalan nettovelka asettui 61,8 MEUR:oon (91,8 MEUR, jos huomioi taseen 30 MEUR:n hybridilainan), mikä on valmistavan teollisuuden kontekstissa korkealla 3,5x (5,2x hybridilaina huomioiden) tasolla suhteessa 2025 käyttökate-ennusteeseemme. Arvonluonnin kannalta näemme 2026 erääntyvän 30 MEUR:n hybridilainan lunastamisen kriittisenä, mitä nykyiset liiketoimintaympäristön haasteet vaikeuttavat kuitenkin selvästi.

Osaketta hinnoitellaan pessimistisesti, mutta ajurit loistavat poissaolollaan ilman merkittävää käännettä parempaan

Rapalan liikevaihto- ja tasepohjainen arvostus ovat matalia hyviä brändejä omaavalle kuluttajatuoteyhtiölle, ja osaketta hinnoitellaan merkittävällä alennuksella verrokkeihin nähden. Tämä luo nousupotentiaalia, mikäli yhtiö kykenee nostattamaan suhteellista kannattavuutta lähemmäs muita kuluttajatuoteyhtiöitä. Nykyennusteillamme lähivuosien tulospohjainen arvostus on kuitenkin korkea (2025-26 EV/EBIT: 29-13), mikä yhdessä rahoitusriskin kanssa heikentää osakkeen riskikorjattua tuotto-odotusta. Olemme raportin yhteydessä nostaneet yhtiön pääoman kustannusta heikentyneen ennustettavuuden ja nousseen riskiprofiilin myötä.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehint:

1,30 EUR

(aik. 1,70 EUR)

Osakekurssi:

1,23 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	220,9	219,2	227,9	235,4
kasvu-%	0 %	-1 %	4 %	3 %
EBIT oik.	6,2	6,0	10,7	14,5
EBIT-% oik.	2,8 %	2,7 %	4,7 %	6,2 %
Nettotulos	0,5	-1,0	2,9	7,0
EPS (oik.)	-0,08	-0,05	0,00	0,18

P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	6,9
P/B	0,6	0,4	0,4	0,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	32,1	28,8	13,4	9,4
EV/EBITDA	9,5	9,7	7,2	5,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,6	0,6

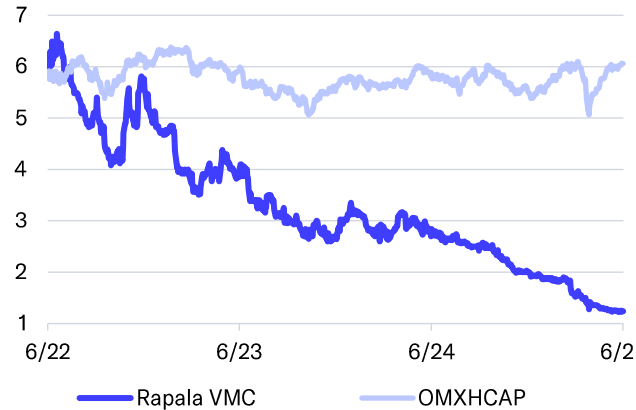
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

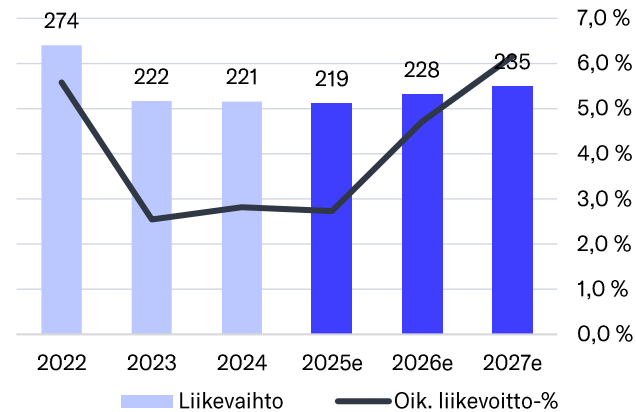
2025 vertailukelpoisen liikevoiton ohjeistetaan kasvavan edellisvuodesta (2024: 6,2 MEUR).

Osakekurssi



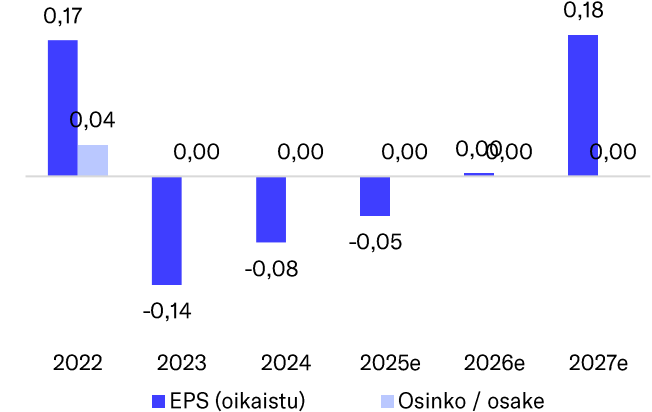
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu

Riskitekijät

- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Kaupan omien brändien kasvu
- Vähittäiskaupan murros ja konsolidaatio asiakaspuolella
- Kilpailun kiristyminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,23	1,23	1,23
Osakemäärä, milj. kpl	38,9	38,9	38,9
Markkina-arvo	48	48	48
Yritysarvo (EV)	172	144	137
P/E (oik.)	neg.	>100	6,9
P/E	neg.	>100	6,9
P/B	0,4	0,4	0,4
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,7	7,2	5,7
EV/EBIT (oik.)	28,8	13,4	9,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Yhdysvaltain heikentynyt näkymä ajoi ennustemuutoksia

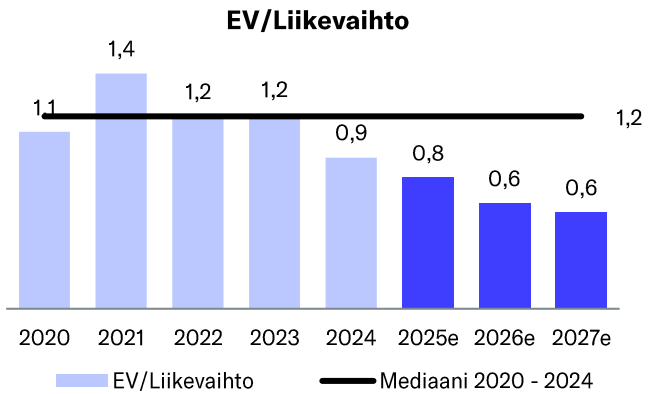
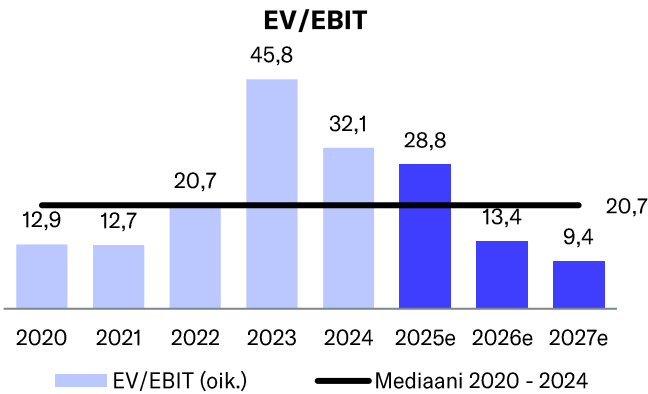
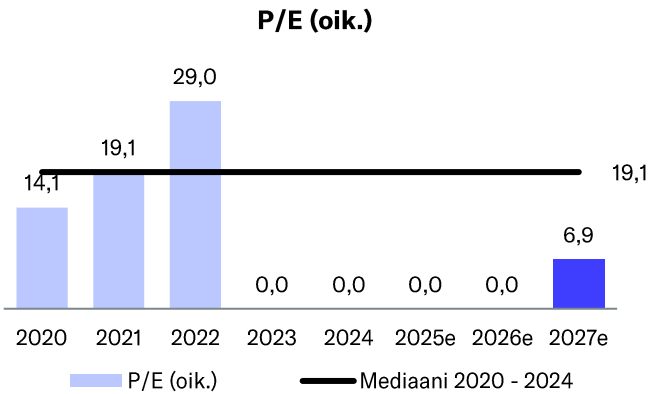
Ennustemuutokset	2025e	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	227	219	-4 %	234	228	-3 %	241	235	-2 %
Käyttökate	20,8	17,8	-15 %	22,0	20,1	-8 %	24,6	23,9	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,0	6,0	-34 %	12,5	10,7	-14 %	15,1	14,5	-4 %
Liikevoitto	9,0	6,0	-34 %	12,5	10,7	-14 %	15,1	14,5	-4 %
Tulos ennen veroja	1,7	-1,3	-177 %	5,8	4,0	-31 %	10,2	9,6	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,01	-0,05	-631 %	0,04	0,00	-90 %	0,19	0,18	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,02	0,00	-100 %	0,04	0,00	-100 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,36	8,72	5,00	3,00	1,92	1,23	1,23	1,23	1,23
Osakemäärä, milj. kpl	38,6	38,6	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Markkina-arvo	168	337	194	117	75	48	48	48	48
Yritysarvo (EV)	277	415	316	258	200	172	144	137	129
P/E (oik.)	14,1	19,1	29,0	neg.	neg.	neg.	>100	6,9	5,6
P/E	>100	19,8	52,5	neg.	neg.	neg.	>100	6,9	5,6
P/B	1,5	2,4	1,4	0,9	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3
P/S	0,6	1,1	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	1,1	1,4	1,2	1,2	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	11,2	9,0	13,4	16,7	9,5	9,7	7,2	5,7	4,8
EV/EBIT (oik.)	12,9	12,7	20,7	45,8	32,1	28,8	13,4	9,4	7,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	34,0 %	42,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	9,1 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,7 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Globeride Inc	303	408			6,1	5,9	0,6	0,5	12,3	9,8	3,8	4,3	0,9
Shimano Inc	11110	7935			13,1	11,3	2,8	2,6	27,9	23,1	1,6	1,7	2,1
Fiskars Oyj Abp	1173	1740	14,5	12,6	9,6	8,1	1,5	1,4	14,8	12,3	6,0	6,2	1,5
Johnson Outdoors Inc.	271	189		7,9			0,4	0,3		12,1			0,7
Mizuno Corp	1262	1154			8,5	7,8	0,8	0,8	13,0	12,3	1,9	1,9	1,4
Yonex Co	1644	1536			15,2	13,7	1,9	1,7	25,0	22,7	0,7	0,8	3,7
Thule Group AB	2655	3037	17,6	15,2	15,0	13,2	3,1	2,9	21,2	17,9	3,5	4,1	3,5
Orthex Oyj	84	97	10,1	8,6	6,8	6,1	1,1	1,0	13,3	10,4	4,9	5,8	2,2
Helen Of Troy Ltd	554	1330	6,3	7,8	5,3	6,4	0,8	0,8	3,9	5,3			0,4
Harvia Oyj	938	991	22,8	20,0	19,4	17,3	4,9	4,5	30,0	26,0	1,7	1,9	6,7
Tulikivi	27	35	17,4	11,6	7,0	7,0	1,1	1,0	22,6	15,1	2,2	4,4	1,4
Rapala VMC (Inderes)	48	172	28,8	13,4	9,7	7,2	0,8	0,6	-24,6	329,8	0,0	0,0	0,4
Keskiarvo			14,8	12,0	10,6	9,7	1,7	1,6	18,4	15,2	2,9	3,5	2,2
Mediaani			16,0	11,6	9,1	8,0	1,1	1,0	18,0	12,3	2,2	4,1	1,5
Erotus-% vrt. mediaani			80 %	16 %	7 %	-10 %	-27 %	-38 %	-237 %	2575 %	-100 %	-100 %	-75 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	222	121	100	221	121	98,3	219	228	235	241
Pohjois-Amerikka	111	61,4	50,7	112	61,4	48,2	110	116	121	124
Pohjoismaat	27,8	13,5	12,2	25,7	13,6	12,7	26,4	26,9	27,6	28,1
Muu Eurooppa	57,1	33,5	24,8	58,3	33,5	24,8	58,3	59,4	60,9	62,1
Muu maailma	26,1	12,1	12,7	24,8	12,3	12,6	24,9	25,4	26,0	26,6
Käyttökate	15,5	16,9	4,2	21,1	11,7	6,1	17,8	20,1	23,9	27,0
Poistot ja arvonalennukset	-11,5	-5,7	-6,8	-12,5	-5,9	-5,9	-11,8	-9,4	-9,4	-9,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	6,2	0,0	6,2	5,8	0,2	6,0	10,7	14,5	17,5
Liikevoitto	4,0	11,2	-2,6	8,6	5,8	0,2	6,0	10,7	14,5	17,5
Nettorahoituskulut	-10,2	-4,3	-3,8	-8,1	-3,7	-3,6	-7,3	-6,7	-4,9	-5,9
Tulos ennen veroja	-6,2	6,9	-6,4	0,5	2,1	-3,4	-1,3	4,0	9,6	11,7
Verot	-0,7	-2,2	2,1	-0,1	-0,5	0,8	0,3	-1,0	-2,4	-2,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Nettotulos	-7,0	4,7	-4,2	0,5	1,6	-2,6	-1,0	2,9	7,0	8,5
EPS (oikaistu)	-0,14	-0,01	-0,08	-0,08	0,03	-0,08	-0,05	0,00	0,18	0,22
EPS (raportoitu)	-0,18	0,12	-0,14	-0,02	0,03	-0,08	-0,05	0,00	0,18	0,22

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-19,2 %	2,2 %	-3,1 %	-0,3 %	0,3 %	-2,2 %	-0,8 %	4,0 %	3,3 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-63,1 %	15,9 %	-91 %	10,4 %	-6,7 %	619,9 %	-4,0 %	79,3 %	35,1 %	21,1 %
Käyttökate-%	7,0 %	14,0 %	4,2 %	9,6 %	9,7 %	6,2 %	8,1 %	8,8 %	10,2 %	11,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,5 %	5,1 %	0,0 %	2,8 %	4,8 %	0,2 %	2,7 %	4,7 %	6,2 %	7,3 %
Nettotulos-%	-3,1 %	3,9 %	-4,2 %	0,2 %	1,3 %	-2,6 %	-0,5 %	1,3 %	3,0 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	155	155	154	154	153
Liikearvo	64,3	50,2	50,2	50,2	50,2
Aineettomat hyödykkeet	37,4	51,9	53,0	53,8	54,4
Käyttöomaisuus	39,3	37,4	34,9	35,0	35,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	2,6	2,6	2,6	2,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Laskennalliset verosaamiset	12,3	10,4	10,4	9,8	8,4
Vaihtuvat vastaavat	146	131	132	126	128
Vaihto-omaisuus	87,5	75,1	73,4	75,2	75,3
Muut lyhytaikaiset varat	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	34,8	36,0	35,7	37,1	38,3
Likvidit varat	20,0	19,9	22,5	13,7	14,1
Taseen loppusumma	300	286	285	280	281

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	157	156	154	124	131
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarot	115	122	120	120	127
Oman pääoman ehtoiset lainat	30,0	30,0	30,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-11,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	18,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Pitkäaikaiset velat	86,3	77,0	78,0	95,2	90,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	75,6	63,5	64,5	81,7	76,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	10,6	13,5	13,5	13,5	13,5
Lyhytaikaiset velat	57,5	53,5	53,5	60,7	60,0
Korolliset velat	26,1	21,9	22,2	28,1	26,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	31,4	31,6	31,3	32,6	33,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	300	286	285	280	281

DCF-laskelma

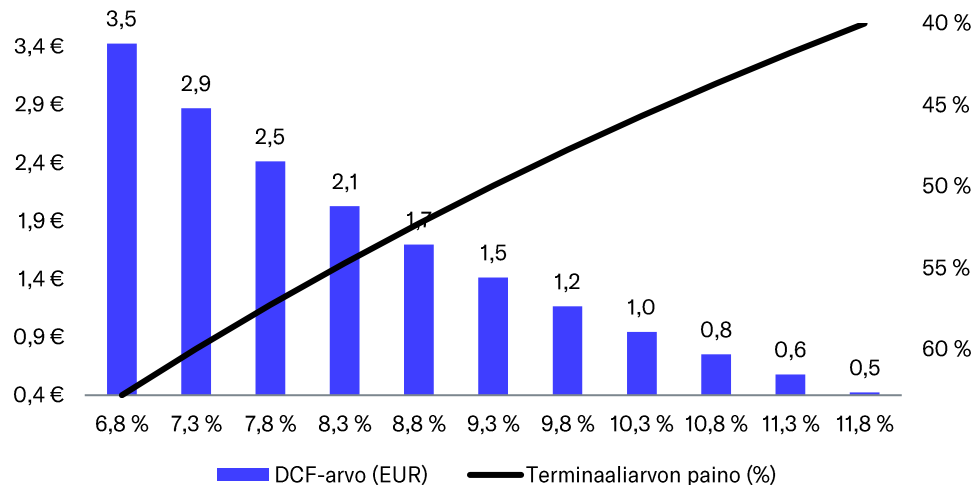
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-0,3 %	-0,8 %	4,0 %	3,3 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	2,7 %	4,7 %	6,2 %	7,3 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Liikevoitto	8,6	6,0	10,7	14,5	17,5	19,7	20,1	20,5	20,9	20,0	20,4	
+ Kokonaispoistot	12,5	11,8	9,4	9,4	9,5	9,6	9,7	9,7	9,8	9,9	10,0	
- Maksetut verot	1,8	0,3	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,9	-4,2	-4,0	-4,1	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-1,8	-1,7	-1,3	-1,5	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	
+ 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	14,6	1,7	-2,0	-0,2	-2,0	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	
Operatiivinen kassavirta	36,6	18,1	16,1	21,5	22,4	24,9	25,3	25,6	23,8	23,1	23,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-14,9	-10,4	-10,3	-10,3	-10,3	-10,3	-10,4	-10,5	-10,6	-10,8	-10,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	24,6	7,7	5,8	11,2	12,1	14,5	14,9	15,0	13,1	12,4	12,7	
+/- 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	24,6	7,7	5,8	11,2	12,1	14,5	14,9	15,0	13,1	12,4	12,7	179
Diskontattu vapaa kassavirta		7,4	5,1	8,9	8,8	9,7	9,1	8,4	6,7	5,8	5,5	76,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		152	145	140	131	122	112	103	94,7	88,0	82,2	76,7
Velaton arvo DCF		152										
- Korolliset velat		-115,4										
+ Rahavarat		19,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		56,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,5										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

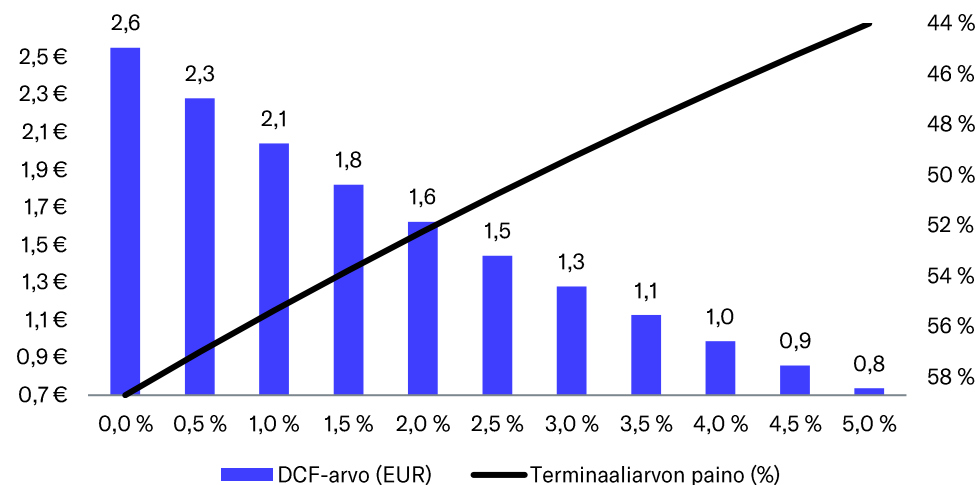
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

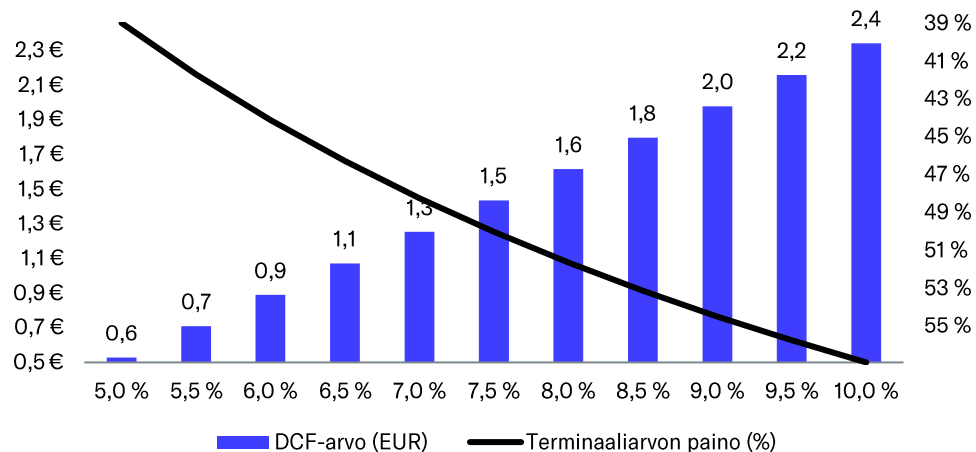
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



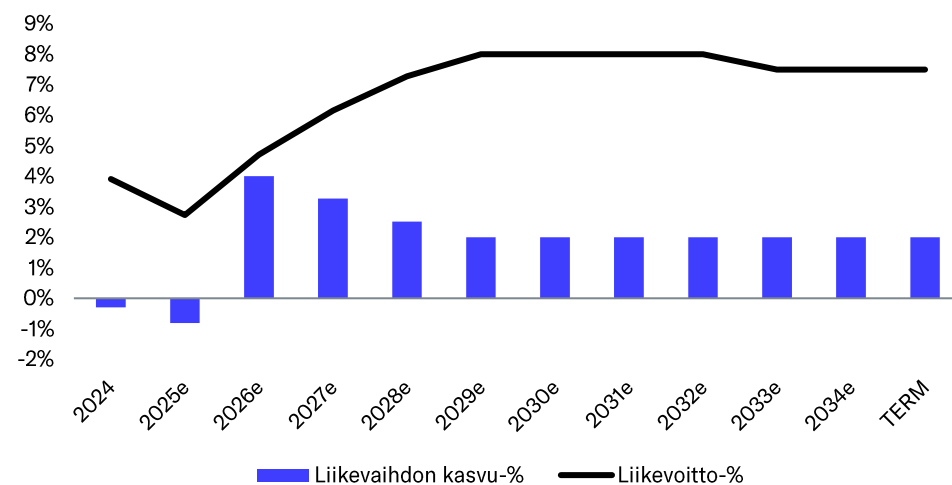
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	274,3	221,6	220,9	219,2	227,9	EPS (raportoitu)	0,10	-0,18	-0,02	-0,05	0,00
Käyttökate	23,6	15,5	21,1	17,8	20,1	EPS (oikaistu)	0,17	-0,14	-0,08	-0,05	0,00
Liikevoitto	12,3	4,0	8,6	6,0	10,7	Operat. Kassavirta / osake	-0,25	0,70	0,94	0,47	0,41
Voitto ennen veroja	8,8	-6,2	0,5	-1,3	4,0	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,99	0,36	0,63	0,20	0,15
Nettovoitto	3,7	-7,0	0,5	-1,0	2,9	Omapääoma / osake	3,58	4,03	4,01	3,96	3,19
Kertaluontoiset erät	-3,0	-1,6	2,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	338,1	300,2	286,3	285,4	280,1	Liikevaihdon kasvu-%	-7 %	-19 %	0 %	-1 %	4 %
Oma pääoma	139,0	156,5	155,8	153,8	124,1	Käyttökateen kasvu-%	-49 %	-34 %	36 %	-16 %	13 %
Liikearvo	50,2	64,3	50,2	50,2	50,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-53 %	-63 %	10 %	-4 %	79 %
Nettovelat	121,8	111,7	95,4	94,2	96,2	EPS oik. kasvu-%	-62 %	-180 %	-39 %	-40 %	-107 %
						Käyttökate-%	8,6 %	7,0 %	9,6 %	8,1 %	8,8 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	5,6 %	2,5 %	2,8 %	2,7 %	4,7 %
Käyttökate	23,6	15,5	21,1	17,8	20,1	Liikevoitto-%	4,5 %	1,8 %	3,9 %	2,7 %	4,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-27,3	23,4	14,6	1,7	-2,0	ROE-%	2,7 %	-4,7 %	0,3 %	-0,6 %	2,1 %
Operatiivinen kassavirta	-9,9	27,1	36,6	18,1	16,1	ROI-%	4,7 %	1,5 %	3,5 %	2,5 %	4,6 %
Investoinnit	-29,0	-12,7	-14,9	-10,4	-10,3	Omavaraisuusaste	41,1 %	52,1 %	54,4 %	53,9 %	44,3 %
Vapaa kassavirta	-38,7	14,0	24,6	7,7	5,8	Nettovelkaantumisaste	87,6 %	52,2 %	42,0 %	41,7 %	77,5 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,2	1,2	0,9	0,8	0,6						
EV/EBITDA	13,4	16,7	9,5	9,7	7,2						
EV/EBIT (oik.)	20,7	45,8	32,1	28,8	13,4						
P/E (oik.)	29,0	neg.	neg.	neg.	>100						
P/B	1,4	0,9	0,6	0,4	0,4						
Osinkotuotto-%	0,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa. Osakekohtaiset tunnusluvut on laskettu vuoden lopun osakemäärällä.

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
12/04/2022	Lisää	8,00 €	7,30 €
02/05/2022	Lisää	7,00 €	6,14 €
18/07/2022	Lisää	6,50 €	5,77 €
13/01/2023	Lisää	5,00 €	4,74 €
13/02/2023	Vähennä	4,50 €	4,36 €
17/07/2023	Vähennä	3,50 €	3,40 €
24/07/2023	Vähennä	3,10 €	3,40 €
Analyytikko vaihtuu			
30/02/2024	Vähennä	2,80 €	2,84 €
11/03/2024	Vähennä	2,70 €	2,93 €
22/07/2024	Vähennä	2,70 €	2,65 €
26/07/2024	Vähennä	2,70 €	2,68 €
16/01/2025	Lisää	2,20 €	1,87 €
07/03/2025	Vähennä	1,70 €	1,65 €
16/06/2025	Vähennä	1,30 €	1,23 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**