

Raute

Yhtiöraportti

10/2016

**inde
res.**

Hinta vastaa jo arvoa

Toistamme Rauten tavoitehintamme 15,70 euroa, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle arvostuksen (aik. lisää).

Alansa markkinajohtaja vahvalla kilpailuedulla

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle teknologiaa ja palveluita toimittava konepajayhtiö. Yhtiön liikevaihdosta tyypillisesti 60-70 % tulee erittäin syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista. Raute on absoluuttisesti pienestä koostaan huolimatta alansa markkinajohtaja ja mielestämme yhtiöllä on selvä teknologiaan ja globaaliin myynti- ja palveluverkostoon perustuva kilpailuetu. Rauten suurimpana haasteena pidämme erittäin syklistä kysyntää, joka heiluttaa Rauten liikevaihtoa ja melko kiinteän kulurakenteen myötä myös kannattavuutta rajusti.

Vanerin ja LVL:n kysyntä ajavat investointeja

Rautelle relevantin vaneri- ja LVL-koneiden (projektit) globaali markkinakoko on arviolta 600-750 MEUR, josta Rauten markkinaosuus on arviolta noin 15-20 %. Lisäksi yhtiölle tärkeää on vaikeasti määritettävissä oleva huolto- ja palvelumarkkina, joka voisi karkeasti arvioida olevan laitemarkkinan kokoluokassa. Rauten laite- ja palvelumarkkinoita ajaa pääosin rakennusteollisuuden hyödyntämän vanerin ja LVL:n loppukysyntä. Niiden kysynnän kasvua tukevat mielestämme vahvat ajurit, kuten globaalin elintason nousu, uusiutuvuus, kierrätettävyys. Historiallisesti vanerin kysyntä on kasvanut noin 3 % vuodessa ja LVL:n hieman enemmän, mitä pidämme järkevänä lähtökohdana tulevaisuuden laiteinvestointien kasvunäkymälle.

Yhtiön tulosnäkymät seuraavalle vuodelle ovat vahvat

Rauten tilauskanta kohoaa Q2:n lopun vaisulta 32 MEUR:n tasolta jälleen lähelle ennätystasoa noin 100 MEUR:oon, sillä yhtiö on saanut Q3:n aikana kolme suurta tehdastilausta. Tätä taustaa vasten odotamme Rauten vuoden 2016 liikevaihdon nousevan 120 MEUR:oon ja liikevoiton 7,8 MEUR:oon, mikä on linjassa yhtiön viime vuoden tasolla olevaa liikevaihtoa ja liike-tulosta lupaavan ohjeistuksen kanssa. Ensi vuoteen yhtiöllä on varsin hyvä näkyvyys korkeaksi nousevan tilauskannan ansiosta ja odotammekin yhtiön liikevaihdon kohoavan 124 MEUR:oon ja liiketuloksen parantuvan 8,7 MEUR:oon. Myös pidemmän ajan näkymät ovat mielestämme kohtuulliset vanerin ja LVL:n tuottajien suotuisan markkinatilanteen, puurakentamisen taustalla olevien megatrendien ja yhtiön hyvän kilpailukyvyn ansiosta.

Arvostus on kokonaisuutena neutraali

Rautelle parhaiten soveltuvilla EV/EBITDA-kertoimille osake on hinnoiteltu vuosien 2016 ja 2017 ennusteillamme tasolle 6x ja 5x. Historiallisesti osake on arvostettu noin 5 vuoden mediaaninsa tasolle. Tämä on mielestämme jo suhteellisen neutraali taso huomioiden liiketoiminnan voimakas syklisyys ja syklin viime vuosien suotuisa vaihe. Näin ollen kurssinousun jatkuminen edellyttäisikin mielestämme jo yhtiön liikevaihdon ja tuloksen vakiintumista nykyisille historiallisesti korkeille tasoille. Suhteellisesti osake on arvostettu alennuksella Rauteen löyhästi liittyvään vertailuryhmään, mutta yhtiön liiketoimintadynamiikka huomioiden aliarvostus ei kuitenkaan ole mielestämme kohtuuton. Osinkotuoton ennustamme nousevan nykykurssille lähivuosina hyvälle 5-6 %:n tasolle, mikä antaa jo osakkeelle tukea, kunhan näkymissä ei tapahdu selvää käännettä heikompaan.

Analyttikko

Antti Viljakainen
+ 358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus

Vähennä

Tavoitehintaa: 15,70 €



Eilisen päätös **16,40 EUR**

12 kk vaihteluväli **12,06-16,50 EUR**

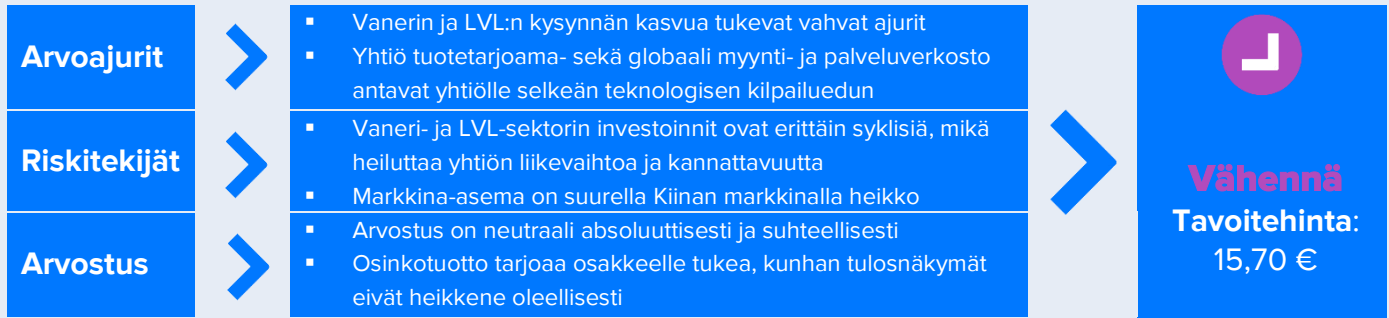
Potentiaali **-4,3 %**

Avainluvut

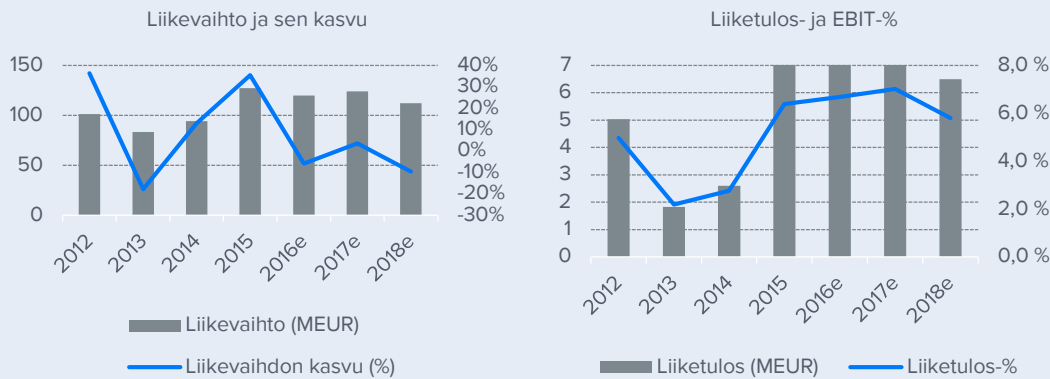
	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	127,3	119,7	124,0
Kasvu-%	35,4 %	-5,9 %	3,6 %
EBIT	8,1	7,8	8,7
EBIT-%	6,4 %	6,5 %	7,0 %
Tulos ennen veroja	8,1	7,6	8,5
Nettotulos	6,7	5,7	6,4
EPS (oik.)	1,65	1,37	1,52
Osinko	0,80	0,90	0,90
Jakosuhte	48 %	66 %	59 %
P/E	8,6	12,0	10,8
P/B	1,9	2,1	2,0
P/S	0,4	0,6	0,6
EV/S	0,4	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,5	6,3	5,5
EV/EBIT	6,4	8,0	6,9
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,5 %	5,5 %

Yhteenveto

Sijoitusnäkemys



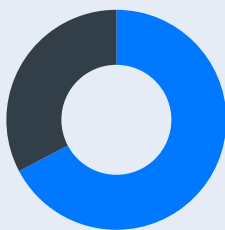
Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Raute, Inderes

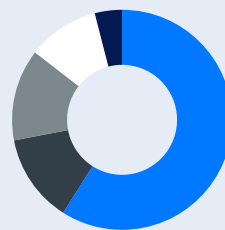
Rauten liiketoimintarakenne

Liikevaihdon jakautuminen 2015



■ Projektitoimitukset ■ Teknologiapalvelut

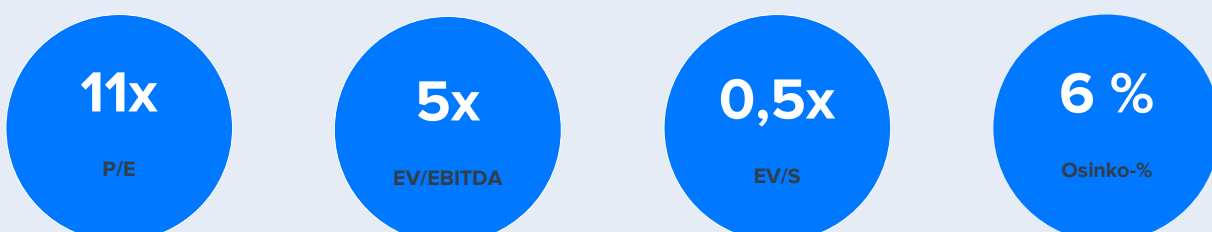
Rauten liikevaihto maantieteellisesti 2014/2015 (k.a)



■ EMEA ■ Etelä-Amerikka ■ Venäjä ■ Pohjois-Amerikka ■ APAC

Lähde: Raute

Arvostus 2017e



Sisällysluettelo

Yhteenveto	3
Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys	5
Rauten historiallinen kehitys.....	8
Markkinat ja kilpailukenttä.....	9
Rauten markkina-asema	13
Strategia, kilpailuedut ja riskit	14
Rauten strategia, kilpailuedut ja riskit.....	18
Kulurakenne ja taloudellinen tilanne.....	19
Rauten kustannusrakenne ja tase.....	23
Tulosennusteet.....	24
Markkinatilanteen kehitys	30
Arvostustaso.....	31
Rauten arvostustaso	33
Tuloslaskelma ja tase	34
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä.....	36
Vastuuvapauslauseke	37

Yhtiökuvaus, liiketoimintamalli ja historiallinen kehitys

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle laitteita ja palveluita tarjoava teknologiayhtiö, joka on keskittynyt etenkin korkean teknologiatason tuotteisiin. Yhtiön liikevaihdosta tyypillisesti 60-70 % tulee erittäin syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista. Rauten liiketoimintamalli on globaali ja yhtiön myynti- ja palveluverkosto palvelee asiakkaita kaikilla mantereilla. Tämä ja edistysellinen tuotetarjonta erottavat Rauten myös pienemmistä ja paikallisemmista kilpailijoista. Historiallisesti Raute on ollut luotettava tuloksen tekijä ”normalisoidussa” kysyntätilanteessa, mutta varsinkin finanssikriisin puhkeamisen jälkeiset liikevaihdon rajut vaihtelut ovat heiluttaneet yhtiön suhteellista kannattavuutta. Yhtiö on pystynyt luomaan omistaja-arvoa 2000-luvulla maltillisesti, mikä on realisoitunut sijoittajille etenkin osinkovirran kautta.

Yhtiön ja liiketoimintamallin yleiskuvaus

Raute tarjoaa viulun, vanerin ja viilupalkin (LVL) tuottajille tuotantoteknologiaa sekä siihen liittyviä teknologia-palveluita. Rauten teknologiatarjonta kattaa asiakkaiden koko tuotantoprosessin koneet ja laitteet. Yhtiön asiakaspalvelukonsepti lähtee tuotteen koko elinkaaren hallinnasta ja Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin. Siten Rauten teknologiaa ja palveluita sisältävä liiketoimintamalli onkin hyvin tyypillinen pohjoismaiselle konepajayhtiölle.

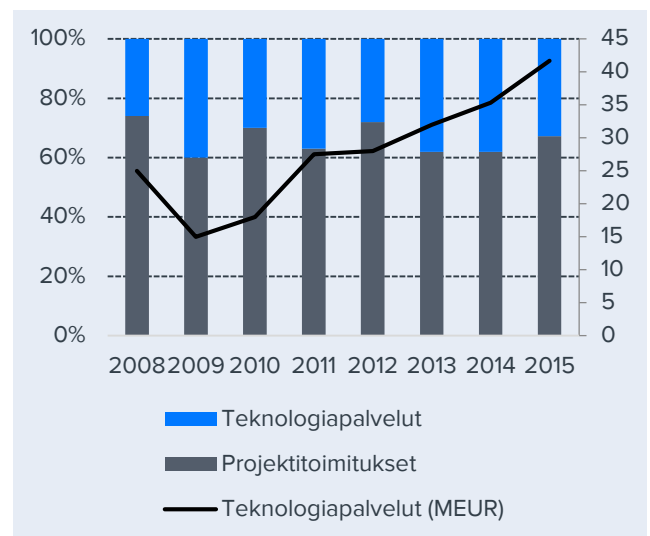
Valtaosa yhtiön liikevaihdosta tulee projektitoimituksista, jotka muodostuvat suurista tehdasprojekteista, erillisistä tuotantolinjoista tai yksittäisistä koneista ja laitteista. Viime vuosina tyypillisesti noin 60-70 % yhtiön liikevaihdosta on ollut projektitoimituksia. Projektiliiketoiminta on syklistä, sillä kysyntä vaihtelee voimakkaasti vuodesta toiseen vahvasti alan investoinneista riippuen. Suuret tehdasprojektit voivat kestää mahdollisesti jopa kaksi vuotta, mutta yleensä suurin osa tuloutettavasta liikevaihdosta kertyy noin 6-12 kuukauden kuluessa tilauksesta. Tärkeää huomioida, että yhtiö toimittaa myös tehdasprojekteihin ainoastaan tuotantokoneita eikä rakenna itse koko tehtaita ”avaimet käteen”-periaatteella.

Teknologiapalveluiden tulovirrasta arviolta neljäsosa on varaosien ja neljäsosa modernisointien myyntiä eli käytännössä tavarakauppaa. Toinen puolisko on taas puhdasta kehityspalveluiden myyntiä. Palveluiden osuus liiketoiminnasta on loppuosa eli tyypillisesti noin 30-40 %. Osuus vaihtelee lähinnä projektitoimitusten mukana, mutta huomiotavaa on, että finanssikriisistä syntyneen kuopan jälkeen palveluliike-toiminnan euromääräinen osuus on kääntynyt trendinomaiseen kasvuun. Teknologiapalveluiden liikevaihto on huomattavasti projektimyyntiä tasaisempaa ja siten helpommin ennakoitavissa, joten tässä suhteessa palveluliiketoiminnan euromääräinen kasvu tasoittaa Rauten liiketoimintaportfoliota ja on siten ehdottomasti positiivinen

asia yhtiölle. Palveluliiketoiminta korreloi kuitenkin asiakkaiden koneiden käyttöasteiden kanssa, koska erityisesti huollon sekä varaosien tarve vähenee, jos koneita ei käytetä. Näin ollen vanerin ja LVL:n loppukysynnän sykliset vaihtelut heijastuvat myös Teknologiapalveluihin. Teknologiapalveluiden tilauskanta on perinteisesti lyhyt eli vain joitakin viikkoja tai kuukausia. Palveluiden ja projektitoimitusten erot hämärtyvät jossain määrin esimerkiksi modernisoinneissa, jotka voivat kestää yli 6 kuukautta ja voivat sisältää myös uusia laitteita.

Sijoittajien kannalta huomioitavaa on myös se, että projekti- ja palveluliiketoiminta linkittyvät toisiinsa ja Rautella on hyvät mahdollisuudet kasvattaa palveluliiketoimintaa uusien projektitoimitusten mukana asennetun laitekannan kasvaessa. Näin ollen menestys projektiliiketoiminnassa on ensiarvoisen tärkeää yhtiön pidemmän aikavälin kilpailukyvyn kannalta, vaikka palveluita pystytään toki myymään ristiin kilpailijoidenkin toimittamiin koneisiin.

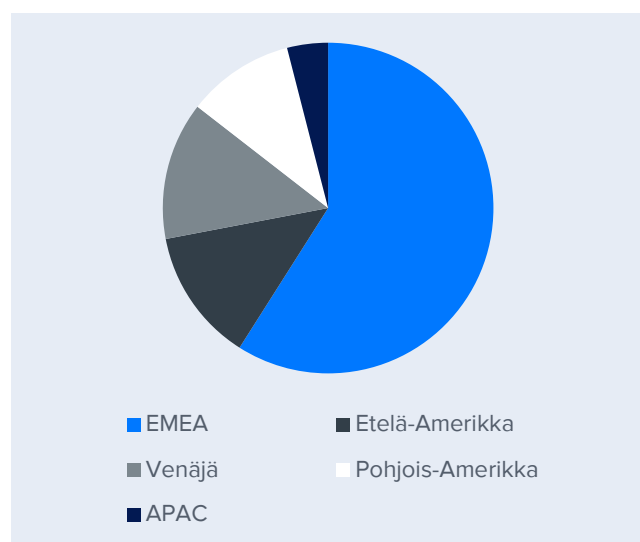
Rauten liikevaihdon jakautuminen projekteihin ja palveluihin 2008-2015



Lähde: Raute

Maantieteellisesti Rauten liikevaihto jakautuu ajan yli tarkasteltuna laajalle alueelle ja yhtiö on läsnä kaikilla mantereilla. Tämä erottaa Rauten myös sen kilpailijoista, sillä muut vaneri- ja LVL-sektorin laitetoimittajat operoivat paikallisesti tai ainakin huomattavasti suppeammalla maantieteellisellä alueella. Vuosittain Rauten liikevaihtojakauma vaihtelee rajusti suurien projektien sijainnin mukaan. Siksi kehoitamme sijoittajia keskittymään Rauten pidemmän aikavälin kehityskaareen tässä suhteessa. 2000-luvulla erityisesti Venäjän, Etelä-Amerikan sekä hieman yllättäen Euroopan merkitys yhtiölle on kasvanut huomattavasti. Aasian osuus on itseasiassa pienentynyt, vaikka teollisuuden alan voimakkain kasvu onkin ollut juuri siellä. Tämä johtuu paikallisesta kilpailusta erityisesti matalan teknologiatason tuotantokoneissa, jotka dominoivat vielä etenkin Kiinan suurta markkinaa. Tähän segmenttiin Rautella ei ole paikallisiin verrattuna riittävän kustannuskilpailukyistä tuotetarjoamaa, minkä takia yhtiö onkin ollut Aasiassa vaikeuksissa toistaiseksi.

Rauten liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2014/2015



Lähde: Raute

Tuoteryhmät ja tuotteet

Rauten laaja teknologiatarjonta kattaa asiakkaan vanerin ja LVL:n tuotantoprosessit kokonaisuudessaan aina raaka-aineen käsittelystä lopputuotteen viimeistelyyn ja pakkaukseen. Tukinkäsittelyn, sorvauksen, viilunkäsittelyn, ladonnan, puristuksen ja levynkäsittelyn osaprosesseja voidaan kehittää, modernisoida ja uusia myös erikseen. Huomioitavaa kuitenkin on, että Raute on ainoa toimija maailmassa, joka pystyy toimittamaan kokonaisen vaneri- tai LVL-tehtaan tuotantokoneet. Tämä muodostaa selkeän eron kilpailijoihin, jotka ovat liiketoiminnoissaan fokuksituneet ainakin toistaiseksi tiettyihin tuotantokoneisiin.

Tuotetasolla Rauten tarjonta tarkoittaa käytännössä viilun-sorvauslinjoja, kuivauslinjoja, liimoitus- ja ladontalinjoja, vaneripuristimia, viilunpaikkauslinjoja, viilunsaumauslinjoja, viilunjatkamislinjoja, vanerinkittauslinjoja, särmäsahalinjoja, hiontalinjoja sekä pakkauslinjoja. Lisäksi Raute valmistaa jatkojalostukseen levyjen pinnoituslinjoja. Yhtiö tarjoaa tuotteita käytännössä kolmessa eri laatukategoriassa, joita ovat RautePro (alasegmentin koneet teolliseen tuotantoon), RauteSelect (esim. Venäjän ja Etelä-Amerikan markkinoille suunnattu keskisegmentin vakiintunut teollinen teknologia) ja RauteSmart (modernein tuotantoteknologia etenkin kehittyneille markkinoille). Tuoteryhmät eroavat toisistaan mm. automaation, konenäön, tehokkuuden ja käyttöiän mukaan, mikä tietysti näkyy suoraan myös koneiden hinnoissa, mutta arviomme mukaan kaikki nämä kolme tuotekategoriaa ovat hyvää liiketoimintaa Rautelle. Lisäksi yhtiöllä on mallistossaan Kiinan markkinalle suunnattu halpa Dragon-sorvi, mutta sen kontribuutio konsernin liikevaihtoon on jäänyt lanseerausten viivästymisen ja matalien yksikköhintojen takia toistaiseksi vähäiseksi.

Historiallinen kehitys

Rauten tuotteiden syklinen kysyntä näkyy selvästi myös yhtiön pidemmän ajan kehityksessä. 2000-luvulla erityisesti finanssikriisin aikainen romahdus vuonna 2009 oli todella raju. Toimiala elpymisen (pl. Kiina) on kestänyt pitkään, mutta vuosista 2015 ja 2016 on muodostunut Rautelle erittäin hyviä, kun puutuotesektori Euroopassa on alkanut investoida ja mantereella on toteutettu viime vuosina useampi suuri vaneri- ja LVL-kapasiteettia luonut hanke, joiden laitetilauksista Raute on saanut valtaosan. Viime vuonna Rauten liikevaihto nousi ennätystasolle 127,3 MEUR:oon ja liikevoitto ennätystason tuntumaan 8,1 MEUR:oon. Myös lyhyen aikavälin näkymät ovat hyvät, sillä Q3'16:n erittäin vahva tilausvirta (ml. kolme tehdas tai tuotantolinjaprojektia) nostaa Rauten tilauskannan noin 100 MEUR:n ennätystasolle.

Rauten liikevaihto on vaihdellut rajusti viimeisen vuosikymmenen aikana. Yhtiön mediaaniliikevaihto on ollut noin 100 MEUR:n tuntumassa. Tällä tasolla yhtiö pystyy myös tekemään kohtuullista tulosta. Kannattavuus kävi todella syvässä kuopassa vuonna 2009, kun liikevaihto tippui 63 % ja liikevoittoprosentti painui -26 %:n tasolle, Parhaan suhteellisen kannattavuutensa Raute teki tasaisen työkuorman ansiosta vuonna 2007, kun liikevoittomarginaali nousi 7,8 %:iin. Vasta vuosina 2014 ja 2014 elpynyt tilausvirta hävitti finanssikriisin jäljet viime vuoden aikana, mutta romahduksella oli myös positiivisia puolia: yhtiö oli pakotettu tehostamaan toimintaansa, minkä ansiosta uskomme tukevoittaneen tulostulon pohjaa.

Osakkeenomistajien kannalta ensiarvoisen tärkeää on taloudellisen lisäarvon kehitys. Olemme havainnollistaneet Rauten omistaja-arvon kehitystä (kuva seuraavalla liitesivulla) ottamalla huomioon yhtiön oman pääoman

muutokset ja osakkeenomistajien saamat osingot 2000-luvun ajalta. Finanssikriisin jälkeisestä rajusta romahduksesta huolimatta Raute on onnistunut luomaan hieman omistaja-arvoa 2000-luvulla, sillä oman pääoman muutos maksetuilla osingoilla lisättynä on ollut 15 vuoden ajanjaksolla keskimäärin noin 4 % vuodessa. Käytännössä omistaja-arvo on syntynyt osinkovirran kautta, sillä yhtiön oma pääoma on supistunut vuoden 2000 8,52 eurosta 7,32 euroon vuoden 2015 loppuun mennessä (H1'16: 7,06 euroa per osake). Tästä syystä pidämme myös osinkotuottoa yhtenä keskeisenä kriteerinä yhtiön arvostustasoa ajateltaessa (ks. kappale arvostustaso). Osakkeenomistajat eivät voi toki olla 2000-lukuun kokonaisuutena täysin tyytyväisiä, mutta finanssikriisin jälkeiset vaikeat markkinaolosuhteet huomioiden yhtiö on kuitenkin selviytynyt kohtuullisesti.

Vuoden 1994 syksystä asti listattuna ollut osake aloitti pörssiaikansa aikoinaan noin 12 euron tasolta, kun taas tällä hetkellä osake noteerataan 16,35 eurossa (3.10.2015 päätöskurssi). Viimeisen vuosikymmenen aikana osakkeen alin noteeraus on suunnilleen 6 euroa ja ylimmillään yhtiön kävi noin 17 euron tasolla vuonna 2005. Näin ollen pitkäaikaisen osakkeenomistajan osaketuotto on joka tapauksessa jäänyt historiallisesti vaisuksi, kun huomioidaan kurssikehitys, maksetut osingot sekä volatiilin osakkeen riskitaso.

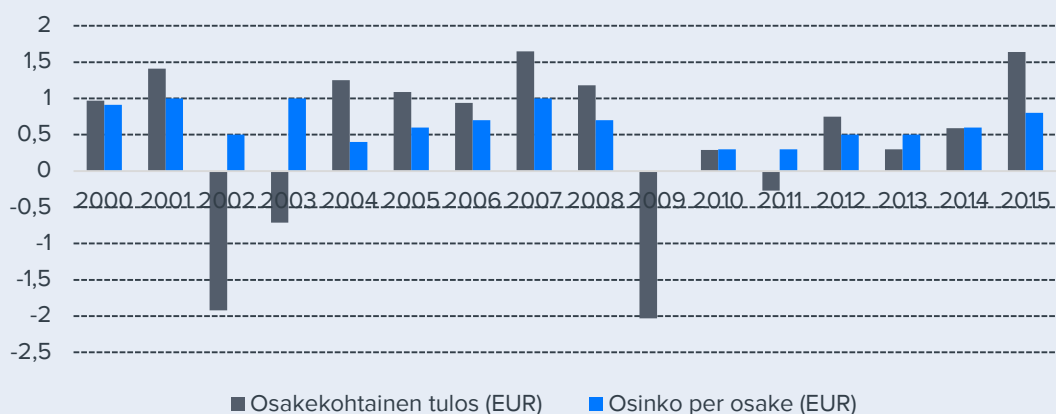
Rauten historiallinen kehitys

Liikevaihto ja kannattavuus 2000-2015



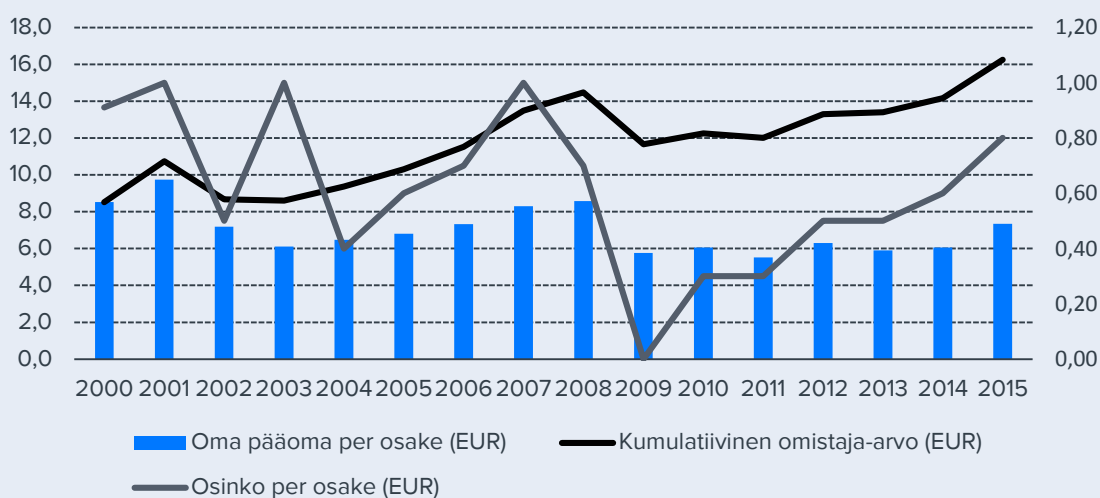
Lähde: Raute

Osakekohtainen tulos ja osinko 2000-2015



Lähde: Inderes

Omistaja-arvon kehitys 2000-2015



Lähde: Inderes

Markkinat ja kilpailukenttä

Rautelle relevantin vaneri- ja LVL-koneiden globaali markkinakoko on arviolta keskimäärin noin 600-750 MEUR, josta Rautella on alan markkinajohtajana noin 15-20 %:n osuus. Lisäksi yhtiölle tärkeä osa-alue on vaikeasti määritettävissä oleva huolto- ja palvelumarkkina, joka voisi karkeasti arvioiden olla laitemarkkinan kokoluokassa. Kyseessä on siis pieni markkina, joka ei houkuttele suuria konepajoja, vaan kilpailijat ovat Rauteakin pienempiä ja paikallisia yhtiöitä. Rauten laite- ja palvelumarkkinoita ajaa luonnollisesti pääosin rakennusteollisuuden hyödyntämän vanerin ja LVL:n loppukysyntä. Niiden kysynnän kasvua tukevat mielestämme vahvat ajurit, kuten globaalin elintason nousu, uusiutuvuus, kierrätettävyys. Historiallisesti vanerin kysyntä on kasvanut noin 3 % vuodessa ja LVL:n hieman enemmän, mitä pidämme järkevinä lähtökohtina myös tulevaisuutta ajatellen.

Vaneri- ja LVL-markkinat

Projektimarkkinan koko noin 600-750 MEUR/a

Rauten markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Nämä investoinnit ovat todella syklisiä ja vaihtelevat rajusti vuosittain, mutta niiden määrän voidaan arvioida Rauten ulkopuolisella konsultilla teettämän tutkimuksen mukaan olla keskimäärin noin 600-750 MEUR vuodessa. Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. globaalin vanerimarkkinan koko on noin 30 miljardia euroa). Rauten markkinakoosta LVL:n osuus on arviomme mukaan noin 10 %, kun taas vaneri- ja viilusektorit kattavat loput markkinasta. Kokonaisuutena yhtiön teoreettisesti saatavilla oleva potentiaali projektipuolella on siis karkeasti noin 650 MEUR vuodessa, mutta on tärkeää huomioida, että investoinnit vaihtelevat voimakkaasti vuodesta toiseen.

Laiteinvestointimarkkinan lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden ylläpitoon ja modernisointeihin liittyvä markkina. Rauten tapauksessa palvelumarkkinan kokoa on erittäin vaikea määrittää, sillä esimerkiksi suuri osa laitteiden huollosta tehdään asiakkaiden itsensä toimesta. Tämän takia on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Lähtökohtaisesti arviomme kuitenkin, että vaneri- ja LVL-sektorin palvelumarkkina on vähintään yhtä suuri kuin laiteinvestointimarkkina, kuten monilla muilla vastaavia investointihyödykkeitä tuottavilla teollisuuden aloilla on havaittu. Arviomme perustuu analogiaan, jonka mukaan tuotantolaitteiden ylläpitoon (huolto, varaosat jne.) käytetään vähintään saman verran rahaa niiden käyttöiän aikana kuin niiden alkuperäiseen investointiin. Näin ollen palvelumarkkina tarjoaa yhtiölle lähes rajattoman kasvupotentiaalin, kun huomioidaan, että yhtiön vuotuinen palvelumyynti on toistaiseksi noin 40 MEUR:n kokoluokassa. Numeerista tukea arviollemme on kuitenkin vaikea löytää.

Palvelut- ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta "after sales"-markkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien

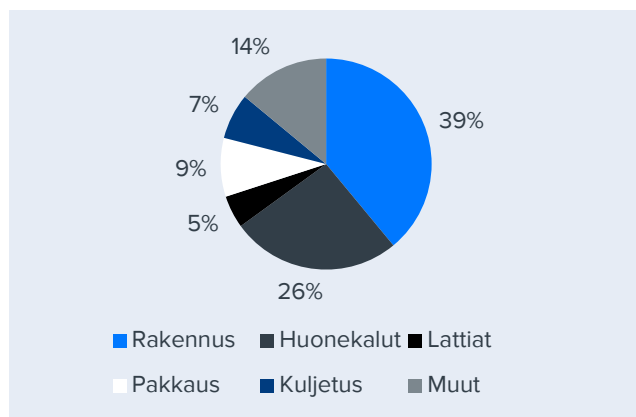
projektitoimitusten mukana. Näin ollen projektitoimitukset ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa uusia mahdollisuuksia huoltopuolelle tulevaisuudessa. Tämä siitäkkin huolimatta, että Raute pystyy toki toimittamaan huoltopalveluja ja varaosia myös muiden toimittamiin koneisiin ja laitteisiin.

Huomioitavaa on, että palveluliiketoiminnan kehityskaari etenee eri vaiheissa maantieteellisesti. Kehittyneillä markkinoilla huoltojen "ulkoistamisaste" on jo kohonnut asiakkaiden keskittyessä yhä voimakkaammin ydin-prosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden markkinointiin ja myyntiin. Tämän trendin voi olettaa etenevän myös kehittyvillä markkinoilla jatkossa aiempaa voimakkaampana, minkä lisäksi kehittyvien markkinoiden asiakkailla tulee tarve kehittää prosessejaan entistä kilpailukykyisemmiksi pitkällä tähtäimellä väistämättömän kustannusinflaation takia. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa, minkä uskomme tukevan Rauten palveluja pitkällä tähtäimellä.

Loppukysyntä ajaa investointeja

Rauten kannalta olennainen projekti-investointikysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologialla tehtävien tuotteiden loppukysynnästä. Rautelle tärkein tuote on vaneri, jonka tuotantoon myytävistä koneista ja palveluista Raute saa selvästi suurimman osan liikevaihdoistaan.

Vanerin loppukysynnän jakautuminen 2014



Lähde: Raute

Yksinkertaistettuna vanerisektorin merkittävämpänä ajurina voidaan pitää rakennusteollisuuden (39 %) kehitystä ja toisaalta sen sisällä puutuotteiden osuutta kokonaisuudesta. Huonekalujen (26 %) kysyntä kuitenkin korreloi kohtuullisen hyvin rakentamisen yleisen syklin kanssa ja luonnollisesti myös lattioiden (5 %) kysyntää ajaa rakennusaktiiviteetti. Toinen merkittävä sektori on logistiikka, jolla on tuntuva vaikutus vanerin kokonaiskysynnän kehitykseen, sillä pakkaukset (9 %) ja kuljetusvälineet (7 %) muodostavat yhdessä yli 15 % markkinasta. Tämä osa markkinaa on riippuvainen talousaktiiviteetista yleensä, minkä kanssa kuljettaminen ja tavarankierto korreloi tyypillisesti hyvin.

LVL on merkittävä rakennusmateriaali etenkin USA:ssa

Viilupalkki eli LVL (Laminated Veneer Lumber) on samansuuntaisista viiluista liimattu ja kuumapuristettu puutuote, jota käytetään kantavissa rakenteissa. Sen käyttökohteita ovat esimerkiksi palkit, tolpat ja kalusteiden rungot. LVL on vaneriin verrattuna nuori tuote, sillä se kehitettiin Yhdysvalloissa vasta 1970-luvulla. Tällä hetkellä käytännössä kaikki LVL-investoinnit ovat isoja tehdasinvestointeja, joten perinteinen LVL-tilaus alalta tarkoittaa Rautelle tyypillisesti noin 20-30 MEUR:n projektia. Modernisointimarkkina avautuu laajemmassa mittakaavassa vasta 5-10 vuoden päästä, mutta pitkällä tähtäimellä sektorin potentiaali on mielestämme huomattava. Pienehkö LVL-markkina korreloi vielä vaneriakin vahvemmin rakennusteollisuuden aktiiviteetin kanssa, koska viilupalkkia käytetään lähes ainoastaan rakennuksien tukirakenteissa. LVL:n käyttö rakennettavaa kuutiometriä kohti on kasvanut trendinomaisesti vuosia. Tämän voi mielestämme olettaa myös jatkuvan materiaalia tukevat vahvat ajurit (lujuus, keveys, uusiutuvuus, kierrätettävyyden) huomioiden.

Yhdysvallat on maailman suurin LVL:n tuottaja ja yli puolet maailman viilupalkeista tuotetaan ja käytetään maassa.

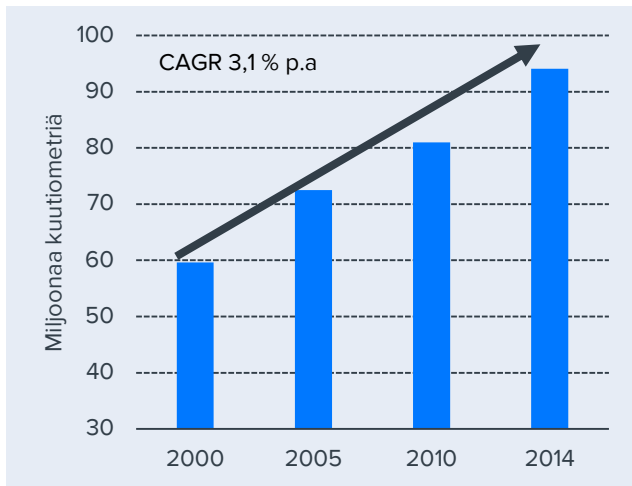
Myös muissa kehittyneissä maissa (Eurooppa, Japani, Australia) LVL:ää on käytetty rakennusmateriaalina, mutta yhtä suosituksi materiaaliksi se ei ole vielä noussut muilla suuremmilla alueilla kuin Yhdysvalloissa. Sen sijaan Kiinassa, joka on valloittanut globaalin vanerimarkkinan, LVL-markkina on toistaiseksi lähes olematon ainakin rakenteissa käytettävän korkealaatuisen LVL:n osalta. Koko markkinan kannalta on erittäin mielenkiintoista seurata Kiinan kehitystä, sillä jos LVL todetaan kilpailukykyiseksi rakennusmateriaaliksi, on LVL:llä Aasiassa huima potentiaali.

Megatrendit tukevat puutuotteita

Kun katsotaan Rauten markkinoiden ajureita pitkällä aikavälillä, toimialan taustalla on tiettyjä positiivisia megatrendejä. Vaneri- ja puutuotteet ovat uusiutuvista materiaaleista valmistettavia ja kierrätettäviä tuotteita. Lisäksi puumateriaalit ovat hiilidioksidineutraaleja. Rauten kokonaismarkkinan, on yleisesti odotettu kasvavan edellä mainittujen ajureiden takia yleistä talouskasvua nopeammin. Muistutamme myös, että vanerin ja LVL:n merkittävin loppumarkkina on rakennusteollisuus. Siihen sovelletaan monesti nyrkkisääntönä 1.5-kerrointa suhteutettuna yleiseen talouskasvuun. Tämä lisää vipuvaikutusta näiden tuotteiden kysyntään, minkä lisäksi toinen vipu Rautelle tulee tuotantoinvestointien kysynnästä, joka on vielä lopputuotteen kysyntääkin syklisempää.

2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut noin keskimäärin noin 3 % vuodessa. Huomioitavaa kuitenkin on, että kasvu oli voimakkainta buumivuosina 2000-2005, jolloin etenkin Kiina ajoi voimakkaasti markkinaa. Finanssikriisi kuitenkin hidasti kasvua, mutta rakennussektorin viimeaikainen elpyminen monilla alueilla piristi kysyntää tilastojen mukaan vuonna 2014. Kiinan kauppatilastoihin liittyvä epävarmuus voi kuitenkin aiheuttaa lukuihin harhoja ja myös rakennussektorin syklin vaihe heiluttaa vertailua vuosi-tasolla. Mielestämme pidemmän aikavälin trendi on kuitenkin ollut positiivinen ja puutuotteiden kysyntää tukevat ajurit näyttävät kuitenkin edelleen vahvoilta, minkä myötä uskomme vanerin kysynnän kasvun jatkuvan lähivuosina historiallista vauhtia.

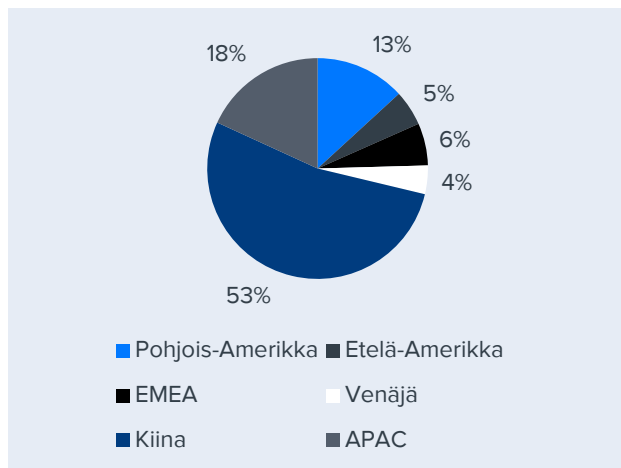
Vanerin kulutus 2000-luvulla



Lähde: Indufor

Vanerin tuotanto on viime vuosina keskittynyt yhä enemmän Kiinaan. Kulutuksen kasvu löytyy nyt käytännössä kokonaisuudessaan kehittyviltä markkinoilta, kun taas kehittyneillä markkinoilla Euroopassa ja Yhdysvalloissa kapasiteettia on monin paikoin vähintään riittävästi tämänhetkisen kotimarkkinakysynnän tyydyttämiseen. Luonnollisesti kehittyneet markkinat ovat erittäin tärkeitä erityisesti palveluiden ja jatkuvan tuotannon tehostamistarpeen kannalta, mutta tuotannon painopiste on siirtynyt rajusti kehittyville markkinoille viimeisen parinkymmenen vuoden aikana. Olennaista on myös ymmärtää, että kulutuksen ja tuotannon välillä on selvä maantieteellinen epätasapaino. Tämä taas tarkoittaa tietysti sitä, että kehittyviltä markkinoilta viedään paljon vaneria kehittyneille markkinoille kulutettavaksi sekä toisaalta pakkausten mukana.

Vanerin tuotannon jakautuminen maantieteellisesti 2014



Lähde: Indufor

LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy ja LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Tämä voisi tarkoittaa arviomme mukaan yli 5 %:n vuosikasvua LVL:lle lähivuosina. Tämä tosin vaatii sitä, että Yhdysvaltojen talouden kohtuullisen vahva veto heijastuu jatkossa positiivisesti myös maan asuntoaloituksiin, sillä LVL-markkina yhä varsin riippuvainen Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden vedosta.

Kilpailukenttä

Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten markkina-asema on vahva ja yhtiö on markkinajohtaja toimialallaan. Vaikka Raute on absoluuttisesti pieni yhtiö, on se kilpailijoihin verrattuna suuri ja pystyy siten tarjoamaan asiakkaille laajempia kokonaisuuksia kuin yksikään muu toimija alalla. Rauten markkinaosuuden kaikista vaneriteollisuuden kone-investoinneista arvioidaan olevan globaalisti noin 15-20 %.

Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL-sektorilla, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla. LVL:n osuus Rauten liikevaihdosta vaihtelee yksittäisten investointiprojektien myötä voimakkaasti vuositasolla, mutta jo nyt LVL-koneet ovat merkittävä tuoteryhmä Rautelle. Jatkossa uskomme LVL:n painoarvon kasvavan Rauten kannalta entisestään, mikä johtuu LVL:n vaneria paremmasta loppukysynnän kasvunäkymästä.

Kilpailijat ovat paikallisia ja osaprosesseihin fokusoituneempia

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin tuote- ja palvelukokonaisuuden. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu kuitenkin edelleen enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puolajista.

Rauten kilpailijat ovat tyypillisesti paikallisesti tai alueellisesti toimivia yhteen tai muutamaa osaprosessia tai teknologiaan keskittyneitä pieniä tai keskisuuria yrityksiä. Pääkilpailijat tulevat Euroopasta (esim. Angelo Cremona, Biele, Dieffenbacher) ja etenkin Japanista (Taihei, Meinan, Hashimoto), joiden lisäksi myös USA:ssa ja Brasiliassa on merkittäviä kilpailijoita. Kiinassa alaa hallitsevat paikalliset, pienet ja erityisesti hinnoissa kilpailukykyiset paikalliset yhtiöt. Toki iso osa suuremmista kilpailijoista toimii enemmän tai vähemmän globaalisti, mutta niillä on kuitenkin

selkeästi omat vahvuusalueensa. Rauten taloudellisen suorituskyvyn ja arvostustason vertailua eri kilpailijoihin vaikeuttaa merkittävästi se, että Raute on ainoa pörssilistattu yritys sektorilla.

Rauten markkina-asema vaihtelee maantieteellisesti vanerimarkkinoilla

Markkinaosuuksia tarkasteltaessa huomioitavaa on, että Rauten markkina-asema ja siten myös markkinaosuus vaihtelee huomattavasti maantieteellisesti. Tämä johtuu muun muassa raaka-aineen eroista, sillä vaneria valmistetaan sekä eri puulajeista ja myös luonnonpuusta sekä istutuspuusta. Kaikilla mantereilla kasvaa kuitenkin sopivia puulajeja korkealaatuisen vanerin valmistamiseen, joten raaka-aineen saatavuudesta ei muodostu varsinaisesti estettä vanerin ja LVL:n tuotannolle millään mantereella. Sama koskee myös muita tuotannon tekijöitä.

Selvästi paras markkina-asema Rautella on yhtiön kotimarkkina-alueella Euroopassa, jossa tuotetaan pääosin korkealaatuista havupuu- ja lehtipuuvaneria modernilla teknologialla. Pohjois-Amerikka on pitkälti luonteeltaan vastaava markkina, mutta tällä markkinalla paikallisten kilpailijoiden hyvä asema ja asiakkaiden tietty teknologinen taantumuksellisuus jättävät Rauten kilpailuposition Eurooppaa heikommaksi. Kokoluokaltaan Pohjois-Amerikka on keskikoinen vanerimarkkina ja Eurooppa pieni, mutta molemmat markkinat ovat verrattain kypsiä ja niiden kasvupotentiaali on pitkällä tähtäimellä vähäinen lopputuotteen kysynnän kasvun ollessa maltillista.

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema on vahva Venäjällä ja hyvä Etelä-Amerikassa, joissa pääosin käytettävä tuotantoteknologia ei ole välttämättä sisällä uusimpia uutuuksia, mutta on kuitenkin verrattain modernia teollista teknologiaa. Pitkällä tähtäimellä näiden tällä hetkellä pienehköjen markkinoiden kasvupotentiaali on runsaiden puuvarojen, lopputuotteiden kysynnän kasvupotentiaalien ja vientimarkkinoiden kannalta kohtuullisen kilpailukykyisten kustannusrakenteiden myötä hyvä. Lyhyellä tähtäimellä molemmilla markkinoilla on sen sijaan näkemyksemme mukaan vaikeampaa, sillä Venäjällä poliittinen ja taloudellinen tilanne pitävät pääomainvestointien näkymät epävarmoina, vaikka talouden pohjatosketuksen todennäköinen ohittaminen onkin kirkastanut näkymiä hieman. Sen sijaan Etelä-Amerikassa sulatellaan edelleen Chileen vuosina 2012-2013 valmistuneiden jätti-investointien myötä kasvanutta kapasiteettia.

Maantieteellisesti Rauten suurin heikkous on selvästi Aasia ja etenkin maailman suurin vanerimarkkina Kiina. Kiinan markkina on erittäin pirstaloitunut, käsityövaltainen ja hintasensitiivinen, joten paikalliset matalan teknologiatason koneita valmistavat yhtiöt dominoivat markkinaa. Ne ovatkin jättäneet Rauten markkinaosuuden käytännössä olemattomiin Kiinassa, jonne Rauten olisi kuitenkin mielestämme tärkeä pystyä murtautumaan pitkällä

aikavälillä markkinan suuren koon ja heikkenevässäkin talouskasvu ympäristössä huiman kasvupotentiaalin ansiosta. Muualla Aasiassa Rauten asema on jossain määrin Kiinaa parempi kehittyneemmän teknologiatason takia, mutta kilpailua kiristää japanilaisten yhtiöiden vahva läsnäolo.

Vanerimarkkinoiden musta hevonen on Afrikka, jossa olisi runsaasti hyvää viidakon puuta vanerin valmistukseen. Relevantin kokonaismarkkinan muodostuminen tulee kuitenkin viemään pitkään, vaikka hieman lyhemmällä tähtäimellä yksittäisten tehtaiden ja linjojen investoinnit esimerkiksi kehittyneempään Etelä-Afrikkaan ovat mielestämme mahdollisia. Rauten arvioimme olevan Afrikan suhteen tarkkailevalla kannalla, mutta varsinaisia panostuksia alueen suhteen ei todennäköisesti vielä kannata aloittaa vaan markkinan kehitystä seurata Euroopasta käsin.

Pieni markkina ei houkuttele isoja konepajoja

Koska Rauten kannalta relevantin globaalin kokonaismarkkinan koko on karkeasti vain 1,5 miljardi euroa vuodessa (ml. investoinnit sekä huolto- ja kunnossapito), se ei riitä houkuttelemaan suurempia konepajoja apajille. Koko metsäteollisuuden mittakaavassa viilu-, vaneri- ja LVL-teollisuus on pieni ja vähemmän pääomavaltainen teollisuudenala kuin esimerkiksi sellu- ja paperiteollisuus. Siten ala ei kokonaisuudessaan ole riittävän houkutteleva isojen konepajojen perspektiivistä. Toisaalta vaneri- ja LVL-sektorilla käytössä oleva teknologia on kuitenkin niin monimutkaista (ml. automaatio ja konenäkö) ja sektorikeskeistä, että tulokynnys toimialalle on korkea täysin uudelle toimijalle. Näiden tekijöiden takia emme usko, että esimerkiksi Valmetin (2015: liikevaihto 2,9 miljardia euroa) kaltaiset metsäsektoria palvelevat yhtiöt lähtisivät vaneri- ja LVL-sektorille kilpailemaan. Yleensäkin pidämme uuden suuren haastajan alalle tuloa epätodennäköisenä, mikä on Rauten kannalta positiivinen asia.

Mainituista syistä johtuen Raute tuskin kiinnostaa vahvasta markkina-asemasta ja selvistä kilpailueduistaan huolimatta teollisia ostajia, joten yrityskauppakortista ei arviomme mukaan pääse muodostumaan Rauten osakkeen arvostusta tukevaa tekijää. Lisäksi huomautamme, että Rauten omistus ja etenkin äänivalta on keskittynyt listaamattomia K-sarjan osakkeita täysin hallinnoivalle Mustakallion suvulle, jonka emme usko olevan halukkaita luopumaan omistuksestaan. Tämä on toinen yrityskauppakorttia jäissä pitävä tekijä, vaikka rakenteellisesti Rauten liiketoiminta voisikin sopia täydentäväksi osaksi johonkin suurempaan ja/tai eri sektoreihin keskittyneeseen teollisuusyhtiöön.

Rauten markkina-asema

Markkinoiden maantieteelliset erot

	Eurooppa	Venäjä	Pohjois-Amerikka	Etelä-Amerikka	Kiina	APAC	Afrikka
Markkinakoko	+	+	++	+	+++	++	+
Teknologiataso	+++	++	+++	++	+	++	+
Pitkän aikavälin kasvupotentiaali	+	++	+	++	+++	++	+++
Lyhyen aikavälin investointinäköymä	++	++	+	+	++	++	+
Rauten markkina-asema	+++	+++	++	++	+	+	+

Symbolin merkitys

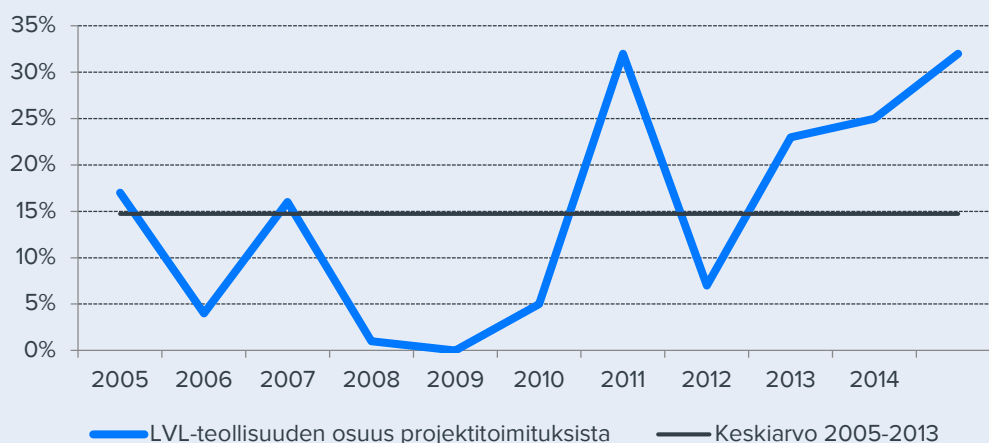
+++ Vahva / Korkea / Suuri

++ Kohtuullinen / Keskikokoinen

+ Heikko / Matala / Pieni

Lähde: Inderes

LVL:n osuus Rauten projektitoimituksista



Lähde: Raute

Rauten toimittamien yksittäisten laitteiden tyypillisiä hintoja

Laite	Hinta (MEUR)
Tukkilinja	1,5-2,0
Sorvilinja	2,0-4,0
Kuivauslinja	2,0-5,0
Saumauslinja	0,3-0,7
Paikkauslinja	1,7-2,2
Jatkoslinja	0,8-1,2
Ladontalinja	1,6-1,8
Sahalinja	1,0-1,2
Kittauslinja	2,0-2,2

Lähde: Raute

Strategia, kilpailuedut ja riskit

Rauten strategian kulmakivet ovat korkealaatuinen teknologia ja globaali myynti- ja palveluverkosto. Nämä tekijät tukevat mielestämme hyvin yhtiön vahvuuksia ne antavatkin mielestämme yhtiölle selvän kilpailuedun suhteessa muihin pelureihin etenkin suurissa projektitilauksissa, joissa vaatimukset ovat korkealla lopputuotteen laadun ja tuotantotehokkuuden suhteen. Strategisena haasteena Rautella on mielestämme suuri ja pitkällä tähtäimellä tärkeä Kiinan markkina, jonne yhtiö ei ole onnistunut luomaan yrityksistä huolimatta riittävän kustannuskilpailukykyistä tarjontaa. Yhtiön merkittävimpänä riski pidämme projektitoimitusten kysynnän rajua vaihtelua, kun taas yhtiön muut riskit ovat tyypillisiä projektiliiketoiminnan ja kehittyvien markkinoiden luonteelle.

Strategia

Pitkäjänteinen strategian toteuttaja

Lyhyesti tiivistettynä Rauten strategian kulmakivet ovat globaali läsnäolo ja yhtiön korkealaatuinen teknologia. Raute itse on määrittänyt strategiansa päätavoitteiksi seuraavat asiat:

- Kannattavuuden parantaminen.
- Parempi suhdannevaihteluihin sopeutuminen.
- Hallittu kasvu

Mielestämme kaikki edellä mainitut asiat ovat sijoittajien kannalta ensiarvoisen tärkeitä, joten pidämme strategian painopisteitä hyvinä. Painopisteitä oleellisempaa on tietenkin se, miten strategian toteuttamisessa onnistutaan. Historiallisesti Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjänteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina määrätietoisesti. Tämän taustalla olennainen tekijä on mielestämme Rauten omistajarakenne (sukuyhtiö).

Raute ei ole julkaissut numeerisia tavoitteita tulokselle tai kasvulle. Tämä johtuu arviomme mukaan markkinan voimakkaan syklisyydestä, mihin yhtiö on pyrkinyt vastaamaan muun muassa ulkoistamalla joitakin toimintoja sekä laajentamalla yhteistyöverkostoja. Lisäksi yhtiö on panostanut merkittävästi teknologiapalveluihin, tuotekehitykseen sekä kehittyville markkinoille. Globaalin myynti- ja palveluverkostonsa Raute on kuitenkin säilyttänyt myös vaikeina vuosina, vaikka sen aiheuttamat korkeat kiinteät kulut voivat ajoittain olla rasite yhtiön lyhyen aikavälin kannattavuudelle. Pidämme tätä kuitenkin tärkeänä, sillä etenkin kokoluokaltaan suuret ja lukumäärältään vähäiset vaneri- ja LVL-sektorin investoinnit vaihtelevat rajusti maantieteellisesti aikajaksoittain. Siten Raute joutuu haalimaan yhtiön kokonaisuuden kannalta tärkeitä suurtilauksia kaikista ilmansuunnista, mikä edellyttää globaalia toimintamallia, vaikka globaalin mallin kiinteät kulut väistämättä korkeat.

Kiina yhä avainkysymys pitkällä aikavälillä

Mielestämme keskeisin avainasia Rauten kannalta etenkin pitkällä tähtäimellä on suurille Kiinan vanerimarkkinoille pääseminen. Korostamme tämän tärkeyttä, sillä Kiina dominoi globaaleja vanerimarkkinoita tuottamalla yli puolet maailman vanerista. Rauten markkinaosuus Kiinassa on myös nollatasolla, joten kasvupotentiaali Kiinassa on huima ja Kiinan onkin arviomme mukaan selkein yksittäinen tekijä, joka voisi nostaa yhtiön liikevaihdon ja uusille tasoille. Kuten edellisessä kappaleessa totesimme, arviomme mukaan markkina-aseman vahvistaminen Kiinassa vaatisikin läpimurtoa länsimaisen alasegmentin koneilta, jotka olisivat kuitenkin kiinalaisella mittapuulla keskimäärin nykyistä tuotantoteknologiaa selvästi modernimpia. Pitkällä aikavälillä pidämme tämän suuntaista kehitystä vääjäämättömänä väistämättömien henkilöstö-, energia- ja raaka-ainekulujen inflaation takia, mutta kehityksen aikataulua on kuitenkin vaikea arvioida eikä näköpiirissä ole varsinaisesti ajureita, jotka vauhdittaisivat viime vuosina ainakin ulkoa tarkasteltuna melko paikallaan polkenutta kehitystä.

Positiivista Rauten kannalta on se, että Aasian markkinat ovat edelleen pienten paikallisten toimijoiden käsissä, mikä tarkoittaa, että yhtiöllä on yhä mahdollisuus päästä markkinoille. Arviomme mukaan Rauten viimeinen yritys eli Dragon-sorvit eivät ole lähteneet vetämään odotetusti positiivisesta markkinoiden vastaanotosta huolimatta. Näkemyksemme mukaan tämä on johtunut asiakaslähtöisistä viivästymisistä, joille ei ole yhtä yksittäistä tekijää. Rauten omat myynti- ja markkinointi panostukset Kiinaan ovat myös pysyneet suurin piirtein ennallaan emmekä toisaalta usko, että pelkkä resurssien kasvattaminen parantaisi yhtiön tilannetta Kiinassa olennaisesti. Vaikka Dragon-sorvien ansiosta tuoteportfolio on mielestämme tyydyttävä ja Kiinan myyntiresurssit vaikuttavat kohtuullisilta, toivoisimme yhtiöltä silti selkeämpiä linjauksia siitä, miten Kiinan markkinoille päästään paremmin sisälle ja millaisia tuloksia Kiinasta halutaan saavuttaa. Tämä on ehdottomasti pidemmän aikavälin projekti ja näkyvien tuloksien saavuttaminen Kiinassa vaatii aikaa.

Konsolidaatiostrategia epäselvä

Aasian markkinoilla tarvitaan merkittävästi paikallista osaamista, joten mielestämme loogisin tie markkinoille olisivat yritysostot. Näitä Raute on arvioimme mukaan harkinnut ja päässyt joissakin neuvotteluissa myös varsin pitkälle, mutta lopulta erimielisyydet hinnoista ja avainhenkilöistä pienissä yhtiöissä ovat olleet esteitä kaupoille. Toimialan konsolidaatio on kuitenkin vasta alussa myös kehittyneillä markkinoilla ja Kiinassa markkina on vielä pirstaloituneempi. Mielestämme Rautella voisi olla merkittävä rooli tässä kehityksessä markkinajohtajana. Perinteisesti Raute ei ole ollut aktiivinen yritysostoissa vaan niillä on aikaisemmin lähinnä täydennetty omaa tuotevalikoimaa. Tällä hetkellä yhtiöllä ei kuitenkaan suoraan ole tarvetta tai mahdollisuutta tämän tyyppisiin yritysostoihin erittäin kattavan ja teknologisesti markkinoiden parhaan tuotetarjoaman ansiota. Siten yritysostot tähtäisivät jatkossa etenkin markkina-aseman vahvistamiseen ja organisen kasvun vauhdittamiseen.

Koska yhtiöllä ei ole vahvaa kokemusta yritysostoista, riski mahdollisten tulevaisuuden hankintojen suhteen on normaalia suurempi. Mielestämme tämä riski vielä korostuisi, jos Raute tekisi esimerkiksi Kiinassa tai Yhdysvalloissa yritysostoja, joiden päämotiivi olisivat avainhenkilöt ja asiakkuudet konkreettisempien teknologisten tai tuotannollisten päämäärien sijaan. Toisaalta Raute on osoittanut tässä suhteessa kärsivällisyyttä eikä ole lähtenyt tekemään huonosti omistaja-arvoa tuottavia yritysostoja, kun sopivia kohteita ei ole löytynyt, mikä toisaalta laskee mahdollisten yritysostojen riskiprofiilia. Lähtökohtaisesti emme odota Rauten tekevän ainakaan yhtiön kokoluokassa merkittäviä yritysostoja ainakaan lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä vaan yritysostot ovat lähinnä mahdollisuus vastata kilpailuympäristön mahdolliseen muutokseen pitkällä aikavälillä. Siten näemme sektorin pitkällä aikavälillä vääjäämättömän konsolidaation sekä uhkana että mahdollisuutena Rautelle.

Realistiset, mutta abstraktit taloudelliset tavoitteet

Rauten taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Hyvä kannattavuus kaikissa suhdannetilanteissa
- Markkinoita nopeampi kasvu
- Hyvä vakavaraisuus
- Sijoittajille kilpailukykyinen tuotto

Mielestämme Rauten taloudelliset tavoitteet ovat hyvin linjassa strategian kanssa, mutta sanalliset tavoitteet jättävät yhtiön taloudellisen potentiaalin varsin abstraktiksi. Arvioimme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkeaan teknologiaan fokuoituneet niche-pelurit voisi tavoitella noin 6-8 %:n liiketulosmarginaalia normaalissa suhdannetilanteessa (ts. liikevaihto 110-120

MEUR). Syklin huipulla yhtiöllä on mielestämme potentiaali vielä hieman tätä parempaan tulokseen, jos muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus ja tuotemix, olisivat suotuisia.

Sen sijaan kaikissa suhdanteissa hyvää kannattavuutta emme usko Rauten nykyisellä toimintamallillaan saavuttavan, sillä se edellyttäisi suhdannevaihteluiden rajuus huomioiden merkittävästi joustavampaa kulu-rakennetta, mitä Rauten globaali myynti- ja palveluverkosto sekä oman tuotannon merkittävä osuus eivät mahdollista. Rauten kannalta tärkeää on kuitenkin pitää liikevoiton vuositason break-even piste niin alhaalla, että yhtiö ei vajoa raskaalle liikevaihdolle ainakaan vuoden 2009 kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Tämä on mielestämme realistinen tavoite nykyiselläkin toimintamallilla.

Markkinoita nopeamman kasvun arvioimme tarkoittavan noin 3-5 %:n vuosikasvua yli suhdannesyklin, kun huomioidaan vanerin- ja LVL:n kysynnän kasvupotentiaali Rauten päämarkkina-alueilla. Hyvä vakavaraisuus tarkoittaa näkemysmme mukaan sitä, että yhtiö tulee säilyttämään nettovelattoman taseensa ja korkean yli 50 %:n omavaraisuusasteen puskuriksi suhdannevaihteluita vastaan. Vahva tase on myös vakuutus vakavaraisuudesta myös yhtiön asiakkaille, sillä ne antavat Rautelle suuria etumaksuja projektitoimituksissa. Varsinaista osinkopolttiikkaa Rautella ei ole, mutta yhtiön pyrkimys on tarjota sijoittajille kilpailukykyinen tuotto. Historiallisten osinkolinjausten ja sukuyhtiötaustan valossa uskomme, että osingot pysyvät prioriteettitilassa korkealla yhtiön allokoidessa pääomiaan.

Kilpailuedut

Vahva kilpailuetu yläsegmentissä

Mielestämme Rauten teknologioiden ja palveluiden kattavuus on selvästi edellä sen pienempiä perheyhtiötaustaisia kilpailijoita. Tämä johtuu arvioimme mukaan etenkin Rauten pitkästä yli 80 vuoden kokemuksesta sektorilta, minkä myötä Rautella on hallussaan puulevyjen tuotantoprosessien kokonaisosaaminen sekä projektinhallintaosaamista globaaleista projekteista. Yhtiö on panostanut vahvasti pitkän historiansa aikana teknologiseen osaamiseen. Näin ollen Raute pystyykin tarjoamaan moderneja pitkälle automatisoituja ja konenäköä sisältäviä tuotantokoneita, joita harvalla kilpailijalla on tuoteportfolioissaan. Myös yhtiön maailmanlaajuinen myynti- ja huoltoverkosto (ml. kaikki avainmarkkinat) on kilpailijoita kattavampia, mikä tarjoaa taustatukea yhtiön teknologioille.

Nämä syyt antavat Rautelle mielestämme vahvan kilpailuedun erityisesti korkean hintaluokan yläsegmentissä, jossa tuotelaatu ja tuotannon tehokkuus (tuotantokustannus) ovat investointikustannusta merkittävimpiä kilpailutekijöitä. Luonnollisesti yläsegmentin koneiden kysyntä on vahvempaa kehittyneillä markkinoilla kuin kehittyvillä

markkinoilla, mutta talouden kehityksen mukana ylä-segmenttien markkinat laajenevat hiljalleen myös kehittyville markkinoille (ml. Kiina). Erityisen vahva Rauten kilpailuetu on LVL:ssä, sillä LVL:n valmistaminen on teknisesti vaneria vaativampaa eikä tuotestandardien mukaista LVL:ää ole mahdollista valmistaa halvoilla alhaisen teknologian koneilla. Toisaalta tuoteportfolion heikkoudet ovat arviomme mukaan Kiina-koneiden lisäksi tietyissä alaja keskisegmentin yksittäisissä laitteissa, joissa Rauten hinta/laatu-suhde ei välttämättä ole kilpailukykyisin hintasensitiivisimmille asiakkaille. Näistä jälkimmäinen haaste on mielestämme korjattavissa R&D-panostuksilla, kun taas merkittävästi Dragon-sorveja halvempien tuotteiden suunnitteleminen Kiinan markkinoille ei ole Rauten kustannusrakenteet huomioiden välttämättä realistista.

Raute on myös ainoa vaneri- ja LVL-sektorin laitetoimittaja, joka pystyy tarjoamaan kaikki tarvittavat osaprosessit vanerin ja LVL:n tuotantolinjalle eli tarjoamaan käytännössä koko tarvittavan tuotantokoneiston tehtaaseen. Tämä tarjoaa yhtiölle merkittävän kilpailuedun, sillä tehtaaseen investoiva asiakas haluaa usein tilata kaikki koneet tuotantoprosessiin yhdeltä toimijalta osaprosessien yhteensopivuuden varmistamiseksi ja projektin hallinnan tehostamiseksi. Myös hinnoittelusyiden voi ainakin osittain nähdä tukevan kokonaistoitusta.

Rautella on myös pitkäaikainen kokemus maailmanlaajuisista projektitoimituksista. Vastaavia referenssejä suurista ja onnistuneista projektitoimituksista on erittäin vaikea koota, mikä nostaa näkemyksemme mukaan uusien toimijoiden tulokynnystä alalle. Toisaalta suuret projektit toistuvat tiettyjen asiakkaiden kanssa, joten vanhoista toimituksista syntyneet referenssit ja myös henkilökohtaiset suhteet ovat mielestämme kilpailuetu neuvotteluvaiheessa. Suurissa projekteissa Rauten etuna on mielestämme myös yhtiön kilpailijoita suurempi koko ja pörssilistaus, jotka antavat Rautelle uskottavuutta. Lisäksi Rauten vahvan taseen myötä korkea vakavaraisuus antaa asiakkaalle turvaa suurissa etumaksupainotteisissa projekteissa, joten myös se on positiivinen kilpailutekijä etenkin yhtiölle konelinja- ja tehdasmittakaavan hankkeissa.

Merkittävimmät riskit

Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suuremmista projekteista on mielestämme Rauten suurin riski. Erityisesti suurempien tilauksien ajoitusten ennakointi on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä lopputuote- ja rahoitusmarkkinoilla. Vaikka yhtiön liikevaihdosta noin 30-40 % tulee palveluista, on Rauten tulos edelleen erittäin riippuvainen suuremmista projektitilauksista. Viime vuosina yhtiö on saanut vuosittain 0-3 kpl suurempia tehdas- tai konelinjamittakaavan tilauksia vuodessa. Siten yksi tilaus voi määrittää sen, onko Rauten

tilikausi taloudellisesti heikko vai loistava. Tämä on näkynyt historiallisesti myös yhtiön osakekohtaisen tuloksen rajuna heiluntana, mikä on sijoittajien kannalta erittäin negatiivista.

Projektitoimituksiin kuuluu luonnollisesti aina riskinä se, että projektit menevät pieleen esimerkiksi aikataulun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan toimitussopimuksissa määritettyjä korvauksia asiakkailleen. Rauten track-record on tässä suhteessa kuitenkin hyvä, sillä yhtiö on osoittanut pystyvänsä suoriutumaan hyvin myös korkeamman työkuorman jaksoista (esim. H2'15, Q4'14 ja H2'12), jolloin projektiiriskit ovat olleet erittäin konkreettisia. Myös korvaustapaukset ovat olleet harvinaisia.

Projektiliiketoiminnasta kirjautuvan tuloksen kannalta tärkeää on huomioida, että alussa työ painottuu suunnitteluun, jonka merkitys projektissa tärkeää, mutta kustannuksia ja osatuloutettavaa liikevaihtoa kertyy vielä varsin vähän. Osatuloutus vaikeuttaa tuloskehityksen ennakoitua lyhyellä tähtäimellä, minkä takia suosittelemme sijoittajia katsomaan Rautea hieman pidemmällä perspektiivillä ja rajoittamaan yksittäisten kvartaalien pettymyksille ja positiivisille yllätyksille annettavaa painoarvoa. Lisäksi huomautamme, että projektin kassavirta tulee Rauten kassaan sopimuksissa määritettyjen maksupostien mukaan, mikä eroaa tyyppillisesti olennaisesti tuloksen muodostumisesta. Rauten tase on kuitenkin vahva ja toistaiseksi asiakkaan ovat pääsääntöisesti rahoittaneet itse projektinsa etupainotteisten maksujen myötä. Siten kassavirtojen ajoituksista ei ole mielestämme muodostunut ongelmia Rautelle, vaikka ne voivatkin heiluttaa nettovelkaantumisasetta lyhyellä aikavälillä.

Uusien tuotteiden ja teknologioiden ensitoimituksiin sekä kasvuaihioiden kehittelyyn liittyy aina riskejä, mistä osoituksena oli esimerkiksi vuosi 2014 (Q3), jolloin yhtiö joutui tekemään 1,7 MEUR:n kuluvarauksen kahden epäonnistuneen projektin takia. Tämä uhkasi ajaa yhtiön negatiiviseen tulosvaroitukseen, mutta erinomaisen Q4:n ansiosta yhtiö ylsi kuitenkin lopulta ohjeistukseensa helposti. Kertaluonteiseksi mielletävistä syistä aiheutunut tulosvaroitusta ei sinällään olisi muuttanut Rauten isoa kuvaa, mutta olisi silti nakertanut markkinoiden luottamusta yhtiön ennusteisiin. Myös vuonna 2015 yhtiön tulosta rasitti 1,2 MEUR:n arvonalentuminen uuteen liiketoimintaan liittyneestä ja ainakin toistaiseksi epäonnistuneesta kehitysprojektista. Korostamme kuitenkin, että yhtiön kilpailuedun turvaamiseksi kehityspanostukset ovat välttämättömiä emmekä pidä Rauten riskiprofilia tässä suhteessa muita sektorin yhtiöitä korkeampana.

Kehittyvien markkinoiden luonteeseen sisältyy riskejä, joita Raute kohtaa laajentaessaan tavoitteidensa mukaisesti paikallista liiketoimintaansa muun muassa Kiinassa ja Venäjällä. Näitä riskejä ovat muun muassa korruptio, kulttuurierot, tietoturva, IPR- sekä henkilöriskit. Mielestämme riskit kuuluvat kehittyvien markkinoiden luonteeseen emmekä pidä niitä merkittävästi suurempina Rautelle kuin muille länsimaisille yritysille.

Rahoitusmarkkinoiden epävarmuus voi vaikuttaa Rauten asiakkaisiin, jotka ovat pääsääntöisesti kuitenkin melko pieniä yrityksiä. Lisäksi osa Rauten asiakkaista toimii korkean korkotason kehittyvissä maissa, joissa rahoituksen hinnan ja saatavuuden merkitys korostuu. Siten rahoitusmarkkinoiden epävarmuus tai muut häiriöt voivat lykätä tai perua suunniteltuja investointeja ainakin väliaikaisesti. Ennakkomaksuihin perustuvien toimitusehtojen takia emme pidä sovittujen projektien peruuntumista tai kesken jäämistä kuitenkaan erityisen merkittävänä riskinä Rauten kannalta ja myös historiallisesti peruuntumiset ovat olleet harvinaisia. Luottotappioriskit liittyvät myös tähän liiketoimintaan, mistä muistutuksena oli esimerkiksi vuodelle 2015 osunut 0,5 MEUR:n alaskirjaus maksukyvyttömyyteen ajautuneen asiakkaan saamisista.

Rauten liiketoimintamallin riskiprofiili

Rauten riskiprofiili



Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Kulurakenne ja taloudellinen tilanne

Rauten kulurakenteessa huomioitavaa on, että yhtiö globaaliin myynti- ja palveluverkostoon nojaava liiketoimintamalli pitää kiinteiden kulujen osuuden suhteessa korkeana. Näin ollen projektitoimitusten myötä heiluva liikevaihto heiluttaa myös yhtiön kannattavuutta selvästi. Pidämme kuitenkin Rauten liiketoimintamallia tästäkin huolimatta järkevänä, sillä harvojen ja kokonaisuuden kannalta tärkeiden suurten projektitilausten ajoittuminen eri mantereille ja toisaalta kasvava palveluliiketoiminta edellyttävät globaalia läsnäoloa. Kannattavuuden vaihtelun vastapainoksi yhtiön taloudellinen asema on vahva ja ennakkomaksuilla oikaistunakin nettovelaton taserakenne kestää kohtuullisen pitkän heikon syklin ilman ongelmia.

Kulurakenne

Liiketoimintamalli pitää kiinteät kulut korkeina

Raute on ulkoistanut merkittävän osan valmistuksesta alihankintaverkostolle, mikä tarjoaa yhtiölle tärkeää joustavuutta kulurakenteeseen. Tästäkin huolimatta Rauten kulurakenne on silti kohtuullisen kiinteä. Siten tuotanto joustaa kohtuullisen hyvin suhdanteiden mukana etenkin Suomessa, sillä arviomme mukaan yhtiön oma kapasiteetti on täyskuormassa jo selvästi ennen liiketulojen break-even pisteen vaatimaa liikevaihtotasoa ja toisaalta myös Suomen tuotannon kuluissa on sopeuttamisen varaa lyhyellä tähtäimellä (esim. lomautukset). Sen sijaan Kiinassa tuotannon kulurakenne on joustamattomampi alihankintaverkoston puutteen ja henkilöstön suppeamman osaamistason takia. Arviomme mukaan yhtiö pyrkii kuitenkin rakentamaan asteittain joustoa myös Kiinan tuotannon kulurakenteeseen. Varsinainen haaste on kuitenkin arviomme mukaan globaali myynti- ja palveluverkosto, joka pitää kiinteät kulut kokonaisuutena korkealla tasolla. Näitä kuluja yhtiö ei pysty heikommankaan projektikysynnän aikana sopeuttamaan, vaikka yksittäisellä maantieteellisellä alueella heikko jakso voi olla pitkään (jopa useita vuosia).

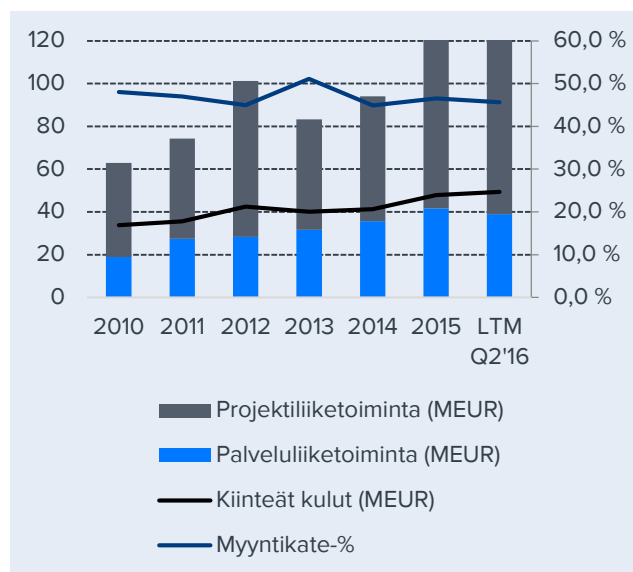
Kulurakenteen kiinteys johtuu siten pääosin valitusta liiketoimintamallista, jonka puitteissa merkittävää joustovaraa kulurakenteeseen on mielestämme vaikea rakentaa. Toisaalta harvojen suurten tehdastilausten jakautuminen eri mantereille ja kasvava palveluliiketoiminta edellyttävät paikallista läsnäoloa,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

Liikevaihdon jakautuminen vaikuttaa tuloslaskelman kulueriin

Rauten tuloslaskelmassa suurin kustannuserä on materiaalit ja palvelut, joka on muuttuva eli liikevaihtotasosta

riippuvainen erä. Se liittyy pääosin projektiliiketoimintaan, mutta käytännössä erottelua ei voi tehdä järkevästi. Historiallisesti myyntikate eli liikevaihdon sekä materiaalien ja palveluiden erotus on ollut heilunut melko selvästi 40-60 %:n välillä. Selitys rajulle heilunnalle ei kuitenkaan ole projektien kannattavuuserot vaan liikevaihdon jakautuminen projektiliiketoimintaan ja palveluihin. Korkeimmat myyntikatteet Raute saavuttaakin yleensä matalan liikevaihdon kvartaaleina, jolloin henkilöintensiivisen ja vähän materiaaleja kuluttavan palveluliiketoiminnan suhteellinen osuus on suuri. Rauten kokonaisuudelle tämä ei tietenkään ole optimaalinen tilanne, sillä suhteellisesti korkea myyntikatemarginaali ei riitä kompensoimaan absoluuttisesti matalaa liikevaihtoa ja korkeita kiinteitä kuluja. Palveluiden ja projektien jakautumisen lisäksi myyntikatemarginaaleihin vaikuttaa jossain määrin myös projektimyyntin rakenne, sillä suurissa projekteissa myyntikatemarginaalit ovat väistämättä yksittäisiä laitteita ohuimmat.

Rauten liikevaihdon ja kulurakenteen kehitys 2010-Q2'16 LTM



Lähde: Raute

Tuloslaskemassa muut merkittävämmät kuluerät ovat henkilöstökulut, muut kulut ja poistot. Henkilöstöön liittyvät kulut ovat osittain muuttuvia myös lyhyellä tähtäimellä ja täysin muuttuvia pidemmällä tähtäimellä. Esimerkiksi vuonna 2009 Raute toteutti koko henkilöstöä koskevia lomautuksia, kun markkinat romahtivat finanssikriisin seurauksena. Toisaalta Raute käyttää hyvinä aikoina kohtuullisen paljon vuokratyövoimaa vastatakseen tilauskannan kasvuun. Vuokratyövoiman käyttö aiheuttaa kuitenkin yhtiölle lisäkuluja, jotka heijastuvat suhteelliseen kannattavuuteen erityisesti korkeiden kysyntäpiikkien aikana. Näin kävi esimerkiksi H2'12:lla. Vuokratyövoiman ja lomautusten tarjoama joustovara on arviomme mukaan vain 10-20 %, joten hieman yksinkertaisten henkilöstökulut voidaan käsitellä kiinteinä lyhyellä tähtäimellä.

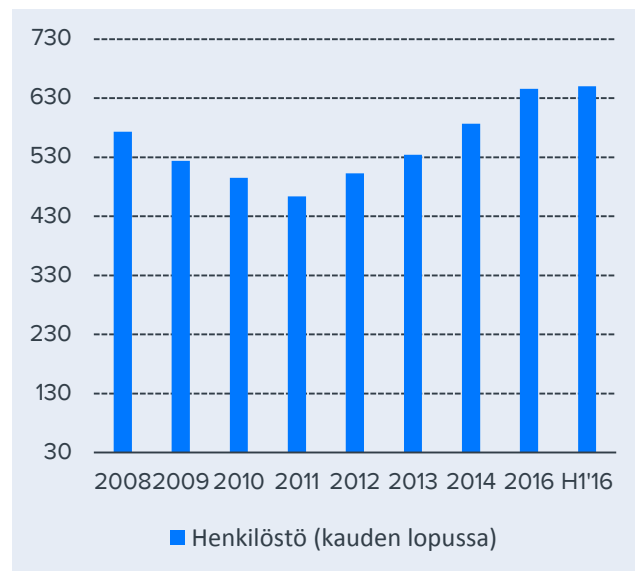
Vuokratyövoiman ja lomautusten tarjoamasta joustosta huolimatta yhtiö on rekrytoinut vuodessa noin 100 uutta henkilöä vuoden 2014 lopulla ja vuoden 2015 aikana kohonneeseen työkuormaan vastatakseen. Arviomme mukaan lisäys on jakautunut karkeasti puoliksi Shanghaiin ja Nastolan tehtaiden kesken. Shanghaiin osalta lisäystarve on ollut strateginen, sillä Raute on ottanut aiemmin ulkoistettua tuotantoa talon sisälle. Nastolan tapauksessa kyse on etenkin korkean kuormitustason vaatimista resursseista. Lisäksi yhtiö on varautunut käynnissä oleviin ja tuleviin eläköitymisiin rekrytoimalla nuorempaa henkilöstöä kokeneiden työntekijöiden rinnalle, minkä korkea työkuorma on mahdollistanut. Lisäksi joitakin henkilöitä on tullut globaaleihin tuki- ja palvelutoimintoihin. Arvioimme henkilömäärän pysyvän nykytasollaan lähivuosina olettaen, että työkuormassa (ts. tilauskertymässä) ei tapahdu merkittäviä muutoksia. Suomessa solmittu kilpailukyky sopimus sen sijaan tulee arviomme mukaan painamaan yksikkötyökustannuksia hieman alaspäin lähivuosina, mutta erityisen merkittäviä muutoksia henkilöstökulujen määrään ei arviomme mukaan ole tulossa.

Määräaikaisten vähäisen osuuden takia henkilöstömäärän kasvu ja yhtiön hyvästä tuloksesta seuranneet koko henkilöstön tulospalkkiot ovat nostaneet Rauten kulurakennetta arviomme mukaan 1-1,5 MEUR/Q verrattuna kahden vuoden takaiseen tilanteeseen. Vastaava kulurakenteen kasvua on ollut myös liiketoiminnan muissa kuluissa, jotka ovat kasvaneet noin 1 MEUR verrattuna vuoden 2014 tasoon. Arviot ovat karkeita, sillä kvartaalitasolla kulurakenteeseen liittyy aina tiettyä heiluntaa. Toisaalta henkilöstö- ja muiden kulujen kasvu on tukenut arviomme mukaan kuitenkin myyntikatetta, kun yhtiö on ottanut valmistusta talon sisälle.

Kokonaisuutena arvioimme kuitenkin, että liikevaihtotason nousu on nostanut Rauten liikeluokituksen break-even tasoa noin 2-4 MEUR:lla kesän 2014 tasoon verrattuna. Tämän sopeuttaminen vanhalle tasolle vaatisi arviolta noin puoli vuotta aikaa. Korostamme kuitenkin, että panostukset ovatkin olleet välttämättömiä sijoituksia kannattavien tilausten toimittamiseksi ja toimitusvarmuuden takaamiseksi, joten sinällään kulujen kasvu on mielestämme ollut täysin perusteltua. Muutostarpeet edellyttävät yhtiöltä kuitenkin

nopeaa reagointikykyä molempiin suuntiin, mikä korostaa myös johdon roolia kannattavuusvaihteluiden minimoimisessa.

Rauten henkilömäärän kehitys 2008-H1'16



Lähde: Raute

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

Kannattavuuteen vaikuttavat tekijät

Raute ei anna suoranaista tietoa bruttokatteistaan. Koska pääosa kuluista on muuttuvia, niitä on myös kohtuullisen vaikea laskea. Arvioimme yhtiön bruttokatteiden olevan normaalisti suunnilleen 15-25 %:n tuntumassa, mutta taso vaihtelee merkittävästi eri markkinatilanteiden lisäksi eri tuoteryhmissä sekä maantieteellisillä alueilla. Kiinteiden kulujen kohtuullisen suuren osuuden takia on joka tapauksessa selvää, että Rauten kannattavuus leveroituu ylöspäin liikevaihdon ylittäessä liikeluokituksen break-even-pisteen.

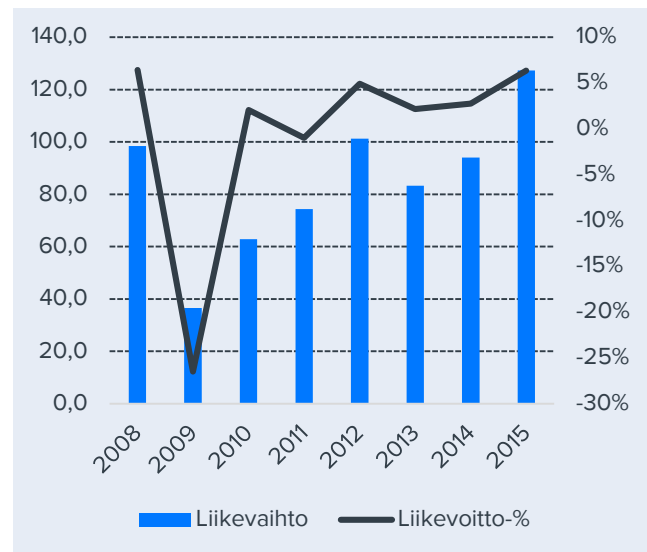
Arvioimme yhtiön break-even-pisteen olevan tällä hetkellä noin 22-24 MEUR:n kvartaaliliikevaihdon kohdalla. Luonnollisesti tämä riippuu kuitenkin aina myös myyntimixistä ja markkinatilanteesta, joten tarkkaa arviota on vaikea antaa. Heikossa markkinatilanteessa yhtiön

riippuvuus uusista tilauksista yhdessä kiristyvän kilpailun kanssa saattaa painaa katteita, vaikka tämän asian konkreettisia vaikutuksia on vaikea arvioida. Toisaalta emme usko Rauten olevan olennaisesti aggressiivisempi hinnoittelussa hyvänkään kysynnän aikoina, sillä arvioimme yhtiön pyrkivän pitämään kiinni markkinaosuudestaan etenkin tärkeissä suurissa projekteissa ja turvaamaan siten pidemmän aikavälin asemaansa lyhyen ajan kannattavuuden sijaan.

Lisäksi kannattavuuteen vaikuttaa yhtiön tehokkuus ja onnistuminen projektitoimituksissa, sillä huono laatu ja venyvät aikataulut tarkoittavat yhtiölle toimitussopimuksissa määriteltäviä sanktioita. Riskit liittyvät mielestämme erityisesti uuden teknologian tai tuotteen ensitoimituksiin, mikä nähtiin esimerkiksi heikkona suhteellisenä kannattavuutena liikevaihdon kannalta erittäin hyvänä vuonna 2006. Samaa oli havaittavissa myös vuosina 2014 ja 2015, jolloin epäonnistuneiden projektien takia kirjatut varaukset painoivat suhteellisen kannattavuuden heikoksi (2014) ja kohtuulliseksi (2015) saavutettuihin liikevaihtotasoihin nähden.

Lisäksi Rauten suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa kysynnän ja sitä kautta liikevaihdon tasaisuus. Rauten kannalta optimaalisessa tilanteessa korkealla tasolla oleva liikevaihto jakaantuisi vielä tasaisesti eri neljänneksille sekä eri tuotteille niin, ettei alihankinta-, tuotanto-, toimitus- ketjuihin muodostuisi pullonkauloja. Nykymuodossaan arvioimme yhtiön oman tuotannon ja alihankintaverkoston pystyvän kantamaan 140-160 MEUR:n liikevaihtotason, mutta suhteellista kannattavuutta rasittavia pullonkauloja alkaa todennäköisesti tulla jo aiemmin. Tältä kannalta hyvä esimerkki oli vuosi 2007, jolloin kuormitustilanne oli tasainen ja liikevoittoprosentti nousi yhtiölle erittäin hyvälle tasolle 7,8 %:iin (2007: liikevaihto 111 MEUR), kun taas vuonna 2006 yhtiö jäi suunnilleen samalla liikevaihtotasolla (2006 liikevaihto 106 MEUR) vain 4,2 %:n liikevoittomarginaaliin. Suureen eroon kannattavuudessa vaikuttivat toki myös muut tekijät, mutta tasaisen työkuorman vaikutusta ei pidä aliarvioida.

Rauten liikevaihto ja kannattavuus 2008-2015



Lähde: Raute

Taloudellinen asema

Rauten projektiliiketoiminta perustuu käytännössä ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat rahoittavat omat projektinsa, vaikka viime aikoina asiakkaiden keskuudessa maksuajat ovatkin saaneet yhä enenevässä määrin huomiota. Raute pystyy siis pitkälti rahoittamaan käyttö-pääomatarpeensa asiakkaiden ennakkomaksuilla normaalitilanteessa, mikä pitää myös yhtiön kokonais-pääomatarpeen matalana. Nettokäyttöpääoman tarve riippuu projektitoimitusten ennakkomaksujen ja toisaalta palveluliiketoiminnan suhteesta, koska palveluissa maksuajat ovat pidempiä eikä ennakkoita lähtökohtaisesti ole. Normaalitilanteessa Rauten nettokäyttöpääoma on arvioimme mukaan lähellä nollaa.

Q2'16:n lopussa Rauten nettovelkaantumisaste oli hieman poikkeuksellisesti 17 %, sillä kvartaalin aikana ennakkomaksut pienenevät ja yhtiö joutui täyttämään tämän rahoitustarpeen lyhytaikaisella velalla. Arvioimme tämän olevan kuitenkin poikkeuksellinen heilahdus ja näkemyksemme mukaan nettovelkaantumisasteen pitäisi painua projektien etenemisen, maksupostien saavuttamisen ja uusista projekteista tulevien ennakkoiden myötä takaisin negatiiviseksi jo lähiaikoina. Mielestämme Rauten tasetta tarkastellessa on kuitenkin tärkeää huomioida, että projektitoimituksiin liittyvät ennakkomaksut eivät ole yhtiön omaa rahaa, minkä takia paremman kuvan yhtiön taseesta saa eliminoidamalla ennakkomaksut yhtiön käteispositiosta. Q2'16:n lopussa oikaistu nettovelkaantumisaste oli 40 %, mutta tämänkin tason pitäisi painua lähiaikoina takaisin alemmalle tasolle hieman positiiviseksi. Yhtiön oma-varaisuusaste oli Q2'16:n lopussa on 59 %, joten yhtiön tase on velkaantumisasteen heilunnasta huolimatta kiistatta vahva.

Vaikka Rauten tase vaikuttaa normaalissa tilanteessa ensisilmäyksellä jopa ylikapitalisoituneelta, mielestämme täytyy muistaa ennakkomaksujen lisäksi yhtiön tuotteiden vahvasti syklinen kysyntä. Tästä syystä Raute tarvitsee huomattavia puskureita taseeseensa, ettei se ajaudu ongelmiin, vaikka tilauskirja sulaisi ja matalasuhdanne pitkittyisi. Näin ollen pidämmekin vahvaa tasetta positiivisena asiana, vaikka se heikentää väistämättä pääomantuottoa. Huomioitavaa taseessa on myös se, että tase ei sisällä ollenkaan liikearvoa. Muutenkin koko tasetta voi mielestämme pitää erittäin kuranntina emmekä näe omaisuuserissä alaskirjausriskejä. Mielestämme nämä seikat mahdollistavat yhtiölle myös suhteellisesti korkeamman arvostustason suhteessa oman pääoman kirja-arvoon (P/B).

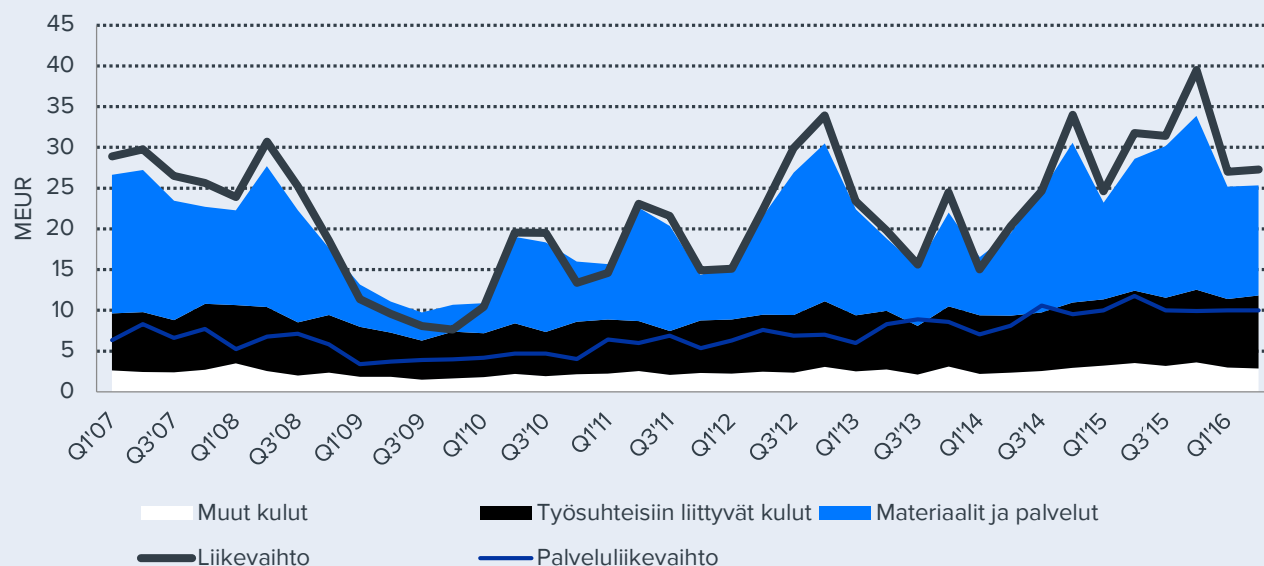
Taseessa kannattaa mielestämme huomioidea se, että tase on varsin kevyt kiinteän omaisuuden osalta. Taseen loppusumma oli Q2'16:n vain noin 56 MEUR (Q2'14: 59 MEUR). Kiinteää omaisuutta taseessa on oikeastaan sidottu vain Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan ja nojaa yleensäkin varsin paljon alihankkijaverkostoonsa, jota löytyy sekä Aasiasta että Baltian maista. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 11 MEUR:lla Q2'16:n lopussa.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät vaihtuviin vastaaviin, jossa merkittävämpiä myyntisaamiset (Q2'16: noin 34 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q2'16:n lopussa poikkeuksellisesti vain 1,6 MEUR). Likvidit varat vähenevät ja kasvavat muun muassa ennakkomaksujen takia, jotka toisella puolella tasetta heijastuvat korottomiin velkoihin ostovelkoina. Rautella on käytössä lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin 23 MEUR:n luottolimiittisopimus, josta Q2'15:n lopussa oli käytettävissä 18 MEUR ja 10 MEUR:n käyttämätön yritystodistusohjelma. Näin olleen yhtiön lyhyen aikavälin maksuvalmius on näkemyksemme mukaan erittäin hyvä. Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q2'16:n lopussa 29 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli vain 6,4 MEUR (kaikki lyhytaikaista).

Vahvan taseensa takia yhtiön rahoitustilanne ja velanhoitokyky ovat hyvällä tasolla ja nettorahoituskulujen voidaan olettaa olevan lähellä nollassa lähivuosina, joskin valuuttakurssierot voivat aiheuttaa lievää heiluntaa rahoituskuluihin vuositasolla. Yhtiön vahva tase mahdollistaa tasaisen osinkovirran myös heikommilta vuosilta, mikä on antaa osakkeen arvostukselle tukea myös liiketoiminnassa hiljaisempina aikoina.

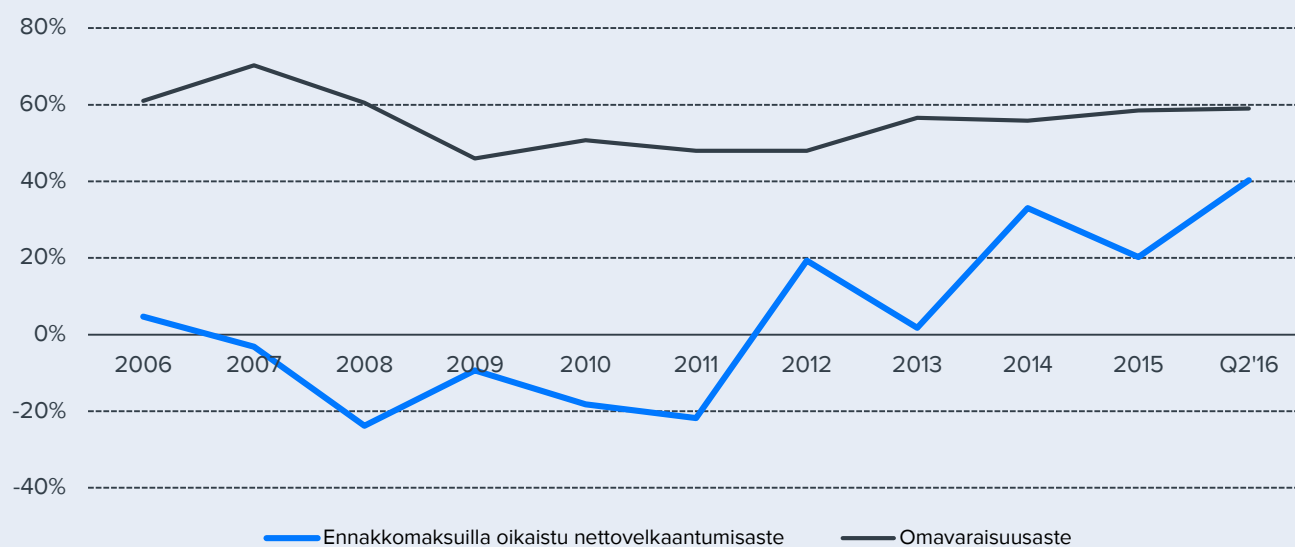
Rauten kustannusrakenne ja tase

Rauten kulurakenne kvartaaleittain Q1'07-Q2'16



Lähde: Raute

Rauten taseen kehitys 2006-Q2'16



Lähde: Inderes, Raute

Tulosennusteet

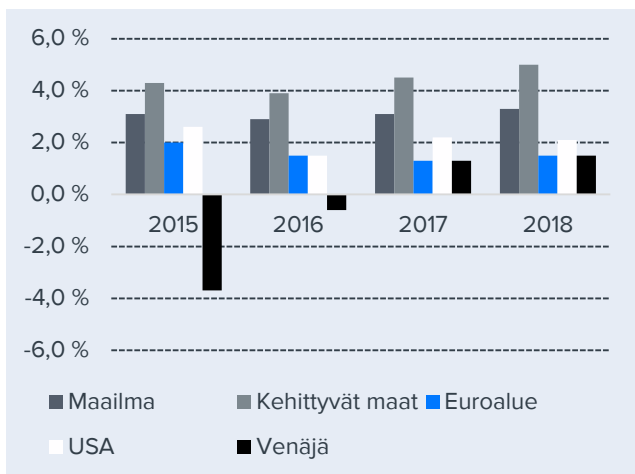
Rauten tilauskanta kohoaa Q2:n lopun vaisulta 34 MEUR:n tasolta jälleen lähelle ennätystasoa noin 100 MEUR:oon, sillä yhtiö on saanut Q3:n aikana kolme suurta tehdastilausta. Tätä taustaa vasten odotamme Rauten vuoden 2015 liikevaihdon nousevan 124 MEUR:oon ja liikevoiton 7,8 MEUR:oon, mikä on linjassa yhtiön viime vuoden tasolla olevaa liikevaihtoa ja liiketulosta lupaavan ohjeistuksen kanssa. Huomautamme kuitenkin, että liikevaihdon kertyminen ja siten tulos tulevat painottumaan Q4:n loppuun, minkä takia ohjeistuksen saavuttaminen ei ole täysin varmaa, jos toimitukset viivästyvät edes hieman. Käytännössä ohjeistuksen tarkastus alaspäin ei olisi osakkeen kannalta erityisen merkityksellistä, jos kyse on vain tuloksen valumisesta ensi vuodelle. Ensi vuoteen yhtiöllä on varsin hyvä näkyvyys korkeaksi nousevan tilauskannan ansiosta ja odotammekin yhtiön tuloksen pysyvän erinomaisella tasolla myös vuonna 2017. Myös lähivuosien näkymät ovat mielestämme kohtuulliset vanerin ja LVL:n tuottajien suotuisan markkinatilanteen ja puurakentamisen taustalla olevien megatrendien ansiosta. Arviomme Rauten suotuisien tuloksenäkymien heijastuvan myös sijoittajille vahvojen osinkojen muodossa, sillä yhtiö voi jakaa tuloksestaan suuren osan ulos rajallisten investointitarpeiden ja vahvan taseensa ansiosta.

Makrotalouden näkymät

Globaali talous aiempaa vakaammalla pohjalla

Q2'16:n talouskasvuluvut olivat globaalisti kohtuullisia. Talouskasvu on nyt vahvasti kuluttajavetoista, ja pitkälti keskuspankkien (Federal Reserve, EKP, Japanin keskuspankki) elvyttävän rahapolitiikan varassa. Vientikysyntä on pysynyt globaalisti heikkona, ja investoinnitkin ovat elpyneet hyvin hitaasti. Oman riskinsä globaaliin kasvunäkymään tuo Kiina, jossa julkisilla elvytystoimilla on pyritty kompensoimaan muutoin hiipuneita talouslukuja. Kiinan taloudessa julkiset investoinnit ovat olleet reilussa kasvussa, kun taas yksityisen sektorin investointihalukkuus on vaimentunut heijastaen samalla kiinalaisyriyten väistyä näkymiä. Kiinan talouskasvun hidastumista on paikannut länsimaiden kasvanut kuluttajakysyntä, mutta tästä huolimatta maailmantalouden kasvu jäänee kuluvaan ja ensi vuonna korkeintaan viime vuoden tasolle noin 3 % prosentin tuntumaan.

BKT:n kasvuennusteet 2015e-2018e



Lähde: Bloomberg

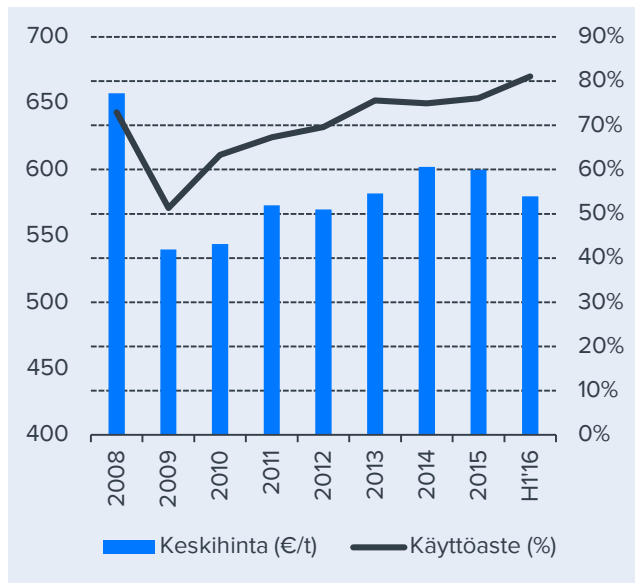
Rauten tärkeimmistä markkinoista euroalueen odotetaan pääsevän vuosina 2016-2018 1,3-1,5 %:n kasvuun muun paikallisen kysynnän elpymisen, EKP:n elvytysohjelman ja osittain siitä seuranneen euron heikentymisen ansiosta (vientikiilpailukyvyn paraneminen). USA:ssa BKT:n kasvun ennustetaan olevan lähivuosina kohtuullisesti noin 2 % vuodessa, minkä pitäisi arviomme mukaan jatkaa myös rakennussektorin tukemista. Venäjällä talous näyttää hakeneen pohjakosketuksensa, mutta nopeaa elpymistä ei ole luvassa ilman öljyn hinnan nopeaa elpymistä. Kiinassa taas velkaongelmat ja talouden rakenneuudistustarpeet luovat epävarmuutta ja painavat BKT:n kasvun lähivuosina alle totutun tason. Rautteen tällä on kuitenkin mielestämme lähtökohtaisesti rajallinen vaikutus, sillä yhtiön myynti Kiinaan on olematonta ja toisaalta Kiinan kysyntä ei aja vanerin tuotantoa muualla maailmassa, sillä Kiina on selkeä vanerin nettoviejä. Etelä-Amerikassa taas talousnäköy on kokonaisuutena väsy johtuen muun muassa raaka-ainevetoisen Brasilian heikosta tilanteesta.

Vanerisektorin näkymät

Vanerin tuottajien käyttöasteet ovat korkeita ja kannattavuus on hyvällä tasolla

Vanerimarkkinat ovat kehittyneet viime aikoina pääsääntöisesti positiivisesti, mikä johtuu etenkin kysynnän elpymisestä vuosina 2014 ja 2015. Tämä taas on nostanut kapasiteetin käyttöasteita ja toisaalta myös vanerien keskihintoja. Tarkastelemme vanerin tuottajien kapasiteetin käyttöasteiden ja keskihintojen kehitystä UPM:n Plywood-divisioonan kautta, joka on Euroopan suurin vanerin tuottaja. Mielestämme sen kehitys antaa mielestämme kohtuullisen kuvan korkealaatuisen vanerin markkinatilanteesta, sillä UPM Plywood keskittyy puhtaasti havu- ja koivuvanerin tuotantoon eikä sillä ole muita tuotteita sotkemassa lukuja.

UPM Plywoodin keskihinnat ja käyttöasteet 2008-H1'16

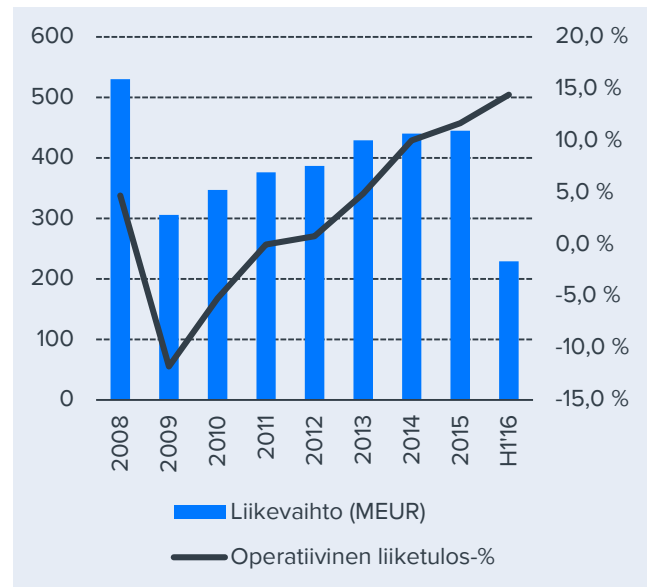


Lähde: UPM, Inderes

UPM Plywoodille relevantit vanerimarkkinat ovat elpyneet tasaisesti vuosina 2013-2015. Tämä johtuu arvioimme mukaan rakentamisen elpymisestä ja siitä seuranneesta kysynnän piristymisestä sekä Euroopassa että kauko-markkinoilla, mikä on heijastunut myös myyntihintoihin lievänä nousuna. Globaalisti korkealaatuisen vanerin kysyntää on tukenut osaltaan myös LNG-teollisuuden nousu, sillä vaneria on käytetty tankkereissa lujite-materiaalina.

Markkinan elpymistä heijastellen UPM:n kapasiteetin käyttöaste on kohonnut finanssikriisiä edeltänyttä tasoa korkeammaksi eli yli 80 %:iin nimellisestä kapasiteetista laskettuna. Näin ollen arvioimmekin, että alan käyttöaste ainakin eurooppalaisilla toimijoilla on hyvällä tasolla. Muiden mantereiden kilpailijoiden käyttöasteita on vaikeampi arvioida, mutta emme näe syytä, miksi ne olisivat merkittävästi eurooppalaisia huonompia. Käyttöasteiden nousu on heijastunut myös Rauten palveluliiketoiminnan saatuihin tilauksiin palvelujen ja varaosien osalta, vaikka modernisointien ajoittuminen voikin heiluttaa palveluliiketoiminnan raporttoimaa tilauskertymää ja liikevaihtoa. Vanerimarkkinoiden lähtökohdat huomioiden uskomme, Rauten palveluliiketoiminnan tilausvirran ja liikevaihdon pitäisi pysyä kohtuullisen vakaana hyvällä tasolla myös jatkossa.

UPM Plywoodin liikevaihto ja kannattavuus 2008-H1'16



Lähde: UPM

Kysynnän, käyttöasteiden ja hintojen elpyminen on heijastunut positiivisesti UPM:n Plywoodin liikevaihtoon ja kannattavuuteen finanssikriisin aikaan tapahtuneen romahduksen jälkeen. Liikevaihto on luonnollisesti kaukana kriisiä edeltäneestä tasosta, sillä UPM karsi monien muiden tuottajien tavoin kapasiteettiaan rajusti vuosina 2009-2010 markkinatilanteen romahtamisen takia eivätkä myyntihintatkaan ole palautuneet läheskään huippuvuosien tasolle. Kannattavuus on kuitenkin kohonnut jo erinomaiselle tasolle, mihin suurimpana ajurina ovat rajut kustannussäästöt sekä raaka-aineiden maltillinen hintakehitys.

Investointien perusedellytykset ovat olemassa

Arvioimme mukaan tiettyjen skaala- ja kilpailuetujensa ansiosta UPM on vanerisektorilla vahva, mutta ei poikkeuksellisen vahva toimija. Siten yhtiön nykyinen kannattavuustaso on mielestämme kohtuullinen referenssi alan kannattavuudesta tällä hetkellä. Kun muistetaan, että Araucón vuonna 2012 Chileen tekemän vaneritehdasinvestoinnin kokonaiskustannus oli yhtiön mukaan 167 MUSD, olisi vanerisektorilta saatavilla UPM:ää ohuemminkin marginaaleilla kaksinumeroista tuottoa sijoitetulle pääomalle tällä hetkellä. Pidämme tätä tasoa jo hyvänä tämän tyyppiselle valmistavalle teollisuudelle, joten lähtökohtaisesti perusedellytykset investoinneille ovat mielestämme suhteellisen hyvät tällä hetkellä.

Kysynnän elpyminen ja tuottajien kannattavuuden parantuminen onkin johtanut investointien elpymiseen Euroopassa vuoden 2014 kesästä alkaen. Raute sai kesän

2014 ja kevään 2015 välillä kolme ja Q3'16:lla kaksi kapasiteettiä lisäävää tehdas- tai konelinjamittakaavan vaneritilausta Euroopasta (ml. vaneritehdastilaus Venäjälle Q3:lla). Euroopan veto ei luonnollisesti tule jatkumaan näin vahvana, vaikka esimerkiksi Itä-Euroopassa voi olla vielä potentiaalia jäljellä lähivuosillekin. Venäjällä näkymät ovat kirkastuneet aavistuksen viimeisen vuoden aikana taloudellisen kriisin helpotettua ja korkealla pysyvistä epävarmuudesta huolimatta markkina on mielestämme potentiaalinen Rauten kannalta myös lähivuosina. Etelä-Amerikassa sulatellaan todennäköisesti vielä hetki 2010-luvun alun jätti-investointeja eikä Pohjois-Amerikankaan näkymät ole talouden suhteellisen hyvästä vedosta huolimatta ruusuinen, sillä rakennussektorin elpyminen on ollut hidasta ja joillakin alueilla on ollut hyönteistuhojen takia raaka-aineen saatavuusongelmia. Pohjois-Amerikassa kysynnän parantumista saattaa myös vielä olla mahdollista kattaa finanssikriisin aikaan suljetun kapasiteetin käyttöön otolla, vaikka tämä vaatisikin modernisointi-investointeja. Myös Kiinan ulkopuolista Aasiaa pidämme potentiaalisena Rauten kannalta lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä. Mustina hevosina ovat Kiina ja Afrikka, joissa korkealaatuisen vanerintuotannon aloittaminen on mielestämme mahdollista, mutta epävarmuus näiden ainakin Kiinan osalta valtiotöiden projektien suhteen on korkealla. Globaalisti tarkasteltuna vanerimarkkinoiden tilanne antaa kuitenkin kohtuulliset perusedellytykset strategisille kapasiteettia kasvattaville ja tuotantorakennetta parantaville investoinneille tällä hetkellä. Sen sijaan pienempiä tehokkuuden parantamiseen tähtäviä ei-strategisia projekteja kokonaisuutena epävarma talousnäkömrokottaa edelleen, mikä voi pitää tilauskertymän ja tilauskannan volatiilina myös jatkossa.

LVL-sektorin näkymät

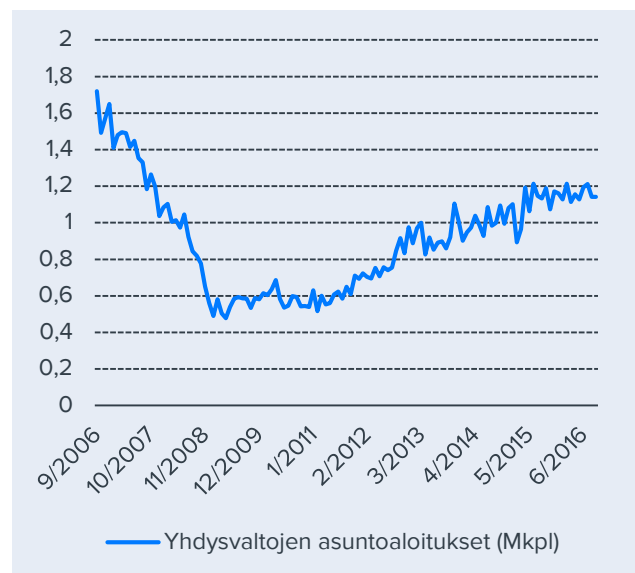
Yhdysvaltojen asuntoaloitukset laahaavat yhä potentiaalinsa alapuolella

LVL-sektorin näkymiä on haastavampaa arvioida tuottajien käyttöasteita, myyntihintoja ja kannattavuutta tarkastelemalla, sillä maailmassa ei ole listattuja pörssiyhtiöitä tai pörssiyhtiöiden divisioonia, jotka olisivat fokuoituneet LVL:n tuotantoon. Näin ollen pyrimmekin arvioimaan LVL-sektorin investointinäkymiä etenkin makrotalouden ja rakennussektorin kehittymisen kautta.

Koska LVL on etenkin Pohjois-Amerikassa hyödynnetty tuote, on LVL:n kysynnän keskeinen ajuri Yhdysvaltojen asuntoaloitukset. Asuntoaloitukset ovat elpyneet finanssikriisiä edeltäneestä romahduksesta H2'11:sta lähtien, mutta elpyminen on ollut verrattain hidasta ja asuntoaloitukset ovat yhä selvästi kriisiä edeltänyttä tasoa matalammalla. Aiemmin markkinoilla arvioitiinkin, että Pohjois-Amerikan LVL-kapasiteetti loppuu vuonna 2017, mutta asuntoaloitusten laahaavan kehityksen takia arvio kapasiteetin loppumisesta on siirtynyt eteenpäin vuoteen

2019. Lisäksi Euroopan vuosien 2014-2016 LVL-investointeista (yhteensä neljä linjaa ja kolme uutta kapasiteettia luovaa linjaa) ainakin osa tähtää todennäköisesti Pohjois-Amerikan vienti-markkinoiden hyödyntämiseen, minkä voi mielestämme lykätä Pohjois-Amerikan seuraavaa LVL-investointia edelleen.

Yhdysvaltojen asuntoaloitukset 9/2000-9/2016



Lähde: Bloomberg

Euroopassa rakennussektorin elpyminen ja kokonaisuutena puurakentamista tukevien markkinatrendien suotuisa kehittyminen on jo heijastunut LVL-investointeihin, sillä Raute sai sekä kesällä 2014 ja 2016 uutta kapasiteettia luovat LVL-tilaukset Puolast ja keuhällä 2015 niin ikään uutta kapasiteettia luovan tilauksen Suomesta. Lisäksi Raute sai vanhaan kapasiteettia pääosin korvaavan tilauksen Suomesta Q3'16:lla. Näiden investointien myötä Eurooppaan on syntymässä merkittävä ylikapasiteetti ainakin hetkellisesti eikä uusia investointeja ole realistista odottaa lyhyellä tähtäimellä, vaikka osa Euroopan kasvavasta tuotannosta onkin todennäköisesti tarkoitus suunnata vientimarkkinoille (erityisesti Yhdysvaltoihin). Muissa maanosissa merkittävät LVL-investoinnit ovat lyhyellä tähtäimellä mielestämme melko epätodennäköisiä LVL:n käytön rajallisuuden takia. Pidemmällä tähtäimellä investoinnit LVL:n tuotantoon myös muilla markkinoilla ovat mahdollisia, jos LVL lyö itsensä kunnolla läpi rakennusmateriaalina. Tätä tukevat mielestämme vahvat ajurit, joten olemme LVL:n pidemmän tähtäimen potentiaalinen suhteen suhteellisen luottavaisia.

Saadut tilaukset ja tilauskanta

Tilaukanta poikkeuksellisen hyvä indikaattori

Rauten tilaukanta on harvinaisen hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtämellä tilaukannan verrattain nopean kierron takia. Kuten jo todettua, Rauten tulos on erittäin riippuvainen suurista tilauksista, joita yhtiö saa harvoin. Toimitusajat suuremmissa projekteissa voivat nousta yli vuoteen, mutta perinteisesti isotkin projektit näkyvät selvästi liikevaihdossa jo muutaman neljänneksen kuluessa. Teknologiapalveluissa toimitusajat ovat taas huomattavasti lyhempiä. Palvelupuolen suurimmat modernisointiprojektit voivat kestää 5-6 kuukautta, mutta yleisesti palveluiden tilaukanta on vain muutamien kuukausien pituinen.

Rauten tilaukanta projektitoimituksia ajatellen on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 5-7 kuukautta. Yleensä lyhyt tilaukanta lisää sykliseen kysyntään liittyvää ongelmaa, mutta alan dynamiikan kannalta tilaukanta ei voi nousta pitkäksi aikaa merkittävästi pidemmäksi. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain noin 40 MEUR liikevaihtoa, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 70-75 MEUR:lla päästäkseen 110-115 MEUR:n liikevaihtotasolle. Tällä tasolla yhtiön pitäisi normaalin kulurakenteensa ja sen säätövaran valossa pystyä tekemään jo kohtuullisen hyvää tulosta.

Tehdastilauksen arvo tyypillisesti 20-30 MEUR

Keskimääräinen tehdasprojekti, joka sisältää koko tuotantolaitteiston uuteen vaneri- ja LVL-tehtaaseen, on noin 20-30 MEUR:n arvoinen tilaus Rautelle. Näitä tilauksia Raute tarvitsisi arviomme mukaan keskimäärin 1-2 kappaletta vuodessa. Projektitoimitusten loppukuorma muodostuu taas perinteisesti pienemmistä, yksittäisiä koneita tai linjojen osakokonaisuuksia sisältävistä korvausinvestointitilauksista.

Kun Raute merkitsee tilauksen tilaukantaansa, on tilaus juridisesti molempia osapuolia sitova ja sen peruuntuminen johtaisi todennäköisesti merkittävään sopimussakkoon. Näin ollen emme usko, että tilausten peruutuksia kannattaa pelätä yleisestä taloustilanteesta riippumatta. Raute antaa tiedotteen järjestelmällisesti kaikista yli 10 MEUR:n tilauksista ja tapauskohtaisesti voidaan tiedottaa myös 5-10 MEUR:n tilauksista, jos tähän on erityinen syy.

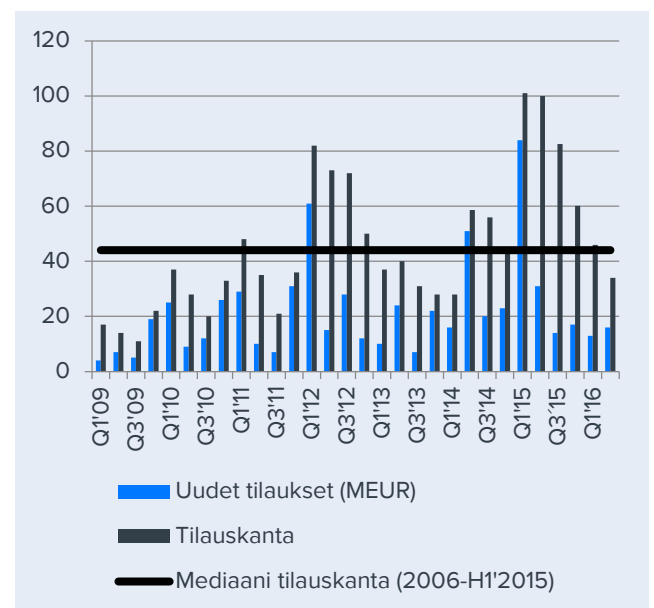
Tilaukanta nousee taas ennätystasolle

Mielestämme normaalissa markkinatilanteessa Rauten tilaukannan pitkän aikavälin mediaanitasoa (44 MEUR) voidaan pitää terveenä tasona tilaukannalle, kun yleinen

taloustilanne ja investointiaktiiviteetti ovat keskimääräisellä tasolla. Heikommassakin taloustilanteessa yli 50 MEUR:n tilaukanta antaa yhtiölle mielestämme kohtuullisen hyvän puskurin epävarmuutta vastaan. Q2'16:n lopussa Rauten tilaukanta oli jo matalalla 32 MEUR:n tasolla, mutta Q3'16:lla yhtiön vahvaksi alkuvuodesta kuvailema myyntiputki on kuitenkin realisoitunut ja Raute on saanut vaneri-tehdastilaukset Suomesta Metsä Groupilta ja Venäjältä Vyatskiy Fanernyi Kombinatilta (tilaaja EPC-urakoitsija Carmac) sekä LVL-tehdastilauksen Puolasta Steicolta kvartaalin aikana. Nämä yhteensä lähes 85 MEUR:n tilaukset nostavat tilaukannan arviomme mukaan ennätystasolle noin 100 MEUR:oon, kun huomioidaan Q3:n muut tilaukset ja kvartaalin arvioitu liikevaihto.

Tilaukannan valossa Rauten näkyvyys työkuormaansa ja on tällä hetkellä erittäin hyvä, sillä arviomme mukaan tilaukanta ajoittuu suurelta osin seuraavan vuoden ajalle. Sijoittajien kannalta tämä on positiivista, sillä pitkä tilaukanta laskee osakkeen riskiprofiilia mielestämme selvästi normaalia tilannetta alemmas, vaikka onkin selvää, että tilaukanta tulee asteittain normalisoitumaan nykyiseltä erittäin korkealta tasoltaan.

Rauten tilaukannan kehitys kvartaaleittain Q1'11-Q2'16



Lähde: Raute

Neuvotteluja suurista projekteista yhä menossa

Vaikka yhtiön vahvaa myyntiputkea purkaantui Q3'16:lla, on Rautella arviomme mukaan ulkona arviomme mukaan kohtuullinen tarjouskanta uusia projekteja. Markkinatilanne tukee edelleen etenkin suuria strategisia tehdas- ja konelinjamittakaavanprojekteja, mutta niiden toteutuminen ja aikataulut ovat yhä auki. Odotamme kuitenkin yhtiön

saavan ainakin Metsä Groupin investointiohjelma toisen osan (vaneritehdas Viroon ja mahdollisesti erikoistuotelinja Suolahteen) seuraavan vuoden aikana. Rauten kannalta suurien projektien etenemisellä ei sinänsä ole tällä hetkellä kiire vaan yhtiö voi rauhassa sulatella pitkää tilauskantaansa ja odottaa projektien etenemistä levollisesti ainakin ensi vuoden puoliväliin asti, kunhan palveluiden ja pienten projektien pohjakysyntä ei olennaisesti heikkene nykyiseltä tasoltaan.

Pienten projektitilausten kysyntä on sen sijaan ollut viimeisen vuoden aikana vaisua tuottajien suhteellisen suotuisasta markkinatilanteesta huolimatta. Tämä johtuu arviomme mukaan hyvistä mutta lyhyistä tilauskannoista, mikä ei tue modernisointiprojekteja ja pienempiä kehitysprojekteja (ts. yksittäisten laitteiden kysyntää). Lisäksi yhtiön tyypillisistä modernisointiasiakkaista moni on tehnyt strategisista investointeja, mikä on syönyt modernisointien kysyntää. Tämä on pitänyt Rauten tilauskannan volatiilina, sillä tämänkaltaisessa tilanteessa yhtiö on vielä historiallista tasoakin enemmän suurten projektien varassa. Myöskään suhteellisen kannattavuuden kannalta tilauskannan nykyinen rakenne ei välttämättä ole optimaalinen, sillä yksittäisten projektien myyntikatemarginaalit ovat tyypillisesti suuria projekteja korkeammat.

Lyhyen tähtäimen ennusteet

Syklisestä vuodesta 2016 tulee Rautelle hyvä

Vahvaksi nousevan tilauskannan ja sitä myötä lähiaikojen korkean liikevaihtotason myötä ennustamme myös Rauten tuloksen pysyvän vahvalla tasolla. Lähikvartaaleja tulee kuitenkin leimaamaan erittäin epätasainen työkuorma, sillä Q2:n lopussa ohueksi painuneen tilauskannan ja uusien projektien suunnitteluvaiheen takia Q3:sta on tulossa väistämättä heikompi liikevaihdon ja liike tuloksen osalta. Q4:sta taas pitäisi tulla erittäin vahva, sillä varsinkin Metsä Groupin LVL-toimitus (valtaosa koko 25 MEUR:n tilauksesta) otetaan käyttöön jo Q1'17:lla ja Steicon LVL-linjan toimitukset ajoittuvat pääosin Q1'17:lla. Arviomme mukaan näiden projektien toimitukset painottuvat vielä Q4:n loppuun, joten toimitusten pienikin viivästyminen voi siirtää liikevaihdon ja liike tuloksen kirjautumisen ensi vuoden puolelle, minkä takia emme pidä täysin varmana, että yhtiö saavuttaa viime vuoden tasolla olevaa liikevaihtoa ja liike tulosta indikoivan ohjeistuksensa (2015: liikevaihto 127 MEUR ja liike tulos 8,1 MEUR). Tällä hetkellä ennustamme yhtiön yltävän kuitenkin 120 MEUR:n liikevaihtoon ja 7,8 MEUR:n liike tulokseen tänä vuonna. Käytännössä ohjeistuksen tarkistus alaspäin ei olisi kuitenkaan mielestämme osakkeen kannalta merkityksellistä, jos kyse on vain tuloksen valumisesta ensi vuodelle eikä projektimarginaalien pettämisestä. Suhteellisen kannattavuuden näkökulmasta loppuvuosi on kuitenkin yhtiölle hankala todennäköisesti rajusti vaihtelevan työkuorman takia.

Osingon nostamiselle on edellytyksiä

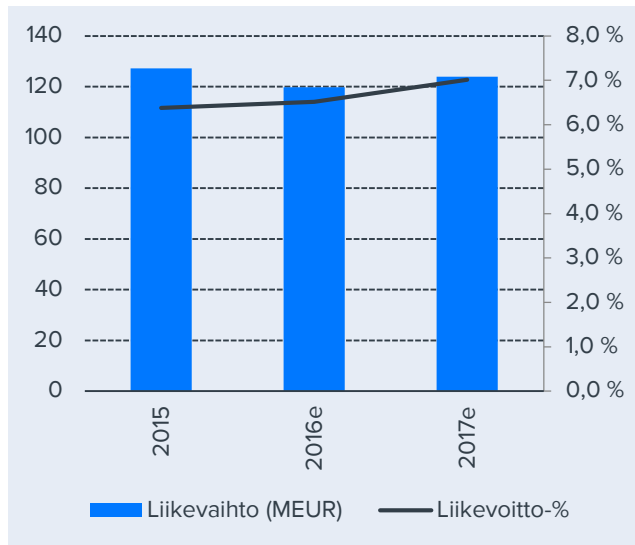
Rahoituskulujen ja veroasteen arvioimme olevan tänä vuonna normaaleilla tasoillaan (2016e: rahoituskulut -0,2 MEUR, veroaste 25 %), minkä myötä ennustamme kuluvan vuoden osakekohtaisen tuloksen asettuvan Rautelle absoluuttisesti hyvälle tasolle 1,37 euroon osakkeelta. Vaikka osakekohtainen tulos heikkeneekin nollatason rahoituskulujen ja normaalia matalamman veroasteen värittämästä viime vuodesta, ennustamme Rauten nostavan osinkoa maltillisesti 0,90 euroon osakkeelta (2015: 0,80 euroa osakkeelta) yhtiön vahvan taseen, kohtuullisten investointitarpeiden (hieman yli poistojen) ja kasvaneen tilauskannan takia. Tiedostamme kuitenkin, että osakekohtaisen tuloksen jäädessä viime vuodesta, myös pienempi korotus tai viime vuoden tasolle jäävä osinko ovat täysin mahdollisia skenaarioita.

2017 voi tuoda syklin parhaan tuloksen

Vahvalle tasolle nouseva tilauskanta antaa Rautelle myös hyvät näkymät vuoteen 2017, sillä Q3:lla myytyjen projektien ansiosta yhtiö pääsee arviomme mukaan lähtemään ensi vuoteen vahvalla 75-80 MEUR:n tilauskannalla. Näin ollen ainakin H1'17:n liikevaihtotaso on suhteellisen turvattu jo tässä vaiheessa. Suhtaudumme myös tilausnäkyymiin edelleen varovaisen positiivisesti projektikysynnän ympärillä oleva viitekehys ja vakaan hyvä palvelutilausten kysyntä huomioiden, vaikka epävarmuus värittää markkinatilannetta edelleen. Tätä taustaa vasten yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä kerätä noin 40 MEUR:n palvelumyynti ja vähintään 70 MEUR:n projektikaupat ensi vuonna. Tämä vaatii 1-2 suurempaa projektia, joista toinen tulee arviomme mukaan olemaan Metsä Groupin investointiohjelman jälkimmäinen osa.

Vahvan aloittavan tilauskannan ja kohtuullisten näkymien ansiosta ennustamme Rauten liikevaihdon kasvavan ensi vuonna 124 MEUR:oon, mihin yhtiö yltää jo arviomme mukaan jo aloittavan tilauskannan, vakaan hyvän palvelumyyntin ja H1:n tyydyttävän pienten projektien kertymän avulla. Liike tuloksen ennustamme parantuvan 8,9 MEUR:oon. Tämä vastaa 7,0 %:n liikevoittomarginaalia, johon yhtiön pitäisi arviomme mukaan yltää verrattain korkealla liikevaihtotasolla, kunhan projektit etenevät suunnitellusti ja työkuorma ajoittuu suhteellisen tasaisesti kvartaaleille. Myyntikatteisiin ja kulurakenteeseen emme odota merkittäviä muutoksia ensi vuoden aikana.

Rauten liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2015-2017e



Lähde: Raute, Inderes

Vuoden 2017 osakekohtaisen tuloksen ennustamme tällä hetkellä olevan 1,52 euroa minimaalisten rahoituskulujen ja 25 %:n veroasteen jälkeen. Vuoden 2017 osingon arvioimme pysyvän 0,90 eurossa osakkeelta yhtiön vahvan taseen ja rajallisten investointitarpeiden kanssa.

Pitkän tähtäimen ennusteet

Pitkän tähtäimen ennusteet heijastelevat normaalia markkinatilannetta

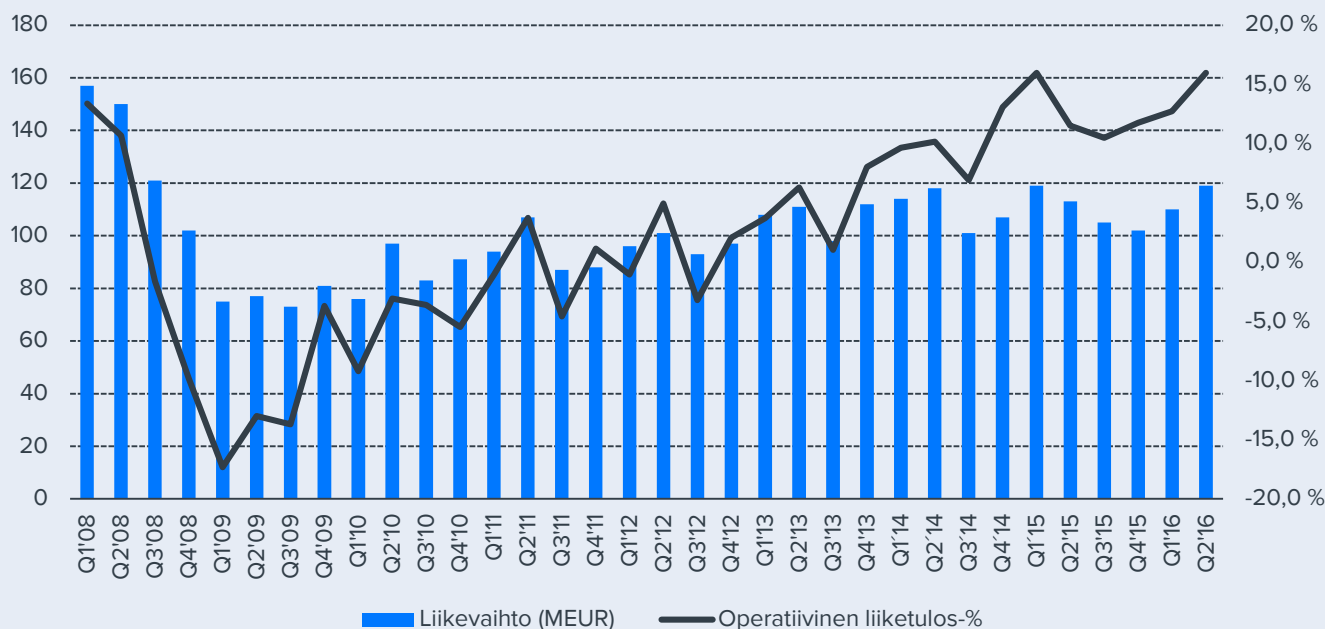
Vuoden 2017 jälkeen Odotamme markkinatilanteen rauhoittuvan hieman vahvojen vuosien 2015-2017 jälkeen, minkä myötä ennustamme Rauten yltävän vuosina 2018 ja 2019 112 MEUR:n ja 115 MEUR:n liikevaihtoihin. Tästä eteenpäin arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuaajurien ja Rauten hyvän kilpailukyyn sekä markkina-aseman tukemina noin 3 % vuodessa. Huomioitavaa tosin on, että emme missään tapauksessa usko syklisyyden poistuvan yhtiön toimintaympäristöstä vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliin mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen myötä uskomme Rauten pystyvän tekemää myös kohtuullisen hyvää tulosta. Vuosien 2018-2019 liikevoittomarginaaliennusteemme noin 5,8 %, minkä jälkeen arvioimme kannattavuuden (EBIT-marginaali) 4,9-5,6 %:n (EBIT-marginaali) välille keskimääräisesti kuluvan vuosikymmenen loppua ja 2020-luvun alkua kohti. Tätä

sykliin mukana liikkuva liikevaihto tulee kuitenkin heiluttamaan rajusti myös jatkossa. Kulurakenteen suhteen emme odota suuria muutoksia, sillä arviomme mukaan yhtiön pitäisi pystyä kantamaan nykyisten kiinteiden kulujen rakenteensa puitteissa noin 140-160 MEUR:n liikevaihtokuorma ilman merkittäviä lisäpanostuksia, kun taas liikevaihdon break-even piste pysyy arviomme mukaan noin 80-90 MEUR:ssa. Ennustamme myös yhtiön pitävän taseensa erittäin vahvana sektorin liiketoimintadynamiikan takia, minkä ansiosta uskomme rahoituskulujen pysyvän noin nollassa pitkäällä aikavälillä. Pitkän aikavälin veroasteen uskomme olevan noin 25 %. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys voimakkaasti sykliselle yhtiölle on mielestämme kuitenkin rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen aikavälin ennusteidemme tueksi laatimassamme DCF-laskelmassa.

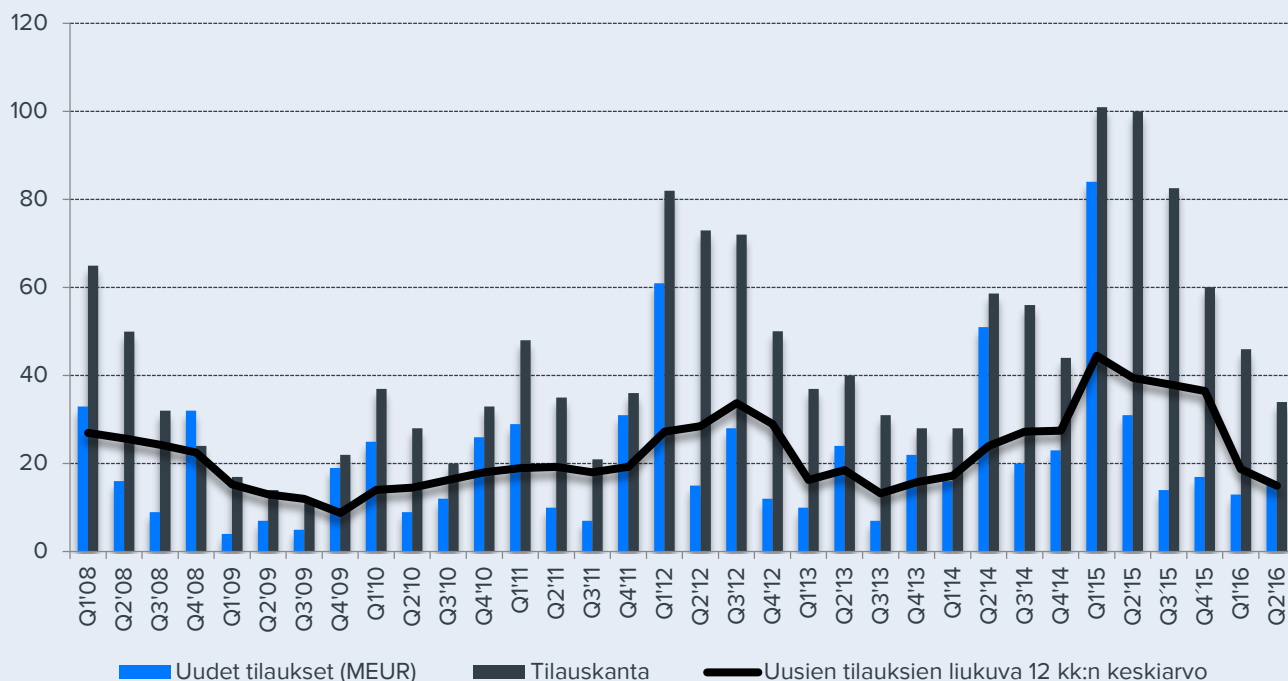
Markkinatilanteen ja tilauskannan kehitys

UPM:n Plywoodi liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys Q1'10-Q2'16



Lähde: UPM, Inderes

Raute uusien tilausten ja tilauskannan kehitys Q1'07-Q2'15



Lähde: Raute

Arvostustaso

Toistamme Rauten tavoitehintamme 15,70 euroa, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) yhtiön saavutettua tavoitehintamme. Rautelle mielestämme parhaiten soveltuvilla EV/EBITDA-kertoimille osake on hinnoiteltu vuosien 2016 ja 2017 valossa tasolle 6x ja 5x. Tämä on mielestämme jo suhteellisen neutraali taso huomioiden liiketoiminnan voimakas syklisyys, syklin viime vuosina suotuisa vaihe ja tilauskannan tarjoama näkyvyys huomioiden. Mielestämme kurssinousun jatkuminen edellyttäisikin jo yhtiön liikevaihdon ja tuloksen vakiintumista nykyisille historiallisesti korkeille tasoille. Suhteellisesti osake on arvostettu alennuksella Rauteen löyhästi liittyvään vertailuryhmään, mutta yhtiön liiketoimintadynamiikka huomioiden aliarvostus ei kuitenkaan ole mielestämme kohtuuton. Osinkotuoton ennustamme nousevan nykykurssille lähivuosina hyvälle 5-6 %:n tasolle, mikä rajaa osakkeen laskuvaraa, kunhan näkymissä ei tapahdu selvää käännettä heikompaan.

Arvostuskertoimet

Syklisyys painaa hyväksyttävää arvostusta

Kuten todettua, Rauten riskiprofiili on kokonaisuutena korkea, koska tulos heittelee rajusti syklien ja myös yksittäisten projektien mukana. Kun lähivuosien ennusteiden mahdollinen vaihteluväli huomioidaan, on selvää, että eri skenaarioissa yhtiön arvo vaihtelee huomattavasti. Luonnollisesti arvo pitää määrittää neutraalin skenaarion mukaan, mutta samalla epävarmuus täytyy huomioida korkealla riskipreemiolla, jonka suuruuteen vaikuttaa lyhyellä tähtäimellä myös tilauskannan antama näkyvyys. Rautella on kuitenkin mielestämme vahva teknologinen kilpailuetu ja vankka markkina-asema, mitkä ovat mielestämme jossain määrin osakkeen arvostusta tukevia tekijöitä, mutta ne eivät riitä kompensoimaan täysin syklisyyden negatiivista vaikutusta. Rakenteellisten tekijöiden osalta arvioimme, että osakkeen jakautumiseen kahteen osakesarjaan on arvostusta painava tekijä, sillä yhtiön äänivalta on tiukasti listaamattoman K-sarjan omistajien hallussa, mikä pitää varsinkin yritysostokortin tiukasti pöydän alla.

Mielestämme yritysarvoon (EV) perustuvat kertoimet ovat parhaita kuvastamaan Rauten arvostustasoa, koska ne huomioivat yhtiön vahvan taseen. Kuitenkin myös P/E-kerroin sopii mielestämme Rautelle varsin hyvin etenkin normaalissa kysyntätilanteessa. Tulospohjaisten kertoimien lisäksi käytämme Rauten osakkeen arvottamisessa myös osinkotuottoa. Osinkotuoton merkitystä korostaa mielestämme se, että historiallisesti verrattain suuri osa Rauten sijoittajille tarjoamasta osaketuotosta (arvonnousun ja osinkojen summa) on tullut juuri osingosta.

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden noin EV/EBITDA-kertoimella 4x-6x ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 10x-12x. Yhtiön tarjoaman osinkotuoton taas tulisi mielestämme olla erittäin kilpailukykyinen suhteessa riskittömään korkoon tai Helsingin Pörssi keskimääräiseen osinkotuottoon.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat neutraalit

Vuoden 2016 ja 2017 ennusteidemme mukaiset EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x. Vastaavat P/E-luvut ovat 12x ja 11x. Ensi keväänä ennusteidemme mukaan nousevan osingon myötä arvioimme Rauten tarjoavan 5,5 %:n osinkotuottoa nykykurssille laskettuna. Mielestämme tämä osinkotasoa on kestävä myös pidemmällä aikavälillä ja se kestäisi myös tuloksen lievän heikentymisen nykyiseltä tasoltaan yhtiön tase on vahva taseen ja rajallisten investointitarpeiden takia. Rauten dynaamisen osinkopolitiikan ja markkinoiden rajun syklisyyden takia mitään osinkotasoa ei mielestämme voikaan pitää kiveen hakattuna.

Rauten arvostuskertoimet

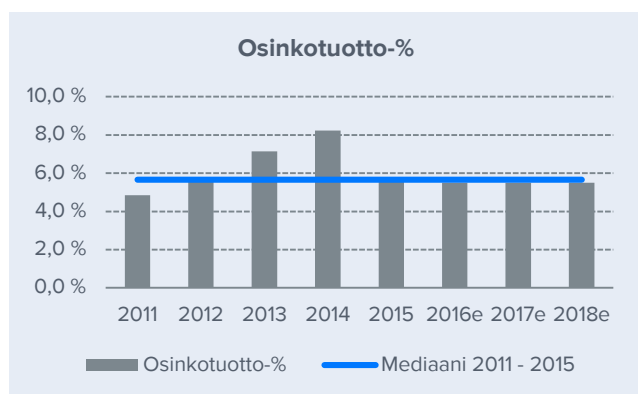
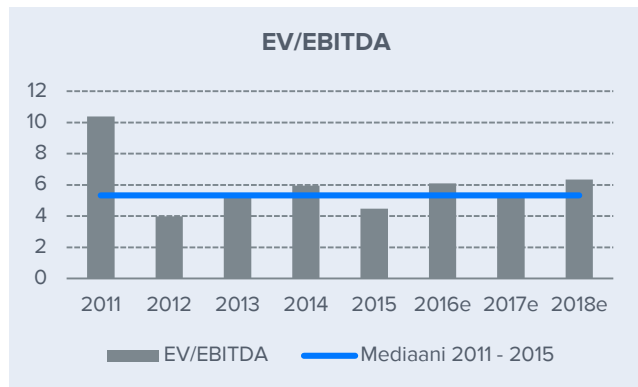
Arvostustaso	2015	2016e	2017e	2018e
P/E	8,5	11,8	10,7	14,1
P/B	1,9	2,1	1,9	1,9
P/S	0,4	0,6	0,5	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,5	6,2	5,5	6,5
EV/EBIT	6,4	7,9	6,8	8,7
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,5 %	5,6 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Absoluuttisesti tarkasteltuna Rauten tulospohjainen arvostustaso on mielestämme jo melko neutraali, kun huomioidaan yhtiön voimakkaasti syklinen liiketoiminta ja viime vuosien kohtuullisen suotuisa sykli. Tätä heijastelee myös yhtiön P/B-luku joka on noussut jo selvästi yli historiallisten keskiarvon tasolle 2,1x. Pitkäksi nouseva tilauskanta ja edelleen kohtuulliset näkymät sekä osinkotuotto tukevat arvostusta, mutta emme näe kertoimissa juuri nousuvaraa nykyisten ennusteidemme valossa. Siten kurssinousun jatkuminen edellyttäisikin mielestämme jo liikevaihtotason ja tuloksen vakiintumista nykyisille korkeille tasoille. Ennusteidenne mukainen osinko tarjoaa sijoittajille taas toisaalta kohtuullisen pohjatuoton, mikä mielestämme rajaa osakkeen laskuvaraa myös siinä tapauksessa, että tulos joustaisi hieman nykyiseltä tasoltaan alaspäin lähivuosina. Näin ollen

osakkeen liikkumavara on mielestämme tällä hetkellä suhteellisen rajallinen absoluuttisen arvostuksen valossa.

Rauten historiallinen arvostustaso



Lähde: Inderes

Suhteellinen arvostustaso

Löyhästi liitännäisen verrokkiryhmän arvostus on neutraali suhteessa Rauteen

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavaa yhtiötä ei ole olemassa eikä toimialalta löydy yhtään listattua yhtiötä. Helsingin pörssissä on toki paljon konepajoja, mutta yksikään niistä ei toimi samalla alalla eikä varsinkaan ole samalla tavalla positioitunut siellä. Lisäksi Helsingin pörssin konepajat ovat muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta selvästi Rautea suurempia. Jotain suuntaa arvostustasosta voidaan toki sektorilta hakea, mutta mielestämme arvostuseroihin on suhtauduttava suurella varauksella, koska niiden sokea seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa.

Varsinaiseen vertailuryhmään olemme poimineet Helsingin pörssistä konepajoista Valmetin, Ponssen, Glastonin, joilla on ainakin heikkoja yhteyksiä Rauten toimialaan tai liiketoimintamalliin. Lisäksi mukana on puuteollisuuden, tosin lähinnä huonekalujen parissa, toimivia yhtiöitä Euroopasta. Helsingin pörssin ulkopuolelta olemme poimineet verrokkiryhmään saksalaisen Homag Groupin

sekä italialaisen Biessen. Molemmat on listattu kotimaidensa pörseissä. Homag on lähinnä huonekalu- ja puusepänteollisuuden konetoimittaja, eikä kilpaile suoraan Rauten kanssa missään tuoteryhmässä. Homagin liiketoiminnan ajurina toimii siis pääosin huonekalukalusteollisuus, jolla on ainakin heikko linkki rakennusteollisuuteen. Samaan ryhmään kuuluu myös Biesse, joskin yhtiöllä on huonekalukoneiden lisäksi ovia, lasi- ja kivikoneita. Kooltaan molemmat ovat toki Rautea selvästi suurempia, sillä Biessen markkina-arvo on vajaat 400 MEUR ja Homagin yli 600 MEUR.

Vertailuryhmän mediaanikertoimiksi vuosille 2016 ja 2017 ovat P/E-luvut 16x ja 13x ja EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 7x. Näin ollen Raute on arvostettu noin 20 %:n alennuksella suhteessa vertailuryhmään tulospohjaisesti. Myös suhteellisesti Rauten arvostustaso on mielestämme melko neutraali, sillä pidämme noin nykyistä alennusta sinänsä perusteltuna Rautelle yhtiön korkean riskiprofiilin takia. Aitojen verrokkien puuttumisen takia arvostustasosta ei voi kuitenkaan vetää luotettavia pitkälle meneviä johtopäätöksiä, mutta suhteellinen arvostus tukee mielestämme näkemystämme Rauten suhteellisen neutraalista arvostuksesta seuraavan vuoden tähtäimellä.

Sijoitusnäkemys

Toistamme Rauten tavoitehintamme 15,70 euroa, mutta laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Kurssinousun (kahdessa vuodessa yli 100 %) jatkuminen vaatisi jo liikevaihdon ja normalisoidun tuloksen vakiintumista nykyisille historiallisesti korkeille tasoilleen tai edistymistä yhtiöltä pitkällä tähtäimellä tärkeän Kiinan markkinan suhteen. Näiden tekijöiden realisoitumisen myötä markkinat voisivat mielestämme hyväksyä yhtiölle myös nykyistä korkeammat arvostuskertoimet, mutta vuoden tähtäimellä neutraali arvostus puoltaa jo jatkamaan yhtiön kehityskaaren seuraamista tarkkailuasemista.

Rauten arvostusmatriisi

	Liikevaihto ja liikevoitto-%				
	90 2,0 %	100 5,0 %	110 6,0 %	120 7,0 %	130 7,5 %
8	2,70	9,00	9,90	12,60	14,63
9	3,04	10,13	11,14	14,18	16,45
10	3,38	11,25	12,38	15,75	18,28
P/E 11	3,71	12,38	13,61	17,33	20,11
12	4,05	13,50	14,85	18,90	21,94
13	4,39	14,63	16,09	20,48	23,77
14	4,73	15,75	17,33	22,05	25,59

Lähde: Inderes

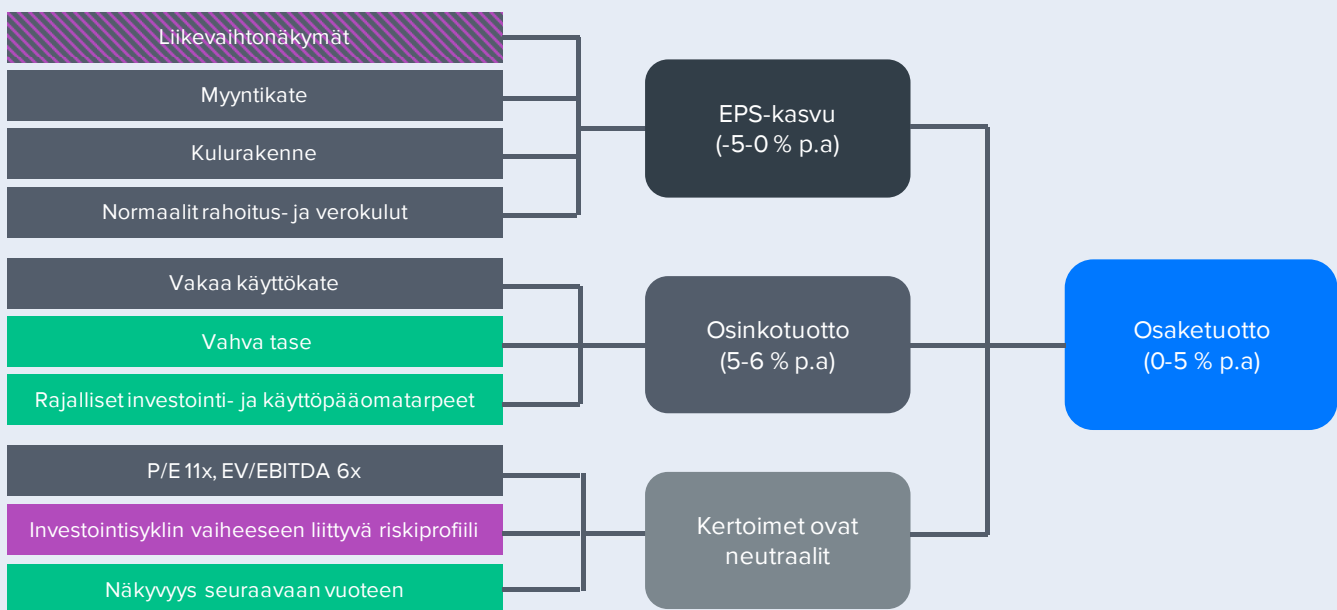
Rauten arvostustaso

Rauten suhteellinen arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Raute	16,25	68	73					0,6	0,6	11,5	11,3	5,5	5,5	2,1
Ponsse	24,69	691	747	12,3	11,2	10,1	9,1	1,5	1,4	14,8	14,5	2,5	2,6	4,6
Glaston	0,35	69	77	23,8	10,9	13,8	7,7	0,7	0,6	39,3	13,1	2,8	2,8	1,9
Biesse	14,20	389	390	8,7	6,8	5,7	4,7	0,7	0,6	16,5	12,8	1,3	1,6	2,5
Valmet	13,26	1987	2231	12,4	10,6	8,3	7,3	0,7	0,7	16,1	14,4	3,1	3,5	2,2
Raute (Inderes)	16,35	68	62	7,8	6,7	6,1	5,4	0,5	0,5	11,6	10,7	5,5	5,5	2,1
Keskiarvo				14,3	9,9	9,5	7,2	0,8	0,8	19,6	13,2	3,0	3,2	2,7
Mediaani				12,3	10,7	9,2	7,5	0,7	0,6	16,1	13,1	2,8	2,8	2,2
Erutus-% vrt. mediaani				-34 %	-27 %	-22 %	-18 %	-17 %	-22 %	-22 %	-18 %	88 %	88 %	7 %

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

Osaketuoton ajurit 2016e-2018e



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	83	94	127	120	124	112
Kulut	-41	-89	-116	-110	-113	-103
EBITDA	4,0	4,6	11,6	10,0	10,8	8,8
Poistot	-2,2	-2,0	-3,5	-2,2	-2,1	-2,3
Liikevoitto	1,8	2,6	8,1	7,8	8,7	6,5
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>1,8</i>	<i>2,6</i>	<i>8,1</i>	<i>7,8</i>	<i>8,7</i>	<i>6,5</i>
Rahoituserät	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,6	2,8	8,1	7,6	8,5	6,4
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,4	-0,4	-1,4	-1,8	-2,1	-1,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,2	2,4	6,7	5,7	6,4	4,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,2</i>	<i>2,4</i>	<i>6,7</i>	<i>5,7</i>	<i>6,4</i>	<i>4,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,2	2,4	6,7	5,7	6,4	4,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,30</i>	<i>0,59</i>	<i>1,65</i>	<i>1,37</i>	<i>1,52</i>	<i>1,15</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,30	0,59	1,65	1,37	1,52	1,15

Tase

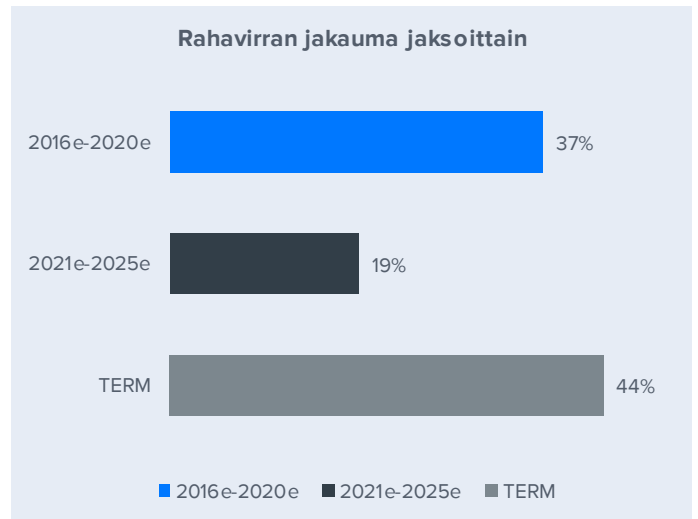
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	12,6	12,1	10,8	11,8	12,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	3,6	3,5	1,6	1,8	1,9
Käyttöomaisuus	8,4	7,9	8,5	9,3	10,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Vaihtuvat vastaavat	36,2	40,6	51,0	53,4	54,1
Varastot	5,0	7,9	9,6	9,0	9,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,7	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	18,3	27,6	34,7	32,3	32,2
Likvidit varat	12,7	4,4	6,5	12,0	12,4
Taseen loppusumma	48,8	52,7	61,8	65,2	66,6

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	23,6	24,4	29,7	32,2	34,9
Osakepääoma	8,0	8,0	8,2	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	8,5	7,7	15,2	17,7	20,3
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,1	8,6	6,3	6,3	6,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,2	1,8	0,7	4,8	3,3
Laskennalliset verovelat	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	1,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Lainat rahoituslaitoksilta	2,5	1,3	0,0	4,1	2,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,0	26,5	31,4	28,1	28,4
Lainat rahoituslaitoksilta	3,5	1,5	1,5	1,8	1,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,5	25,0	28,4	26,3	27,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0
Taseen loppusumma	48,8	52,7	61,8	65,2	66,6

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	8,1	7,8	8,7	6,5	6,7	6,8	6,8	6,8	6,7	6,5	6,7	
+ Kokonaispoistot	3,5	2,2	2,1	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4	2,3	2,4	2,5	
- Maksetut verot	-1,0	-1,8	-2,1	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-3,5	-0,5	0,7	1,9	2,0	0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	7,5	7,6	9,4	9,1	9,4	8,4	7,3	7,2	7,1	7,0	7,2	
+ 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	-2,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7	-2,7	-2,3	-2,2	-2,8	-2,8	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,1	4,5	6,4	6,3	6,7	5,6	5,0	5,0	4,3	4,1	4,4	
+/- 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	5,1	4,5	6,4	6,3	6,7	5,6	5,0	5,0	4,3	4,1	4,4	63,2
Diskontattu vapaa kassavirta		4,4	5,8	5,2	5,1	3,9	3,2	2,9	2,3	2,0	2,0	28,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		64,8	60,4	54,7	49,5	44,4	40,5	37,4	34,5	32,2	30,2	28,2
Velaton arvo DCF		64,8										
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		6,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,2										
Oman pääoman arvo DCF		66,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,95										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,1 %



Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä ja suositushistoria

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	94,0	24,6	31,8	31,4	39,5	127,3	26,4	27,3	26,5	39,5	119,7	124,0	112,0
<i>Konsemi</i>	<i>94,0</i>	<i>24,6</i>	<i>31,8</i>	<i>31,4</i>	<i>39,5</i>	<i>127,3</i>	<i>26,4</i>	<i>27,3</i>	<i>26,5</i>	<i>39,5</i>	<i>119,7</i>	<i>124,0</i>	<i>112,0</i>
Käyttökate	4,6	1,8	2,9	2,5	4,4	11,6	1,9	2,1	1,7	4,4	10,0	10,8	8,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-0,5	-0,7	-0,6	-1,7	-3,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-2,1	-2,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	1,2	2,2	1,9	2,8	8,1	1,4	1,5	1,1	3,8	7,8	8,7	6,5
Liikevoitto	2,6	1,2	2,2	1,9	2,8	8,1	1,4	1,5	1,1	3,8	7,8	8,7	6,5
<i>Konsemi</i>	<i>2,6</i>	<i>1,2</i>	<i>2,2</i>	<i>1,9</i>	<i>2,8</i>	<i>8,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>1,1</i>	<i>3,8</i>	<i>7,8</i>	<i>8,7</i>	<i>6,5</i>
Nettorahoituskulut	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Tulos ennen veroja	2,8	1,4	2,2	1,8	2,8	8,1	1,3	1,5	1,0	3,8	7,6	8,5	6,4
Verot	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-1,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	-1,8	-2,1	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,4	1,1	1,8	1,5	2,4	6,7	0,9	1,2	0,8	2,8	5,7	6,4	4,8
EPS (oikaistu)	0,59	0,27	0,43	0,36	0,58	1,63	0,22	0,29	0,19	0,68	1,37	1,53	1,16
EPS (raportoitu)	0,59	0,27	0,43	0,36	0,58	1,65	0,22	0,29	0,19	0,68	1,37	1,53	1,16

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	83,3	94,0	127,3	119,7	124,0
EBITDA	4,0	4,6	11,6	10,0	10,8
EBITDA-marginaali (%)	4,8	4,9	9,1	8,3	8,7
EBIT	1,8	2,6	8,1	7,8	8,7
Voitto ennen veroja	1,6	2,8	8,1	7,6	8,5
Nettovoitto	1,2	2,4	6,7	5,7	6,4
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	48,8	52,7	61,8	65,2	66,6
Oma pääoma	23,6	24,4	29,7	32,2	34,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	6,0	2,8	1,5	5,9	3,8

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	4,0	4,6	11,6	10,0	10,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	-5,1	-3,5	-0,5	0,7
Operatiivinen kassavirta	3,3	-2,0	7,5	7,6	9,4
Vapaa kassavirta	0,5	-3,0	5,1	4,5	6,4

Yhtiökuvaus
Raute-konserni on maailmanlaajuisesti toimiva teknologiayritys, jonka tarjonta kattaa koko vaneri- ja LVL-tuotantoprosessien koneet ja laitteet. Rauten kokonaispalvelukonsepti lähtee tuotteen elinkaaren hallinnasta ja Rauten ratkaisuihin kuuluvat kattavan laitetarjonnan lisäksi teknologiapalvelut varaosatoimituksista säännölliseen kunnossapitoon ja konekannan modernisointeihin. Rautella on tuotantoa Suomessa, Kanadassa ja Kiinassa sekä maailmanlaajuihin myyntiverkosto.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,30	0,59	1,65	1,37	1,52
EPS oikaistu	0,30	0,59	1,65	1,37	1,52
Operat. kassavirta per osak	0,82	-0,51	1,85	1,82	2,23
Tasearvo per osake	5,90	6,08	7,35	7,73	8,30
Osinko per osake	0,50	0,60	0,80	0,90	0,90
Voitonjako, %	167	102	48	66	59
Osinkotuotto, %	7,1	8,2	5,7	5,5	5,5

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	23,4	12,4	8,5	12,0	10,7
P/B	1,2	1,2	1,9	2,1	2,0
P/Liikevaihto	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
P/CF	8,5	neg.	7,6	9,0	7,3
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,3	6,0	4,5	6,2	5,5
EV/EBIT	11,7	10,6	6,4	8,0	6,9

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Sundholm Göran	15,3 %
Mandatum Life Unit-Linked	4,5 %
Laakkonen Mikko	2,9 %
Suominen Pekka	2,7 %
Siivonen Osku	2,6 %

Suosituksihistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.9.2015	Lisää	14,00 €	12,98 €
2.11.2015	Lisää	14,00 €	13,20 €
19.1.2016	Vähennä	14,00 €	13,86 €
17.2.2016	Lisää	14,00 €	13,33 €
10.3.2016	Vähennä	14,00 €	14,07 €
2.5.2016	Vähennä	13,00 €	13,49 €
9.6.2016	Lisää	14,00 €	12,90 €
28.7.2016	Vähennä	14,00 €	14,20 €
25.8.2016	Lisää	15,70 €	14,72 €
7.10.2016	Vähennä	15,70 €	16,40 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer>

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**