

Rapala VMC

Yhtiöraportti

12.1.2023 18:41



Olli Vilppo
+358 40 761 9380
olli.vilppo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kauas kalat karkaavat

Olemme laskeneet selvästi Rapalan vuoden 2023 ennusteitamme, sillä alan toimijoiden [arvioiden](#) perusteella vähittäiskauppojen ylisuurten varastojen sulattelu jatkuu vielä tärkeällä H1'23 sesongilla, kun aiemmin odotimme niiden normalisoituvan H2'22 aikana. Pidemmällä ajalla tuloskasvulla on edelleen askelmerkit jatkua, sillä matka Rapala-brändin ja vapa- ja kelakategorian täyteen potentiaaliin on vielä alussa. Epävarmuutta liittyy kuitenkin siihen miten tehokkaasti strategian seuraavaa kasvuvaihetta toteutetaan toimitusjohtajan yllättävän lähdön jälkeen. Ennustelaskujemme jälkeen lyhyen ajan arvostuskuva on mielestämme koholla. Pidemmän ajan potentiaali ja ostotarjousoptio kallistavat meidät edelleen lisää-puolelle. Tarkistamme tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 6,5 euroa).

Uskomme Rapalan kauden 2023 ennakkotilausten jääneen viime vuodesta

Uskomme Rapalan kauden 2023 ennakkotilausten jääneen laihoiksi, sillä vähittäiskaupoilla etenkin Pohjois-Amerikassa vaikuttaa olevan edelleen pyrkimykseenä purkaa varastotasojaan, joita viime vuoden kylmä kevät ja nopeasti jarruttanut kalastusbuumi nostivat. Rapalan omat varastot paisuivat myös H1'22:lla 40 MEUR:illa 117 MEUR:oon ja niitä yhtiö on käsityksemme mukaan pyrkinyt purkamaan vuoden jälkipuoliskolla. Rapalan varastojen osalta valopiikkuna on, että ne pursuavat buumin jäljiltä tuotteiden tuoreimpia malleja. Myös uutta globaalia S&OP -järjestelmää on implementoitu H2'22 aikana, jotta reagointi kysyntämuutoksiin olisi tulevaisuudessa nopeampaa.

Otimme vuoden 2023 ennusteitamme alas tuntuvasti

Vuoden 2022 ennusteemme ovat ennallaan ja odotamme myynnin laskevan 5 %:lla 279 MEUR:oon ja liikevoiton (vrt.) jäädessä vain 16,0 MEUR:oon vähittäiskauppojen vähennettyä tilauksiaan selvästi etenkin H2'22 aikana. Pientä tukea loppuvuodelle pitäisi tulla talviurheilun ja jääkalastuksen tilauksista sillä näissä hyvä viime talvi on pitänyt kauppojen varastot matalina. Vuoden 2023 osalta odotamme liikevaihdon jäävän edelleen vaisuksi 284 MEUR:oon ja liikevoiton 20,6 MEUR:oon (EBIT 7,2 %), kun H1'23:llä tulos jatkaa laskussa. Pidemmän ajan kasvuajurina toimii edelleen etenkin Okuma-myynti, jonka ennakoimme lähivuosina saavuttavan Rapalan aiemmin jakeleman Shimano-myyntin tason (n. 30 MEUR vrt. 2022e 15 MEUR). Myös Rapala-brändin entistä laajemmassa hyödyntämisessä on otettu ensiaskeleita mm. viehesäilytykseen laajentamalla ja innovaatioputkesta on odotettavissa uusia lanseerauksia vuosille 2023-24. Tulosparannuksen realisoitumisen epävarmuus on kuitenkin mielestämme kasvanut [toimitusjohtajan](#) lähdön myötä. Tarkempia tietoja liiketoiminnan kehityksestä ja strategian toteuttamisen edistymisestä viimeisen 6kk aikana joudutaan odottamaan helmikuun tilinpäätöksen yhteyteen.

Arvostus on vuoden 2023 ennusteilla koholla, mutta potentiaali ja ostotarjousoptio pitävät meidät kyädissä

Ennustelaskujemme jälkeen 2023e kertoimet (P/E 14x ja EV/EBIT 12x) ovat koholla. Arvostus on alle oman historiallisen tason (P/E 17x ja EV/EBIT 13x), mutta tämä on saanut selvää tukea matalasta korkotasosta. Myös suhteessa verrokkiryhmään on Rapalan aiempi tulospohjainen alennus sulanut. Kustannustehokkuutta on viime vuosina laitettu kuntoon ja siten yhtiön tulospotentiaali on markkinan jälleen normalisoituessa nykyistä tasoa korkeampi. Vuoden 2024 edulliset arvostuskertoimet kuvastavat paremmin tätä potentiaalia (P/E 10x ja EV/EBIT 8x). Näkyvyys on korostuneen heikko, mutta tulostrendin kääntyessä on osakkeessa pidemmällä tähtäimellä selvää nousuvaraa. Osakkeen tuotto/riskikuvaa tukee edelleen ostotarjouksen mahdollisuus Sycamore Partnersin kärkeäessä Rapalan 2. suurimpana omistajana sekä urheilukalastusalan defensiivisyys taloussykleihin nähden.

Suositus

Lisää

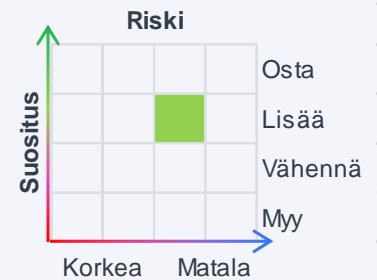
(aik. Lisää)

5,00 EUR

(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:

4,74



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	294,3	278,5	284,5	303,3
kasvu-%	13 %	-5 %	2 %	7 %
EBIT oik.	32,7	16,0	20,6	28,8
EBIT-% oik.	11,1 %	5,8 %	7,2 %	9,5 %
Nettotulos	18,1	7,9	12,7	19,0
EPS (oik.)	0,46	0,25	0,33	0,49
P/E (oik.)	19,1	18,6	14,4	9,6
P/B	2,4	1,3	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,1 %	4,2 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	12,7	16,8	12,3	8,4
EV/EBITDA	9,0	10,5	7,8	6,0
EV/Liikevaihto	1,4	1,0	0,9	0,8

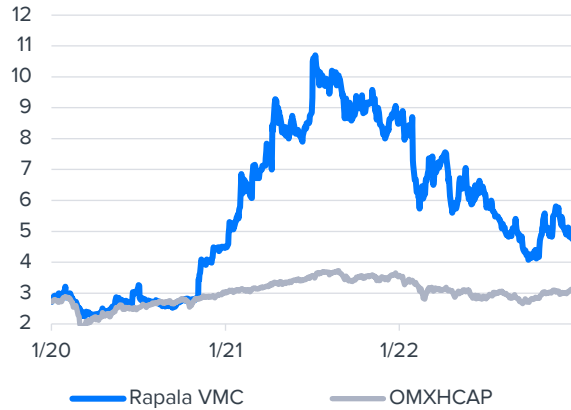
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

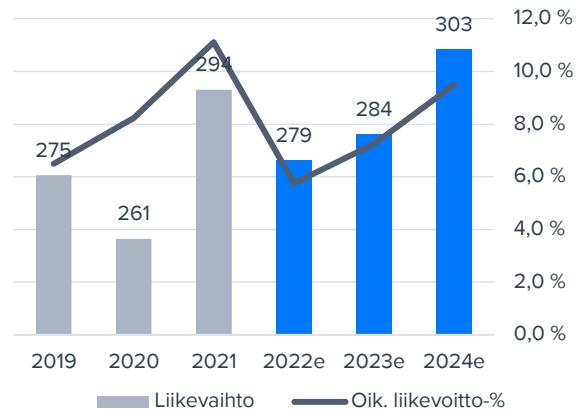
2022 vertailukelpoisen liikevoiton odotetaan laskevan merkittävästi edellisestä vuodesta (32,7 MEUR).

Osakekurssi



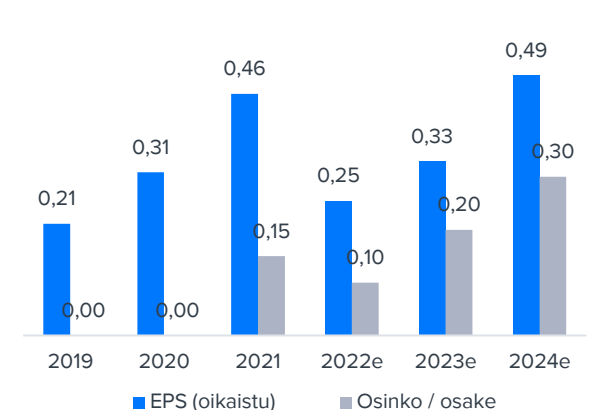
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Omien tuotteiden ja etenkin Rapala-brändin myynnin kasvu
- Uusi vapa ja kela kategoria tarjoaa synergististä kasvupotentiaalia
- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu



Riskitekijät

- Strategian epäonnistuminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu ja sääriippuvuus
- Venäjän hyökkäys Ukraina heikentänyt Venäjän markkinan toimintaedellytyksiä (2021: 4 % liikevaihdosta)
- Kaupan omien brändien kasvu
- Vähittäiskaupan murros ja konsolidaatio asiakaspuolella
- Kilpailun kiristyminen
- Kalastusbuumin hidastumisen vaikutus tuotteiden lähivuosien kysyntään

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	4,75	4,75	4,75
Osakemäärä, milj. kpl	38,6	38,6	38,6
Markkina-arvo	183	183	183
Yritysarvo (EV)	270	253	241
P/E (oik.)	18,6	14,4	9,6
P/E	23,1	14,4	9,6
P/Kassavirta	neg.	7,9	8,4
P/B	1,3	1,2	1,1
P/S	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	10,5	7,8	6,0
EV/EBIT (oik.)	16,8	12,3	8,4
Osinko/tulos (%)	48,6 %	60,7 %	60,9 %
Osinkotuotto-%	2,1 %	4,2 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Otimme vuoden 2023 ennusteitamme alas tuntuvasti

Näkymät loppuvuodelle haastavat jo heinäkuussa

Rapala odottaa 2022 vertailukelpoisen liikevoiton jäävän merkittävästi alle edellisvuoden tason (2021: 32,7 MEUR). Ohjeistuksen informaatioarvo on vähäinen sillä, se ei ota kovinkaan tarkasti kantaa siihen, kuinka paljon tulos laskee. Viime vuonna kun tuloksen ohjeistettiin kasvavan merkittävästi nousi se lopulta noin 50 %:lla. Odotamme 2022 liiketuloksen puolittuvan 16,0 MEUR:oon vähittäiskauppojen vähennettyä tilauksiaan etenkin H2'22 aikana.

Rapalan jo heinäkuussa antamat kommentit loppuvuodesta olivat hyvin varovaisia, sillä vähittäiskaupat etenkin Yhdysvalloissa olivat ottaneet tiukat ostolimitit käyttöön pyrkimyksensä purkaa varastotasojaan. Käsityksemme mukaan etenkin uusien kalastajien suosimissa kela/vapa-komboissa on kauppoille kertynyt runsaasti varastoa uusien

harrastajien virran tyrehtyttyä kalastusbuumin jarrutettua äkisti ja kevään oltua myöhässä. Ostobudjetit on kuitenkin vähennetty myös tasaisemman kysynnän uistimissa ja muissa tarvikkeissa epävarmassa ympäristössä, jota leimaavat inflaatio, kuluttajien luottamuksen ja ostovoiman lasku.

Pientä tukea loppuvuodelle pitäisi syntyä talviurheilun ja jääkalastuksen tilauksista sillä näissä hyvä talvi on jättänyt kauppojen varastot tyhjiksi. Odotamme nyt kuitenkin, että H2'22:lla Rapalan liikevoitto (vrt.) jää vain 0,5 MEUR:oon (H1'21: 6,0 MEUR).

Korkeampi polttoaineen kustannus on näkynyt käsityksemme mukaan negatiivisesti myös vapaa-ajan kalastusveneiden käytössä ja siten epäsuorasti urheilukalastuksen määrässä. Uusia veneitä hankittiin pandemia-aikaan runsaasti ja siten niiden pitäisi luoda

pitkäaikaista kysyntää, kunhan polttoaineen inflaatiokehitys suhteessa ostovoimaan maltillistuu.

Otimme alas 2023 ennusteita vaisun markkinanäkymän myötä

Olemme laskeneet selvästi Rapalan vuoden 2023 ennusteitamme, sillä alan toimijoiden arvioiden perusteella vähittäiskauppojen ylisuurten varastojen sulattelu jatkuu vielä tärkeällä H1'23 sesongilla, kun aiemmin odotimme niiden normalisoituvan H2'22 aikana.

Myös toinen Pohjois-Amerikassa toimiva pörssihtiö [Fiskars](#) kertoi joulukuussa, että sen odotettua heikompi Q4-tulos johtui etenkin USA:n vähittäiskauppioiden voimakkaasta varastonhallinnasta, joka johti joulukuussa hyvin pieniin tilauksiin Fiskarsilta ja jopa aiempien tilausten perumiseen.

Ennustemuutokset	2022	2022	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	279	279	0 %	295	284	-3 %	309	303	-2 %
Käyttökate	25,7	25,7	0 %	39,5	32,2	-19 %	44,0	40,3	-8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,0	16,0	0 %	27,9	20,6	-26 %	32,4	28,8	-11 %
Liikevoitto	14,1	14,1	0 %	27,9	20,6	-26 %	32,4	28,8	-11 %
Tulos ennen veroja	11,5	11,5	0 %	25,0	17,7	-29 %	29,1	25,3	-13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,25	0,25	0 %	0,47	0,33	-29 %	0,57	0,49	-13 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,20	0,20	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Kyydissä edelleen pidemmällä tähtäimellä

Vasta ensi vuoden kertoimet ovat matalat

Rapalan 2022e P/E 19x ja EV/EBIT 17x ovat tuloskuopassa korkeita ja myös 2023e P/E 14x ja EV/EBIT 12x ovat edelleen koholla. Vuoden 2024e P/E 12x ja EV/EBIT 10x ovat jo normaalimmassa markkinassa matalia kertoimia defensiiviselle kuluttajabrändiyhtiölle. Myös suhteessa verrokkeihin Rapalaa hinnoitellaan tulos pohjaisesti preemiolla vuoden 2022-kertoimilla ja verrokkien kanssa linjassa 2023 kertoimilla. Mielestämme Rapalalle hyväksyttävä taso on enintään verrokkien tasolla ja lähivuosien kertoimet ovat koholla. Vuoden 2024-kertoimet ovat jälleen kuitenkin alennuksella. Rapalan historiallinen arvostus (P/E-kerroin) on toteutuneella tuloksella liikkunut 13-30x välillä keskiarvon oltua 17x. (seuraava sivu), mutta tämä on saanut selvää tukea matalasta korkotasosta.

Osaketuoton ajurit kokonaisuutena positiiviset

Olemme hahmotelleet osaketuoton ajureita sivupalkissa, mikäli yhtiö etenee ennusteidemme mukaan. Kokonaistuotto osakkeelle vuosien 2022-2025 välillä muodostuu nykytilanteessa 2022 P/E kertoimen 19x laskusta. Tämä muodostaa osaketuotolle negatiivisen ajurin (~-30 %).

Samalla sijoittaja saa aikaperiodilla kuitenkin vuosittaisen vahvan tuloskasvun (35 % CAGR) ja matalan osinkotuoton (2-4 %), jotka enemmän kuin kompensoivat arvostuskertoimissa näkemäämme laskuvaraa pidemmällä aikavälillä. Osakkeelta puuttuvat kuitenkin kunnolliset ajurit ylöspäin seuraavan vuoden aikana kauppojen välisyyden tilausten pitäessä tulospotentiaalia piilossa. Emme

kuitenkaan usko osakkeen kuitenkaan merkittävästi laskevan lyhyelläkään tähtäimellä, sillä ostotarjousoptio antaa tukea osakkeelle.

Ostotarjous on positiivinen optio sijoittajalle

Muistutamme sijoittajille myös, että vahvojen brändien arvon purkautumiselle on strategian onnistuneen toteutuksen ohella edelleen myös potentiaalinen toinen reitti Rapalan kilpailijan (Pure Fishing) ostettua aiemmin 19,2 %:n osuuden yhtiöstä. Myös tässä skenaariossa ostotarjouksen arvon lähtökohta olisi mielestämme alan transaktioiden taso eli noin EV/S 2x, mikä tarkoittaa yli 10 eur/osake hintaa.

Samaan hengenvetoon toteamme, että meillä ei ole näkyvyyttä siihen, onko pääomistaja VMC halukas myymään yhtiötä. Pure Fishing osti noin vuosi sitten Rapalan kilpailijan, tanskalaisen Svendsen Sportin, mikä kertoo ainakin siitä, että ostaja on hyvin aktiivinen.

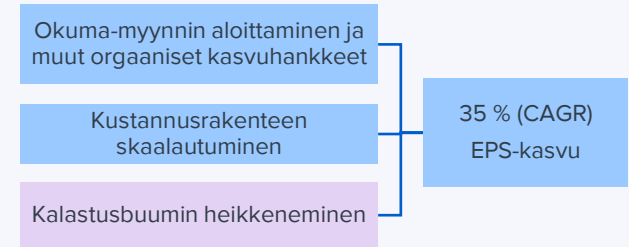
DCF viestii nousuvarasta pidemmällä tähtäimellä

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on laskenut 6,7 euroon (aik. 8,6 euroa). Myös se kertoo edelleen selvästä nousuvarasta osakkeessa. DCF kuvaa tilannetta, jossa yhtiön tulostasoa saadaan kestävästi nostettua liikevoiton osalta 10,0 %:iin, mikä on ennustamamme kannattavuus vuoden 2025 jälkeen (2021 11,1 %). Rapalalle laskelmassa käyttämämme kokonaispääoman kustannus WACC-% on noussut 8,2 %:iin (aik. 7,8 %) korkotason nousun ajamana. Myös toimitusjohtajan lähtö nostaa epävarmuutta yhtiön viimeisen 6 kk kehitystä kohtaan.

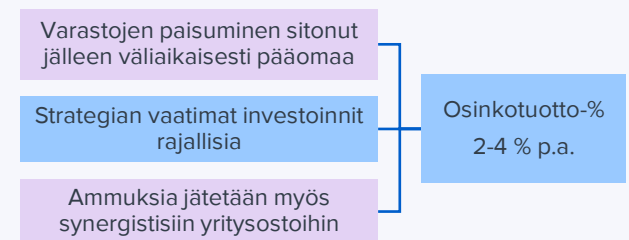
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

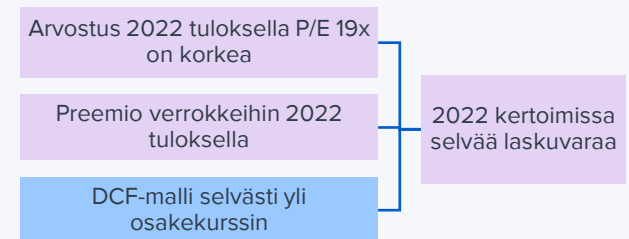
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit

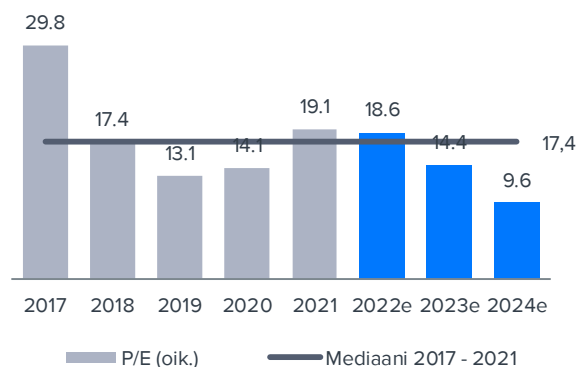


Arvostustaulukko

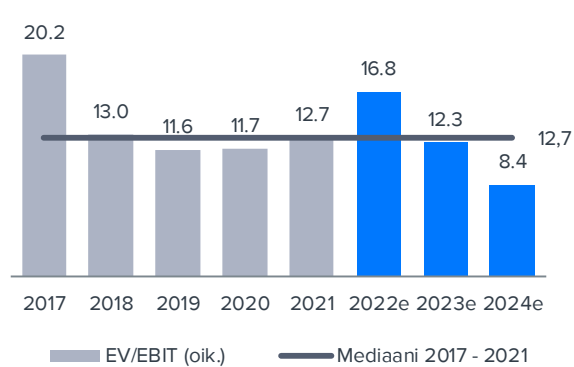
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	3,45	3,05	2,77	4,36	8,72	4,75	4,75	4,75	4,75
Osakemäärä, milj. kpl	38,3	38,3	38,3	38,6	38,6	38,6	38,6	38,6	38,6
Markkina-arvo	132	117	106	168	337	183	183	183	183
Yritysarvo (EV)	232	216	207	252	415	270	253	241	233
P/E (oik.)	29,8	17,4	13,1	14,1	19,1	18,6	14,4	9,6	7,9
P/E	71,9	24,3	29,6	>100	19,8	23,1	14,4	9,6	7,9
P/Kassavirta	4,9	neg.	11,4	3,3	>100	neg.	7,9	8,4	8,3
P/B	1,0	0,8	0,7	1,2	2,4	1,3	1,2	1,1	1,1
P/S	0,5	0,4	0,4	0,6	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8	1,0	1,4	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	14,7	9,7	8,0	10,2	9,0	10,5	7,8	6,0	5,1
EV/EBIT (oik.)	20,2	13,0	11,6	11,7	12,7	16,8	12,3	8,4	6,9
Osinko/tulos (%)	83,3 %	47,9 %	0,0 %	0,0 %	34,0 %	48,6 %	60,7 %	60,9 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,1 %	4,2 %	6,3 %	8,4 %

Lähde: Inderes

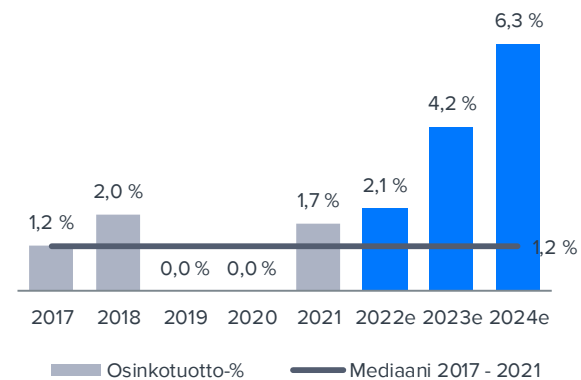
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Globeride Inc	433	496			5	5	1	1	6,6	6,0	1,8	2,3	1,6
Shimano Inc	13798	10757			8	8	2	3	13,9	16,5	1,1	1,1	2,7
Fiskars Oyj Abp	1348	1692	11,3	11,7	8,3	8,1	1,3	1,3	10,2	9,2	4,8	5,2	1,6
Fenix Outdoor International AG	2883	2959	34,9	30,7	21,4	19,7	4,0	3,8	16,9	14,8	0,2	0,2	2,6
Johnson Outdoors Inc	648	527					0,8	0,8	17,4	14,8			
Deckers Outdoor Corp	10102	9712	19,6	16,9	18,0	15,7	3,4	3,0	27,2	22,7			7,4
361 Degrees International Ltd	810	89	0,6	0,5	0,6	0,5	0,1	0,1	8,0	7,0	4,4	5,0	0,7
Columbia Sportswear Co	5316	5171	13,0	12,4	10,4	10,0	1,6	1,5	17,7	16,3	1,3	1,4	2,9
Mizuno Corp	505	432			7	5	0	0	20,3	10,7	1,9	2,2	0,7
Yonex Co	785	637			11	8	1	1	18,0	14,1	0,7	0,9	2,3
Mips AB	974	932	40,8	34,8	40,4	36,3	18,1	17,0	56,0	46,5	1,1	1,2	17,4
Rapala VMC (Inderes)	183	270	16,8	12,3	10,5	7,8	1,0	0,9	18,6	14,4	2,1	4,2	1,3
Keskisarvo			20,0	17,8	13,0	11,6	3,1	2,9	19,3	16,2	1,9	2,2	4,0
Mediaani			16,3	14,7	9,3	8,3	1,3	1,3	17,4	14,8	1,3	1,4	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			3 %	-17 %	12 %	-5 %	-26 %	-33 %	7 %	-2 %	64 %	210 %	-48 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	117	144	261	160	135	294	148	130	279	284	303	315
Konsernin omat tuotteet	78,3	109	188	121	107	228	121	107	228	235	260	272
Kolmansien osapuolten tuotteet	38,8	35,0	73,8	39,2	27,4	66,6	27,6	23,0	50,6	49,0	43,0	43,0
Eliminoinnit ja kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	6,8	17,9	24,7	33,9	12,1	46,0	19,4	6,3	25,7	32,2	40,3	45,5
Poistot ja arvonalennukset	-7,6	-6,3	-13,9	-7,6	-6,3	-13,9	-5,8	-5,8	-11,6	-11,6	-11,5	-11,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	17,3	21,5	26,5	6,2	32,7	15,5	0,5	16,0	20,6	28,8	34,0
Liikevoitto	-0,8	11,6	10,8	26,3	5,8	32,1	13,6	0,5	14,1	20,6	28,8	34,0
Konsernin omat tuotteet	4,3	19,1	23,4	22,1	7,5	29,5	14,3	2,4	16,7	21,3	26,7	31,8
Kolmansien osapuolten tuotteet	-0,1	-1,8	-1,9	4,5	-1,3	3,2	1,2	-1,8	-0,6	-0,7	2,2	2,2
Eliminoinnit ja kertaerät	-5,0	-5,7	-10,7	-0,2	-0,4	-0,6	-1,9	0,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,9	-2,3	-4,2	-1,4	-2,7	-4,1	-1,1	-1,5	-2,6	-3,0	-3,5	-3,1
Tulos ennen veroja	-2,7	9,3	6,6	24,9	3,1	28,0	12,5	-1,0	11,5	17,7	25,3	30,9
Verot	-1,1	-2,1	-3,2	-6,9	-1,4	-8,3	-3,9	0,3	-3,6	-4,9	-6,3	-7,7
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,5	-0,9	-1,1	-0,5	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-4,9	6,1	1,2	16,3	0,8	17,0	8,7	-0,7	7,9	12,7	19,0	23,1
EPS (oikaistu)	0,00	0,30	0,31	0,43	0,03	0,46	0,27	-0,02	0,25	0,33	0,49	0,60
EPS (raportoitu)	-0,13	0,16	0,03	0,42	0,02	0,44	0,22	-0,02	0,21	0,33	0,49	0,60

Tunnusluvut	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%			-5,1 %	36,4 %	-6,7 %	12,6 %	-7,1 %	-3,3 %	-5,4 %	2,1 %	6,6 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-65,1 %	194 %	20,1 %	531,0 %	-64 %	52,0 %	-41,5 %	-91,6 %	-51,0 %	28,8 %	39,7 %	18,0 %
Käyttökate-%	5,8 %	12,4 %	9,5 %	21,2 %	9,0 %	15,6 %	13,1 %	4,9 %	9,2 %	11,3 %	13,3 %	14,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,6 %	12,0 %	8,2 %	16,6 %	4,6 %	11,1 %	10,4 %	0,4 %	5,8 %	7,2 %	9,5 %	10,8 %
Nettotulos-%	-4,2 %	4,2 %	0,5 %	10,2 %	0,6 %	5,8 %	5,8 %	-0,5 %	2,9 %	4,5 %	6,3 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	123	138	135	134	133
Liikearvo	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1
Aineettomat hyödykkeet	22,1	31,7	31,0	30,3	29,7
Käyttöomaisuus	33,0	35,1	35,1	35,1	35,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	11,7	14,5	11,7	11,7	11,7
Muut sijoitukset	7,2	7,6	7,6	7,6	7,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	150	178	189	171	176
Vaihto-omaisuus	68,8	86,2	103	82,5	81,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	53,0	63,5	60,1	61,4	65,4
Likvidit varat	27,9	27,8	26,3	26,9	28,6
Taseen loppusumma	273	316	324	305	309

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	143	139	141	150	162
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarot	109	136	138	147	158
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	69,2	70,0	76,5	67,2	61,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	60,7	59,2	63,0	53,7	48,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	8,5	10,8	13,5	13,5	13,5
Lyhytaikaiset velat	60,6	106	106	87,0	85,7
Lainat rahoituslaitoksilta	19,6	46,7	49,7	42,4	38,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	41,0	59,5	56,3	44,7	47,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	273	316	324	305	309

DCF-laskelma

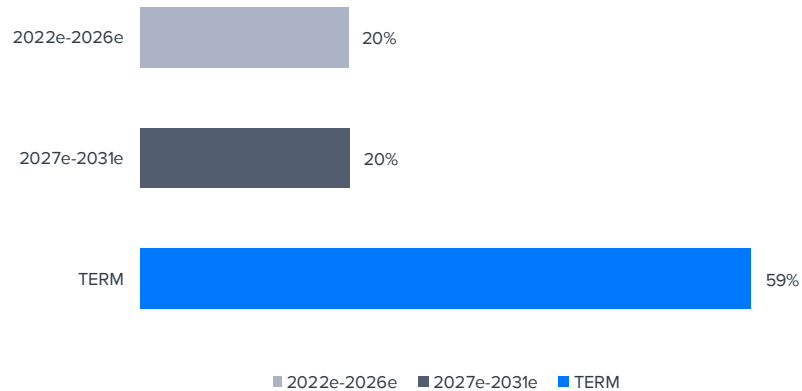
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,6 %	-5,4 %	2,1 %	6,6 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	10,9 %	5,1 %	7,2 %	9,5 %	10,8 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	32,1	14,1	20,6	28,8	34,0	32,8	33,8	34,5	35,2	35,9	36,6	
+ Kokonaispoistot	13,9	11,6	11,6	11,5	11,5	11,5	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	
- Maksetut verot	-8,3	-3,6	-4,9	-6,3	-7,7	-7,5	-7,8	-8,0	-8,2	-8,5	-8,8	
- verot rahoituskuluista	-1,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-9,4	-16,6	7,6	-0,5	-4,0	-4,1	-3,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	
Operatiivinen kassavirta	27,1	4,7	34,0	32,6	33,0	31,9	33,5	35,0	35,5	36,0	36,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,3	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-26,0	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-11,1	-11,1	-11,1	-11,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,4	-3,5	23,1	21,7	22,1	21,0	22,6	23,9	24,4	24,9	25,1	
+/- Muut	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,3	-3,5	23,1	21,7	22,1	21,0	22,6	23,9	24,4	24,9	25,1	412
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,5	21,4	18,6	17,5	15,4	15,3	15,0	14,1	13,3	12,4	203
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		343	346	325	306	289	273	258	243	229	216	203
Velaton arvo DCF		343										
- Korolliset velat		-105,9										
+ Rahavarat		27,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,8										
Oman pääoman arvo DCF		259										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,7										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,80 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



■ 2022e-2026e ■ 2027e-2031e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	275,4	261,3	294,3	278,5	284,5	EPS (raportoitu)	0,09	0,03	0,44	0,21	0,33
Käyttökate	26,0	24,7	46,0	25,7	32,2	EPS (oikaistu)	0,21	0,31	0,46	0,25	0,33
Liikevoitto	13,4	10,8	32,1	14,1	20,6	Operat. kassavirta / osake	0,69	1,39	0,70	0,12	0,88
Voitto ennen veroja	9,8	6,6	28,0	11,5	17,7	Vapaa kassavirta / osake	0,24	1,32	0,06	-0,09	0,60
Nettovoitto	3,6	1,2	17,0	7,9	12,7	Omapääoma / osake	3,84	3,57	3,61	3,66	3,89
Kertaluontoiset erät	-4,5	-10,7	-0,6	-1,9	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,15	0,10	0,20
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	289,4	272,8	315,5	324,0	304,6	Liikevaihdon kasvu-%	5 %	-5 %	13 %	-5 %	2 %
Oma pääoma	151,5	143,0	139,3	141,5	150,3	Käyttökateen kasvu-%	16 %	-5 %	86 %	-44 %	25 %
Liikearvo	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	7 %	20 %	52 %	-51 %	29 %
Nettovelat	107,4	77,4	78,1	86,4	69,2	EPS oik. kasvu-%	21 %	46 %	48 %	-44 %	29 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	9,4 %	9,5 %	15,6 %	9,2 %	11,3 %
Käyttökate	26,0	24,7	46,0	25,7	32,2	Oik. Liikevoitto-%	6,5 %	8,2 %	11,1 %	5,8 %	7,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	6,1	28,9	-9,4	-16,6	7,6	Liikevoitto-%	4,9 %	4,1 %	10,9 %	5,1 %	7,2 %
Operatiivinen kassavirta	26,4	53,7	27,1	4,7	34,0	ROE-%	2,5 %	0,8 %	12,3 %	5,7 %	8,7 %
Investoinnit	-32,3	-1,6	-26,0	-10,9	-10,9	ROI-%	5,7 %	4,7 %	13,8 %	5,7 %	8,3 %
Vapaa kassavirta	9,3	50,8	2,3	-3,5	23,1	Omavaraisuusaste	52,3 %	52,4 %	44,2 %	43,7 %	49,3 %
						Nettovelkaantumisaste	54,4 %	36,6 %	56,1 %	61,1 %	46,1 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,4	1,0	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	8,0	10,2	9,0	10,5	7,8						
EV/EBIT (oik.)	11,6	11,7	12,7	16,8	12,3						
P/E (oik.)	13,1	14,1	19,1	18,6	14,4						
P/B	0,7	1,2	2,4	1,3	1,2						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,7 %	2,1 %	4,2 %						

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.9.2018	Lisää	4,00 €	3,50 €
14.1.2019	Lisää	3,80 €	3,33 €
17.2.2019	Vähennä	3,30 €	3,21 €
23.4.2019	Lisää	3,30 €	3,05 €
21.7.2019	Vähennä	3,10 €	3,15 €
9.1.2020	Vähennä	2,90 €	2,73 €
27.1.2020	Lisää	3,10 €	2,86 €
13.2.2020	Lisää	3,10 €	2,94 €
18.3.2020	Vähennä	2,30 €	2,38 €
26.5.2020	Vähennä	2,40 €	2,60 €
10.6.2020	Vähennä	2,60 €	2,67 €
20.7.2020	Vähennä	2,60 €	2,80 €
2.10.2020	Lisää	2,80 €	2,60 €
18.11.2020	Lisää	3,80 €	3,44 €
23.11.2020	Osta	4,50 €	3,65 €
21.1.2021	Lisää	5,60 €	5,10 €
11.2.2021	Lisää	6,20 €	5,68 €
10.3.2021	Lisää	6,70 €	6,08 €
21.4.2021	Lisää	9,00 €	7,00 €
19.7.2021	Lisää	12,00 €	10,60 €
29.11.2021	Lisää	11,00 €	9,00 €
14.2.2022	Osta	8,50 €	7,14 €
12.4.2022	Lisää	8,00 €	7,30 €
2.5.2022	Lisää	7,00 €	6,14 €
18.7.2022	Lisää	6,50 €	5,77 €
13.1.2023	Lisää	5,00 €	4,74 €

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

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**