

Raute

Laaja raportti

3/2021



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

Tukevalta pohjalta kohti parempia aikoja

Toistamme Rauten 22,00 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Pitkällä perspektiivillä Raute on kiinnostava sijoituskohde kestävien kilpailuetujensa ja vahvan markkina-asemansa takia, mutta 12 kk:n tähtäimellä yhtiölle ennustamamme tulostrendin käänne on mielestämme jo hinnoiteltu järkevästi osakkeeseen sisään.

Raute on kestäväillä kilpailueduilla varustettu sektorinsa markkinajohtaja

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle laitteita ja palveluita toimittava konepajayhtiö. Rautella on Mielestämme kestävä teknologiaan ja globaaliin myynti- sekä palveluverkostoon perustuva kilpailuetu ja vankka markkina-asema etenkin sektorin vaativassa yläsegmentissä ja Euroopassa sekä Venäjällä. Yhtiön liikevaihdosta 60-70 % tulee erittäin syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista. Rautelle relevantti laitemarkkina on arviolta 600-750 MEUR/v, josta markkinajohtaja Rauten osuus on noin 15-20 %. Vaikeasti määritettävä palvelumarkkina on yhtiölle toistaiseksi rajaton. Rauten päähaasteena pidämme syklistä kysyntää, joka voi heiluttaa yhtiön liikevaihtoa ja kannattavuutta rajusti.

Suurin potentiaali on Kiinassa, nykymarkkinat tarjoavat maltillista kasvua ajan yli

Rauten kysynnän perustana ovat puurakentamista tukevat ajurit, kuten elintason nousu ja uusiutuvuus. Siten Rautella on kohtalainen vähintään BKT:n kasvun tasolla oleva pitkän ajan kasvukuva. Rauten suurin mahdollisuus nousta uuteen kokoluokkaan ja profiloitua kasvuyhtiöksi on maailman suurimmassa vanerintuottajamaassa Kiinassa, jossa yhtiön markkinaosuus on olematon. Läpimurtoa Rautelle vaikeaksi osoittautuneelle hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle ei ole näköpiirissä, vaikka vuoden 2020 aikana yhtiö eteni maassa. Muista kehittyvistä maista Raute tarvitsee pian onnistumisia, sillä kysynnän painopiste on siirtynyt niihin viime vuosina 2014-2018 vahvasti vetäneestä Euroopasta. Tähän liittyen Raute hienosäätii strategiaa ja organisaatiota vuonna 2019 ja jatkaa viime vuonna pääosin aloitettuja kohdennettuja R&D- sekä myynti- ja markkinointipanostuksia.

Vuosi 2020 oli yhtiölle vaikea ja tulosta lähdetään kampeamaan ylös syvältä

Rauten pääsi vuoteen 2021 terveellä tilauskannalla. Siten yhtiön lyhyen ajan näkymät ovat kohtuulliset, vaikka epävarmuus investointikysynnän laajemman toipumisen kulmakertoimen suhteen on vielä korkealla. Viime vuonna Rauten tulos sakkasi tappiolle koronapandemian rasitteiden takia, mutta odotamme yhtiön saavan tuloksensa lähivuosina selvään nousuun kilpailukykyisen tarjoamansa, investointien piristymisen ja palveluiden kasvun ansiosta. Kasvu tukee merkittävän tulosvivun omaavan Rauten kannattavuutta. Rauten lähivuosien pääriskit ovat mielestämme vaisun investointisykliin pitkittyminen ja yhtiön kilpailuedun ytimeistä pois päin siirtyneen kysynnän hallitsemisen onnistuminen.

Kurssiin on jo leivottu sisään tuntuva tulostason parannus

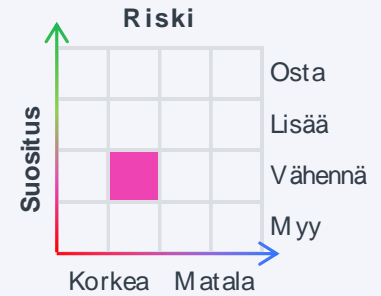
Rauten on historiallisesti hinnoiteltu markkinoilla matalilla kertoimilla, mikä johtuu mielestämme etenkin voimakkaan syklistyksen myötä korkeasta riskiprofiilista. Rauten ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat noin 18x ja 13x, kun taas vahvan taseen paremmin huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 13x ja 9x. Kertoimet ovat keskipitkän ajan tasojensa yläpuolella ja suhteellisesti osake on hinnoiteltu oikeutetusti alennuksella. Siten tuntuva tulostason parannus on mielestämme hinnoiteltu jo sisään osakkeeseen eikä lähivuosien 4-5 %:n osinkotuotto-% ole yksin riittävä korvaus syklisestä yhtiöstä.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

22,00 EUR
(aik. 22,00 EUR)

Osakekurssi:
21,70



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	115,0	131,0	134,0	139,0
kasvu-%	-24 %	14 %	2 %	4 %
EBIT oik.	-1,9	6,6	8,9	10,1
EBIT-% oik.	-1,6 %	5,1 %	6,6 %	7,2 %
Nettotulos	-0,9	5,1	6,9	7,4
EPS (oik.)	-0,21	1,20	1,61	1,75
P/E (oik.)	neg.	18,1	13,5	12,4
P/B	2,4	2,1	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	3,5 %	4,3 %	4,8 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	12,7	9,1	7,6
EV/EBITDA	42,5	8,3	6,3	5,5
EV/Liikevaihto	0,8	0,6	0,6	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

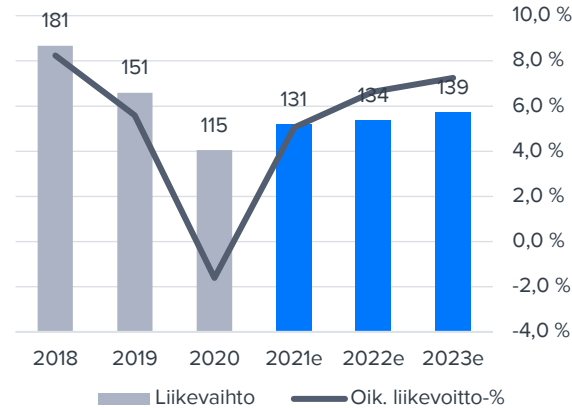
Vahvan tilauskannan sekä oletettavan koronavirus-pandemian vaikutusten helpottamisen ansiosta Rauten liikevaihdon arvioidaan kasvavan vuonna 2021 edellisen vuoden tasosta. Liiketuloksen arvioidaan paranevan edellisestä vuodesta liikevaihdon kasvun ansiosta.

Osakekurssi



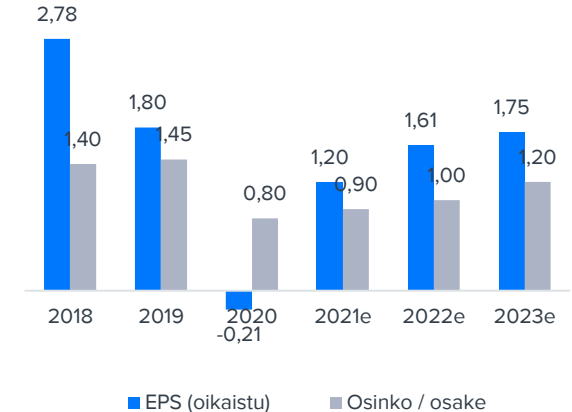
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Yhtiöllä on vankka ja kestävä teknologinen kilpailuetu etenkin yläsegmentissä
- Puutuotteiden kysyntää tukevat vahvat ajurit
- Kiinassa merkittävä kasvupotentiaali
- Kannattavuus ei ole saavuttanut täyttä potentiaaliaan

Riskitekijät

- Kysyntä on äärisyklistä ja globaali talous on sakannut koronapandemian takia
- Heikko markkina-asema Kiinassa ja yhtiön edistymisen markkinalle murtautumisessa on ollut hidasta
- Projekti- ja tuotekehitysriskit
- Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky
- Kilpailuedun ulkokehää kohti siirtyvän kysynnän painopistemuutoksen hallinta

Arvostus

- Tulokertoimet selvästi hyväksyttävien tasojen tämän vuoden tuloksella ja arvostuksessa on houkuttelevia elementtejä vasta vuosien 2022-2033 kertoimilla
- Osinko tuo arviomme mukaan sijoittajille noin 4 %:n tuoton lähivuosina, mutta 12 kk:n tuotto-odotus jää mielestämme ohueksi, sillä kertomien laskuvara hautaa lyhyen tähtäimen tuloskasvun alle
- DCF-malli tai suhteellinen arvostus eivät indikoi osakkeen olevan alihinnoiteltu

MCAP
89
MEUR

EV
84
MEUR

EV/EBIT
12,7
2021e

P/E (oik.)
18,1
2021e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-11
Sijoitusprofiili	s. 12-14
Strategia ja taloudellinen potentiaali	s. 15-18
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 19-22
Taloudellinen asema	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-29
Arvonmääritys ja suositus	s. 31-36
Vastuuvapauslauseke	s. 37

Raute lyhyesti

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

1930-luku

Vanerikoneiden valmistus alkaa

1994

Listautuminen

#1 markkinaosuus

Vaneri- ja LVL-koneiden markkinaosuus globaalisti

115 MEUR (-24 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

-1,9 MEUR (-1,9 % % lv:sta)

Liikevoitto 2020

n. 750 kpl

Henkilöstö 2020 lopussa

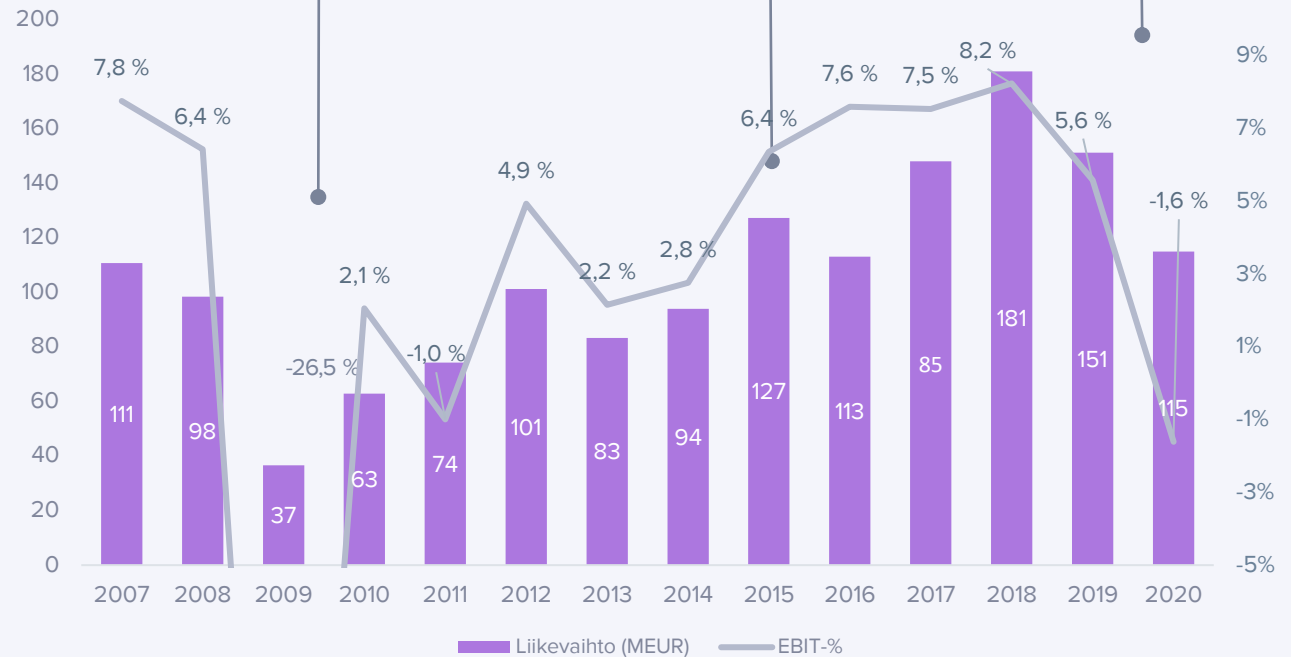
63 % / 37 %

Projektien / palveluiden osuus liikevaihdosta 2017-2020 ka.

- Finanssikriisi romahduttaa yhtiön liikevaihdon ja painaa tuloksen raskaasti tappiolle 2009
- Projektikysyntä pysyy vaisuna 2010-2014 ydinmarkkinoilla (pl. Etelä-Amerikka 2012), palvelut kehittyvät paremmin
- Kulurakenteiden joustavoittaminen

- Euroopan investoinnit alkavat vetää kesästä 2014 alkaen, kun talous elpyy ja puurakentamista tukevat ajurit säilyvät
- Kannattavuus paranee liikevaihdon kasvun mukana 2015-2018
- Pieni Metriguard-yrittäjäkauppa 2018

- Talouskasvun hidastuminen alkaa näkyä kysynnässä 2019 ja koronakriisi rokotti 2020
- Kysynnän painopiste siirtyy kohti kehittyviä maita ja uusia asiakkaita
- Raute viilasi strategiaa ja organisaatiomallia 2019
- Puurakentamista tukevat pitkän ajan kasvuajurit ovat vahvat ja talouden näkymät ovat kirkastuneet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

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

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa, Kanadassa ja USA:ssa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille (pl. Afrikka). Raute-konsernissa on noin 750 työntekijää. Korona rasittaman vuonna 2020 Raute teki 115 MEUR:n liikevaihdolla 1,9 MEUR:n liiketappion. Projektiyhtiölle tyypilliseen tapaan Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee rajusti vuosittain, mutta ajan yli yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa.

Liiketoimintarakenne

Emoyhtiöstä ja emoyhtiön täysin omistamista tytäryhtiöistä koostuva Raute-konserni raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla. Liikevaihdon ja tilauskertymän Raute raportoi kahteen tuotealueeseen jaettuna.

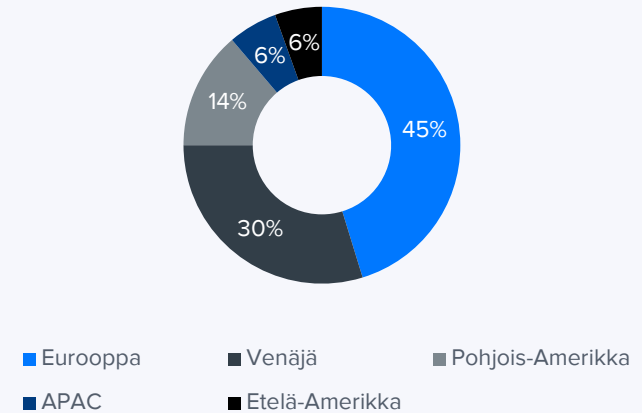
Projektitoimitukset sisältävät viulun, vanerin ja LVL:n valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina tilaus/toimitus-periaatteella. Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viulu-, vaneri, ja LVL-prosesseihin maksavat noin 0,5 MEUR:sta noin 5 MEUR:oon riippuen laitteesta ja toimituksesta. Koko tuotantolinjan tai tehtaan arvo on tyypillisesti 20-40 MEUR (poikkeuksia ylöspäin kuitenkin on), joten Rauten suurimmat projektit ovat merkittäviä suhteessa yhtiön kokoon.

Huomioitavaa kuitenkin on, että Rauten suurimmat projektitkin sisältävät vain koneita, laitteita ja niihin liitännäisiä palveluita eikä yhtiö tee EPC-toimituksia ”avaimet käteen” -periaatteella.

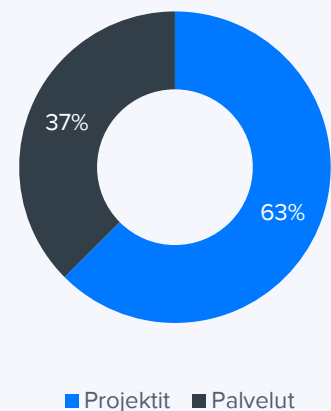
Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihtelee vuositasolla huomattavasti syklien mukana ja esimerkiksi 2010-luvulla projektitoimitusten määrä on vaihdellut 45 MEUR:n ja 99 MEUR:n välillä. ”Normaalissa tilanteessa” ja pidemmällä aikajaksolla projektitoimituksista on kertynyt 60-70 % Rauten liikevaihdosta.

Teknologiapalvelut sisältävät varaosien, tehtaiden modernisointien myynnin (sis. pienehköjä laite-toimituksia) ja prosessikehityspalveluita (sis. mm. kunnossapito). Arviomme mukaan Teknologiapalveluiden myynnistä valtaosa on tavarakauppaa kahdesta ensimmäisestä tulovirrasta, kun taas selvä vähemmistö on puhdasta palvelumyyntiä. Teknologiapalvelut ovat tuoneet Rauten liikevaihdosta tyypillisesti 30-40 %, mutta sen suhteellinen osuus vaihtelee voimakkaasti projektimyynnin mukana.

Liikevaihdon jakauma 2017-2020 ka.



Liikevaihdon jakauma 2017-2020 ka.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Näin ollen onkin olennaisempaa seurata Teknologiapalveluiden liikevaihdon absoluuttista kehitystä. Pitkällä aikavälillä palveluiden myynti on ollut kasvussa (2020: liikevaihto 45 MEUR, CAGR 2007-2020 LTM 3 p.a. %). Lisäksi arviomme kannattavan varaosakaupan kasvun olleen selvästi ripeämpää, kun taas koko palveluliiketoiminnan liikevaihdon tason määrää modernisointiaktiiviteetti. Tämä on osakkeen kannalta positiivista, sillä teknologiapalveluiden myynti on tyypillisesti jossain määrin erittäin syklistä projektimyyntiä tasaisempaa. Teknologiapalveluiden myynti kuitenkin korreloi etenkin Rauten asiakkaiden koneiden käyttöasteiden kanssa, joten taloussyklit vaikuttavat myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat pääosin syklisiin rakennus- ja kuljetussektoreihin liittyvissä arvoketjuissa.

Vaikka Raute raportoi ulkoisesti myyntiään vain kahdessa segmentissä, sisäisesti yhtiö jakoi liiketoimintojaan asiakaspohjaisiin segmentteihin vuoden 2019 organisaatiouudistuksessa. Liiketoiminnan kasvu ja kehittäminen jakaantuvat johtoryhmässä neljään erilaiseen asiakastarpeisiin perustuvaan vastuualueeseen. Ne ovat 1) teknologisen kehityksen kärkeen tähtäävä Power 2) perusteknologiaan ja kehittyviin markkinoihin panostava Grow 3) perinteisiin ja uusiin digitaalisiin palveluihin fokusoituva Basic Services ja 4) uusiin digitaalisiin ratkaisuihin sekä mittausteknologiaan keskittyvä Metrix. Arviomme mukaan kaikkien näiden asiakastarpeiden myyntiä kuuluu sekä projektitoimituksille että palveluille. Segmenteistä selkeästi suurin on arviomme mukaan Power ja pienin Grow. Kannattavuuden

potentiaali on korkein Metrixissä ja hyvä Basic Servicessä, mutta arvioimme jokaisen segmentin olleen voitolla ennen pandemian sotkemaata vuotta 2020, vaikka yhtiö ei tätä raportoi.

Pidämme organisaatiomuutosta loogisina, kun huomioidaan Rauten vahvuudet korkean teknologiatason toimittajana sekä tietyt haasteet alasegmentteihin painottuvilla kehittyvillä markkinoilla (etenkin Kiina). Valittu organisaatiomalli tukeekin mielestämme yhtiön kehittyvillä markkinoilla ensisijaisesti olevia kasvutavoitteita unohtamatta kuitenkin teknologiajohtajuuteen nojaavaa kilpailuetua.

Liiketoimintamallin viitekehys on tyypillinen pohjoismaiselle konepajalle

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

Raute nojaa räätälöityihin tuotteisiin

Raute räätälöi tuotteensa suurelta osin projektikohtaisesti, mikä tarkoittaa käytännössä laitteiden suunnittelua melko varhaisesta

vaiheesta asiakkaan tarpeisiin ja vaatimuksiin. Tämä mahdollistaa asiakaskohtaisten tarpeiden huomioonottamisen, mutta toisaalta projektien toistettavuus jää heikoksi, mikä nostaa osaltaan kuluja. Tämän strategisen valinnan yhtiö on kuitenkin mielestämme joutunut tekemään osin olosuhteiden pakosta, sillä vaneri- ja LVL-linjojen koot, käytettävät raaka-aineet, automaatiotarpeet ja muutamat muut tekijät poikkeavat toisistaan niin huomattavasti, että toimitusten toistettavuuden mahdollistavaa modulaarista tuotetarjoamaa on mielestämme vaikea sektorilla rakentaa.

Hinnoittelu on tapauskohtaista

Pitkälle räätälöidyn tarjoaman takia yhtiön hinnoittelu on pitkälti projektikohtaista eikä yhtiöllä ole listahinnoiteltua tarjontaa tiettyjä varaosia lukuun ottamatta. Sitovien tarjousten jättämisen aikaan Raute on hyvin tietoinen tuotteen sen hetkisestä valmistuskustannuksesta ja yhtiön hinnoittelumallin lattia on lopulta kustannustaso lisättyä hyväksyttävällä marginaalilla. Tarjousten lähtötaso pohjautuu muihin tekijöihin, mutta lattiarakenteen ansiosta hinnoittelumalli on mielestämme hyvin perinteinen kustannuspohjainen malli. Arviomme mukaan hinnoittelumalli toimii hyvin kustannusinflaation aikaan, kun taas ongelmaksi muodostuu paine joustaa vähimmäismarginaalissa silloin kun tilaus on ”pakko” saada (esim. tilauskanta alhaalla).

Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

Erilaisten laiteprojektien kysyntä vaihtelee voimakkaasti vuodesta toiseen alan investoinneista riippuen. Investointeja ajavat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

taloussuhdanteille herkätkä rakennus- ja investointihyödykesektorit. Rauten suurimmat asiakkaat myös vaihtuvat vuosittain projektien mukana eikä yhtiöllä ole merkittäviä yksittäisiin suurin asiakkaisiin liittyviä riskejä (esim. arviomme mukaan yhtiöllä on vuosittain yhteensä yli 300 eri asiakasta). Pidemmällä tähtäimellä samojen avainasiakkaiden projektit toki tyypillisesti toistuvat, mutta vaneri- ja LVL-sektorien hajanaisen rakenteen vuoksi asiakasriskit ovat pieniä. Teknologiapalveluissa yhtiöllä on toistuvampaa myyntiä tietyille avainasiakkaille, mutta arviomme mukaan yksittäiset asiakkaat eivät dominoi myöskään Rauten palveluliikevaihdon kertymää.

Tilaukkanen tarjoama näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

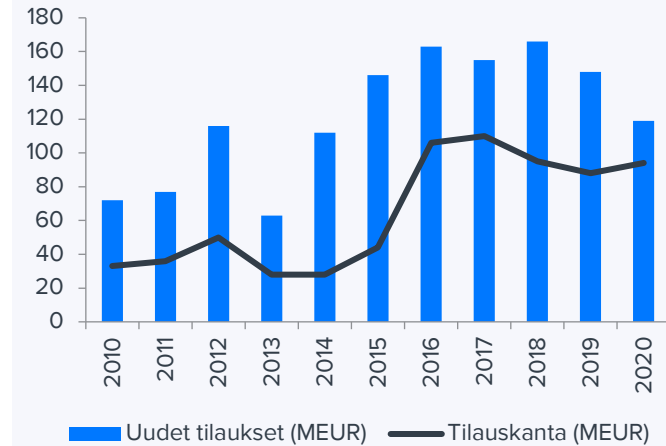
Raute kirjaa projektit tilaukantaansa tyypillisesti ennakon maksamisen jälkeen ja palvelut sopimusvaiheessa. Rauten tilaukanta on tyypillisesti melko nopeasti kiertävää, sillä projektit valmistuvat suurelta osin 2-24 kk:n sisällä tilauksen saamisesta ja valtaosa suuristakin projekteista kirjautuu liikevaihdoksi projektin koosta riippuen tyypillisesti 6-18 kk:n sisällä tilauksesta. Palveluissa kierto on vielä selvästi nopeampi eli keskimäärin joitakin viikkoja. Selvästi 6-12 kk:ta pidempää näkyvyyttä tilaukanta ei kuitenkaan tarjoa Rautelle juuri koskaan. Viime vuosina Rauten tilaukanta on vaihdellut radikaalisti noin 20-140 MEUR:n välillä, mikä kuvaa tilausvirran ja tilaukannan voimakasta vaihtelua.

Raute on varautunut kysynnän syklisyyteen ulkoistamalla karkeasti puolet suunnittelusta ja tuotannosta alihankkijoille. Alihankinnan

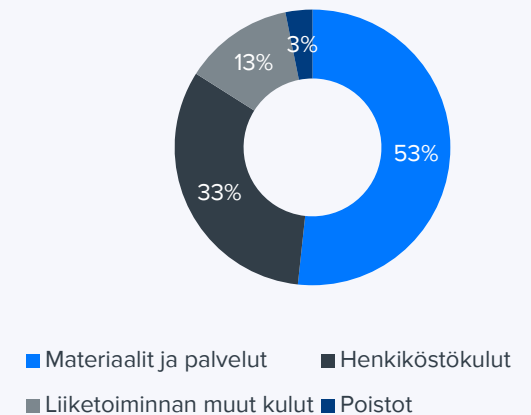
suhteellinen osuus on arviomme mukaan kasvanut vuoden 2020 alkuun asti selvästi yhtiön liikevaihdon mukana, sillä liiketoiminnan syklisyyden tiedostava Raute ei ole lähtenyt kasvattamaan omaa tuotantokapasiteettiaan (ts. kiinteitä kuluja) samassa suhteessa kasvun kanssa (täysin kiinteiden kulujen nousulta ei ole kuitenkaan voinut välttyä). Tämä on mielestämme ollut täysin oikea valinta liiketoiminnan logiikka huomioiden. Joustovarojen säilyttäminen on helpottanut yhtiötä myös korovuoden aikana, kun liikevaihto kääntyi selvään alamäkeen.

Siten yhtiön kulurakenne joustaa mielestämme tuotannon osalta kohtuullisessa aikaikkunassa melko hyvin (ml. lomautusmahdollisuus Suomessa). Tämä vaatii toki johdolta proaktiivista reagoitua. Rautella on kuitenkin liikevaihtotasoon nähden raskas globaali myynti- ja palveluverkosto, jossa heikomman kysynnän aikana joustavat rajapinnat ovat vähissä. Kokonaisuutena Rauten kulurakenne on varsin kiinteä ja arvioimme, että yhtiön kuluista noin 30-35 % on kiinteitä (pääosa henkilöstökuluista ja liiketoiminnan muista kuluista) ja loput 65-70 % muuttuvia (materiaalit ja palvelut sekä osa henkilöstökuluista ja muista kuluista). Siten Rautessa on melko voimakas tulosvipu, joka toimii molempiin suuntiin liikevaihdon heiluessa. Huomattavaa kuitenkin on, että käytännössä tulosvipu ei ole symmetrinen vaan kalliimman alihankinnan osuuden kasvattaminen/laskeminen vaikuttaa yhtiön suhteelliseen kannattavuuteen ja rajaa siten jossain määrin liikevoittomarginaalin potentiaalista vaihteluväliä etenkin relevantin liikevaihtohaaran ylä- ja alapäässä.

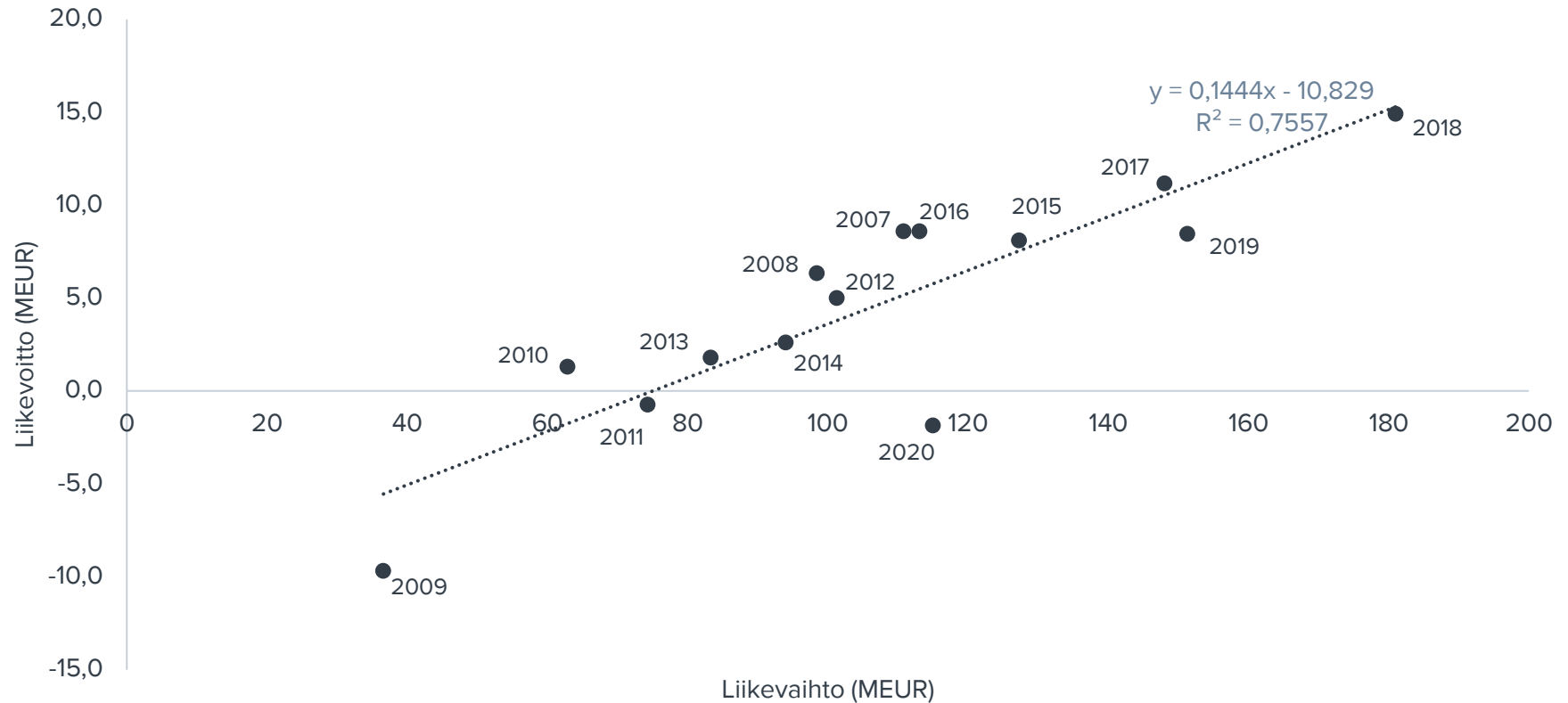
Tilaukset ja tilaukanta 2010-2020



Rauten kulurakenne 2020



Rauten liikevaihto ja liikevoitto 2008-2020



Rauten liiketoiminnalle on tyypillistä korkea tulosvipu. Regressiossa Rauten liikevoitto kasvaa esimerkiksi 2,7x liikevaihdon kasvun verran, kun liikevaihto nousee 120 MEUR:sta 140 MEUR:oon ja 2,2x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 140 MEUR:sta 160 MEUR:oon. Tulosvipu toimii liikevaihdon laskiessa päinvastoin. Tulosvipu on tyypillistä melko korkean tuotekatteen liiketoiminnalle, jossa kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on huomattava. Arviomme mukaan Rauten kuluista 30-35 % on kiinteitä. Tulosvipu ei ole täysin symmetrinen varsinkaan liikevaihtoalueen päissä, sillä alihankinnan suhteellisen osuuden muutokset rajaavat käytännössä ”katto- ja pohjamarginaaleja” (ts. kalliimpaa alihankintaa käytetään suhteessa paljon korkean liikevaihtotason aikaan ja päinvastoin). Lisäksi suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa myös muita tekijöitä, kuten tuotemix, laadun hallinta ja työkuorman tasaisuus.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Kilpailuetua puolustetaan tuotekehityksellä

Kilpailuetujensa puolustamiseksi ja vahvistamiseksi Raute on sijoittanut tyypillisesti 2-3 % (henkilöstökuluja ja liiketoiminnan muita kuluja) vuosittaista liikevaihtoaan vastaavan summan (noin 3-4,5 MEUR) tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Historiallisesti Raute on aktivoinut panostuksista vain rajallisen osan taseeseensa ja valtaosa on kirjattu suoraan tulosta rasittaviksi kuluiksi. Kriisitilanteessa tämä kuluerä joustaisi tietyiltä osin, mutta koronavuonna pitkäjänteinen Raute ei ole nipistänyt kehitystyöstä ja lähivuosina arvioimme lähtökohtaisesti kehittyvien maiden tarjontaan sekä digitalisaatioon tehtävien panostusten nostavan tuotekehityskuluja jossain määrin.

Arviomme mukaan nämä kehityspanostukset riittävät pitämään Rauten toimialan teknologisen kehityksen aallon harjalla. Yleisesti ottaen toimiala on myös varsin kypsä eikä merkittäviä teknologisia murroksia ole näköpiirissä. Siten pidämme yhtiön kehityspanostuksia tässäkin suhteessa riittävinä.

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

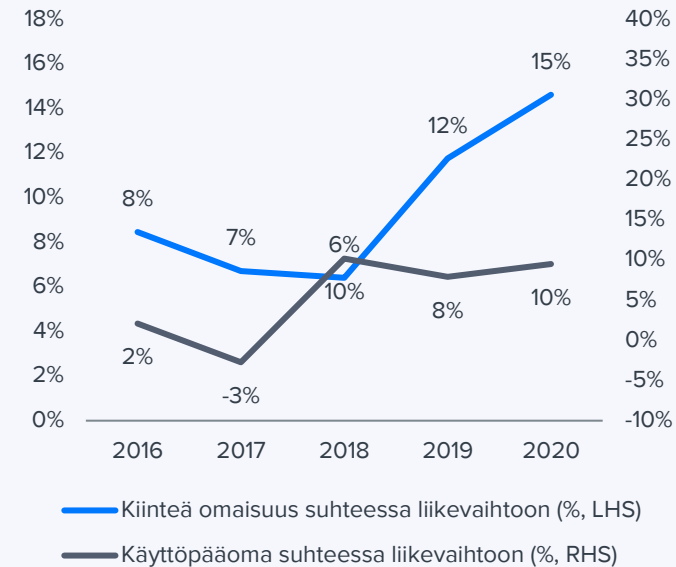
Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyykin tavarapohjaisista lähteistä. Esimerkiksi vuoden 2020 lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden (sis. IFRS 16 vuokaravastuut) suhde edellisen 12 kk:n rullaavaan liikevaihtoon oli kohtuullinen 15 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia koneita vaan osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee entisestään tiettyjen tuotannon osakokonaisuuksien ulkoistaminen alihankkijoille. Arviomme mukaan yhtiön omat

kiinteät tuotantopanokset ja nykyinen alihankintaverkko oli varsin kovassa kuormassa jo vuoden 2018 181 MEUR:n liikevaihtotasolla, kun taas yhtiön omat resurssit tulevat täysin hyödynnettyä jo alle 100 MEUR:n volyymillä. Näin ollen Rautella on varsin hyvin liikkumavaraa volyymien todennäköinen vaihteluväli huomioiden tuotannon osalta. Myöskään liiketoiminnan kasvu lähtökohtaisesti ei sido kohtuuttomasti yhtiön liiketoiminnan kassavirtaa tai kasvata tasetta.

Kiinteän omaisuuden lisäksi Raute sitoo tyypillisesti vähän käyttöpääomaa projektien etumaksupainotteisten aikataulujen takia, joskin käyttöpääoman määrä voi heitellä voimakkaasti projektisykliä mukana. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2020 lopussa 10 %. Teknologiapalveluissa käyttöpääoma on kuitenkin käytännössä aina positiivinen. Tästä syystä koko konsernin käyttöpääoma painuu harvemmin negatiiviseksi, vaikka projektiliiketoiminnan maksupostit ovatkin selvästi etupainotteisia.

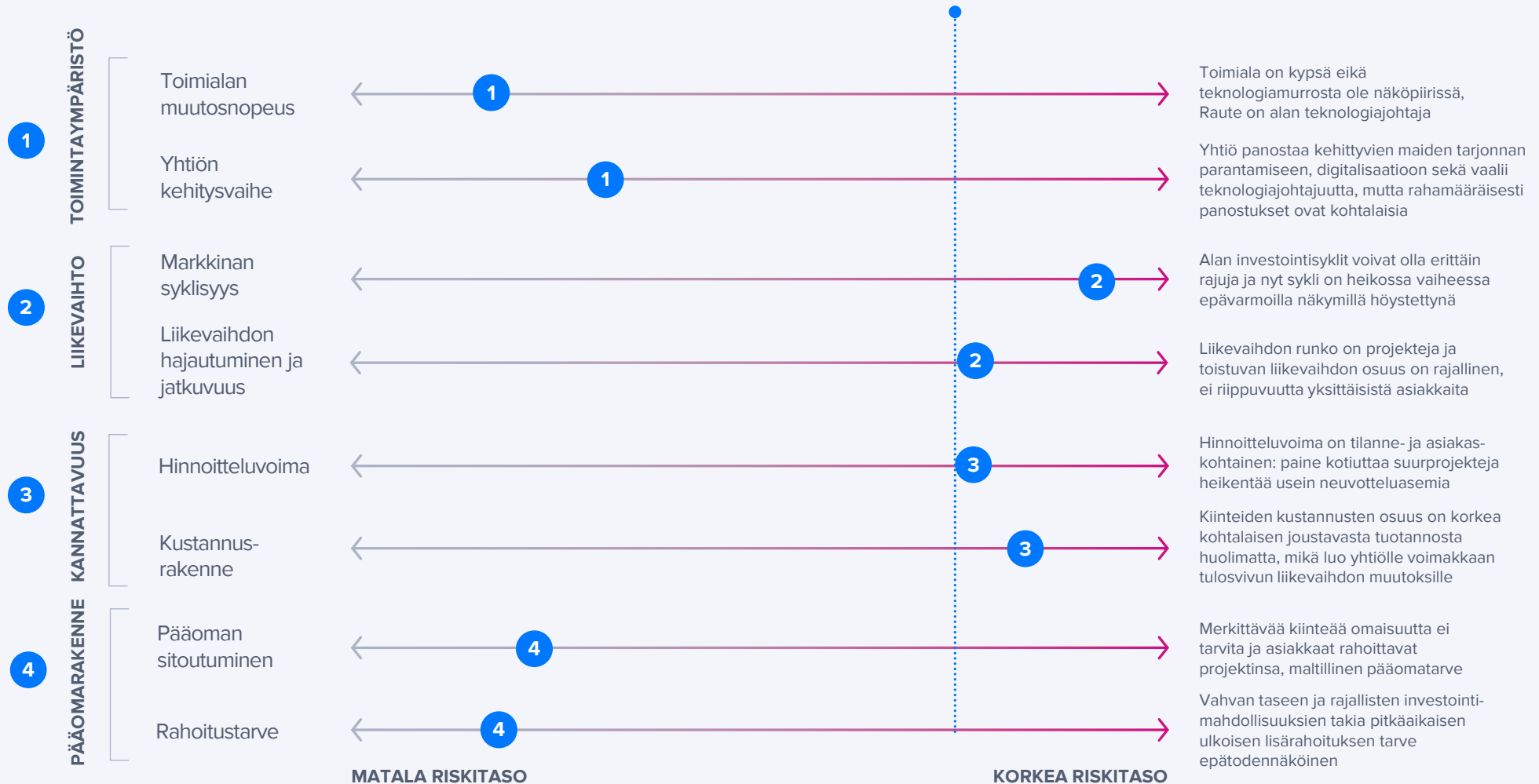
Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle varsin kohtuullisellakin kannattavuudella. Oman pääoman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

Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Rauten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2

Rautelle on vaikea luoda selvää profiilia

Rautelle on mielestämme vaikea luoda selvää sijoittajaprofiilia, kun huomioidaan lähtökohtaisesti pitkällä aikavälillä maltillisesti kasvava markkina, hyvä markkinaosuus ja historiallisesti avokätinen mutta jossain määrin epätasainen osingonjako. Syklisyyden takia Raute edellyttää sijoittajilta korkeaa volatilitietin ja riskinsietokykyä.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet:

Vahva markkina-asema ja teknologinen kilpailuetu. Raute on LVL- ja vanerikoneissa kiistaton globaali teknologiajohtaja (ml. raaka-aineen hyödyntäminen, automaatio, tuotelaatu) ja ainoa kokonaisen vaneri- tai LVL- tehtaan toimittamaan kykenevä yhtiö, mitkä muodostaa yhtiölle kestävän kilpailuedun etenkin vaativissa yläsegmentin toimituksissa ja suurissa projekteissa. Tällä pohjalla ja yhtiön 15-20 %:n globaalilla markkinaosuudella (isoissa projekteissa markkinaosuus > 50 %) on vahva kannattavasti kasvavan liiketoiminnan perusta.

Kiina. Kiina on maailman selvästi suurin vanerin tuottaja, mutta Rauten markkinaosuus Kiinassa on olematon, sillä yhtiöllä ei ole ollut riittävän hintakilpailukykyistä tarjoamaa erittäin hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle. Kiinan evoluutio kohti korkeamman laadun lopputuotetta ja tehokkaampaa tuotantoa (ts. kalliimpia tuotantokoneita) on ajan yli väistämätöntä ja Rauten olisi mielestämme erittäin tärkeä päästä murtautumaan sisälle suurelle markkinalle. Mielestämme Kiina on selkein sykleistä riippumaton tekijä, joka voi viedä Rauten

liikevaihdon ja tuloksen kestävästi uusille tasoille. Lisäksi läpimurto Kiinassa siirtäisi Rauten sijoitusprofiilin painopistettä kasvuyhtiön suuntaan, mikä voisi tukea hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Rauten näytöt Kiinan suhteen ovat kuitenkin toistaiseksi vähäiset ja Kiinan varaan on vaikea laskea tässä vaiheessa merkittävästi, vaikka viime aikojen kehitys maassa onkin ollut Rauten kannalta lupaavaa.

Palveluliiketoiminnan kasvu. Palveluiden kasvu olisi arviomme mukaan Rauten arvon muodostumisen kannalta positiivista, sillä palveluliiketoiminta on projektimyyntiä kannattavampaa ja vähäsyklisempää. Siten Teknologiapalveluiden kasvu esimerkiksi asiakaskuntaa laajentamalla, nykyasiakkaiden myyntiä lisäämällä ja digitalisaatiota hyödyntämällä voisi parantaa yhtiön kannattavuutta ja laskea osakkeen riskiprofiilia. Palvelumarkkina on Rauten perspektiivistä vielä käytännössä rajaton. Palveluiden kasvuun liittyy olennaisesti digitalisaatio ja IoT, jotka avaavat yhtiölle mahdollisuuksia uusien kehittyneiden palveluiden sekä ansaintamallien luomiseen, laitemyyntiin tukemiseen ja kulujen alentamiseen.

Kannattavuuden parantaminen. Raute on yltänyt vuosien 2016-2018 hyvässä syklissä 7-8 %:n EBIT-%:n tasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Siten Rautella on mielestämme tilaa nostaa suhteellista kannattavuuttaan ainakin syklin huipulla, vaikka samalla yhtiön on pidettävä huolta, ettei tämä tapahtuisi kulurakennetta jähkistämällä ja siten syklin pohjakannattavuutta

heikentämällä. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen edellyttäisi korkealle volyymitasolle yltämisen lisäksi etenkin tiukempaa hinnoittelua, projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistuskustannuksien laskemisen kautta, laatu- ja kustannusten alentamista ja palveluliiketoiminnan kasvun jatkumista.

Vahva tase. Rauten taserakenne on erittäin konservatiivinen, mikä on tarpeen yhtiön liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden. Vahvan taseensa ansiosta Rauten riskiprofiili säilyy siedettävänä heikommassakin syklissä (esim. keväällä 2020 koronakriisin synkimpinä hetkinä yhtiön tase- ja rahoitusaseman kestävyttä ei tarvinnut tarkemmin arvioida). Lisäksi taseessa on periaatteessa osinkoreserviä heikompienkin tulosvuosien varalta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista. Liikevaihdon ja tuloksen volatilitietin on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Asiakkaiden päätöksistä viime kädessä riippuvien tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä lopputuote- ja rahoitusmarkkinoilla. Asiakkaista tuntuva osa on myös pieniä lyhyehköillä tähtäimellä liiketoimintaansa ohjaavia pelureita, joiden investointiprosessit eivät ole vakiintuneet, ja niiden ennakoiminen on siten vaikeaa. Tällä hetkellä syklinen riski on mielestämme koholla, sillä maailmantalouden elpyminen

Sijoitusprofiili 2/2

koronakriisistä on vielä melko huteralla pohjalla ja yleisen taloustilanteen paraneminen vaatii rokotejakelun ripeää edistymistä H1'21:n aikana taudin nujertamiseksi. Volyymien heiluminen on näkynyt historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Syklit voivat olla pitkiäkin, mihin yhtiö joutuu varautumaan erittäin vahvalla taseella ja tämä taas nostaa Rauten pääoman kustannusta. Siten syklisyys on sijoittajien kannalta negatiivista ja se laskee Rautelle hyväksyttävää arvostuskertoimia.

Projektiriskit: Projektitoimituksiin kuuluu aina riski, että projektit menevät pieleen aikataulun tai kustannusten suhteen. Silloin yhtiö voi menettää marginaalinsa ja pahimmillaan joutua maksamaan korvauksia asiakkailleen (käytännössä harvinaista). Rauten track-record on tässä suhteessa kohtuullinen, sillä yhtiö on osoittanut pystyvänsä suoriutumaan hyvin myös korkeamman työkuorman jaksoista (esim. H2'15, Q4'14 ja H2'12), jolloin projektiriskit ovat olleet erittäin konkreettisia. Tiettyjä haasteita Rautellakin on projektitoteutuksen suhteen ollut (esim. vuoden 2018 loppu ja vuosi 2019), mikä on arviomme mukaan yksi syy siihen, että yhtiön täysimääräinen hyvän syklin kannattavuuspotentiaali ei 2010-luvulla mukaan realisoitunut.

Kehitysriskit. Uusien tuotteiden ja teknologioiden ensitoimituksiin sekä kasvuaihioiden kehittelyyn liittyy aina riskejä. Tästä konkreettisena esimerkkinä olivat vuosille 2014 ja 2015 kirjatut kuluvaraukset ja arvonalentumiset (1,7 MEUR Q3'14:lla ja 1,2 MEUR Q4'15:lle). Yhtiön kilpailuedun turvaamiseksi jatkuvat kehitystoimet ovat

välttämättömiä emmekä pidä Rauten riskiprofiilia tältä osin muita sektorin yhtiöitä korkeampana.

Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky.

Rauten keskimäärin kallis ja myös preemiohinnoittelua vaativa tarjoama vähintäänkin hidastaa Kiinaan ja muille kehittyville markkinoille murtautumista ja tekee lisäksi yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista sekä kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan kohdennetuilla tuotekehityspanostuksilla kohtuuhintaisten ja helppokäyttöisten laitteiden tarjoamaan riskiä voisi olla mahdollista alentaa ja tähän suuntaan yhtiö on myös arviomme mukaan panostamassa.

Kysynnän painopisteen muutos: Eurooppa ja LVL, joissa Rauten kilpailuetu on vahvimmillaan, ovat ajaneet Rauten liikevaihdon kasvua vuosina 2014-2018. Varsinkin Euroopassa kapasiteettia on nykyiseen lopputuotteiden markkinatilanteeseen suhteen vähintäänkin riittävästi lähivuosia ajatellen ja Venäjällä valmisteilla olevat isot vaneriprojektit kasvattanevat tarjontaa myös Euroopassa edelleen 2020-luvun alussa. Siten vuonna 2019 alkanut kysynnän painopisteen siirtyminen Rauten kilpailuedun kovimmasta ytimestä kohti yhtiön vahvuusalueiden ulkokehää (kehittyvät markkinat, alempi teknologiataso) tulee arviomme mukaan jatkumaan. Tämä kasvattaa riskiä Rauten tarjous/tilaus-suhteen heikentymisestä, jos yhtiö ei onnistu kehittyvien markkinoiden tuotekehitys- ja markkinointipanostuksissaan. Heikentyminen taas luonnollisesti heijastuisi pidemmällä perspektiivillä negatiivisesti liikevaihtoon ja tulokseen. Mielestämme Raute on kuitenkin reagoinut ajoissa käynnistyneeseen ja jatkuvaan muutokseen ja

pystynyt viemään kehityshankkeitaan eteenpäin kohtuudella myös koronavuonna 2020. Lisäksi yhtiölle tärkeä Venäjän markkina näyttää yhä pirteältä.

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

Mielestämme kaksi osakesarjaa ja omistusten keskittyminen ovat kokonaisuutena Rauten arvonmuodostuksen kannalta jossain määrin negatiivinen tekijä, sillä kaikissa skenaariossa pääomistajasuvun ja muiden osakkaiden intressit eivät välttämättä kohtaa (esim. ostoparantilanne). Lisäksi rajallisen vapaasti vaihdettavien osakkeiden (free-float) määrän takia Rautelta pitää mielestämme edellyttää pientä likviditeettipreemiota, vaikka vaihtovolyymi onkin parantunut viime vuosina. Toisaalta perustajasuvun vahvassa läsnäolossa on myös positiivisia puolia muiden sijoittajien kannalta ja arviomme sen takaavan, että yhtiötä johdetaan pitkäjänteisesti ja omistaja-arvoa vaalien. Kokonaisuutena näemme yhtiön omistajarakenteen lievänä heikkoutena yleisestä sijoittajaperspektiivistä.

Sijoitusprofiili

1.

Puurakentamisen taustalla vahvat ja kestävät kasvuajurit

2.

Kehittyvien markkinoiden (etenkin Kiina) ja palvelumyynnin kasvu

3.

Sektorin äärisyklinen investointikysyntä

4.

Kannattavuuspotentiaalin realisointi

5.

Vahva tase ja osinkoa historiallisesti painottanut pääoman allokointi

Potentiaali



- Vanerin ja LVL:n kysyntä kasvaa vähintään globaalin BKT:n vauhdissa
- Suuressa Kiinan markkinassa on yhtiölle merkittävä pitkän ajan potentiaali
- Palvelumarkkina on vielä ”rajaton”
- Kannattavuus ei ole noussut vielä poikkeuksellisen hyväksi alaansa globaalisti johtavalle konepajayhtiölle
- Vahva tase mahdollistaa pääoman voimakkaan allokoinnin osinkoon

Riskit



- Projektikysyntä on äärisyklistä ja koronakriisin jäljiltä sykli on nyt hyvin epävarmassa vaiheessa
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Alasegmentin toistaiseksi rajallinen kilpailukyky
- Lyhyen ajan kysynnän painopisteen siirtyminen Rauten kilpailuedun ytimestä kohti vahvuusalueiden ulkokehää

Strategia ja taloudellinen potentiaali 1/4

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

Rauten pitkän tähtäimen strategian kulmakivet ovat mielestämme korkealaatuinen teknologia, räätälöidyt tuotteet ja globaali läsnäolo. Yhtiö on panostanut näihin kulmakiviin jo pitkään ja luonut uniikin markkina-aseman ja vahvan kilpailuedun etenkin vaneri- ja LVL-markkinoiden yläsegmentissä, jossa tuotteen laatu ja tuotantokustannus (ts. tuotannon tehokkuus) ovat investointikustannusta merkittävimpiä kilpailutekijöitä. Käynnissä oleva painopistesiiirtymä on kuitenkin viemässä kysynnän kärkeä Rauten kilpailuedun ulkokehälle, mihin liittyen yhtiö myös muokkasi organisaatiotaan vuoden 2019 syksyllä. Lähivuosina yhtiö katsoo strategian toteutuksessa arviomme mukaan yhä laajemmin eri asiakasryhmiensä tarpeita pitkän tähtäimen kilpailuetunsa lähdeä unohtamatta.

Kilpailuedut korotustuvat vaativissa projekteissa

Rauten teknologiset kilpailuedut korostuvat etenkin korkean kustannustason kehittyneillä markkinoilla ja/tai suurissa projekteissa, joissa pitkälle viedyn automaation ja konenäön hyödyntäminen ja/tai kyky kokonaistoimituksiin ovat kilpailukyvyyn kannalta keskeisiä asioita. Raute on myös ainoa vaneri- ja LVL-sektorin laitetoimittaja, joka pystyy tarjoamaan kaikki tarvittavat osaprosessit vanerin ja LVL:n tuotantolinjalle (jotkut kilpailijat voivat tosin koota koko tehtaan eri yhtiöiden laitteista). Tehtaaseen investoiva asiakas haluaa usein tilata kaikki koneet prosessiin yhdeltä toimijalta osaprosessien yhteensopivuuden varmistamiseksi, projektin

hallinnan tehostamiseksi ja pakettihinnoittelun saavuttamiseksi, mikä tukee Rauten kilpailuetua suurprojekteissa. Lisäksi yhtiöllä on 80 vuoden toimintahistorialtaan laaja referenssiportfolio ja hyvät asiakassuhteet (ml. henkilökohtaiset kontaktit), jotka omalta osaltaan korottavat alalle tulokynnystä muiden pelurien kannalta.

Kilpailuetua vaalitaan kehityspanostuksilla

Kuten todettua teknologista kilpailuetuaan yhtiö vaalii myös jatkuvilla tuotekehityspanostuksilla, jotka ovat olleet rahallisesti keskimäärin noin 2-3 % liikevaihdosta tai 3-4,5 MEUR/v viime vuosina. Tästä noin puolet on arviomme mukaan mennyt nykyisen yläsegmentin tuotteiden ydintarjoaman parantamiseen ja teknologisen etumatkan säilyttämiseen. Raute on kuitenkin nostanut panostuksiaan myös digitaalisiin tuote- ja palvelumalleihin sekä kehittyvien markkinoiden tarjoamaan. Varsinkin kehittyvien markkinoiden tarjonnan parantaminen (ml. esim. kohtuuhintaiset ja helppokäyttöiset sekä uudentyyppisille raaka-aineille sopivat laitteet) on saanut kasvavaa painoa yhtiön lähivuosien strategiassa ja arviomme mukaan tälle alueelle tehtävät panostukset voivat nostaa lähivuosina yhtiön tuotekehityskuluja pidemmän ajan keskiarvoaan ylemmäs.

Pidämme yhtiön valitsemia painopistealueita järkevinä ja arviomme mukaan panostusten taso riittää säilyttämään Rauten yläsegmentin kilpailuedun sekä luomaan yhtiölle aseman toimialan digitaalisena edelläkävijänä. Sen sijaan kehittyvien markkinoiden tarjonnan paraneminen ja sitä kautta saavutettava läpimurto uusille kasvualueille ei mielestämme ole vielä varmaa,

alueelle allokoitavien kehityspanostusten noususta huolimatta.

Teknologijahtajana Raute on tarjouskilpailuissa lähes poikkeuksetta kallein vaihtoehto asiakkaille. Hintapreemion saavuttaminen on myös yhtiön kulurakenteet huomioiden hyvän kannattavuuden edellytys. Näin ollen hinnoittelustrategia on hyvin linjassa teknologijahtajuuden kanssa emmekä lähtökohtaisesti usko, että Rauten pystyisi erilaisilla valinnoilla tekemään parempaa tulosta yli sykliä, joskin alasegmentin kilpailukyvyyn (ts. lisätilausten saaminen tältä alueelta) parantaminen olisikin kokonaisuudelle tärkeää.

Raute on pitkäjänteinen strategian toteuttaja

Yhtiö itse on määrittänyt strategiansa päätavoitteiksi seuraavat asiat:

- Kannattavuuden parantaminen
- Parempi suhdannevaihteluihin sopeutuminen
- Hallittu kasvu

Pidämme kaikkia mainittuja tavoitteita, joita yhtiö ei muuttanut syksyn 2019 strategian villauksen yhteydessä, sijoittajille tärkeinä. Historiallisesti Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjänteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina määrätietoisesti (koronakriisi ei ole ollut tähän poikkeus). Pitkäjänteisyyden taustalla olennainen tekijä on mielestämme Rauten omistajarakenne (sukuyhtiö). Erityisen aggressiivisena emme strategiaa kuitenkaan pidä, mitä mielestämme kuvaa myös se, että päätavoitteissa ei ole mainittu lainkaan Kiinaa, jota pidämme Rauten suurimpana

Strategia ja taloudellinen potentiaali 2/4

mahdollisuutena pitkällä aikavälillä. Pitkäjänteisyyden lisäksi tietty maltillisuus on sukuyhtiöille tyypillistä.

Arviomme mukaan Raute on pyrkinyt strategiaan päätavoitteisiinsa finanssikriisin jälkeen etenkin tiettyjen toimien ulkoistamisen ja yhteistyöverkostojen laajentamisen, laatukulujen laskun, palvelumyynnin kasvattamisen ja tuotekehityspanostusten kautta. Tämä on toiminut hyvin, sillä Rauten menestys etenkin suurissa tehdas- ja linjamittakaavan projektien tarjouskilpailuissa onkin ollut erinomaista vuosina 2014-2019. Lähivuosina odotamme yhtiön panostavan kannattavuuden parantamisessa etenkin laatukuluihin ja keski- ja alasegmentin tuotteisiin (Grow), joiden kustannusrakenteita keventämällä yhtiö voisi parantaa kilpailukykyään projektiliiketoimintojen kilpailuetunsa kovimman ytimen (Power) ulkopuolella. Myös Metrixin ja palveluiden (Basic Services) tasaisella kasvulla on arviomme mukaan lähivuosina tärkeä rooli. Tätä kautta yhtiön riippuvuus kehittyneistä markkinoista ja suurprojekteista voisi pienentyä, mikä taas voisi vähentää liikevaihdon volatiliteettia sekä ylläpitää liikevaihdon vuosien 2015-2019 korkeahkoa tasoa.

Kiinassa eteneminen on ollut hidasta

Kiinassa Rauten eteneminen on ollut hidasta, joskin tuore positiivinen signaali pitkän hiljaiselon jälkeen tuli keväältä 2020, jolloin yhtiö sai yksittäisen muutaman miljoonan euron arvoisen referenssitilauksen maasta. Raute vaikuttaa jatkavan melko kärsivällisesti Kiinan markkinan evoluution odottamista (ts. länsimaisten laatuvaatimuksien yleistymistä), vaikka myös

Kiinan markkinoilla murtautumisen pelikirjaa on viilattu muutamaan otteeseen. Vuonna 2019 Raute on muokannut lähestymistapaansa yksittäisistä tuotteista kokonaisprosessin hallintaan painottuvaksi ja kaventanut fokustaan suurempiin tehdasmittakaavan investointikyvyn omaaviin yhtiöihin. Pidämme perusteltuna, sillä tuotelähtöisen lähestymistavan tulokset jäivät laihoiksi. Malti ja kärsivällisyys Kiinan suhteen ovat sinällään perusteltua ja mainitun referenssitilauksen sekä kommenttien perusteella tiettyä edistystä Kiinassa on tapahtunut. Siten yhtiö voi hyvin saada jossain määrin lisää kauppoja lähivuosina, kun Kiinassakin elvytetään taloutta ylös koronamontusta, mutta pitkäaikaista räjähdyksmäistä kasvua tuskin kannatta odottaa.

Yhtiö on säilyttänyt globaalin toimintamallinsa kaikissa suhdanteissa

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

Selvä epäorgaaninen kasvu on vaikeaa

Kuten myös hallitun kasvun tavoittelu indikoi, Raute ei ole ollut perinteisesti aktiivinen yritysostoissa. Viime vuosina yhtiö on tehnyt kaksi pienehköä yritysostoa. Raute osti keväällä 2017 amerikkalaisen viulun lujuuslajitteluteknologiaan keskittyneen Metriguardin noin 3,4 MEUR:lla ja keväällä 2020 suomalaisen ohjelmistoyhtiö Hiottun (Hiottu on toimittanut aikaisemmin ohjelmistoja Rauten tuotteisiin) todennäköisesti 1-2 MEUR:lla. Molemmista yrityskaupoista tavoitteena on ollut etenkin strateginen yhteensopivuus ja teknologisen kilpailuedun vahvistaminen, kun taas kumpikaan kauppa ei ole ollut yhtiölle tuloksellisesti erityisen merkittävä lyhyellä tähtäimellä emmekä usko myöskään ostokohteiden numeroiden parantuneen merkittävästi aikaisemmista tasoista Rauten omistuksessa.

Mielestämme kaupat kuvaavat hyvin yritysostojen roolia Rauten strategiassa. Yhtiö on valmis tekemään tuotetarjoamaa parantavia yritysostoja, jotka liittyvät kiinteästi yhtiön nykyiseen ydinliiketoimintaan. Rauten nykyinen tuote- ja teknologiaportfolion laatu huomioiden yhtiön tarjoamaa selvästi parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla, kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myös markkina-aseman vahvistaminen alasegmenteissä yritysostoilla on haasteellista (ml. esim. henkilö- ja toimintatapariskit) eikä yrityskaupoista ole ollut apua myöskään Kiinan kasvupyrkimyksissä, vaikka uskommekin yhtiön kartoittaneen yrityskauppoja vaihtoehtona maan markkinoille murtautumisessa.

Strategia ja taloudellinen potentiaali 3/4

Lisäksi yrityskauppa-kohteiden kauppahintojen pitäisi olla ainakin historiallisesti kroonisesti melko alhaisilla kertoimilla hinnoitellun Rauten kannalta riittävän matalia, jotta yritysosto loisi arvoa Rauten omistajille. Näin ollen Rauten ja myyjäpuolella monesti olevien pienehköiden paikallisten yhtiöiden näkemykset kohteiden arvoista eivät kohtaa. Tässä viitekehyksessä emme odota yhtiön pystyvän kasvattamaan liikevaihtoaan jatkuvasti epäorgaanisesti yrityskaupoilla. Pitkällä aikavälillä hajanaiset vaneri- ja LVL-konemarkkinat tulevat todennäköisesti konsolidoitumaan ja mielestämme Rauten pitää olla valmis vastaamaan mahdollisiin kilpailu-uhkien nousuun myös yritysjärjestelyillä.

Taloudelliset tavoitteet jäävät abstrakteiksi

Rauten taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

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

Sanalliset tavoitteet jättävät yhtiön taloudelliset ambitiot abstrakteiksi. Arviomme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkeaan teknologiaan fokuoituneet niche-pelurit voisivat tavoitella noin 6-9 %:n liiketulosmarginaalia normaalissa suhdanteessa (ts. liikevaihto 120-140 MEUR). Tähän haarukkaan yhtiö on viime vuosina yltänyt korkeammalla volyymillä. Ainakin hyvässä syklissä yhtiöllä on mielestämme potentiaalia vielä tätä parempaan tulokuntoon (esim. EBIT-% yli 10 %), jos muut suhteelliseen kannattavuuteen

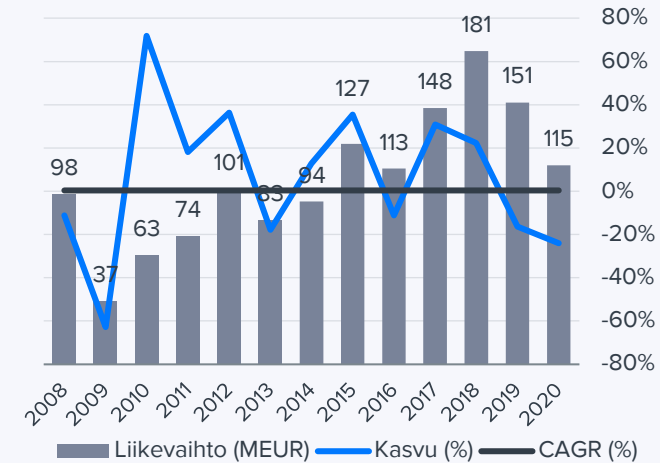
vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus, tuotemix, tuotelaatu ja hinnoittelukuri olisivat suotuisia. Siten Raute ei mielestämme ole vuosien 2016-2019 erittäin hyvästä syklisestä huolimatta yltänyt täyteen marginaalipotentialiinsa.

Pohjoismaisten konepajojen mittakaavassa huippukannattavuuksiin (ts. EBIT-% > 13 %) emme usko Rauten yltävän hyväksäkään syklissä kokoluokkansa, räätälöityihin tuotteisiin ja suurehkoihin projekteihin pohjautuvan myynnin rakenteensa sekä huoltotyön alhaisen osuuden takia. Nämä tekijät ja syklinen kysyntä jättävät mielestämme Rauten yli syklin lasketun marginaalipotentialin monia suuria konepajoja alhaisemmaksi, vaikka yhtiön kilpailuetujen ja markkina-aseman vahvuus on vertailukelpoinen moniin suurempiin pohjoismaisiin konepajoihin. Toisaalta räätälöityihin tuotteisiin nojaava toimintamalli sitoo vähän pääomaa, joten yhtiö voi saavuttaa hieman monia verrokkeja alemmallakin marginaalilla kilpailukykyisen tuoton etenkin sijoitetulle pääomalle.

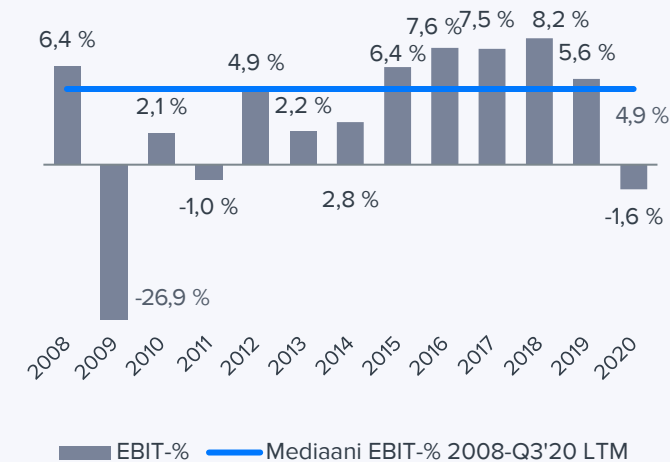
Nykymallilla suhdanne vaikuttaa marginaaleihin

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

Liikevaihto ja kasvu 2008-2020



Kannattavuus 2008-Q3'2020



Strategia ja taloudellinen potentiaali 4/4

Tämä on mielestämme realistinen tavoite nykyiselläkin toimintamallilla ja uskomme yhtiön myös edenneen joustavuuden suhteen viime vuosina. Vuosi 2020 on myös ollut varovaisen rohkaiseva tässä suhteessa, sillä massiivista tappiota ei vaikeasta toimintaympäristöstä ole viime vuodelta tulossa.

Markkinoita nopeamman kasvun arvioimme tarkoittavan noin 3-5 %:n vuosikasvua yli syklin, kun huomioidaan vanerin- ja LVL:n kysynnän kasvupotentiaali Rauten päämarkkina-alueilla ja palveluiden laitteita korkeampi kasvuvuara. Hyvä vakavaraisuus tarkoittaa näkemyksemme mukaan sitä, että yhtiö tulee säilyttämään nettovelattoman taseensa ja korkean 50-60 %:n omavaraisuuden suhdannepuskurina. Vahva tase on vakuutus suhdanneriskejä vastaan sekä toimii osoituksena vakavaraisuudesta Rautelle suuria projektiennakoita antaville asiakkaille. Vuosi 2020 on myös tuore muistutus vahvan taseen arvosta.

Raute on osinkoystävällinen yhtiö

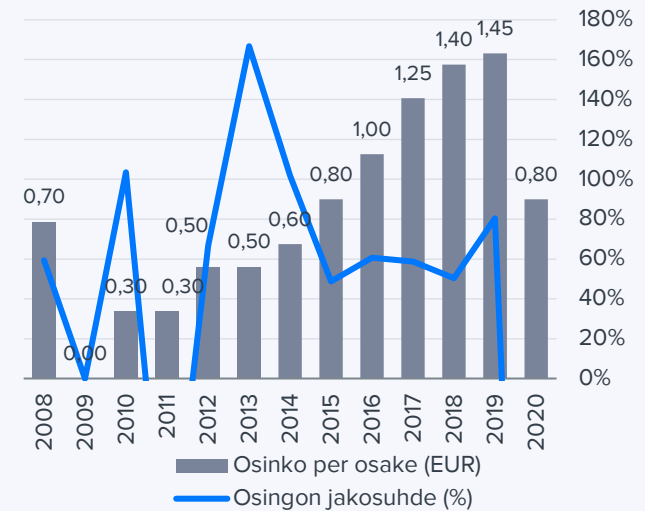
Myös voitonjaon osalta yhtiö on avoin, sillä Raute noudattaa aktiivista osinkopolitiikkaa, joka ei ole suoraan sidottu vuositulokseen. Tämä ja yhtiön pyrkimys tarjota sijoittajille kilpailukykyinen tuotto linjaavat mielestämme osinkojen olevan yhtiön prioriteettillisella korkealla (historiallisesti osinko on ollut pääosa Rauten koko osaketuotosta), mitä tukee myös Rauten sukuyhtiötausta. Mahdollisesti rajujenkin syklien takia mitään osinkotasoa ei voida mielestämme pitää Rautelle kiveen hakattuna, mitä myös aktiivinen osinkopolitiikka indikoi. Yhtiö näyttää pyrkineen säästämään osinkoreserviä hyvinä vuosina, mikä voi antaa

hieman heikompina yksittäisinä vuosina liikkumavaraa pitää osinko stabiilina tai jopa kasvattaa sitä hieman tulokunnosta riippumatta. Raute on esimerkiksi maksanut osinkoa yli tuloksensa 6 vuotena 2000-luvulla ja arvioimme mukaan vuosi 2020 on seitsemäs tämäntyyppinen vuosi). Raju suhdanteen heikentyminen tai useat heikot vuodet söisivät kuitenkin osinkoreservit nopeasti. Näissä skenaarioissa osinko joutuisi arvioimme mukaan tulinjalalle (osinkoa on laskettu 2000-luvulla 4 kertaa) ja arvioimme yhtiön leikkaavan osinkoaan myös vuonna 2020 taseaseman puolustamiseksi. Nollaosingot ovat kuitenkin yhtiölle harvinaisia ja osingotta Rauten omistajat ovat jääneet 2000-luvulla vain kerran (2009).

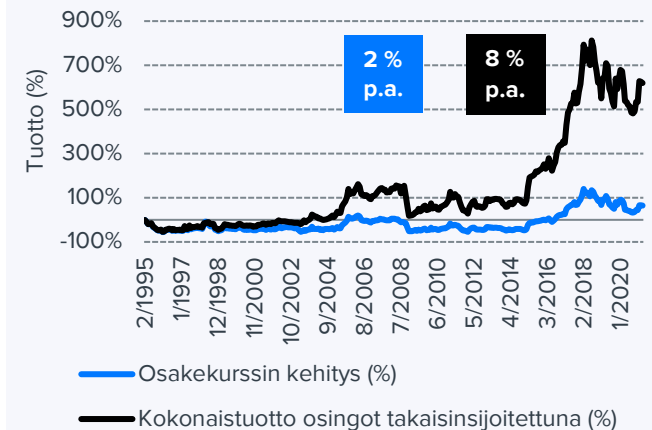
Rauten pitkän ajan tuotto on jäänyt indeksistä

Rauten koko pörssihistorian kokonaistuotto osingot takaisin sijoitettuna on yltänyt noin 8 %:iin. Tämä on mielestämme kohtuullinen taso, vaikka tuotto onkin saavutettu korkealla riskitasolla (volatiliteetilla) ja ajallisesti tuottokertymä on ollut epätasainen, sillä 2010-luvun lopun kurssinousussa takaisinsijoitettujen osinkojen korkoa korolle -ilmiö on nostanut voimakkaasti pitkän aikavälin tuottoa Pelkkää kurssinousua on kertynyt vajaan 26 vuoden aikana reilut 64 % eli 2 % vuodessa, mikä korostaa jälleen osingon merkittävää roolia Rauten kokonaistuotossa. Raute kurssimuutos ja tuotto osingot takaisinsijoitettuna on jäänyt OMXH-vertailuindeksin noin 11 %:n tuottoa heikommaksi, joten tavoitteensa mukaiseen kilpailukykyiseen tuottoon sijoittajille yhtiö ei mielestämme ole aivan yltänyt ajan yli (10v tuotto on kuitenkin yli indeksin).

Osingon ja jakosuhteen kehitys



Rauten tuotto 2/1995-3/2021



Toimiala ja kilpailu 1/3

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

Rauten projektiliiketoiminnan (ml. modernisoinnit) markkina koostuu investoinneista viulun-, vanerin- ja LVL:n tuotantoteknologiaan. Alan investoinnit vaihtelevat rajusti vuosittain, mutta niiden voidaan arvioida Rauten markkinakonsultilla teettämän tutkimuksen mukaan olevan keskimäärin noin 600-750 MEUR vuodessa. Siten kyseessä on varsin pieni niche-markkina (vrt. esim. globaalinen vaneri- LVL-markkinan koko on yli 45 mrd. euroa). Markkinakoosta LVL:n osuus on arviomme mukaan karkeasti 10 %, kun taas vaneri- ja viilusektorit kattavat loput markkinasta.

Laiteiden lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina. Tämän palvelumarkkinan kokoa on vaikea määrittää, sillä esimerkiksi asiakkaat tekevät laitehuollosta suurimman osan itse. Siten on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Arvioimme kuitenkin, että vaneri- ja LVL-sektorin palvelumarkkina on vähintään yhtä suuri kuin laiteinvestointimarkkina, kuten monilla muilla vastaavia investointihyödykkeitä tuottavilla aloilla on nähty. Palvelumarkkina tarjoaakin yhtiölle näkemysemme mukaan toistaiseksi lähes rajattoman kasvuvaraman todennäköinen markkinan koko ja yhtiön palvelumyynnin skaala huomioiden.

Palvelut- ja projektit kulkevat käsi kädessä

Rauten näkökulmasta jälkimarkkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Siten projektit ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa myös

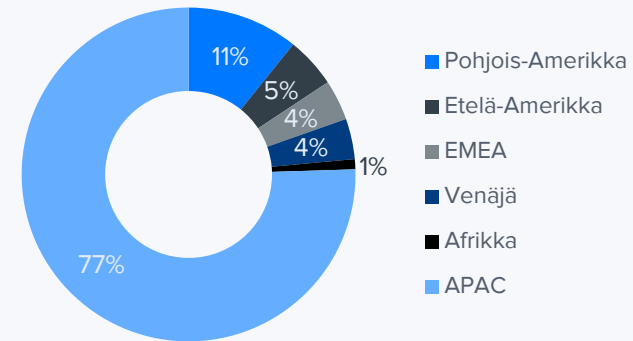
palveluihin uusia mahdollisuuksia tulevaisuudessa. Tämä siitäkkin huolimatta, että Raute pystyy toimittamaan palveluja ja varaosia muidenkin valmistajien toimittamiin koneisiin (ja päin vastoin)

Palveluliiketoiminnan kehityskaari etenee eri vaiheissa eri aluilla. Kehittyneillä markkinoilla huollon ”ulkoistamisaste” on jo noussut tuottajien keskittyessä voimakkaasti pääprosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden markkinointiin ja myyntiin. Tämän trendin voi olettaa etenevän myös kehittyvissä maissa tulevaisuudessa aiempaa vauhdikkaammin, minkä lisäksi kehittyvien markkinoiden asiakkailta tulee tarve kehittää prosessejaan kilpailukykyisemmiksi pitkällä tähtäimellä väistämättömän kustannusinflaation takia. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa, minkä uskomme tukevan Rauten palvelumyyntiä ajan yli. Siten pidämme Rauten palvelumyynnin pitkän ajan kasvukuvaa hieman laiteprojekteja parempana.

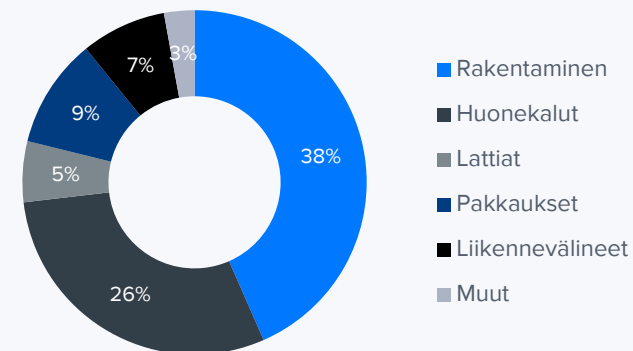
Investointeja ajaa lopputuotteiden kysyntä

Laiteinvestointien kysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologialla valmistettujen tuotteiden kysynnän kasvusta ja laitekannan kulumisesta. Vanerin ja LVL:n kysyntää ajaa etenkin rakennussektori, sillä maailman vanerista noin 70 % kuluu rakennuksiin, huonekaluihin ja lattioihin, kun taas loput menevät kuljetussektorille sekä pakkauksiin ja erilaisiin niche-sovelluksiin. Lisäksi valtaosa maailman LVL:stä menee rakennusten rakenne-materiaaliksi (palkit, tolpat ja rungot) ja pieni osa huonekalusektorille. Rakennussektori on syklinen eli tyypillisesti se korreloi vivulla BKT-kasvuun.

Vanerin tuotannon jakauma 2018



Vanerin kulutus loppukäyttötäin



Toimiala ja kilpailu 2/3

Vanerin ja LVL:n kaltaiset puutuotteet voittavat markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta uusiutuvuuden, kierrätettävyyden ja hiilidioksidineutraaliuden ansiosta, joten puutuotteiden vipu voi ylös olla sektorin keskiarvoa voimakkaampi. Arviomme mukaan tämä kestävän kehityksen trendi nostanut viime aikoina yhä voimakkaammin päätään kehittyneissä maissa, mikä avittaa puutuotteita ja myös Rautea. Investointivetoiset kuljetus- ja pakkaussektorit taas korreloivat maailmankaupan ja BKT-kasvun kanssa hyvin.

Rauten syklisyyden juurisyyt löytyvätkin sen asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä. Rauten asiakkaiden markkinatilanne oli 2010-luvun loppupuolella pääosin hyvä, vaikka globaalissa mittakaavassa rakentaminen ei ole elpynytäkään finanssikriisiä edeltäneille tasoille. Vuonna 2019 alkanut globaalin talouden jarrutus alkoi kuitenkin näkyä myös Rauten asiakkaiden markkinatilanteissa ja koronakriisi sekoitti pakkaa, vaikka rakentaminen ei olekaan ollut pahiten kriisistä kärsineitä toimialoja. Vuonna 2021 merkittävästi etenevän rokotejakelun ja mittavien elvytystoimien takia pahimman pitäisi koronan suhteen olla jo takana, mutta epävarmuus on markkinoilla silti huomattavan korkealla edelleen.

Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

Mainittuja trendejä heijastellen puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin reilut 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksin Kiinan kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen

Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on hieman hidastunut, mutta puutuotteita tukevien ajureiden takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvun odotusta vanerille järkevänä myös jatkoon.

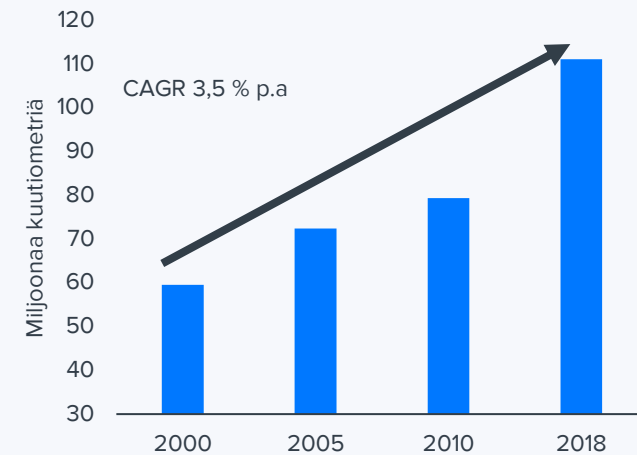
LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy kaupungistumisen sekä elintason nousun ajamana ja kestävän kehityksen periaatteita tukeva LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Lisäksi LVL:llä on selkeää kasvupotentiaalia myös maantieteellisesti, sillä LVL on perinteisesti merkittävä rakennusmateriaali erityisesti USA:ssa ja myös tietyissä Euroopan maissa (ml. Skandinavia ja Iso-Britannia). Nämä ajurit voisivat mielestämme johtaa yli 5 %:n keskimääräiseen vuosittaiseen LVL:n kysynnän kasvuun lähivuosina. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n talouden hyvä veto ajaisi myös jatkossa maan asuntoaloituskasvua ylös, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista (vrt. LVL-tuotannon romahdus finanssikriisin jälkimainingeissa). Koronakriisistä huolimatta (tai sen ansiosta) USA:n asuntoaloitukset ovat kehittyneet vuonna 2020 hyvin, mikä lisää luottamusta suotuisan kehityksen jatkumiseen.

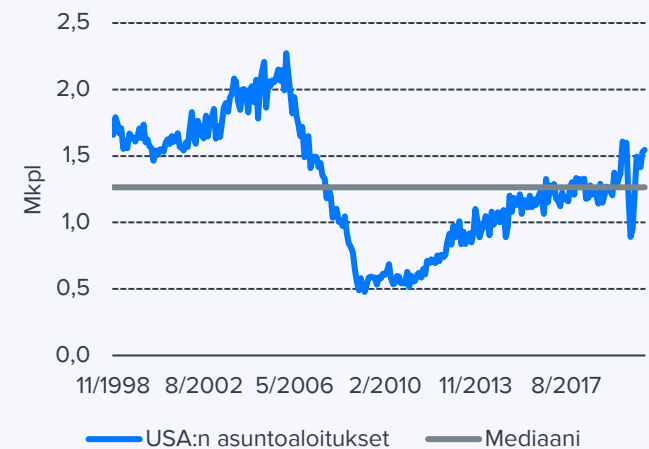
Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten projektiiikevaihto ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investoinneista on karkeasti arvioiden globaalisti noin 15-20 %. Siten yhtiö on alan markkinajohtaja ja markkina-asema on vahva.

Globaali vanerin kulutus 2000-2018



USA:n asuntoaloitukset 1998-2020



Toimiala ja kilpailu 3/3

Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista (jopa yli 50 %), kun taas alasegmentin markkinaosuudet ovat pienempiä. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla.

Kilpailijoiden tarjoama on suppeampi

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin sekä kokonaisia tuotantolinjoja ja tehtaita sisältävän tuote- ja palvelukokonaisuuden. Viime aikoina päätään on kilpailussa on nostanut venäläinen MPT, joka pystyy kokoamaan tehtaan yksittäisiä laitteita tarjoavien kumppaniensa avulla. Yksinoikeutta tarjota kumppanien laitteita MPT:llä ei käsityksemme mukaan silti ole. Tämän tyyppinen kilpailu ei ole alalla uutta eikä se ole arviomme mukaan uhannut selvästi Rauten asemaa viime aikoina. Kokonaistoimituksiin kykenevän pelurin nousu on mielestämme Rauten suurin kilpailu-uhka, mutta lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tämän riskin realisoiduminen on epätodennäköistä. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu silti edelleen enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puulajeista, kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimieltymyksistä. Isompia konepajoja pieni, melko hitaasti kasvava ja oman tyyppistä teknologiaa vaativa markkina tuskin kiinnostaa.

Kuten todettua Rauten markkina-asema on paras korkeiden laatu- ja tehokkuus vaatimusten länsimarkkinoilla ja etenkin Euroopassa, jossa yhtiö

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

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema on vahva Venäjällä ja hyvä Etelä-Amerikassa (vahva Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa), joihin myytävät koneet ovat suhteellisen kehittynyttä teollista teknologiaa. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasapäin. Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä Rautella ole vielä käytännössä markkina-asemaa maassa. Sen sijaan Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen osin teollisesti hyödyntämättömien paikallisten puuvarojensa ansiosta. Arviomme mukaan Raute kärkkyä Afrikan markkinan avautumista etujoukoissa, mistä yksi osoitus on mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa vuonna solmittu yhteistyösopimus. Isoa myyntipotentiaalia Afrikka tuskin Rautelle lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä tarjoaa.

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

Rauten kilpailussa

- + Kokonaisvaltainen prosessiosaaminen
- + Tuotantotehokkuus ja automaatiokyvykyys
- + Kattava ja globaali tarjoama laitteita ja palveluita (ml. kokonaistoimituskyky)
- + Korkea markkinaosuus etenkin LVL:ssä ja Euroopassa sekä myös Venäjällä
- + Hyvä markkinaosuus Pohjois- ja Etelä-Amerikoissa
- Lähes aina kilpailijoita kalliimpi
- Alasegmentissä tarjoama asiakkaille liian kallis
- Matala markkinaosuus Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa
- Olematon markkina-asema Kiinassa

Rauten pääkilpailijoita

 CREMONA

 DIEFFENBACHER

 BieleGroup
SMART INDUSTRIAL AUTOMATION

 meinan

 Taihei

 Hnk

Taloudellinen asema 1/2

Tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu etenkin Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan, mutta IFRS 16 kirjanpidossa niihin liittyvä käyttöoikeusomaisuus on kirjattu pitkäaikaisen omaisuuden puolelle. Kiinteän pitkäaikaisen omaisuuden tarvetta vähentää yhtiön osin alihankintaverkolle ulkoistettu tuotanto ja alihankkijoita Rautella on etenkin Baltian maissa ja Aasiassa. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 11 MEUR:lla ja käyttöoikeusomaisuutta 6 MEUR:lla Q4'20:n lopussa. Aineettoman omaisuuden määrä oli Q4'20:n lopussa maltillinen 4 MEUR ja liikearvoa taseessa oli vain alle 2 MEUR Metriguard- ja Hiottu- yrityskauppoihin liittyen.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä ovat käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q4'20: 34 MEUR) ja varasto (Q4'20: 15 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q4'20:n lopussa 12 MEUR. Rauten likvidit varat vaihtelevat projektien kulukertymien ja maksupostien eriaikaisuuden takia, nämä tekijät heiluttavat myös muita taseen käyttöpääomaeriä. Rautella on käytössä lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin 23 MEUR:n luottoliittisopimus, joka oli Q4'20:n lopussa käyttämätön. Lisäksi konsernilla on 10 MEUR:n käyttämätön yritystodistusohjelma. Siten yhtiön lyhyen aikavälin maksuvalmius on erittäin hyvä. Taseen loppusumma oli Q4'20:n lopussa 86 MEUR, mikä on Rautelle mielestämme jokseenkin normaali taso

IFRS 16 -standardin soveltamisen rakenteellinen tasetta kasvattava vaikutus huomioiden.

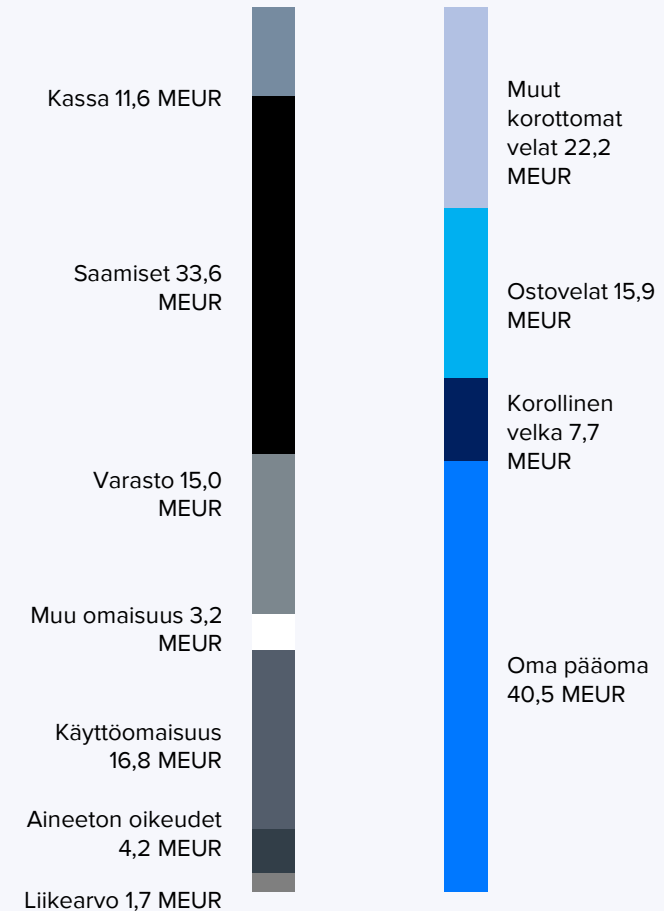
Vastattavat koostuvat valtaosin omasta pääomasta ja korottomista vastuista

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q4'20:n lopussa 41 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli vain 8 MEUR. Valtaosa korollisista veloista on arviomme mukaan IFRS 16 liitännäisiä vuokravastuita. Perinteistä korollista velkaa yhtiöllä on vain 1,9 MEUR. Tämä liittyy käsityksemme mukaan Kiinan tytäryhtiön rahoittamiseen, sillä paikallisessa valuutassa oleva korollinen velka on ainut realistisesti mahdollinen rahoitusvaihtoehto Kiinassa. Korottomia vastuita taseessa oli Q4'20:n lopussa 38 MEUR (sis. pääosin ennakoita ja ostovelkoja).

Projektiliiketoiminta sitoo vähän käyttöpääoma ja heiluttaa rahavirtaa

Kuten todettua, Rauten projektiliiketoiminta perustuu ennakkomaksuihin, jolloin asiakkaat käytännössä rahoittavat omat projektinsa, vaikka viime aikoina asiakkaiden keskuudessa maksuajat ovatkin saaneet yhä enenevässä määrin huomiota. Kohti korkeiden rahoituskustannusten kehittyviä markkinoita siirtyvä kysyntä voi lähivuosina vielä voimistaa tätä trendiä. Tätä taustaa vasten Rauten nettokäyttöpääoman tarve riippuu projektitoimitusten ennakkojen ja toisaalta palveluliiketoiminnan suhteesta, koska palveluissa maksuajat ovat pidempiä eikä ennakoita lähtökohtaisesti ole. Viime vuosina Rauten käyttöpääoman suhde liikevaihtoon on ollut pääosin vain lievästi positiivinen, joten kokonaisuutena käyttöpääomatarve on matala.

Rauten tase 2020 lopussa



Taloudellinen asema 2/2

Projektien eteneminen ja maksupostien eriaikaisuuden takia Rauten käyttöpääoman tarve ja siten liiketoiminnan rahavirta voi heittelehtiä lyhyellä aikavälillä voimakkaastikin. Rahavirran kehitystä tuleekin Rautessa tarkastella pidemmällä aikajänteellä. Historiallisesti Rauten pidemmän aikavälin tulos ja kassavirta ovat myös vastanneet hyvin toisiaan, joten sijoittajien perspektiivistä vakaamman tuloskehityksen seuraaminen on mielestämme riittävää, jos yhtiössä tai liiketoimintadynamiikassa ei tapahdu muutoksia.

Tase on erittäin vahva

Q4'20:n lopussa Rauten nettovelkaantumisaste oli -10 %. Tämä on mielestämme hieman normaalia korkeampi taso Rautelle, kun huomioidaan IFRS 16 -standardin käyttöönoton nettovelkaantumista rakenteellisesti nostanut vaikutus. Tähän syynä ovat mielestämme kuitenkin ensisijaisesti yhtiön käteisen sitoutuminen saamiin vuoden lopussa. Samasta syystä ennakkomaksuista eli Rauten hallussa olevien asiakkaiden rahoista oikaistuna nettovelkaantumisaste oli poikkeuksellisesti selvästi positiivinen 35 %. Vuoden 2020 lopussa yhtiön omavaraisuusaste 59 %, joten tase on kiistatta vahva. Omavaraisuusasteeseen käyttöpääomaerien heilunta vaikuttaa tyypillisesti nettovelkaisuusastetta vähemmän, minkä takia omavaraisuusasteen kautta Rauten taseen kehitystä on helpompi seurata pienemmällä virhetulkintojen riskillä.

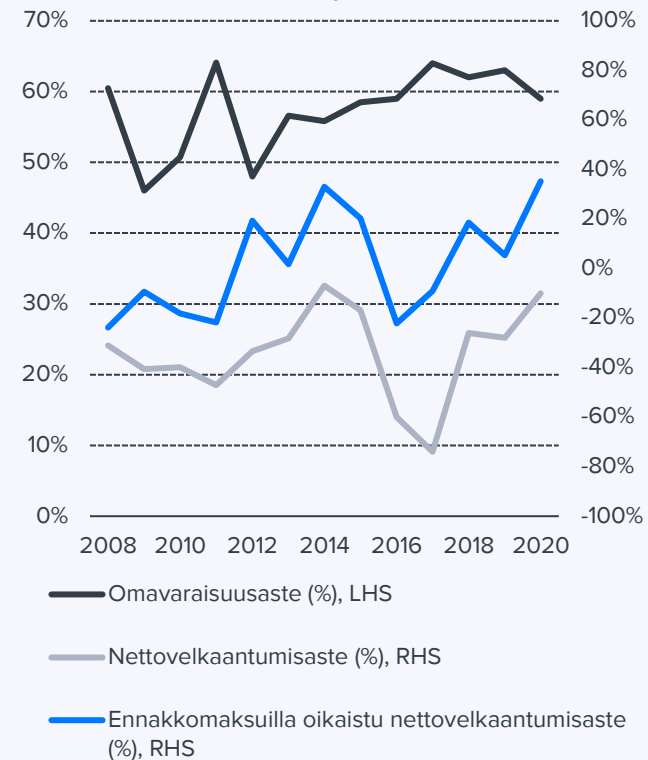
Vahva tase on kuitenkin välttämättömyys

Vaikka Rauten tase vaikuttaa normaalissa tilanteessa ylikapitalisoituneelta, mielestämme

täytyy muistaa ennakkomaksujen luonteen (ennakot eivät ole yhtiön omaa rahaa) lisäksi yhtiön tuotteiden syklinen kysyntä. Siten Raute tarvitsee puskureita taseeseensa, ettei se ajaudu ongelmiin, vaikka tilauskirja sulaisi (ts. ennakot pienensivät), liikevaihto laskisi, kannattavuus heikkenisi ja matalasuhdanne pitkittyisi. Tästä viime vuosi on konkreettinen esimerkki ja vahva tase piti koronapandemian synkimmilläänkin hetkillä keväällä 2020 sijoittajien verenpaineen kurissa, vaikka näkymä mustui nopeasti ja tulos painui selvästi tappiolle. Pidämme Rauten vahvaa tasetta vakuutuksen kaltaisena positiivisena asiana sijoittajien kannalta, vaikka se heikentää pääoman tuottoa ja painaa oman pääoman tuoton rakenteellisesti sijoitetun pääoman tuottoa alemmas. Rauten tase on mielestämme myös kaikilta osin kurantti eikä taseeseen liity mielestämme oleellisia alaskirjausriskejä.

Vahvan taseensa takia yhtiön rahoitustilanne ja velanhoidokyky ovat hyvällä tasolla ja netto-rahoituskulut ovat olleet perinteisesti nollassa, mitä pidämme relevanttina oletuksena myös jatkoon (valuuttakurssierot voivat aiheuttaa lievää heiluntaa rahoituskuluihin lyhyellä tähtäimellä). Rauten vahva tase mahdollistaa osinkovirran ylläpitämisen myös yksittäisinä tuloksellisesti heikompina vuosina, mikä voi antaa osakkeen arvostukselle tukea myös liiketoiminnassa vaikeampina aikoina. Pitkittyvän heikon suhdanteen aikana tai erittäin heikon tulosvuoden jälkeen reilusti tulosta korkeamman osingon maksaminen ei kuitenkaan onnistuisi tai olisi järkevää tasepuskureiden voimin.

Rauten taseen kehitys 2008-2020



Ennusteet 1/5

Ennustemalli

Ennustamme Rauten liikevaihdon kehitystä lyhyellä aikavälillä tilauskertymään perustuen ja keskipitkällä aikavälillä arvioidun markkinakasvun ja markkinaosuuden kasvun perusteella. Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen arvioinnissa mallinamme yhtiön myyntikatteen ja kiinteän kulurakenteen kehitystä. Pitkän aikavälin kasvuennustemme perustuu markkinakasvuun. Pitkän ajan marginaaliennusteemme pohjana käytämme Rauten historiallista kannattavuutta sekä arvioimaamme kannattavuuspotentiaalia.

Tilaukanta hyvä lyhyen ajan indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtämellä sen nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen 5 vuoden aikana keskimäärin noin 6-12 kuukautta yhtiön taaksepäin rullaavasta liikevaihdosta laskettuna. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain karkeasti 45-70 MEUR:n liikevaihtoa modernisointiaktiiviteetista riippuen, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 60-80 MEUR:lla päästäkseen 120-140 MEUR:n liikevaihtotasolle. Tällä tasolla Rauten pitäisi kulurakenteensa ja sen säätövaran valossa pystyä tekemään hyvää tulosta, jos ylimääräisiä kannattavuusrasitteita ei ole.

Q4'20:n lopussa Rauten tilaukanta oli hyvällä ja 7 % vertailukautta korkeammalla tasolla 94 MEUR:ssa. Tilaukannasta valtaosan muodostaa lokakuussa Venäjältä saatu suuri 55 MEUR:n vaneritehdastilaus, jonka toimitukset ajoittuvat vuosille 2021-2022. Näin ollen tilaukanta on

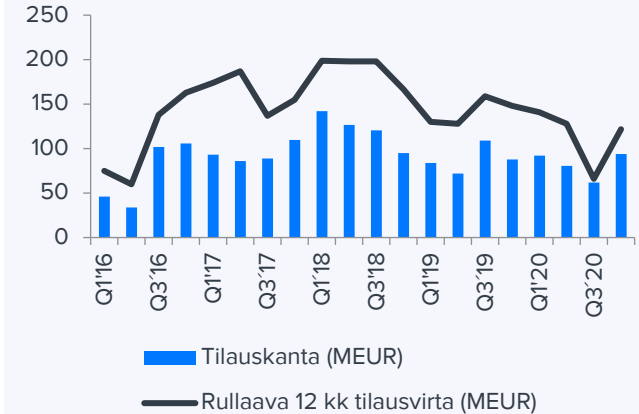
arvionne mukaan ajallisesti hieman normaalia pidempi tällä hetkellä.

Arvionne mukaan tilaukannan katerakenne ei kuitenkaan ole optimaalinen, kun tilaukanta dominoi yksi suuri projekti (tilanne oli sama myös vertailukaudella). Suurissa projekteissa myyntikattemarginaalit ovat keskimäärin pieniä projekteja alemmat. Toisaalta projektin aikataulu antaa Rautelle laajoja vapausasteita eikä kannattavuutta tyypillisesti rasittavia (esim. ylityötarve) ruuhkahuippuja pitäisi siten syntyä ilman merkittävää uusien tilausten piristymistä. Terve tilaukanta antaa mielestämme Rautelle kohtuullisen näkyvyyden vuoden 2021 volyymiin, kunhan palvelumyynnin ja pienempien projektien kysyntä piristyy edes hieman hiljaisesta koronavuodesta 2020 tämän vuoden aikana tai yhtiö saa vaihtoehtoisesti suurempia tilauksia jo H1:llä.

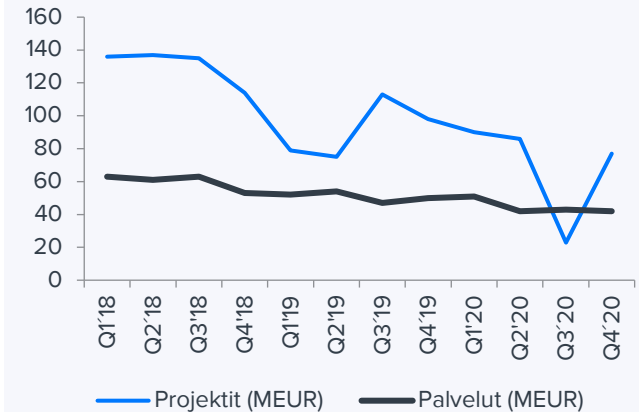
Markkina oli pehmeä jo ennen koronakriisiä eikä pandemia ole helpottanut tilannetta

Rauten Q4'20:n lopun taaksepäin katsovan 12 kuukauden rullaavat tilaukset olivat juuri ja juuri tyydyttävällä tasolla 122 MEUR:ssa. Tämä vastaa 18 %:n heikennystä suhteessa vertailutasoon. Heikentymisen taustalla on arvionne mukaan maailman talouden kasvun hidastuminen vuoden 2019 aikana, useat poliittiset epävarmuustekijät (esim. kauppasota, Brexit) vuosina 2018-2019 sekä kevästä 2020 alkaen koronakriisi. Nämä tekijät ovat olleet omiaan heikentämään investointikysyntää ja lykkäämään projekteja lähihistoriassa.

Rauten tilauskanta ja rullaava 12 kk tilausvirta Q1'16-Q4'20



Projektien ja palveluiden 12 kk rullaavat tilausvirrat Q1'18-Q4'20



Ennusteet 2/5

Heikkous ja epävarmuus ovat arviomme mukaan näkyneet etenkin pienten ja keskiuurien projektien sekä palveluiden puolella modernisaatioiden kysynnässä eivätkä olosuhteet ole kannustaneet myöskään strategisten suurten projektien kiihdytystä. Rauten asiakkaiden pääosin koronakriisinkin aikana terveinä pysyneet käyttöasteet ovat arviomme mukaan pitäneet varaosakaupan kasvussa ja myös suuria strategisia projekteja yhtiöllä on arviomme mukaan relevantissa tarjouskannassa kohtuullisesti.

Epävarmuuden rasittama kysyntä nostaa mielestämme jossain määrin Rauteen liittyviä riskejä vuoden 2021 osalta, joskin näemme tilauksilla olevan myös positiivisen yllätyksen mahdollisuus, jos koronarokote onnistuu normalisoimaan yleisen taloustilanteen lähikvartaaleina ja keskuspankkien sekä valtioiden aggressiivinen elvytys kirittää kestävää talouskasvua sekä parantaa luottamusta tulevaan. Vuodelle 2022 tilauskantaa ei vielä juurikaan ole, mutta Rauten laitteiden kysyntä on tyypillisesti jälkisyklistä, joten markkinatilanteen parantuminen voi hyvin kantaa myös ensi vuoteen ja siitä eteenkin päin, kunhan yleinen talous ottaa odotetun mukaisen pompun ylös tästä vuodesta alkaen. Pidemmällä perspektiivillä globaalin talouskasvun ei kuitenkaan odoteta ainakaan kiihtyvän merkittävästi koronapandemiaa edeltävään aikaan, mikä osin myös jähdyttää Rauten toimintaympäristöön liittyviä odotuksia.

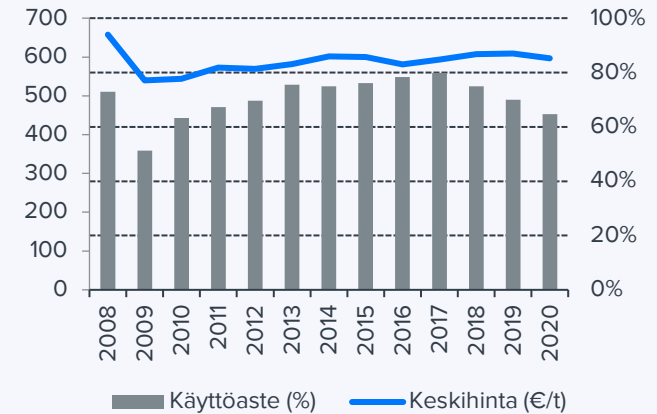
Potentiaalia on useammalla alueella, mutta epävarmuus on silti ylhäällä

Vuosina 2015-2018 Rauten tilausvirtaa dominoi maantieteellisesti Eurooppa, jossa on alkanut poikkeuksellisen monta uutta kapasiteettia luonutta vaneri- ja LVL-projektia vuosina 2014-2018. Tätä heijastelleen Rauten tilausvirran painopiste on siirtynyt muille markkinoille, sillä Euroopan isojen investointien jatkuminen olisi johtanut väistämättä ylikapasiteettiin, joka taas olisi pitkässä juoksussa myös Rautelle ongelmallinen tilanne. Vuosina 2019-2020 Rauten tilausvirran otti reppuselkäänsä Venäjä, josta yhtiö nappasi molempina vuosina erittäin isot tehdastilaukset. Venäläisten vanerituotannosta osa tyypillisesti myydään Eurooppaan, joten Venäjän isot ja vielä investointivaiheessa olevat hankkeet eivät ainakaan helpota Euroopan ylikapasiteetin vaaraa.

Pidämme suurten investointien näkökulmasta kuitenkin yhä selvästi potentiaalisimpina alueena Venäjää jo tiedotetuista ja viime vuosina toteutetuista hankkeista huolimatta. Venäjällä raaka-aineen saatavuus on potentiaalisesti hyvä, työvoima on halpaa ja nykyisellä ruflan kurssilla (tuotantokustannukset ovat pääosin ruplissa) vientivetoinen strategia joko Eurooppaan tai Kiinaan voi olla hyvinkin kannattava. Tätä taustaa vasten on mielestämme hyvinkin mahdollista, että venäläisyhtiöt pyrkivät valtaamaan markkinaosuuksia investoimalla uuteen tehokkaampaan kapasiteettiin.

Myös Pohjois-Amerikan LVL voisi olla potentiaalinen alue, jos USA:n talous elpyy odotetusti ja asuntoaloitukset pystyvät pitämään jo koronakriisin aikana nousuun lähteneet pintansa sekä joku toimija onnistuu varmistamaan

UPM Plywoodin käyttöasteet ja keskihinnat 2008-2020



Rauten viime vuosien isoja tilauksia

- Q4'20 55 MEUR vaneritehdastilaus, Plitwood, Venäjä
- Q3'19 58 MEUR vaneritehdastilaus, Segezha, Venäjä
- Q1'19 12 MEUR vanerilaitetilaukset, CJSC Plyterra, Venäjä
- Q1'18 20 MEUR LVL-laitetilaukset, tuntematon, Japani
- Q1'18 23 MEUR LVL-laitetilaukset, Metsä Wood, Suomi
- Q4'17 21 MEUR vanerilinjat, UPM, Venäjä
- Q3'17 11 MEUR LVL-laitetilaukset, Roseburg FP, USA
- Q4'16 19 MEUR vanerilinjat, Metsä Wood, Viro
- Q3'16 32 MEUR vanerilinjat, Vyatskyi FK, Venäjä
- Q3'16 18 MEUR LVL-linjat, Steico, Puola
- Q3'16 25 MEUR LVL- ja vaneri, Metsä Wood, Suomi

Ennusteet 3/5

raaka-aineen saatavuuden, joka ollut haaste viime vuosina Pohjois-Amerikassa muun muassa kuoriaistuhojen takia. Rauten markkina-asema Venäjällä ja LVL:ssä on vahva, joten luotamme yhtiön saavan niistä tilauksia vähintään korkean markkinaosuutensa mukaisesti, jos projektit etenevät. Myös jo vuosikymmenen uinuneen Etelä-Amerikan piristymisen usean hiljaisemman vuoden jälkeen on mahdollista, sillä käsityksemme mukaan ainakin chileläisillä toimijoilla olisi hyvinkin korjuukelpoista puuta käytettävissään tuotannon nostoon. Myös Kiinassa on nähty ensimmäiset merkit länsimaisten standardien mukaisen vanerin kysynnästä. Kiinan tavoin myös muu Aasia on jokerin roolissa.

Näin ollen Rautella on projektipotentialia useammalla markkinalla, mutta yhtiön kilpailuedun kovimmasta ytimeistä (Eurooppa ja LVL) kauemmas siirryttäessä riski hävityistä tarjouskilpailuista kasvaa väistämättä. Lisäksi koronaan, talouteen ja politiikkaan liittyvä epävarmuus riivaa samalla tavalla käytännössä kaikkia ilmansuuntia, vaikka kokonaiskuva talouden suhteen onkin positiivinen, kun väliaikaiseksi ongelmaksi jäävä koronapandemia väistyy.

Tulosta lähdetään kampeamaan ylös syvältä

Raute antoi kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön liikevaihdon odotetaan kasvavan ja liiketuloksen parantuvan tänä vuonna. Arviomme mukaan ohjeistuksen sanamuodot perustuivat sekä vertailukautta korkeampaan avaavaan tilauskantaan (+7 % v/v) että oletukseen markkinatilanteen jonkinasteisesta parantumisesta

koronakriisin hellittäessä. Lisäksi arvioimme kannattavuuden saavan tukea tiettyjen vuotta 2020 rokottaneiden marginaalirasitusten hellittämisestä tai poistumisesta. Vaisut vertailuluvut huomioiden ohjeistus ei mielestämme ole varsinkaan tuloksen osalta erityisen aggressiivinen.

Odotamme Rauten liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 14 % 131 MEUR:oon, kun markkinatilanne paranee asteittain etenkin H2:lla pandemian hellittäessä. Kasvua syntyy arviomme mukaan sekä projekteista että palveluissa modernisaatioista ja ennustamme myös varaosakaupan pysyvän tänä vuonna hyvässä kasvussa asiakkaiden kohtuullisia ja paranemaan päin olevia markkinatilanteita peilaten. Arviomme mukaan kasvu painottuu alkuvuoteen, mutta syy tälle ovat lähinnä H1'20:n heikot vertailuluvut. Absoluuttisesti odotamme liikevaihtotason nousevan Rautelle tyypillisesti loppuvuotta kohti. Liikevaihtoennustemme on linjassa yhtiön ohjeistuksen kanssa emmekä ole tehneet vuoden 2021 liikevaihtoennusteeseemme muutoksia.

Liiketulosta odotamme Rauten tekevän tänä vuonna 6,6 MEUR. Tämä vastaa Rautelle välttävää 5,1 %:n EBIT-marginaalia. Kohtuullisesta liikevaihtotasosta huolimatta emme usko yhtiöllä olevan edellytyksiä vielä tänä vuonna vahvaan kannattavuuteen, mikä johtuu 1) lievästi yhtiön normalisoituun kulutasoon nähden alhaiseksi jäävästä liikevaihdosta 2) suurprojektin dominoiman tilauskannan hieman ohuesta katerakenteesta

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 4/5

3) käynnissä olevan ERP-uudistuksen kuluista 4) kehittyvien markkinoiden tuotekehitys- ja markkinointikuluista. Vuoden 2021 tulosennusteemme on 8,5 MEUR vertailulukua korkeammalla tasolla ja mielestämme tämä parannus olisi Rauten mittakaavassa selvä tai merkittävä. Näin ollen ennusteemme toteutuessa yhtiön pitäisi todennäköisesti antaa positiivinen tulosvaroitus kuluvan vuoden tuloksestaan. Arviomme mukaan ohjeistuksen korotuksen aika on kuitenkin vasta H2:n puolivälin tienoilla, kun koko vuoden tulostaso ja markkinatilanteen suunta ovat selkeytyneet. Emme ole tehneet vuoden 2021 tulosennusteisiimme muutoksia.

Odotamme osingon seuraavan tulostrendiä

Rauten normaalien nollatason rahoituskulujen ja noin 23 %:n veroasteen jälkeen ennustamme vuoden 2021 EPS:n asettuvan 1,20 euroon osakkeelta. Ennustamme Rauten nostavan osinkoa 0,90 euroon osakkeelta (2020: 0,80 euroa/osake) ensi keväänä yhtiön vahvan (ts. selvästi nettovelattoman) taseen, kohtuullisten investointitarpeiden ja piristyvän markkinatilanteen ansiosta hyvällä tasolla pysyneen tilauskannan ansiosta.

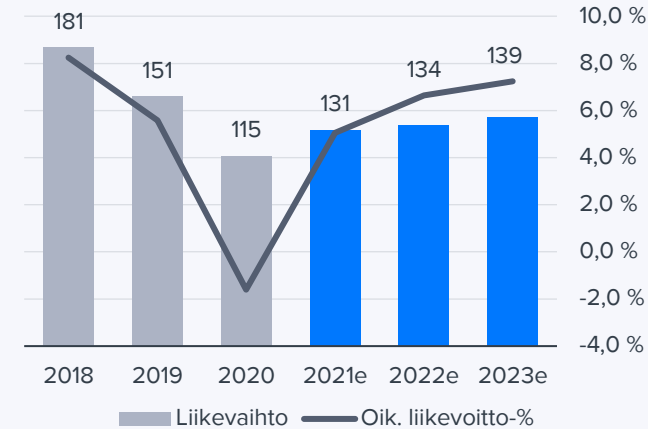
2022 odotamme nousujohteista kehitystä

Rauten olemassa olevasta tilauskannasta arviomme mukaan karkeasti 20 % ajoittuu vuodelle 2022, joten konkreettista näkyvyyttä ensi vuoteen ei käytännössä vielä ole. Tämä on kuitenkin Rautelle täysin tyypillinen tilanne. Näin ollen vuoden 2022 liikevaihto- ja tulostason

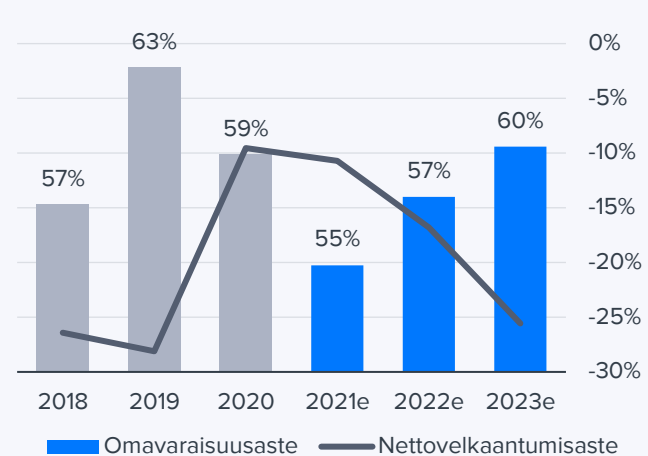
ratkaisee suurelta osin vuoden 2021 sekä H1'22:n tilauskertymä. Tämänhetkisen markkinatilanteen kokonaiskuvaan peilattuna Rautella pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä kerätä noin 50-60 MEUR:n palvelumyynti ja vähintään 70-80 MEUR:n projektikaupat tänä vuonna juoksuvauhdin jatkuessa suurin piirtein samana vuoden 2022 alussa, jonka osalta yleinen talousnäkyminen on suotuisa. Tämä vaatii 1-2 suuremman projektikaupan voittamista vuoden 2021 aikana tai viimeistään H1'22:lla. Useampien isojen projektikauppojen voittaminen tässä aikaikkunassa sen sijaan loisi jo nousupaineita vuoden 2021 ja/tai 2022 ennusteisiimme.

Arviomme mukaan hyvää vuoden 2022 aloitettavaa tilauskantaa ja edelleen piristyviä näkymiä heijastellen ennustamme Rauten liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 edelleen 2 % 134 MEUR:oon. Liiketuloksen ennustamme paranevan 34 % 8,9 MEUR:oon liikevaihtotasoa, tilauskannan katerakennetta, ERP-uudistuksen ensimmäisiä tehokkuushyötyjä ja kehityspanostusten rauhoittumista heijastellen. Tämä vastaa tyydyttävää 6,6 %:n liikevoittomarginaalia. Periaatteessa ennustamallamme liikevaihdolla yhtiöllä pitäisi olla eväitä parempaakin, mutta olemme toistaiseksi ennusteissamme varovaisia, sillä yhtiön kannattavuus on jäänyt viime vuosina toistuvasti lievästi ennusteitamme heikommaksi. Emme ole tehneet muutoksia vuoden 2022 ennusteisiimme.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 5/5

Vuoden 2022 EPS:n ennustamme olevan 1,61 euroa nollataso rahoituskulujen ja noin 23 %:n veroasteen jälkeen. Vuoden 2023 osingon arvioimme nousevan maltillisesti 1,00 euroon osakkeelta yhtiön korkeaa osingonjakovaraa heijastellen. Rauten taseaseman odotamme pysyvän vahvana.

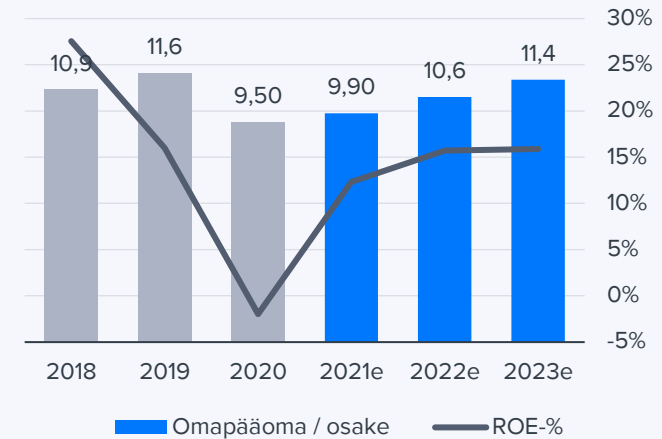
Pitkän tähtäimen ennusteet

Vuodesta 2023 alkaen arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuajurien ja Rauten hyvän kilpailukyvyn sekä markkina-aseman tukemina noin 2-4 % vuodessa. Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliin mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen myötä uskomme Rauten pystyvän luomaan tervettä taloudellista lisäarvoa. Vuosien 2022-2027 ei-sykliset liikevoittomarginaaliennusteemme ovat 5,5-7,2 %, mikä on jokseenkin linjassa yhtiön historiallisten toteumien kanssa. Kulurakenteen suhteen emme odota suuria muutoksia, sillä arvioimme mukaan yhtiön pitäisi pystyä kantamaan rakenteensa puitteissa karkeasti 200 MEUR:n liikevaihtokuorma ilman merkittäviä lisäpanostuksia, kun taas vuositason liikevoiton break-even piste on lyhyen ajan säätovarat huomioiden arvioimme mukaan nyt karkeasti 100

MEUR:n liikevaihdossa normaaleissa olosuhteissa. Ennustamme myös yhtiön pitävän taseensa erittäin vahvana sektorin liiketoimintadynamiikan takia, minkä ansiosta uskomme rahoituskulujen pysyvän noin nollassa pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan 22-23 %. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys voimakkaasti sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



EPS ja DPS



Lähde: Inderes

Lähde: Raute, Inderes

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	151	23,8	24,4	27,9	38,9	115	29,0	30,0	33,0	39,0	131	134	139	144
Konserni	151	23,8	24,4	27,9	38,9	115	29,0	30,0	33,0	39,0	131	134	139	144
Käyttökate	12,2	-2,0	-0,1	2,5	1,8	2,2	1,7	2,1	3,1	3,3	10,2	12,8	13,9	13,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,7	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	-4,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,5	-3,9	-3,8	-3,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,5	-3,0	-1,0	1,3	0,8	-1,9	0,8	1,2	2,2	2,5	6,6	8,9	10,1	9,8
Liikevoitto	8,5	-3,0	-1,0	1,3	0,8	-1,9	0,8	1,2	2,2	2,5	6,6	8,9	10,1	9,8
Konserni	8,5	-3,0	-1,0	1,3	0,8	-1,9	0,8	1,2	2,2	2,5	6,6	8,9	10,1	9,8
Nettorahoituskulut	0,8	0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	9,3	-2,9	-0,7	1,3	0,8	-1,5	0,8	1,2	2,2	2,5	6,6	8,9	9,7	9,5
Verot	-1,6	0,7	-0,2	-0,5	0,6	0,6	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-1,5	-2,1	-2,2	-2,2
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	0,0
Nettotulos	7,7	-2,2	-0,9	0,8	1,4	-0,9	0,6	0,9	1,7	1,9	5,1	6,9	7,4	7,3
EPS (oikaistu)	1,80	-0,52	-0,20	0,18	0,33	-0,21	0,14	0,22	0,39	0,44	1,20	1,61	1,75	1,71
EPS (raportoitu)	1,80	-0,52	-0,20	0,18	0,33	-0,21	0,14	0,22	0,39	0,44	1,20	1,61	1,75	1,71

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-16,4 %	-42,4 %	-35,2 %	-15,7 %	-0,8 %	-24,0 %	22,0 %	23,1 %	18,3 %	0,2 %	13,9 %	2,3 %	3,7 %	3,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-43,3 %	-215,6 %	-143,8 %	-22,2 %	-53,0 %	-121,9 %	-126,6 %	-217,1 %	63,3 %	188,6 %	-457,5 %	34,4 %	13,2 %	-2,8 %
Käyttökate-%	8,0 %	-8,6 %	-0,4 %	8,9 %	4,7 %	1,9 %	5,8 %	6,9 %	9,3 %	8,5 %	7,7 %	9,6 %	10,0 %	9,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,6 %	-12,6 %	-4,2 %	4,8 %	2,2 %	-1,6 %	2,8 %	4,0 %	6,6 %	6,3 %	5,1 %	6,6 %	7,2 %	6,8 %
Nettotulos-%	5,1 %	-9,4 %	-3,5 %	2,8 %	3,6 %	-0,8 %	2,1 %	3,1 %	5,1 %	4,8 %	3,9 %	5,1 %	5,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	24,2	26,1	27,0	26,7	25,9
Liikearvo	1,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Käyttöomaisuus	17,8	16,8	17,8	17,4	16,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,7	1,4	1,4	1,4	1,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	0,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	66,4	60,3	60,3	63,0	67,3
Vaihto-omaisuus	12,4	15,0	9,8	10,1	10,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,0	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	31,0	33,6	30,1	32,2	34,8
Likvidit varat	22,4	11,6	19,7	20,1	21,4
Taseen loppusumma	90,7	86,3	87,4	89,7	93,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	49,5	40,5	42,2	45,2	48,4
Osakepääoma	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	24,1	25,6	27,3	30,3	33,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,1	6,6	6,6	6,6	6,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,1	4,9	12,3	10,2	7,4
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Lainat rahoituslaitoksilta	5,5	4,5	11,9	9,8	7,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	35,0	41,0	32,9	34,3	37,4
Lainat rahoituslaitoksilta	2,9	3,2	3,2	2,7	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,6	34,1	26,2	28,1	32,0
Muut lyhytaikaiset velat	3,5	3,7	3,5	3,5	3,5
Taseen loppusumma	90,7	86,3	87,4	89,7	93,2

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

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

Emme hyväksy yhtiölle korkeita kertoimia, vaikka hyväksyttävä arvostus onkin nousussa

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät painavat ja tukevat Rauten arvostusta:

Kestävä teknologinen kilpailuetu ja vahva markkina-asema pitävät luottamuksen yhtiön pitkän ajan kilpailukyvyn suhteen korkealla ja tukevat hyväksyttävää arvostusta.

Vahva tase ja maltillisesti pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistavat melko korkean

vapaan kassavirran ja pääomien voimakkaan allokoinnin osinkoon.

Palveluliiketoiminnan kasvu on tukenut Rauten hyväksyttävää arvostusta viime vuosina ja nyt yhtiön palveluliiketoiminnan suhteellinen skaala on karkeasti verrokkiyhtiöiden keskimääräisellä tasolla.

Liiketoiminnan voimakas sykliisyys pitää sijoittajan riskit korkealla ja vaatii selkeitä turvamarginaaleja etenkin syklisesti hyvässä vaiheessa.

Omistajarakenne ja osakkeen rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä rajoittavat tietyn tyyppisten sijoittajien (esim. instituutiot) kiinnostusta yhtiöön eikä myöskään yritysostokortti nouse mielestämme kunnolla arvostusta tukevaksi tekijäksi nykyrakenteella (äänivalta Mustakallioilla).

Lähivuosien tuloskasvuodotukset ovat perusskenaariossa hyvät vuonna 2020 sakanneen tuloksen takia, mutta osaketta ei toki olekaan hinnoiteltu koronavuoden tuloksen pohjalta.

Pieni koko nostaa liiketoiminnan riskiprofilia suhteessa moniin muihin suurempiin ja hajautuneempiin yhtiöihin ja rajoittaa tietyn tyyppisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöön.

Näkemyksemme mukaan Rauten osaketta tulisi hinnoitella edellä mainitut tekijät huomioiden EV/EBIT-kertoimella 7x-10x (aik. 7x-9x) ja vastaavasti ja P/E-kertoimilla 10x-14x. Nämä kerroinhaarukat ovat alalaidoiltaan karkeasti linjassa yhtiön pitkän aikavälin arvostuskertoimien kanssa tai hieman niiden yläpuolella. Mielestämme palveluliiketoiminnan (etenkin varaosakauppa)

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	21,7	21,7	21,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	89	89	89
Yritysarvo (EV)	84	81	76
P/E (oik.)	18,1	13,5	12,4
P/E	18,1	13,5	12,4
P/Kassavirta	21,8	12,9	9,5
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,3	6,3	5,5
EV/EBIT (oik.)	12,7	9,1	7,6
Osinko/tulos (%)	75,3 %	62,1 %	68,8 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,8 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

viime vuosien pääosin hyvä kehitys on tukenut osaltaan tulevaisuudessa Rautelle hyväksyttävää arvostusta jossain määrin.

Suhteessa vastaavalla liiketoimiamallilla operoivaan ydinverrokkiryhmään (Helsingin Pörssin pienet ja/tai investointitavaravetoiset konepajat) nähden Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen noin 10-30 % alennuksella keskimäärin korkeamman riskiprofiilin takia. Yhtiön tarjoaman osinkotuoton taas tulisi mielestämme olla kilpailukykyinen suhteessa riskittömään korkoon ja/tai Helsingin pörssin keskimääräiseen osinkotuottoon johtuen korkeasta riskiprofiilista sekä osingon suuresta roolista Rauten pitkän ajan tuoton lähteenä.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat haarukoidemme ylälaidoilla

Vuoden 2021 ja 2022 ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-kertoimet ovat noin 13x ja 9x, kun taas vastaavat P/E-luvut ovat 18x ja 13x. Näin ollen yhtiö on arvostushaarukoidemme yläpuolella vuoden 2021 kertomilla, kun taas vuoden 2022 kertoimet ovat haarukoiden sisällä. Siten osake on mielestämme jokseenkin järkevästi hinnoiteltu, kun huomioidaan vuoden 2020 pohjakosketuksesta kasvuun kääntyvä tulos ja tulospäänteen kulmakertoimeen yhä liittyvät oleelliset riskit. Todennäköisen trendikäänneen takia olemme valmiita antamaan vuoden 2022 kertomille rajallisesta näkyvyydestä huolimatta normaalia enemmän painoa, mutta arvostuksen kokonaiskuvaa huomattavan houkuttelevaksi tämäkään ei käänne. Näin ollen osake on mielestämme oikein hinnoiteltu 12 kk tähtäimellä.

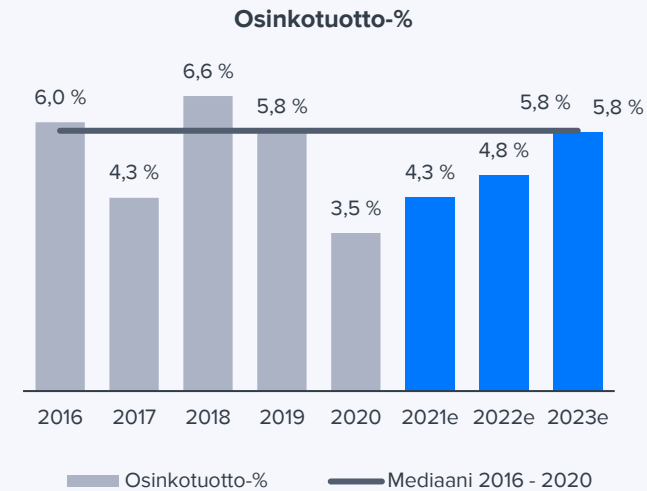
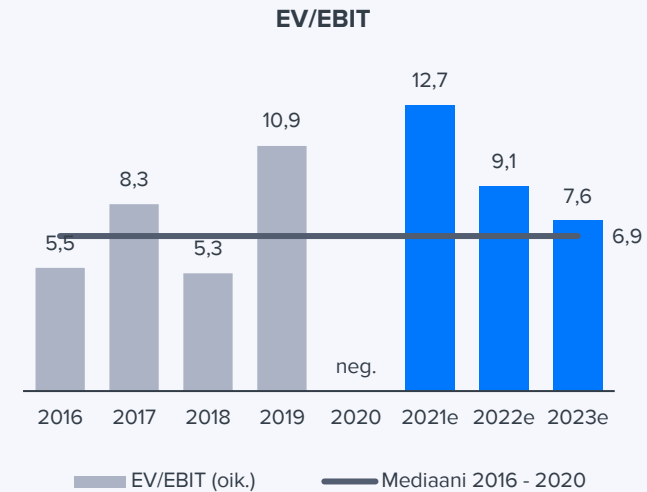
Vuoden 2023 kertoimilla arvostus olisi jo houkutteleva, mutta olemattoman näkyvyyden takia emme ole tänne asti valmiita nojaamaan.

Vuosina 2021-2022 ennusteidemme mukaan maltillisesti nousevan osingon myötä arvioimme Rauten tarjoavan sijoittajille 4-5 %:n osinkotuottoa. Nämä tasot ovat noin yhtiön historiallisen tason alapuolella, mutta pidämme osinkoa hyvänä pohjatuottona sijoittajille. Mielestämme osinko rajaa osakkeen laskuvaraa, kunhan tulostrendi kääntyy edes jokseenkin odotustemme tavoin. Riskeihin nähden riittävän korkeaa tuotto-odotusta osinko ei kuitenkaan mielestämme yksin tarjoa.

Rauten arvostuksen tiettyä haastavuutta peilaa osin yhtiön P/B-luku 2,3x (2020 TOT). Tasearvostus ei mielestämme ole halpa suhteessa Rauten viime vuosikymmenen oman pääoman tuottoon (2010-2020: ROE-% 13 %), joskin suhteessa viimeisen 5 vuoden pääosin hyvässä syklissä tehtyyn yli 18 %:n oman pääoman tuottoon peilattuna arvostus on edullisempi. Mielestämme osake ei kuitenkaan saa tasearvostuksesta tukea, jos tulospäänteen olisi odotuksiamme hitaampi. Tämä osaltaan korottaa Rauteen tällä hetkellä tehtävän sijoituksen riskiprofiilia.

Verrokkiryhmäarvostus on indikatiivinen

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavia yhtiötä ei ole olemassa eikä kilpailijoista löydy listattuja yhtiötä. Siten suhteellisen arvostustason ja arvostuserojen sokea seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa ja pidämme suhteellista arvostusta lähinnä indikatiivisena mittarina



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Rautelle. Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Helsingin Pörssien pienet konepajat ja suuremmista pohjoismaisista konepajoista teollisuuden investointitarvarehyödykkeissä operoivat konepajat. Tämän tyyppiset yhtiöt ovat mielestämme jollain tavoin peilattavissa Rauteen samantyyppisten liiketoiminta-ajureiden takia.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat P/E-lukujen osalta 17x ja 15x ja EV/EBIT-kertoimien osalta 12x ja 11x. Mielestämme yleisesti verrokkiyhtiöt ovat arvostettu markkinoilla jokseenkin neutraalisti, kun huomioidaan, että investointivetöisillä sektoreilla tilanne on hyvin samantyyppinen kuin Rauteissa (ts. tulos heikkeni selvästi 2020 ja lähivuosien tuloskasvuodotukset ovat talouden toipuessa korkeat mutta melko riskiset). Näin ollen Raute on arvostettu tulos pohjaisesti mittarista riippuen noin 0-30 %:n alennuksella suhteessa vertailuryhmään vuosien 2021-2022 kertoimilla. Tase pohjaisesti Raute on arvostettu noin verrokkiryhmän mediaanin tasolle, ja yhtiön tarjoama osinkotuotto on selvästi verrokkiryhmää korkeampi. Siten pidämme myös indikatiivista suhteellista arvostusta oikein hinnoiteltuna, kun huomioidaan Rauten maltillista alennushinnoittelua edelleen puoltavat tekijät.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 22 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa osakkeen

järkevää hinnoittelua. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu asettuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali noin 5,5-7,2 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on maltillinen alle 50 %, joten kaukaisessa tulevaisuudessa olevat kassavirrat eivät saa mallissa erityisen suurta painoa. DCF-mallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,0 % ja oman pääoman kustannus on riskiprofilia heijastellen korkeahkoa 9,6 %. Riskitön korko on 2,0 %, likviditeettipreemio 0,5 %, markkinariskipreemio 4,75 % ja beta 1,4. Tavoiteltu velka-aste on 10 % ja velan pitkän aikavälin kulu 4 %. Näkyvyyden ja yhtiön suorituskyvyn parantuessa tuottovaatimuksessa voisi olla mielestämme pidemmällä aikavälillä lievää laskuvaraa (etenkin nollakorkojen ympäristössä), mutta suurempaa tukea DCF-arvo voi arviomme mukaan saada kassavirtaodotusten nousun kautta.

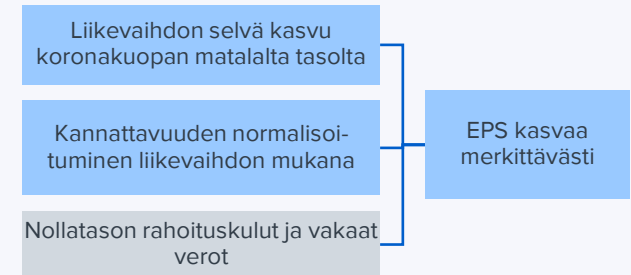
Kokonaistuotto-odotus on osingon varassa

Arviomme mukaan Rauten kokonaistuotto-odotus lähivuosille on lievästi positiivinen. Tuotto-odotus tulee lähes puhtaasti osingosta, sillä lähivuosien tuloskasvu on mielestämme hinnoiteltu riskeihin nähden järkevästi osakkeeseen. Nousuvaraa osakkeessa voisi olla, jos yhtiö onnistuisi ylittämään ennusteemme. Osingon varassa oleva 12 kuukauden tuotto-odotus ei mielestämme ole riittävä korvaus syklisen osakkeen riskeistä, vaikka pitkällä tähtäimellä pidämme Rautea houkuttelevana sijoituskohteena yhtiön kestävästä kilpailuedun ansiosta. Siten odotamme toistaiseksi parempia ostopaikkoja (ts. matalampaa arvostusta tai tuloskasvukuvan kirkastumista) Rauten suhteen.

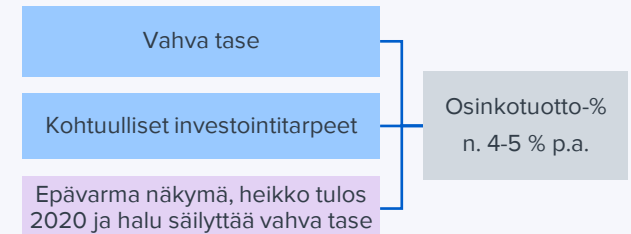
Osaketuoton ajurit 2020-2022e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

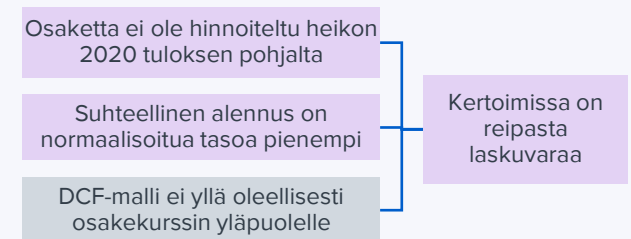
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus n. 3-6 % p.a.

Vertailuryhmä

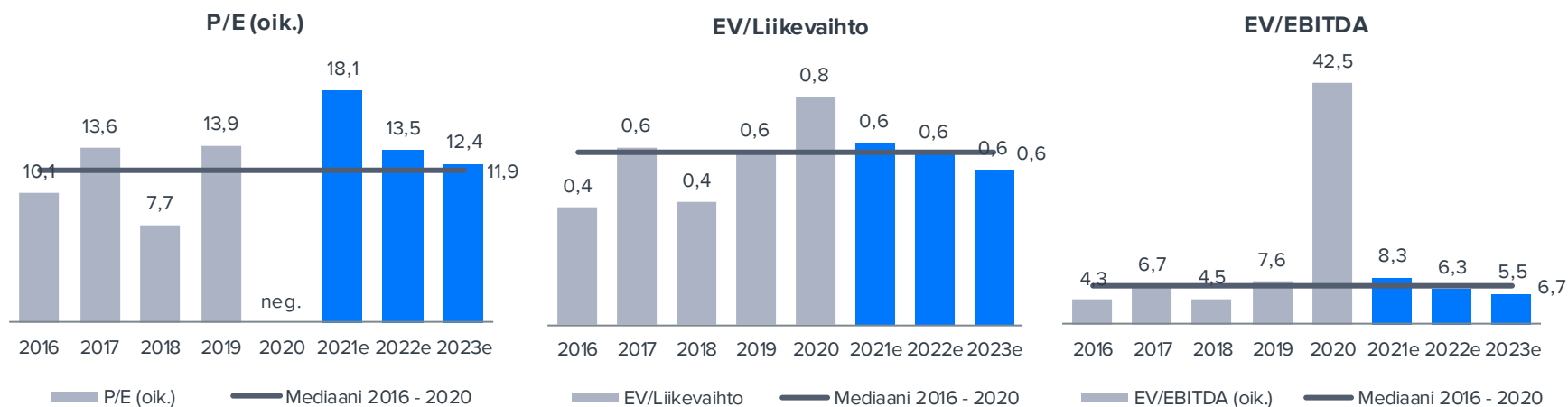
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Glaston	0,83	70	103	11,7	7,6	5,9	4,8	0,5	0,4	13,7	9,1	3,0	4,1	1,0
Ponsse	33,45	936	923	13,1	11,5	9,8	8,7	1,3	1,2	18,1	16,3	2,4	2,8	3,2
Kesla	4,46	11	19							13,3	10,0	3,4	4,5	1,1
Robit	4,83	102	123		15,1		9,3	1,2	1,1	53,7	17,9	1,0	3,1	2,1
Metso-Outotec	8,99	7479	8290	17,3	13,0	12,9	10,5	2,0	1,8	19,7	15,9	2,7	3,3	3,4
Valmet	28,29	4177	4282	11,5	10,4	9,1	8,3	1,1	1,0	16,1	14,9	3,6	3,8	3,3
Konecranes	36,58	2867	3595	12,5	10,6	8,7	7,7	1,0	1,0	15,7	13,6	3,2	3,5	2,2
FLS Midth	240,60	1655	1889	22,9	13,1	12,0	8,7	0,9	0,8	26,7	14,9	1,8	2,7	1,3
Raute (Inderes)	21,70	89	84	12,7	9,1	8,3	6,3	0,6	0,6	18,1	13,5	4,3	4,8	2,1
Keskiarvo				14,8	11,6	9,7	8,3	1,2	1,0	22,1	14,1	2,6	3,5	2,2
Mediaani				12,8	11,5	9,4	8,7	1,1	1,0	17,1	14,9	2,8	3,4	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				0 %	-21 %	-12 %	-27 %	-40 %	-40 %	6 %	-10 %	53 %	42 %	-1 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	16,7	29,0	21,3	25,0	22,7	21,7	21,7	21,7	21,7
Osakemäärä, milj. kpl	4,05	4,22	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	68	122	91	106	97	89	89	89	89
Yritysarvo (EV)	47	93	78	92	93	84	81	76	72
P/E (oik.)	10,1	13,6	7,7	13,9	neg.	18,1	13,5	12,4	12,7
P/E	10,1	13,6	7,7	13,9	neg.	18,1	13,5	12,4	12,7
P/Kassavirta	3,7	9,8	neg.	4,8	neg.	21,8	12,9	9,5	9,5
P/B	2,0	3,1	1,9	2,1	2,4	2,1	2,0	1,8	1,8
P/S	0,6	0,8	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	4,3	6,7	4,5	7,6	42,5	8,3	6,3	5,5	5,4
EV/EBIT (oik.)	5,5	8,3	5,3	10,9	neg.	12,7	9,1	7,6	7,4
Osinko/tulos (%)	60,6 %	58,7 %	50,3 %	80,4 %	neg.	75,3 %	62,1 %	68,8 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	4,3 %	6,6 %	5,8 %	3,5 %	4,3 %	4,8 %	5,8 %	5,7 %

Lähde: Inderes



DCF-malli

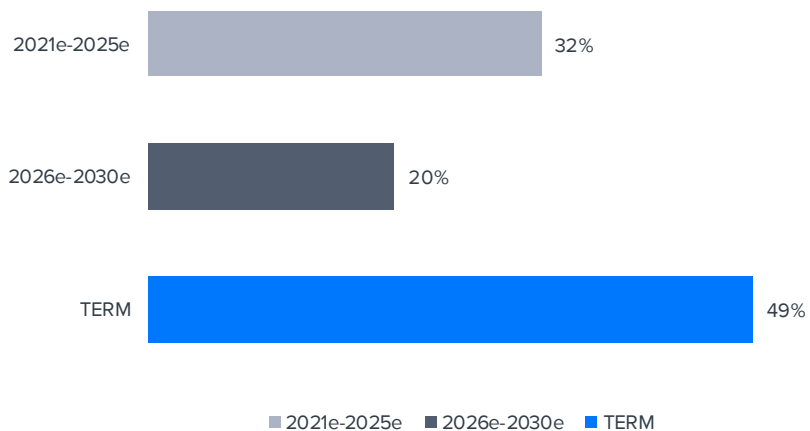
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-1,9	6,6	8,9	10,1	9,8	10,4	10,7	10,2	9,7	9,2	9,4	
+ Kokonaispoistot	4,0	3,5	3,9	3,8	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	
- Maksetut verot	-0,7	-1,5	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	1,0	-0,1	-0,3	0,9	2,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	2,6	8,6	10,4	12,5	13,6	11,5	11,8	11,6	11,3	11,0	11,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,6	-4,5	-3,5	-3,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,2	4,1	6,9	9,4	9,3	7,2	7,4	7,1	6,8	6,5	6,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,2	4,1	6,9	9,4	9,3	7,2	7,4	7,1	6,8	6,5	6,9	102
Diskontattu vapaa kassavirta		3,8	5,9	7,4	6,7	4,7	4,5	3,9	3,5	3,0	3,0	43,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		90,3	86,5	80,6	73,2	66,5	61,8	57,3	53,3	49,9	46,8	43,9
Velaton arvo DCF		90,3										
- Korolliset velat		-7,7										
+ Rahavarat		11,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		94,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinusu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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 Inderesin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suosituksihistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.8.2017	Vähennä	25,00 €	25,29 €
4.10.2017	Lisää	25,00 €	22,99 €
1.11.2017	Lisää	26,50 €	24,97 €
29.12.2017	Vähennä	28,00 €	29,00 €
16.2.2018	Vähennä	29,00 €	30,50 €
30.4.2018	Lisää	32,00 €	30,50 €
1.8.2018	Lisää	32,00 €	30,30 €
18.9.2018	Vähennä	32,00 €	30,90 €
1.11.2018	Lisää	27,00 €	25,00 €
12.12.2018	Lisää	27,00 €	23,80 €
16.1.2019	Vähennä	26,00 €	25,70 €
15.2.2019	Vähennä	27,00 €	25,80 €
6.5.2019	Vähennä	25,00 €	25,50 €
26.6.2019	Vähennä	22,50 €	23,50 €
1.8.2019	Vähennä	22,50 €	21,80 €
2.10.2019	Lisää	26,00 €	24,70 €
31.10.2019	Lisää	26,00 €	23,80 €
15.1.2020	Vähennä	26,00 €	27,10 €
14.2.2020	Vähennä	24,00 €	25,60 €
19.3.2020	Vähennä	18,00 €	19,00 €
30.4.2020	Myy	18,00 €	20,60 €
14.5.2020	Vähennä	18,00 €	18,60 €
24.7.2020	Vähennä	18,00 €	19,00 €
30.10.2020	Vähennä	19,00 €	19,00 €
15.2.2021	Vähennä	22,00 €	23,60 €
9.3.2021	Vähennä	22,00 €	21,70 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**