Rapala VMC

Yhtiöpäivitys

6/2015

inderes.

Yritysjärjestelyiden aika?

Tarkistamme Rapalan tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 5,8 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Rapala on arviomme mukaan palaamassa takaisin kasvu-uralle ja yhtiön tulostaso tulee normalisoitumaan useamman vaikean vuoden jälkeen. Arvostustaso on jäänyt selvästi jälkeen verrokeista ja muusta pörssistä ja markkinat eivät tällä hetkellä anna juurikaan painoarvoa yhtiön tulosparannukselle. Uskomme, että nykyinen parantuva tulos ja matalahko arvostustaso ovat otollinen ympäristö yritysjärjestelyille ja pidämme yhtiötä erittäin potentiaalisena yritysjärjestelykohteena.

Takaisin normaalille kannattavuustasolle

Rapalalla on takanaan haastava periodi ja yhtiön tulos on jäänyt selvästi alle sen potentiaalin jo useamman vuoden ajan johtuen sisäisistä ja ulkoisista haasteita. Nämä haasteet ovat nyt pitkälti takanapäin ja odotamme yhtiön tuloksen normalisoituvan kahden seuraavan vuoden aikana. Kuluvana vuonna yhtiön liikevoitto nousee arviomme mukaan 30,6 MEUR:oon (2014: 22,9 MEUR) ja liikevaihto kasvaa 7 %. Tuloskasvun ajureina toimivat Indonesian tehtaan tappioiden supistuminen, liikevaihdon kasvu Pohjois-Amerikassa ja myyntimixin vahvistuminen. Vuodelta 2016 odotamme liikevaihdon kasvavan 6 % ja liikevoiton nousevan 33 MEUR:oon. Kokonaisuutena pidämme lähivuosien tulosparannukseen liittyvää riskiä varsin rajallisena, sillä esimerkiksi Indonesian tappiot supistuvat volyymien ylösajon myötä ja Indonesian tehdas yhdessä Pohjois-Amerikan vahvan kysynnän kanssa painottaa yhtiön myyntimixiä uistimiin.

Yritysjärjestelyissä pakko tapahtua liikettä

Arvomme mukaan Rapalan fokus tulee siirtymään aiempaa voimakkaammin yritysjärjestelyihin tulostason normalisoitumisen myötä. Pidämme yhtiön nykyistä tilannetta erittäin houkuttelevana yritysjärjestelyiden näkökulmasta ja pidämme suuren yritysjärjestelyn todennäköisyyttä varsin korkeana seuraavan 12kk tähtäimellä. Todennäköisimpänä järjestelynä pidämme järjestelyä jossa Rapala laajentaa toimintaansa vapoihin ja keloihin yrityskaupalla. Tämä myös johtaisi väistämättä nykyisen Shimano-yhteistyön pattitilanteen purkautumiseen. Pidämme Rapalaa myös potentiaalisena yritysostokohteena ja näemme yhtiön nykyisen tilanteen erittäin houkuttelevana pääomasijoittajien kannalta. Molemmat skenaariot ovat lähtökohtaisesti positiivisia sijoittajien kannalta, sillä ne veisivät yhtiön ison askeleen lähemmäs sen täyttä potentiaalia.

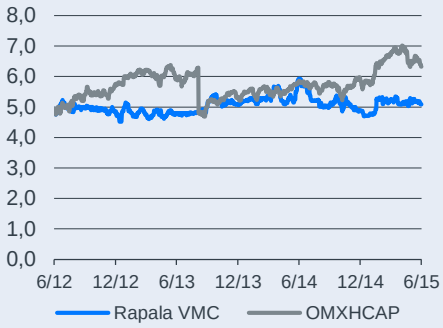
Arvostustaso heijastelee markkinoiden heikkoa luottamusta

Päivitetyillä ennusteillamme Rapalan arvostustaso on varsin houkutteleva. P/E-kertoimet vuosille 2015 ja 2016 ovat 13x ja 12x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 10x tasolla. Yhtiö hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi alle verrokkiryhmän ja Helsingin pörssin ja mielestämme tämä heijastelee markkinoiden heikkoa luottamusta yhtiön tulosparannusta kohtaan. Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan kannattavuutensa sen potentiaalin mukaiselle tasolle, on osakkeessa selkeää nousuvaraa nykytasolta.

Analyytikko

Sauli Vilén
+ 358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi

Suositus
Lisää
Tavoitehinta: 6,0 €



Eilisen päätös	**5,35 EUR**
12 kk vaihteluväli	**4,69-6,00 EUR**
Potentiaali	**+8 %**

Avainluvut

	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	273,3	293,3	310,9
Kasvu-%	-5 %	7 %	6 %
EBIT	22,9	30,6	33,0
EBIT-%	8,4 %	10,4 %	10,6 %
Tulos ennen vero	15,7	23,9	28,4
Nettotulos	9,2	15,4	17,2
EPS	0,24	0,39	0,44
Osinko	0,20	0,26	0,29
Osinkosuhde	85 %	66 %	66 %
P/E	20,1	13,9	12,5
P/B	1,4	1,6	1,5
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/EBIT	13,1	10,2	9,6
EV/EBITDA	10,0	8,3	7,9
EV/Sales	1,1	1,1	1,0
Osinkotuotto -%	4,2 %	4,7 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

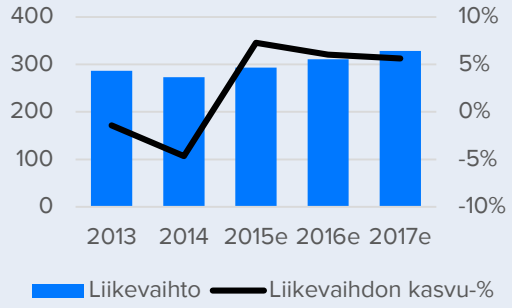
Sijoitusnäkemys

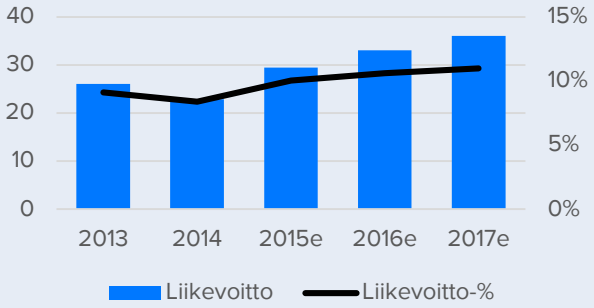
Arvoajurit	▪ Liiketoiminnan nousu sen täyteen potentiaaliin ▪ Batamin tehtaan tappioiden supistuminen ▪ Yritysjärjestelyt
Riskitekijät	▪ Tulospotentiaalin realisoitumiseen liittyvät riskit ▪ Korkeat varastotasot ja käyttöpääoman sitoutuminen ▪ Venäjän heikko markkinatilanne
Arvostus	▪ Arvostus selvästi alle verrokkiryhmän ▪ Suhteessa täyteen tulospotentiaaliin osake on halpa ▪ Markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on heikko

Lisää

Tavoitehinta: 6,0 €

Liiketoiminnan kehitys

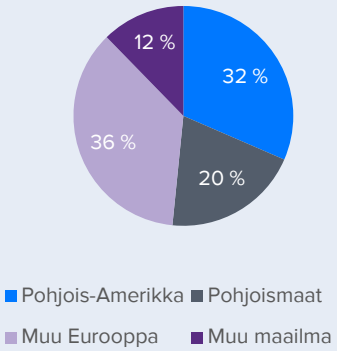




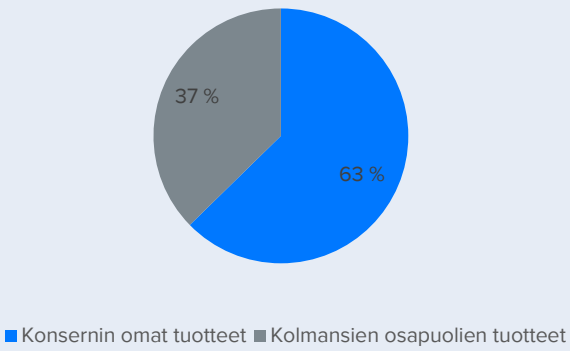
Lähde: Inderes

Liiketoimintarakenne

Liikevaihto alueittain



Myynnin jakauma tuoteryhmittäin



Lähde: Inderes

Arvostus 2015e

13x	8x	1x	5 %
P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	Osinko-%

Sisällysluettelo

Yhteenveto ... 3
Yhtiökuvaus ... 5
Rapalan liiketoimintamalli ... 7
Tuoteryhmät ... 8
Strategia, kilpailuedut ja riskit ... 12
Markkinakatsaus & kilpailijakenttä ... 14
Rapalan kilpailijakenttä ... 16
Taloudellinen tilanne ... 17
Tase & liiketoiminnan kehitys ... 21
Jakelu ja Shimano yhteistyö ... 22
Rapalan jakeluverkosto ... 24
Tulevaisuuden ennusteet ja arvostus ... 25
Tuloslaskelma ja tase ... 30
Kvartaaliennusteet ja yhteenveto ... 31
Arvostus ... 32
Vastuuvapauslauseke ... 33

Yhtiökuvaus

Rapala on yksi johtavia globaaleja kalastusvälineiden valmistajia. Yhtiö jakelee itse tuotteensa 35 maahan ja Rapalan tuotteita myydään yhteensä yli sadassa maassa. Liiketoimintamalli perustuu omaan tuotantoon ja omiin paikallisiin jakeluyhtiöihin. Vuonna 2014 Rapalan liikevaihto oli 273 MEUR ja liikevoitto 22,9 MEUR.

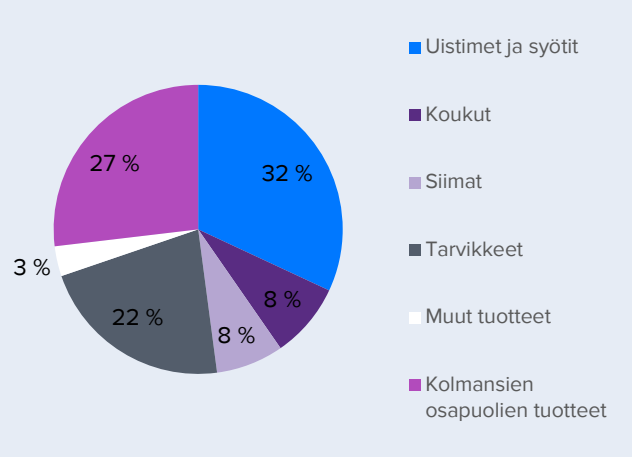
Kalastusvälineiden markkinajohtaja

Yhtiökuvaus

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Rapalan myynnistä noin 63 % muodostuu konsernin omista tuotteista. Yhtiö valmistaa tuotteensa osittain omilla tehtailla Aasiassa ja Euroopassa ja hankkii osan tuotannostaan alihankintana pääosin Aasiasta.

Loput noin 37 % liikevaihdosta muodostuu kolmansien osapuolten tuotteista, joita Rapala myy ja jakelee oman globaalin jakeluverkostonsa läpi. Rapalan jakeluverkosto on erittäin laaja ja vuoden 2014 lopussa se kattoi 35 maata. Tämän lisäksi Rapalan tuotteita myydään yli 100 maahan muiden jakelijoiden toimesta. Rapalan liikevaihto vuonna 2014 oli 273 MEUR ja liikevoitto 22,9 MEUR.

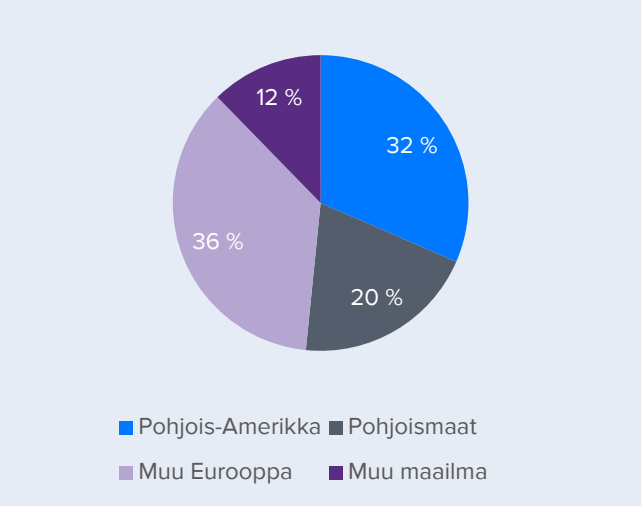
Myynnin jakauma tuoteryhmittäin



Lähde: Inderes

Maantieteellisesti Rapalan suurin markkina-alue on Muu Eurooppa, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2014 oli noin 36 %. Muu Eurooppa alueeseen kuuluvat kaikki Pohjoismaiden ulkopuoliset Euroopan maat. Merkittävimpiä maita ovat Ranska, Venäjä ja Espanja. Etenkin Venäjän kehitys on viimeisen kymmenen vuoden aikana ollut erittäin vahvaa ja Muun Euroopan kasvusta valtaosa onkin tullut juuri Venäjältä ja itä-markkinoilta.

Liikevaihdon jakauma maantieteellisesti



Lähde: Inderes

Toiseksi suurin markkina-alue yhtiölle on Pohjois-Amerikassa, jonka osuus liikevaihdosta on noin 32 %. Pohjois-Amerikassa yhtiön markkina-asema on etenkin uistimissa erittäin vahva ja yhtiö on alueella uistimissa selkeä markkinajohtaja. Yhdysvalloissa liikevaihto painottuu konsernin omiin tuotteisiin.

Pohjoismaiden osuus Rapalan liikevaihdosta on noin viidennes. Pohjoismaissa yhtiön markkina-asema on erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä se on jopa täysin hallitseva. Pohjoismaissa yhtiö myy paljon kolmansien osapuolten tuotteita vahvasta jakeluketjusta johtuen. Muun maailman osuus yhtiön liikevaihdosta on hieman yli 10 %. Muu maailma sisältää liiketoimintaa mm. Aasiassa, Etelä-Amerikassa ja Afrikassa.

Liiketoimintamalli

Rapalan liiketoimintamalli perustuu omaan tuotantoon ja paikallisiin jakeluyhtiöihin. Yhtiön tehtaat operoivat itsenäisinä tulosyksikköinä ja näin ollen ne myös vastaavat omasta hankintatoiminnastaan. Yhtiö valmistaa itse uistimet (Suomi, Venäjä, Viro ja Indonesia), koukut (Ranska ja Indonesia), kairat (Suomi) ja puukot (Suomi). Loput konsernin omista tuotteista hankitaan alihankintana pääosin Aasiasta ja yhtiön sourcing-yksikkö sijaitsee Taiwanissa. Konsernin toiminnan näkökulmasta Taiwanin sourcing-yksikköä voidaan myös käsitellä eräänlaisena tehtaana, sillä myös se

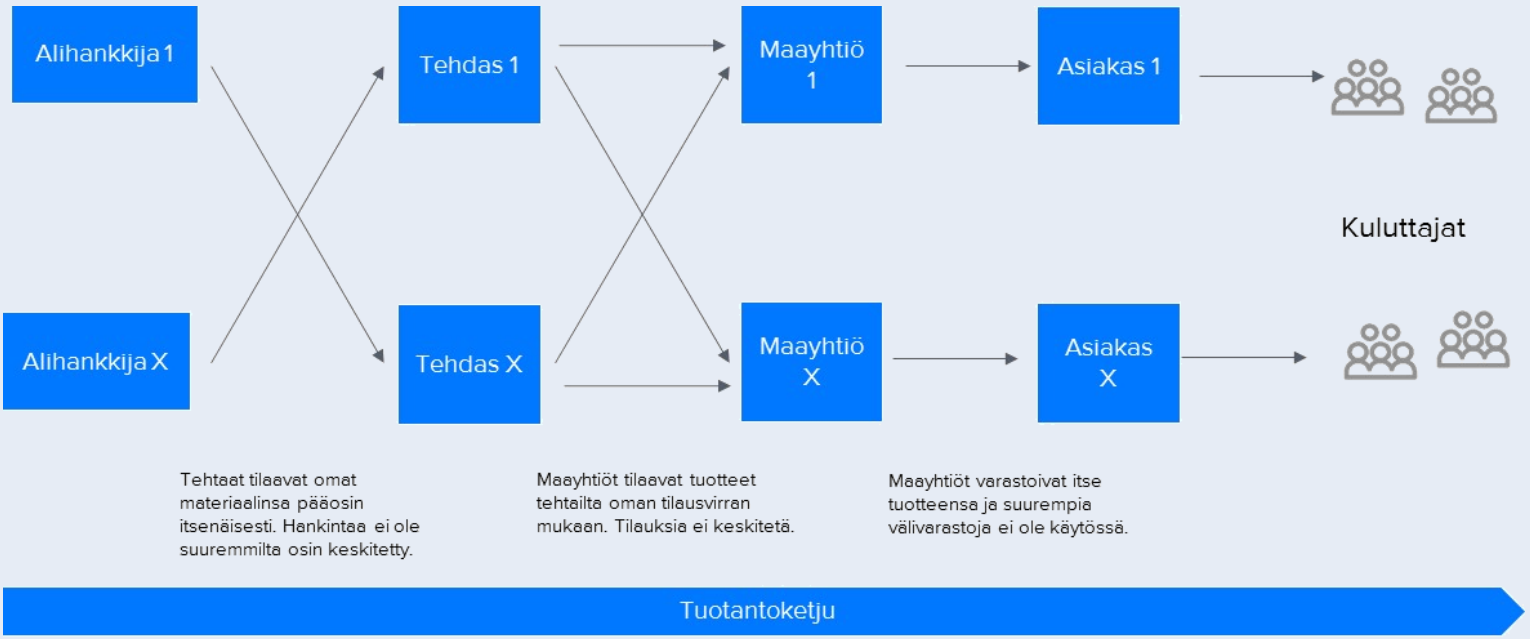
on oma tulosyksikkönsä ja toiminta on verrattavissa yhtiön oikeisiin tehtaisiin.

Rapala toimittaa tehtailtaan tuotteet suoraan maakohtaisille jakeluyhtiöille ja näin ollen yhtiöllä ei ole tyypillisiä välivarastoja tai muita keskitettyjä hankintatoimia. Arviomme mukaan yhtiön tehtaiden omasta tuotannosta noin 95 % menee oman jakeluverkoston läpi. Maakohtaiset jakeluyhtiöt tilaavat itse tuotteita kysynnän mukaan ja liiketoiminnan suuren kausivaihtelun vuoksi toimitusajat ovat yleensä pitkiä. Maayhtiöt ovat luvanneet toimittaa tavarat suurille asiakkailleen muutamissa päivässä ja näin ollen maayhtiöillä pitää olla huomattavat puskurivarastot käytössä, sillä tehtaiden toimitusajat vaihtelevat 1-3 kuukauden välillä.

Shimanon tuotteiden osalta (noin 50 % kolmansien osapuolten tuotteista) Rapala on tehnyt poikkeuksen ja vuodesta 2014 alkaen yhtiö on keskittänyt maayhtiöiden Shimano-ostot Rapalan pääkonttorille. Tarkoituksena on pienentää yhtiön varastoja ja nopeuttaa päämiehen toimitusaikoja. Muiden kolmansien osapuolten tuotteiden osalta maayhtiöt tekevät itsenäiset tilaukset suoraan toimittajilta konsernin tekemien sopimusten mukaisilla toimitusehdoilla.

Kokonaisuutena yhtiön liiketoimintamallin keskiössä ovat sen itsenäisesti johdetut maayhtiöt. Poiketen useista muista kuluttajatavaraliiketoiminnoista, Rapalalla maayhtiöillä on merkittävää päätäntävaltaa ja konserni itse ohjaa maayhtiöiden toimintaa vain vähän. Mallin positiivisena puolena on hyvä reaktionopeus, maakohtainen liiketoimintatuntemus ja kevyt organisaatiorakenne. Vastaavasti kolikon kääntöpuolena on liiketoiminnan vaikeampi ohjattavuus ja korkeat varastotasot. Olemme havainnollistaneet tätä liiketoimintamallia seuraavalla sivulla.

Rapalan liiketoimintamalli



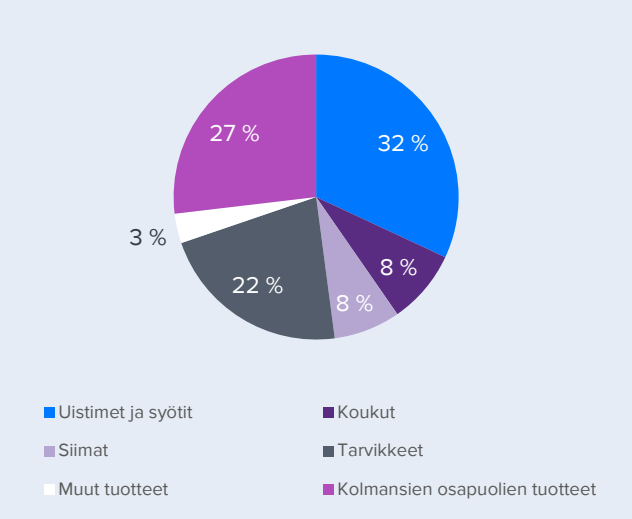
Tuoteryhmät

Rapalan ydinliiketoiminta koostuu sen omasta brändiportfoliosta ja sen alta myytävistä tuotteista. Yhtiö on markkinajohtaja useilla tuotealueilla (mm. uistimet ja koukut) ja se kattaa kaikki kalastuksen merkittävät tuotealueet pois lukien vavat ja kelat. Omien brändituotteiden lisäksi Rapala jakelee myös kolmansien osapuolten tuotteita kasvattaakseen jakeluketjunsa volyymiä.

Konsernin omat tuotteet

Rapalan ydinliiketoimintana on sen omistamien brändituotteiden valmistus, jakelu ja myynti. Yhtiön omat tuotteet keskittyvät käytännössä täysin kalastamiseen (pois lukien Peltosen sukset). Rapalan tuoteportfolio voidaan jakaa viiteen tuoteryhmään; Uistimet ja syötit, Koukut, Siimat, Tarvikkeet sekä Konsernin muut tuotteet. Rapala kattaa tärkeistä kalastustuotteista käytännössä kaikki, lukuun ottamatta vapoja ja keloja. Vapojen ja kelojen puuttuminen yhtiön omasta portfoliosta on selkeä ongelma ja uskomme Rapalan etsivän aktiivisesti vaihtoehtoa, jonka avulla se saisi myös vavat ja kelat omaan portfolioonsa.

Rapalan tuotemyynnin jakauma



Lähde: Rapala

Uistimet

Uistimien ja syöttien liikevaihto oli vuonna 2014 noin 76 MEUR ja osuus konsernin omista tuotteista noin 45 %. Uistimet ovat konsernin omista tuotteista myös kaikista kannattavimmat ja niiden myyntikate on arviomme mukaan noin 50-60 % riippuen hieman vuotuisesta myyntimixistä. Yhtiö on globaalisti suurin uistinvalmistaja ja sen markkinaosuus Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa on huomattava. Johtuen erittäin vahvasta markkinaosuudesta Yhdysvalloissa ja useissa Euroopan maissa, eivät nämä maat tarjoa yhtiölle enää merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Ainoa merkittävä kasvumahdollisuus kehittyneillä markkinoilla olisi laajentuminen Yhdysvaltojen pehmytmuoviuistinmarkkinoille, missä Rapalan markkina-osuus on vielä hyvin vaatimaton. Yhdysvaltojen pehmytmuoviuistinmarkkina on perinteistä uistinmarkkinaa suurempi ja näin ollen se tarjoaa yhtiölle merkittävää kasvupotentiaalia. Tämän potentiaalin hyödyntämisessä keskiöön nousee uusi Indonesian tehdas, joka tarjoaa yhtiölle huomattavasti aiempaa laadukkaamman kapasiteetin ja tämän myötä mahdollisuuden laajentua voimakkaammin myös tähän markkinaan.

Uistimet ovat konsernin selvästi merkittävin tuoteryhmä ja sen tärkeimmät brändit ovat: Rapala, Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox. Tämän lisäksi Rapala valmistaa ja myy syöttejä Dynamite Baits brändillä. Uistimet valmistetaan Rapala-brändin osalta Euroopassa (Suomi, Venäjä ja Viro) ja muiden brändien osalta uudella Indonesian tehtaalla. Dynamite Baitsin syötit valmistetaan Iso-Britanniassa. Rapala on maailman selvästi suurin uistinvalmistaja ja yhtiön kilpailuetu uistimissa perustuu vahvoihin brändeihin, tuotekehitykseen sekä liiketoiminnan mittakaavaetuihin.

Odotamme Uistimien ja syöttien liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna noin 15 % johtuen vahvasta dollarista, Pohjois-Amerikan hyvästä kysynnästä ja Indonesian tehtaasta. Myös lähivuosina odotamme liikevaihdon kasvavan kohtuullisesti (2015-2018 CAGR-% 6 %) johtuen Indonesian tehtaasta ja sen laajentuvasta tuotevalikoimasta. Kannattavuuteen emme odota muutoksia, sillä uistimissa brändiuskollisuus on erittäin korkea ja Rapalan mittakaavaedut tulevat säilymään.

Koukut (VMC)

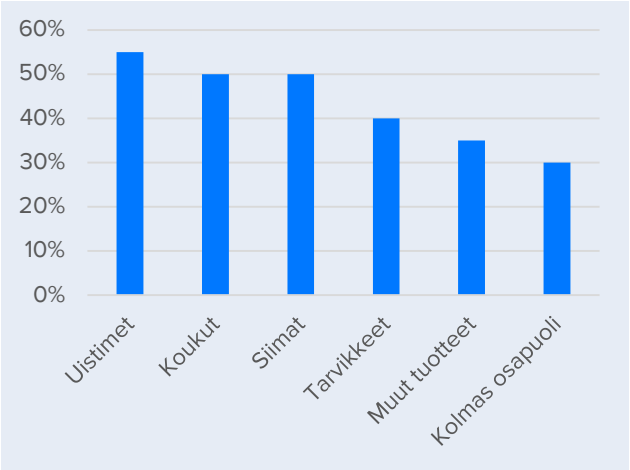
Rapala hankki ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n omistukseensa vuonna 2000. VMC on globaali markkinajohtaja kolmihaarakoukuissa ja arviomme mukaan sen markkinaosuus on yli 40 %. Yhtiö valmistaa myös yksi- ja kaksihaarakoukkuja, mutta niissä sen markkinaosuus on pienempi. Yhtiön tuotantolaitos sijaitsee Ranskassa ja tämän lisäksi koukkuja tuotetaan myös Indonesian tehtaalla. Koukkuliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2014 noin 20 MEUR.

Rapalalle VMC:n hankinta oli osittain myös strateginen, sillä VMC:n tuotannosta lähes puolet menee Rapalan omiin

tuotteisiin ja vain hieman yli puolet myydään konsernin ulkopuolelle. Koukut ovat erittäin kannattava tuoteryhmä ja arviomme mukaan niiden myyntikate on noin 50 %:n tuntumassa. Koukkuliiketoiminnan kilpailuetu perustuu liiketoiminnan mittakaavaetuihin sekä koukunvalmistusprosessin osaamiseen.

Koukkuliiketoiminnassa odotamme kasvun olevan lähivuosina noin 3 % vuodessa kasvun syntyessä etenkin kaksihaarakoukkujen puolelta.

Eri tuoteryhmien arvioitu myyntikate



Lähde: Inderes

Siimat

Rapala laajeni siimaliiketoimintaan voimakkaasti vuonna 2008, kun se osti siimabrändi Sufixin. Ostohetkellä Sufixin vuotuinen liikevaihto oli noin 10 MEUR, mutta Rapalan strategisena tavoitteena oli kasvattaa liikevaihtoa voimakkaasti ja laajentaa Sufixin tuoteperhettä. Yhtiön tavoitteena oli nostaa siimaliiketoiminnan liikevaihto 30-50 MEUR:n tasolle pitkällä aikavälillä parantamalla yhtiön brändipositiota ja laajentamalla jakelua. Siimaliiketoiminta ei kuitenkaan ole kasvanut yhtiön odotuksien mukaisesti, sillä vuonna 2014 sen liikevaihto oli 18 MEUR.

Sufix on viimeisen vuoden aikana uudistanut siimaliiketoimintansa tuoteportfoliotaan selvästi ja laajentunut myös nanosiimojen puolelle. Yhtiö on tuoteportfolionsa uudistamisen myötä vahvistanut asemiaan markkinan top-3 siimapelurina. Siimaliiketoiminta on myös hyvin kannattavaa ja sen myyntikate on arviomme mukaan noin 50 %. Näemme siimaliiketoiminnassa merkittävää kasvupotentiaalia uudistuneen tuotemalliston myötä ja odotamme sen kasvun kiihtyvän selvästi lähivuosina. Ennustamme siimaliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan noin 30 MEUR vuoteen 2018 mennessä, mikä vastaa keskimäärin 13 %:n vuosittaista orgaanista kasvua.

Tarvikkeet

Tarvikkeet-liiketoiminta sisältää paljon kalastukseen liitännäisiä pienempiä tuoteryhmiä, kuten esimerkiksi veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat ja säilytysjärjestelmät. Tarvikkeiden liikevaihto oli vuonna 2014 52 MEUR.

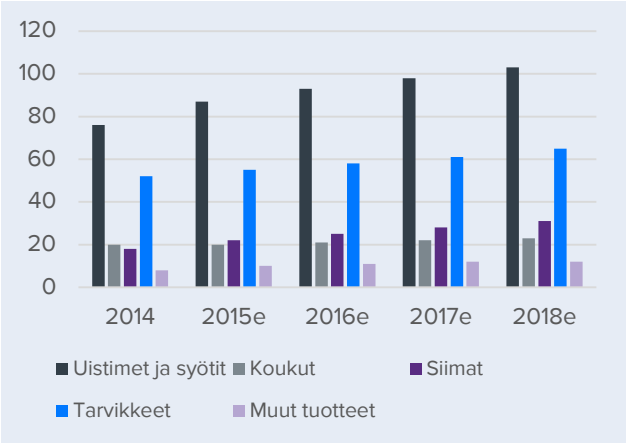
Tarvikeliiketoiminnan suurin haaste on se, että useat sen tuoteryhmät ovat volyymiltaan hyvin vaatimattomia (esim. aurinkolasit ja asusteet) ja näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima alihankkijoita kohtaan jää näiden tuotteiden osalta vaatimattomaksi. Tästä johtuen tarvikkeiden myyntikate on arviomme mukaan noin 40 % eli selvästi muita kalastustuotteita heikompi.

Rapala on uudistanut Tarvikkeet-liiketoimintansa tuotevalikoimaa selvästi viimeisen 12 kuukauden aikana ja uskomme tuotevalikoiman laajemman uudistamisen jatkuvan myös läpi kuluvan vuoden.

Näkemyksemme mukaan Tarvikkeet-tuoteryhmä tarjoaa suurimman kasvupotentiaalin Rapalan nykyisistä tuoteryhmistä, sillä Rapala kykenee sen sisällä laajentumaan täysin uusiin tuotekategorioihin. Hyvänä esimerkkinä tästä oli vuonna 2011 toteutettu laajentuminen jääkairoihin. Lisäksi Tarvikeliiketoiminta pitää sisällään mielenkiintoisen mahdollisuuden yhtiön brändien lisensioinnista. Rapala on aiemmin toteuttanut brändiensä lisensiointia hyvin rajallisesti, mistä yhtenä esimerkkinä on Rapalan ja Activisionin yhdessä lanseeraama Rapala Pro Fishing tietokonepeli. Brändien lisensiointi antaisi Rapalalle pääsyn täysin uusiin tuoteryhmiin ja esimerkiksi vaatetukseen laajentuminen lisensioinnin kautta tarjoaisi Rapalalle merkittäviä mahdollisuuksia, kun se pääsisi hyödyntämään jonkun globaalin vaatevalmistajan tuotanto- ja jakelukoneistoa. Toistaiseksi brändien lisensiointi on kuitenkin vasta ajatuksen tasolla ja emme huomioi sitä ennusteissamme.

Odotamme Tarvikkeet-liiketoiminnan kasvavan noin 6 % vuodessa lähivuosien aikana. Pidämme myös hyvin mahdollisena, että Rapala laajentaa tämän tuoteryhmän tarjontaa yritysostoilla.

Eri tuoteryhmien myynninkehitys 14-18e



Lähde: Inderes

Konsernin muut tuotteet

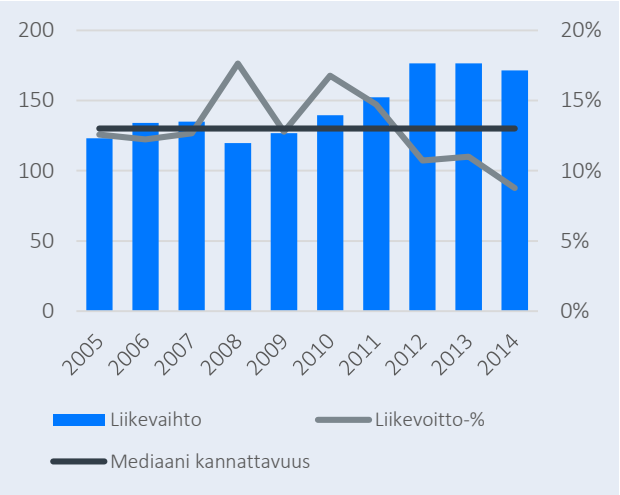
Konsernin muissa tuotteissa päätuoteryhmät ovat Marttiini-veitset sekä Peltonen-sukset. Muiden tuotteiden myynti oli vuonna 2014 noin 8 MEUR eli noin 3 % koko konsernin liikevaihdosta. Vuosi 2014 oli konsernin muille tuotteille vuoden 2013 tapaan erittäin vaikea, kun leuto talvi Suomessa piti suksien myynnin historiallisen heikkona jo toista vuotta putkeen. Muut tuotteet ovat samalla konsernin omista tuotteista kaikista heikoimmin kannattavia ja arviomme niiden myyntikatteen olevan alle 40 %.

Muut tuotteet tulevat arviomme mukaan kasvamaan selvästi vuonna 2015, kun suksimyynti palautuu normaalille tasolle johtuen jo pelkästään jakeluketjun erittäin matalista varastotasoista. Pidemmällä aikavälillä emme näe divisioonassa merkittävää potentiaalia yhtiölle ilman voimakasta epäorgaanista kasvua. Epäorgaanisen kasvun osalta pidämme mahdollisena, että Rapala laajenisi laajemmin ulkoilu- ja retkeilyliiketoimintaan ja tekisi tästä itselleen uuden tukijalan kalastustuotteiden rinnalle. Tämä olisi loogista, sillä Rapala jakelee tälläkin hetkellä huomattavan määrän ulkoiluun liitännäisiä kolmannen osapuolen tuotteita ja siten se voisi kasvattaa nykyisen jakeluketjunsa volyymia merkittävästi. Käytännössä tämä tarkoittaisi mielestämme sitä, että Rapala hankkisi omistukseensa jonkin 50-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevan ulkoilu- tai retkeilybrändin.

Kokonaisuutena odotamme Rapalan omien tuotteiden kasvavan lähivuosina noin 5 %:n vuositahtia. Mielestämme voimakkaampi liikevaihdon kasvu vaatisi kasvun vauhdittamista yritysostoilla, sillä Rapalan kasvupotentiaali on useilla markkinoilla ja useissa tuoteryhmissä erittäin rajallinen. Uskomme Rapalan jatkavan tuotetarjontansa täydentämistä pienemmillä yritysostoilla myös tulevaisuudessa. Vapojen ja kelojen suhteen uskomme yhtiön myös aktiivisesti pyrkivän löytämään ratkaisua, mitä käsittelemme tarkemmin Yritysjärjestelykappaleessa.

Omien tuotteiden myyntikate tulee pysymään hyvällä tasolla emmekä odota suuria muutoksia myyntimixissä tai kilpailudynamiikassa.

Omien tuotteiden historiallinen kehitys



Lähde: Rapala

Kolmansien osapuolten tuotteet

Rapala hyödyntää globaalia jakeluverkostoaan jakelemalla myös muiden valmistajien tuotteita sen läpi. Suurin tuoteryhmä kolmansien osapuolten osalta on kalastustuotteet ja muita tuoteryhmiä ovat talviurheilu, metsästys, ja ulkoilu. Yhteisenä nimittäjänä näillä kaikilla tuoteryhmillä on sama asiakaskunta, joihin kuuluvat esimerkiksi urheilukaupat ja suuret kauppaketjut. Käytännössä Rapala ostaa tuotteet niiden valmistajilta ja jakelee ne sen jälkeen oman jakeluverkostonsa läpi. Näin ollen Rapala kantaa tuotteisiin liittyvän varastoriskin itse.

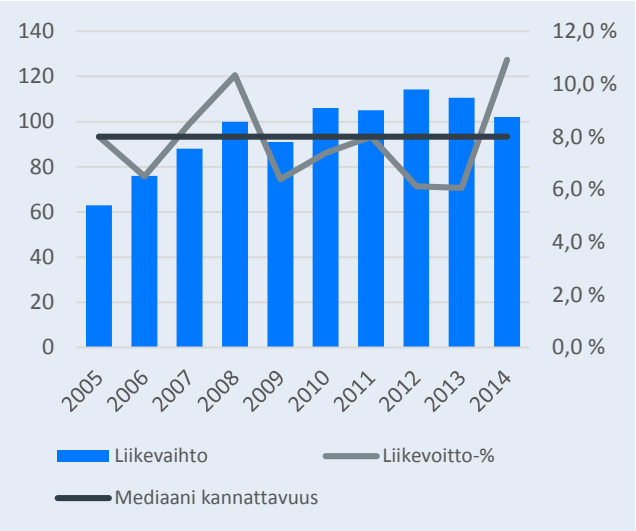
Kolmansien osapuolten tuotteiden liikevaihto on kasvanut vuoden 2005 jälkeen tasaisesti keskimäärin noin 7,5 % vuodessa. Divisioonan kannattavuus on arviomme mukaan ollut historiallisesti noin 8 %:n tuntumassa. Marginaali on luonnollisesti matalampi kuin konsernin omilla tuotteilla, sillä Rapala saa jakelutuotteista ainoastaan jakelumarginaalin, kun omilla tuotteilla yhtiö saa myös valmistusmarginaalin. Pidämme tätä historiallista 8 %:n liikevoittomarginaalitasoa kestävänä ja näkemyksemme mukaan liiketoiminnalla ei ole edellytyksiä selvästi korkeampiin marginaaleihin ilman merkittävää liikevaihdon kasvua ja parantunutta myyntimixiä. Vuosina 2012 ja 2013 kannattavuutta on rasittanut yksittäisten tuoteryhmien ongelmat (esim. metsästys) ja tämän myötä heikentynyt myyntimix. Pidämme tätä kuitenkin väliaikaisena haasteena ja odotamme

divisioonan palaavan normaalin kannattavuuteen lähivuosina.

Nykyisen asiakaskunnan osalta odotamme liikevaihdon kasvavan tulevina vuosina noin 5 % vuodessa. Uskomme, että yhtiö pyrkii aktiivisesti avaamaan uusia jakelusopimuksia ja nämä uudet päämiehet tulevat toimimaan myös kasvun moottorina.

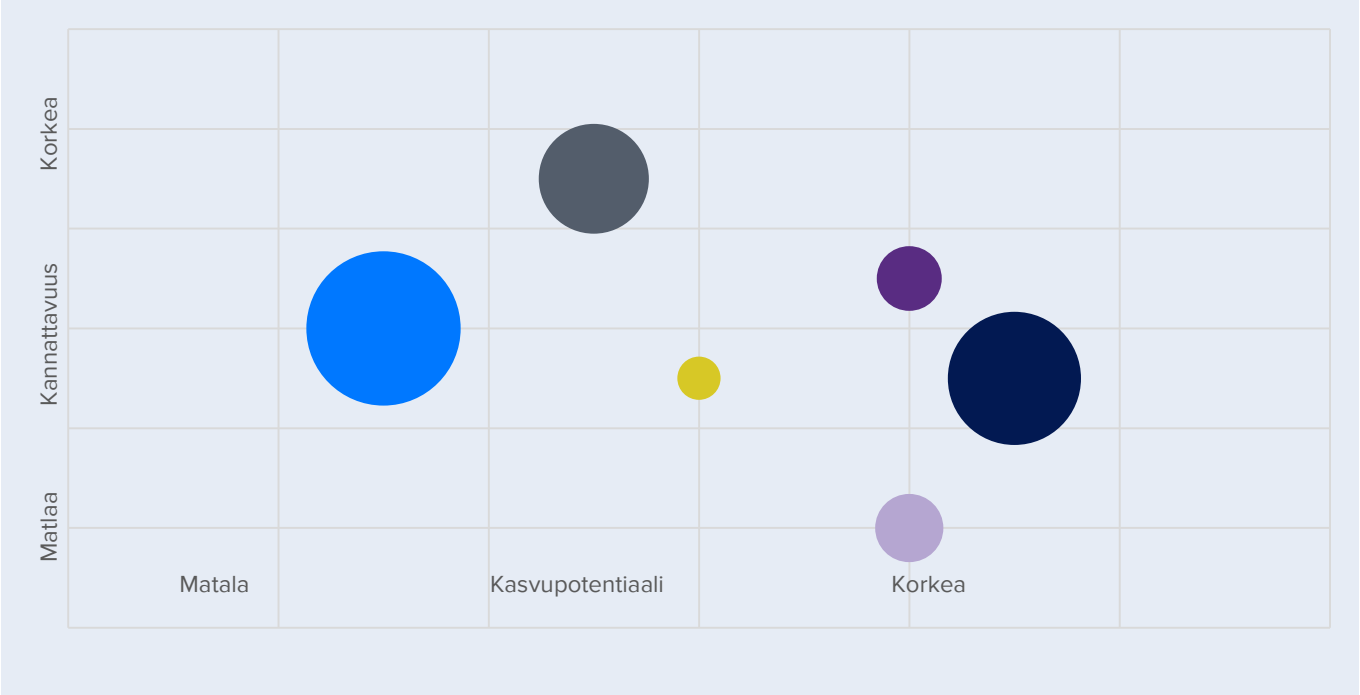
Kokonaisuutena kolmansien osapuolten tuotteiden jakelu tasaa yhtiön kausivaihtelua ja vähentää riippuvuutta perinteisistä kalastustuotteista ja näihin liittyvistä sesongeista. Lisäksi se täydentää yhtiön omaa tuoteportfoliota useissa maissa esimerkiksi vapojen ja kelojen osalta.

Kolmansien osapuolten kehitys 05-14



Lähde: Rapala

Tuoteryhmien kannattavuus ja potentiaali



Lähde: Inderes

- Uistimet
- Koukut
- Siimat
- Tarvikkeet
- Muut tuotteet
- Kolmas osapuoli

Strategia, kilpailuedut ja riskit

Rapalan strategiana kannattava kasvu, joka nojaa yhtiön vahvoihin kilpailuetuihin. Yhtiön kilpailuedut perustuvat vahvoihin brändeihin, laajaan jakeluun ja omaan valmistustoimintaan. Kilpailuedut ovat vahvat ja niistä osoituksena on yhtiön erittäin korkea myyntikatetaso. Keskeiset riskit liittyvät korkeisiin varastoihin, kaupan omiin tuotemerkkeihin ja Shimano-yhteistyöhön.

Strategia nojaa kilpailuetuihin

Rapalan strategiana on vuodesta 2005 asti ollut kannattava kasvu. Yhtiö on pyrkinyt kasvattamaan liikevaihtoaan laajentumalla uusille markkina-alueille ja samalla laajentamaan tuotetarjontaansa yritysostojen kautta. Strategia nojaa yhtiön kilpailuetuihin, jotka näkemyksemme mukaan ovat brändit, jakelu ja tuotanto.

Selvästi merkittävimpänä kilpailuetuna näemme yhtiön brändit. Rapalan brändiportfolio pitää sisällään useita kalastusvälinealan johtavia brändejä ja tämän takia yhtiöllä on erittäin vahva hinnoitteluvoima kuluttajia kohtaan. Etenkin uistimissa ja vieheissä kuluttajat ovat erittäin brändiuskollisia ja yhtiö kykenee veloittamaan huomattavasti korkeampia marginaaleja suhteessa kilpaileviin tuotteisiin.

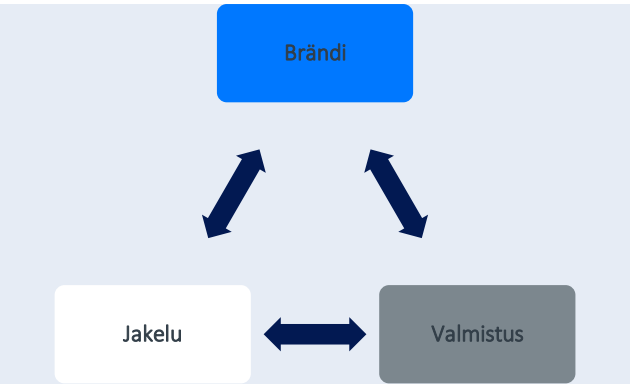
Toisena tärkeänä kilpailuedun kulmakivenä pidämme yhtiön omaa tuotantoa ja sen mittakaavaetuja. Rapala on useissa tuoteryhmissään selkeä markkinajohtaja ja esimerkiksi uistimissa yhtiön markkinaosuus on kehittyneillä markkinoilla arviomme mukaan yli 30 % ja kolmihaarakoukuissa yli 40 %. Suurten markkinaosuuksien myötä yhtiö saa tuotannolleen selkeitä mittakaavaetuja tehokkaamman tuotannon, hankinnan ja logistiikan kautta. Tämän tuotantoedun pitäisi alkaa heijastua kunnolla yhtiön tulokseen vuosien 2015 ja 2016 aikana, kun yhtiö saa Indonesian tehtaansa täyteen tuotantoon.

Kolmas kilpailuetu on mielestämme yhtiön jakeluverkosto. Jakeluverkosto on laajentunut tasaisesti ja vuoden 2014 lopussa se kattoi käytännössä kaikki yhtiön liiketoiminnan kannalta oleelliset maat (yhteensä 35 maata). Lisäksi yhtiön tuotteita myydään jakelijoiden kautta yli 140 maahan. Rapalan tuotteista kuitenkin valtaosa menee sen oman jakeluverkoston läpi ja vain alle 10 % menee muiden jakelijoiden kautta. Laaja jakeluverkosto tarjoaa Rapalalle kilpailuetua suhteessa sen kilpailijoihin, sillä yhtiö kykenee jakelemaan omat tuotteensa globaalisti selvästi kilpailijoita pienemmillä kustannuksilla. Lisäksi yhtiön neuvotteluasema paikallisia jälleenmyyjiä kohtaan on huomattavasti vahvempi oman jakelun myötä. Rapala myös jakelee jakeluverkostonsa läpi kolmannen osapuolen tuotteita korkeampien volyymien saavuttamiseksi ja liiketoiminnan kausiluonteisuuden vähentämiseksi. Laajan jakeluverkoston kääntöpuolena ovat korkeat varastotasot.

Kokonaisuutena Rapalan kilpailuedut ovat mielestämme erittäin vahvat ja yhtiö saa niiden kautta merkittävästi hinnoitteluvoimaa. Tästä osoituksena on erittäin korkea myyntikate: arviomme mukaan konsernin omien tuotteiden myyntikate noin 50 %. Pidämme yhtiön kilpailuetuja myös erittäin kestävinä emmekä näe toimintaympäristössä tai kilpailijakentässä sellaisia asioita, jotka voisivat dramaattisesti horjuttaa yhtiön nykyisiä kilpailuetuja.

Näkemyksemme mukaan kilpailuetujen vahvuus ja syvyys eivät kuitenkaan tällä hetkellä heijastu täysimääräisesti yhtiön tuloksessa. Rapalalla olisi sen kilpailuetujen puitteissa mielestämme potentiaalia selvästi nykyistä korkeampaan tulostasoon.

Rapalan kilpailuedut



Lähde: Inderes

Taloudelliset tavoitteet

Rapalan taloudelliset tavoitteet liittyvät sen pääomarakenteeseen ja ne ovat:

- Nettovelkaantumisaste alle 150 %
- Nettovelka/EBITDA (rullaava 12kk) alle 3,8x

Yhtiön nettovelka oli Q1'15 lopussa 114 MEUR ja 12 kuukauden rullaava käyttökate noin 33 MEUR. Nettovelka/EBITDA-kerroin oli näin ollen 3,4x ja nettovelkaantumisaste 76 %. Yhtiön rullaava 12 kuukauden tulos on tällä hetkellä selvästi alle sen potentiaalin ja lisäksi varastotasojen kasvu nostaa nettovelkaa. Tämä on

merkittävä selitys sen takana, että nettovelkaantumisasteen osalta yhtiöllä olisi tilaa kasvattaa velkapositiotaan merkittävästi, mutta nettovelka/käyttökatteen osalta yhtiöllä on vain vähän liikkumavaraa. Jotta tavoitteet olisivat linjassa keskenään pitäisi yhtiön käyttökatteen olla noin 40 MEUR ja varastotasojen noin 20 MEUR nykyistä alemmat. Tässä skenaariossa Rapala voisi ottaa noin 100 MEUR lisää velkaa esimerkiksi yritysostoja varten.

Riskit

Näkemyksemme mukaan Rapalan osakkeeseen liittyy useita merkittäviä riskejä. Yhtiötä arvioitaessa sijoittajien on syytä kiinnittää huomiota ainakin seuraaviin asioihin.

Liiketoiminnan kausiluontoisuus: Rapalan liiketoiminta painottuu vahvasti vuoden alkupuoliskolle, sillä uistinten ja muiden kalastustarvikkeiden myynnistä valtaosa ajoittuu keväälle. Siten liiketoiminnan kausiluonteisuus asettaa paineita Rapalan tuotantokoneistolle ja varastonhallinnalle. Lisäksi heikot sääolosuhteet (pitkittynyt talvi, sateinen kesä) saattavat vaikuttaa negatiivisesti sesongin myyntiin. Menetettyä myyntiä ei voi paikata enää loppuvuoden aikana johtuen verrattain lyhyestä kalastussesongista.

Korkeat varastotasot: Rapalan ongelmana on finanssikriisistä asti ollut korkeat varastotasot. Korkeat varastotasot eli toisin sanoen hitaasti kiertävä varasto kasvattaa alaskirjausten riskiä, jos esimerkiksi varastoon pakkautuu tuotteita joiden houkuttelevuus kuluttajien silmissä heikkenee uuden sesongin tai uusien tuotelanseerauksien myötä. Tällä hetkellä pidämme Rapalan varastoa verrattain kuranttina emmekä näe siinä alaskirjausriskejä lyhyellä aikavälillä.

Yritysostostrategiassa epäonnistuminen: Rapala on ollut aktiivinen toimija yrityskauppamarkkinoilla toteuttaessaan kasvustrategiaansa. Yrityskauppoihin liittyy aina riskejä, kuten 1) ylihinnan maksaminen, 2) avainhenkilöiden menettäminen, ja 3) integroinnissa epäonnistuminen. Historiallisesti Rapala on onnistunut yrityskaupoissa hyvin ja yrityskaupat ovat kokoluokaltaan olleet verrattain pieniä suhteessa Rapalan omaan kokoon. Näin ollen pidämme yrityskauppoihin liittyvää riskiä verrattain rajallisena.

Kaupan omat tuotemerkit: Rapalan suurimmat asiakkaat eli suuret vähittäiskaupat (Walmart, Target, Bass Pro Shops) ovat viime vuosikymmenen aikana panostaneet jatkuvasti enemmän omiin tuotemerkkeihinsä, mikä johtuu luonnollisesti niiden paremmista marginaaleista kaupan kannalta. Kaupan omat tuotemerkit vähentävät Rapalan omien tuotteiden saamaa hylly- ja mainostilaa ja kasvattavat samalla hintapaineita, sillä kaupan omat tuotemerkit ovat usein hinnoiteltu erittäin aggressiivisesti. Tätä väistämätöntä trendiä vastaan Rapalan paras kilpailusuoja ovat sen vahvat brändit ja niihin liittyvä kuluttajauskollisuus sekä oman tuotannon tehokkuus ja kilpailukyky.

Shimano-yhteistyö: Shimano on Rapalan suurin yksittäinen asiakas (Rapala myy noin 50 MEUR:lla Shimanon tuotteita) ja lisäksi Shimano myy Rapalan tuotteita useisiin maihin. Shimano-yhteistyön päättyminen heikentäisi Rapalan myyntiä lyhyellä aikavälillä selvästi. Pitkällä aikavälillä yhteistyöhön liittyy riskejä, sillä se on näkemyksemme mukaan tällä hetkellä keskeinen este sille, ettei Rapala saa jaeltua vapoja ja keloja Yhdysvalloissa. Lisäksi Rapalan myynti Keski-Euroopassa on varsin heikkoa johtuen Shimano-yhteistyöstä.

Markkinakatsaus & kilpailijakenttä

Globaali urheilukalastusmarkkina on erittäin defensiivinen ja vakaasti kasvava ala. Kilpailukenttä on edelleen hyvin pirstaleinen ja alalla on vain muutamia suurempia toimijoita. Pienten paikallisten toimijoiden osuus on edelleen merkittävä ja alalla onkin nähtävissä keskipitkällä aikavälillä selkeää konsolidaatiopainetta. Uskomme, että Rapala tulee olemaan aktiivinen toimija alan konsolidaatiossa myös jatkossa.

Urheilukalastusmarkkina on hyvin vakaa

Globaali kalastusvälinemarkkina voidaan jakaa kahtia urheilukalastukseen ja elinkeinoon liittyvään kalastukseen. Keskitymme tässä puhtaasti urheilukalastukseen, joka on Rapalalle oleellinen markkina. Globaalista urheilukalastus-markkinasta on saatavilla vain rajallisesti konkreettista tietoa ja kokonaisuutena ala on hyvin pirstaleinen. Arviomme mukaan alan koko on noin 5-8 miljardia euroa riippuen laskentatavasta ja tuoteryhmistä (esim. lasketaanko mukaan veneitä). Tästä markkinasta vapojen ja kelojen osuus on arviomme mukaan noin puolet. Toiseksi suurimpina tuoteryhminä ovat arviomme mukaan uistimet ja syötit.

Maantieteellisesti urheilukalastusmarkkina voidaan karkeasti jakaa kahtia: kehittyneisiin ja kehittyviin markkinoihin. Kehittyneet markkinat (Eurooppa, USA ja Japani) vastaavat valtaosaa globaalista urheilukalastusmarkkinasta johtuen puhtaasti suurista harrastajamääristä ja korkeammista elintasostandardeista. Kehittyneet markkinat ovat hyvin kypsät ja eivätkä ne enää kokonaisuutena juurikaan kasva. Näin ollen näillä markkinoilla ainoa tapa kasvaa on joko voittaa markkinaosuuksia kilpailijoilta tai laajentua uusiin tuoteryhmiin. Markkinaosuuksien voittaminen on Rapalalle vaikeaa, sillä useissa sen tuoteryhmissä (esim. koukut ja uistimet) sen markkinaosuus on niin suuri, että sen kasvattaminen alkaa olla lähes mahdotonta. Esimerkiksi kolmihaarakoukuissa yhtiön markkinaosuus globaalisti on arviomme mukaan yli 40 % ja kehittyneiden maiden uistinmarkkinoilla noin 30 %. Näin ollen kehittyneillä markkinoilla ainoaksi vaihtoehdoksi jää tuotetarjonnan laajentaminen. Rapala on viimeisen 10 vuoden aikana kasvattanut aktiivisesti tuotetarjontaansa perinteisten uistimien ulkopuolelle ja pyrkinyt pitämään kasvuaan yllä tämän avulla. Tuotetarjonnan laajentaminen on tarkoittanut kasvun hakemista yritysostojen kautta ja nykyisten brändien (etenkin Rapala-brändin) viemistä uusille tuote-alueille.

Kehittyvillä markkinoilla tilanne on taas täysin päinvastainen. Urheilukalastusmarkkinat kasvavat edelleen selvästi, sillä markkinan ajureina toimivat elintason nousu, kalastajien lukumäärän kasvu ja tietoisuuden lisääntyminen. Kokonaisuutena uskomme kalastustuotteiden kysynnän kasvavan kehittyvillä markkinoilla suunnilleen kulutuskysynnän tahdissa. Kasvuvauhti eri markkinoiden välillä poikkeaa huomattavasti, mutta arviomme mukaan keskimääräinen kasvuvauhti kehittyvillä markkinoilla on 10-15 %:n välillä.

Kokonaisuutena globaalit urheilukalastusmarkkinat kasvavat suunnilleen globaalin talouskasvun tahdissa (3-4 % vuodessa). Ala on hyvin defensiivinen ja yleisellä taloustilanteella on vain erittäin rajallisia vaikutuksia kokonaismyyntiin.

Pirstaleinen kilpailukenttä

Globaali urheilukalastusmarkkina on hyvin pirstaleinen. Rapala on arviomme mukaan alan neljänneksi suurin toimija 273 MEUR:n liikevaihdollaan. Alan suurimpien pelureiden, joita ovat Shimano, Globeride ja Jarden, liikevaihdot ovat 400-500 MEUR:n välissä. Viiden suurimman pelurin jälkeen alalla on vielä paljon 25-100 MEUR:n kokoluokassa olevia keskisuuria toimijoita ja lukematon määrä pienempiä paikallisia toimijoita. Näiden lisäksi viimeisen vuosikymmenen aikana on nähty trendinomainen kasvu kauppojen omien merkkien määrässä. Kauppojen omien merkkien osuutta koko markkinasta on vaikea arvioida, mutta näkemyksemme mukaan se on kehittyneillä markkinoilla merkittävä noin 10-20 %. Kehittyvillä markkinoilla luku on selvästi matalampi.

Toimialalla brändiyhtiöillä ei tyypillisesti ole omia liikkeitä, vaan myynti hoidetaan jälleenmyyjien kautta. Tämä johtuu arviomme mukaan suuresta kausivaihtelusta, joka tekisi oman kivijalkaliikkeen pyörittämisestä hyvin hankalaa. Näin ollen brändivalmistajilla on vain rajallisesti keinoja torjua kauppojen omien merkkien luomaa kilpailupainetta.

Alan suurimmista toimijoista Shimano ja Globeride (Daiwa) ovat fokusoineet toimintansa vapoihin ja keloihin. Isoista pelureista ainoastaan Jardenilla on laajempi ja lähes kaiken kattava tuoteportfolio. Muutenkin alan toimijat ovat keskittyneet useimmiten vain yksittäisiin tuoteryhmiin ja Rapalan kaltaisia useilla osa-alueille operoivia yhtiöitä on todella vähän. Olemme hahmotelleet Rapalan kilpailukenttää seuraavan sivun taulukossa ja taulukossa sivulla 16.

Rapalan keskeiset verrokkiyhtiöt

Yhtiö	Maa	Kalastus-liikevaihto (MEUR)	Tuotteet
Shimano	Japani	420	Vavat, kelat ja lisätarvikkeet
Globeride (Daiwa)	Japani	393	Vavat, kelat ja uistimet
Jarden (Pure Fishing)*	USA	400-500	Vavat, kelat, siimat ja pehmytmuoviuistimet
Rapala	Suomi	273	Uistimet, koukut, siimat ja lisätarvikkeet
Johnson Outdoors*	USA	230	Kalastuselektroniikka
Zebco*	USA	100	Vavat ja kelat
Gamakatsu*	Japani	100	Koukut, vavat, kelat ja lisätarvikkeet
Plano*	USA	50	Kalastuspakit ja laukut
Eagle Claw*	USA	50	Koukut, vavat, kelat ja lisätarvikkeet
Mustad*	Norja	50	Koukut ja lisätarvikkeet
Okuma*	Taiwan	45	Vavat ja kelat
Pradco*	USA	40	Vavat ja kelat
Simms*	USA	35	Vaatteet
StCroix*	USA	25	Vavat
Flambeau*	USA	25	Kalastuspakit ja laukut

**Inderes arvio*

Lähde: Inderes, Rapala ja yhtiöt

Kokonaisuutena suuret ja keskisuuret toimijat yhdessä kauppojen omien tuotemerkkien kanssa vastaavat arviomme mukaan noin 60 % kokonaismarkkinasta. Loput noin 40 % markkinasta on pienempien paikallisten toimijoiden hallussa.

Näkemyksemme mukaan markkinassa on keskipitkällä aikavälillä selkeää konsolidaatiopainetta. Pienten pelureiden rooli on edelleen varsin suuri ja nämä toimijat tarjoavat isommille toimijoille houkuttelevia mahdollisuuksia ostaa paikallinen brändi ja viedä se oman jakelunsa läpi laajempaan levitykseen. Uskomme, että konsolidaatiota tullaan näkemään myös keskisuurissa ja suurissa pelureissa, sillä toimialalla synergiat ovat hyvin selkeitä ja suuremmat volyymit tarjoavat selkeitä mittakaavaetuja sekä neuvotteluvoimaa isoja kauppoja vastaan. Rapala on ollut alalla aktiivinen konsolidaattori jo pidemmän aikaa ja uskomme yhtiön olevan keskeinen toimija toimialan konsolidaatiossa myös jatkossa.

Rapalan kilpailijakenttä

	Maa	Vavat	Kelat	Uistimet ja syötit	Koukut	Siimat	Pakit& laukut	Vaatteet	Elektroniikka	Muut kalastustuotteet
Shimano	Japani	+++	+++	+	-	++	-	+	-	+
Globeride (Daiwa)	Japani	+++	+++	+	-	+	-	-	-	+
Jarden (Pure Fishing)	USA	+++	+++	+++	-	+++	+	+	-	++
Rapala	Suomi	-	-	+++	+++	+++	+		-	+++
Johnson Outdoors	USA	-	-	-	-	-	-	-	+++	-
Zebco	USA	++	++	-	-	+	-	-	-	+
Gamakatsu	Japani	-	-	-	+++	-	-	+	-	-
Plano	USA	-	-	-	-	-	+++	-	-	-
Eagle Claw	USA	++	++	+	+++	+	-	-	-	+
Mustad	Norja	-	-	-	+++	-	-	-	-	-
Okuma	Japani	++	++	+	-	-	-	+	-	+
Pradco	USA	+	+	++	-	-	-	-	-	+
Simms	USA	-	-	-	-	-	+	+++	-	+
StCroix	USA	++	-	-	-	-	-	-	-	-
Flambeu	USA	-	-	-	-	-	+++	-	-	-

Symbolin merkitys

+++	Vahva markkina-asema
++	Keskikokoinen toimija
+	Pieni toimija
-	Ei mukana

Lähde: Inderes, Rapala ja yhtiöt

Taloudellinen tilanne

Rapala on historiansa aikana kasvanut tasaisesti ja kasvua on jatkuvasti vauhditettu yritysostoin. Kannattavuus on ollut paineessa johtuen etenkin tuotemixin muutoksista. Isossa kuvassa voidaan kuitenkin todeta, että yhtiön historiallinen kasvu on ollut kannattavaa. Nykyinen tase-asema on vahva ja se tarjoaa yhtiölle merkittävän taloudellisen liikkumavaran yrityskauppoja ajatellen. Korkeat varastotasot ovat yhtiölle selkeä ongelma ja varastotasoja alentamalla yhtiö pystyisi parantamaan pääoman tuottoaan selvästi.

Taseanalyysi

Tase on vahva

Pitkäaikaisen varallisuuden osalta Rapalan merkittävimmät omaisuuserät liittyvät aineettomaan omaisuuteen, jonka osuus yhtiön varoista on kokonaisuutena noin 70 MEUR. Taseessa on noin 48 MEUR:n arvosta liikearvoa ja 22 MEUR:n arvosta tavaramerkkejä, jotka ovat kertyneet sinne vuosien saatossa erilaisista yrityskaupoista. Sijoittajien on hyvä huomata, että liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä Rapalan omaa brändiä, jonka arvo on näkemyksemme mukaan jo itsessään selvästi taseeseen kirjattua aineetonta omaisuusmassaa korkeampi. Näin ollen näkemyksemme mukaan liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä mitenkään merkittävää alaskirjausriskiä.

Lyhytaikaisen varallisuuden osalta ylivoimaisesti suurin omaisuuserä on vaihto-omaisuus, jonka määrä vuoden 2014 lopussa oli 114 MEUR. Tästä vaihto-omaisuudesta valtaosa (90 %) on sidottuna varastoihin. Suhteessa liikevaihtoon vaihto-omaisuuden määrä oli vuoden 2014 lopussa noin 41,6 % ja sen määrä on pysynyt 40 %:n tuntumassa vuodesta 2008 alkaen. Varastotasot ovatkin erittäin korkeat, mikä selittyy osaltaan yhtiön liiketoimintamallilla. Rapalan liiketoimintaa johdetaan hyvin lokaalisti ja jakeluverkostossa jokaisella maalla on omat varastot.

Rapala on viimeisen 10 vuoden aikana pyrkinyt säännöllisesti alentamaan käyttöpääomaa erilaisin keinoin, mutta merkittävät tulokset ovat jääneet vähiin. Viimeisin laajempi käyttöpääoman alentamisohjelma tehtiin vuonna 2011, minkä seurauksena vaihto-omaisuuden määrä laski 41 %:sta 38 %:in. Viime vuosien hitaan kasvun ja Venäjän kriisin seurauksena yhtiön varastotasot ovat kuitenkin jälleen nousseet vuoden 2011 tasolle. Korkea vaihto-omaisuuden määrä on mielestämme yhtiölle ongelma, sillä se heikentää Rapalan oman pääoman tuottoa selvästi.

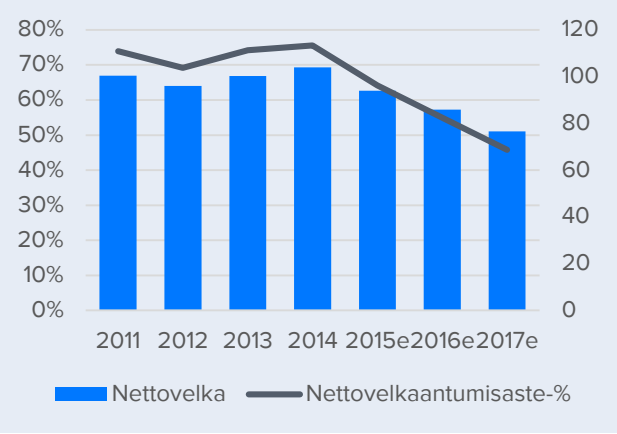
Vaihto-omaisuuden lisäksi myyntisaamiset ovat toinen merkittävä erä yhtiön lyhytaikaisessa varallisuudessa. Vuoden 2014 lopussa myyntisaamiset olivat 61 MEUR tai 22 % liikevaihdosta. Näkemyksemme mukaan tämä erä on jo nyt kohtuullisen hyvällä tasolla, kun huomioidaan yhtiön suurten asiakkaiden (suuret kauppaketjut kuten Walmart, Bass Pro, S-Ryhmä yms.) valtava neuvotteluvoima. Myyntisaamisten taso on noussut neljän vuoden aikana tasaisesti noin 0,8 % vuodessa. Pidämme tätä trendiä huolestuttavana, mutta osa tästä johtuu arviomme mukaan puhtaasti valuuttakursseista ja liikevaihdon laskusta. Odotamme myyntisaamisten laskevan hieman liikevaihdon kasvun myötä lähivuosina ja pidämme noin 21 %:n tasoa kestävänä yhtiölle pitkällä aikavälillä.

Rapalan oma pääoma oli vuoden 2014 lopussa 136,5 MEUR, josta määräysvallattomille omistajille kuuluva osuus on 8,2 MEUR. Käytännössä tämä tarkoittaa Shimanolle kuuluvaa osuutta Itä-Euroopan yhteisyrityksestä.

Taseessa on lisäksi nettovelkaa noin 100 MEUR ja velan keskimääräinen korkokustannus on noin 3 %. Korkokustannus on näkemyksemme mukaan edullinen ja kuvastaa rahoittajien korkeaa luottamusta yhtiötä kohtaan.

Ostovelkoja yhtiöllä oli 2014 lopussa 42 MEUR eli noin 15,8 % liikevaihdosta. Ostovelat ovat nousseet viimeisen vuoden aikana merkittävästi johtuen arviomme mukaan pitkälti valuuttakursseista. Pidämme pidemmällä aikavälillä historiallista noin 14 %:n tasoa kestävänä yhtiön ostovelkojen kannalta.

Nettovelka ja nettovelkaantumisaste 13-17e



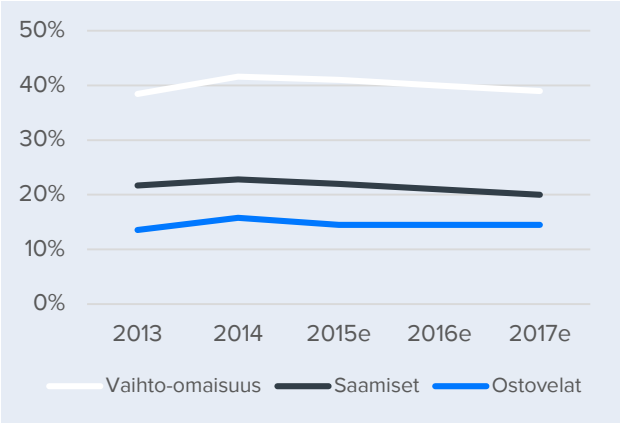
Lähde: Inderes, Rapala

Rapalan nettovelkaantumisaste oli 2014 lopussa 73 %. Näkemyksemme mukaan nykyinen nettovelkaantumisaste on hyvällä tasolla ja tarjoaa yhtiölle kohtuullista liikkumavaraa yritysostokentällä. Sijoittajien on tärkeä muistaa, että Rapalan liiketoiminta on erittäin defensiivistä ja yleinen talouskehitys vaikuttaa sen liiketoimintaan vain rajallisesti. Tästä osoituksena on yhtiön liikevoittomarginaali, joka on vuosien 2007-2013 välillä vaihdellut 9-13 % välillä finanssi- ja eurokriiseistä huolimatta. Defensiivisten rahavirtojensa turvin yhtiö kykenee kantamaan korkeampaa velkalastia ja näkemyksemme mukaan yhtiön kannattaakin käyttää kohtalaista velkavipua pääoman tuoton maksimoimiseksi.

Varasto-ongelmaan ei näkyvissä ratkaisua

Käyttöpääoman osalta emme odota merkittäviä muutoksia. Ostovelat ja saamiset tulevat arviomme mukaan pysymään historiallisilla tasoilla johtuen yhtiön positiosta arvoketjussa ja rajallisesta neuvotteluvoimasta molempiin suuntiin arvoketjua. Ostovelkojen suhteen pidämme mahdollisena, että Rapala pystyy tulevaisuudessa hieman kasvattamaan niiden määrää, sillä yhtiö alkaa keskittää hankintojaan suurempiin yksiköihin ja konsernitasolle. Esimerkkinä tästä on 2014 alussa kerrottu Euroopan Shimano-ostojen keskittäminen. Tämä antaa yhtiölle merkittävästi enemmän neuvotteluvoimaa tavarantoimittajia kohtaan ja tämän myötä mahdollisuuden parempiin maksuehtoihin. Korostamme kuitenkin, että kehityshanke on vasta alussa ja haluamme nähdä konkreettista positiivista kehitystä ennen ennustemuutoksia.

Käyttöpääoma 2013-2017e



Lähde: Inderes

Vaihto-omaisuuden osalta emme odota merkittäviä muutoksia, sillä näkemyksemme mukaan hyvin kevyen ja lokaalisti johdetun organisaation suurimpana haittapuolena ovat juuri korkeat varastotasot. Yhtiöllä on jälleen menossa käyttöpääoman vapauttamisesta ohjelma, jonka tarkoituksena on irrottaa varastoista arviomme mukaan noin 20 MEUR. Ottaen huomioon yhtiön aiemmat epäonnistumiset käyttöpääoman laskussa, suhtaudumme varauksella nykyisen ohjelman lopputulokseen.

Pidämme todennäköisenä, että varastotasojen merkittävämpi alentaminen vaatisi taakseen liiketoimintamallin suurempia muutoksia esimerkiksi varastojen keskittämisen kautta tai tuotesortimenttien selkeää pienentämistä. Pidemmällä aikavälillä pidämme mahdollisena ja jopa toivottavana, että yhtiö ottaisi tietyissä tuotteissaan käyttöön välivarastomallin (esim. Shimanon tuotteiden osalta). Tämä mahdollistaisi Rapalalle varastotasojen laskun eikä merkittävästi heikentäisi yhtiön reaktionopeutta asiakkaiden suuntaan. Huonona puolena välivarastoissa olisivat kohonneet kustannukset. Tuotesortimentin supistamisen osalta pidämme pientä siivousta mahdollisena, mutta isossa kuvassa yhtiön on pidettävä laaja tuotesortimentti palvellakseen eri maiden erilaisia tarpeita.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Rapalan varasto-ongelma ei ratkea nykyliiketoiminnan volyymin kasvulla tai yritysostosta syntyvällä kokoluokan kasvulla, vaan ongelman ytimenä on liiketoimintamalli ja paikalliset varastot. Näin ollen sijoittajien pitää hyväksyä ne osana yhtiön liiketoimintamallia.

Korkeat varastotasot pitävät kuitenkin sisällään mahdollisuuden voimakkaaseen arvon purkautumiseen. Mikäli Rapala kykenisi laskemaan varastotasojaan selvästi ja näin pienentämään vaihto-omaisuuden sitoutumista, vapautuisi yhtiölle merkittävästi pääomaa ja pääoman tuotto paransi selvästi. Jos varastotasot laskisivat esimerkiksi 25 %:lla, laskisi vaihto-omaisuuden määrä suhteessa liikevaihtoon noin 30 %:iin. Tämä vapauttaisi yhtiöltä hieman yli 25 MEUR pääomaa eli yli 0,70 euroa/osake. Tämä pääoma voitaisiin allokoida joko kasvuinvestointeihin tai vaihtoehtoisesti jakaa omistajille. Näin ollen käyttöpääoman kehitys ja siihen liittyvät projektit ovat yksi keskeisimpiä asioita, joita sijoittajan tulee seurata keskipitkällä aikavälillä.

Historiallinen kehitys

Rapala on perustettu vuonna 1936 Suomessa kalastaja Lauri Rapalan toimesta. Seuraavan kolmen vuosikymmenen aikana yhtiöstä kasvoi johtava kotimainen uistintenvalmistaja ja yhtiö alkoi myös viedä tuotteitaan Suomen ulkopuolelle mm. muihin Pohjoismaihin ja Yhdysvaltoihin. 70- ja 80-luvuilla Rapala kansainvälistyi voimakkaasti ja yhä suurempi osa tuotannosta meni vientiin. Myös yhtiön tuotantokapasiteetti kasvoi täysin uudelle tasolle ja tuoteportfoliota laajennettiin uistinten ulkopuolelle.

90-luvulla Rapala jatkoi kansainvälisen jakeluverkostonsa kasvattamista ja yhtiö solmi strategisesti tärkeän jakeluyhteistyön japanilaisen Shimanon kanssa. Vuonna 1998 Rapala listautui Helsingin pörssiin johdon ja pääomasijoittajien ostettua yhtiön sen vanhoilta omistajilta. 2000-luvun alussa Rapala laajensi tuotetarjontaan selvästi ja se hankki omistukseensa ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n (2000), kiinalaisen uistinvalmistaja Willtechin (2001) ja Etelä-Afrikkalaisen uistinvalmistaja Williamsonin (2004).

Yhtiö jatkoi myös jakeluverkostonsa laajentamista useisiin uusiin maihin. Tänä aikana Rapalan liikevaihto kasvoi myös uudelle tasolle nousten vuoden 1998 vajaasta 100 MEUR:sta vuoden 2004 174 MEUR:oon. Samalla ajanjaksolla liikevoittomarginaali on laskenut 17 %:sta 11,5 %:iin. Marginaalin heikentyminen johtui arviomme mukaan tuotemixin muutoksista (uistimien paino väheni) ja kolmansien osapuolten tuotteiden kasvusta (Rapala saa vain jakelukatteen).

Vuodesta 2005 alkaen Rapala on toteuttanut kannattavan kasvun strategiaansa. Vuosien 2005-2008 aikana yhtiö toteutti useita yritysostoja, joista merkittävin oli yhdysvaltalaisen uistinvalmistaja Luhr Jensenin hankinta vuonna 2005. Tänä aikana yhtiön liikevaihto jatkoi ripeää kasvuaan ja liikevaihto nousi vuoden 2004 174 MEUR:sta vuoden 2008 243 MEUR:oon. Vuosien 2005-2008 liikevoittomarginaali pysyi vakaana 10-13 %:n välillä.

Vuoden 2008 finanssikriisi iski myös Rapalaan ja liikevaihto laski 3,5 % vuonna 2009, kun taas liiketulos heikkeni noin 30 % 22 MEUR:oon (2008: 31,3 MEUR). Sekä liikevoiton että liikevaihdon heikentymisen taustalla oli etenkin kolmansien osapuolten tuotteiden myynti, jonka volyymi ja katteet laskivat selvästi. Merkittävin operatiivinen muutos finanssikriisin osalta koski Rapalan varastoja. Varastotasot suhteessa liikevaihtoon kasvoivat vuonna 2008 40,5 %:iin vuoden 2007 34,8 %:sta. Tämä nousu selittyy etenkin asiakkaiden ostokäyttäytymisen muutoksilla sekä varastoriskin siirtämisellä arvoketjussa taaksepäin tuotteiden jakelijoille ja valmistajille. Lisäksi Venäjä-liiketoiminta on nostanut yhtiön varastotasoja johtuen maan vaikeista rajamuodollisuuksista. Korkeat varastotasot ovatkin olleet Rapalan ongelmana vuodesta 2008 alkaen.

Kokonaisuutena Rapala selvisi finanssikriisistä verrattain pienin vaurioin, mikä on mielestämme hyvä osoitus konsernin liiketoiminnan defensiivisyydestä. Liiketoiminnan volyymi toipui finanssikriisistä myös verrattain nopeasti, sillä vuoden 2010 liikevaihto kasvoi yli 15 % ja liikevoittomarginaali elpyi 11,6 %:iin (2009: 9,4 %).

Merkittävimmät yrityskaupat

Yhtiö	Vuosi	Vuotuinen liikevaihto (MEUR)	Hankitut tuotteet
Storm	1999	4	Muovirunkoiset vaaput
Willtech	2000	10	Uistinvalmistaja
VMC	2000	22	Koukut
Luhr Jensen	2005	8	Uistimet
Peltonen	2005	5	Sukset
Marttiini	2005	5	Puukot
Tortue	2006	3	Siimat
Sufix	2008	10	Siimat
Dynamite	2010	8	Syötit
Mora Ice	2012	3	Jääkalastus USA
Strike Master	2012	3	Jääkalastus Eurooppa

Lähde: Rapala, Inderes

Vuonna 2011 globaalin talouden epävarmuus heijastui myös Rapalan kehitykseen ja etenkin Euroopan ja Yhdysvaltojen liikevaihto kehittyi pehmeästi. Myös myöhästynyt talvi heikensi silloin myyntiä. Liikevoitto pysyi kuitenkin hyvällä tasolla ja oli noin 11 % liikevaihdosta. Tilikauden aikana Rapala teki merkittävän strategisen päätöksen, kun yhtiö päätti avata uuden tehtaan Indonesiaan korvaamaan yhtiön Kiinan tehtaiden tuotantoa. Tehdas keskittyy erityisesti uistinten valmistukseen ja on täydessä kapasiteetissaan maailman suurin uistintehdas.

Rapala jatkoi kasvuaan vuonna 2012 ja raportoitu liikevaihto nousi 291 MEUR:oon (+4 %). Kun huomioidaan lisäksi vuoden 2011 lopulla myyty lahjatavaraliiketoiminta, kasvoi vertailukelpoinen liikevaihto noin 7 %. Liikevoittomarginaali sen sijaan laski 8,9 %:iin (2011: 11,0 %), mikä oli selkeä pettymys. Heikentyneen liikevoittomarginaalin taustalla oli Indonesian tehtaan ylösajo ja myyntimixin heikentyminen. Myyntimix heikkeni yhtiön varastojen pienentämiseen tähdänneiden projektien myötä, joiden seurauksena varaston heikoiten kiertävää osaa myytiin matalammilla marginaaleilla. Vuonna 20112 konserni teki myös kaksi yrityskauppaa, kun se laajeni talvikalastukseen ostamalla kairavalmistajat Mora Icen ja Strike Masterin.

Vuodet 2013 ja 2014 olivat Rapalalle kokonaisuutena erittäin haastavia vuosi. Erittäin vahva euro rasitti yhtiön liikevaihtoa ja raportoitu liikevaihto laski 273 MEUR:oon. Indonesian tehtaan ylösajoon liittyvät kannattavuusongelmat jatkuivat ja liikevoittomarginaali jäi 8,4 %:iin. Indonesian tehtaan ylösajon lisäksi marginaaleja rasittivat tuotannon siirrot Kiinan tehtaalta Indonesiaan, varastojen siivous, tappiot Iso-Britannian liiketoiminnassa ja Venäjän markkinan romahdus. Näkemyksemme mukaan yhtiön liikevoitto oli vuonna 2014 noin 4 prosenttiyksikköä (tai 10 MEUR) alle sen normaalisoidun tulostason.

Kokonaisuutena Rapalan liikevaihto on 17 vuoden aikana pörssilistautumisensa jälkeen kasvanut keskimäärin noin 7 % vuodessa. Arviomme mukaan tästä kasvusta noin 4 % on syntynyt epäorgaanisesti yritysostojen avulla ja noin 3 % orgaanisesti markkinoiden kasvun, jakeluverkoston laajentumisen sekä tuotetarjonnan kasvun myötä.

Maantieteellisesti kasvu on ollut voimakkainta Itä-Euroopassa ja muilla uusilla markkinoilla, jotka ovat toimineet kasvun moottoreina viimeisen 10 vuoden aikana. Pohjois-Amerikassa kasvu on ollut kohtuullista, mikä johtuu etenkin talouden elpymisestä viime vuosina. Pohjoismaissa orgaaninen kasvu on ollut heikkoa saturoituneen markkinan ja erittäin vahvasta markkina-aseman takia.

Samaan aikaan yhtiön liikevoitto on kasvanut noin 4 % vuodessa. Liikevoiton liikevaihtoa hitaampi kasvu johtuu näkemyksemme mukaan etenkin siitä, että aikaisemmin yhtiön tuotetarjonta keskittyi pelkästään erittäin korkean myyntikatteen uistimiin. Yhtiö on viimeisen 15 vuoden aikana laajentanut tarjontaansa huomattavasti ja lähes kaikkien uusien tuoteryhmien kannattavuus on uistimia heikompi.

Rapala myös jakelee muiden valmistajien tuotteita, mistä aiheutuva ns. valmistusmarginaalin puuttuminen heijastuu

luonnollisesti jakeluliiketoiminnan kannattavuudessa. Jakeluliiketoiminnan osuus on kasvanut viimeisen 15 vuoden aikana merkittävästi ja se kattoi vuonna 2014 noin 40 % koko konsernin myynnistä.

Myyntimixin heikentyminen on heijastunut myös yhtiön liikevoittomarginaalissa, joka on laskenut vuoden 1999 noin 17 %:sta vuoden 2014 noin 9 %:iin. On toki hyvä huomata, että tämä 9 % on näkemyksemme mukaan selvästi alle yhtiön normalisoidun kannattavuustason.

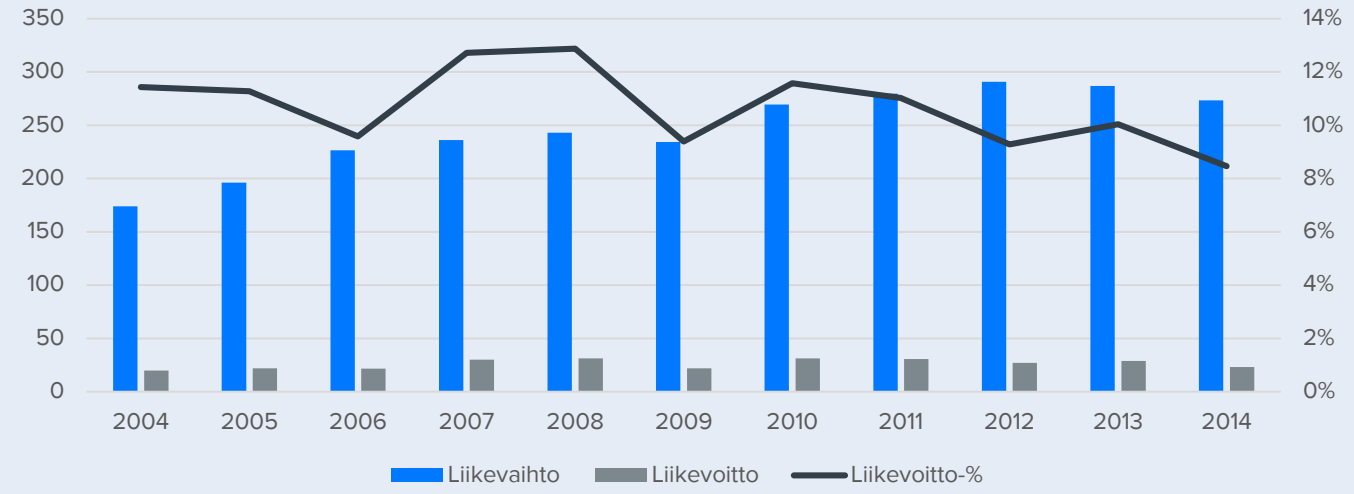
Tase & liiketoiminnan kehitys

Tase

Vastaava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	**113,7**	**120,9**	**111,7**	**111,0**
Aineettomat hyödykkeet	70,0	74,4	74,3	74,2
Aineelliset hyödykkeet	30,6	30,5	30,1	29,5
Muut sijoitukset	3,0	3,0	3,0	3,0
Korottomat muut saamiset	2,0	4,3	4,3	4,3
Laskennalliset verosaamiset	8,1	8,7	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	**190,3**	**189,4**	**202,4**	**208,3**
Vaihto-omaisuus	110,3	113,8	120,3	124,4
Muut lyhytaikaiset varat	1,0	1,1	0,0	0,0
Saamiset	62,1	62,3	64,5	65,3
Likvidit varat	16,9	12,2	17,6	18,7
Taseen loppusumma	**304,0**	**310,3**	**314,1**	**319,3**

Vastattava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e
Oma pääoma	**135,1**	**137,7**	**146,5**	**156,2**
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarat	106,0	109,5	117,1	124,2
Omat osakkeet	-4,4	-5,2	-5,2	-5,2
Sijoitetun vap. oman pääoman rah.	17,9	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	12,0	8,2	9,4	12,0
Pitkäaikaiset velat	**52,2**	**85,6**	**82,9**	**78,5**
Laskennallinen verovelka	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahoitusvelat	39,4	72,3	69,4	65,0
Muut pitkäaikaiset velat	12,8	13,3	13,5	13,5
Lyhytaikainen velka	**116,7**	**87,0**	**84,7**	**84,6**
Rahoitusvelat	77,8	43,9	42,1	39,5
Ostovelat	38,9	43,1	42,5	45,1
Taseen loppusumma	**304,0**	**310,3**	**314,1**	**319,3**

Liiketoiminnan historiallinen kehitys



Jakelu ja Shimano yhteistyö

Rapalan jakeluverkosto on globaali ja se kattaa yhtiön kannalta kaikki merkittävät kalastusmarkkinat. Valtaosa yhtiön myynnistä menee oman jakelukanavan läpi ja vain pieni osa menee kumppanien jakelun kautta. Vahva oma jakeluketju parantaa yhtiön hinnoitteluvoimaa suhteessa kauppaan. Rapalan ja Shimanon kaksijakoinen yhteistyö on mielestämme eräänlaisessa pattitilanteessa ja yhteistyön pitäisi näkemyksemme kehittyä eteenpäin, sillä nykytilanteessa yhteistyö on Rapalan kannalta pitkällä aikavälillä kestämätön.

Jakelu

Osa Rapalan kilpailuedusta perustuu yhtiön laajaan jakeluverkostoon. Rapalan jakelee tuotteensa globaalisti sen oman jakeluverkoston tai kumppanien avulla. Yhtiön oma jakeluverkosto on laajentunut tasaisesti kattaen tällä hetkellä 37 maata joissa on jakeluyhtiö tai joista omistusosuus on 50 % tai enemmän. Tämän lisäksi Rapalalla on monimuotoinen jakeluyhteistyö Shimanon kanssa, mitä käsittelemme tarkemmin tässä kappaleessa. Tämän lisäksi Rapalalla on paikallisia jakelijoita noin sadassa maassa. Näiden maiden volyymi ei ole riittävä, jotta yhtiön kannattaisi perustaa sinne omaa jakelua ja näin ollen paikallisten jakelijoiden käyttö on järkevintä.

Arviomme mukaan yli 90 % Rapalan liikevaihdosta menee oman jakeluverkoston kautta ja noin 5 % Shimano-yhteistyön kautta. Paikallisjakelijoiden osuus on suuresta maapeitosta huolimatta verrattain rajallinen ja arviomme mukaan se kattaa noin 5 % yhtiön liikevaihdosta.

Emme odota Rapalan jakeluverkoston laajenevan enää kovinkaan aggressiivisesti, sillä se kattaa jo lähes kaikki yhtiön kannalta merkittävät markkinat. Käytännössä laajentuminen uusille markkinoille tulee jatkossa tapahtumaan yritysostoin.

Jakelun pitäminen yhtiön omissa käsissä parantaa yhtiön kykyä saada omia tuotteita kaupan valikoimiin, antaa paremman tuntuman loppumarkkinan asiakaskysynnästä, parantaa yhtiön marginaaleja ja mahdollistaa nopean reagoinnin kysynnän muutoksiin. Kääntöpuolena ovat korkeat varastotasot.

Shimano-yhteistyö

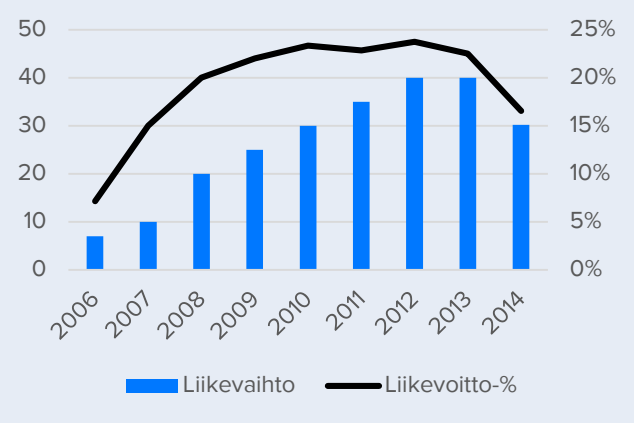
Shimano on ollut Rapalalle strateginen kumppani jo 1990-luvulta asti. Nykyisen yhteistyö voidaan jakaa viiteen osaan:

- Rapalan ja Shimanon yhteisyritys Iso-Britanniassa (omistus 50/50, Shimanolla määräysvalta)
- Rapalan ja Shimanon yhteisyritys Itä-Euroopassa (omistus 50/50, Rapalalla määräysvalta)
- Shimano jakelee Rapalan tuotteita tietyillä Keski-Euroopan markkinoilla yksinoikeudella
- Rapala jakelee Shimanon tuotteita useisiin Euroopan maihin oman jakeluverkostonsa puitteissa yksinoikeudella
- Shimano omistaa 33 % Rapalan Unkarin ja Romanian jakeluyhtiöistä

Shimano on myös Rapalan kuudenneksi suurin osakkeenomistaja noin 2,3 %:n omistuksella. Shimano hankki osakkeet suunnatussa osakeannissa Itä-Euroopan yhteisyritystä muodostettaessa (2007).

Rapalalla on määräysvalta Itä-Euroopan yhteisyrityksessä ja yhteistyö on ollut alusta asti erittäin menestyksekästä. Yhteisyrityksen liikevaihto on kasvanut voimakkaasti sen perustamisesta (2007) asti ja arviomme mukaan Itä-Euroopan yhteisyrityksen liikevaihto oli vuonna 2014 noin 30 MEUR. Toiminta on ollut myös hyvin kannattavaa, sillä liikevoittomarginaali on jatkuvasti ollut yli 20 %. Itä-Euroopan jakeluyhteistyön erinomainen kehitys näkyy myös Rapalan tuloslaskelmassa. Rapala maksaa Shimanolle vähemmistöosakkaille kuuluvan osan tuloslaskelman määräysvallattomien omistajien osuuden kautta. Tämän erän merkitys on viimevuosina kasvanut selvästi ja siksi sijoittajien onkin tärkeää seurata myös osakekohtaisen tuloksen kehitystä. Odotamme tämän yhteisyrityksen jatkavan positiivista kehitystään myös tulevaisuudessa Itä-Euroopan kalastusmarkkinoiden kasvun myötä. Kannattavuuden odotamme palautuvan normaalille tasolle ensi vuonna, kun Venäjän meneillään oleva kriisi hellittää.

Venäjän yhteisyrityksen kehitys

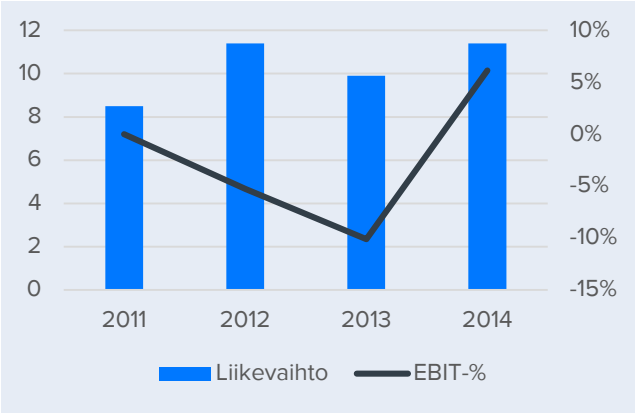


Lähde: Inderes

Iso-Britannian yhteisyritys perustettiin vuonna 2011 ja omistus on jaettu tasan 50/50. Yhtiötä johdetaan kuitenkin Shimanon filosofian ja strategian mukaisesti, sillä yhtiö oli ennen vuotta 2011 kokonaan Shimanon omistama.

Yhteisyritys jakelee Rapalan tuotteista etenkin Dynamite Baits syöttejä ja Rapalan alkuperäisenä tavoitteena oli kaksinkertaistaa Dynamite Baitsin liikevaihto nopeasti (2010 liikevaihto noin 8 MEUR). Tästä tavoitteesta on jääty selvästi eikä yhteisyrityksen kehitys ole vastannut odotuksia. Päin vastoin kehitys on ollut heikkoa ja tulos oli vuodet 2012-2013 tappiolla. Vuonna 2014 yhtiön liikevaihto saatiin johtajavaihdoksen myötä kasvuun (2014: 11,4 MEUR) ja samalla kannattavuus nousi selvästi voitolliseksi (2014 EBIT-%: 6,1 %). Uskomme, että pahin on Iso-Britannian yhteisyrityksen osalta nyt takana ja odotamme liikevaihdon kasvavan tasaisesti ja kannattavuuden nousevan asteittain noin 8 % tasolle.

Iso-Britannian yhteisyritys 2011-2014



Lähde: Inderes

Shimano jakelee Rapalan tuotteita yksinoikeudella Euroopassa Saksaan, Hollantiin, Italiaan ja Belgiaan. Näkemyksemme mukaan myyntimäärät tälle alueelle ovat suhteettoman pieniä, sillä näiden neljän maan yhdistetty liikevaihto Rapalalle on alle 30 MEUR, kun esimerkiksi Rapalan itse hoitaman Ranskan liikevaihto on yksistään yli 35 MEUR. Ottaen huomioon, että näiden neljän maan yhdistetty kalastusmarkkina on vähintään kaksi kertaa suurempi kuin Ranskan markkina, pitäisi Rapalan tuotteiden liikevaihdon alueelta olla yli kaksinkertainen. Arviomme mukaan Rapalan menetetty liikevaihtopotentiaali näissä Euroopan maissa on noin 30-40 MEUR. Näkemystämme tukee myös se, että Shimanolla on ongelmia Rapalan tuotteiden jakelussa myös Iso-Britanniassa. Uskomme, että jakelun ottaminen Rapalan omiin käsiin näillä markkinoilla tarjoaisi sille merkittävää kasvupotentiaalia. Liikevoittomielessä yhtiö menettää Keski-Euroopassa arviomme mukaan noin 5-6 MEUR. Emme kuitenkaan pidä jakelun siirtymästä Rapalan omiin käsiin tällä alueella mahdollisena, ellei Shimano-yhteistyössä tapahdu suurempia muutoksia.

Rapala jakelee Shimanon tuotteita useilla Euroopan markkinoilla oman jakeluverkostonsa kautta yksinoikeudella. Kokonaisuutena arvioimme, että Rapalan Shimano-jakelun arvo on yhteensä noin 50 MEUR ja näin ollen se on selvästi yhtiön suurin päämies Kolmansien osapuolten tuotteiden osalta (osuus tästä noin 50 %). Ongelmana Shimanon tuotteiden jakelussa Rapalan kannalta on se, että Shimano ei ole ollut halukas laajentamaan yhteistyötä Euroopan ulkopuolelle. Toisaalta erittäin pitkäaikaisen ja syvän yhteistyön takia ei Rapala ole voinut ottaa minkään muun merkittävän vapa- ja kelavalmistajan tuotteita laajempaan jakeluun esimerkiksi Pohjois-Amerikassa. Näin ollen Rapalalla ei ole tarjota keloja ja vapoja yhtiön Pohjois-Amerikan asiakkaille. Tietyillä pienemmillä kehittyvillä markkinoilla Rapala on ottanut jakeluunsa myös muiden merkittävien vapa- ja kelavalmistajien tuotteita, mutta uskomme, että laajempi jakelu jonkun muun kuin Shimanon vapojen ja kelojen osalta ei ole mahdollista nykyisen yhteistyön puitteissa.

Shimano-yhteistyön on pakko kehittyä

Kokonaisuutena Rapalan ja Shimanon yhteistyö on hyvin kaksijakoista. Toisaalta osapuolet ovat monelta osin hyvin riippuvaisia toisistaan ja etenkin Itä-Euroopan yhteisyritys on äärimmäisen kannattava ja toimiva molempien osapuolten osalta. Myös Shimanon suuret volyymit mahdollistavat osaltaan Rapalan nykyisen erittäin laajan jakeluverkoston toimivuuden. Toisaalta yhteistyössä on useita ongelmakohtia etenkin Rapalan kannalta. Iso-Britannian yhteisyrityksen kannalta pahin on nyt takana, mutta myös täällä näemme Rapalan tuotteille nykyistä enemmän myyntipotentiaalia. Shimanon matalat myyntiluvut Rapalan tuotteille Euroopassa ja ennen kaikkea niin sanottu ”pattitilanne” vapa- ja kelajakelun kanssa ovat kuitenkin merkittäviä ongelmia Rapalalle. Näkemyksemme mukaan yhtiön pitää jollain aikavälillä saada myös ratkaisu niihin.

Etenkin vapojen ja kelojen globaalin jakelun suhteen tilanne on pitkällä aikavälillä mielestämme kestämätön. Vapojen ja kelojen osalta näemme tilanteeseen kolme mahdollista ratkaisua. 1) Rapala ja Shimano voivat syventää jakeluyhteistyötään, jonka puitteissa Rapala saisi Shimanon vapojen ja kelojen jakeluoikeiden muillekin markkinoille ja etenkin Pohjois-Amerikkaan. 2) Rapala alkaa jaella myös muiden valmistajien vapoja ja keloja Shimanon rinnalla. 3) Yritysjärjestely, jossa Rapala ostaisi Shimanon kalastusliiketoiminnan, Shimano ostaisi Rapalan tai vaihtoehtoisesti Rapala ostaisi jonkun muun toimijan vapa- ja kelatoiminnot. Pidämme todennäköisimpänä ratkaisuna yritysjärjestelyä ja käsittelemme aihetta tarkemmin viimeisessä kappaleessa.

Kokonaisuutena tämän ongelman ratkaisu kasvattaisi Rapalan liikevaihtoa tuntuvasti ja nostaisi yhtiön arvoa selvästi. Näin ollen Shimano-kuvion selkeytyminen on sijoittajan kannalta yksi keskeisiä asioita, joita Rapalassa kannattaa seurata lähivuosien aikana.

Rapalan jakeluverkosto

Rapalan oma jakelu

Rapala-Shimano jakelu

Shimanon jakelu

Paikalliset jakelijat

Muu Eurooppa
Muu maailma
Noin 100 maata

Tulevaisuuden ennusteet ja arvostus

Rapalan lähivuosien teemana on paluu takaisin orgaaniselle kasvu-uralle. Kun yhtiö saa asteittain myös kannattavuutensa normalisoitua, niin uskomme sen fokuksen kääntyvän asteittain myös yritysjärjestelyihin. Yhtiö on yritysjärjestelyjen näkökulmasta erittäin mielenkiintoisessa tilanteessa ja uskomme, että yhtiön täyden potentiaalin esiintuomiseksi sen pitää toteuttaa merkittävä yritysjärjestely.

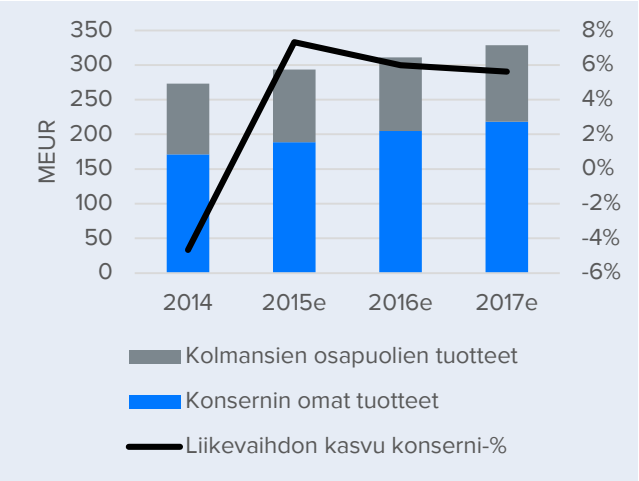
Tulevaisuuden ennusteet

2015 – takaisin kasvu-uralle

Vuosi 2015 alkoi Rapalan osalta vahvasti ja yhtiön Q1-tulos ylitti markkinoiden odotukset selvästi. Vahvan kehityksen ajureina toimivat Pohjois-Amerikan vahva myynti, dollarin vahvistuminen, Indonesian Batamin tehtaan tappioiden supistuminen ja kalastuskauden aikainen startti päämarkkinoilla.

Vuoden 2015 osalta odotamme Rapalan palaavan takaisin kannattavan kasvun uralle ja siirtyvän asteittain kohti sen täyttä tulospotentiaalia. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 7 % 293 MEUR:oon. Tästä kasvusta noin puolet johtuu euron heikentymisestä ja puolet on orgaanista kasvua. Orgaanisen kasvun moottorina toimii konsernin omat tuotteet, Pohjois-Amerikan erittäin vahva kysyntä ja Euroopan talouden varovainen elpyminen.

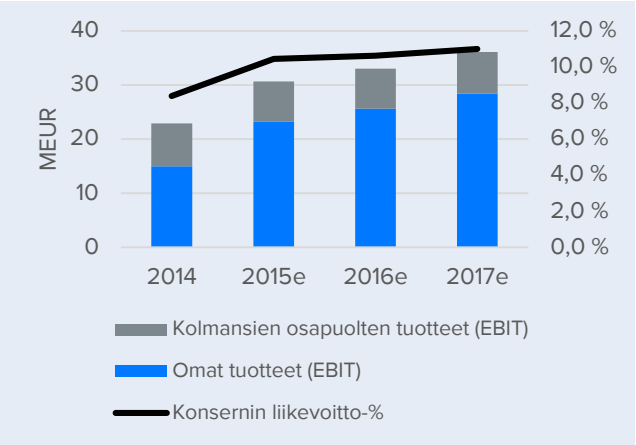
Liikevaihto ja kasvu 2014-2017e



Lähde: Inderes

Liikevoitto tulee parantumaan selvästi ja ennustamme liikevoiton nousevan 30,6 MEUR:oon (2014: 22,9 MEUR) ja liikevoittomarginaalin paranevan 10,4 %:iin 8,4 %:sta. Kannattavuusparannuksen taustalla on etenkin Batamin tehdas, jonka kannattavuus paranee lähelle nollatasoa edellisvuoden raskaasta tappiosta. Myyntimix kehittyy 2015 aikana positiiviseen suuntaan ja konsernin omien tuotteiden ja etenkin uistinten osuus yhtiön myynnistä kasvaa. Myyntimixin vahvistuminen tukee niin ikään yhtiön marginaaleja. Myös suksimyynti tulee arviomme mukaan parantumaan hieman edellistalven poikkeuksellisen heikolta tasolta ja odotamme suksiliiketoiminnan tekevän nollatuloksen.

Liikevoitto ja kannattavuus 2014-2017e



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ilman kertaeriä kasvaa 0,43 euroon (2014: 0,24 euroa). Suosittelemme sijoittajia seuraamaan Rapalassa etenkin osakekohtaisen tuloksen kehitystä, sillä se huomioi yhtiön Shimanolle maksamat vähemmistöosuudet. Osinko palaa takaisin kasvu-uralle viime vuoden pettymyksen jälkeen ja ennustamme sen nousevan 0,26 euroon (2014: 0,20 euroa). Osinkoennusteemme lähtee oletuksesta, ettei yhtiö onnistu uusista toimista huolimatta parantamaan varastojen hallintaansa. Mikäli yhtiö onnistuu pienentämään varastotasojaan tavoittelemallansa 20 MEUR:lla, olisi sillä mahdollisuus korottaa osinkoaan selvästi odotuksiamme enemmän. Oman pääoman tuotto jää varasto-ongelman takia vaatimattomalle tasolle (ennuste 11,5 %).

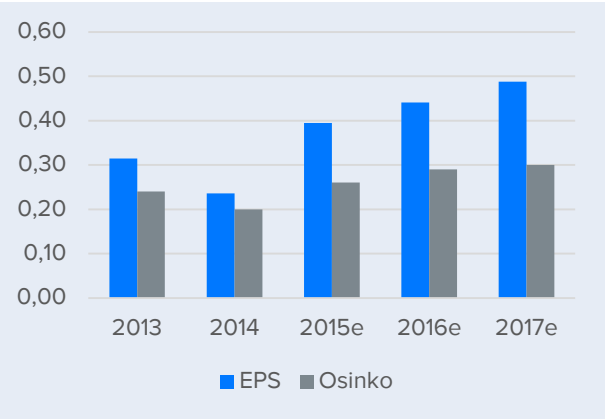
Mielestämme kuluvan vuoden tulosparannukseen liittyvä riski on varsin pieni, sillä tulosparannuksesta valtaosa syntyy Indonesian tehtaan tappioiden supistumisella. Näiden tappioiden supistumiseen ei liity käytännössä ollenkaan epävarmuutta, sillä tehtaan ylösajo on sujunut odotuksien mukaisesti ja tehdas on tällä hetkellä täydessä tuotannossa.

Rapalan tulos on jäänyt selvästi alle yhtiön todellisen potentiaalin jo useamman vuoden ja tämän takia markkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on heikentynyt selvästi. Yhtiön kannalta olisikin kriittistä, että se kuluvana vuonna palaisi kannattavan kasvun uralle ja saisi näin vahvistettua markkinan luottamusta.

2016 – tulosparannus jatkuu

Liikevaihdon kehityksen kannalta vuosi 2016 on vuoden 2015 kaltainen ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 6 % 311 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun moottoreina toimivat konsernin omat tuotteet ja Venäjän markkina, jossa odotamme ruplan vahvistuvan ja markkinan elpyvän hieman. Liikevoitto jatkaa parantumistaan liikevaihdon volyymin kasvun ja tuotemixin parantumisen myötä. Tuotemixin parantumisen osalta odotamme vuoden 2016 kasvun painottuvan konsernin omiin tuotteisiin uudistuneen tuoteportfolion ja Indonesian tehtaan ylösajon jatkumisen myötä. Liikevoittomarginaalin ennustamme nousevan 10,6 % ja liikevoiton ennustamme olevan 33 MEUR. Osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 0,44 euroon ja osinko 0,29 euroon.

EPS ja osinko 2013-2017e



Lähde: Inderes

Näkemyksemme mukaan vuoden 2016 liikevoitto ei edelleenkään heijastele Rapalan nykyisen liiketoiminnan täyttä potentiaalia. Arviomme mukaan yhtiön pitäisi kyetä saavuttamaan vielä ennusteitamme korkeampi marginaali etenkin konsernin omien tuotteiden osalta (2016e: 12,5 %). Näkemyksemme mukaan divisioonalla on kaikki edellytykset saavuttaa noin 15 %:n liikevoittomarginaali. Tämän täyden potentiaalin saavuttaminen vaatisi arviomme mukaan taakseen nykyistä korkeampia volyymejä, yhtiölle tärkeän Venäjän markkinan elpymistä ja Batamin tehtaan täyttä potentiaalia.

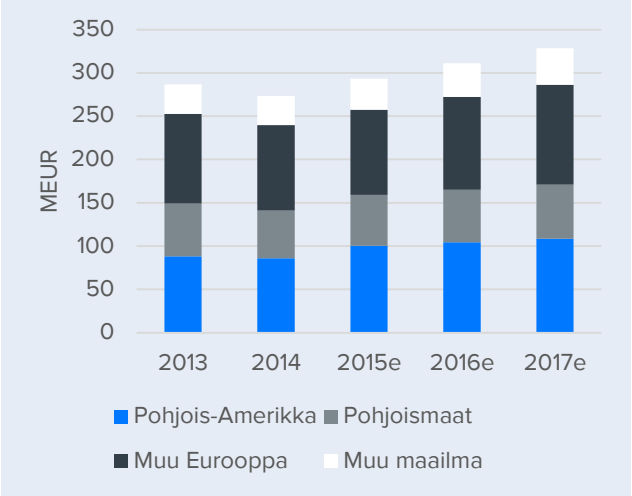
Näkemyksemme mukaan Rapalan pitäisi nykyisen liiketoimintarakenteensa puitteissa yltää noin 40 MEUR:n liikevoittoon ja noin 0,55 euron osakekohtaiseen tulokseen. Pidämme tuloksen nousua tälle tasolle varsin realistisena muutaman vuoden tähtäimellä ja ennustamme vuoden 2018 liikevoiton olevan noin 40 MEUR.

Tästä selvästi korkeampi tulostaso vaatisi taakseen yritysjärjestelyjä, minkä seurauksena yhtiön volyymi kasvaisi ja taseen käyttö tehostuisi.

2017 kohti täyttä potentiaalia

Vuoden 2017 kehitys on ennusteissamme lähes identtinen vuoden 2016 kanssa. Liikevaihto jatkaa tasaista kasvuaan kasvun painottuessa kehittyville markkinoille ja ennustamme liikevaihdon kasvavan 5,6 % 328 MEUR:oon. Yhtiön tulosparannus jatkuu Venäjän elpymisen, Batamin tehtaan tulosparannuksen ja orgaanisen kasvun myötä. Ennustamme liikevoiton nousevan 36 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 0,49 euroon. Varasto-ongelmat jatkuvat ja oman pääoman tuotto jää edelleen Rapalan mittapuulla vaisuksi.

Liikevaihto maittain 2013-2017e



Lähde: Inderes

Pitkällä aikavälillä katseet yritysjärjestelyissä

Kokonaisuutena Rapalan lähivuosien teemana on paluu takaisin kasvu-uralle ja normaalille kannattavuustasolle. Näkemyksemme mukaan yhtiö ei nykyisellä tuoteportfoliolla kykene merkittävästi yli 5 % vuotuiseen kasvuun, sillä kehittyneillä markkinoilla (Eurooppa ja Pohjois-Amerikka) markkinat eivät juurikaan kasva ja Rapalalla on merkittävistä markkina-osuuksista johtuen vain rajallisesti mahdollisuuksia voittaa niitä lisää. Kehittyvillä markkinoilla yhtiön pitäisi kyetä hyviin kasvulukuihin, mutta kehittyneiden markkinoiden korkea osuus myynnistä painaa konsernitason kasvuluvut suunnilleen 5 %:n tuntumaan.

Kolmansien osapuolten tuotteiden osalta ennustamamme liikevoittomarginaalin pysyvän historiallisella noin 7 %:n tasolla ja konsernin omissa tuotteissa ennustamme sen olevan 13,5 %.

Vuoden 2017 jälkeen yhtiön tuloksen pitäisi olla hyvin lähellä sen täyttä tulospotentiaalia ja näin ollen markkinat joutuvat yhtiön tapauksessa kääntämään katseensa yritysjärjestelyihin. Mielestämme yritysjärjestelyt ovat keskipitkällä aikavälillä yksittäinen merkittävin Rapalan arvoon vaikuttava ajuri, sillä niiden avulla yhtiö voi nousta seuraavaan kokoluokkaan ja nostaa esiin yhtiön täyden potentiaalin.

Arvostus

Ennusteidemme pohjalta lasketut Rapalan lähivuosien arvostuskertoimet ovat houkuttelevalla tasolla. Yhtiön osake on jäänyt paitsi alkuvuoden kurssirallista ja samalla tuloskehitys on kääntynyt vihdoin oikeaan suuntaan. Rapalan P/E-luvut ovat seuraavalle kahdelle vuodelle noin 12x, kun taas vastaavat EV/EBIT kertoimet ovat noin 10x. Lisäksi Rapala tarjoaa nykykurssilla turvallista noin 5 % tasaisesti kasvavaa osinkotuottoa. Osingossa on mahdollisuuksia ennustamaamme voimakkaampaankin nousuun, mikäli yhtiö onnistuu ratkaisemaan varasto-ongelmansa ja vähentämään käyttöpääoman määrää. Tasaisesta ja kasvavasta osinkotuotosta johtuen emme näe osakkeessa laskuvaraa nykyisiltä tasoilta.

Arvostuskertoimet

	2015e	2016e	2017e
P/E	12,6	12,2	11,0
P/BV	1,4	1,5	1,5
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,4	7,7	7,1
EV/EBIT	10,4	9,5	8,5
EV/S	1,1	1,0	0,9
Osinko-%	4,8 %	5,4 %	5,6 %
Osingonjako-%	66 %	66 %	62 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet ovat selvästi alle pörssin keskiarvojen ja ottaen huomioon Rapalan liiketoiminnan defensiivisen luonteen ja vahvat kilpailuedut, on yhtiölle hyväksyttävä P/E-kerroin arviomme mukaan noin 15x. Vaikka kuluvan vuoden tulosparannukseen liittyykin tiettyä epävarmuutta, on arvostus painunut mielestämme kohtuuttoman alas.

Näkemyksemme mukaan Rapala on selvästi aliarvostettu nykyisien arvostuskertoimien valossa. Olemme kuitenkin yhtiön suhteen erittäin varovaisia johtuen useista tulospettymyksistä viimeisen parin vuoden aikana. Mikäli yhtiö onnistuu seuraavan 12 kuukauden aikana näyttämään positiivista tuloskehitystä ja uusia tulospettymyksiä ei enää nähdä, voidaan yhtiötä alkaa hinnoitella normaaleilla kertoimilla (neutraali taso: P/E 15x ja EV/EBIT 12x). Näin ollen näemme osakkeessa merkittävää nousuvaraa parin vuoden tähtäimellä, jos yhtiön tuloskehitys seuraa ennusteidemme mukaista polkua. Olemme havainnollistaneet tätä potentiaalia seuraavassa matriisissa.

Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan liikevoittomarginaalinsa nykyisestä 10-11 %:n tasolta sen potentiaalin mukaiselle 12-13 %:n tasolle ja samalla markkina olisi valmis hyväksymään yhtiölle normalisoidut tuloskertoimet, olisi yhtiön käypä arvo haarukassa 7,4 – 8,8 euroa (vihreä katkoviiva). Tällä hetkellä käyvän arvon haarukkaa liikkuu arviomme mukaan 4,5 – 6,1 euron välillä (sininen katkoviiva), sillä lähivuosien liikevoittomarginaali on 10-11 %:n tasolla ja markkinoiden heikko luottamus painaa yhtiön P/E-kertoimet alle pörssin keskiarvon.

Arvostusmatriisi

P/E-kerroin \ Liikevoittomarginaali	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %
10	2,6	3,2	3,8	4,3	4,9	5,5	6,1
11	2,9	3,5	4,1	4,8	5,4	6,0	6,7
12	3,1	3,8	4,5	5,2	5,9	6,6	7,3
13	3,4	4,2	4,9	5,6	6,4	7,1	7,9
14	3,7	4,5	5,3	6,1	6,9	7,7	8,5
15	3,9	4,8	5,7	6,5	7,4	8,2	9,1
16	4,2	5,1	6,0	7,0	7,9	8,8	9,7
17	4,5	5,4	6,4	7,4	8,4	9,3	10,3
18	4,7	5,8	6,8	7,8	8,9	9,9	10,9
19	5,0	6,1	7,2	8,3	9,3	10,4	11,5
20	5,2	6,4	7,5	8,7	9,8	11,0	12,1

Lähde: Inderes

Myös suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta. Suhteessa verrokkiyhtiöihin (taulukko seuraavalla sivulla) osake on kaikilla mittareilla selvästi alihinnoiteltu. Ottaen huomioon Rapalan pieni koko ja viime vuosien vaisu tuloskehitys, tulee yhtiötä hinnoitella kohtuullisella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Nykyinen keskimäärin noin 30-40 %:n alennus suhteessa verrokkeihin on kuitenkin mielestämme selvästi liian korkea ja pidämme tällä hetkellä hyväksyttävänä alennuksena noin 20 %:n tasoa.

Osake on aliarvostettu

Kokonaisuutena Rapalan osake on näkemyksemme mukaan aliarvostettu. Mikäli yhtiön tuloskehitys seuraa ennusteidemme mukaista polkua, näemme osakkeessa merkittävää nousuvaraa seuraavan 12 kuukauden aikana. Olemme kuitenkin näkemyksessämme vielä erittäin varovaisia johtuen yhtiön jatkuvista tulospettymyksistä ja lievästä epävarmuudesta liittyen tulospotentiaalin realisoitumiseen. Pidemmällä aikavälillä Rapalan nykyliiketoiminnan käypä arvo on näkemyksemme mukaan 7,0 - 8,0 euron välissä. Lisäksi kalastusmarkkinan yritysostopelissä yhtiön positio on varsin hyvä ja suhtaudumme tähän yritysjärjestelyoptioon varovaisen positiivisesti.

Rapala suhteessa verrokkiryhmään

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	EUR	MEUR	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e
Rapala	5,08	198	326	11,5	10,9	9,1	8,8	1,1	1,1	13,1	12,3	5,0	4,9	1,4
Fiskars	19,81	1623	1838	25,7	18,1	16,9	12,2	1,5	1,3	18,2	21,2	3,5	3,7	1,4
Globeride	1,26	150	326			8,4	7,7	0,6	0,5	10,1	8,8	2,8		1,2
Shimano	117,25	10812	9737	16,8	15,0	15,0	13,9	3,8	3,7	25,4	23,9	0,9	1,0	4,2
Jarden	47,13	9019	13014	14,7	13,4	12,3	11,3	1,7	1,7	18,9	16,7	1,2		3,7
Johnson Outdoor	19,59	195	201					0,5	0,5	19,8	11,2			1,0
Nike	90,31	77159	73488	19,9	18,2	17,3	15,9	2,7	2,6	28,6	25,7	1,2	1,3	7,0
Adidas	69,78	14587	15123	14,4	12,9	10,7	9,6	0,9	0,9	20,1	17,5	2,4	2,8	2,5
VF	61,92	26150	27826	16,4	14,5	14,2	12,7	2,5	2,3	21,6	18,8	2,2	2,4	5,3
Amer Sports	22,37	2651	3096	14,7	12,2	12,2	10,5	1,2	1,1	19,6	16,2	2,9	3,3	2,8
Rapala VMC (Inderes)	**5,37**	**209**	**318**	**10,0**	**9,5**	**8,1**	**7,7**	**1,1**	**1,0**	**13,6**	**12,2**	**4,8**	**5,4**	**1,5**
Keskiarvo				**16,7**	**14,4**	**12,9**	**11,4**	**1,7**	**1,6**	**19,6**	**17,2**	**2,5**	**2,8**	**3,1**
Mediaani				**15,6**	**13,9**	**12,3**	**11,3**	**1,4**	**1,2**	**19,7**	**17,1**	**2,4**	**2,8**	**2,6**
Erotus-% vrt. mediaani				**-36 %**	**-32 %**	**-34 %**	**-32 %**	**-21 %**	**-19 %**	**-31 %**	**-29 %**	**98 %**	**90 %**	**-42 %**

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

Lähde: Inderes, Bloomberg

Yritysjärjestelykortti

Sijoittajan kannalta Rapalasta tekee mielenkiintoisen myös jatkuvasti pöydällä oleva yritysjärjestelykortti. Olemme jakaneet mahdolliset yritysjärjestelyt neljään ryhmään:

- Rapala on itse ostokohteena
- Rapala laajentaa retkeily- ja ulkoiluliiketoimintaan
- Rapala täydentää tuoteportfolionsa vavoilla ja keloilla
- Rapala jatkaa pienten täydentävien yritysostojen tekemistä

Mielestämme kaikista kiinnostavin ja merkittävin yritysjärjestely olisi yritysjärjestely, jonka seurauksena Rapalan oma tuotetarjonta täydentyisi vavoilla ja keloilla. Vavat ja kelat edustavat noin puolta koko globaalista kalastusvälinemarkkinasta ja näin ollen niiden puuttuminen jättää ison aukon yhtiön tuoteportfolioon. Vapa- ja kelamarkkinalla on kolme globaalia peluria: Globeriden omistama Daiwa, Shimano ja Jardenin omistaja Pure Fishing. Lisäksi lokaalilla tasolla on myös useita keskisuuria toimijoita kuten Zebco, Eagle Claw ja Okuma. Markkina on kokonaisuutena kypsä emmekä pidä realistisena vaihtoehtona, että Rapala laajenisi sinne orgaanisesti. Muistutamme myös, että Rapala yritti noin 10 vuotta sitten omien vapojen ja kelojen myyntiä laajemmalla mittakaavalla, mutta menestys jäi heikoksi. Näin ollen ainoa mahdollisuus laajentumiseen on näkemyksemme mukaan epäorgaaninen.

Uskomme, että ostamalla jonkin näiden kolmen pelurin kalastusvälinetoiminnot, Rapala saisi täydennettyä tuoteportfolionsa tärkeillä vavoilla ja keloilla. Jonkin lokaalin toimijan ostaminen olisi mielestämme selkeä riski, sillä brändin vahvuutta ei ole testattu sen kotimarkkinoiden ulkopuolella ja riski siitä, että brändi ei koskaan saavuta riittävää globaalia tunnettuutta on korkea. Näin ollen uskomme, että strategisesti paras ja loogisin vaihtoehto olisi ostaa jo valmiiksi globaali brändi. Mahdollisen yrityshankinnan jälkeen Rapala olisi maailman kiistaton johtaja kalastusvälineissä.

Shimanon osalta kalastusvälineet ovat vain sivuliiketoiminta ja yhtiön pääliiketoimintona ovat pyöräilykomponentit (mm. vaihteet, rattaat ja muut komponentit). Kalastuksen osuus Shimanon liikevaihdosta on noin 18 % ja kalastustoiminnan liikevaihto oli vuonna 2014 noin 420 MEUR. Shimanon tuotteet olisivat erittäin luontainen lisä Rapalan portfolioon, sillä Rapala jakelee jo nyt Shimanon vapoja ja keloja useissa Euroopan maissa.

Lähtökohtaisesti pidämme kuitenkin epätodennäköisenä, että Shimano olisi kiinnostunut luopumaan kalastusvälineliiketoiminnastaan lyhyellä aikavälillä. Lisäksi teoreettista järjestelyä mutkistaa entisestään Rapalan ja Shimanon pitkä historia ja nykyinen yhteistyö. Shimanolla on menossa sukupolvenvaihdos ja keskipitkällä aikavälillä tämä saattaa avata oven rakennejärjestelyille, mutta kokonaisuutena pidämme tätä epätodennäköisenä.

Jardenin omistama Pure Fishing olisi Rapalan kannalta strategisesti paras vaihtoehto. Tuoteportfoliot sopisivat yhteen lähes täydellisesti ja liiketoiminnoissa olisi saatavissa selkeitä synergiahyötyjä. Pure Fishingin liikevaihto oli vuonna 2014 arviomme mukaan 400-500 MEUR:n tuntumassa ja Rapala saisi sen mukana alan johtavia brändejä kuten Abu Garcian, Shakespearen ja Mitchellin.

Jardenin tapauksessa kalastusvälineet ovat vain pieni osa yhtiön Outdoor Solutions-divisioonaa ja näin ollen

uskomme, että liiketoiminta olisi todennäköisesti kaupan. Ongelmaksi tässä muodostuu todennäköisesti hintalappu. Liiketoiminta on arviomme mukaan hyvin kannattavaa eikä Jardenilla lähtökohtaisesti ole tarvetta liiketoiminnan myynnille. Näin ollen ostajan (tässä tapauksessa Rapalan) neuvotteluasema on varsin heikko ja hinta todennäköisesti karkaisi yhtiön kannalta liian korkeaksi. Mahdollisen yhteisyrityksen muodostaminen ei näkemyksemme mukaan ole tässä mahdollista, sillä se ei sopisi Jardenin nykyiseen hankinta- ja jakelukoneistoon.

Globeride konsernin liikevaihto oli vuonna 2014 hieman alle 400 MEUR, mistä noin 350 MEUR tulee kalastusvälineistä. Yhtiön kalastusvälineiden tuoteportfolioon kuuluu vapojen ja kelojen lisäksi myös uistimia, siimoja ja muita kalastusvälineitä. Kalastusvälineiden lisäksi yhtiön portfolioon kuuluu myös golf-, tennis- ja muita urheilutuotteita. Globeriden uistimet ja siimat sisältävät poikkeuksellisen vähän päällekkäisyyttä Rapalan omiin uistimiin ja siimoihin, sillä yhtiön markkina-asema sen kotimarkkinalla Japanissa on erittäin vahva (Rapalan myynti Japanissa olematonta) ja yhtiön siimat ja uistimet ovat positioituneet Rapalaa halvempaan hintaluokkaan. Mikäli Rapala haluaisi ostaa Daiwan kalastusvälineet, sen pitäisi tehdä ostotarjous koko Globeride-yhtiöstä. Näkemyksemme mukaan tämä ei lähtökohtaisesti ole ongelma, sillä Rapala voisi myydä Globeriden kalastustoiminnan ulkopuoliset osat tai vaihtoehtoisesti jatkaa niiden kehittämistä. Globeriden markkina-arvo on tällä hetkellä noin 150 MEUR ja yritysarvo noin 310 MEUR (174 JPY kurssilla).

Yrityskauppa purkaisi Shimanon lukkotilanteen

Mikäli Rapala päätyisi yritysjärjestelyyn jonkun muun kuin Shimanon kanssa, olisi mielestämme selvää, ettei Rapalan ja Shimanon nykyinen yhteistyö voisi enää jatkua nykyisessä mittakaavassa. Tämä ei mielestämme ole kuitenkaan este, sillä mahdollisesta järjestelystä saatava potentiaali olisi moninkertainen suhteessa yhtiöiden nykyiseen yhteistyöhön.

Kuten olemme aiemmin todenneet uskomme, että Shimano-yhteistyö heikentää suoraan Rapalan omien tuotteiden myyntiä Euroopassa noin 30-40 MEUR:lla ja vastaavasti heikentää Rapalan globaalin jakeluketjun toimivuutta selvästi tiettyjä Euroopan maita lukuun ottamatta johtuen vapojen ja kelojen puuttumisesta. Näin ollen uskomme, että lähtökohtaisesti Rapalan toteuttama yritysjärjestely olisi osakkeenomistajien kannalta selvästi positiivinen asia, vaikka Shimano-yhteistyö tämän seurauksena päättyisikin.

Ulkoiluun laajentuminen myös vaihtoehtona

Kalastusvälineiden ulkopuolelta pidämme myös mahdollisena, että Rapala laajentuisi merkittävästi ulkoilun ja retkeilyn suuntaan. Käytännössä tämä tarkoittaisi jonkin ulkoilubrändin ostamista. Yritysoston logiikan olennainen osa olisi se, että Rapala pystyisi jakelemaan tuotteet nykyisen jakeluverkostonsa läpi. Mikäli yhtiö päättäisi laajentua tähän suuntaan, se tarkoittaisi käytännössä Rapalalta merkittävän yrityskaupan toteuttamista.

Tämän järjestelyn myötä Rapala pystyisi myös kunnolla laajentumaan asusteiden (esim. kalastusasusteet) valmistukseen, sillä se saisi ostokohteen mukana tuotantokapasiteettia ja -volyymiä asusteisiin. Tämä laajentuminen ei kuitenkaan poista ongelmaa kalastusvälineiden puolella, joten pidämme vapoihin ja keloihin liittyvää yritysjärjestelyä huomattavasti todennäköisempänä ja loogisempana vaihtoehtona lähitulevaisuudessa.

Yhtiöllä on ruutia toteuttaa yritysjärjestelyjä

Rapala kykenisi nykyisen taserakenteensa puitteissa kasvattamaan velkaansa noin 100 MEUR:lla ja mikäli se kykenee pienentämään varastotasojaan, nostaisi tämä suoraan yhtiön velankantakykyä. Uskomme, että sopivan tilaisuuden tullen yhtiö voisi saada käyttönsä kohtuullisen edullista omaa pääomaa (esim. hybridilainan muodossa) ja pidämme myös mahdollisena, että nykyiset omistajat hyväksyisivät omien osakkeiden käytön maksussa. Näin ollen yhtiön yritysostokapasiteetti on merkittävä ja uskomme, että sopivan järjestelyn tullen sen toteuttaminen ei jää rahoituksesta kiinni.

Rapala on houkutteleva yritysostokohde

Näkemyksemme mukaan Rapala on houkutteleva yritysostokohde jollekin suuremmalle urheiluvälineyhtiölle tai vaihtoehtoisesti pääomasijoittajalle. Rapalasta houkuttelevan ostokohteen tekee:

- Korkeisiin varastoihin sitoutunut potentiaali
- Yhtiön piilevä tulospotentiaali, joka ei heijastu tämän hetkisissä numeroissa
- Suhteellisen matala yritysarvo

Uskomme että keskeisenä haasteena tässä on yhtiön nykyinen varsin keskittynyt omistajakunta, jonka takia suoran ostotarjouksen tekeminen yhtiöstä ei ole mahdollista ilman neuvottelua suurimpien omistajien kanssa. Tämä skenaario on tästä huolimatta mielestämme realistinen ja näin ollen yritysosto-optio on Rapalan osalta jatkuvasti voimassa.

Pienet yritysostot osana strategiaa

Arviomme mukaan Rapala tulee jatkamaan pienten täydentävien yritysostojen toteuttamista strategiansa mukaisesti. Näiden yritysostojen avulla Rapala laajentaa tuotetarjontaansa ja maantieteellistä peittoaan. Pienet yritysostot tulevat myös jatkossa olemaan merkittävä osa Rapalan kasvua, sillä orgaaniset kasvumahdollisuudet ovat verrattain rajalliset.

Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	**286,7**	**273,3**	**293,3**	**310,9**	**328,4**
Omat tuotteet	176,4	171,3	188,6	204,9	218,4
Kolmansien osapuolien tuotteet	110,5	102,0	104,7	106,0	110,0
Käyttökate	33,6	30,0	37,8	40,4	43,4
Poistot	-7,5	-7,1	-7,2	-7,4	-7,3
Liikevoitto	26,1	22,9	30,6	33,0	36,1
Korot ja rahoituskulut	-5,1	-2,3	-14,9	-9,1	-7,7
Voitto ennen veroja	21	20,6	15,7	23,9	28,4
Verot	-5,0	-10,4	0,9	-4,1	-6,1
Nettotulos	16,0	10,2	16,6	19,8	22,2
Vähemmistöt	-3,6	-1,0	-1,2	-2,6	-3,2
Konsernin omistajille	12,4	9,2	15,4	17,2	19,0
EPS	0,31	0,24	0,39	0,44	0,49
EBITDA-%	11,7 %	11,0 %	12,9 %	13,0 %	13,2 %
EBIT-%	9,1 %	8,4 %	10,4 %	10,6 %	11,0 %

Tase

Vastaava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	**113,7**	**120,9**	**111,7**	**111,0**
Aineettomat hyödykkeet	70,0	74,4	74,3	74,2
Aineelliset hyödykkeet	30,6	30,5	30,1	29,5
Muut sijoitukset	3,0	3,0	3,0	3,0
Korottomat muut saamiset	2,0	4,3	4,3	4,3
Laskennalliset verosaamiset	8,1	8,7	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	**190,3**	**189,4**	**202,4**	**208,3**
Vaihto-omaisuus	110,3	113,8	120,3	124,4
Muut lyhytaikaiset varat	1,0	1,1	0,0	0,0
Saamiset	62,1	62,3	64,5	65,3
Likvidit varat	16,9	12,2	17,6	18,7
Taseen loppusumma	**304,0**	**310,3**	**314,1**	**319,3**

Vastattava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e
Oma pääoma	**135,1**	**137,7**	**146,5**	**156,2**
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarat	106,0	109,5	117,1	124,2
Omat osakkeet	-4,4	-5,2	-5,2	-5,2
Sijoitetun vap. oman pääoman rah.	17,9	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	12,0	8,2	9,4	12,0
Pitkäaikaiset velat	**52,2**	**85,6**	**82,9**	**78,5**
Laskennallinen verovelka	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahoitusvelat	39,4	72,3	69,4	65,0
Muut pitkäaikaiset velat	12,8	13,3	13,5	13,5
Lyhytaikainen velka	**116,7**	**87,0**	**84,7**	**84,6**
Rahoitusvelat	77,8	43,9	42,1	39,5
Ostovelat	38,9	43,1	42,5	45,1
Taseen loppusumma	**304,0**	**310,3**	**314,1**	**319,3**

Kvartaaliennusteet ja yhteenveto

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	**286,7**	**66,2**	**77,8**	**67,9**	**61,5**	**273,3**	**74,0**	**83,6**	**71,8**	**63,9**	**293,3**	**310,9**	**328,4**
Konsernin omat tuotteet	*176,3*	*43,3*	*47,1*	*41,0*	*40,0*	*171,3*	*50,8*	*51,6*	*44,8*	*41,4*	*188,6*	*204,9*	*218,4*
Kolmansien osapuolten tuotteet	*110,5*	*22,9*	*30,7*	*26,9*	*21,5*	*102,0*	*23,2*	*32,0*	*27,0*	*22,5*	*104,7*	*106,0*	*110,0*
Käyttökate	**33,6**	**9,1**	**10,6**	**7,3**	**3,1**	**30,0**	**12,0**	**13,9**	**6,9**	**5,1**	**37,8**	**40,4**	**43,4**
Poistot ja arvonalennukset	-6,8	-1,5	-1,7	-1,5	-1,7	-6,4	-1,5	-1,7	-1,5	-1,7	-6,4	-6,6	-6,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	**26,1**	**7,4**	**8,7**	**5,6**	**1,2**	**22,9**	**11,5**	**12,0**	**5,2**	**3,2**	**31,8**	**33,0**	**36,1**
Liikevoitto	**26,1**	**7,4**	**8,7**	**5,6**	**1,2**	**22,9**	**10,3**	**12,0**	**5,2**	**3,2**	**30,6**	**33,0**	**36,1**
Konsernin omat tuotteet	*19,4*	*4,9*	*4,8*	*3,6*	*1,7*	*15,0*	*8,4*	*8,8*	*3,6*	*2,5*	*23,2*	*25,6*	*28,4*
Kolmansien osapuolten tuotteet	*6,7*	*2,5*	*3,9*	*2,0*	*-0,5*	*7,9*	*1,9*	*3,2*	*1,6*	*0,7*	*7,4*	*7,4*	*7,7*
Nettorahoituskulut	-5,5	-1,9	-1,6	-2,2	-1,5	-7,2	-2,2	-1,5	-1,5	-1,5	-6,7	-4,7	-4,3
Tulos ennen veroja	**20,60**	**5,50**	**7,10**	**3,40**	**-0,30**	**15,70**	**8,10**	**10,47**	**3,70**	**1,66**	**23,94**	**28,35**	**31,76**
Verot	-4,6	-1,2	-2,9	-0,8	-0,6	-5,5	-2,6	-3,1	-1,1	-0,5	-7,4	-8,5	-9,5
Vähemmistöosuudet	-3,6	0,0	-0,9	-0,7	0,6	-1,0	0,4	-0,9	-0,7	0,0	-1,2	-2,6	-3,2
Nettotulos	**12,40**	**4,30**	**3,30**	**1,90**	**-0,30**	**9,20**	**5,90**	**6,43**	**1,89**	**1,16**	**15,38**	**17,21**	**19,01**
EPS (oikaistu)	**0,31**	**0,11**	**0,08**	**0,05**	**-0,01**	**0,24**	**0,18**	**0,16**	**0,05**	**0,03**	**0,43**	**0,44**	**0,49**

Tunnusluvut	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15e	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,4 %	*-12,0 %*	*-4,6 %*	*2,0 %*	*-3,0 %*	-4,7 %	*11,9 %*	*7,5 %*	*5,7 %*	*3,9 %*	7,3 %	6,0 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	0,8 %	*-14,0 %*	*-35,1 %*	*115,4 %*	*-20,0 %*	-12,3 %	*55,4 %*	*37,6 %*	*-7,1 %*	*163,3 %*	39,0 %	3,8 %	9,3 %
Käyttökate-%	11,7 %	*13,7 %*	*13,6 %*	*10,7 %*	*5,0 %*	11,0 %	*16,2 %*	*16,6 %*	*9,6 %*	*7,9 %*	12,9 %	13,0 %	13,2 %
Liikevoitto-%	9,1 %	*11,2 %*	*11,2 %*	*8,2 %*	*2,0 %*	8,4 %	*13,9 %*	*14,3 %*	*7,2 %*	*4,9 %*	10,4 %	10,6 %	11,0 %
Nettotulos-%	4,3 %	*6,5 %*	*4,2 %*	*2,8 %*	*-0,5 %*	3,4 %	*8,0 %*	*7,7 %*	*2,6 %*	*1,8 %*	5,2 %	5,5 %	5,8 %

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	290,7	286,7	273,3	293,3	310,9
EBITDA	32,7	33,6	30,0	37,8	40,4
EBITDA-marginaali (%)	11,2	11,7	11,0	12,9	13,0
EBIT	25,9	26,1	22,9	30,6	33,0
Voitto ennen veroja	21,0	20,6	15,7	23,9	28,4
Nettovoitto	10,1	12,4	9,2	15,4	17,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0

Osakekohtaiset luvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	0,26	0,31	0,24	0,39	0,44
EPS oikaistu	0,26	0,31	0,24	0,43	0,44
Operat. kassavirta per osak	0,77	0,38	0,56	0,74	0,72
Tasearvo per osake	3,28	3,12	3,32	3,51	3,70
Osinko per osake	0,23	0,24	0,20	0,26	0,29
Voitonjako, %	90	76	85	66	66
Osinkotuotto, %	4,8	4,8	4,2	4,8	5,4

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	327,3	304,0	310,3	314,1	319,3
Oma pääoma	138,7	135,1	137,7	146,5	156,2
Liikearvo	47,5	47,5	47,9	47,9	47,9
Korolliset velat	134,2	117,2	116,2	111,6	104,5

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	32,7	33,6	30,0	37,8	40,4
Nettokäyttöpääoman muutos	6,4	-4,7	0,4	-8,2	-2,3
Operatiivinen kassavirta	30,3	15,0	21,8	29,0	28,2
Vapaa kassavirta	18,7	19,5	8,6	22,5	21,5

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E	18,8	15,9	20,1	13,6	12,2
P/B	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5
P/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CF	6,2	13,2	8,5	7,2	7,4
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,2	9,4	10,0	8,4	7,7
EV/EBIT	11,6	12,2	13,1	10,4	9,5

Yhtiökuvaus

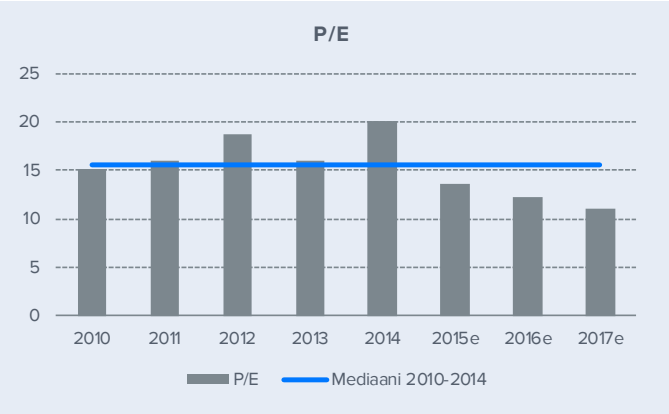
Rapala VMC Oyj on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja ja myyjä. Rapala-konsernilla on myös vahva maailmanlaajuinen markkina-asema muissa urheilukalastuksen tuotekategorioissa ja se on yksi Pohjoismaiden johtavista ulkoilu-, metsästys- ja talviurheilutuotteiden jakelijoista. Konsernin omien jakeluyhtiöiden verkosto 35 maassa on alan kattavin.

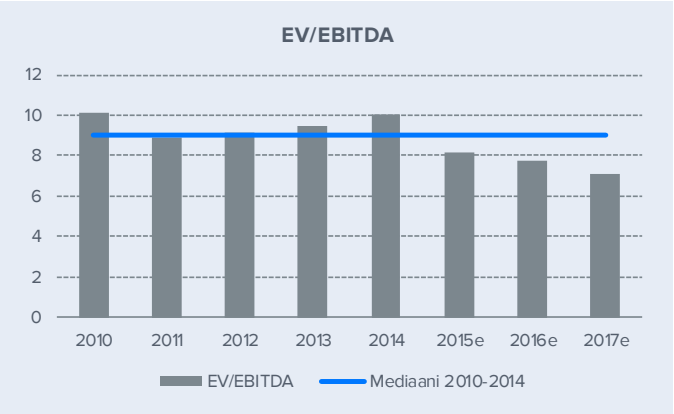
Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Viellard Migeon & Cic	33,9 %
Sofina S.A	19,2 %
Sr Nordea Nordic Small Cap	8,9 %
ODIN Finland	3,4 %
Valtion Eläkerahasto	3,3 %

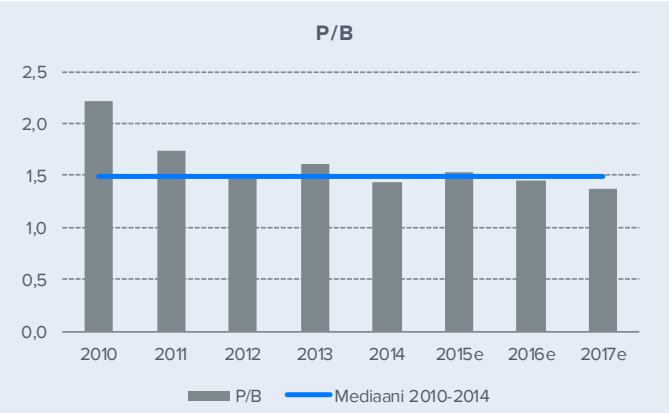
Arvostus

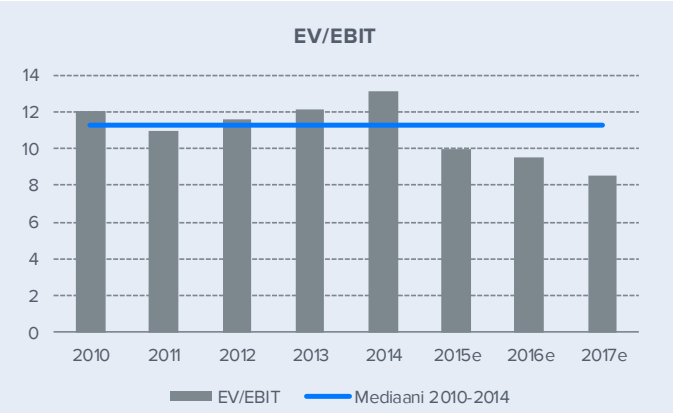
Arvostustaso	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	6,86	5,65	4,80	5,01	4,75	5,37	5,37	5,37
Markkina-arvo	271	223	189	198	185	209	209	209
Yritysarvo (EV)	381	336	299	317	301	318	313	307
P/E	15,1	15,9	18,8	15,9	20,1	13,6	12,2	11,0
P/Kassavirta	-28,7	28,4	10,1	10,1	21,6	9,3	9,7	8,8
P/B	2,2	1,7	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,4
P/S	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,0	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	10,1	8,9	9,2	9,4	10,0	8,1	7,7	7,1
EV/EBIT	12,0	10,9	11,6	12,2	13,1	10,0	9,5	8,5
Osinko/tulos (%)	51 %	65 %	90 %	76 %	85 %	66 %	66 %	62 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,1 %	4,8 %	4,8 %	4,2 %	4,8 %	5,4 %	5,6 %

Lähde: Inderes









Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositushistoria

20.6.2012	Osta	6,0	4,9
17.1.2013	Lisää	5,3	4,9
19.7.2013	Lisää	5,3	4,8
22.10.2013	Lisää	5,3	5,0
6.2.2014	Vähennä	5,3	5,2
17.4.2014	Vähennä	5,3	5,2
16.5.2014	Vähennä	5,3	5,3
22.7.2014	Vähennä	5,2	5,2
21.10.2014	Lisää	5,7	5,3
7.1.2015	Lisää	5,3	4,8
16.2.2015	Lisää	5,5	5,1
5.5.2015	Lisää	5,8	5,3
16.6.2015	Lisää	6,0	5,5

Inderes Oy

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

Inderes Oy
Itämerenkatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690
twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa **www.inderes.fi**

2015
#1 suositustarkkuus

2014
#1 ennustetarkkuus

2014
#1 suositustarkkuus

2012
#1 suositustarkkuus

2012
#2 suositustarkkuus

2008, 2010, 2012
#1 suositustarkkuus

STARMINE®
A THOMSON REUTERS COMPANY

inde
res.

inderes.

Palkittua analyysiä.