

Robit Oyj

Laaja raportti

17.10.2022 19:30



Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Nousun eväät pöydällä

Toistamme Robitin osakkeen lisää-suosituksen alennetulla 2,70 (aik. 3,30) euron tavoitehinnalla. Vaikka porakaluston globaali markkina on varsin stabiili, nostaa Kiinan kasvunäkymän heikentyminen toimialan riskitasoa. Robitilla on kuitenkin edelleen hyvät edellytykset ja realistiset suunnitelmat sekä orgaaniseen kasvuun että suhteellisen kannattavuuden parantamiseen. Osakkeen arvostus on kaikilla mittareilla edullinen.

Kohdemarkkinat kasvavat sekä volyymien että hintojen vetäminä

Robitin kaivossektori liiketoiminnalle keskeisimmistä malmeista akkumetallien eli kuparin ja nikkelin louhinta-volyymien kasvuodotukset ovat korkeita, kullan osalta kasvu on hidasta ja raudan louhintavolyymit pysynevät lähes paikoillaan. Kun Robitin metallijakaumalla painotettuun vuosien 2022-2024 markkinakasvuun (+3 % p.a.) lisätään malmioiden köyhtymisen tuoma lisäkasvu, arvioimme kulutusosien markkinan tulevaksi volyymikasvuksi Robitin kaivosliiketoiminnassa +4 % p.a. Robitin toisen tärkeän asiakassegmentin eli rakentamisen (maanrakennus, tunnelinporaus ja kaivonporaus) porakalustomarkkinan odotettu vuosikasvu on lähes sama eli +3...+4 % p.a. vuosina 2022-2024. Rakentamisen suhdanteiden paikallisuus / alueellisuus lieventää niiden vaikutusta Robitiin. Inflaatio tuo kummankin kohdemarkkinan rahamääräiseen kasvuun merkittävän lisän. Robitin koko kohdemarkkinan vuosien 2022-2025 odotettu keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on +8 %, josta inflaation osuus on puolet.

Kasvun painopiste uusien alueiden isoissa kaivosasiakkaissa

Robitin pitkän aikavälin tavoitteena on 15 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu, mikä on haastavaa. Vaadittavasta kasvusta 70 % tulee Robitin arvion mukaan kaivossektorilta. Kasvun painopiste on isoissa uusissa asiakkaissa ja näihin pyritään maantieteellisen laajentumisen ja uusien jakelijoiden kautta. Eräät uudet jakelijat uusilla maantieteellisillä alueilla ovatkin jo nousseet yhtiön suurimpien jakelijoiden joukkoon. Robit on myös ajanut ylös uusia kaivosasiakkuuksia vuonna 2022. Venäjän poistuma tulee osittain kompensoitumaan muilla markkinoilla ja odotamme Robitin globaalin markkinaosuuden jatkuvan stabiilina. Odotuksemme konsernin liikevaihdon vuosikasvuksi (CAGR) on +7,5 % vuosina 2022-2025. Kasvun toteutuminen ennustamaamme vauhtia edellyttää globaalin talouden asteittaista toipumista vuoden 2023 jälkeen.

Kannattavuusparannukselle on vielä eväitä

Robitin 13 %:n vertailukelpoisen EBITDA-marginaalin tavoite on vaativa. Nykyinen kiinteä kulurakenne kuitenkin mahdollistaa liikevaihdon selvän lisäkasvun ja operatiivisen vivun tuoman marginaaliparannuksen. Muita toimia ovat jo toteutettu hinnoittelun kehitysprojekti, automaatioon ja digitalisaatioon liittyvä virtaviivaistaminen, valmistuksen tehostaminen design-to-value –prosesseilla ja etenkin alemman kustannustason maiden kasvava osuus alihankinnasta. Odotamme EBITDA-marginaalin notkahtavan hieman vuonna 2023 (10,2 %) makro- ja kilpailuympäristön jatkuessa haastavana, mutta nousevan 10,7 %:iin vuonna 2024 ja 11,5 %:iin vuonna 2025.

Osakkeella merkittävä perusteltu nousuvara

Robitin osake on laskenut kuluvana vuonna muun markkinan mukana merkittävästi huolimatta Q2:n positiivisesta tulossyllätyksestä. Arvostus onkin edullinen: vuoden 2023 P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat selvästi alle hyväksyttävän tason, osakkeen kokonaistuotto ylittää reilusti tuottovaatimuksen ja nousuvara DCF-arvoon on 29 %.

Suositus

Lisää

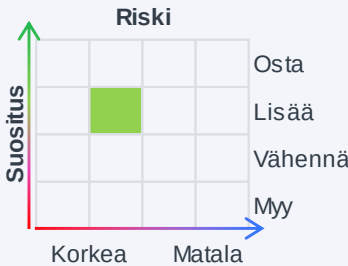
(aik. Lisää)

2,70 EUR

(aik. 3,30 EUR)

Osakekurssi:

2,34



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	100,8	114,1	118,9	126,3
kasvu-%	10 %	13 %	4 %	6 %
EBIT oik.	1,7	6,2	6,7	8,7
EBIT-% oik.	1,7 %	5,5 %	5,6 %	6,9 %
Nettotulos	0,8	4,1	4,7	6,1
EPS (oik.)	0,03	0,19	0,22	0,29

P/E (oik.)	>100	12,1	10,6	8,1
P/B	1,7	0,9	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,3 %	4,7 %	6,4 %
EV/EBIT (oik.)	67,8	11,4	10,3	7,7
EV/EBITDA	15,5	6,0	5,7	4,9
EV/Liikevaihto	1,2	0,6	0,6	0,5

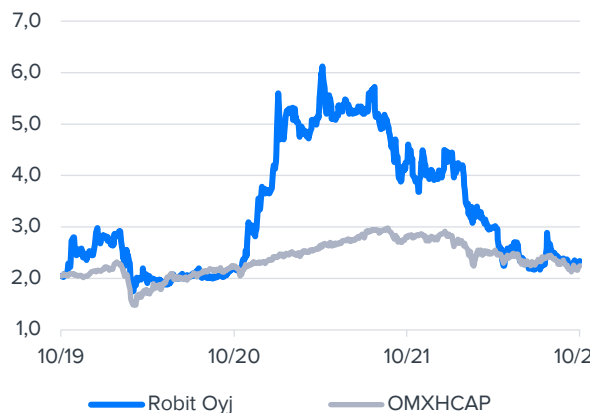
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

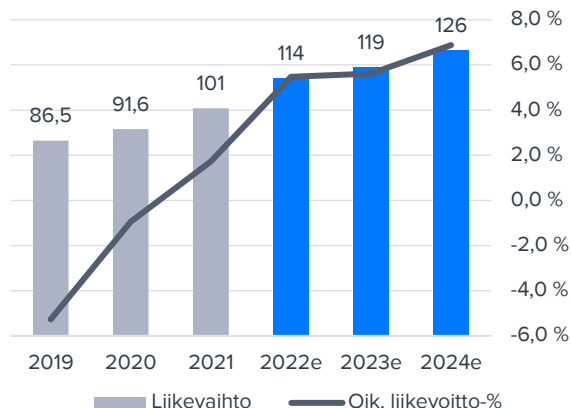
Robit arvioi vuoden 2022 liikevaihdon kasvavan ja euromääräisen vertailukelpoisen EBITDA-kannattavuuden paranevan vuoteen 2021 verrattuna.

Osakekurssi



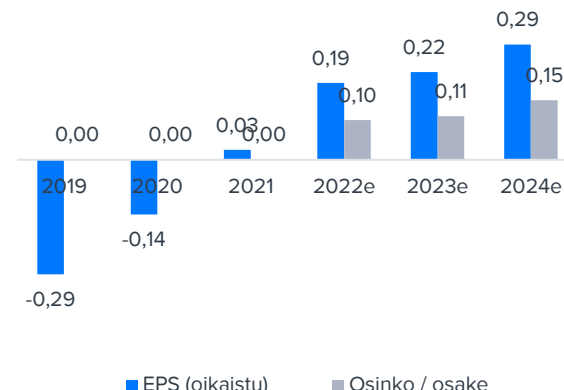
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimiala kasvaa hyvin ja Robit sitäkin nopeammin
- Omien tehostusohjelmien ja operatiivisen vivun ansiosta selvästi paraneva kannattavuus
- Tulosnäyttöjen myötä madaltuva riskiprofiili



Riskitekijät

- Asiakastoimialat ovat syklisiä, vaikka kulutusosia tarvitaankin kaikissa markkinatilanteissa
- Kiinan kasvun huomattava hidastuminen heijastuisi globaaleihin louhintavolyymeihin selvästi
- Yhtiön volyymien kasvattaminen ei onnistu tavoitteiden mukaisesti

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,34	2,34	2,34
Osakemäärä, milj. kpl	21,1	21,1	21,1
Markkina-arvo	49	49	49
Yritysarvo (EV)	71	69	67
P/E (oik.)	12,1	10,6	8,1
P/E	12,1	10,6	8,1
P/Kassavirta	4,9	8,9	9,3
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,7	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,4	10,3	7,7
Osinko/tulos (%)	51,7 %	49,8 %	51,7 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,7 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-9
Sijoitusprofiili	s. 10
Toimiala ja kilpailu	s. 11-13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 14-15
Taloudellinen tilanne	s. 16-17
Ennusteet	s. 18-24
Arvonmääritys ja suositus	s. 25-31
Vastuuvapauslauseke	s. 32

Robit lyhyesti

Robit on vahvasti kansainvälistynyt kasvuyhtiö, joka myy kulutusosia eli porakalustoa globaalisti asiakkailleen kaivosteollisuudessa, rakentamisessa, geotekniikassa sekä kaivonporauksessa. Yhtiö kuuluu alallaan maailman viiden suurimman joukkoon ja sillä on 8 omaa myynti- ja palvelupistettä sekä yli 100 jakelijan globaali myyntiverkosto. Tuotantoyksiköt sijaitsevat Suomessa, Etelä-Koreassa, Australiassa ja Englannissa

1985

Perustamisvuosi

2015

Pörssilistautuminen

5 %

Globaali markkinaosuus porauksen kulutusosissa

110 MEUR (+15 % vs. H2'20-H1'21)

Liikevaihto H2'21-H1'22

9,1 MEUR (8,3 % liikevaihdosta)

Vertailukelpoinen käyttökate H2'21-H1'22

268

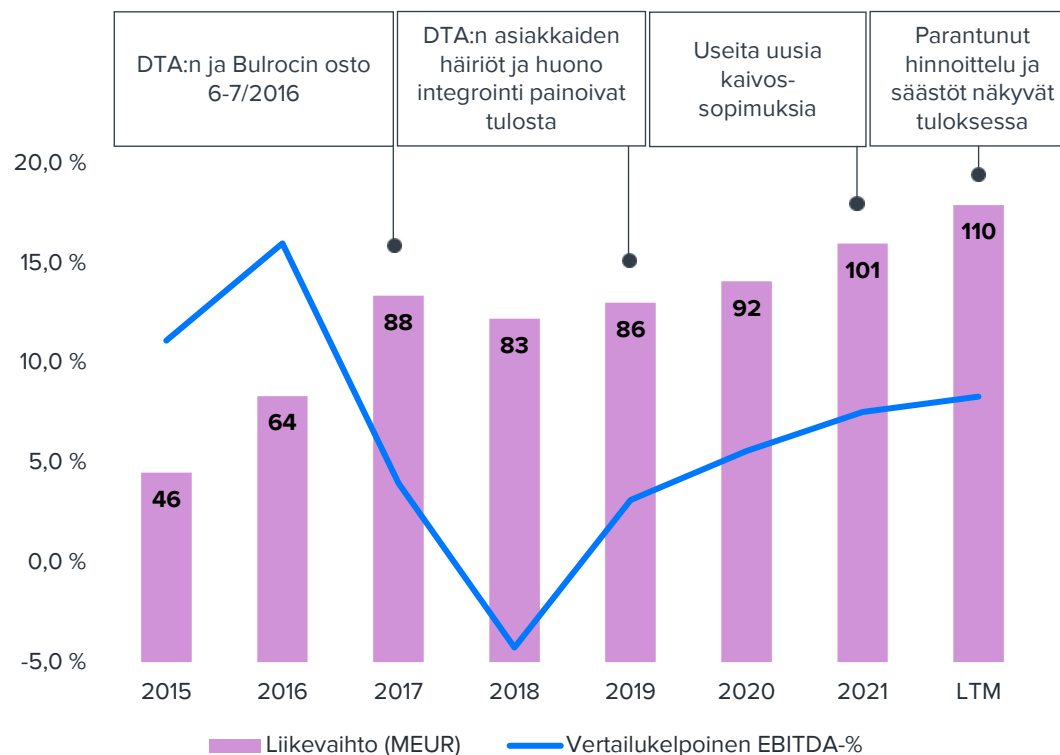
Henkilöstö 6/2022

Päätuotteet

Top Hammer-porakalusto



Down-The-Hole-porakalusto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Poraamisen kulutusosien osaaaja

Robit suunnittelee, valmistaa, toimittaa ja huoltaa porauksessa käytettäviä kulutusosia kaivosteollisuuden, maanrakennuksen, tunnelinporauksen, kaivonporauksen ja geotekniikan sovelluksiin. Yhtiön tuotteet jaetaan kallioporauksessa käytettäviin Top Hammer -kulutusosiin ja maaporauksessa käytettäviin Down The Hole -kulutusosiin. Tarjontaa täydentävät digitaaliset ratkaisut (Robit Sense Systems), joita käytetään mm. porareian suoruuden mittaukseen, mutta niiden merkitys on vielä melko vähäinen.

Kaksi keskeistä tuotelinjaa

Robitin tuotealueista Top Hammer (TH) eli päältätyövä iskuporaus on globaalisti käytetyin kallionporausmenetelmä ja noin puolet kaikista kalliion porattavista rei'istä tehdään tällä menetelmällä. TH:n yleinen muoto on porata joko tanko- tai putkikalustolla. Tällöin poraletka koostuu poraterästä, yhdestä tai useammasta poratangosta tai -putkesta sekä niskakappaleesta, joka liittyy porakaluston porauslaitteeseen. Letkassa on siten yleensä yksi niskakappale, mutta monta tankoa tai putkea. Päältätyövä menetelmän etuja ovat porakaluston yksinkertaisuus, helpohko muunneltavuus sekä kustannustehokkuus kohtuullisilla reikäpituuksilla. Down The Hole (DTH) eli uppoporaus on maailmalla laajasti käytetty porausmenetelmä, joka on otettu myös Suomessa käyttöön avolouhosten tuotannossa 2010-luvulla. DTH:n toinen tärkeä sovellusalue on kallion energia- ja vesikaivoreikien poraus. Uppoporauksessa poraletka koostuu porauslaitteen ja porakruunun yhdistelmästä sekä poraputkista. DTH soveltuu TH:ia paremmin syvien reikien poraamiseen, sillä energiahäviö pysyy alhaisena porauslaitteen männän iskiessä suoraan porakruunuun, jota putkitus ohjaa.

Kulutusosien kysyntä on jatkuva

Robitin tuotteet kuluvat porausprosesseissa ja niitä pitää uusia säännöllisin väliajoin. Kuluvia osia ovat mm. nastaporakruunut, poratangot ja -putket, niskatangot, maaporausjärjestelmät sekä DTH-poraputket ja niihin liittyvät DTH-porakruunut. Yksi porakruunu kuluu tavallisesti loppuun 25-250 metrin porauksen myötä. Porakruunun kesto voidaan pidentää teroittamalla se automaattiporakoneessa ja tarvittaessa teroitus voi tapahtua muutaman tunnin välein. Yksittäisen porakruunun vaihtamisfrekvenssi on tavallisesti yhdestä työvuorosta aina kahteen viikkoon.

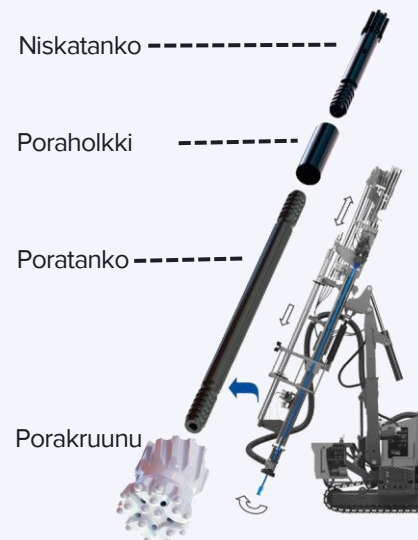
Tuotteissa isot tuotantomäärät ja laaja hintahaitari

Robitin valmistamien tuotteiden kappalemäärä on noin miljoona vuosittain ja näistä porakruunuja on useampia satoja tuhansia. Massaräätälöinti on mahdollista valmistuksen pitkälle viedyn robotisaation avulla, mikä mahdollistaa lyhyet asetusajat. Tuotteiden myyntihinnat vaihtelevat huomattavasti: porakruunujen hinnat ovat yleensä 60-100 euroa ja sarjatuotantotuotteista kalleimpia ovat DTH-porauksen vasarat, joiden hinnat ovat tyypillisesti 2000-3000 euroa. Yksittäisistä tuotteista kalleimpia ovat paalutustuotteet kuten halkaisijaltaan 1,5 m olevat ja monien tonnin painoiset isot vasarat ja pilottiterät, joiden hinta voi olla satoja tuhansia euroja. Vastaavien yksittäisten projektien arvot Robitille voivat olla 1-2 MEUR.

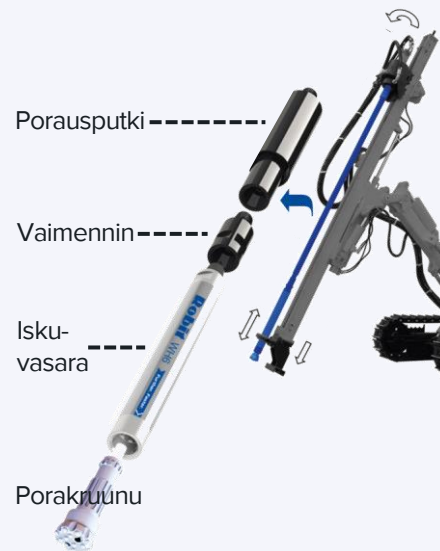
Tuotekehityksen rooli ei juuri korostu

Tuotekehityksen keskiössä on tuotteiden suorituskyky ja kestävyys ja esimerkiksi uuden Rbit™-porakruunuperheen tavoitteena on ollut markkinoiden pienin porauskustannus metriltä. Tuotekehityskustannukset ovat vain noin 0,5 % liikevaihdosta, mutta tuotteita kehitetään myös yhdessä asiakkaiden kanssa.

Top Hammer -porakalusto



Down The Hole -porakalusto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Neljä modernia, erikoistunutta tehdasta

Robitilla on neljä tehdasta, yksi Suomessa Lempäälässä (sekä TH että DTH), yksi Iso-Britanniassa (DTH), yksi Etelä-Koreassa (TH) ja yksi Australiassa. Lempäälän ja Etelä-Korean tehtaiden laajennus- ja modernisointi-investoinnit on ajettu ylös vuonna 2022 ja kaikki muut tehtaat on perustettu tai uusittu vuoden 2016 jälkeen, joten toiminnan-järjestelyt ja konekanta ovat moderneja. Suomen ja Etelä-Korean tehdasrakennukset ovat omia muiden toimiessa vuokratiloissa. Suomen-tehtaan ulkoistusaste on kaikkein korkein ja joustavuus sekä skaalautuvuus sen vuoksi suurin. Esimerkiksi kaikki lastuava työstö on alihankittua ja porakruunun valmistukseen tarvitaan tämän jälkeen vain automatisoitu reiän poraus ja nastan asettaminen paikoilleen. Toisaalta ulkoistusaste on alhainen Iso-Britanniassa tehtaan keskittyessä projektiliike-

toimintaan ja kalliiden yksittäiskappaleiden valmistukseen. Etelä-Korean ja Australian tehtaiden ulkoistusaste sijoittuu näiden väliin. Tehtaat toimivat pienellä henkilöstöllä: Suomen-tehtaalla työskentelee 60 henkilöä joista vain noin 20 on tuotannossa, Etelä-Korean tehtaan henkilöstömäärä on myös 60 kun taas Iso-Britannian ja Australian tehtailla on töissä 30-40 henkilöä. Jokainen Robitin tehdas on samalla myyntiyksikkö ja globaali toimittaja sekä TH- että DTH-tuotteille. Tämä on mahdollista konsernin sisäisellä logistiikalla, sillä tehtaat ovat varsin erikoistuneita eikä yhtä Robitin tehdasta voi käytännössä korvata toisella erilaisten tuotannonjärjestelyjen vuoksi.

Nykyisellä tehdaskonseptilla voidaan vielä kasvaa

Robitin strategiana on säilyttää tehtaissa 25 %:n joustava tai vapaa kapasiteetti vastaamaan kysyntäpiikkeihin ja takaamaan lyhyet toimitusajat.

Lempäälän ja Etelä-Korean tehtaiden investoinnit myös kasvattivat niiden kapasiteettia 30-35 %:lla verrattuna vuoden 2021 tilanteeseen. Tuotanto-kapasiteetin kasvattaminen vielä tästäkin on mahdollista ja esimerkiksi Etelä-Korean tehdas mahdollistaisi tilojen puolesta ainakin kaksinkertaisen tuotannon TH:ssa. Myös DTH:ssa Robitilla on työaikajärjestelyillä vielä merkittävästi kasvuvaraa. Uudet merkittävät investoinnit eivät kuulu parin lähivuoden suunnitelmiin.

Robitilla ei ole toiminnan kannalta kriittisiä alihankkijoita, joiden korvaaminen kohtuullisessa aikataulussa olisi vaikeaa. Itsellä säilytetyistä valmistukseen liittyvistä toiminnoista tärkeimpinä pidetään porakruunujen nastroitusta sekä Korean tehtaan kitkahitsausta. Robit lisää tällä hetkellä aktiivisesti hankintojaan alemman kustannustason maista ja palaamme tähän raportin ennusteosiossa.

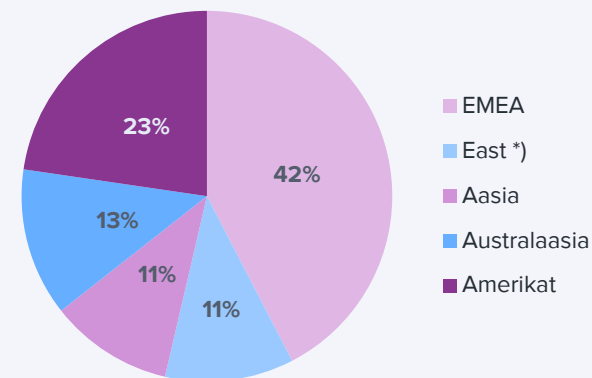
Robitin toimipaikat 2022



*) toiminta ajetaan alas 2022 loppuun mennessä



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma H2'21-H1'22



*)Ent. N-liitto (pl. Baltia) + Itä-Eurooppa (pl. Puola)

Lähde: Robit, Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Omia myyntiyhtiöitä korvattu kumppaneilla

Robitin tuotteiden jakelu tapahtuu omien tehtaiden yhteydessä tapahtuvan myynnin, 8 oman erillisen myyntiyhtiön (Suomi, Iso-Britannia, Venäjä, Kazakstan, Yhdysvallat, Peru, Etelä-Afrikan tasavalta ja Australia) sekä reilun 100 jakelijan kautta. Omista myyntiyhtiöistä Venäjän yksikön alasajo on Ukrainan sodan seurauksena käynnissä ja toiminta päättynee kokonaan vielä vuoden 2022 aikana. Robit on aiemmin alentanut omien myyntikonttoreidensa määrän aiemmasta 12:sta 8:aan kun lopetetuissa konttoreissa ei ole nähty mahdollisuuksia saavuttaa vaadittua pääoman tuottoa. Toisaalta Robit on kuluvana vuonna jatkanut uusien jakelijoiden hankintaa ja osa näistä on jo noussut yhtiön suurimpien jakelijoiden joukkoon.

Jakelusta yli puolet kumppaneiden kautta

Robitin liikevaihdosta noin 40 % tulee omista myyntiyhtiöistä ja loput 60 % jakelijoilta. Jakelijat ovat monentyyppisiä ja Robitin tärkeys niille vaihtelee. Joillekin jakelijoille Robitin tuotteet muodostavat vain 5 % liikevaihdosta ja toisille 80 %. Robit itse pitää nykyisistä jakelijoistaan noin 20:tä hyvin merkittävinä. Päämalli jakelijajyhteistyössä on, että jakelija ostaa ja varastoi Robitin tuotteet ja kantaa siten riskin. Robitin omat myyntiyhtiöt luonnollisesti pitävät varastoja omille asiakkailleen.

Yli 60 % liikevaihdosta kaivossektorilta

Konsernin liikevaihdosta reilu 60 % syntyy kaivossektorista, hieman yli 20 % geotekniikasta (etenkin tuenta ja paalutukset) ja 16-18 % muusta rakentamisesta (esim. tiet, rautatiet, tunnelit ja putkijohdot). Geotekniikan alasektori on kaivonporaus, joka vastaa 7-8 %:sta liikevaihtoa. Maanalaisiin kaivoksiin menevistä tuotteista käytännössä kaikki ovat TH:ia ja

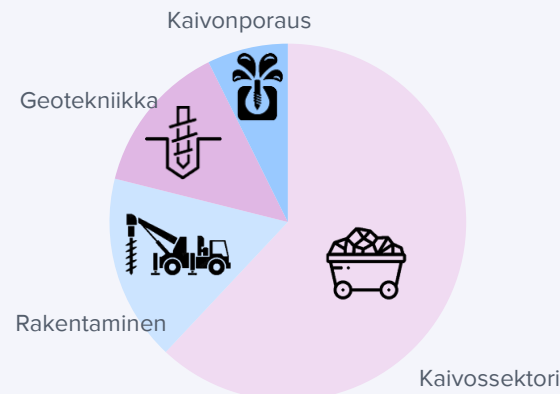
avolouhoksiin päätyvistä suunnilleen 50 % on TH:ia ja loput DTH:a. Rakentamisessa murskaimiin tapahtuvissa toimituksissa on sekä TH:ia että DTH:a ja tunneloinnissa kaikki on TH:ia. Geotekniikka on Robitille hyvä segmentti, sillä liiketoiminnasta merkittävä osa on toistuvaa ja projektien koko vaihtelee useimmiten 0,2-2,0 MEUR:n välillä. Geotekniikassa Robit on monilla valitsemillaan maantieteellisillä alueilla markkinajohtaja ja markkinoinnissa korostuu parhaita tuotteita ja toimintatapoja koskevan osaamisen myynti asiakkaille. Kaivonporaus on pääasiassa lämpökaivojen poraamista Pohjoismaissa eli ns. pystyreikien poraamista maalämpötaroituksiin.

Ei isoja asiakasriskejä

Robitin kaivosyhtiöasiakkaiden määrä on arviomme mukaan 35-40 ja yksittäisiä kaivoksia on asiakkaina noin 100. Asiakasriski kaivossektorilla on hajautunut eikä mikään yksittäinen asiakas edusta yli 6 %:a liikevaihdosta. Maailman isoimmista kaivosyhtiöistä julkistettuja asiakkaita ovat mm. monimetalliyhtiö BHP, kupariin keskittyvä Codelco sekä kultaan fokusoitunut kanadalainen Agnico Eagle. Agnico Eagle on merkittävä etenkin omistamansa Kittilän kultakaivoksen vuoksi, jossa Robit on porakaluston päätoimittaja. Kaikkiaan Robitin tunnettuus isoissa kaivosyhtiöissä on hyvä. Rakennussektorilla Robitilla on satoja asiakkaita ja tärkeitä asiakasmaita ovat Pohjoismaiden lisäksi Saksa, Etelä-Korea, Thaimaa ja Australia.

Toimitussopimukset yksittäisiin kaivoksiin ovat usein 2-5 vuoden mittaisia. Pääosassa sopimuksia on vain yksi toimittaja (globaalisti usein Epiroc tai Sandvik). Myös Robit on monissa kaivoksissa päätoimittaja. Infrarakentamisessa toimitussopimukset liittyvät yksittäisiin urakoihin tai toimitukset ovat transaktio-naalisia, mutta myös vuosisopimuksia käytetään.

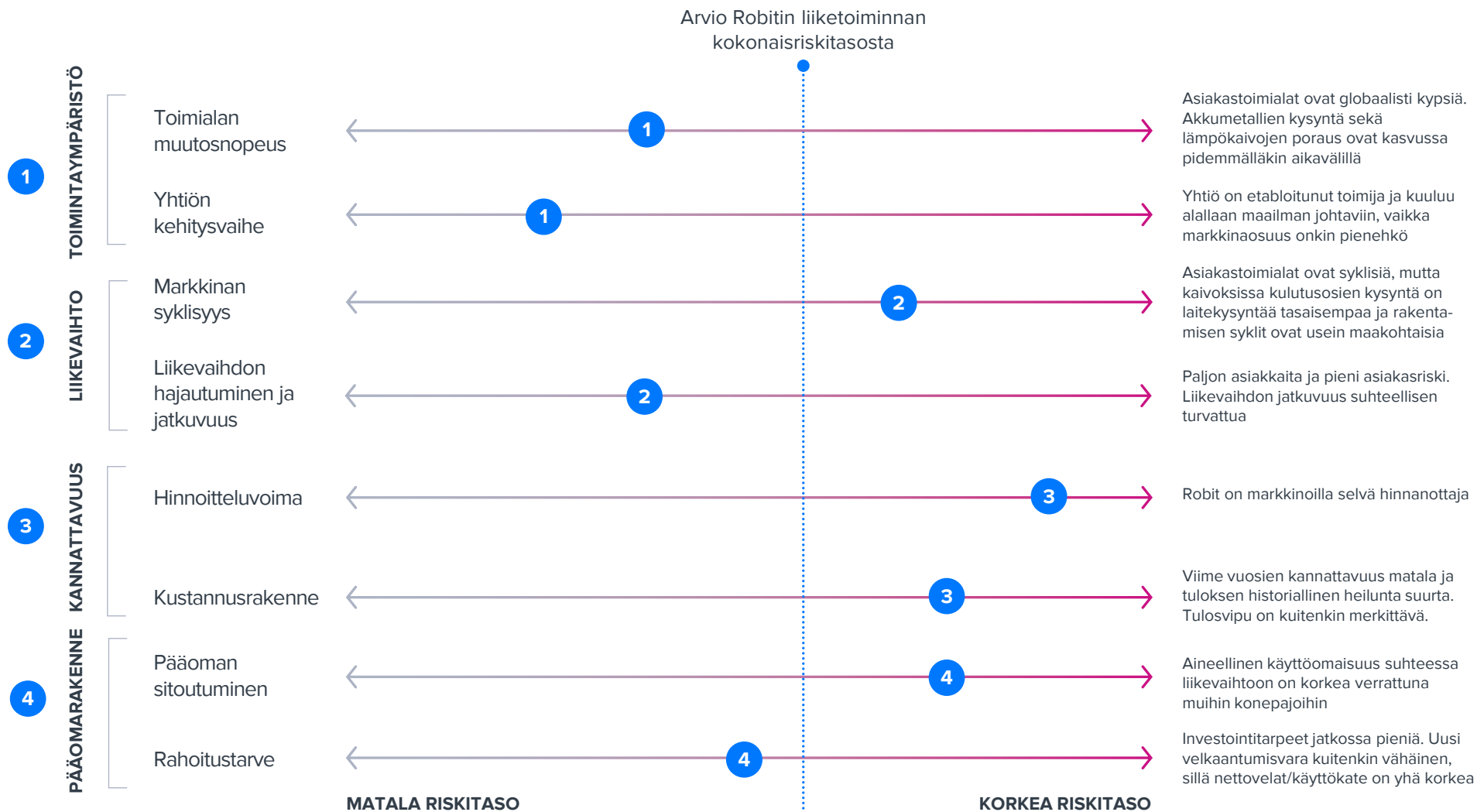
Liikevaihdon indikatiivinen jakauma sektoreittain



Robitin asiakkaita



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Etabloitunut toimija, joka alallaan maailman #4

2.

Toimiala kokonaisuutena stabiili, mutta joukossa on myös kasvusegmenttejä

3.

Omien tehostusohjelmien ja operatiivisen vivun ansiosta selvästi paraneva kannattavuus

4.

Asiakastoimialoissa syklisyyttä

5.

Kaivosalan kasvunäkymät riippuvat Kiinan kehityksestä

Potentiaali



- Asiakastoimialoista etenkin kaivosala kasvaa hyvin akkumetallien vetämänä
- Jakeluverkon laajentaminen mahdollistaa markkinoita nopeamman kasvun
- Omien uudelleenjärjestely- ja tehostusohjelmien sekä operatiivisen vivun avulla paraneva kannattavuus

Riskit



- Sekä kaivos- että rakennusala ovat syklisiä, vaikka porakalustoa tarvitaankin kaikissa markkinatilanteissa
- Kiinan kasvun huomattava hidastuminen heijastuisi globaaleihin malmien louhintavolyymeihin selvästi
- Näytöt selvästi paranevasta kannattavuudesta ovat vielä lyhytaikaisia ja tehostusohjelmat voivat jäädä tavoitteista

Toimiala ja kilpailu 1/3

Kohtuullisen stabiili markkina

Robitin kaivostuotteiden markkinat seuraavat asiakkaiden louhintamäärien kehitystä. Toisin kuin porauslaitteiden markkina, joka on luonteeltaan syklinen ja paljolti sidoksissa uusien kaivosten avaamiseen tai vanhojen laajentamiseen sekä metallien hintoihin, on porakaluston globaali markkina kohtuullisen stabiili. Esimerkiksi vuosina 2007-2021 Robitille tärkeistä mineraaleista kullan, rautamalmin ja kuparin vuotuiset globaalit louhintamäärät putosivat enimmillään vain 2-7 % edellisestä vuodesta.

Kaivossektorin kulutusosien markkinan kasvuodotus n. 4 % p.a.

Kaivossektorilla maanalaiset kaivokset kasvavat nopeimmin ja usein avolouhokset siirtyvät samassa malmiossa maan alle. Taustalla on malmioiden köyhtyminen, jonka odotetaan jatkuvan 0,5-2,0 %:n vuosivauhtia pitkälle tulevaisuuteen ja tahti on avolouhoksissa selvästi maanalaisia kaivoksia nopeampi (lähde: Wood Mackenzie). Maanalaiset malmiot ovat keskimäärin avolouhoksia merkittävästi rikkaampia, mutta toisaalta louhiminen maan alla on noin viisi kertaa avolouhoksia kalliimpaa (per tonni).

Robitille keskeisten malmien eli kullan, raudan, kuparin ja nikkelin globaalien louhintavolyymien odotetaan kasvavan 2-9 %:n vuositahtia vuosina 2022-2024 mediaanikasvun ollessa 3 % p.a. (lähde: Australian Government / Resources and Energy Quarterly 9/2022). Koska malmioiden köyhtyminen tuo kulutusosien kasvuun arviolta 1 %-yksikön p.a. kasvulisän, arvioimme kulutusosien markkinan tulevaksi volyymikasvuksi noin 4 % p.a. Robit on vuonna 2021 arvioinut tämän markkinan kooksiksi noin 1100 MEUR.

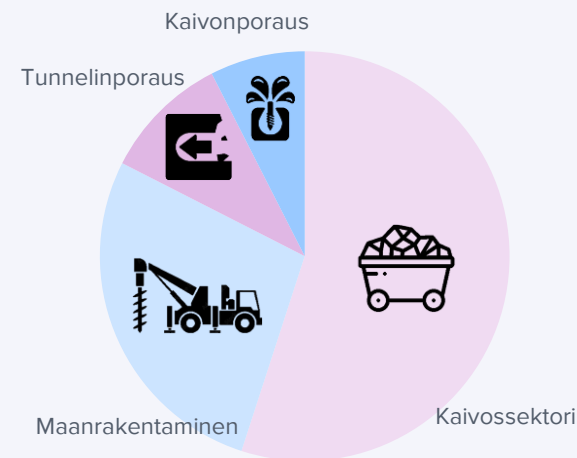
Rakentamisen markkina kasvaa hitaammin

Toisen tärkeän asiakassegmentin eli rakentamisen (sisältäen maanrakentamisen, tunnelinporauksen ja kaivonporauksen) porakaluston globaali markkina on Robitin arvion mukaan noin 900 MEUR. Määrästä arviolta 60 % on maanrakentamisen, 20-25 % tunnelinporauksen ja 15-20 % kaivonporauksen kulutusosia. Arvioimme maanrakentamisen ja tunnelinporauksen kulutusosien markkinoiden kasvavan samaa tahtia koko infrarakentamisen kanssa. Euroconstruct odottaa infrarakentamisen volyymikasvun Euroopassa olevan noin 3 % p.a. vuosina 2022-2024. Robitin ydinmarkkinoilla Pohjoismaissa infrarakentamisen kasvuodotukset vuosille 2022-2024 ovat hieman tätä korkeammat eli 4 % p.a. (lähde: Veidekke 9/2022). Kokonaisarviomme Robitin maanrakentamisen ja tunnelinporauksen porakalustomarkkinan vuosikasvuksi on 3-4 % p.a. 2022-2024.

Kaivonporauksen porakalusto muodostaa vielä melko pienen (n. 150 MEUR v. 2021), mutta hyvin kasvavan markkinan. Tuoreissa raporteissaan (5/2022 ja 8/2022) Allied Market Research ja Market Research Future ennustavat maalämpöpumppujen globaalin markkinan kasvavan 8 %:n vuositahtia 2022-2031 ja lämpökaivonporauksessa käytettävien porakruunujen markkinan kasvuksi 7 % p.a. vuosina 2022-2027. Lähiaikojen hitaamman kasvun vuoksi olemme arvioineet kaivonporauksen kulutusosien markkinan vuosikasvuksi 6 % vuosina 2022-2025.

Vaikka rakentaminen tunnetaan syklisenä toimialana, lieventää suhdanteiden paikallisuus / alueellisuus niiden vaikutusta Robitiin. Suhdannevaihtelut eri maissa ja maanosissa voivat jonkin verran tasata toisiaan.

Robitin kohdemarkkina (n. 2000 MEUR) sektoreittain, 2021



Toimiala ja kilpailu 2/3

Kohdemarkkinoiden painotettu volyymikasvu 4 %

Edellä mainituilla ennusteilla Robitin kohdemarkkinoiden volyymikasvun painotettu keskiarvo vuosille 2022-2024 on 4 % p.a. Kasvu on voimakkaampaa vuosina 2022-2023.

Inflaatio ajaa markkinan arvoa ylös

Inflaation vaikutuksen mallintaminen Robitin eri liiketoiminnoille ja maantieteellisille alueille on hankalaa. Olemme tämän vuoksi käyttäneet kohdemarkkinoiden rahamääräisen kasvun inflaatiokomponenttina likiarvoja eri maantieteellisten alueiden odotetusta kuluttajahintainflaatiosta (CPI). Painotettuna keskiarvona saadaan Robitin kohdemarkkinoiden inflaatio-odotukseksi vuodelle 2022 +7 %, vuodelle 2023 +5 %, vuodelle 2024 +2,5 % ja vuodelle 2025 +2 %. Yhdistämällä nämä arviot odotettuun volyymikasvuun, saadaan Robitin noin 2000 MEUR:n (2021) kohdemarkkinan euromääräiseksi kasvuksi +13 % v/v vuonna 2022 ja +6 %...+7 % v/v vuosina 2023-2025. Koko jakson 2022-2025 keskimääräinen vuosikasvu (CAGR) on +8 %, josta inflaation osuus on puolet.

Toimialalle tuloon melko korkea kynnyks

Robitin toimialalle on tyypillistä, että asiakas käsittelee porakaluston eri osien hankinnat erikseen. Asiakkaille tärkeintä on, että tarjolla on kullekin kivityypille sopiva kalusto eli tarjonnan kattavuus on hyvin keskeistä. Esimerkiksi kaivosyhtiöille porakalusto ei ole kustannuseränä kovin merkittävä, mutta sen saatavuus ja laatu ratkaisevat toimittajavalinnan. Robitin mukaan laajan ja sovellusspesifin tarjonnan sekä toimituskyvyn vaatimus luo toimialalle korkean uskottavuuskynnyksen ja merkittävän alalietulon esteen. Tämän vuoksi toimittajia, joita pidetään kyvykkäinä ja joille asiakkaat voivat sen vuoksi uskoa

kokonaisvastuun kulutusosista on varsin vähän.

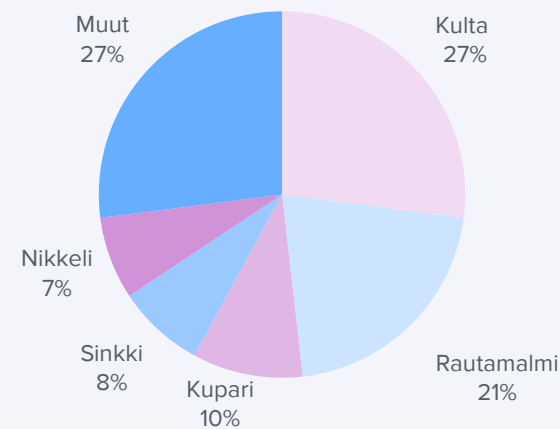
Pääkilpailijat Epiroc ja Sandvik

Robitin tärkeimmät kilpailijat ovat ruotsalaisia kaivoslaitevalmistajia eli Epiroc AB ja sen Tools & Attachments -liiketoiminta (Robitin kanssa kilpaileva liikevaihto arviolta 550 MEUR) sekä Sandvik AB:n Mining and Rock Technology -liiketoiminta (kilpaileva liikevaihto n. 500 MEUR). Robitin arvion mukaan Epirocilla ja Sandvikilla yhdessä on reilun 50 %:n markkinaosuus globaalista porakalustosta. Suhteellisesti Epiroc on vahvempi DTH:ssa ja Sandvik TH:ssa. Epirocin ja Sandvikin lisäksi markkinoilla on globaalisti vain kaksi relevanttia tarjoajaa, joista toinen on Robit ja toinen irlantilainen Mincon. Alueellisesti merkittäviä tarjoajia ovat myös Mitsubishi Ryotec ja Boart Longyear. Monet kiinalaiset ja intialaiset kulutusosien valmistajat ovat liikevaihdoltaan 30-60 MEUR:n luokassa, mutta ovat useimmiten keskittyneitä kotimarkkinoihinsa eivätkä ole saaneet merkittävää jalansijaa muualla. Kiinalaisista kilpailijoista LHS Rock Tools on yrittänyt TH:ssa laajamittaisempaa penetraatiota globaaleille markkinoille siinä onnistumatta. Robitin arvion mukaan kiinalaisten TH-toimijoiden yhteenlaskettu markkinaosuus Kiinan ulkopuolisilla globaaleilla markkinoilla on runsas 5 %.

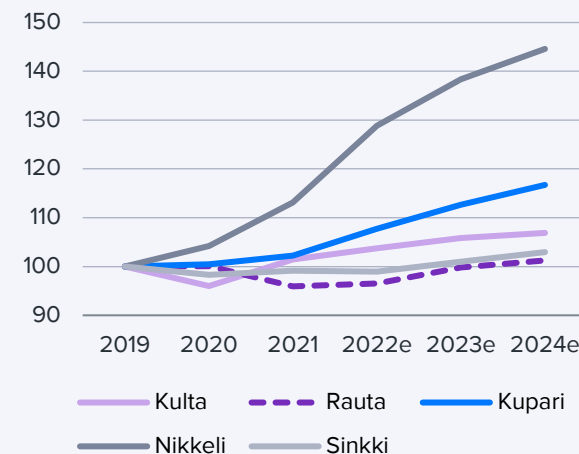
Epiroc ja Sandvik dominoivat hinnoittelua - vielä

Vahvan asemansa vuoksi Sandvik ja Epiroc pitkälti määrittävät porakaluston hintatason ja muiden tarjoajien ohella myös Robit on markkinoilla enemmän hintojen seurailijan kuin niiden asettajan asemassa. Robit on aiemmin pääsääntöisesti asettanut hintansa noin 5 % alle Sandvikin ja Epirocin hintatason, mutta hinnoitteluperusteita ollaan muuttamassa lisäarvo-pohjaisiksi. Asiakkaille halutaan osoittaa Robitin tuotteilla saavutettava säästö per porattu metri.

Robitin kaivossektorin liikevaihto metalleittain 2021



Metallien globaalit louhintamäärät (2019 = 100)



Toimiala ja kilpailu 3/3

Nykyinenkin hinnoitteluympäristö on terve, sillä Sandvik ja Epiroc ovat haluttomia aloittamaan keskinäistä hintasotaa ja pyrkivät ylläpitämään hyvää kannattavuutta. Jaksolla Q3'21-Q2'22 Sandvikin Mining & Rock Solutionsin EBIT-marginaali oli 20,5 % ja Epiroc Tools & Attachmentsin 17,6 %. Oletamme lisäksi, että kulutus- ja varaosamyynnin kannattavuus on em. yhtiöillä ollut uuslaitemyyntiä parempi.

Lähimmät verrokrit olleet Robitia kannattavampia

Pienemmistä kilpailijoista lähes 100 %:sesti DTH-poraukseen keskittyvä Mincon on vertikaalisesti selvästi Robitia integroituneempi, mikä selittää yhtiön hyvää kannattavuutta (EBIT-marginaali keskimäärin 13,5 % vuosina 2019-2021). Sijoitetun pääoman tuottoprosentti (11-12 %) ei ole aivan yhtä vaikuttava, mutta hyvää luokkaa sekin. Boart Longyearin Global Products –yksikön liikevoitto-marginaali oli 14,4 % vuonna 2021. Robitin arvio on, että viime vuosina suurin osa merkittävistä verrokkiyhtiöistä on raportoinut parempaa suhteellista kannattavuutta kuin Robit.

Laaja tarjonta mutta tiukka fokus Robitin valtteja

Robitin mukaan sen pitkä kokemus kaivostoiminnasta Pohjoismaissa on selvä etu, sillä täällä maaperän selvästi yleisin kivilaji on ns. kovaksi kiveksi luokiteltu graniitti. Yhtiön mukaan Pohjoismaissa toimiva porauskalusto ”toimii myös kaikkialla muualla”.

Robit pitää kilpailuetunaan sovellus- eli käyttökohdekohtaisesti optimoitua porakalustoa, jonka kehittäminen on pitkä ja vaativa prosessi. Muita kilpailuetuja ovat laaja tuotetarjonta ja erikoistuminen kulutusosiin (monien kilpailijoiden ollessa generalisteja), todistettu toimituskyky sekä kilpailukykyinen hinta / asiakkaan kokonaiskustannus. Fokusoitumisen tärkeydestä on

esimerkki Boart Longyear, joka sekä valmistaa porauslaitteita että tarjoaa poraamisen urakointipalvelua, mutta jonka markkinaosuus porakalustosta on pudonnut takavuosien 15 %:sta nykyiseen n. 4 %:iin. Robit arvioi oman markkinaosuutensa pysyneen viimeisen vuoden aikana stabiilina noin 5 %:ssa.

Robitin kilpailuaseman arvio

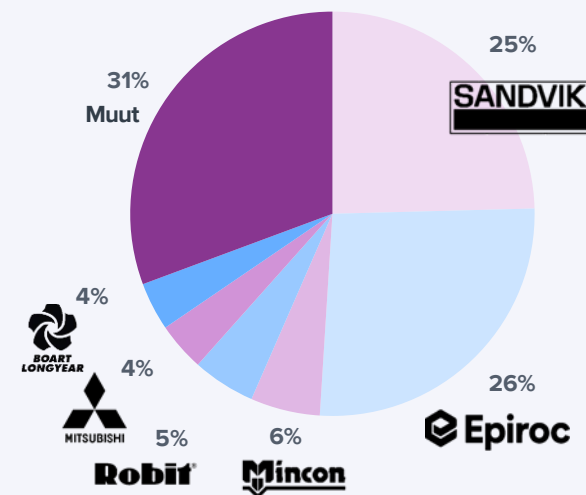
Mielestämme Robitin selvimmät kilpailuedut ovat seuraavat:

- + Laaja tuotetarjonta
- + Keskittyminen kulutusosiin, mikä tukee paikallista palvelukykyä jolla kilpailu useimmiten ratkeaa
- + Moderni tehdasverkko
- + Korkea laatu, mistä kertovat pitkät asiakassuhteet ja uusintaostojen merkittävä osuus liikevaihdesta
- + Tunnettuus, laaja jakeluverkko ja tuotteiden saatavuus
- + Asema relevanttina ”toisena vaihtoehtona” kahden yhtiön hallitsemalla markkinalla

Robitin kilpailullisia heikkouksia / kehityskohteita ovat mielestämme seuraavat:

- Pieni koko suhteessa toimialan kahteen dominoivaan yhtiöön, mikä näkyy tuotekehitys- ja markkinointiresursseissa
- Markkinan rakenteesta johtuva asema hinnanottajana, mistä tosin pyritään irtautumaan
- Kilpailijoita alhaisemmasta peruskannattavuudesta johtuva rajallinen kyky proaktiiviseen kilpailustrategiaan mm. markkinoinnissa sekä ajoittaiseen / paikalliseen hintakilpailuun vastaamiseen.

Porakaluston arvioitut markkinaosuudet, 2021



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Evolutiivinen strategia

Robitin nykyinen strategia on enemmän evolutiivisen prosessin kuin yhden strategiamietinnön tulos. Ennen vuotta 2011 Robit oli toimialan niche-toimittaja tarjoamalla vain porakruunuja. Etelä-Korean YoungPoong-yrityksellä 2011-2012 yhtiön TH-tarjonta täydentyi ja mahdollisti pakettitoimitukset asiakkaille. Listautumisen (2015) jälkeen Robit hankki kolmella nopealla yritysostolla (DTA, Bulroc ja Halco) itselleen markkinoiden kattavimman DTH-tuotetarjonnan. Viime vuosina tarjonnan fokusalueet ja strategian ydinkohdat ovat säilyneet suunnilleen ennallaan, mutta painotuksissa on voinut tapahtua muutoksia. Strategian keskiössä on markkinaa nopeampi kasvu sekä edellytysten luominen kannattavuuden oleelliseksi parantamiseksi.

Kasvua tiukalla fokuksella

Robitin strategian ytimessä on markkinaosuuden kasvattaminen globaaleilla porakalustomarkkinoilla sekä kohoaminen markkinoiden kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi. Strategian kulmakivet ovat seuraavat:

- **Keskittyminen porauksen kulutusosiin** ja pysyttelemine poissa investointituotteista.
- **Toiminta neljällä globaalilla tuotesegmentillä** (kaivosteollisuus, rakentaminen, geotekniikka ja kaivonporaus).
- **Alan parhaan saatavuuden varmistaminen**, jossa tuottavuusparannukset, toimitusaikojen lyhentäminen sekä jakeluverkon kasvattaminen ovat keskeisessä asemassa.
- **Kasvuhakuisuus**, jota tuetaan sekä orgaanisesti että yritysostoilla.

- **Keskittyminen myyntiin**, mikä näkyy panostuksissa jakeluverkostoon sekä myynti- ja asiakaspalveluorganisaatioon. Maantieteellinen kattavuus saavutetaan laajan jälleenmyynti-verkoston avulla, mutta valituissa kohdemaissa myynti hoidetaan omien myyntiyhtiöiden kautta.
- **Panostus nykyisten tuotteiden kehittämiseen, metallurgiaan sekä toimialan digitaaliseen kehitykseen**, jotta varmistetaan tuotteiden pitkäaikainen kilpailukyky sekä nykyaikainen palvelu asiakkaille ja jälleenmyyjille.

Hyvä runko, mutta puutteitakin löytyy

Mielestämme strategian hyviä puolia ovat yksinkertaisuus sekä selkeä fokus. Pidämme myös keskittymisestä myyntiin ja markkinointiin, joissa onnistuminen on toimialalla menestymisen edellytys. Jakelun laajentaminen jälleenmyyjäverkoston avulla oman toimipisteverkon sijasta pitää kiinteät kulut kurissa. Lisäksi tavoite nousta markkinoiden kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi on perusteltu, koska tällöin oltaisiin useammin mukana isojen (kaivos)asiakkaiden hakiessa vaihtoehtoja toimittajaa ykköstoimittajalle, joka yleensä on Epiroc tai Sandvik.

Strategian kulmakivet ovat kuitenkin mielestämme enemmän kuvaus siitä, missä yhtiö on nyt kuin varsinainen suunnannäyttäjä. Vaikka yhtiön vuoden 2021 pääomamarkkinapäivän [materiaalissa](#) käsiteltiin strategian toteutuksen komponentteja, jäimme kaipaamaan aikataulukehikkoa sekä etenemisen mittareita (esim. saatavuus suhteessa kilpailijoihin). Lisäksi eritellympi kuvaus yhtiön kilpailueduista sekä suunnitelmista niiden vahvistamiseksi olisi mielestämme paikallaan.



Strategian keskeinen sisältö

- Keskittyminen kulutusosiin
- Pitäytyminen segmenteissä, joissa jo nyt ollaan vahvoja
- Alan parhaan saatavuuden varmistaminen
- Vahva kasvuhakuisuus ja panostaminen myyntiin ja jakeluun
- Markkinapeiton laajentaminen jälleenmyyjäverkoston kasvattamisella



Strategian plussat ja miinukset

- + Yksinkertaisuus ja selkeä fokus
- + Vahva kasvuhakuisuus
- Aikataulukehikko ja etenemisen / onnistumisen mittarit jäävät puuttumaan
- Menestys perustuu markkinaosuuden kasvuun, mihin aina liittyy merkittävä epävarmuus

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Robitin vuonna 2020 määritelty pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Liikevaihdon 15 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu sekä
- 13 %:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali.

Robitin pitkän aikavälin tavoitteeksi on toisaalla kerrottu 200 MEUR:n liikevaihto ja 10 %:n markkinaosuus maailman porakalustomarkkinoilla (ns. big goal). Tavoitteen saavuttaminen edellyttää merkittävän kokoluokan akvisitiota.

Liikevaihdon kasvutavoite on vaativa

Robitin 15 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua haetaan globaalisti sekä jakelijaverkon kasvattamisella että osin nykyisten jakelijoiden vaihtamisella vahvempiin. Vaadittavasta kasvusta 70 % tulee Robitin arvion mukaan kaivossektorilta. Robit uskoo kasvun jatkossa tulevan enemmän uusien asiakkuuksien kautta kuin siten, että nykyiset asiakkaat merkittävästi kasvattaisivat volyymejään. Tavoitellussa kasvussa maantieteellisen kattavuuden lisääminen on keskeistä. Maita ja alueita, joissa markkinapeittoa kasvatetaan ovat Portugali, Länsi- ja Keski-Afrikka, Kazakstan, Malesia ja Pohjois-Amerikka. Robitin mukaan eräät uudet jakelijat mainituilla alueilla ovat jo nousseet yhtiön suurimpien jakelijoiden joukkoon.

Kaikkiaan pidämme 15 %:n orgaanisen kasvun pitkän aikavälin tavoitetta hyvin haastavana, sillä se edellyttää merkittävää maantieteellistä laajentumista ja samalla tietenkin markkinaosuuden kasvattamista. Koska kasvutavoite on nominaalinen, saa sen tavoittelemisen jonkin verran tukea viime aikoina tehdyistä hinnankorotuksista (edellyttäen, että ne ovat pysyviä).

Akvisitioissa Robit tavoittelee ”todennäköisesti 20-40 MEUR:n” liikevaihtoa tekevää kohdetta. Akvisitioiden toteutuksen kynnys on kuitenkin korkealla ja kohteen yhteensopivuuden pitää olla erittäin hyvä. Käsityksemme mukaan akvisitiot eivät toistaiseksi ole kovin korkealla Robitin prioriteettilistalla.

Kannattavuudessa edistystä, mutta tekemistä riittää vielä

Robitin toinen pitkän aikavälin taloudellinen tavoite on 13 %:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali. Vuoden 2020 toteuma oli 5,6 %:n ja vuoden 2021 toteuma 7,5 %:n EBITDA-marginaali. Suunta on siten oikea, mutta tavoite on vielä kaukana. Yhtiöllä on käynnissä lukuisia kannattavuuden parannusohjelmia, joiden yhteisvaikutus on onnistuessaan merkittävä. Käsittelemme näitä ohjelmia Ennusteet-osiossa.

Tasetavoitteita ei ole julkistettu

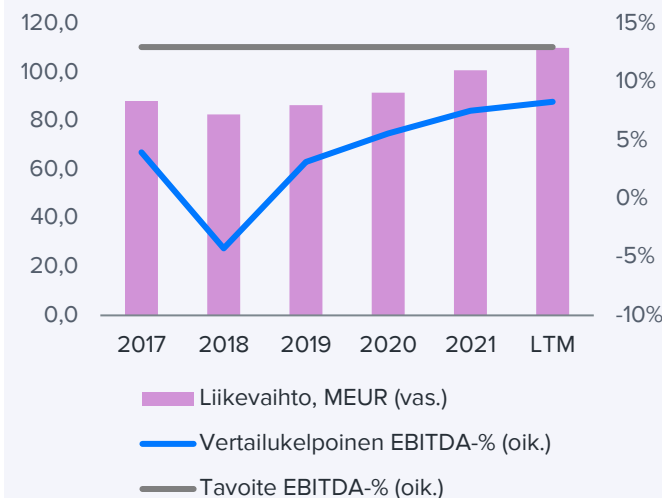
Robitin osinkopolitiikkana on 20-50 %:n jakosuhte. Yhtiö kuitenkin korostaa, ettei osingonjako saa vaarantaa yhtiön strategiassa määritettyjä kasvu- tai muita taloudellisia tavoitteita. Osinkopolitiikka on muotoiltu siten, että Robit ei profiloitu varsinaiseksi osinkoyhtiöksi ja tätä käsitystä vahvistaa se, että vuosilta 2018-2021 osinkoa ei ole jaettu.

Robitilla ei ole virallisia taserakenteeseen liittyviä tavoitteita. Yhtiö on sijoittajatapaamisissa todennut haluavansa pitää nettokäyttöpääoma/liikevaihto - suhdeluvun alle 40 %:ssa. Vuosina 2018-2021 luku on ollut 37-44 % eli tavoitteen tuntumassa. Yhtiöllä on myös lainoissaan omavaraisuuteen ja nettovelat/käyttökate -suhteeseen liittyviä finanssikovenantteja.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

- Liikevaihdon 15 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu
- 13 %:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali
- (200 MEUR:n liikevaihtotaso)

Toteutunut kannattavuus vs. tavoitetaso



Taloudellinen tilanne 1/2

Vuoden 2016 DTA-hankinta petti odotukset

Robit ei ole viime vuosina tehnyt merkittäviä yritysostoja ja kasvu on ollut orgaanista. Vuosina 2016-2017 yhtiö kuitenkin toteutti lukuisia yritysostoja;

- Drilling Tools Australian (DTA; liikevaihto noin 23 MEUR) hankinta kesäkuussa 2016;
- Bulroc (UK) Ltd:n (liikevaihto reilu 8 MEUR) hankinta heinäkuussa 2016;
- Halco US:n tuotantokoneiden ja tekijänoikeuksien osto tammikuussa 2017 ja Halco Brighousen (UK) osakkeiden osto helmikuussa 2017. Jälkimmäisen yhtiön liikevaihto oli noin 5 MEUR.

Ostetuista yhtiöistä DTA:n liikevaihto ja kauppahinta (44 MEUR) olivat Robitin kokoluokkaan nähden suuria ja hankinta jo tämän vuoksi melko riskialtis. Robit epäonnistui DTA:n kunnollisessa integroinnissa ja myös toiminnan vetäjävalinnoissa, minkä vuoksi DTA:n asiakaspohjan laajentaminen kahden ison olemassa olevan asiakkaan ulkopuolella oli tehotonta. Lisäksi mukana oli epäonnea, sillä toisen em. asiakkaan jättimäisessä kultakaivoksessa (KCGM:n ns. Superpit) vuonna 2018 tapahtunut maanvyörymä sulki kaivoksen 1,5 vuodeksi. Kaiken tämän seurauksena Robit alaskirjasi DTA-hankinnan liikearvon (19,5 MEUR) vuoden 2018 tilinpäätöksessä. DTA:n nimi vaihdettiin vuonna 2018 Robit Australiaksi ja yhtiössä on tehty viime vuosina paljon tehostus- ja saneeraustoimenpiteitä, jotka ovat edelleen kesken. Robit kuitenkin näkee DTA/Robit Australian liiketoimintaedellytykset yhä hyvinä: yhtiö toimii keskellä Länsi-Australian isoa kaivosmarkkinaa ja sen konekanta on moderni eli pitkälle

automatoitu / robotisoitu. Yhtiön nykytilanteesta ei kuitenkaan anneta tarkempia tietoja.

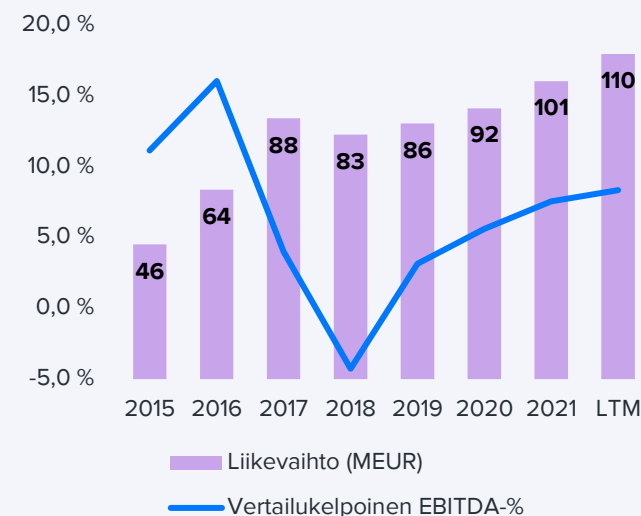
Orgaaninen kasvu ollut hyvää

Arvioimme, että Robitin orgaaninen kasvu on jaksolla 2015-H1'22 ollut noin 7 % p.a. Pidämme tätä varsin hyvänä suorituksena. Kuitenkin esimerkiksi Minconin orgaaninen kasvu on samaan aikaan ollut vielä vahvempaa (11 % p.a.). Robitin vuotuinen orgaaninen kasvu on arvioimme mukaan vaihdellut +19 %:n (2015) ja -7 %:n (2018) välillä.

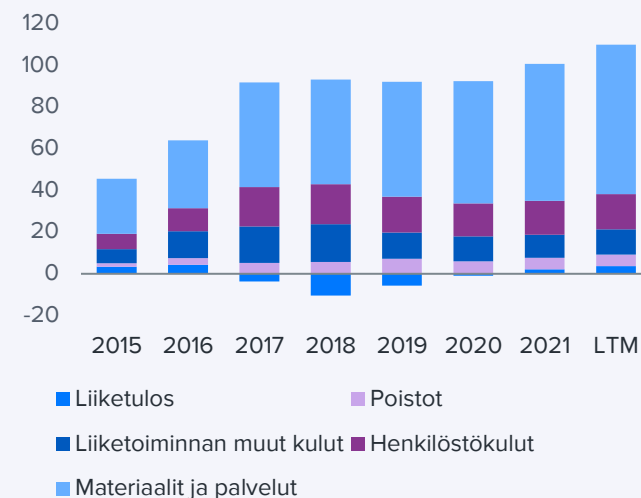
Kannattavuus kävi kuopassa, mutta on korjaantumassa

Robitin eri tuotelinjojen kannattavuuksissa ei ole merkittäviä eroja ja käsityksemme mukaan yksikään tuotelinja ei ole tällä hetkellä tappiollinen. Kuitenkin vuosien 2016-2017 akvisitioilla ja etenkin DTA-hankinnalla oli eräiden muiden virheratkaisujen ohella aiemmin epäedullinen vaikutus Robitin suhteelliseen kannattavuuteen. Jakson 2017-2021 vertailukelpoinen EBITA-marginaali oli -4,3 %...7,5 % kun marginaali vielä 2012-2016 oli 8,2 %...16,2 %. Konsernin kulurakenteessa merkittävin muutos vuosina 2017-2018 oli sekä materiaalikulujen että henkilöstökulujen liikevaihto-osuuden selvä nousu, mikä ainakin osittain johtui DTA:n heikosta kannattavuudesta. Materiaalikulujen ja ulkoisten palvelujen osuus liikevaihdosta on nousun jälkeen stabiloitunut noin 65 %:iin. Samalla muu kulurakenne on keventynyt ja esimerkiksi henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen yhteenlaskettu osuus liikevaihdosta (26 % jaksolla H2'21-H1'22) on jo selvästi pienempi kuin vuonna 2015 (31 %). Palaamme kulurakenteeseen tarkemmin Ennusteet-osiossa.

Liikevaihto ja kannattavuus 2015-H1'22



Kulurakenne (MEUR) 2015-H1'22



Taloudellinen tilanne 2/2

Varovainen arviomme kiinteiden kulujen osuudeksi vuoden 2021 kaikista kuluista on 21 %. Kiinteitä kuluja ovat poistot sekä arviomme mukaan noin 35 % henkilöstökuluista ja noin 65-70 % liiketoiminnan muista kuluista. Tällä rakenteella Robitin tulosvipu on voimakas (3x-4x) ja yhtiön liikevoitolla on edellytykset kasvaa monin verroin liikevaihtoa nopeammin.

Tase kaipaa yhä vahvistamista

DTA:n liikearvon vuoden 2018 alaskirjauksen jälkeen Robitin taseen aineettomat erät eli pääosin liikearvo, asiakassuhteet ja brändi ovat kooltaan hyvin kohtuulliset (7,5 MEUR) emmekä pidä uusien alaskirjausten riskiä merkittävänä. Robitin aineellinen käyttöomaisuus vastaa noin 24 % konsernin laiteliikevaihdosta, mikä on selvästi korkeampi taso kuin useimmilla suomalaisilla konepajoilla. Tähän vaikuttaa liikevaihtomix, joka Robitilla ei juuri sisällä esim. huollon laskutettavaa henkilötyötä. Robitin tasetta rasittaa myös kookas nettokäyttöpääoma (nyt noin 35-40 % liikevaihdosta), mikä sekin johtuu pitkälti liiketoiminnan luonteesta eli esim. saatujen ennakkomaksujen vähäisyydestä. Kaikkiaan Robitin toiminta on varsin pääomaintensiivistä, mikä asettaa kannattavuudelle paineita kohtuullisen pääoman tuoton saavuttamiseksi.

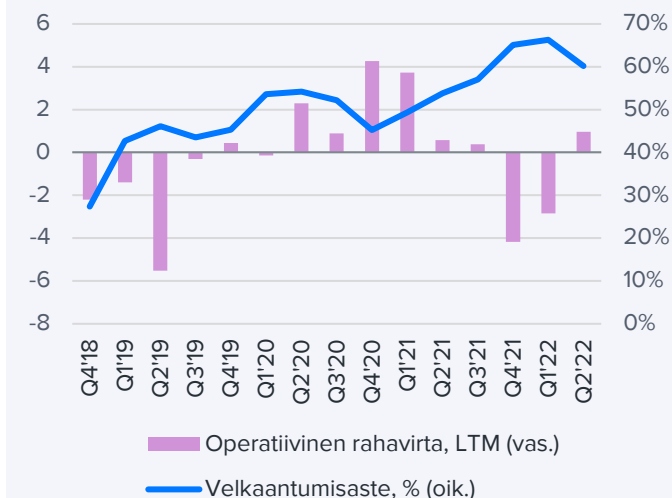
Robitin operatiivinen rahavirta on pitkään ollut epätydyttävän kannattavuuden rasittama ja lisäksi etenkin vuoden 2021 alusta lähtien myös käyttöpääoman kasvu on sitonut rahaa. Investointitarpeiden pienentyminen tulee jatkossa helpottamaan tilannetta kokonaisrahavirran osalta, mutta kaiken kaikkiaan rahavirtaprofiili kaipaa vahvistumista. Taseen tunnusluvut ovat edelleen kohtuullisia (nettovelkaantumisaste 60 % H1'22:n lopussa), mutta eivät toisaalta anna juuri tilaa

lisävelkaantumiselle. Nettovelat / käyttökate oli 3,5x H1'22:n lopussa, mikä kertoo ainakin lievästi rasittuneesta velkaantumisprofiilista. Robitin pidättelevä asennoituminen uusiin yritysostoihin onkin edelleen perusteltu.

Taserakenne Q2'22, MEUR



Rahavirta (MEUR) ja velkaantuneisuus (%)



Ennusteet 1/5

Kasvuodotukset painottuvat kaivossektorille

Käsittelimme jo aiemmin Strategia ja taloudelliset tavoitteet –osiossa Robitin 15 %:n organisen kasvutavoitteen taustoja. Yhtiö on lisäksi indikoinut, että tavoitellusta kasvusta 25 %:n odotetaan tulevan vanhoista asiakkaista ja lopun 75 % uusista asiakkuuksista. Uusien asiakkaiden tuoman kasvun arvioidaan olevan melko keskittynyttä ja 75 %:n uusien asiakkaiden tuomasta kasvusta arvioidaan tulevan 25 %:lta uusia asiakkaita. Toisin sanoen 50-60 % koko euromääräisestä kasvusta tulisi isoilta uusilta asiakkailta. Kaivosten osalta kasvutavoite tarkoittaisi esimerkiksi viiden uuden asiakkaan hankkimista vuosittain jos keskimääräinen liikevaihto olisi 1 MEUR / asiakas.

Kaivossektorin kasvussa Robit on korostanut uusien jakelijoiden kautta tulevaa mahdollisuutta päästä uusiin kaivoksiin aluksi testaamaan ja toimittamaan jonkin erityisalueen porakalustoa ja myöhemmin mukaan varsinaisiin tarjouskierroksiin. Lisäksi koko ajan lisääntyvä urakoitsijoiden käyttö poraustoiminnassa kasvattaa Robitin mahdollisuuksia uusiin kaivosasiakkuuksiin. Jos jokin urakoitsija käyttää Robitin porakalustoa tulee Robit samalla tutuksi myös urakoitsijan uudelle kaivosasiakkaalle Robit onkin alkuvuonna 2022 ajanut ylös uusia kaivosasiakkuuksia eikä yhtiö ole huolissaan myöskään vanhojen toimitussopimusten uudistamisesta niiden päättyessä.

Liikevaihtoennusteen taustaoletukset

Ennustemme Robitin liikevaihdon kehitykseksi perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Emme ole laatineet erillisiä ennusteita TH- ja DTH-segmenteille, sillä Robit ei julkista näiden kannattavuutta emmekä pidä myyntimixin muutoksia

keskeisenä kannattavuusajurina Robitille;

- Kaivossektorilla globaalit louhintaja tuotantomäärät kehittyvät Robitille keskeisten metallien osalta aiemmin kohdassa ”Toimiala ja kilpailu” esitettyjen ennusteiden mukaan. Robitin eri mineraaleihin kohdistuvalla myynnillä painotettu markkinoiden volyymikasvu vuosina 2022-2025 on noin 4 % (CAGR);
- Infrarakentamisen ja tunnelinporauksen markkinoiden volyymikasvu vuosina 2022-2025 on 3-4 % (CAGR);
- Kaivonporauksen markkinan keskimääräinen kasvu vuosina 2022-2025 on 6 % (CAGR);
- Vaikka Robitin maantieteellinen ja asiakaskunnan laajentuminen antavat eväät kasvaa markkinaa nopeammin, olemme varovaisuussyistä yhtiön markkinaosuuden porakalustomarkkinalla säilyvän ennallaan noin 5 %:ssa;
- Tuote- ja palveluhinnat nousevat ennustejaksolla keskimäärin 4 p.a. (2022e: +7 %; 2023e: +5 %; 2024e: +2,5 % ja 2025e: +2 %);
- Vaikka Venäjä on vastannut 6-8 %:sta Robitin liikevaihtoa ja tämä toiminta ajetaan vaihteittain alas vuonna 2022, tulee poistuma osittain kompensoitumaan muilla markkinoilla. Olemme vähentäneet vuoden 2023 liikevaihtoennusteestamme -3 MEUR Venäjän markkinoiden poistumisen nettovaikutuksena;
- Em. tekijöiden yhdistelmänä Robitin vuosien 2022-2025 keskimääräinen liikevaihdon kasvu (CAGR) on 7,5 %.

Liikevaihdon kasvutekijät 2022-2025

- Kaivossektorin volyymikasvu ~4 % p.a.
- Infrarakentamisen ja geotekniikan (pl. kaivonporaus) volyymikasvu 3-4 % p.a.
- Kaivonporauksen volyymikasvu ~6 % p.a.
- Robitin markkinaosuus ~ 5 %
- Inflaatio 4 % p.a.
- Venäjän poistumisen vaikutus -3 MEUR 2023e

Kannattavuusparannuksen ajurit 2022-2025

- Operatiivinen vipu
- Hinnoittelun hallinnan parantaminen
- Alemman kustannustason maiden kasvava hyödyntäminen hankinnoissa
- Design-to-value -prosessit, joilla päästään parempaan materiaalitehokkuuteen

Ennusteet 2/5

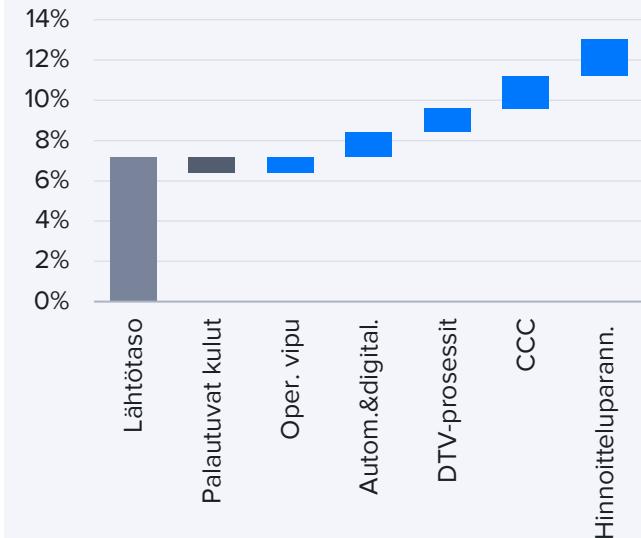
Tavoitellun kannattavuusparannuksen taustatekijät

Robitin tavoite 13 %:n vertailukelpoisen EBITDA-marginaalin saavuttamiseksi on vaativa. Nykyinen kiinteä kulurakenne sallii vielä selvän liikevaihdon lisäkasvun ja operatiivinen vipu onkin yksi kannattavuusparannuksen mahdollistaja. Kannattavuuden perusparannustoimet (mm. tuottavuusparannukset, materiaalikulujen hallinta ja tiukka kiinteiden kulujen kuri) automaation ja digitalisaation avulla ovat käynnissä koko ajan. Muut keskeiset jo toteutetut tai vielä käynnissä olevat toimenpiteet ovat seuraavat:

- Valmistuksen tehokkuuden parantaminen **design-to-value (DTV) -prosessilla**, jossa yrityksen eri toiminnot (tuotesuunnittelu, ostotoiminto, valmistus, markkinointi) läpikäyvät nykyisen tuotetarjonnan ja etsivät keinot optimoida ne tuotteen ominaisuudet joita asiakkaat arvostavat ja samalla minimoida tuotteiden kompleksisuus standardoinnin ja modulaarisuuden kautta. Tavoitteena on, että asiakas saa saman tai paremman suorituskyvyn tuotteesta, joka on valmistettu selvästi aiempaa tehokkaammin ja halvemmalla. Esimerkki DTV-tuotteesta on aiemmin mainittu Rbit™-porakruunuperhe.
- Parempi hinnoittelun hallinta.** Robit kärsi aiemmin hinnoittelussaan virheistä, epätarkkuuksista, systemaattisuuden puutteesta sekä hitaudesta päivitettyjen hinnoittelumallien implementoinnissa. Saatuaan paremman hinnoittelun edellytykset kuntoon sekä analytiikan että ERP:n osalta ja otettuaan myös käyttöön raaka-aineisiin liittyviä hintalisiä kykeni yhtiö parantamaan merkittävästi kannattavuuttaan Q2'22:lla ja tämä hyöty on pysyvä;

- Robit lisää koko ajan **alempaan kustannustason maiden osuutta** alihankinnasta. Historiallisesti nämä CCC-maat (competitive cost countries) ovat edustaneet pientä osuutta (alun perin arviolta 5 %) kaikista hankinnoista. Uusia toimittajia on kuitenkin auditoitu ja ajettu ylös ja saavutetut säästöt suhteessa aiempaan toimitusketjuun ovat olleet ”merkittävä kaksinumeroinen prosenttiluku”. Robitin mukaan uusia toimittajia ei tarvita kuin alle 10 kappaletta kun niiden osuus hankinnoista kohoaa jo tavoitellulle 20-25 %:n tasolle. Alkuvaiheessa merkittävimpiä riskejä CCC-maiden uusissa toimittajissa ovat toimitusaika ja -varmuus, logistiikan toimivuus sekä saavutettavat kokonais-säästöt (kulut alenevat mutta nettokäyttöpääoma kasvaa). Arvioimme CCC-maiden toimittajien osuuden olevan tällä hetkellä 8 %:n luokkaa ja odotamme sen kohoavan 20 %:iin vuonna 2025. Seuraavan sivun marginaalissa olevassa taulukossa on indikatiivinen esitys saavutettavista säästöistä.

Tavoitellun EBITDA-marginaalin parannuksen komponentit



Ennusteet 3/5

Kannattavuusennusteen taustaoletukset

Ennustemme vuosien 2022-2025 kannattavuuskehityksestä perustuu seuraaviin oletuksiin:

- Parantuneella hinnoittelun hallinnalla, alemman kustannustason maiden kasvaneella osuudella sekä DTV-prosessilla on yhteenlaskettuna merkittävä vaikutus materiaali- ja palvelukulujen osuuteen liikevaihdosta. Odotamme osuuden laskevan vuoden 2021 65,2 %:sta vuoden 2025 61,2 %:iin eli -4,0 %-yksiköllä. On huomattava, että lähtötaso on melko heikko ja esimerkiksi vuonna 2018 osuus oli 60,8 %. Lisätukea parannukselle tulee materiaali- ja palvelukuluihin kuuluvista myyntirahdeista, joiden liikevaihto-osuuden odotamme laskevan epänormaalilta 2,0-2,7 %:n tasolta vuosina 2021-2022 1,5 %:iin vuonna 2025.
- Robit ei ole laatinut ESG/GRI:n mukaista vastuullisuusraporttia. Keskusteluissa yhtiö on indikoinut konsernin oman energiakäytön olevan 5-10 TWh vuodessa. Worst case –skenaariossa (kaikki sähkö tuotetaan kaasulla eikä kiinteä-hintaisia sopimuksia ole) merkitsisi kaasun hinnan kaksinkertaistuminen arviomme mukaan 0,7-0,8 MEUR:n lisälaskua vuodessa. Tietojen puutteen vuoksi emme ole sisällyttäneet Robitin energialaskua erillisenä komponenttina ennustemallimme. Uskomme, että liiketoiminnan luonteen vuoksi kasvaneet energiakulut voidaan melko nopeasti vyöryttää omiin tuotehintoihin ja sama koskee kohonneen energian hinnan vaikutusta alihankinnan hintoihin.
- Vaikka odotamme palkkainflaation olevan melko voimakasta (2022-2025 CAGR = 4,4 %), riittävät parantunut hinnoittelun hallinta, tehokkuuden ja

automaation kasvu sekä operatiivinen vipu nostamaan myös liikevaihtoa / työntekijä samassa tahdissa. Ennustammekin henkilöstökulujen osuuden liikevaihdosta pysyvän melko stabiilina ja laskevan 16,2 %:sta (2021) 15,9 %:iin (2025e).

- Emme ole ennustaneet operatiivisia kurssivoittoja (kirjataan liiketoiminnan muihin tuottoihin) tai kurssitappioita (kirjataan liiketoiminnan muihin kuluihin).
- Odotamme liiketoiminnan muiden kulujen (netto, sisältäen liiketoiminnan muut tuotot) liikevaihto-osuuden pysyvän stabiilina (2021 tot. 11,1 %; 2025e 11,4 %), vaikka 65-70 % näistä kuluista onkin kiinteitä. Taustalla on etenkin markkinointi- ja matkakulujen normalisoituminen koronapandemian jäljiltä.
- Kokonaisuutena poistojen osuus liikevaihdosta alentuu ennustekaudella selvästi (2021 tot. 5,5 %; 2025e: 3,4 %) aineellisten hyödykkeiden poistojen pysyessä ennallaan samalla kun liikevaihto kasvaa ja koska tehtyihin akvisitioihin liittyvät aineettomat oikeudet kuten asiakassuhteet tulevat kokonaan poistetuiksi.
- Robitin lainoistaan maksama laskennallinen korko on ennustejaksolla 3,5-3,9 %.
- Vähennyskelpoisten tappioiden käytön ansiosta vuoden 2022 konserniveroaste on vielä 7 %, mutta nousee 14 %:iin jo vuonna 2023 ja 20 %:iin vuonna 2025. Pitkän tähtäimen konserniveroaste on 23 %.

Indikatiivinen laskelma CCC-maiden käytön vaikutuksesta EBITDA-marginaaliin (%-yks.)

Kustannusero CCC vs. HCC	CCC-maiden osuus materiaaliostoista				
	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
-5 %	+0,1 %	+0,3 %	+0,4 %	+0,5 %	+0,7 %
-10 %	+0,3 %	+0,5 %	+0,8 %	+1,1 %	+1,4 %
-15 %	+0,4 %	+0,8 %	+1,2 %	+1,6 %	+2,0 %
-20 %	+0,5 %	+1,1 %	+1,6 %	+2,2 %	+2,7 %
-25 %	+0,7 %	+1,4 %	+2,0 %	+2,7 %	+3,4 %
-30 %	+0,8 %	+1,6 %	+2,5 %	+3,3 %	+4,1 %
-35 %	+1,0 %	+1,9 %	+2,9 %	+3,8 %	+4,8 %
-40 %	+1,1 %	+2,2 %	+3,3 %	+4,4 %	+5,5 %

CCC = alemman kustannustason maa

HCC = korkean kustannustason maa

○ = Inderesin arvio Robitin tavoitealueesta

Ennusteet 4/5

Rahavirta ja investoinnit

Robit on indikoinut konsernin investointien pienevän jatkossa vuoden 2021 tasosta (bruttona -4,3 MEUR). Odotamme kuitenkin tuotanto- ja toimituskyvyn ylläpitämisen edellyttävän 4,1-4,4 MEUR:n investointeja myös vuosina 2022-2025. Ennustejaksolla investoinnit ovat 75-97 % poistoista ja tämä tukee konsernin rahavirtaa. Odotamme lisäksi, että samalla kun jakelijoiden osuus koko konsernin liikevaihdesta edelleen kasvaa myös nettokäyttöpääoma / liikevaihto -suhde paranee vuoden 2021 epänormaalin korkeasta 44 %:sta vuoden 2025 37 %:iin.

Kun lisäksi huomioidaan ennustamamme paraneva kannattavuus, on Robitin vapaa operatiivinen rahavirta vuonna 2022 +14,4 MEUR (huom. vapautuva nettokäyttöpääoma) ja vuosina 2023-2025 +9,5...+10,6 MEUR. Odotamme konsernin taas alkavan jakaa osinkoa vuodesta 2022 eteenpäin noin 50 %:n jakosuhteella, mikä on osinkohaarukan yläpäässä. Yhtiöllä olisi varaa jakaa enemmänkin, sillä omilla ennusteillamme yhtiön nettovelkaantumistaso laskee melko matalaan 23 %:iin vuonna 2025.

Vuoden 2022 ennuste

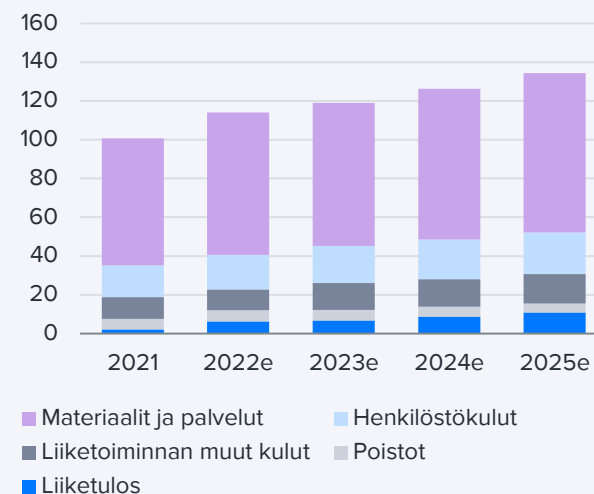
Robitin H1'22:n kehitys oli vahvaa. Liikevaihto kasvoi 19 % v/v etenkin Americas-alueen ansiosta (+60 % v/v). Myös East-alueen kasvu oli nopeaa (+30 % v/v) Robitin vielä toimittaessa tilauskannassa ennen Ukrainan sotaa olleita tuotteita Venäjälle. H1'22:n vertailukelpoinen EBITDA-marginaali oli 8,7 % (H1'21: 7,2 %) ja etenkin Q2'22:n marginaali oli hyvä (13,1 %). Robit kykeni siirtämään kustannusnousun etupainotteisesti omiin hintoihinsa mm. hintalisän käyttöönottolla. Myös hinnoittelun operatiiviset

ongelmat saatiin käytännössä korjattua.

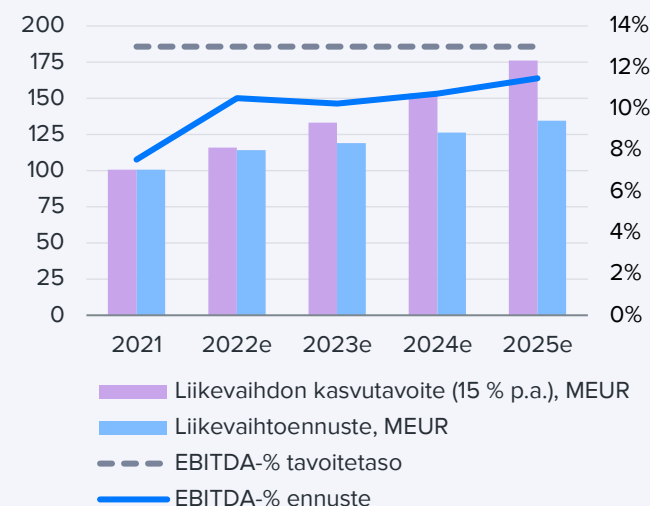
Robit on ohjeistanut 2022:n liikevaihdon kasvavan ja euromääräisen vertailukelpoisen EBITDA:n paranevan vuodesta 2021. H1'22:n jälkeen yhtiö on EBITDA:n kerryttämisessä 45 % edellä H1'21:ä, joten ohjeistus ei ole vaativa. Loppuvuotta 2022 koskevissa kommentteissaan Robit arvioi globaalin kaivos- ja rakennusteollisuuden kysynnän pysyvän nykyisellä tasolla ”tunnistetut riskitekijät huomioon ottaen”. Näiden riskien (Ukrainan sota, kustannusinflaatio ja globaalin suhdanteen heikkeneminen) ei uskota vaikuttavan merkittävästi yhtiöön vuonna 2022. Robitin mukaan kaivosten kannattaa nykyisillä metallien hinnoilla edelleen tuottaa niin paljon kuin kykenevät. Myös omat havaintomme tukevat tätä: Robitille tärkeistä metalleista kullan, kuparin ja nikkelin vuoden 2023 hintaennusteet ovat yhä 2,1-2,5 kertaa korkeampia kuin samojen metallien keskimääräiset käteiskustannukset (cash cost, C1).

Kaikkiaan suhtaudumme Robitin loppuvuoden 2022 näkymiin rauhallisesti. Odotamme liikevaihdon kasvavan 8 % v/v H2'22:lla ja EBITDA:n asettuvan 7,0 MEUR:oon (marg. 12,3 %; H2'21 tot. 7,9 %). Vastaavasti ennusteemme koko vuoden 2022 liikevaihdon kasvuksi on 13 % v/v ja vertailukelpoiseksi EBITDA:ksi 12,0 MEUR (marg. 10,5%). Odotuksemme koko vuoden EBIT-marginaaliksi on 5,5 %, mikä on paras marginaali sitten vuoden 2016. Huolimatta edellisvuotta mittavammista nettorahoituskuluista (2022e: -1,7 MEUR vs. 2021 tot. -1,3 MEUR), on ennusteemme osakekohtaiseksi tulokseksi (0,19 euroa) paras kuuteen vuoteen. Odotuksemme vuodelta 2022 maksettavaksi osingoksi on 0,10 euroa merkiten 52 %:n osinkosuhdetta.

Kulurakenne ja sen muutos, MEUR



Tavoitetasot vs. ennuste



Ennusteet 5/5

Vuosien 2023-2025 ennusteet

Linjassa aiemmin esittämiemme taustaoletusten kanssa odotamme Robitin liikevaihdon kasvavan n. 4 % vuonna 2023 ja noin 6 % sekä vuonna 2024 että vuonna 2025. Ennusteemme ovat siten selvästi varovaisempia kuin yhtiön oma tavoite 15 %:n p.a. organisaatiosta kasvusta. Kasvun toteutuminen ennustamaamme vauhtia edellyttää globaalin talouden asteittaista toipumista vuoden 2023 jälkeen.

Liikevaihdon kasvu sekä aiemmin esitellyt kannattavuuden parannusohjelmat kohottavat Robitin marginaaleja edelleen maltillisesti. Odotamme vertailukelpoisen EBITDA-marginaalin notkahtavan hieman vuonna 2023 (10,2 %) makro- ja kilpailuympäristön jatkuessa haastavana, mutta nousevan 10,7 %:iin vuonna 2024 ja 11,5 %:iin

vuonna 2025. Ennusteemme ovat tietenkin linjassa aiemmin esitelyjen taustaoletusten kanssa. Ennusteemme oikaistuksi osakekohtaiseksi tulokseksi vuosina 2023, 2024 ja 2025 ovat vastaavasti 0,22 euroa, 0,29 euroa ja 0,37 euroa. Vuosien 2023-2025 osakekohtaisen tuloksen kasvuvauhti on siten nopea (CAGR = 24 %) painottuen vuosiin 2024 ja 2025. On kuitenkin pidettävä mielessä melko matala lähtötaso sekä aineettomien oikeuksien poistojen (-0,9 MEUR vielä vuonna 2022) nollataso vuonna 2025.

Vuosien 2022-2025 ennusteita tarkistettu

Vuosille 2022-2025 tekemämme ennuste-muutokset ilmenevät oheisesta taulukosta. Vuoden 2022 tulosenennusteemme nousu 7 %:lla johtuu etenkin alentuneista rahtikuluista. Vuosien 2023-2024 ennustelaskumme käytännössä neutraloivat

Q2'22-raportin jälkeen tekemämme ennustenostot. Syynä on heikentynyt talouskasvunäkymä etenkin Kiinassa, joka vastaa yli 50 %:sta maailman teräksen ja kuparin kulutuksesta. Kiinan kasvun hidastuminen heijastuu vääjäämättä globaalin kaivossektorin volyymeihin

Pitkän aikavälin ennuste

Varsinaisen ennustejakson jälkeen odotamme Robitilta hidastuvaa liikevaihdon kasvua 6 %:sta p.a. (2026e) 2,5 %:iin p.a. (2031e), joka on sama kuin terminaalikasvu. Varovaisuussyistä ja vahvan historiallisen näytön puuttuessa vertailukelpoinen EBITDA-marginaali laskee vuoden 2025 11,5 %:sta vuoden 2031 9,3 %:iin, joka on terminaalitaso.

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	115	114	-1 %	126	119	-6 %	136	126	-7 %
Käyttökate	11,6	12,0	3 %	13,4	12,2	-9 %	16,0	13,5	-15 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,9	6,2	7 %	7,9	6,7	-15 %	11,1	8,7	-21 %
Liikevoitto	5,9	6,2	7 %	7,9	6,7	-15 %	11,1	8,7	-21 %
Tulos ennen veroja	4,2	4,6	9 %	6,9	5,7	-18 %	10,2	7,8	-24 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,18	0,19	7 %	0,27	0,22	-19 %	0,39	0,29	-25 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,13	0,11	-15 %	0,20	0,15	-25 %

Lähde: Inderes

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	86,5	91,6	101	26,3	31,0	29,5	27,2	114	119	126	134
Konserni	86,5	91,6	101	26,3	31,0	29,5	27,2	114	119	126	134
Käyttökate	1,6	5,1	7,6	0,9	4,1	3,6	3,4	12,0	12,2	13,5	15,4
Poistot ja arvonalennukset	-7,4	-6,0	-5,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,7	-5,5	-4,8	-4,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,6	-0,9	1,7	-0,5	2,6	2,2	2,0	6,2	6,7	8,7	10,9
Liikevoitto	-5,8	-0,9	2,1	-0,5	2,6	2,2	2,0	6,2	6,7	8,7	10,9
Konserni	-5,8	-0,9	2,1	-0,5	2,6	2,2	2,0	6,2	6,7	8,7	10,9
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,9	-2,7	-1,3	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-1,7	-1,0	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	-6,7	-3,5	0,8	-0,9	2,1	1,8	1,6	4,6	5,7	7,8	10,0
Verot	-0,6	0,6	0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,8	-1,4	-1,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Nettotulos	-7,3	-2,9	0,8	-0,8	2,0	1,5	1,4	4,1	4,7	6,1	7,7
EPS (oikaistu)	-0,29	-0,14	0,03	-0,04	0,09	0,07	0,07	0,19	0,22	0,29	0,37
EPS (raportoitu)	-0,35	-0,14	0,04	-0,04	0,09	0,07	0,07	0,19	0,22	0,29	0,37

Tunnusluvut	2019	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	4,6 %	6,0 %	10,0 %	14,2 %	23,7 %	12,1 %	3,5 %	13,2 %	4,3 %	6,2 %	6,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-81,0 %	-299,3 %	-506,6 %	466,9 %	163,2 %	500,8 %	261,1 %	6,9 %	30,2 %	25,3 %
Käyttökate-%	1,9 %	5,6 %	7,5 %	3,5 %	13,1 %	12,2 %	12,5 %	10,5 %	10,2 %	10,7 %	11,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,3 %	-0,9 %	1,7 %	-1,9 %	8,4 %	7,3 %	7,2 %	5,5 %	5,6 %	6,9 %	8,1 %
Nettotulos-%	-8,4 %	-3,2 %	0,8 %	-3,2 %	6,4 %	5,1 %	5,2 %	3,6 %	3,9 %	4,8 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	35,5	37,8	35,4	34,0	33,4
Liikearvo	5,1	5,5	5,5	5,5	5,5
Aineettomat hyödykkeet	3,8	2,7	2,2	1,5	1,5
Käyttöomaisuus	24,6	27,4	26,0	25,3	24,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	0,3	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	1,5	1,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	68,0	78,6	77,3	79,8	84,4
Vaihto-omaisuus	34,9	43,5	43,4	45,0	47,5
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	18,6	25,3	25,7	26,2	27,8
Likvidit varat	14,3	9,5	8,0	8,3	8,8
Taseen loppusumma	104	116	113	114	118

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	47,0	49,1	55,2	57,7	61,5
Osakepääoma	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Kertyneet voittovarot	-33,7	-32,9	-28,8	-26,3	-22,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	79,8	80,8	82,6	82,6	82,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,5	0,5	0,5
Pitkäaikaiset velat	25,8	32,4	21,7	20,7	19,7
Laskennalliset verovelat	0,8	0,7	0,9	0,9	0,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	24,4	31,0	20,0	19,0	18,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	30,7	34,8	35,8	35,4	36,6
Lainat rahoituslaitoksilta	11,2	10,5	9,6	8,6	8,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,5	24,3	26,2	26,8	28,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	104	116	113	114	118

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Arvonmäärityksen perusta

Tarkastelemme Robitin osakkeen arvostusta kolmesta näkökulmasta eli 1) tulosperusteista arvostuskertoimien (P/E, EV/EBIT ja EV/EBITDA) avulla ja niiden suhteella verrokkiryhmään ja osakkeen historiallisiin kertoihin; 2) osakkeen kokonaistuottomallilla, jossa huomioidaan tuloskasvu, suhteellinen arvostustaso ja osinkotuotto sekä 3) DCF- eli kassavirtamallin kautta. Pöytäkirja muodostamaan näiden antamista tuloksista kokonaiskuvan osakkeen käyvästä arvosta, johon perustamme sijoitusnäkemyskäsityksemme.

Positiiviset ja negatiiviset arvoajurit

Näkemyskäsityksemme mukaan Robitin osakkeen arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- **Porausalan myönteiset näkymät.** Vahvat megatrendit kuten kaivostoiminnan kasvava siirtyminen maan alle ja malmioiden köyhtyminen, maailman sähköistyminen, kaupungistuminen sekä lisääntyvä infra- ja maanalaisten rakentaminen tukevat porausvolyymin kasvua ja siten porakaluston kysyntää.
- **Hyvät mahdollisuudet nostaa markkinaosuutta.** Yhtiön laaja tuotetarjonta, keskittyminen kulutusosiin, vahvat asiakasreferenssit sekä koko ajan kasvava markkinapeitto antavat yhtiölle hyvän mahdollisuuden kasvattaa markkinaosuuttaan.
- **Merkittävät positiiviset tulospöytäkirjat.** Robitin kannattavuuden parannusohjelmien vaikutuksia oli nähtävissä Q2'22-raportissa ja yhtiöllä on edellytykset jatkaa paranevan kannattavuuden uralla, vaikka globaali taantuma

voikin hidastaa / lykätä positiivista kehitystä.

- **Mahdollinen muuttuminen ostokohteeksi.** Teoriassa mahdollisia tarjoajia on paljon, mutta Robitin omakin näkemys on, että yhtiön nykyisen riippumattoman aseman mahdollinen menettäminen asiakkaiden silmissä nostaa kynnystä ostotarjoukselle.
- Osakkeen arvostustasoa laskevia tekijöitä ovat mielestämme seuraavat:
- **Toimiala on kahden pelurin dominoima.** Vaikka Robit pyrkii pois hinnanottajan asemasta kohti lisäarvopohjaista hinnoittelua, on Epiroc ja Sandvikin hinnanasettajan asema edelleen vahva. Tämä rajaa muiden toimijoiden vaihtoehtoja hinnoittelussa.
 - **Positiiviset tulospöytäkirjat ovat vielä lyhytaikaisia ja epäyhtenäisiä.** Yhtiö oli jo liikevoitollaan tappiollinen vuosina 2017-2020 ja Q1'21-Q2'22:n kannattavuuskehitys oli edelleen melko poukkoilevaa.
 - **Riski siitä, että strategisia tai kannattavuusohjelmien mukaisia tavoitteita ei saavuteta** on edelleen varsin korkea.
 - **Osakkeen likviditeetti on melko ohut.** Robitin osakkeen vapaasti vaihdettavissa olevan osuuden (free float) vaihtuvuus oli 37 % jaksolla 10/2021-9/2022 kun vastaava vaihtuvuus isommissa pörssi-yhtiöissä on ollut yli 65 %. Toisaalta Robitin osakkeen likviditeetti oli parempi kuin muilla saman kokoluokan konepajoilla (esim. Glaston 18 % ja Raute 22 %). Joka tapauksessa osakkeen ohuenpuoleinen likviditeetti karkottaa joitakin instituutionaalisia sijoittajia ja heijastuu arvostustasoon.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	2,34	2,34	2,34
Osakemäärä, milj. kpl	21,1	21,1	21,1
Markkina-arvo	49	49	49
Yritysarvo (EV)	71	69	67
P/E (oik.)	12,1	10,6	8,1
P/E	12,1	10,6	8,1
P/Kassavirta	4,9	8,9	9,3
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	6,0	5,7	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,4	10,3	7,7
Osinko/tulos (%)	51,7 %	49,8 %	51,7 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,7 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

Verrokkiryhmän arvostus

Suurin osa Robitin pörssinoteeratuista suorista kilpailijoista (mm. Epiroc, Sandvik, Boart Longyear) toimii porakalustomarkkinoiden lisäksi monilla liitännäisillä markkinoilla kuten porauslaitteissa ja -palveluissa. Profiilitaan paras suora verrokki onkin Mincon. Valitsemamme verrokkiryhmä koostuu Robitin kanssa saman kokoluokan kotimaisista konepajoista (mm. Glaston, Raute), Minconista ja ruotsalaisista pääkilpailijoista sekä kaivos- ja rakennusalan globaaleista laitetoimittajista. Boart Longyearista ei valitettavasti ole ollut saatavissa mielekkäitä konsensusennusteita. Kaiken kaikkiaan sopivien verrokkiyhtiöiden profiili ja lukumäärä on mielestämme tyydyttävä.

Painotamme verrokkiryhmän arvostustarkastelussa vuotta 2023, vaikka ko. vuoden ennusteisiin liittyikin nykyisessä taloudellisessa ja maailmanpoliittisessa tilanteessa hyvin paljon epävarmuutta. Kertoimista mielestämme parhaiten vertailuun soveltuu EV/EBITDA. Sopivuus on EV/EBIT:ia parempi, sillä yrityskaupoista johtuvien isojen aineettomien oikeuksien poistojen vuoksi Robitin poistot vastaavat vuoden 2023 ennusteilla 45 %:sta käyttökattetta kun vastaava verrokkien mediaani on 25 %. Myöskään P/E-kertoimen soveltuvuus suhteellisen arvostuksen tarkasteluun ilman varauksia ei ole kovin hyvä, sillä Robitin aineettomien oikeuksien poistot vastaavat 11 %:sta vuoden 2023 EBITA:a.

Vertailuryhmän mediaani-EV/EBITDA vuodelle 2023 on 7x kun se Robitille on 6x. Robitin diskontto on 19 %. Saman vuoden EV/EBIT-kertoimen mediaani on verrokkien 10x ja Robitille samoin 10x diskonton ollessa vain 1 %. P/E-kertoimella (verrokki 12x ja Robit 11x) osakkeen arvostusdiskontto on edellä todetusta huolimatta 14 %.

Robitin hyväksyttävät arvostuskertoimet

Edellä mainitut Robitin osakkeen arvostustasoa laskevat tekijät puoltavat mielestämme kohtuullista eli esim. 10 %:n kerroinpohjaista diskonttoa suhteessa verrokkiryhmän mediaaniin. Tätä suurempi diskontto ei ole tarpeen, sillä osa verrokkiryhmän jäsenistä kärsii samoista arvostusdiskonttoa aiheuttavista seikoista. Vuoden 2023 ennusteilla 10 %:n arvostusdiskontto merkitsisi Robitille reilun 6x:n EV/EBITDA-kerrointa.

Koska odotamme Robitin EPS:n kasvavan voimakkaasti vuonna 2024 (+31 % v/v) ja todennäköisesti selvästi verrokkiryhmän mediaania nopeammin, ei edellä keskusteltu 10 %:n arvostusdiskontto mielestämme sovellu vuoden 2023 P/E-kertoimeen. Tämän seurauksena Robitin vuoden 2023 hyväksyttävää P/E-kerrointa määritettäessä diskonton käyttö suhteessa verrokkeihin ei olekaan perusteltua. Asetammekin vuoden 2023 hyväksytyn P/E-kertoimen verrokkien mediaanin tasolle eli noin 12x:een.

Robitin historiallisista arvostuskertoimista ei saa tukea ”normaalien” arvostustasojen arviointiin. Nämä kertoimet ovat olleet epätavallisen korkeita alhaisen kannattavuuden vuoksi.

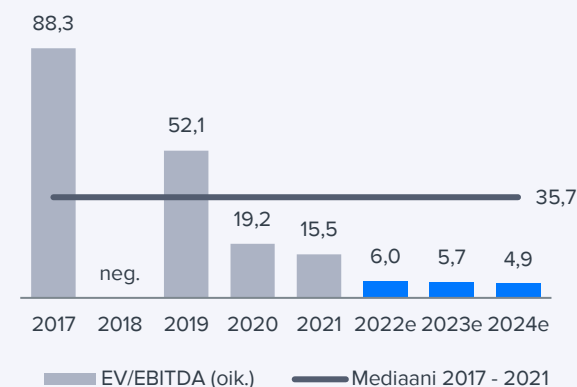
Kokonaistuotto-odotus yli tuottovaatimuksen

Robitin osakkeen kokonaistuotto-odotus (tuloskasvuun ja odotettuun arvostuskertoimen muutokseen pohjautuva kurssinousupotentiaali lisätynä osinkotuotolla) on laskelmiemme mukaan sekä EV/EBITDA- että P/E-pohjaisilla arvostuskertoimilla ja sekä vuoden 2023 että 2024 ennusteilla 14-16 % p.a. eli selvästi yli oman pääoman vajaan 11 %:n tuottovaatimuksen. Tuotto muodostuu 9-11 %:n p.a.

P/E (oik.)



EV/EBITDA



Arvonmääritys ja suositus 3/3

kurssipotentiaalin ja 5 %:n osinkotuoton summana. Olemme arvioineet vuoden 2024 hyväksyttäväksi EV/EBITDA-kertoimeksi noin 5,5x ja P/E-kertoimeksi 10x. Koska tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksen selvällä marginaalilla kaikissa esitetyissä tilanteissa, on osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus houkutteleva.

Kassavirtamalli indikoi kohtuullista nousuvaraa

DCF-kassavirtamalli diskonttaa ennustetut tulevat vapaat kassavirrat (ikuisuusolettama mukaan lukien) nykyhetkeen ja vähentää tästä arvosta nykyhetken nettovelat. Mallin heikkoutena on herkkyyks molempiin suuntiin terminaalijaksen kasvu- ja kannattavuusennusteille, joten saatuja tuloksia tulee tulkita varovaisesti.

Kuten jo Ennusteet-osiossa totesimme, odotuksemme liikevaihdon kasvuvauhdiksi terminaalissa on 2,5 % ja EBITDA-marginaaliksi 9,3 %. DCF-mallissa käyttämämme diskonttokorko (weighted average cost of capital, WACC) eli pääoman painotettu tuottovaatimus on 9,0 % ja sitä nostaa hieman osakkeelle asetettu 0,50 %:n likviditeettipreemio. Oman pääoman kustannus on 10,6 %. Molempien lukujen pohjana on 2,5 %:n riskitön korko sekä 4,75 %:n markkinariskipreemio.

DCF-malli antaa Robitin osakkeen arvoksi 3,0 euroa, mihin on 29 prosentin nousuvara. Nousuvara on kohtuullinen. Tarkempi laskelma on esitetty liitteessä.

Sijoitusnäkemyks

Säilytämme Robitin osakkeen suosituksen lisätasolla osakkeen arvostuksen ollessa edelleen houkutteleva. Alennamme kuitenkin tavoitehinnan 2,70 (aik. 3,30) euroon, sillä Kiinan kasvuun ja siten

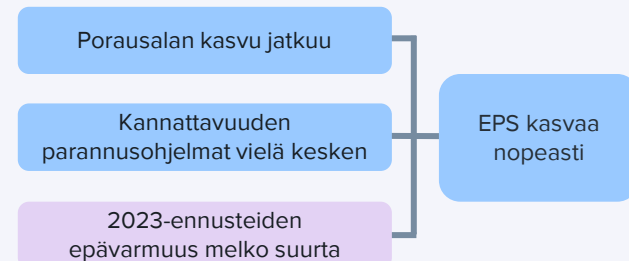
koko globaalin kaivossektorin näkymiin liittyvä riski on kasvanut. Tavoitehinnan alentaminen on myös linjassa vuosien 2023-2024 ennusteikaustemme kanssa. Uudella tavoitehinnalla osakkeen vuoden 2023 EV/EBITDA (6,3x) on 10 % diskontolla verrokkien mediaaniin ja saman vuoden P/E-kerroin (12x) on verrokkien kanssa linjassa.

Keskeiset perusteet edelleen myönteiselle sijoitusnäkemyksellemme Robitin osakkeesta ovat seuraavat: 1) talousepävarmuudesta huolimatta Robitin kohdemarkkinoiden maltillisen volyymikasvun odotetaan jatkuvan; 2) Robitin maantieteellisen peiton laajentaminen antaa yhtiölle eväät kasvattaa markkinaosuuttaan; 3) Robitilla on edelleen mukavasti marginaalien parannuspotentiaalia, etenkin alemman kustannustason maita hyödyntämällä ja 4) kaikki arvostusmittarit osoittavat osakkeen tarjoavan kohtuullisen perustellun nousuvaran. Tulevien kvartaalien kurssiajurina voi toimia esim. liukuvan 12 kuukauden käyttökatteen (EBITDA) ja vastaavan marginaalin säilyminen positiivisella uralla. Riskinä on globaalin poliittisen tilanteen kiristyminen sekä Kiinan talousvaikeuksien paheneminen, mikä heijastuisi negatiivisesti metallien kysyntään, hintoihin ja louhintamääriin. Korostamme edelleen, että Robitin osake soveltuu parhaiten pitkän tähtäimen sijoittajalle.

Osaketuoton ajurit 2022e-2024e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen

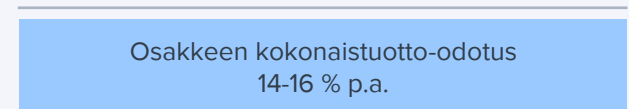
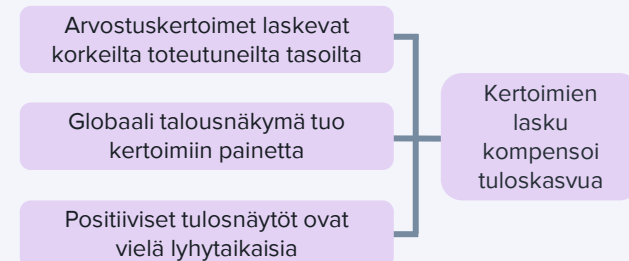
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



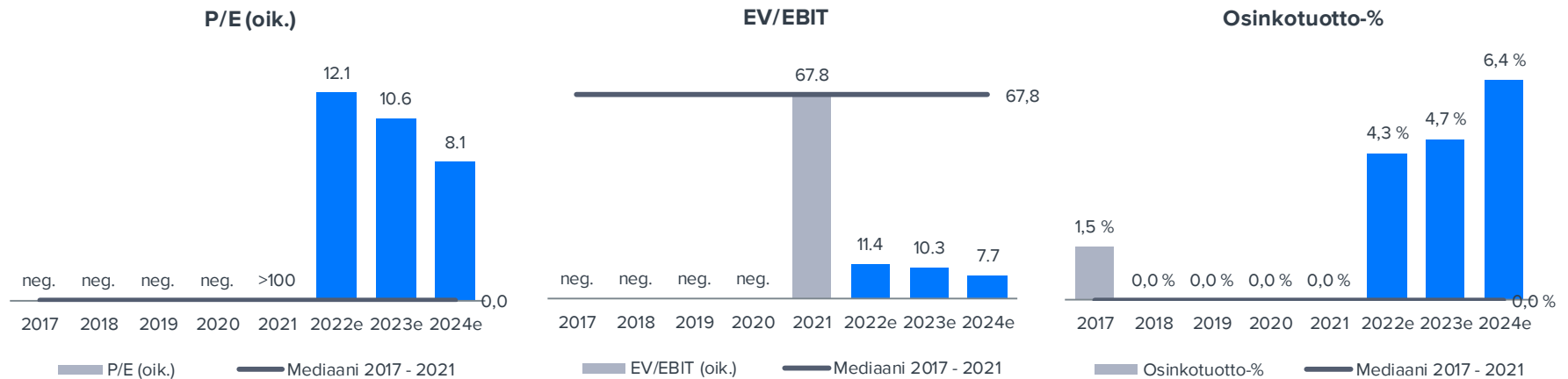
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,47	1,64	2,90	3,65	4,03	2,34	2,34	2,34	2,34
Osakemäärä, milj. kpl	18,9	21,0	21,0	21,0	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Markkina-arvo	136	35	61	77	85	49	49	49	49
Yritysarvo (EV)	144	50	84	98	117	71	69	67	65
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	12,1	10,6	8,1	6,4
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	12,1	10,6	8,1	6,4
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	15,2	neg.	4,9	8,9	9,3	8,0
P/B	1,5	0,6	1,2	1,6	1,7	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	1,5	0,4	0,7	0,8	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,6	0,6	1,0	1,1	1,2	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	88,3	neg.	52,1	19,2	15,5	6,0	5,7	4,9	4,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	67,8	11,4	10,3	7,7	6,0
Osinko/tulos (%)	neg.	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	51,7 %	49,8 %	51,7 %	48,9 %
Osinkotuotto-%	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,3 %	4,7 %	6,4 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Raute Oyj	37	30		10,1		4,0	0,2	0,2		14,7		5,8	1,8
Glaston Oyj Abp	76	99	9,4	7,3	5,7	4,5	0,5	0,4	12,0	8,2	3,9	5,6	1,1
Exel Composites Oyj	62	101	10,9	8,9	6,2	5,7	0,7	0,7	7,3	7,9	4,4	5,0	1,7
Metso Outotec Corp	6078	6627	11,8	9,2	9,3	7,5	1,3	1,2	13,5	11,5	3,8	4,5	2,6
Epiroc AB	17329	17162	17,1	15,5	14,5	13,2	3,9	3,6	23,4	21,4	2,1	2,3	6,5
Sandvik AB	17864	21661	12,6	11,2	9,2	8,7	2,2	2,1	13,0	12,3	3,4	3,6	2,5
FLSmidth & Co A/S	1349	1276	9,5	7,4	5,8	4,8	0,5	0,4	15,4	10,5	2,7	3,8	0,9
Weir Group PLC	4306	5419	13,7	12,3	10,6	9,7	2,0	1,9	15,7	13,9	2,2	2,4	2,4
Mincon Group PLC	230	253	12,6	11,6	9,0	8,4	1,5	1,4	13,5	12,3	2,2	2,2	
Caterpillar Inc	96446	128205	15,9	14,0	12,6	11,5	2,2	2,1	14,3	12,9	2,6	2,8	6,2
Terex Corp	2217	2806	6,9	6,2	6,2	5,7	0,7	0,6	8,0	7,2	1,6	1,7	1,9
Kennametal	1863	2444	10,9	10,8	6,7	6,4	1,2	1,2	12,9	12,9	3,6	3,6	1,4
Robit Oyj (Inderes)	49	71	11,4	10,3	6,0	5,7	0,6	0,6	12,1	10,6	4,3	4,7	0,9
Keskiarvo			11,9	10,4	8,7	7,5	1,4	1,3	13,5	12,1	3,0	3,6	2,6
Mediaani			11,8	10,4	9,0	7,0	1,2	1,2	13,5	12,3	2,7	3,6	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-3 %	-1 %	-34 %	-19 %	-49 %	-51 %	-11 %	-14 %	56 %	30 %	-53 %

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

DCF-laskelma

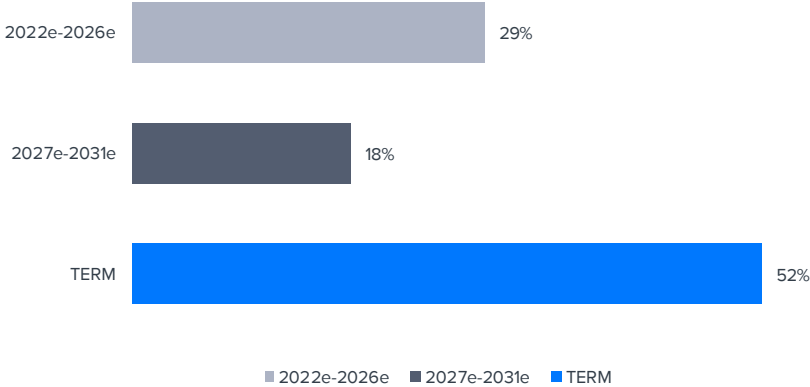
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,0 %	13,2 %	4,3 %	6,2 %	6,4 %	5,8 %	5,1 %	4,5 %	3,8 %	3,2 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	2,1 %	5,5 %	5,6 %	6,9 %	8,1 %	7,8 %	7,6 %	7,3 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Liikevoitto	2,1	6,2	6,7	8,7	10,9	11,1	11,3	11,4	11,4	10,9	11,2	
+ Kokonaispoistot	5,5	5,7	5,5	4,8	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7	4,7	
- Maksetut verot	-0,4	0,9	-0,8	-1,4	-1,9	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,2	-2,3	
- verot rahoituskuluista	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	-10,5	1,6	-1,6	-2,5	-2,7	-2,6	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	-3,1	14,4	9,6	9,5	10,6	10,5	10,8	11,2	11,6	11,5	11,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,5	-4,3	-4,1	-4,2	-4,4	-4,6	-4,9	-4,9	-4,9	-5,0	-4,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-10,4	10,2	5,5	5,3	6,2	5,9	6,0	6,3	6,6	6,5	7,0	
+/- 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	-10,4	10,2	5,5	5,3	6,2	5,9	6,0	6,3	6,6	6,5	7,0	111
Diskontattu vapaa kassavirta		10,0	5,0	4,4	4,7	4,1	3,8	3,7	3,6	3,2	3,2	50,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		95,8	85,8	80,9	76,5	71,8	67,7	63,9	60,2	56,6	53,4	50,2
Velaton arvo DCF		95,8										
- Korolliset velat		-41,5										
+ Rahavarat		9,5										
-Vähemmistöosuus		-0,4										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		63,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	23,4 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	86,5	91,6	100,8	114,1	118,9	EPS (raportoitu)	-0,35	-0,14	0,04	0,19	0,22
Käyttökate	1,6	5,1	7,6	12,0	12,2	EPS (oikaistu)	-0,29	-0,14	0,03	0,19	0,22
Liikevoitto	-5,8	-0,9	2,1	6,2	6,7	Operat. kassavirta / osake	0,06	0,33	-0,15	0,68	0,46
Voitto ennen veroja	-6,7	-3,5	0,8	4,6	5,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,31	0,24	-0,50	0,48	0,26
Nettovoitto	-7,3	-2,9	0,8	4,1	4,7	Omapääoma / osake	2,42	2,24	2,32	2,60	2,72
Kertaluontoiset erät	-1,2	0,0	0,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,10	0,11
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	107,4	103,5	116,4	112,7	113,8	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	6 %	10 %	13 %	4 %
Oma pääoma	50,7	47,0	49,1	55,2	57,7	Käyttökateen kasvu-%	-134 %	219 %	48 %	58 %	2 %
Liikearvo	5,4	5,1	5,5	5,5	5,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	-51 %	-81 %	-299 %	261 %	7 %
Nettovelat	23,0	21,2	32,0	21,6	19,3	EPS oik. kasvu-%	-44 %	-52 %	-118 %	674 %	14 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	1,9 %	5,6 %	7,5 %	10,5 %	10,2 %
Käyttökate	1,6	5,1	7,6	12,0	12,2	Oik. Liikevoitto-%	-5,3 %	-0,9 %	1,7 %	5,5 %	5,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	2,4	-10,5	1,6	-1,6	Liikevoitto-%	-6,7 %	-0,9 %	2,1 %	5,5 %	5,6 %
Operatiivinen kassavirta	1,2	7,0	-3,1	14,4	9,6	ROE-%	-13,4 %	-5,9 %	1,8 %	7,9 %	8,3 %
Investoinnit	-7,0	-2,1	-7,5	-4,3	-4,1	ROI-%	-5,6 %	-2,5 %	2,5 %	6,9 %	7,9 %
Vapaa kassavirta	-6,4	5,1	-10,4	10,2	5,5	Omavaraisuusaste	47,4 %	45,4 %	42,2 %	48,9 %	50,7 %
						Nettovelkaantumisaste	45,3 %	45,2 %	65,1 %	39,2 %	33,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,2	0,6	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	52,1	19,2	15,5	6,0	5,7						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	67,8	11,4	10,3						
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	12,1	10,6						
P/B	1,2	1,6	1,7	0,9	0,9						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,3 %	4,7 %						

Lähde: Inderes

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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 sijoitussuosituksia 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 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 yhtiöissä. 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien 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
29.9.2021	Vähennä	4,40 €	4,20 €
29.10.2021	Vähennä	4,50 €	4,33 €
12.11.2021	Lisää	4,50 €	3,68 €
16.2.2022	Lisää	4,20 €	3,81 €
28.4.2022	Lisää	3,20 €	2,75 €
11.8.2022	Lisää	3,30 €	2,89 €
18.10.2022	Lisää	2,70 €	2,34 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**