

Rapala VMC

Laaja raportti

10/2020

Kärsivällisyys voidaan vielä palkita kalansaaliilla

Nostamme Rapalan tavoitehintamme 2,8 euroon (aik. 2,6 euroa) ja suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Luottamuksemme on hieman noussut, että uuden johdon käsissä strategian toteuttaminen alkaa kantaa hedelmää ja liikevoittomarginaali voi palata lähemmäksi omia historiallisia sekä kilpailijoiden tasoja. Brändeissä piilevän potentiaalin esiin tuominen vie hyvässäkin skenaariossa vielä aikaa, mutta markkinat eivät juuri hinnoitele tulostason oikenemista ja mielestämme tuotto/riski-suhte nousee lievästi positiiviseksi.

Yhtiö on arviomme mukaan palaamassa oikeille urille

Rapalan liikevoittomarginaali liikkui vuosina 2004-2011 10 %:n tuntumassa, mutta sen jälkeistä vaikeaa kehitystä ovat leimanneet mm. Batamille perustetun uistintuotannon sekä toimitusketjun ongelmat ja Venäjän myynnin romahdus. Rapalan keskeisin kilpailuetu eli vahvat brändit on pitkään hautautunut ongelmien alle. Yhtiön 2017 lanseeraama strategia tunnisti ongelmat, mutta muutosten läpiviemi on ollut hidasta. Maaliskuussa 2020 aloittaneen uuden toimitusjohtajan alaisuudessa muutosprosessi vaikuttaa nopeutuneen, josta näkyvimpänä toimenpiteenä oli päätös Batamin tehtaan sulkemisesta. COVID-19 pandemian aiheuttamien kevään sulkutoimien alun voimakkaasti negatiivisten vaikutusten jälkeen retkeilymarkkina on saanut selvää nostetta, mikä luo hyvät lähtökohdat myös Rapalan kysynnän elpymiselle.

Teimme pieniä tarkennuksia ennusteisiimme

Seuraavan 12kk aikana Rapalan jakelusta on poistumassa 25 MEUR:n Shimano-myynti, mikä itsessään laskee liikevoittoa arviomme mukaan noin 8 MEUR:lla. Strategian keskeiset projektit eli 10 MEUR:n kulusäästöohjelma, 13 Fishing-myyntin sekä Shimanolta vapautuneiden maiden jakelun ylösajo pyrkivät korvaamaan asteittain tätä negatiivista vaikutusta. Etenkin 10 MEUR:n kulusäästöjen toteutuminen on arviomme mukaan realistista vuoteen 2022 mennessä. Kokonaisuudessaan Rapalan 2020 jää etenkin koronasulkutoimien takia erittäin heikoksi ja ennusteemme liikevaihdoksi on 239 MEUR (2019: 275 MEUR), oikaistuksi liikevoitoksi 5,6 MEUR (liikevoittomarginaali 2,3 %) ja osakekohtaiseksi tulokseksi (oik.) -0,07 euroa. 2021e liikevaihto palautuu koronakuopasta ennusteessamme 249 MEUR:oon ja liikevoitto 14,5 MEUR:oon (liikevoittomarginaali 5,8 %) ja oikaistu osakekohtainen tulos elpyy 0,20 euroon.

Tuotto-odotus on hyvin riippuvainen strategian toteutuksen onnistumisesta

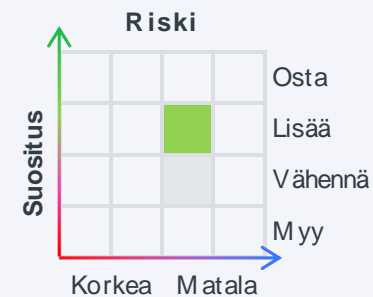
Rapalan 2020e kertoimet nousevat erittäin korkeiksi koronan pilatessa tuloksen, eivätkä ne tarjoa tukeaa osakkeelle, mutta jo 2021e P/E-kerroin laskee ennusteessamme edulliseksi 13x:ään ja EV/EBITDA 7x:ään, vaikka tulostaso on edelleen vaatimaton. Mikäli strategian toteutus onnistuu ja yhtiön kannattavuus lähtee kunnolla elpymään (liikevoitto yli 10 %), näemme osakkeessa selkeää nousuvaraa. Mikäli muutosprosessi jatkaa hidasta edistymistään (liikevoitto jää 5 %:n tasolle) on osakkeen arvo lähellä nykytasoa, sillä nykyinen arvostus ei mielestämme odota Rapalalta juurikaan parempaa. Selvä osakekurssin lasku nykytasosta vaatisi mielestämme yhtiön kriisiytymistä, mutta sen todennäköisyys on laskenut, sillä yhtiö onnistui selvittämään koronan aiheuttamat sulkutoimet puhtain paperein yhtiön rahavirran pysyttyä selvästi positiivisena. Keskimääräinen skenaario on todennäköisin, mutta positiivisen skenaarion todennäköisyys on mielestämme negatiivista skenaariota suurempi, mikä nostaa Rapalan osakkeen tuotto/riski suhteen positiiviselle puolelle.

Analytiikot



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

Suositus



Lisää

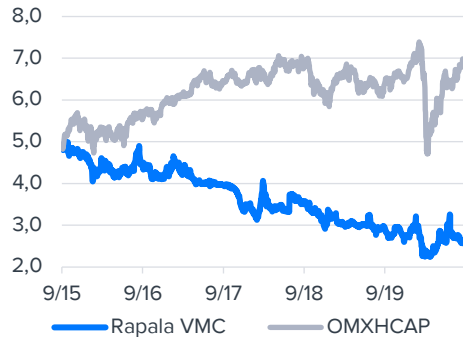
(aik. Vähennä)
2,80 EUR
(aik. 2,60 EUR)
Osakekurssi:
2,60 EUR
Potentiaali:
7,7 %

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	275,4	239,3	249,1	259,4
kasvu-%	5 %	-13 %	4 %	4 %
EBIT oik.	17,9	5,6	14,5	17,7
EBIT-% oik.	6,5 %	2,3 %	5,8 %	6,8 %
Nettotulos	4,4	-7,3	7,1	11,2
EPS (oik.)	0,21	-0,07	0,20	0,26
P/E (oik.)	13,1	neg.	12,7	10,0
P/B	0,7	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,9 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	11,6	33,5	12,6	10,1
EV/EBITDA	8,0	13,8	7,3	5,8
EV/Liikevaihto	0,8	0,8	0,7	0,7

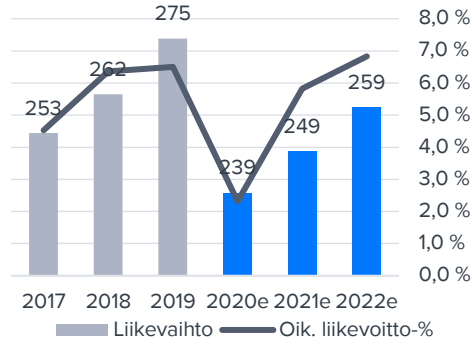
Lähde: Inderes, EV sisältää hybridilainan

Osakekurssi



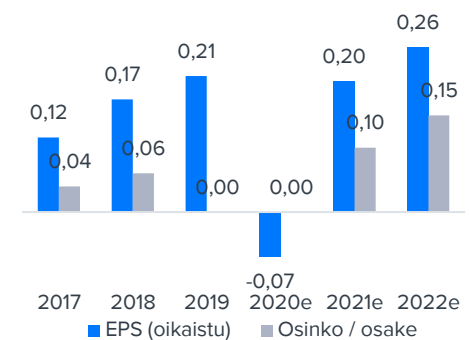
Lähde: Thomson

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Strategian onnistuminen
- Liikevaihdon kääntyminen kasvuun
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Batamin tappioiden päättyminen tukee tulosta
- Pääoman vapautuminen

Riskitekijät

- Strategian epäonnistuminen
- Jakelutien nopea digitalisoituminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu
- Shimano-jakelun päätyminen luo epävarmuutta ennusteisiin
- Koronan aiheuttamat vaikeudet Rapalan asiakaskentässä ja mahdolliset uudet sulkutoimenpiteet tautitilanteen pahetessa

Arvostus

- 2021e-2022e P/E-kertoimet matalat (13x ja 10x) ja strategian edetessä näemme selvää nousuvaraa
- Matala arvostustaso P/B 0,8x suhteessa vahvoihin brändeihin heijastelee markkinan heikkoa luottamusta
- Tulevien vuosien osingonmaksu on riippuvainen strategian tavoitteleman kannattavuuskäänteen onnistumisesta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Toimiala	14-16
Strategia	17-20
Historiallinen kehitys	21-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Sijoitusprofiili	25
Ennusteet ja arvonmääritys	26-33
Taulukot	34-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	38

Rapala lyhyesti

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä

1936

Perustettu

1998

Rapala listautuu pörssiin

275 MEUR (+5 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

17,9 MEUR (6,5 % lv:sta)

Liikevoitto (oik.) 2019

35

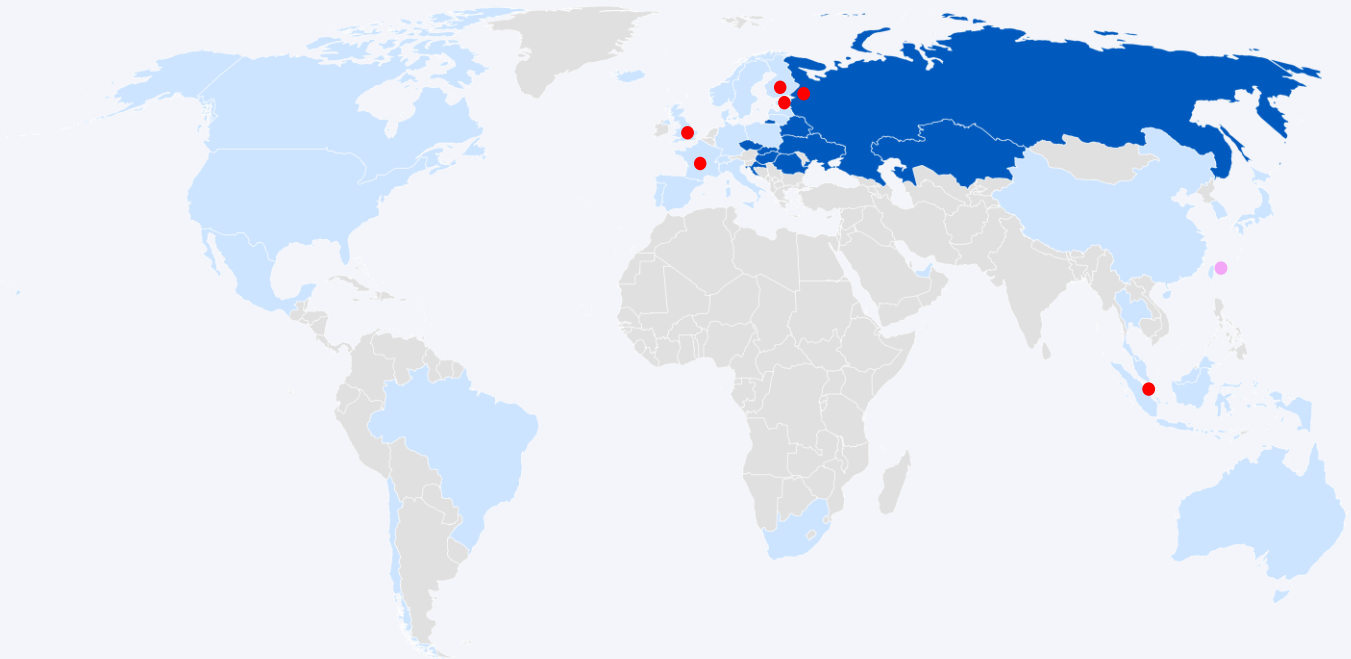
Toimintamaiden lukumäärä

2304

Henkilöstö 2019 lopussa

67 % / 33 %

Omat tuotteet / 3rd party tuotteet 2019



● Oma jakeluyhtiö

● Jakeluyhteisyrittäjä Shimanon kanssa

● Oma tehdas

● Hankintayksikkö

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Uistinten markkinajohtaja

Rapala on maailman johtava uistimien, kolmihaarakoukkujen, kalastajan tarvikkeiden ja fileointiveitsien valmistaja sekä myyjä. Rapalan liikevaihto oli vuonna 2019 275 MEUR. Yhtiön myynnistä 67 % muodostui konsernin omista tuotteista ja loput noin 33 % kolmansien osapuolten tuotteiden jakelusta yhtiön globaalin jakeluverkoston läpi.

Rapalan jakeluverkosto on erittäin laaja ja se kattaa noin 35 maata. Täysin omistettujen jakeluyhtiöiden lisäksi Rapalalla on yhdessä omistettuja jakeluyhtiöitä Shimanon kanssa (Venäjä, Kazakstan, Valko-Venäjä, Tšekki, Unkari, Romania, Kroatia), joissa määräysvalta on Rapalalla. Lisäksi Rapala käyttää ulkopuolisia jakelijoita noin sadassa maassa. Rapalalla on myös suoraan kuluttajille suunnattu verkkokauppa Pohjois-Amerikassa (vuodesta 2011 alkaen) ja Euroopassa (toukokuusta 2018 alkaen).

Arviomme mukaan noin 95 % Rapalan vähittäiskaupoille suuntautuvasta B2B-liikevaihdosta menee sen jakeluyhtiöiden kautta. Paikallisjakelijoiden osuus on suuresta maapeitosta huolimatta verrattain rajallinen ja arviomme mukaan se kattaa noin 5 % yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön verkkokaupan myynti tapahtuu suoraan kuluttajille (B2C) ja arvioimme sen osuuden kokonaisymyynnistä olevan vielä vaatimaton ja vain muutaman prosentin, siitäkin huolimatta, että koronaviruspandemia nosti verkkomyynnin osuutta.

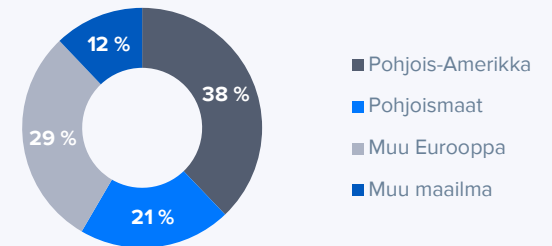
Rapalan suurin ja tärkein markkina-alue on Pohjois-Amerikassa, jonka osuus vuonna 2019 oli 38 %. Pohjois-Amerikassa yhtiön markkina-asema on etenkin uistimissa erittäin vahva ja yhtiö on alueella kovissa uistimissa selkeä markkinajohtaja. Pohjois-Amerikassa liikevaihto painottuu omiin tuotteisiin.

Pohjoismaiden osuus Rapalan liikevaihdosta oli vuonna 2019 21 %. Pohjoismaissa yhtiön markkina-asema on erittäin vahva ja useissa tuoteryhmissä se on jopa täysin hallitseva. Pohjoismaissa yhtiö myy myös paljon kolmansien osapuolten tuotteita vahvasta jakeluketjusta johtuen. Näistä merkittävien eli yksinoikeuteen perustuva Shimanon kalastustuotteiden jakelu on kuitenkin päätymässä 1.10.2020.

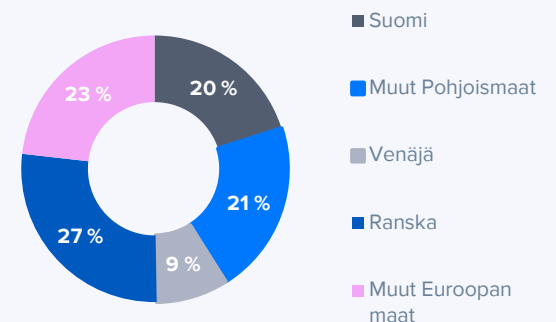
Toiseksi suurin markkina-alue yhtiölle on Muu Eurooppa, jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2019 oli 29 %. Siihen kuuluvat kaikki Pohjoismaiden ulkopuoliset Euroopan maat. Merkittävimpiä maita ovat Ranska, Venäjä ja Espanja. Yhtiöllä on parhaillaan käynnissä Muun Euroopan alueella jakeluyhtiöihin liittyviä keskittämistoimenpiteitä kustannustehokkuuden parantamiseksi. Tämä on tärkeää, sillä Ranskassa, Sveitsissä, Espanjassa ja Portugalissa sekä Baltian maissa Shimanon tuoteportfolion jakelu päättyy kahdessa erässä (1.7.2020 ja 1.10.2020).

Muun maailman osuus yhtiön liikevaihdosta on noin 12 %. Muu maailma on maantieteellisesti hajanainen ja se sisältää liiketoimintaa mm. Aasiassa, Etelä-Amerikassa ja Afrikassa.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma globaalisti 2019



Liikevaihdon maantieteellinen jakauma Euroopassa 2019



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Liiketoimintamalli

Rapalan liiketoimintamalli perustuu sen omaan tuotantoon ja paikallisiin jakeluyhtiöihin. Yhtiön tehtaat operoivat itsenäisinä tulosyksiköinä ja näin ollen ne myös vastaavat pitkälti omasta hankintatoiminnastaan. Yhtiö valmistaa itse uistimet (Suomi, Venäjä, Viro), koudut (Ranska ja Indonesia), kairat (Viro), puukot (Suomi), sukset (Suomi) sekä syötit (UK). Loput konsernin omista tuotteista hankitaan alihankintana pääosin Aasiasta ja yhtiön pääsourcing-yksikkö sijaitsee Taiwanissa. Konsernin toiminnan näkökulmasta sourcing-yksiköjä voidaan myös käsitellä eräänlaisina tehtaina, sillä myös ne ovat oma yhtiönsä ja toiminta on verrattavissa yhtiön oikeisiin tehtaisiin.

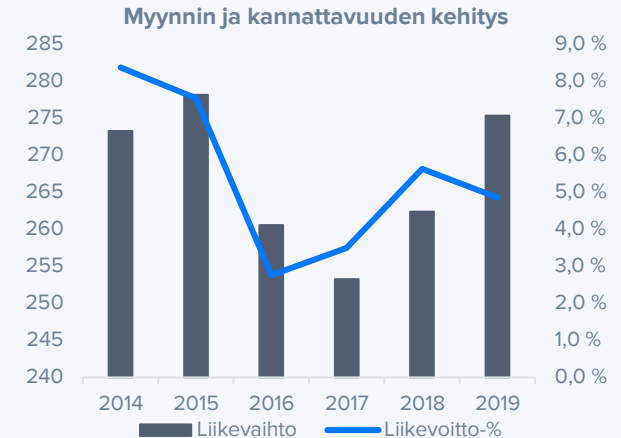
Maakohtaisista 35 jakeluyhtiöstä suuremmat toimivat itsenäisinä tulosyksikköinä ja pienemmät komissioagentteina. Jakeluyhtiöt tilaavat tehtailta tuotteet omien kysyntäennusteidensa mukaisesti. Ne tilaavat myös kolmansien osapuolten tuotteet itsenäisesti suoraan toimittajilta konsernin tekemien sopimusten mukaisilla toimitusehdoilla.

Poiketen useista muista kuluttajatarvikeliikeyhtiöistä konserni on historiallisesti ohjannut maayhtiöiden hankintoja hyvin vähän. Rakenteen taustalla on ollut ajatus, että maayhtiöiden paikallistuntemusta päästään näin paremmin hyödyntämään päätöksenteossa ja kysynnän ennustamisessa. Rakenteen merkittävänä haittapuolena on kuitenkin ollut sen kompleksisuus. Tuotevirtoja ja toimitusketjua on hankala ohjata yhtenä kokonaisuutena jokaisen

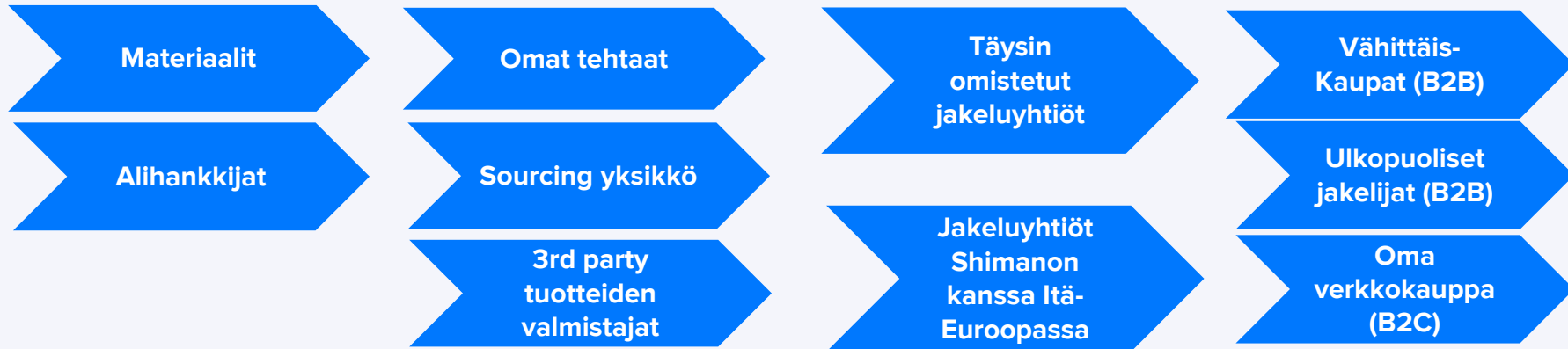
tulosyksikön tehdessä ketjussa omia päätöksiään. Tämän seurauksena maakohtaiset jakeluyhtiöt ovat joutuneet tilaamaan tuotteensa tehtailta ja sourcing yksiköiltä monta kuukautta etukäteen varmistaakseen tuotteidensa saatavuuden. Tehtaiden toimitusajat ovat paikoin olleet huomattavan pitkiä, sillä maayhtiöiden tilauksia on käyty tehtailta läpi yksi kerrallaan.

Etenkin suurille vähittäiskaupan asiakkailleen (WalMart, Bass Pro/Cabella) maayhtiöt ovat puolestaan luvanneet toimittaa tavarat muutamissa päivissä ja näin ollen maayhtiöillä on täytynyt olla huomattavat puskurivarastot käytössä. Liiketoimintamallin selkein heikkous ovatkin olleet korkeat varastot, sillä ne ovat sitoneet paljon pääomaa ja alentaneet yhtiön oman pääoman tuottoa (ROE-%) selvästi.

Rapalan 2017 lanseeraaman strategian myötä liiketoimintamallia on kehitetty huomioimaan paremmin koko Rapala konsernin etu ja toimitusketjua ollaan ryhdytty ajattelemaan kokonaisuutena ja sen virtaviivaistamiseksi on tehty useita projekteja, joita on käsitelty strategia osiossa. Myös maayhtiöiden ostoja ja varastotilannetta on alettu valvoa aiempaa keskitetympin. Rapalan varastot ovat muutosten seurauksena kääntyneetkin laskuun. Liikevaihtoon suhteutettu varastotaso on laskenut vuoden 2015 41,8 %:ta 2019 33,6 %:iin kertoen liiketoimintamallin kehittymisestä aiempaa ketterämmäksi. Organisaatio on silti edelleen hyvin kompleksinen ja muutokset ovat hitaita ja odotamme virtaviivaistamisen jatkuvan ainakin vuoteen 2023.



Rapalan arvoketju



- Rapalan tehtaat hankkivat itse materiaalinsa
- Osaa omien tuotteiden tuotannosta ei ole järkevää tehdä itse (mm. tarvikkeet) ja silloin valmistus hoidetaan alihankintana pääosin Kiinassa

- Rapalan tehtaat sekä sourcing-yksikkö toimivat omina tulosityksikköinä ja valmistavat/hankkivat tilaukset jakeluyhtiöiden tilausten perusteella
- 3rd party -tuotteet jakeluyhtiöt tilaavat suoraan tuotteiden valmistajilta

- Maakohtaiset jakeluyhtiöt (35 kpl) tilaavat tuotteet ja toimittavat omille asiakkailleen
- Jakeluyhtiöillä on ollut aiemmin tyypillisesti omat varastot, mutta niitä keskitetään
- Myös erilaisia keskitettyjä ostobudjetteja on alettu käyttää jakeluyhtiöille

- Valtaosa Rapalan myynnistä on edelleen B2B- myyntiä, josta suurin osa suuntautuu vähittäiskaupoille
- Oman B2C myynnin (oma verkkokauppa) osuus on edelleen pieni

3rd party

Päätarkoituksena nostaa jakelukanavan käyttöastetta

Yhteisenä nimittäjänä kaikilla tuoteryhmillä on sama asiakaskunta

Shimano-yksinoikeus päättyvässä 2020 ja vaikutus noin -25 MEUR/v Rapalan liikevaihtoon

Toiminnot

Tuotekehitys



Valmistus, alihankinta ja osto (3rd party)



Jakelu ja Myynti



Liiketoimintaidea

Rapala VMC valmistaa ja jakelee konsernin omia tuotteita sekä jakelee valikoituja 3rd party tuotteita vähittäiskaupoille.



Vahvat brändit



Oma tuotanto

Asiakassegmentit

B2B – Suuret kauppaketjut

Walmart, Bass Pro Shop, Amazon, S-ryhmä, Motonet



B2B – pienemmät vähittäiskaupat

Kalastustarvikeliikkeet, urheiluliikkeet



B2C – Kuluttajat

Oma verkkokauppa: Rapala.com, Marttiini.fi



Alueet

Pohjois-Amerikka
38 % liikevaihdosta

Muu Eurooppa
29 % liikevaihdosta

Pohjoismaat
21 % liikevaihdosta

Muu maailma
12 % liikevaihdosta

Resurssit

Vahvat brändit



Euroopan tehtaiden valmistusosaaminen



Maayhtiöiden paikallistuntemus



Rapala®



Oma tuotekehitys



Laaja oma B2B-jakelu:
+
Yhteisyritykset Shimanon kanssa Venäjällä ja Itä-Euroopassa
+
Ulkopuolisia jakelijoita noin 100 maassa

Tuotteet



Uistimet ja syötit



Koukut



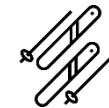
Siimat



Vavat ja kelat



Tarvikkeet:
Veitset, pihdit, kalastusvaatteita, jääkairat



Muut tuotteet:
Marttiini puukot, Peltosen sukset



3rd party tuotteet:
Shimano + muut (metsästys, ulkoilu, talivurheilu)

Kustannusrakenne

Liikevaihto 275,4 MEUR (2019)

Henkilöstö 2304 (2019 lopussa)



Materiaalit ja palvelut
(47,6 %)*

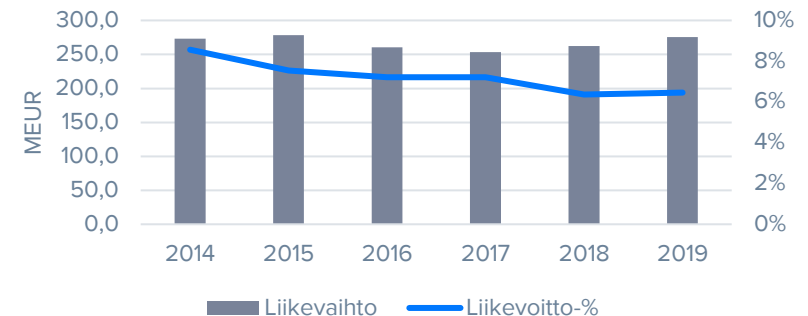


Henkilöstökulut
(26,0 %)*

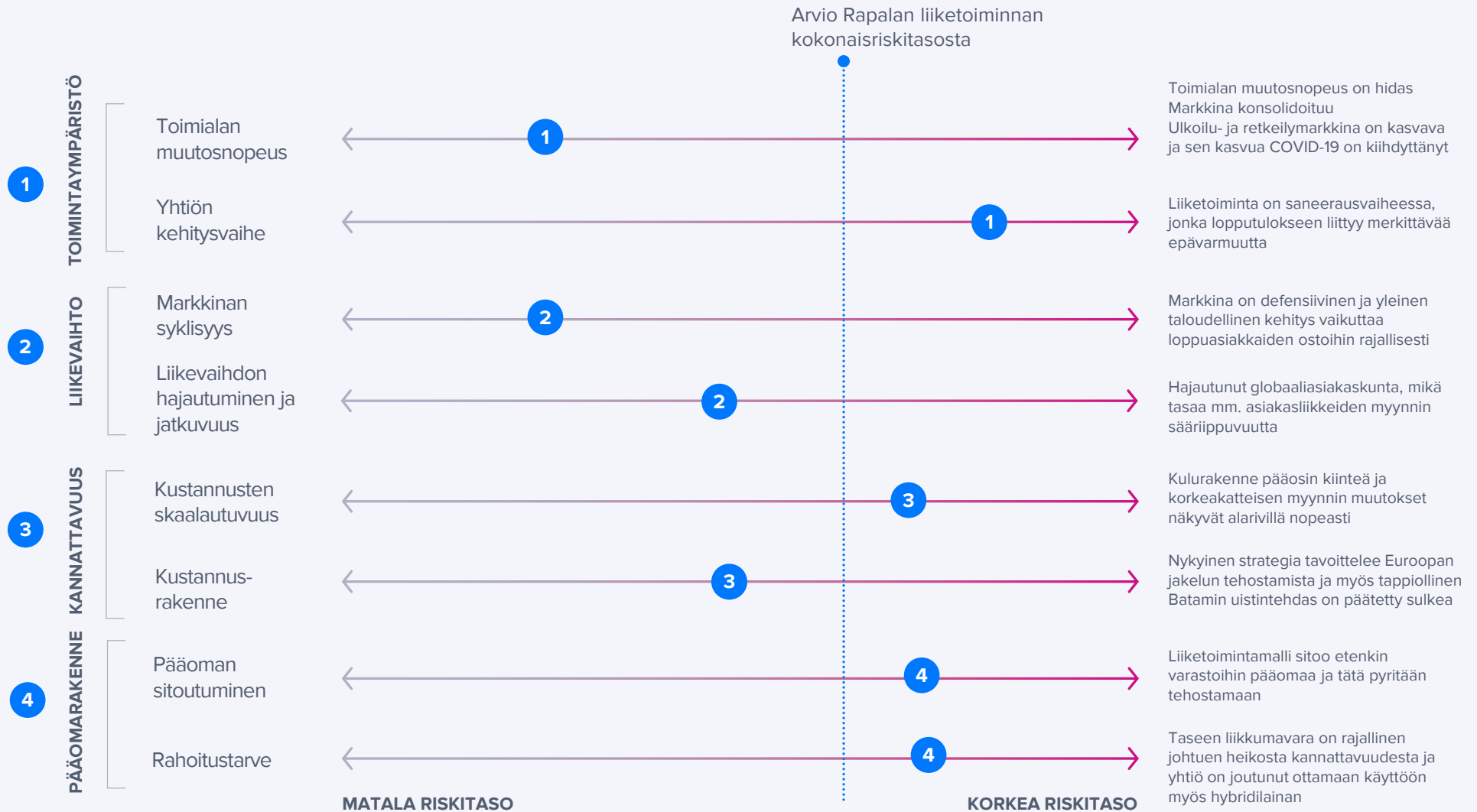


Muut kulut
(17,6 %)*

Tulovirrat



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Tuotteet

Kaikki kategoriat nyt omassa portfolioissa

Yhtiön oma tuoteportfolio voidaan jakaa kuuteen kategoriaan: ”Uistimet ja syötit”, ”Koukut”, ”Siimat”, ”Tarvikkeet”, ”Muut tuotteet” sekä ”Vapa ja kela”. Rapalan omasta portfolioista käytännössä puuttui pitkään viimeisin kategoria. Tilanne muuttui kuitenkin vuonna 2019 julkistetun Shimano-yhteistyön purun ja sen mahdollistaman DQC Internationalin vähemmistöosuuden hankinnan myötä.

Uistimet ja syötit kannattavin kategoria

Rapala on maailman selvästi suurin uistinvalmistaja ja uistimet ovat konsernin selvästi merkittävien tuoteryhmä. Yhtiön selvästi arvokkain brändi on Rapala. Muita yhtiön brändejä ovat mm. Luhr Jensen, Storm ja Blue Fox. Segmenttiin kuuluvat myös syötit, joita Rapala valmistaa karpinkalastukseen Dynamite Baits ja Carp Spirit brändeillä. Syötit myydään pääosin Keski-Eurooppaan. Yhtiön markkinaosuus on Yhdysvalloissa kovissa uistimissa noin 20 %:n luokkaa ja myös Pohjoismaissa se on käsityksemme mukaan vastaavassa kokoluokassa. Rapalan kasvu uistimissa seurailee näissä maissa pitkälti kokonaismarkkinan kehitystä johtuen vakiintuneista markkina-aseista. Yhtiön innovaatiovoimaa on alettu kuitenkin kohdistamaan etenkin kasvaviin tuotekategorioidiin sekä kalastuksen pientrendien kaupallistamiseen markkinan kasvun ylittämiseksi.

Rapala kertoi viimeksi vuonna 2016 konsernin tuotekohtaisen liikevaihdon jakauman ja silloin uistimien ja syöttien liikevaihto oli 82 MEUR eli 31

%:n osuus konsernin myynnistä. Arvioimme osuuden hieman kasvaneen Pohjois-Amerikan hyvän kehityksen myötä. Uistimet ovat konsernin omista tuotteista kaikista kannattavimmat ja niiden myyntikate on arvioimme mukaan noin 50-60 % riippuen hieman vuotuisesta myyntimixistä. Uistinten kannattavuus on käsityksemme mukaan pysynyt vakaana, sillä brändiuskollisuus on korkea ja hinnoitteluvoima säilyy erityisesti Rapalavaapuissa.

Koukuissa myös markkinaosuus korkea

Rapala hankki ranskalaisen koukkuvalmistaja VMC:n omistukseensa vuonna 2000. VMC on globaali markkinajohtaja kolmihaarakoukuissa (markkinaosuus arvioimme mukaan 25-30 %). Yhtiö valmistaa myös yksi- ja kaksiaarakoukkuja, mutta niissä sen markkinaosuus on pienempi. 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. Koukkuliiketoiminnan liikevaihto oli vuonna 2016 20 MEUR (8 % liikevaihdosta). Arvioimme myös koukkujen myynnin kehittyneen positiivisesti uistinten myynnin vanavedessä. Koukut ovat myös erittäin kannattava tuoteryhmä ja arvioimme mukaan niiden myyntikate on noin 50 %:n tuntumassa. Koukkuliiketoiminnan kilpailuetu perustuu liiketoiminnan mittakaavaetuihin sekä koukunvalmistusprosessin osaamiseen.

Siimoissa myynnin kehitys jäänyt odotuksista

Rapala on siimoissa pieni toimija ja sen globaali markkinaosuus on käsityksemme mukaan parin

prosentin luokkaa. Yhtiö laajeni siimaliiketoimintaan 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 2016 sen liikevaihto oli 18 MEUR:n tasolla (7 % liikevaihdosta), eikä segmentin myynti oli arvioimme mukaan sen jälkeen merkittävästi kasvanut. Siimaliiketoiminta on myös hyvin kannattavaa ja sen myyntikate on arvioimme mukaan noin 50 %.

Tarvikkeissa laaja kirjo kalastustuotteita

Tarvikkeet-liiketoiminta sisältää kalastukseen liitännäisiä pienempiä tuoteryhmiä, kuten veitset, pihdit, kalastajan vaatteita, jääkairat ja säilytysjärjestelmät. Tarvikkeiden liikevaihto oli vuonna 2016 44 MEUR tai 17 % myynnistä. Tarvikeliiketoiminnan suurin haaste on se, että useat sen tuoteryhmät ovat volyymiltaan hyvin vaatimattomia ja näin ollen yhtiön hinnoitteluvoima alihankkijoita kohtaan jää vaatimattomaksi. Tästä johtuen tarvikkeiden myyntikate on arvioimme mukaan noin 40 % eli selvästi muita kalastustuotteita heikompi. Tarvikkeet kategorian yritysostoista hyvänä esimerkkinä toimii 2011 toteutettu laajentuminen jääkairoihin, jolloin Tarvikkeet alueen liikevaihto kasvoi tuntuvasti (noin 10 MEUR).

Tuotteet

Muut tuotteet (sukset ja puukot)

Konsernin muiden tuotteiden myynti oli 2016 8 MEUR ja sen päätuoteryhminä ovat Marttiini-veitset sekä Peltosen sukset. Tehtaiden (Marttiini Oy ja Peltonen Ski Oy) taloustietojen perusteella arvioimme segmentin liikevaihdon nousseen noin 12 MEUR:oon vuonna 2019. Tästä suksimyynnin osuus oli hieman yli kolmannes. Pidemmällä aikavälillä emme näe näissä tuotteissa merkittävää kasvupotentiaalia ja käsityksemme mukaan niiden vaikutus liikevoittorivillä on jäänyt vähäiseksi. Yhtiö siirsi hiljattain Rovaniemen puukottehtaan Vääkseen, millä haetaan kustannustehokkuutta valmistukseen. Peltosen suksien markkinaosuus on Suomessa noin 30 % ja myynti ja kannattavuus vaihtelevat lähinnä lumitilanteen mukaan.

Vapa ja kela –kategoria vasta lähtökuopissa

Yksinoikeuteen perustuneen Euroopan Shimano-jakelun purun myötä Rapalalle aukeni vihdoin tilaisuus hankkia sen omaan portfolioon myös kauan kaivatut vavat ja kelat. Euroopan ulkopuolella yhtiöllä on toki ollut jo aiemmin pienessä mittakaavassa etenkin Rapala-brändin alla myytyjä vapoja ja keloja. Laajentuakseen nopeammin vapa- ja kelakategoriassa Rapala hankki syksyllä 2019 49 %:n vähemmistöosuuden yhdysvaltalaisesta DQC International Corp:sta. Yhtiö omistaa vapa- ja kelabrändin nimeltä 13 Fishing. Yhtiön tuotanto on ulkoistettu Kiinaan ja yhtiöllä on omat suunnittelu- ja tuotekehitystiimit Floridassa ja Taiwanissa.

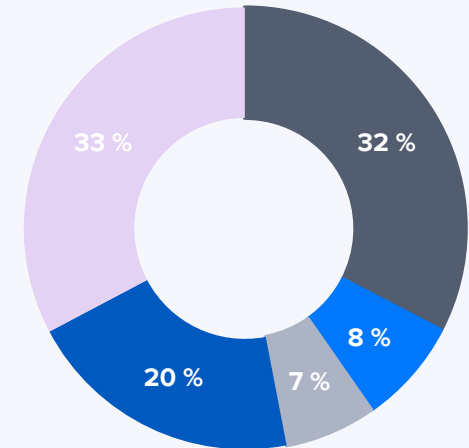
DQC on perustettu vuonna 2012 ja se on kasvanut nopeasti USA:n kilpailuilla markkinoilla. Vuonna

2018 sen 23,5 miljoonan dollarin liikevaihto tuli pääosin Yhdysvalloista. 13 Fishingin kilpailukyvyistä kertovat myös sen saamat kategoriapalkinnot Yhdysvaltain iCast-messuilla (2013 paras vapa- ja kelayhdistelmä sekä 2017 paras vapa).

Tehdyn sopimuksen mukaan Rapala saa 13 Fishing brändin yksinoikeudella käyttöönsä Yhdysvaltojen ulkopuolella. Yhdysvaltojen ulkopuolella Rapalan itse myymät 13 Fishing tuotteet lasketaan mukaan Rapalan omiin tuotteisiin ja ne ovat verrannollisia sourcing-yksiköiden kautta alihankittuihin tuotteisiin. Itse DQC-Internationalin tulos Yhdysvalloissa näkyy Rapalan tuloslaskelmassa osakkuusyhtiöt-rivillä ja edellisen 12kk osalta se oli -1 MEUR (DQC mukana syyskuusta alkaen). DQC:n USA:n operaatiot ovat olleet toistaiseksi ymmärrettävästi tappiolla, sillä myynnin kasvattaminen ja markkinaosuuden valtaaminen vaativat aluksi panostuksia. Yhtiön pääomia myös vahvistettiin Rapalan tekemän yritysoston yhteydessä, josta Rapalan osuus oli noin 10 MEUR.

Rapalan 13 Fishing-vapojen ja kelojen myynnin ylösajo on vasta aluillaan ja menestykseen liittyy epävarmuutta. Rapalan on vuoden 2021 aikana tarkoitus lanseerata tuotteet globaalisti sen eri markkinoille. Vapa- ja kelamarkkina muodostaa yli puolet urheilukalastuksen markkinasta, joten potentiaalia 13 Fishing myynnin kasvatukselle riittää Rapalan globaalin jakeluverkoston kautta. Yhtiö joutuu taistelemaan samalla kuitenkin suuria ja tunnettuja vapa- ja kelavalmistajia vastaan (Daiwa, Shimano ja Pure Fishing), joiden vapa- ja kelaliikevaihdot liikkuvat 200-400 MEUR välillä.

Liikevaihto tuoteryhmittäin 2019
(Inderes arvio)



Tuotteet

Kolmansien osapuolien tuotteet

Rapala hyödyntää globaalia jakeluverkostoaan jakelemalla myös muiden valmistajien tuotteita sen läpi. Niihin kuuluu kalastustuotteita sekä talviurheilu-, metsästys-, ja ulkoilutuotteita. 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. Yhtiön kolmansien osapuolien tuotteista saama myyntikatemarginaali on luonnollisesti matalampi (arvionme 30 %) kuin konsernin omilla tuotteilla, sillä Rapala saa jakelutuotteista ainoastaan jakelumarginaalin, kun omilla tuotteilla yhtiö saa myös valmistusmarginaalin.

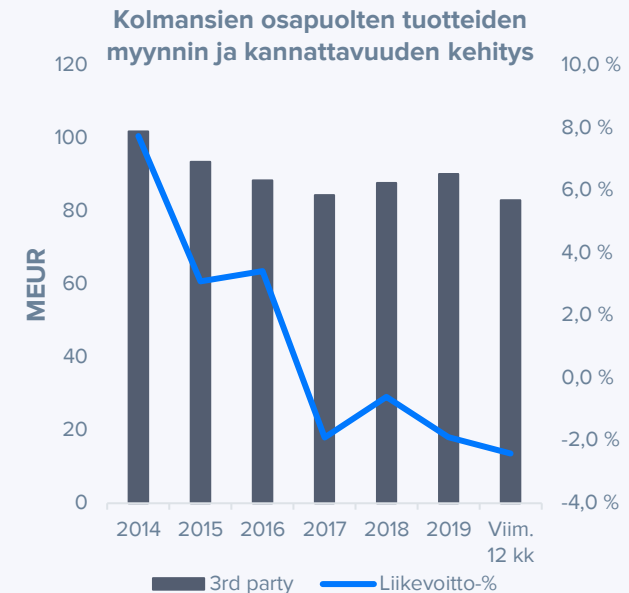
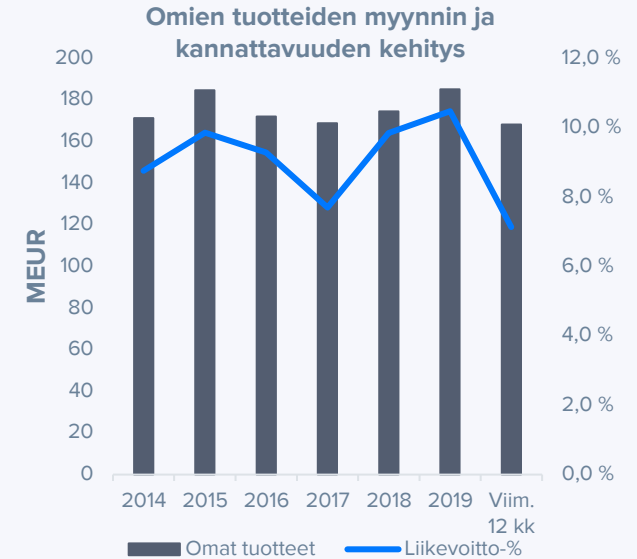
Rapalan viime vuosien liikevaihdon lasku on kohdistunut erityisesti kolmansien osapuolien tuotteiden myyntiin. Liikevaihto on huippuvuoden 2013 (110 MEUR) jälkeen laskenut voimakkaasti pääosin Venäjän laskeneen myynnin myötä. Samalla divisioonan kannattavuus on laskenut liikevoittomarginaalin laskettua noin 7 %:sta viime vuoden -1,9 %:iin. Kolmansien osapuolien negatiivinen liikevoittomarginaali ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kolmansien osapuolien tuotteet olisivat konsernille tappiollisia. Konsernin kiinteät kulut (jakelu+hallinto) kohdistetaan liikevaihdon suhteessa omille ja kolmansien osapuolien tuotteille. Siten kolmansien osapuolien jakelun rooli on merkittävä, jotta oman jakelukanavan

kustannuksia saadaan jaettua isommalle volyymille. Kaikki kolmansien osapuolien jakelu ei kuitenkaan ole ollut erityisen kannattavaa mm. pääoman tuotolla tarkasteltuna. Yhtiö luopuikin hiljattain mm. Ruotsin metsästyskategorian jakelusta. Parhaiten kolmansien osapuolien jakelu toimii mm. Peltosen rinnalla jaettavissa talviurheiluvälineissä Suomessa (mm. Alpina, Rex) niiden myynnin ollessa lähes yhtä suuri suksiin verrattuna. Myös mm. Johnson Outdoorsin tuotteiden jakelu Suomessa, Venäjällä, Norjassa, Tanskassa ja Itä-Euroopan pienillä markkinoilla on esimerkki synergistisestä tuotekategoriasta.

Shimano-yhteistyön purku vie volyymia

Shimano on ollut Rapalalle strateginen kumppani jo 1993 vuodesta asti. Yksinoikeuteen perustuvien jakelusopimusten purun jälkeen yhteistyö rajoittuu enää yhdessä omistettuihin jakeluyhtiöihin, joissa Rapalalla on määräysvalta. Näistä tärkein on yhteisyritys Venäjällä ja Itä-Euroopassa (omistus 50/50) ja Shimano omistaa myös 33 % Rapalan, Unkarin, Romanian ja Kroatian jakeluyhtiöistä.

Etenkin seuraavan 12kk aikana (H2'20-H1'21) Rapalan Euroopan liikevaihdosta on poistumassa huomattava osuus (noin 18 % tai 25 MEUR), kun Shimanon vapojen ja kelojen jakelusopimus päättyy kahdessa osassa 1.7.20 sekä 1.10.20. Osa jakelukanavan kiinteistä kustannuksista on aiemmin voitu kohdistaa tälle volyymille. Osin tästä syystä Rapalalla on Euroopan jakelun kannattavuuden parantamiseksi käynnissä mittava kustannussäästöohjelma toimintoja keskittämällä.



Lähde: Inderes

Toimiala

Toimiala on defensiivinen

Globaali kalastusvälinemarkkina voidaan jakaa kahtia urheilukalastukseen ja ammattikalastukseen. Keskitymme tässä puhtaasti urheilukalastukseen, joka on Rapalalle oleellinen markkina. Globaalista urheilukalastus-markkinasta on saatavilla vain rajallisesti konkreettista tietoa ja kokonaisuutena ala on pirstaleinen. Arvioimme mukaan Rapalalle relevantin markkinan koko on noin 6-7 miljardia euroa. Tästä markkinasta vapojen ja kelojen osuus on noin puolet. Tämän jälkeen suurimpina tuoteryhminä ovat uistimet ja syötit ja myös siimat ovat iso tuotekategoria.

Ala on hyvin defensiivinen ja yleisellä taloustilanteella on vain erittäin rajallisia vaikutuksia kokonaisyntiin, josta osoituksena mm. Rapalan oman liikevaihdon vakaa kehitys finanssikriisin aikana. Koronakriisin aikainen Rapalan myynnin romahdus johtui ensisijaisesti omien Pohjois-Amerikan jakelukeskusten sekä asiakasliikkeiden suluista, eikä laskeneesta kuluttajakysynnästä.

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.

Rapalan tärkeimmällä yksittäisellä markkinalla Yhdysvalloissa kalastus on yksi suosituimmista ulkourheilulajeista. Siellä kalastajien määrä oli

pitkään laskussa, mutta kalastajien kokonaismäärä on vuodesta 2013 saatu käännettyä takaisin noin 1 %/v nousutrendille ja vuonna 2018 kalastajien kokonaismäärä oli 49,4 miljoonaa. Huomion arvoista on, että uusia harrastajia on 2018 tullut lajin pariin paljon 9,4 miljoonaa, mutta myös lopettaneita on ollut runsaasti 9,1 miljoonaa (Lähde: 2019 special report on fishing). Viimeisten tilastojen mukaan COVID-19 on lisännyt kalastuslupien määrää noin 20 %:lla. Euroopassa yhtä tarkkoja lukuja ei ole saatavilla, mutta käsityksemme mukaan myös Euroopan markkinat kasvavat vähintään BKT:n vauhtia. Japanin markkinan kehitys ei ole Rapalan kannalta oleellinen, sillä sen liikevaihto alueelta on hyvin pientä paikallisten pelureiden dominoidessa. Kokonaisuutena arvioimme kehittyneiden markkinoiden kasvuvauhdista on noin 2-4 %/v.

Kehittyneillä markkinoilla markkinaosuuksien voittaminen on Rapalalle vaikeaa, sillä useissa sen tuoteryhmissä (esim. koukut ja uistimet) sen markkinaosuus on suuri. Rapala on pyrkinyt hakemaan kasvua myös tuotetarjontaa laajentamalla. Se on aiemmin tapahtunut pääosin yritysostojen kautta. Myös Rapala-brändiä on viety uusille tuote-alueille etenkin tarvikkeisiin. Viime aikoina tuotekehityksen fokusta on alettu siirtää myös aiempaa enemmän markkinalla kasvaviin tuotekategorioihin sekä kalastuksen pientrendien kaupallistamiseen.

Kehittyvillä markkinoilla urheilukalastusmarkkinat kasvavat käsityksemme mukaan noin 4-6 %/v. Niillä markkinan ajureina toimivat elintason nousu,

kalastajien lukumäärän kasvu ja tietoisuuden lisääntyminen. Rapalan myynti on kehittyvillä markkinoilla jäänyt jälkeen markkinalle arvioimastamme kokonaiskasvusta. Arvioimme tämän johtuneen matalammasta bränditunnettavuudesta verrattuna USA:n ja Euroopan markkinoihin.

Pirstaleinen kilpailukenttä

Globaali urheilukalastusmarkkina on hyvin pirstaleinen. Rapala on arvioimme mukaan alan neljänneksi suurin toimija 275 MEUR:n liikevaihdolla. Alan suurimpien pelureiden, joita ovat Shimano, Daiwa ja Pure Fishing, liikevaihdot ovat 400-500 MEUR:n välissä. Arvioimme mukaan LEW's on noussut lähelle 200 MEUR:n liikevaihtoa aggressiivisten yritysostojen myötä.

Alan suurimmista toimijoista japanilaiset Shimano ja Globberide (Daiwa) ovat fokuoineet toimintansa vappoihin ja keloihin, vaikka myös niillä on jonkin verran muita tuotekategorioita. Isoista pelureista yhdysvaltalainen Pure Fishing omaa laajemman ja lähes kaiken kattavan tuoteportfolion. Viiden suurimman pelurin jälkeen alalla on vielä paljon 25-100 MEUR:n kokoluokassa olevia keskisuuria toimijoita ja lukematon määrä pienempiä paikallisia toimijoita, jotka ovat monesti perheyhtiötaustaisia. Näiden lisäksi viimeisen vuosikymmenen aikana on nähty trendinomaisen kasvu kauppojen omien merkkien määrässä, ja aktiivisia kauppaketjuja tällä saralla ovat olleet ainakin Cabella/Bass Pro (USA) sekä Decathlon (Eurooppa).

Toimiala

Toimialalla brändiyhtiöillä ei tyypillisesti ole omia liikkeitä, vaan myynti hoidetaan jälleenmyyjien kautta. Tämä johtuu suuresta kausivaihtelusta, joka tekisi oman kivijalkaliikkeen pyörittämisestä hyvin hankalaa. Näin ollen brändivalmistajilla on vain rajallisesti keinoja torjua kauppojen omien merkkien luomaa kilpailupainetta. Kauppojen omien merkkien osuutta koko markkinasta on vaikea arvioida, mutta näkemyksemme mukaan se on kehittyneillä markkinoilla noin 10-20 %. Kehittyvillä markkinoilla luku on selvästi matalampi. Kokonaisuutena suuret ja keski-suuret toimijat yhdessä kauppojen omien tuotemerkkien kanssa vastaavat arviomme mukaan noin 2/3 kokonaismarkkinasta. Loput on pienempien paikallisten toimijoiden hallussa.

Pääomasijoittajien pelikenttä

Markkina on konsolidoitunut jo pitkään ja odotamme kehityksen jatkuvan, sillä pienten ja keski-suurten pelureiden rooli on edelleen varsin suuri. Toimialalla synergiat ovat hyvin selkeitä ja suuremmat volyymit tarjoavat mittakaavaetuja sekä neuvotteluvoimaa isoja kauppia vastaan. Vahvat paikalliset brändit tarjoavat isommille toimijoille houkuttelevia mahdollisuuksia viedä niitä oman jakelun läpi laajempaan levitykseen.

Pääomasijoittajien omistamat kalastusvälyhtiöt ovat viime vuosina olleet vetovastuussa markkinan konsolidoinnissa. Yrityskauppojen luoman synergia-potentiaalin myötä myös kauppahinnat ovat nousseet paikoin korkeiksi. Pörssi-yhtiö Newell Brands myi markkinoiden suurimman pelurin Pure Fishingin 2018

marraskuussa yhdysvaltalaiselle pääomasijoittajalle Sycamore Partnersille. Pure Fishing myytiin käsittääksemme 1,3 miljardin dollarin velattomalla hinnalla, jolloin EV/S-kertoimeksi tuli korkea 2,4x. Käsittelemme mukaan yhtiö teki Rapalaa selvästi parempaa kannattavuutta käyttökatemarginaalin oltua noin 18 %, jolloin kaupan EV/EBITDA-kertoimeksi saadaan 13x. Myös sen jälkeen yhtiö on hankkinut omistukseensa pienempiä brändejä kuten Fin-Norin ja Van Staalin jo ennestään hyvin vahvan brändivalikoimansa lisäksi.

Yhdysvaltalainen LEW's on nykyisin pääomasijoittajalla BDT Capitalin enemmistöomistama ja se hankki vuonna 2019 brittiläisen Fox Internationalin pääomasijoittajilta 150 miljoonan punnan hintaan. Fox oli ennen yritysostoa kasvanut mallikkaasti orgaanisesti ja epäorgaanisesti ja hankkinut aiemmin mm. 2016 Salmo-brändin. LEW's puolestaan osti 2017 mm. Strike King-brändin, jonka uistimet ovat Rapalan jälkeen toiseksi myydyin kovien uistinten brändi Yhdysvalloissa. Fox'in tarkkoja lukuja ei ole saatavilla vuoden 2015 jälkeen, jolloin sen liikevaihto oli noin 30 miljoonaa puntaa. Toteutuneen kauppahinnan kertoimia ei siten voida tarkkaan laskea, mutta arvioimme EV/S-kertoimen liikkuneen 2-3x välillä.

Esimerkkinä pienemmästä transaktiosta pääomasijoitus-yhtiö Maj Invest hankki tanskalaisesta kalastusbränditalosta Svendsen Sport:sta ja saksalaisesta kalastusvälinevalmistajasta D.A.M:sta vuoden 2015 lopussa enemmistön 67 M€:n hintaan ja laskelmiemme mukaan kaupan

2015-kertoimet olivat EV/S 2,0x ja EV/EBITDA 10,6x.

Myös Rapala on mahdollinen yritysostokohde

Rapala on ollut alalla aiemmin aktiivinen konsolidaattori, mutta lukuun ottamatta 2019 DQC Internationalin vähemmistöosuuden ostoa viimeisimmästä isommasta ostoksesta on aikaa (2008/Suffix). Uskomme yhtiön palaavan yritysostokentälle aikaisintaan sen jälkeen kun yhtiön strategia on edennyt, tuloskehitys on oiennut ja toimitusketjun tehostaminen on vapauttanut pääomia varastoista. Myös koronakriisin nostama epävarmuus laskee arviomme mukaan yritysostojen todennäköisyyttä.

Myös Rapala on mahdollinen yritysostokohde ja pidämme todennäköisimpänä ostajakandidaattina pääomasijoittajataustaista toimijaa. Mielestämme myös tämän skenaarion todennäköisyys nousee vasta, jos Rapala onnistuu virittämään organisaationsa parempaan iskuun nykyisellä strategiallaan kahdesta syystä: 1) Se tekisi yhtiöstä houkuttelevamman ostokohteen, sillä se poistaisi epävarmuuksia organisaation muuntautumiskykyyn liittyen. 2) Kauppahinnalla olisi edellytyksiä nousta nykyistä markkina-arvoa selvästi korkeammalle, mikä voisi samalla edesauttaa pääomistajien halukkuutta myyntiin. Nykyisellä markkina-arvolla Rapalan EV/S-kerroin on heikosta kannattavuudesta johtuen vain 0,8x ja hyvin vaatimaton, kun sitä vertaa edellä esitettyihin kauppahintoihin. Pidämme skenaariota kuitenkin enemmän optiona sijoittajalle, sillä yritysostoa on odotettu jo pitkään.

Kilpailukenttä

Tuotealueet	Rapalan brändit	Painoarvo Rapalan liiketoiminnassa	Kasvu-potentiaali	Kilpailijoita	Osuus markkinasta (urheilukalastus)
Vavat ja kelat	 	Uusi: Hyvin pientä	↗	Japani: Shimano, Globberide, Gamakatsu USA: Pure Fishing, St. Croix Rod, Eagle Claw, Zebco, Pradco, Cabela's, Lew's Taiwan: Okuma	52 %
Uistimet ja syötit	    	✓✓✓	→	USA: Pure Fishing, Pradco, Cabela's, Lew's (USA)/Fox (UK) Japani: Globberide Tanska: Svendsen Sport	10 %
Koukut		✓	→	USA: Eagle Claw Japani: Gamakatsu Norja: Mustad	3 %
Siimat		✓	→	Japani: Shimano, Globberide USA: Pure Fishing, Zebco	10 %
Tarvikkeet	  	✓✓	→	USA: Pure Fishing, Flambeau, Simms, Plano, Cabela's, Lew's (USA)/Fox (UK) Japani: Globberide Fiskars: Gerber	25 %

Rapalan strategia

Kilpailueduista pitää alkaa saada enemmän irti

Rapalan kilpailuedut ovat historiallisesti rakentuneet vahvojen brändien, tuotekehityksen, oman tuotannon sekä jakelun ympärille. Lukuisten yritysostojen ja niiden heikon integroinnin sekä maantieteellisen laajentumisen seurauksena (s.18) kokonaisuuden johtamisesta on tullut vuosien saatossa kuitenkin hankalaa. Yhtiö pyrkii edelleen rakentamaan strategiaansa vahvuksiensa ympärille, mutta tehottomuutta on alettu karsia etenkin toimintoja keskittämällä.

Brändit ja tuotekehitys

Yhtiön selvästi kestävimpanä kilpailuetuna näemme edelleen yhtiön brändit. Brändiportfolio pitää sisällään useita kalastusvälinealan johtavia brändejä ja tämän takia yhtiöllä on vahva hinnoitteluvoima kuluttajia kohtaan. Etenkin uistimissa ja vieheissä kuluttajat ovat erittäin brändiuskollisia. Näkemysksemme mukaan Rapalan brändien vahvuus ja niiden hinnoitteluvoima ovat vaimentaneet yhtiön viime vuosien pudotusta selvästi. Lukuisten eri brändien positioinnin kirkastamisessa on kuitenkin vielä varaa parantaa ja käsityksemme mukaan yhtiö on siihen myös parhaillaan keskittymässä.

Tuotekehitysprosessi on nykyisen strategian myötä muuttunut myös aiempaa systemaattisemmaksi. Yhtiö keskittyy tuotekehityksessään lisämyynnin aikaan saamiseen uusista kalastussegmenteistä aiemman vanhojen tuotteiden kannibalisoinnin sijaan. Tuotekehityksen rooli on myös tulevaisuudessa keskeinen, jotta brändien houkuttelevuus kuluttajien silmissä säilyy.

Tuotanto ja alihankinta

Suurten markkinaosuuksien myötä yhtiö saa mittakaavaetuja tuotannossa ja hankinnassa, mikä luo hyvät lähtökohdat sen järjestämisessä. Euroopan tehtaiden osalta Rapalan tuotanto-osaaminen on ollut vahvaa, ja siellä on valmistettu yhtiön tärkeimmät balsasta valmistettavat Rapalauistimet. Nykyisen strategian myötä Euroopan tehtaiden tuotannon läpimenoaikoja on saatu myös tiputettua 4 viikkoon (aiemmin 8 viikkoa).

Vuonna 2011 Rapala perusti Indonesian Batamille maailman suurimman uistintehtaan. Uistimien valmistus pitää sisällään paljon manuaalista työtä ja yhtiö uskoi hyödyntävänsä Indonesian matalaa palkkatasoa yksikkökustannusten alentamisessa. Tehtaalla alettiin valmistaa etenkin yritysostojen kautta yhtiön portfolioon tulleita uistimia (pehmytmuovi-, kovamuovi- ja metalliuistimet), joita aiemmin oli valmistettu pääosin Kiinassa alihankkijoiden toimesta. Batamin valmistojen toiminnassa oli kuitenkin läpi sen toimintahistorian merkittäviä kannattavuushaasteita johtuen pienistä tuotantoeristä sekä monimutkaisista tuotevirroista. Rapala päätyi vuonna 2019 ulkoistamaan Batamilta koko metalliuistinten tuotannon takaisin alihankkijoille Kiinaan. Keväällä 2020 yhtiö päätyi ajamaan koko uistintehtaan alas ja Indonesiaan jää enää erillinen koukkutehdas. 2/3 Batamin jäljellä olevasta tuotannosta siirretään Pärnuun ja 1/3 Kiinaan alihankkijoille. Batamin sulkeminen oli radikaali, mutta arviomme mukaan pakollinen toimi, jotta valmistustoiminnan kilpailukyky voidaan palauttaa.

Jakelu

Näkemysksemme mukaan Rapalan maakohtaiset jakeluyhtiöt ovat olleet, sille aiemmin merkittävä kilpailuetu. Yhtiön on pitänyt alkaa tarkastella niiden roolia kriittisesti erityisesti vähittäiskaupan murroksen edetessä. Verkkomyynnin nousun kautta kalastusvälineille on tullut uusia reittejä kuluttajille, kuin perinteiset kivijalkakaupat ja niitä palvelevat jakelijat.

Jakelun pitämistä yhtiön omissa käsissä on historiallisesti perusteltu sillä, että se parantaa yhtiön kykyä saada omia tuotteita kaupan valikoimiin, se antaa paremman tuntuman loppumarkkinan asiakaskysynnästä, se parantaa yhtiön myyntikatemarginaaleja ja mahdollistaa nopean reagoinnin kysynnän muutoksiin. Näemme omien jakeluyhtiöiden merkittävänä kääntöpuolena kuitenkin korkeat kustannukset sekä niiden sitomat varastotasot.

Nykyisen strategian myötä yhtiö on aloittanut toimenpiteet Euroopan jakelun päällekkäisten kustannusten karsimiseksi mm. varastoja keskittämällä (sivu 19). Se on myös alkanut valvoa maayhtiöiden toimintaa selvästi aiempaa enemmän, ja niille on annettu mm. keskitetyt ostobudjetit. Yhtiö on myös ulkoistanut osan varastoistaan mm. Aasiassa ja Australiassa.

Maayhtiöiden aiemmin hyvin itsenäisen kulttuurin muutosvastarinta on kuitenkin mielestämme edelleen selkeä riski strategian optimaaliselle toteuttamiselle.

Rapalan strategia

Uuden strategian keskeiset projektit

Rapala uusi strategiakausi alkoi helmikuussa 2017 aiemman toimitusjohtaja Ristimäen johdolla. Hänen lanseeraamansa strategian myötä yhtiö alkoi tehdä merkittäviä ja näkemyksemme mukaan oikeita toimenpiteitä organisaation ja toimitusketjun kehittämiseksi. Strategian ytimessä ovat myynnin kääntäminen kasvuun sekä parempi pääoman tuotto. Yhtiö on myös kehittänyt toimitusketjuaan virtaviivaisemmaksi. Yhtiö on myös lisännyt digitaalisen markkinoinnin osuutta ja laajentanut jakeluaan Euroopassa myös omaan verkkokauppaan. Strategian myötä yhtiö on myös uudistanut yhtiön sisäistä kannustinjärjestelmää (maayhtiöt, tehtaot) ja nykyisin myös yhtiön johto omistaa Rapalan osakkeita.

Rapala on pyrkinyt tekemään merkittäviä toimia kehittäessään liiketoimintamalliaan sellaiseksi, että isojen puskurivarastojen tarve pienenee. Rapala on investoinut IT-järjestelmään, jolla eri maayhtiöiden tuotekohtaisia varastotasoja ja tuotteiden kysyntää voidaan tarkastella keskitetysti yhdessä järjestelmässä. Dataa hyödyntämällä maayhtiöiden tekemiin tilauksiin voidaan vaikuttaa ja tehtaiden tuotantoa koordinoita aiempaa paremmin väliportaassa. Maayhtiöillä ei edelleenkaan ole keskitettyä hankintatoimea, mutta käytössä olevan datan avulla maayhtiöiden omien tuotteiden tilausprosessista on tullut aiempaa valvotumpaa.

Maayhtiöillä ei historiallisesti ole ollut myöskään tyypillisiä välivarastoja, vaan kaikilla on ollut omat varastonsa. Uuden strategian myötä maiden

varastoja (mm. Norja + Ruotsi) on alettu yhdistellä ja tämä on laskenut varastotasoja. Keskitettyjen varastojen suurempi alueellinen peitto tasaa sääriippuvaisen kysynnän vaihtelua ja helpottaa kysynnän ennustamista. Myös Rapalan tehtaiden tuotannolle on perustettu Baltiaan puskurivarasto, jolloin toimitusvarmuus on parantunut. Sitä kautta myös maakohtaisten varastojen tarve pienenee, kun maayhtiöt voivat luottaa saavansa myös täydennystilaukset perille aikataulussa.

Strategian toteuttamisen pitää kiihtyä

Nykyisen strategian tunnistamista oikeista kehityskohteista huolimatta sen toteuttaminen on ollut vuosina 2017-2019 odotuksiamme hitaampaa. Syyskuussa 2019 hallituksen puheenjohtaja d'Alañon otti Ristimäen paikan toimien väliaikaisena toimitusjohtaja ja hänen johdollaan julkaistiin 10 MEUR:n tehokkuusohjelma (seuraava sivu). Vuoden 2020 maaliskuussa Rapala sai uuden toimitusjohtajan Warchalowskin. Uudella toimitusjohtajalla on vakuuttavat näytöt edellisistä työpaikoistaan mm. Peak Performancen, Haglöfs ja BabyBjörn -kuluttajabrändien kehittämisessä ja liiketoiminnan johtamisessa. Näkemyksemme mukaan hän on tarttunut strategian toteutukseen selvästi edeltäjiään rivakammin, mistä osoituksena oli tappiollisten yksiköiden (Batam, kairatehdas, puukkotehdas) nopeat lopetukset ja niiden tuotannon siirrot Euroopan muihin tehtaisiin sekä alihankkijoille Kiinaan. Odotammekin Warchalowskin keskittyvän jatkossa myös Rapalan brändin kehittämiseen ja myynnin kasvattamiseen.

Oman keski-Euroopan jakelun ylösajo

Shimano on jaellut aiemmin Rapalan tuotteita yksinoikeudella Saksassa, Hollannissa, Belgiassa, Luxemburgissa, Italiassa, Iso-Britanniassa sekä Turkissa. Näkemyksemme mukaan Shimanon myyntimäärät Rapalan tuotteiden osalta näissä maissa ovat olleet suhteettoman pieniä (yhdistetty liikevaihto Rapalalle alle 25 MEUR), kun esimerkiksi Rapalan itse hoitaman Ranskan liikevaihto oli yksistään 2018 34,6 MEUR. Rapala alkoi jaella näihin maihin itse omia tuotteitaan jo 1.4.2019 lähtien. Täysin tyhjistä jakelua ei ole tarvinnut polkaista käyntiin, sillä yhtiöllä on ollut jo omaa jakelua Ison-Britanniassa karpin kalastuksen osalta sekä Keski-Euroopan maissa ainakin VMC-koukkujen osalta. Shimanon jakelufilosofia on Rapalan jakelufilosofiaan nähden käsityksemme mukaan hyvin erilainen, sillä Shimanon filosofiassa vapoja ja keloja myydään tarkkaan valituissa urheilukaupoissa ja kalastusalan liikkeissä. Näin toimimalla Shimano pyrkii suojelemaan brändimielikuvaansa. Rapala taas on tuonut uistimensa myyntiin laajemmin myös esimerkiksi huoltoasemille, mikä on ymmärrettävää uistinten ollessa enemmän kulutustavaraa ja niiden parempi saatavuus ei horjuta Rapalan vahvaa brändiä. Arvioimmekin Rapalalla olevan hyvät mahdollisuudet myynnin kasvatukseen alueella oman jakelun voimin. Uusia Keski- ja Etelä-Euroopan maita jaellaan Ranskan keskusvaraston kautta ja ne lasketaan Ranskan liikevaihtoon. 2019 vuosikertomuksessa Ranskan liikevaihto oli kasvanut 2,7 MEUR:lla ja arvioimme tämän kasvun tulleen pitkälti uusista maista.

Rapalan strategia

Uusi vapa- ja kelastrategia

Aiemmin yhtiön vapa- ja kelastrategia perustui lähinnä Shimanon vapojen ja kelojen eksklusiiviseen jakeluun tietyissä maissa (Pohjoismaat, Espanja, Portugali, Sveitsi ja Ranska sekä Baltian maat ja Etelä-Afrikka). Euroopan ulkopuolella yhtiöllä on ollut jo aiemmin pienessä mittakaavassa Rapala-brändin alla jaeltuja vapoja ja keloja sekä joitain pienempiä brändejä. Käsittelemme mukaan menestys on jäänyt vaisuksi. Shimano-jakelusopimuksen purun myötä Rapalalle aukeni tilaisuus tehdä segmentin suhteen isompia liikkeitä, mikä johti syksyllä 2019 DQC:n vähemmistöosuuden hankintaan sekä 13 Fishingin brändin lisensointiin Rapalalle Yhdysvaltain ulkopuolella. Käsittelemme mukaan viimeisen vuoden aikana Rapalan fokus on yhdessä 13 Fishingin kanssa ollut sopivien tuotteiden kehityksessä Yhdysvaltain markkinoiden ulkopuolelle. Hiljattain tuotteita on alettu lanseerata myös Rapalan jakeluyhtiöille ja odotamme 13 Fishingin myynnin näkyvän Rapalan tuloslaskelmassa vuodesta 2021 alkaen. Emme kuitenkaan ennusteissamme odota Rapalan vapa- ja kelamyynnin lähivuosina korvaavan vielä Shimanon 2020-2021 aiheuttamaa noin 25 MEUR:n myynnin poistumaa. Arvioimme myös ylösajon tuovan aluksi lisäkustannuksia mm. brändinkehityksen ja -markkinoinnin muodossa, kun Rapalan jakeluyhtiöt alkavat tutustuttaa nykyisiä asiakkaitaan täysin uusiin tuotteisiin.

Rapalan 13 Fishing-vapojen ja kelojen myynnin globaali ylösajo on vasta aluillaan ja tulevaan menestykseen liittyy siten epävarmuutta.

Menestysedellytyksiä on käsitelty myös sivulla 12.

2020-2022 kulusäästöohjelma

Rapala lanseerasi 10 MEUR:n kustannussäästöohjelman syksyllä 2019, joka sisälsi sekä Batamin tehostustoimenpiteet (sittemmin sulkeminen) että Euroopan jakeluyhtiöiden toimintojen tehostamisen. Ohjelman puitteissa Rapala on alkanut Euroopan liiketoiminnoissa ja jakelussa keskittää toimintojaan aiempaa voimakkaammin. Pidämme liikettä järkevänä, sillä johtuen historiallisista syistä (mm. yrityskaupat) eri maihin on muodostunut lukuisia rinnakkaisia toimintoja (ostot, varastot, IT-järjestelmät, hallinto). Keskittämällä toimintoja yhtiön kiinteitä kustannuksia saadaan pienennettyä, mikä on tärkeää kun samalla Shimano-myyntiä on poistumassa merkittävä määrä H2'20:llä.

Maakohtaisten jakeluyhtiöiden paikallista myyntivoimaa ei olla vähentämässä, joten ohjelman onnistuessa Rapalan myynti ei juurikaan kärsisi kululeikkauksista. Arvioimme mukaan prosessi on kuitenkin aikaa vievä, sillä suunnitellut toimenpiteet tullaan neuvottelemaan paikallisesti kussakin maassa, joihin toimenpiteet vaikuttavat. Tehostamisohjelman toisena pääkohtana on myös alasajettava Batamin tehdas ja arvioimme sen osuuden saavutettavista kulusäästöistä olevan noin puolet eli 5 MEUR. Kokonaisuudessa Rapala odottaa kustannussäästöjen toteutuvan asteittain vuodesta 2020 alkaen ja toteutuvan noin kahden vuoden kuluttua tästä.

Verkkojakelustrategia ja B2C

Rapalalla on ollut verkkokauppa Pohjois-Amerikassa jo vuodesta 2011. Uuden strategian myötä Rapala avasi 2018 verkkokaupan myös EU:n alueelle. Näkemyksemme mukaan B2C-rajapinta antaa Rapalalle selkeitä etuja. Yhtiö saa paremman myyntikatteen verkon kautta myytävistä tuotteistaan, pääsyn asiakasdataan ja paremman hallinnan omaan brändiinsä. Rapalan näkemyksen mukaan kuluttajat tulevat verkkokauppaan ostoksille, etenkin jos he etsivät laajempaa valikoimaa kuin lähimarketeista on saatavilla. Verkkokauppa on myös osa yhtiön digitaalista brändin rakennuskampanjaa. Yhtiö onkin aktivoitunut selvästi laadukkaamman digitaalisen markkinoinnin käytössä aiemman pelkän painetun median hyödyntämisen sijasta. Euroopan verkkokaupan varastot, pakkaus ja lähetys ovat tällä hetkellä ulkoistettuja Viroon. Arvioimme mukaan toiminta on kuitenkin edelleen suhteellisen alussa ja Rapalan liikevaihdosta yhteensä vasta muutama prosentti tulee suorasta B2C-myyntistä. Verkkosivujen olemassa olo on ollut tärkeää myös koronavaiheissa, sillä se on hieman pehmentänyt Rapalan myynnin pudotusta sulkutoimien aikana.

Amazonia Rapala käyttää tällä hetkellä pelkästään B2B loppuasiakkaanaan, eikä se hyödynnä sen alustaa B2C-markkinapaikkanaan. Näemme, että Rapalalla voisi olla mahdollisuuksia myös B2C-myyntiin Amazonin ja Alibaban kaltaisilla markkinapaikoilla, mutta käsittelemme mukaan yhtiö ei ole toistaiseksi päättänyt hyödyntää markkinapaikkoja verkkomyyntistrategiansa.

Rapalan strategia

	1998	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	100 MEUR	253 MEUR	262 MEUR	275 MEUR	249 MEUR	259 MEUR
Liikevoitto-%	20 %	3,5 %	5,6 %	4,9 %	-0,2 %	5,0 %
Nettovelat/EBITDA (tavoite alle 3,8x*)	Vahva	Hybridin liikkeelle lasku suhteen parantamiseksi	Kannattavuuden positiivinen kehitys Tuki suhdetta	Varastojen lasku vapautti pääomia 3,5x	Koronakriisi heikensi selvästi (ennuste 7,6x)	Asteittainen elpyminen (ennuste 2,9 x)
Kehitys	↑	↓	→	→	↓	↗
Kommentti	Listautuminen	Uusi strategia pitkään jatkuneen luisun pysäyttämiseksi	Kehitys oikean suuntaista, mutta hidasta	Batamin säästöt alkoivat näkyä H2:lla	Myös Shimano-volyymien lasku alkaa painaa	Edellyttää strategisten projektien etenemistä

1998
-
2016

2017
-
2019

2021

Keskiossä epäorganaaninen kasvu

- Hajautetusti johdettu, osaoptimoitu organisaatio
- Yrityskauppojen huono integraatio
- Liikevaihdon voimakas kasvu (+ 150%)
- Liikevoiton saman aikainen lasku
- Varastotasojen kasvu
- Venäjän romahdus

Pääomatehokkuuden ja kannattavuuden parantaminen

- Toimitusketjun hallinnan parantaminen
- Batamin tehtaan tehostaminen
- Tuotekehityksessä onnistuminen
- Digitaalisen markkinoinnin tehokkuus
- Uudet digitaaliset jakelukanavat
- "Yksi Rapala" organisaatio

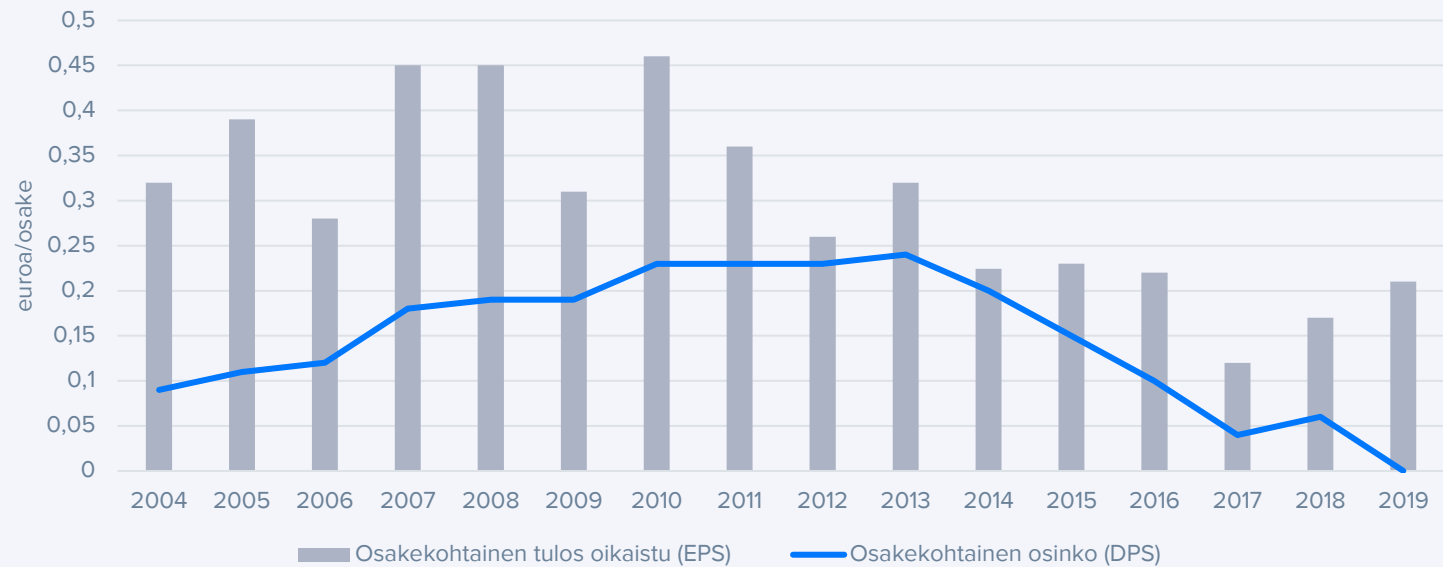
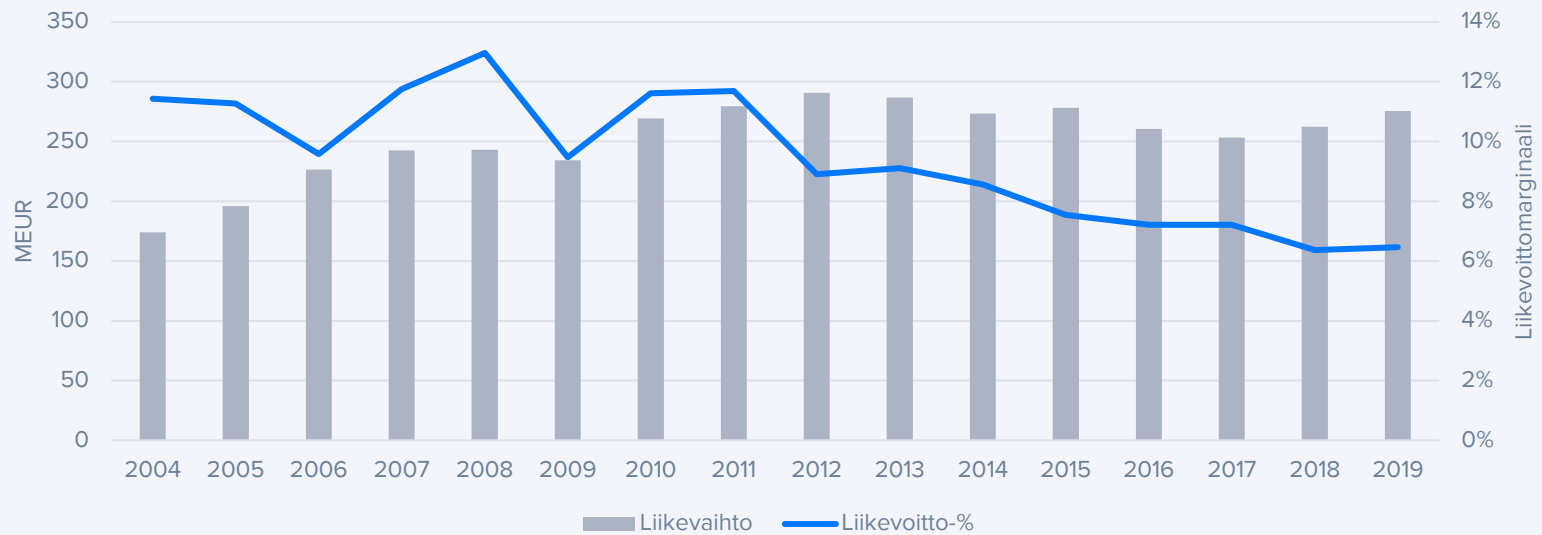
Strategian terävöittäminen

- Tuotannon keskittämisisä onnistuminen
- 13 Fishing vapa- ja kelabrändin kehittäminen ja tuotteiden myynnin ylösajo
- Omien tuotteiden Keski- ja Etelä-Euroopan jakelun kasvattaminen
- Perinteisen B2B-jakelukanavan kustannusten sopeuttaminen laskevaan volyymiin
- Verkkokaupan korkeakatteisen volyymin kasvatus

Historiallinen kehitys



Historiallinen kehitys



Taloudellinen tilanne ja tase

Tuloskunnan pitää nousta nykyisestä

Rapalan taloudelliset tavoitteet liittyvät sen pääomarakenteeseen ja ne ovat:

- Nettovelkaantumisasaste alle 150 %
- Nettovelka/EBITDA (rullaava 12kk, ei IFRS 16) alle 3,8x

Taseen velkavipu on nykyisellään hyvin maltillinen, sillä Rapalan nettovelkaantumisasaste oli H1'20 lopussa 43,7 % ja hybridilainasta oikaistuna 74 %, eli selvästi alle 150 %:n enimmäistason.

Velanhoidokyvystä kertova Nettovelka/EBITDA nousi kuitenkin H1'20:llä selvästi yli tavoitteiden (6x-tasolle). Tuloskunto painui koronakriisistä johtuen poikkeuksellisen alhaalle, mikä nosti nopeasti myös suhdetta, vaikka nettovelat pysyivät maltillisina 63,5 MEUR:ssa (ei sis. hybridiä). Ennen kuin myös tuloskehitys oikenee antaa nykyinen tase hyvin vähän liikkumavaraa Rapalalle matalakorkoisen lisävelan ottoon. Strategian edetessä ennusteidemme mukaisesti (tulos kasvaa ja varastot laskevat) suhdeluku laskee suhteellisen nopeasti, jolloin vieraan pääoman käyttö mm. yritysostoissa tai nykyisen hybridilainan lunastamisessa nousevat jälleen realistiseksi vaihtoehdoksi.

Tase kesti koronakriisin keväällä hyvin

Pitkäaikaisen varallisuuden osalta Rapalan merkittävimmät omaisuuserät liittyvät aineettomaan omaisuuteen, jonka osuus yhtiön varoista oli H1'20 taseessa noin 74 MEUR. Se koostuu noin 49 MEUR:n arvosta liikearvoa ja 25

MEUR:n arvosta tavaramerkkejä johtuen historiallisista yritysostoista. Liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä Rapalan omaa brändiä, jonka arvo on näkemyksemme mukaan jo itsessään selvästi taseeseen kirjattua aineetonta omaisuusmassaa korkeampi. Näin ollen liikearvo ja tavaramerkit eivät sisällä mielestämme merkittävää alaskirjauriskia.

Liiketoiminnan pitkäaikaiset aineelliset omaisuudet ovat 24 MEUR (mm. koneet ja kalusto) ja sen lisäksi taseessa on IFRS 16-vuokravastuisiin liittyviä käyttöomaisuuseriä noin 12 MEUR:lla. Korolliset saamiset nousivat viimeisen vuoden aikana noin 9 MEUR:lla 16 MEUR:oon, kun DQC:lle (13 Fishing) lainattiin rahaa yritysoston yhteydessä.

Lyhytaikaisen varallisuuden osalta ylivoimaisesti suurin omaisuuserä on vaihto-omaisuus, jonka määrä H1'20 lopussa oli 84 MEUR (33 % viim. 12kk liikevaihdosta). Rapala sai purettua varastojaan koronakriisin aikana, mikä suojeli rahavirtaa alkuvuonna (+13 MEUR), vaikka nettotulos painuikin selvästi tappiolle. Odotamme ennusteissamme varastojen laskevan noin 30 %:n suhteeseen liikevaihdosta strategian edetessä.

Vaihto-omaisuuden lisäksi myyntisaamiset ovat toinen merkittävä erä yhtiön lyhytaikaisessa varallisuudessa. H1'20 lopussa myyntisaamiset olivat 56 MEUR (22 % viimeisen 12 kk liikevaihdosta) ja myöskään ne eivät lähteneet nousuun koronakriisissä. Odotamme suhteen olevan noin 18 %:ssa liikevaihdosta vuoden lopun tilanteessa, sillä ne ovat normaalisti kesällä selvästi korkeammat. Näkemyksemme mukaan

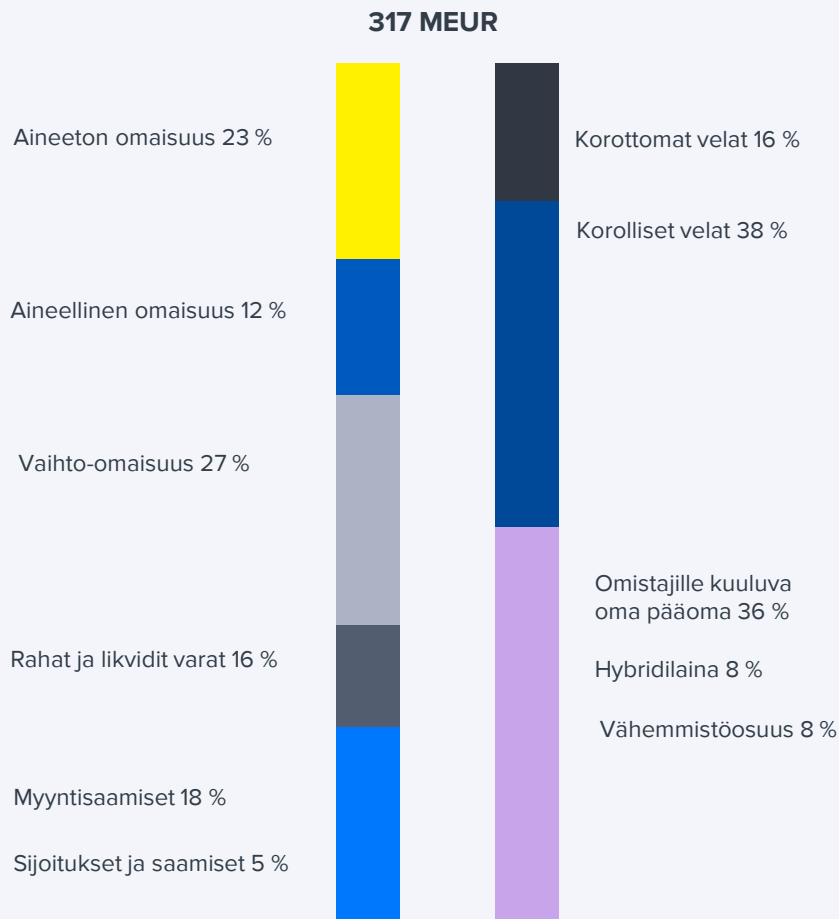
myyntisaamisten tasossa ei ole pitkällä tähtäimellä juuri parannusvaraa, kun huomioidaan yhtiön suurten asiakkaiden neuvotteluvoima. Yhtiöllä oli myös poikkeuksellisen paljon (50 MEUR) rahavaroja H1'20 taseessa hyvän rahavirran tukemana, mutta käsityksemme mukaan näistä suuri osa on käytetty H2'20:llä erääntyvien yritystodistusten sekä ostovelkojen maksuun.

Rapalan oma pääoma oli H1'20 lopussa 145 MEUR, josta määräysvallattomille omistajille kuuluva osuus oli 4,9 MEUR. Käytännössä tämä tarkoittaa Shimanolle kuuluvaa osuutta Itä-Euroopan yhteisyrityksestä. Omassa pääomassa on mukana myös 25 MEUR:n hybridilaina. Hybridilainan korko on 5,25 % ja se voidaan lunastaa takaisin aikaisintaan marraskuussa 2021. Ennustamme tällä hetkellä Rapalan uusivan hybridilainansa sen erääntyessä, sillä ennusteissamme yhtiön tulos paranee selvemmin vasta 2022-2023 ja vasta tuloksen oikeneminen mahdollistaa siitä luopumisen.

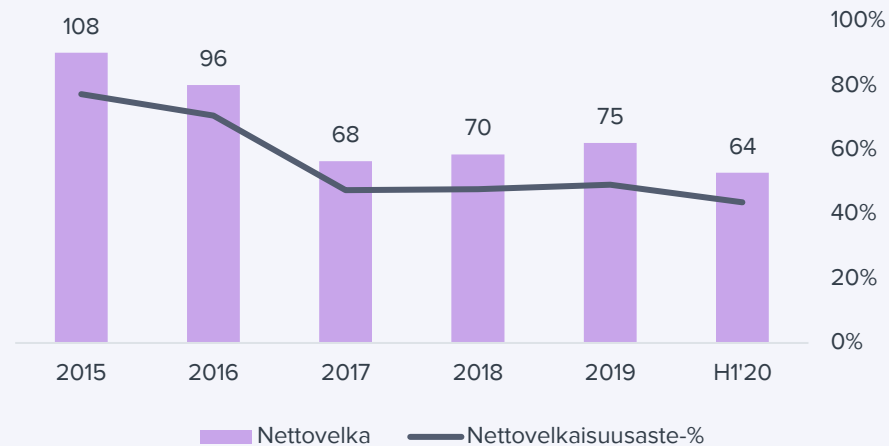
Hybridilainan lisäksi yhtiöllä on korollista vierasta pääomaa taseessaan noin 109 MEUR:lla ja tämän lisäksi noin 12 MEUR leasing-velkaa liittyen IFRS 16 vuokravastuisiin. Keskikorko korollisissa pankkilainoissa oli 2,7 % ja IFRS 16 leasingveloissa 4,5 % vuoden 2019 lopussa. Ostovelkoja yhtiöllä oli H1'20 lopussa 40 MEUR eli noin 29 % liikevaihdosta. Myös tämä erä laskee tyypillisesti vuoden loppua kohden selvästi ja odotamme sen silloin olevan historiallisilla tasoilla noin 13 %:ssa liikevaihdosta ja odotamme tason säilyvän myös tulevana vuosina.

Taloudellinen tilanne

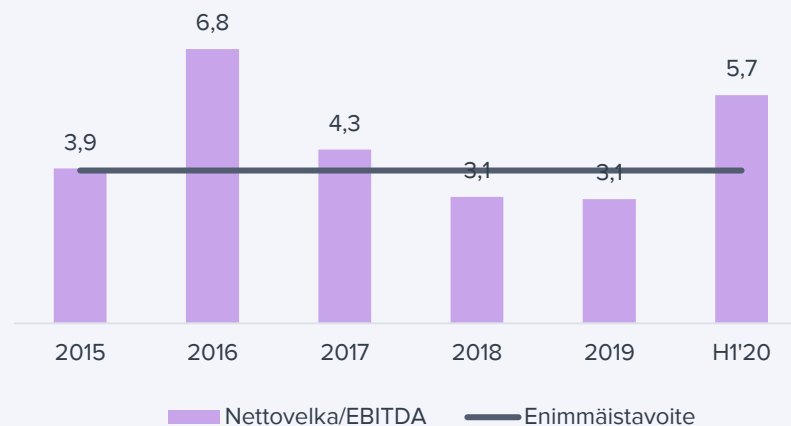
Taserakenne, H1'20



Nettovelat ja nettovelkaisuusaste-%*



Nettovelat/EBITDA kehitys (ei. sis IFRS 16)*



Sijoitusprofiili

1.

Strategian onnistuminen

2.

Brändien luoma kilpailuetu

3.

Defensiivinen liiketoiminta

4.

Vähittäiskaupan murroksen vaikutus jakeluun

5.

Rakenteellisesti korkeat varastotasot

Potentiaali



- Liikevaihdon kääntyminen kasvuun orgaanisilla hankkeilla
- Myyntimixin parantuminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Batamin merkittävien tappioiden poistuminen
- Pääoman vapautuminen
- B2C myynnin kasvu

Riskit



- Koronan aiheuttamat vaikeudet asiakaskentässä
- Jakelutien nopea digitalisoituminen
- Strategian epäonnistuminen
- Korkeat kiinteät kustannukset
- Kysynnän iso kausivaihtelu
- Shimano-yhteistyön päättymisen jättämä lovi liikevaihtoon

Ennusteet

2020 on erittäin heikko

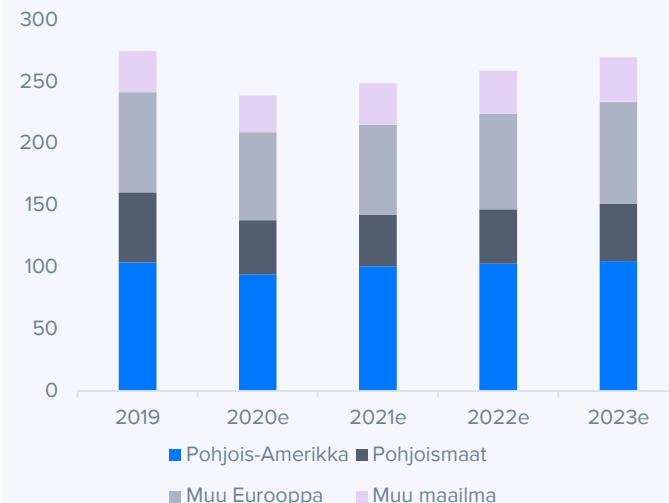
Rapalan H1'20-sujui tuloksellisesti heikosti, sillä liikevaihto laski 17 %:lla 117 MEUR:oon ja samalla oikaistu liikevoitto laski 65 %:lla 4,2 MEUR:oon. Myös raportoitu EPS romahti -0,13 euroon (2019: 0,17 euroa). Selkeimpänä syynä myynnin laskulle oli koronakriisi, mutta myös talviurheilutuotteiden (Peltosen sukset ja kolmansien osapuolten talviurheilutuotteet sekä kairat) myynti kärsi leudosta talvesta. Koronan negatiivinen vaikutus Rapalalle H1:llä muodostui etenkin omien Pohjois-Amerikan varastojen reilun kuukauden sulkutoimista sekä asiakasliikkeiden sulkemisista etenkin Muussa Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Tämän toistuminen on myös selkeä riski eteenpäin mentäessä, vaikkakin kynnys sulkutoimien aloittamisille on noussut arviomme mukaan kevään jälkeen selvästi. H1:n rahavirta oli tuloksen romahduksesta huolimatta vahva (13 MEUR) johtuen käyttöpääoman tiukasta valvonnasta ja varastojen purusta. Myös tehtaiden tuotantoa ja ostoja leikattiin.

Rapalalla ei ole tällä hetkellä voimassa liikevaihtotai tulosohjeistusta tilikaudelle 2020. Yhtiö perui aiemman liikevaihdon ja liikevoiton laskua indikoivan ohjeistuksensa maaliskuun lopussa koronapandemiasta johtuen. Yhtiö kertoi heinäkuun H1:n raportin yhteydessä vapaa-ajan kalastustuotteiden kuluttajakysynnän toipuneen hyvälle tasolle yhtiön avainmarkkinoilla. Myös toimitusketjun kerrottiin toimivan hyvin. Korona piti näkymät kuitenkin edelleen hyvin epävarmoina.

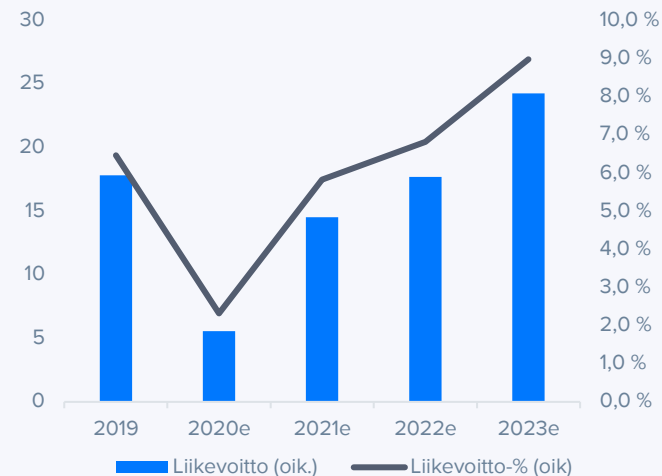
Ennustamme H2-liikevaihdon laskevan hyvästä asiakaskysynnästä huolimatta edelleen selvästi 122 MEUR:oon (H2'19: 134 MEUR). Ennusteemme H2:n oikaistuksi liikevoitoksi on 1,4 MEUR (H2'19: 5,9 MEUR). Myynnin laskun taustalla vaikuttaa etenkin yksinoikeuteen perustuvan Shimano-edustuksen päätyminen. Isoilla markkinoilla mm. Ranska, Espanja myynti päättyi jo 1.7, mutta Pohjoismaissa ja Baltiassa jakelu jatkuu vielä 1.10 asti. Arvioimamme vaikutus Shimano-poistumasta on H2'20 liikevaihtoon noin -7 MEUR ja liikevoittoon noin -2 MEUR. Odotamme Euroopan uudesta jakelusta pientä tukea liikevaihtoennusteilleemme (noin 1,5 MEUR), mutta tämän vaikutus liikevoitossa on vähäinen. Samalla arvioimme asiakkaiden varastojen olevan vielä täynnä talviurheilupuolella, mikä pitää niiden myynnin vertailukautta alempana.

Kokonaisuutena 2020 liikevaihto jää ennusteessamme 239 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto laskee edellisvuodesta lähes 70 % 5,6 MEUR:oon (oikaistu EBIT 2,3 %). Tilikauden 2020 EPS-ennusteemme on -0,22 euroa/osake (2019: 0,09 euroa). Raportoituja osakekohtaista tulosta ovat 2019 ja 2020 rasittaneet korkeat kertaluontoiset kulut, jotka liittyivät suurelta osin Batamin tehtaaseen. Käsityksemme mukaan Batamin tehtaan alasajoon liittyviä uusia kertakuluja ei enää ole odotettavissa. Kertaluontoisista kuluista oikaistuna 2020 EPS-ennusteemme on -0,07 euroa (2019: 0,21 euroa). Emme odota yhtiön jakavan osinkoa vuoden 2020 tuloksesta sen tappiollisuudesta johtuen.

Liikevaihtoennuste (MEUR)



Liikevoittoennuste (MEUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet

2021 liikevaihto alkaa palautua koronakuopasta

Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon elpyvän koronasta 249 MEUR:oon (2020: 239 MEUR) ja samalla oikaistu liikevoitto elpyy 12,5 MEUR:oon (EBIT 5,8 %). 2021 EPS-ennusteemme on 0,14 euroa/osake ja oikaistu EPS-ennusteemme 0,20 euroa/osake, sillä odotamme noin 2 MEUR:n kertakuluja strategian toteuttamisen etenemisestä.

Strategisista projekteista odotamme Euroopan uudesta jakelusta noin 4 MEUR:n lisämyyntiä sekä samoin 13 Fishingin ylösajosta uutta 4 MEUR:n liikevaihtoa. Jälkimmäisen kannattavuus jää kuitenkin vielä lähelle break-even-tasoa ylösajon rasittaessa. Lopunkin yksinoikeuteen perustuvan Shimano-edustuksen poistuminen painaa myyntiä ennusteessamme 18 MEUR:lla ja liikevoittoa noin 6 MEUR:lla. Shimanon poistuman vaikutus tulee tässä kohtaa selvimmin esiin, sillä kausiluontoisesti vilkkaammalla ensimmäisellä vuosipuolikkaalla myydään noin 2/3 koko vuoden kalastusvälineistä.

Yhtiön osingonmaksu on riippuvainen strategian tavoittelemalla kannattavuuskäänteeseen onnistumisesta ja sen myötä nettovelka/EBITDA-suhteen laskemisesta alle tavoitetason. Odotamme yhtiön maksavan 0,10 euron osakekohtaisen osingon vuoden 2021 tuloksesta, mutta uusivan erääntyvän hybridilainansa.

2022-2023 strategian toteuttaminen määrittää ennusteitamme

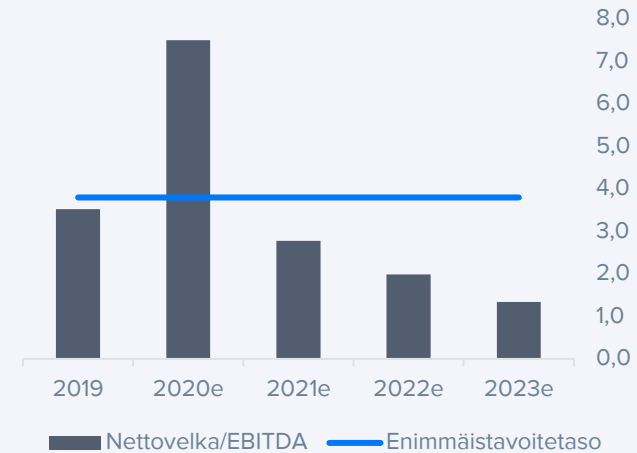
Rapalalla ei ole pitkän ajan taloudellisia tavoitteita liikevaihdolle tai kannattavuudelle. Tämä on

sijoittajan kannalta harmillista, sillä yhtiö ei kerro mihin se itse uskoo yltävänsä. Strategian toteuttamisen onnistuminen on ennusteidemme keskeisin ajuri. Pidämme strategiaosiossa esiteltyä 10 MEUR:n tehostamisohjelmaa realistisena ja kulusäästöt tulevat läpi myös omilla ennusteissamme asteittain vuoteen 2023 mennessä (sivu 28). Muilta osin keskeisten strategisten projektien tuoma uusi liikevaihto noudattelee sivun 28 ennusteitamme.

Odotamme 2022 liikevaihdon kasvavan 259 MEUR:oon ja liikevoiton samalla elpyvän 6,8 %:iin kulusäästöjen tullessa asteittain läpi. 2023 ennustamme liikevaihdon nousevan 270 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin 9,0 %:iin. Mielestämme ennusteidemme maalaama kannattavuustaso on realistinen Rapalalle perustuen kolmeen tekijään: 1) Yhtiön liikevoittomarginaali on ollut historiallisesti yli 10 % tason (s. 22). 2) Rapalan kilpailijat tekevät edelleen yli 10 %:n liikevoittomarginaaleja. 3) Uuden toimitusjohtajan alaisuudessa strategian toteutus vaikuttaa selvästi nopeutuneen. Viime vuosien hidaskasvu pitää ennusteemme kuitenkin edelleen varovaisina suhteessa Rapalalle arvioimaamme täyteen tulospotentiaaliin (liikevoitto n. 15-20 %), sillä Rapalan kaltainen iso organisaatio kääntyy hitaasti.

2022-2023 osinkoennusteemme ovat 0,15 ja 0,18 euroa per osake vastaten noin 60 %:n ja 50 %:n jakosuhteita osakekohtaisesta nettotuloksesta (2022: 0,26 euroa ja 2023: 0,37 euroa).

Nettovelka/EBITDA-suhde (ei sis. IFRS-16)

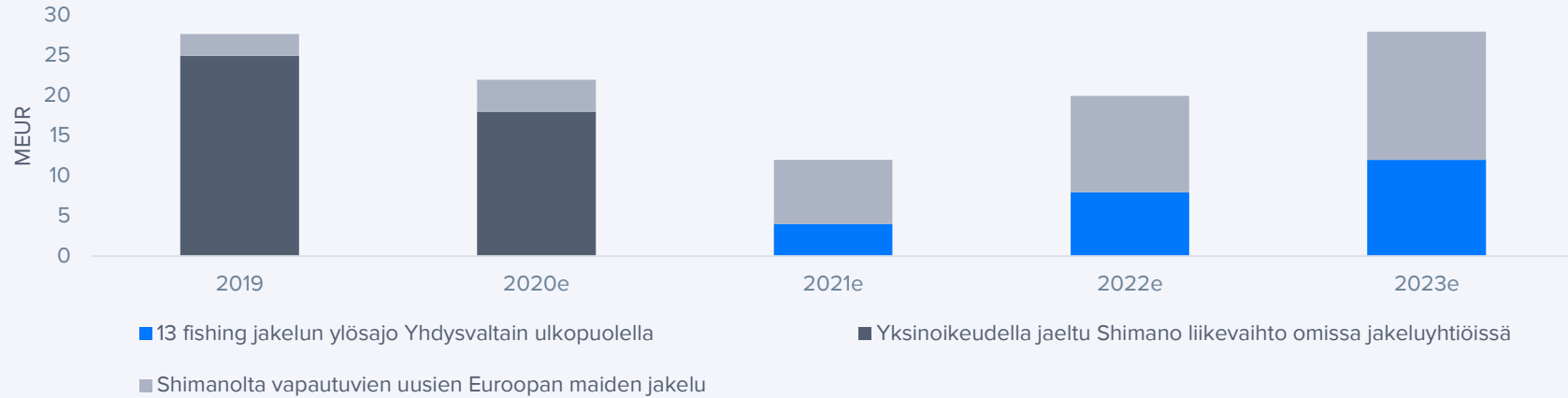


EPS- ja osinkoennusteet

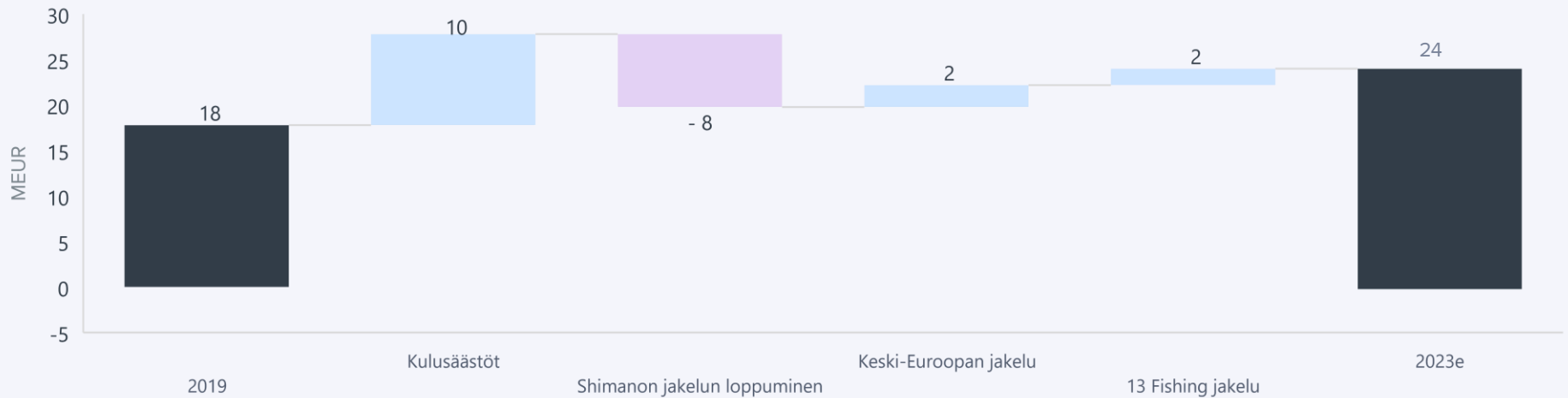


Ennusteet

Poistuvan liikevaihdon korvautuminen jakelussa



Liikevoiton (oik.) parannus 2019-2023e



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	143	120	262	141	134	275	117	122	239	249	259	270
Konsernin omat tuotteet	94,5	80,1	175	95,2	89,9	185	78,3	87,7	166	189	199	210
Kolmansien osapuolten tuotteet	48,0	39,8	87,8	46,0	44,3	90,3	38,8	34,5	73,3	60,0	60,0	60,0
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	18,5	3,9	22,4	17,7	8,3	26,0	6,8	6,7	13,5	25,0	30,6	37,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-4,4	-7,6	-6,3	-6,3	-12,6	-7,6	-6,3	-13,9	-12,4	-12,9	-13,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,2	1,5	16,7	12,0	5,9	17,9	4,2	1,4	5,6	14,5	17,7	24,3
Liikevoitto	15,3	-0,5	14,8	11,4	2,0	13,4	-0,8	0,4	-0,4	12,5	17,7	24,3
Konsernin omat tuotteet	14,0	3,2	17,2	11,2	7,7	18,9	4,3	4,4	8,7	18,7	21,9	27,3
Kolmansien osapuolten tuotteet	1,2	-1,7	-0,5	0,2	-1,9	-1,7	-0,1	-3,0	-3,1	-4,2	-4,2	-3,0
Eliminoinnit ja kertaerät	0,1	-2,0	-1,9	0,0	-3,8	-3,8	-5,0	-1,0	-6,0	-2,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,9	-2,1	-1,3	-2,3	-3,6	-1,9	-2,0	-3,9	-2,6	-2,5	-2,3
Tulos ennen veroja	14,1	-1,4	12,7	10,1	-0,3	9,8	-2,7	-1,6	-4,3	10,4	16,2	23,0
Verot	-4,4	-1,8	-6,2	-2,7	-3,1	-5,8	-1,1	-1,5	-2,6	-3,3	-5,0	-7,2
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,8	0,4	-0,4	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,8	-4,0	4,8	6,4	-2,8	3,6	-4,9	-3,8	-8,7	5,8	9,9	14,4
EPS (oikaistu)	0,23	-0,05	0,17	0,18	0,03	0,21	0,00	-0,07	-0,07	0,20	0,26	0,37
EPS (raportoitu)	0,23	-0,10	0,13	0,17	-0,07	0,09	-0,13	-0,10	-0,22	0,15	0,26	0,37

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%			3,6 %	-0,9 %	11,9 %	5,0 %	-17,1 %	-8,9 %	-13,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	33,3 %	2043 %	45,6 %	-20,9 %	292 %	7,2 %	-65,1 %	-77,0 %	-69,0 %	161,6 %	22,1 %	37,1 %
Käyttökate-%	13,0 %	3,3 %	8,5 %	12,5 %	6,2 %	9,4 %	5,8 %	5,4 %	5,6 %	10,0 %	11,8 %	13,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,7 %	1,3 %	6,4 %	8,5 %	4,4 %	6,5 %	3,6 %	1,1 %	2,3 %	5,8 %	6,8 %	9,0 %
Nettotulos-%	6,2 %	-3,3 %	1,8 %	4,5 %	-2,1 %	1,3 %	-4,2 %	-3,1 %	-3,6 %	2,3 %	3,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	110	133	132	133	134
Liikearvo	47,9	49,1	49,1	49,1	49,1
Aineettomat hyödykkeet	26,6	26,4	26,3	26,1	26,0
Käyttöomaisuus	29,5	40,2	39,3	40,9	42,0
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	4,4	4,4	4,4	4,4
Muut sijoitukset	0,0	7,8	7,8	7,8	7,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	5,8	4,6	4,6	4,6	4,6
Vaihtuvat vastaavat	167	157	136	139	142
Vaihto-omaisuus	99,1	92,6	79,0	79,7	80,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	54,8	51,8	45,0	46,9	48,8
Likvidit varat	13,4	12,3	12,0	12,5	13,0
Taseen loppusumma	277	289	268	272	276

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	147	152	143	149	155
Osakepääoma	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Kertyneet voittovarot	97,0	102	93,2	99,1	105
Oman pääoman ehtoiset lainat	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Vähemmistöosuus	5,1	4,6	5,0	5,0	5,0
Pitkäaikaiset velat	18,2	63,5	59,9	58,4	56,5
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	10,1	55,0	46,4	44,9	43,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	8,1	8,5	13,5	13,5	13,5
Lyhytaikaiset velat	112	74,4	64,6	64,8	64,7
Lainat rahoituslaitoksilta	73,7	39,7	33,5	32,4	31,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	38,1	34,7	31,1	32,4	33,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	277	289	268	272	276

Arvonmääritys

Tulospohjaiset kertoimet laskevat nopeasti

Yhtiön tulostaso jää tänä vuonna selvästi normaalia heikommaksi koronan aiheutettua sulkutoimia sekä Rapalan Pohjois-Amerikan varastoissa että monissa sen asiakasliikkeissä globaalisti. 2020e P/E-kerroin painuu nettotuloksen tappiollisuudesta johtuen negatiiviseksi ja myös EV/EBITDA 14x on korkea, eivätkä ne tarjoa tukea osakkeelle. Tuloksen alkaessa normalisoitua 2021e P/E 13x sekä EV/EBITDA 7x laskevat nopeasti jo hyvin kohtuulliseksi, vaikka ennustamamme tulostaso (oikaistu liikevoitto 5,8 %) jääkin vielä varsin vaisuksi. 2022e kertoimilla osake on halpa (P/E 10x), mutta näin pitkälle nojaaminen ei tässä vaiheessa ole järkevää tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta johtuen. Sijoittajien on syytä huomioida, että lähivuosien ennusteemme jäävät edelleen kauaksi yhtiölle arvioimastamme täydestä potentiaalista (oikaistu liikevoitto 15-20 %). Suhteessa verrokkeihin 2021 tulospohjaiset kertoimet ovat jo noin 30-40 %:n alennuksella.

Historiallinen arvostus

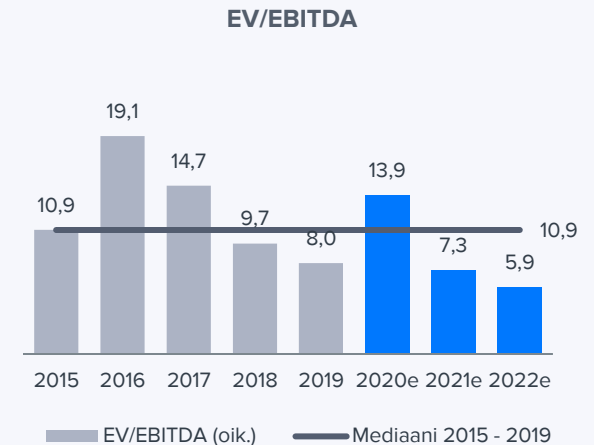
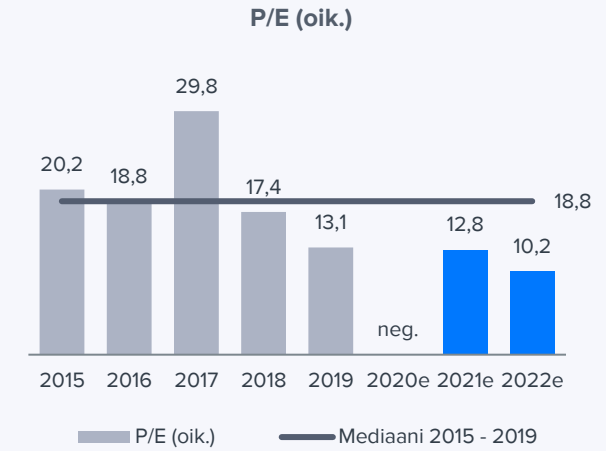
Markkinoiden Rapalalle hyväksymä historiallinen arvostus on toteutuneella tuloksella ollut vuosina 2015-2019 P/E 19x ja EV/EBITDA 11x. Markkinoiden luottamus Rapalaa kohtaan on asteittain laskenut ja samoin on käynyt yhtiölle hyväksytyille arvostuskertoimille. Oikaistulla 2019 tuloksella ja nykyisellä osakekurssilla laskemalla Rapalan P/E-kerroin olisi vain 12x ja EV/EBITDA 7,4x. Toteutuneita kertoimia ei voi tuki liikaa tuijottaa, sillä silloin Shimanon tuotetarjonta oli vielä osana yhtiön jakeluportfoliota Euroopassa. Keskeistä historiallisten arvostustasojen palautumiselle olisi strategian toteuttamisen näkyminen myös

tulosriveillä. Tuloksen noustessa ennusteidemme mukaisesti odotamme osakkeen saavan tukea sekä kertoimien että tuloksen noususta.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme (s. 36) mukainen arvo osakkeelle on 3,0 euroa (aik. 2,6 euroa) viestien nousuvarasta, jos tulostasoa saadaan parannettua konservatiivisten ennusteidemme mukaisesti. Yhtiön liikevaihto nousee koronan ja Shimano-myyntin poistuman aiheuttamasta kuopasta vuoteen 2023 mennessä 270 MEUR:oon (vrt. 2019: liikevaihto 275 MEUR). Sen jälkeen vuosittainen myynnin kasvu tasaantuu 2,0 %:n tasolle. Samalla EBIT-marginaali nousee asteittain vuoden 2020 -0,2 %:sta vuoden 2023 9,0 %:iin liikevaihdosta ja on terminaalijaksolla 8,5 %. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on neutraali, 55 %. Terminaalin painoarvo rahavirtamallissa pysyy maltillisena johtuen käyttämämme pääoman kustannuksen suhteellisen korkeasta tasosta ja osin maltillisista oletuksistamme Rapalan tulostason parantamisen suhteen.

Olemme laskeneet Rapalalle käyttämämme oman pääoman kustannusta 10,3 %:iin (aik. 10,7 %) ja sen myötä myös kokonaispääoman kustannus WACC-% on laskenut 8,6 %:iin (aik. 8,9 %). Tekemämme muutos johtuu siitä, että luottamuksemme yhtiön strategian toteutuksen onnistumiseen on lievästi noussut (ts. riskitaso laskenut) uuden toimitusjohtajan kiihdytettyä organisaation muutosprosessia. Käyttämämme oman pääoman kustannus on kuitenkin edelleen selvästi korkeammalla, mitä defensiivisille kuluttajabrändiyhtiöille yleisesti käytetään matalien korko-odotusten aikana.



Arvonmääritys

Matala EV/S ja P/B kertovat piilevästä potentiaalista

Rapalan liikevaihtopohjainen arvostus 2020e EV/S 0,8x on absoluuttisesti matalalla tasolla defensiiviselle kuluttajabrändiyhtiölle. Myös suhteessa verrokkeihin ero on -50 %, mikä johtuu yhtiön viime vuosien verrokkeja selvästi matalammasta kannattavuudesta. Emme näe esteitä Rapalan EV/S-kertoimen nousulle verrokkien tasolle, mikäli strategian toteuttamisella ja mm. nykyisillä kuluohjelmilla kannattavuutta saadaan parannettua.

Yhtiön P/B 0,8x (hybridilainasta ja vähemmistöosuudesta oikaistu) on myös matala alleviivaten yhtiön korkeaa potentiaalia, jos strategia onnistuu tavoitellussa oman pääoman tuoton parantamisessa. Myös tulevien vuosien osingonmaksu on riippuvainen strategian tavoittelemalla kannattavuuskäänteestä onnistumisesta. Väliaikaisesti nollaan leikattu osinko ei tarjoa tukitasoja osakkeelle.

Suositus ja tavoitehinta

Nostamme Rapalan tavoitehinnan 2,8 euroon (aik. 2,6 euroa) ja suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä). Sijoitusnäkemys on, että Rapalan osakkeen tuotto-riskisuhde on nykyhinnalla lievästi positiivinen. Tuotto-odotus on kuitenkin hyvin riippuvainen strategian toteutuksen onnistumisesta ja tätä varten olemme hahmotelleet kolme skenaariota.

1) Mikäli strategian toteutus onnistuu ja yhtiön kannattavuus lähtee elpymään (liikevoitto yli 10 %:n), näemme osakkeessa selkeää nousuvaraa ja arvon moninkertaistuminen on mahdollinen.

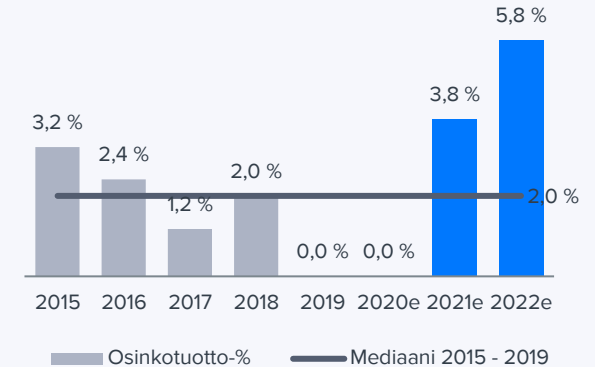
Tämän skenaarion todennäköisyyttä laskee kuitenkin yhtiön pitkään jatkunut alisuoriutuminen. Mielestämme skenaarion todennäköisyys on kuitenkin hieman noussut uuden toimitusjohtajan alaisuudessa, sillä strategian toteutus näyttää ulospäin kiihtyneen selvästi. Positiivisen option osakkeen omistajien kannalta luo myös Rapalaan kohdistuva mahdollinen ostotarjous, jonka myötä Rapalan brändien arvo voisi tulla esiin osakkeen omistajien kannalta nopeammin. Tämän skenaarion todennäköisyys on vielä matala, mutta mielestämme se nousee, mikäli saneerausohjelma etenee suunnitellusti.

2) Mikäli muutosprosessi jatkaa hidasta edistymistään on osakkeen laskuvara myös nykykursilla mielestämme rajallinen. Tässä skenaariossa Rapalalla pitäisi olla edellytykset nostaa liikevoittonsa koronakuopasta vaatimattomalle 5 %n tasolle (2018-2019: oikaistu liikevoitto keskimäärin 6,5 %). Nykyinen arvostus ei mielestämme odota Rapalalta juurikaan parempaa ja tässä mielessä markkinan asettama rima ei ole korkea.

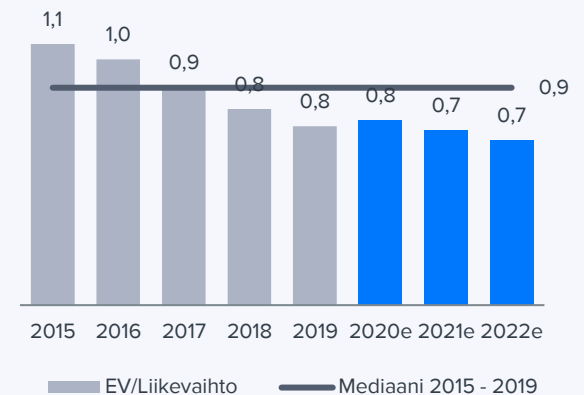
3) Selvä lasku osakekurssissa nykytasoiltaan edellyttäisi Rapalan kriisiytymistä. Sen todennäköisyys on pieni, sillä yhtiö onnistui selvittämään koronan ensimmäisen aallon sulkutoimet puhtain paperein rahavirran pysyessä selvästi positiivisena. Kysyntä yhtiön tuotteille on sen jälkeen pysynyt hyvällä tasolla ja jopa noussut ja ilman uusia merkittäviä sulkutoimia ei Rapalan pitäisi joutua kevään kaltaiseen hankalaan tilanteeseen.

Osaketuoton ajureita on havainnollistettu seuraavan sivun graafissa.

Osinkotuotto-%

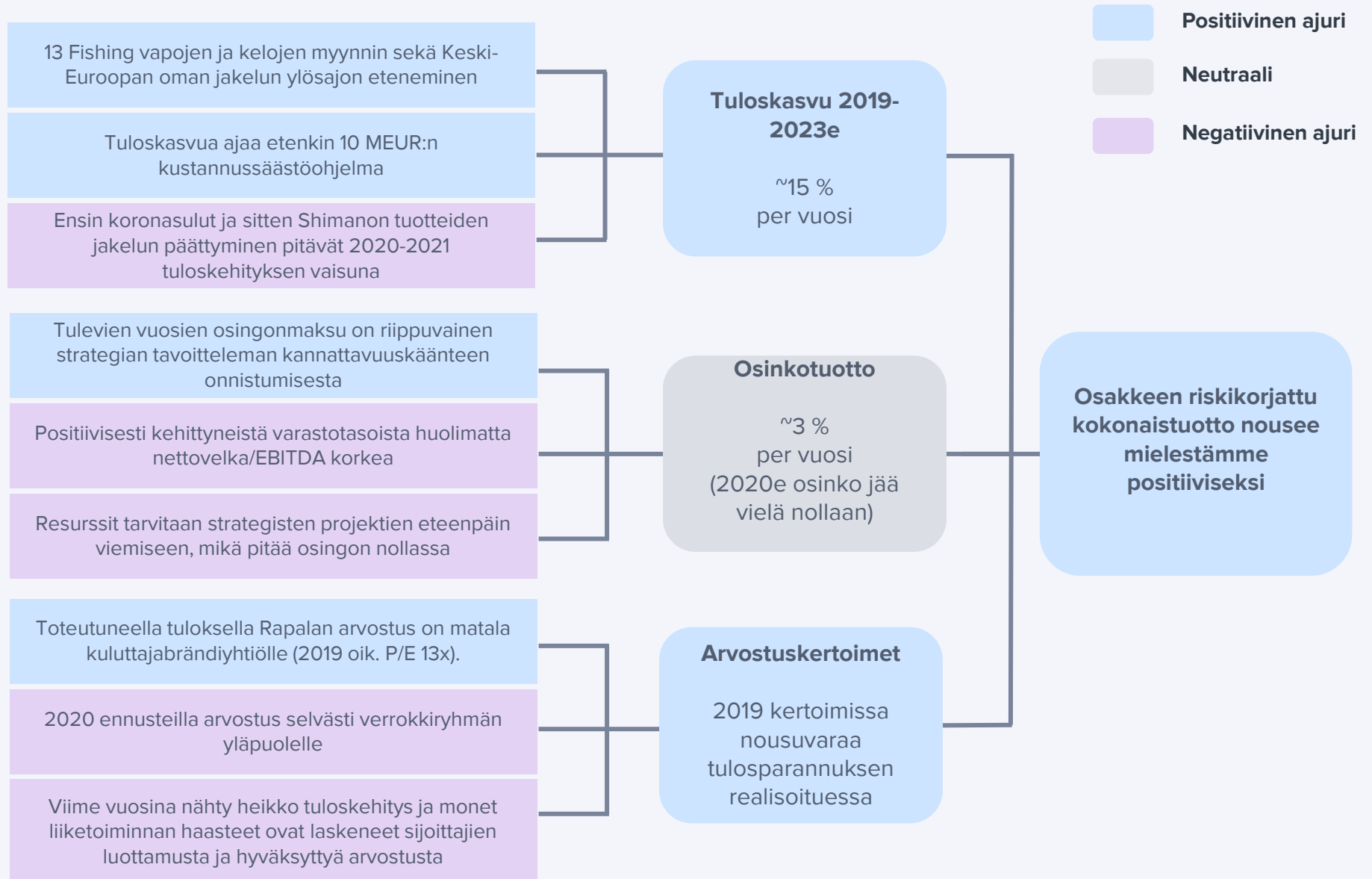


EV/Liikevaihto



Lähde: Inderes

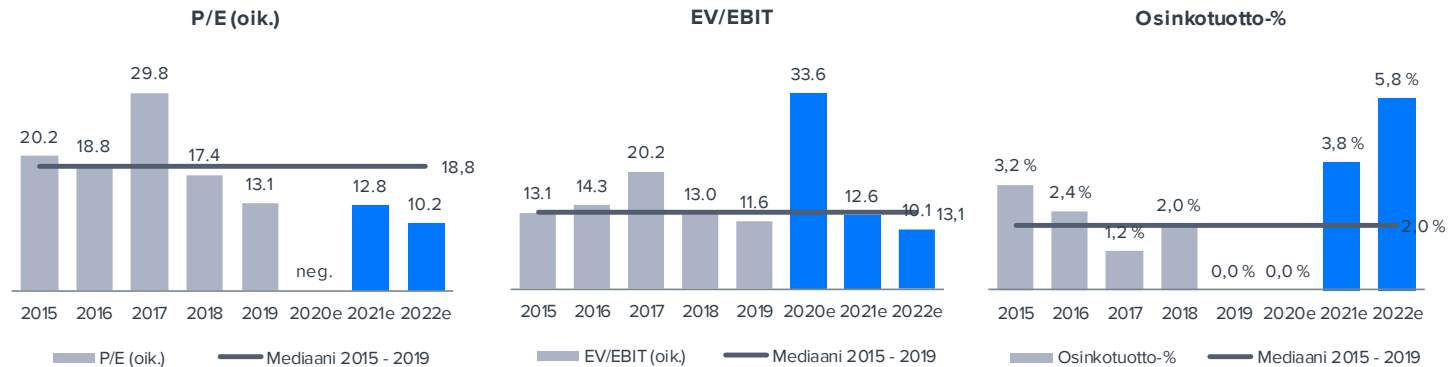
Osaketuoton ajurit 2020-2023e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,74	4,21	3,45	3,05	2,77	2,60	2,60	2,60	2,60
Osakemäärä, milj. kpl	38,4	38,3	38,3	38,3	38,3	38,6	38,6	38,6	38,6
Markkina-arvo	182	161	132	117	106	100	100	100	100
Yritysarvo (EV)	305	269	232	216	207	187	183	180	173
P/E (oik.)	20,2	18,8	29,8	17,4	13,1	neg.	12,8	10,2	7,0
P/E	27,1	neg.	71,9	24,3	29,6	neg.	17,2	10,2	7,0
P/Kassavirta	91,9	5,5	4,9	neg.	11,4	5,8	23,2	12,1	7,7
P/B	1,4	1,3	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	10,9	19,1	14,7	9,7	8,0	13,9	7,3	5,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	13,1	14,3	20,2	13,0	11,6	33,6	12,6	10,1	7,1
Osinko/tulos (%)	85,9 %	neg.	83,3 %	47,9 %	0,0 %	0,0 %	66,2 %	58,6 %	48,2 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	2,4 %	1,2 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	3,8 %	5,8 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes, Nettovelat ja EV sisältävät 25 MEUR:n hybridilainan

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Globeride Inc	3095,00	300	500			10,2	9,6	0,7		18,1	17,8	2,1	2,1	1,5
Shimano Inc	20720,00	15520	13344		25,4	19,4	16,5	4,7	4,0	34,3	32,7	0,8	0,8	3,6
Fiskars Oyj Abp	11,60	952	1244	15,5	15,2	9,3	9,0	1,1	1,0	16,3	13,8	4,3	4,7	1,3
Fenix Outdoor International AG	1000,00	1047	1111	21,2	11,6	11,4	7,8	2,0	1,0	31,8	17,1	1,2	1,3	3,6
Johnson Outdoors Inc	82,20	705	550					1,2	1,0	17,3	14,8			
Deckers Outdoor Corp	233,80	5261	4723	17,0	17,0	15,2	14,6	2,6	2,0	24,0	23,4			5,5
Callaway Golf Co	19,30	1538	1990	31,0	16,1	17,8	11,8	1,6	1,0	42,4	20,8	0,1	0,1	
361 Degrees International Ltd	1,00	225								4,6	4,1	8,2	10,7	0,3
Columbia Sportswear Co	88,20	4910	4506	32,4	15,7	18,7	12,2	2,1	1,0	45,0	21,4	0,3	1,0	3,1
Mizuno Corp	1896,00	407	442			4,6	17,0	0,3			644,0	2,6	2,6	0,5
Yonex Co Ltd	629,00	476	424			12,5	50,9	0,8	1,0	29,0		0,8	0,6	1,4
MIPS AB	399,80	998	980	74,8	45,6	69,3	43,4	30,2	20,0	95,4	58,6	0,8	0,9	28,4
Rapala VMC (Inderes)	2,60	100	187	33,6	12,6	13,9	7,3	0,8	0,7	-37,7	12,8	0,0	3,8	0,7
Keskiarvo				32,0	20,9	18,8	19,3	4,3	3,6	32,6	79,0	2,1	2,5	4,9
Mediaani				26,1	16,1	13,9	13,4	1,6	1,0	29,0	20,8	1,0	1,2	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				29 %	-22 %	0 %	-45 %	-51 %	-26 %	-230 %	-38 %	-100 %	229 %	-69 %

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

DCF-laskelma

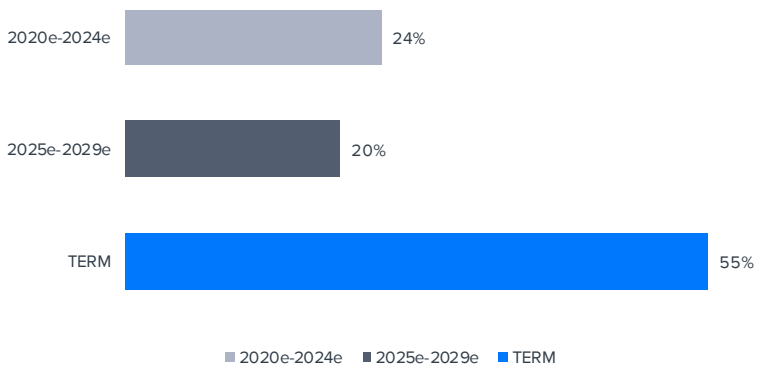
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	13,4	-0,4	12,5	17,7	24,3	23,4	23,9	24,4	24,9	25,3	25,9	
+ Kokonaispoistot	12,6	13,9	12,4	12,9	13,2	13,5	13,6	13,7	13,8	13,9	14,0	
- Maksetut verot	-4,6	-2,6	-3,3	-5,0	-7,2	-6,0	-6,1	-6,3	-6,5	-6,7	-6,9	
- verot rahoituskuluista	-1,1	-1,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,1	16,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	
Operatiivinen kassavirta	26,4	26,5	19,5	23,5	28,3	28,4	28,8	29,3	29,7	30,0	30,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-32,3	-12,9	-13,9	-13,9	-13,9	-13,9	-13,9	-13,9	-13,9	-14,3	-14,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,5	18,6	5,6	9,6	14,4	14,5	14,9	15,4	15,8	15,7	16,1	
+/- Muut	14,8	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	
Vapaa kassavirta	9,3	17,3	4,3	8,3	13,0	13,2	13,6	14,0	14,4	14,4	14,8	229
Diskontattu vapaa kassavirta	16,9	3,9	6,9	6,9	10,0	9,3	8,8	8,4	7,9	7,3	6,9	107
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		193	176	173	166	156	146	138	129	121	114	107
Velaton arvo DCF		193										
- Korolliset velat		-94,7										
+ Rahavarat		12,3										
-Vähemmistöosuus		-3,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		117										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,80 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksottain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	253,3	262,4	275,4	239,3	249,1	EPS (raportoitu)	0,05	0,13	0,09	-0,22	0,15
Käyttökate	15,7	22,4	26,0	13,5	25,0	EPS (oikaistu)	0,12	0,17	0,21	-0,07	0,20
Liikevoitto	8,9	14,8	13,4	-0,4	12,5	Operat. kassavirta / osake	0,68	0,16	0,69	0,69	0,51
Voitto ennen veroja	5,6	12,7	9,8	-4,3	10,4	Vapaa kassavirta / osake	0,71	-0,01	0,24	0,45	0,11
Nettovoitto	1,8	4,8	3,6	-8,7	5,8	Omapääoma / osake	3,55	3,71	3,84	3,59	3,74
Kertaluontoiset erät	-2,6	-1,9	-4,5	-6,0	-2,0	Osinko / osake	0,04	0,06	0,00	0,00	0,10
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	265,7	277,1	289,4	267,7	272,2	Liikevaihdon kasvu-%	-3 %	4 %	5 %	-13 %	4 %
Oma pääoma	142,8	147,1	151,5	143,2	149,1	Käyttökateen kasvu-%	12 %	42 %	16 %	-48 %	86 %
Liikearvo	47,9	47,9	49,1	49,1	49,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-39 %	46 %	7 %	-69 %	162 %
Nettovelat	92,8	95,4	107,4	92,8	89,8	EPS oik. kasvu-%	-48 %	51 %	21 %	-133 %	-394 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	6,2 %	8,5 %	9,4 %	5,6 %	10,0 %
Käyttökate	15,7	22,4	26,0	13,5	25,0	Oik. Liikevoitto-%	4,5 %	6,4 %	6,5 %	2,3 %	5,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	14,5	-9,1	6,1	16,8	-1,3	Liikevoitto-%	3,5 %	5,6 %	4,9 %	-0,2 %	5,0 %
Operatiivinen kassavirta	26,0	6,3	26,4	26,5	19,5	ROE-%	1,4 %	3,5 %	2,5 %	-6,1 %	4,1 %
Investoinnit	3,4	-4,0	-32,3	-12,9	-13,9	ROI-%	3,7 %	6,6 %	5,7 %	-0,1 %	5,9 %
Vapaa kassavirta	27,1	-0,3	9,3	17,3	4,3	Omavaraisuusaste	53,8 %	53,1 %	52,3 %	53,5 %	54,8 %
						Nettovelkaantumisaste	47,5 %	47,9 %	54,4 %	47,4 %	43,5 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
			%-osakkeista			EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Viellard Migeon & Cic			38,4 %			EV/EBITDA (oik.)	14,7	9,7	8,0	13,9	7,3
Sofina S.A			19,2 %			EV/EBIT (oik.)	20,2	13,0	11,6	33,6	12,6
Nordea Nordic Small Cap			12,3 %			P/E (oik.)	29,8	17,4	13,1	neg.	12,8
Valtion Eläkerahasto			3,3 %			P/B	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7
Shimano			2,3 %			Osinkotuotto-%	1,2 %	2,0 %	0,0 %	0,0 %	3,8 %

Lähde: Inderes, Nettovelat ja EV sisältävät 25 MEUR:n hybridilainan

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

Osta erittäin	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Lisää houkutteleva	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on Vähennä
Vähennä heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on Myy 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 analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siiltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus 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 sijoittajailaisuusien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16.5.2016	Vähennä	4,30 €	4,20 €
25.7.2016	Vähennä	4,30 €	4,25 €
31.10.2016	Vähennä	4,30 €	4,29 €
23.1.2017	Lisää	4,70 €	4,21 €
17.2.2017	Lisää	4,90 €	4,45 €
29.4.2017	Lisää	4,70 €	4,19 €
22.5.2017	Vähennä	4,20 €	4,00 €
23.7.2017	Vähennä	4,20 €	4,07 €
30.10.2017	Vähennä	4,20 €	3,92 €
18.12.2017	Vähennä	3,60 €	3,45 €
19.2.2018	Vähennä	3,10 €	3,20 €
6.5.2018	Vähennä	3,50 €	3,44 €
23.7.2018	Lisää	4,00 €	3,70 €
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 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**