

Raute

Yhtiöraportti

1/2020

Kilpailukykyisenä kohti hidastuvaa markkinaa

Laskemme tavoitehintamme ylittäneen Rauten suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää). Yhtiön tavoitehintamme pidämme 26,00 eurossa. Pitkällä tähtäimellä Raute on kiinnostava sijoituskohte kestävien kilpailuujensa takia. Lyhyellä tähtäimellä tuotto-odotus ei saa arviomme mukaan tukeaa tuloskasvusta tai kertoimien nousuvarasta eikä sinänsä hyvä osinkotuotto ole riittävä korvaus syklisen yhtiön riskeistä.

Raute on kestäväillä kilpailueduilla varustettu sektorinsa markkinajohtaja

Raute on vaneri- ja LVL-teollisuudelle laitteita ja palveluita toimittava konepaja. Yhtiön liikevaihdosta tyypillisesti 60-70 % tulee syklisistä projektitoimituksista ja loput 30-40 % vakaammista palveluista (palveluissa on silti modernisointien kaltaisia pienprojekteja). Rautelle relevantti vaneri- ja LVL-koneiden globaali markkina on arviolta 600-750 MEUR/a, josta markkinajohtaja Rauten osuus on arviolta noin 15-20 %. Vaikeasti määritettävä huolto- ja palvelumarkkina on yhtiölle toistaiseksi rajaton. Mielestämme Rautella on kestävä teknologiaan ja globaaliin myynti- ja palveluverkostoon perustuva kilpailuetu sekä vankka markkina-asema etenkin sektorin vaativassa yläsegmentissä ja länsimaissa. Rauten suurimpana haasteena pidämme syklistä kysyntää, joka voi heiluttaa Rauten liikevaihtoa ja kannattavuutta voimalla.

Suurin potentiaali on Kiinassa, nykymarkkinat tarjoavat maltillista kasvua pitkällä tähtäimellä

Rauten kysyntää etenkin ajavaa puurakentamista tukevat vahvat ajurit, kuten elintason nousu, uusiutuvuus ja kierrätettävyyys. Siten Rautella on kohtalainen noin BKT:n kasvun tasolla oleva pitkän ajan kasvukuva. Rauten suurin mahdollisuus nousta uuteen kokoluokkaan ja profiloitua selväksi kasvuyhtiöksi on maailman selvästi suurimmassa vanerintuottajamaassa Kiinassa, jossa yhtiön markkinaosuus on olematon. Nopeaa läpimurtoa Rautelle vaikeaksi osoittautuneelle erittäin hintasensitiiviselle Kiinan markkinalle ei kuitenkaan näy. Muilta kehittyviltä markkinoilta yhtiö tarvitsee jo lähiaikoina onnistumisia, sillä kysynnän painopiste on siirtymässä niihin viime vuosina vahvasti vetäneestä Euroopasta. Tähän liittyen Raute on hienosäätänyt strategiaansa ja organisaatiotasa sekä tulee arviomme mukaan tekemään R&D- ja markkinointipanostuksia.

Tuloskasvu on tiukassa hidastuvassa markkinassa, mutta odotamme yhtiön pitävän tuloskuntonsa

Rauten tilauskanta on hyvällä tasolla etenkin Q3'19:lla kotiutetun suuren Venäjän vaneriprojektin ansiosta, joten yhtiön lyhyen ajan näkymät ovat markkinoiden hidastumisesta ja vellovasta epävarmuudesta huolimatta kohtuulliset. Viime vuonna yhtiön pitkä tulosparannusputki katkesi, mutta odotamme Rauten pystyvän vakauttamaan tuloksensa lähivuosina karkeasti vuoden 2019 absoluuttisesti melko hyvälle tasolle kilpailukykyisen tarjoamansa, palveluiden vakaan kasvun ja lievien kannattavuusparannusten ansiosta. Rauten pääriskejä syklin heikentymisen lisäksi ovat mielestämme projektiriskit ja yhtiön kilpailuedun ytimestä poispäin siirtyvän kysynnän hallitsemisen onnistuminen.

Emme näe syitä hinnoitella osaketta selvästi alle keskipitkän ajan tasojen

Raute on historiallisesti hinnoiteltu markkinoilla matalilla kertoimilla, mikä johtuu mielestämme etenkin syklisyyden myötä korkeasta riskiprofilista. Rauten ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat noin 14x ja 15x, kun taas vahvan taseen paremmin huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x. Kertoimet ovat keskipitkän ajan tasojen yläpuolella ja myös yhtiölle perinteinen alennus suhteessa verrokkiryhmään on supistunut rajalliseksi. Raute tarjoaa lähivuosina 5-6 %:n osinkotuottoa, mutta syklisestä osakkeesta tämä ei ole riittävä tuotto-odotus.

Analytiikot



Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Lisää)



26,00 EUR

(aik. 26,00 EUR)

Osakekurssi: 27,10 EUR

Potentiaali: -4,1 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Raute arvioi, että yhtiön liikevaihto laskee ja liiketulos heikkenee vuonna 2019 vuodesta 2018

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	181,0	149,0	145,0	139,0
kasvu-%	22 %	-18 %	-3 %	-4 %
EBIT oik.	14,9	9,6	10,3	10,5
EBIT-% oik.	8,2 %	6,5 %	7,1 %	7,6 %
Nettotulos	11,8	8,1	7,7	8,1
EPS (oik.)	2,78	1,90	1,81	1,90

P/E (oik.)	7,7	14,3	15,0	14,2
P/B	1,9	2,4	2,3	2,2
Osinkotuotto-%	6,6 %	5,4 %	5,5 %	5,7 %
EV/EBIT (oik.)	5,3	9,9	9,6	8,9
EV/EBITDA	4,5	7,1	7,0	6,3
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,7	0,7

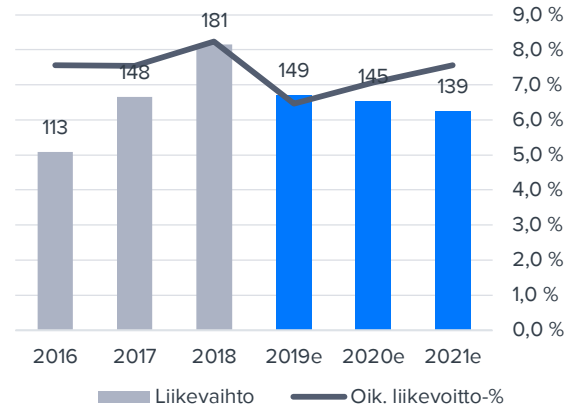
Lähde: Inderes

Osakekurssi



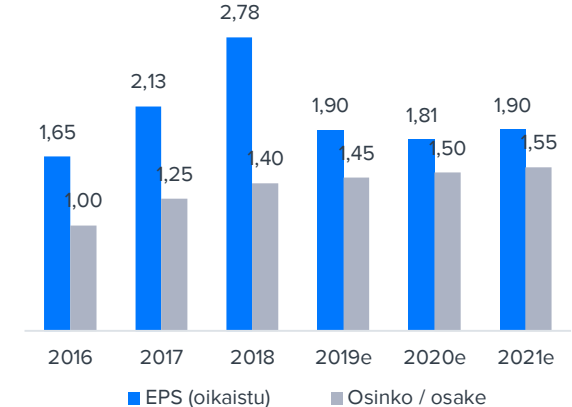
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Kysyntä on äärisyklistä
- Heikko markkina-asema Kiinassa ja yhtiön edistymisen markkinalle murtautumisessa on ollut hidasta
- Projekt- ja tuotekehitysrisikit
- Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky
- Kilpailuedun ulkokehää kohti siirtyvän kysynnän painopistemutoksen hallinta

Arvostus

- Tuloskertoimet ovat keskipitkän ajan tasojensa yläpuolella emmekä näe niissä nousuvaraa ilman tuloskasvua
- Suhteellinen alennus on kaventunut jo varsin kapeaksi
- 5-6 %:n osinkotuotto antaa sijoittajille hyvän pohjatuoton, mutta syklisessä osakkeessa tuotto-odotus kaipaisi tulitukea tuloskasvulta ja/tai kertoimien nousuvaralta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-11
Sijoitusprofili	s. 12-14
Strategia ja taloudellinen potentiaali	s. 15-18
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 19-22
Taloudellinen asema	s. 23-24
Ennusteet	s. 25-29
Arvonmääritys ja suositus	s. 30-36
Taulukot	s. 37-38
Vastuuvapauslauseke	s. 39

Raute lyhyesti

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

1930-luku

Vanerikoneiden valmistus alkaa

1994

Listautuminen

#1 markkinaosuus

Vaneri- ja LVL-koneiden markkinaosuus globaalisti

181 MEUR (+22 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

14,9 MEUR (8,2 % lv:sta)

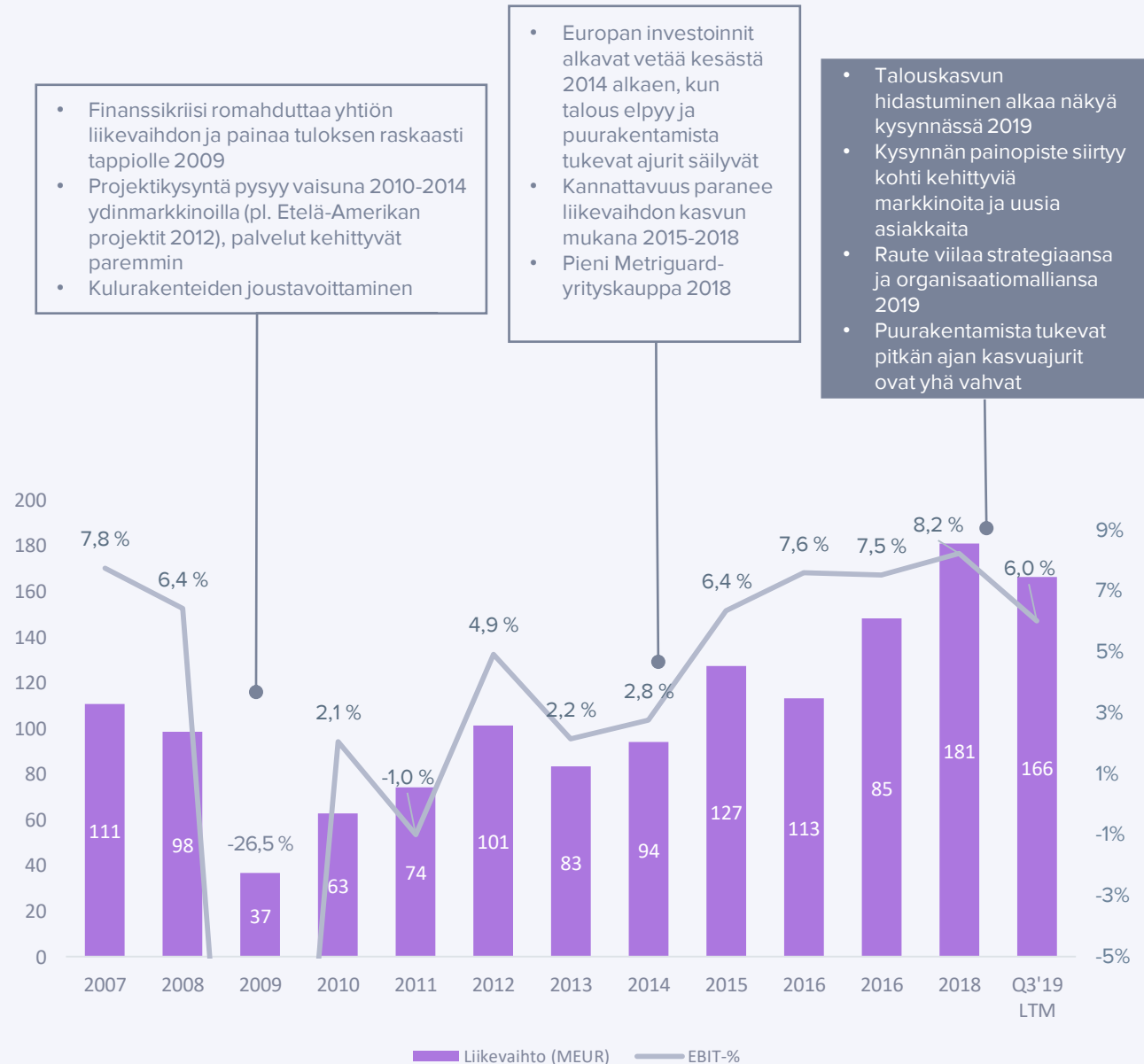
Liikevoitto 2018

n. 725 kpl

Henkilöstö 2018 lopussa

65 % / 35 %

Projektien / palveluiden osuus liikevaihdosta 2014-2018 ka.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Niche-sektorin globaali markkinajohtaja

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

Rautella on tuotantolaitoksia Suomessa, Kiinassa, Kanadassa ja USA:ssa, minkä lisäksi yhtiön myynti- ja asiakaspalveluverkko on levittäytynyt globaalisti kaikille mantereille (pl. Afrikka). Raute-konsernissa on noin 750 työntekijää. Vuonna 2018 Raute teki 181 MEUR:n liikevaihdolla 14,9 MEUR:n liikevoiton. Projektivetoiselle yhtiölle tyypilliseen tapaan Rauten maantieteellinen liikevaihtokertymä vaihtelee huomattavasti vuosittain, mutta pitkällä aikavälillä yhtiön suurin markkina-alue on ollut Eurooppa.

Liiketoimintarakenne

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

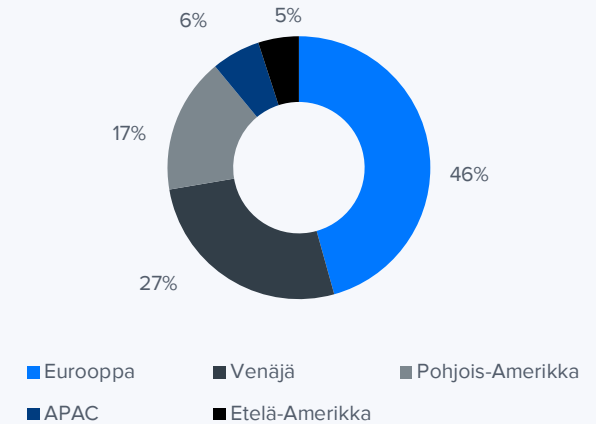
Projektitoimitukset sisältävät viulun, vanerin ja LVL:n valmistamiseen käytettävien laitteiden myynnin projektiluonteisina toimituksina tilaus/toimitus-periaatteella. Projektien koko voi vaihdella merkittävästi, sillä yksittäiset laitteet viulu-, vaneri, ja LVL-prosesseihin maksavat noin 0,5 MEUR:sta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

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

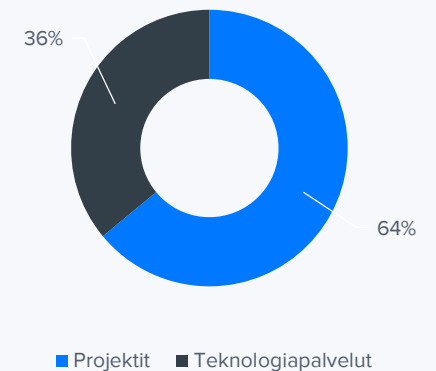
Investointivetoisten projektitoimituksien kysyntä on erittäin syklistä ja Rauten projektiliikevaihto vaihtelee vuositasolla huomattavasti syklisen mukana ja esimerkiksi 2010-luvulla projektitoimitusten määrä on vaihdellut 45 MEUR:n ja 99 MEUR:n välillä. ”Normaalissa tilanteessa” ja pidemmällä aikajaksolla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

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

Rauten liikevaihdon jakauma 2017-2019
YTD keskiarvo



Rauten liikevaihdon jakauma 2017-Q3'19 YTD keskiarvo



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Näin ollen sijoittajien onkin olennaisempaa seurata Teknologiapalveluiden liikevaihdon absoluuttista kehitystä. Viime vuosina Teknologiapalveluiden myynti on ollut selvässä kasvussa (Q3'19 LTM: liikevaihto 68 MEUR, CAGR 2007-Q3'19 LTM 7,5 p.a. %). Tämä on osakkeen kannalta positiivista, sillä teknologiapalveluiden myynti on tyypillisesti jossain määrin erittäin syklistä projektimyyntiä tasaisempaa. Teknologiapalveluiden myynti kuitenkin korreloi etenkin Rauten asiakkaiden koneiden käyttöasteiden kanssa, joten taloussykli vaikuttavat myös palvelumyyntiin, sillä Rauten asiakkaat operoivat syklisiin rakennus- ja kuljetussektoreihin liittyvissä arvoketuissa.

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

kaikkien asiakassegmenttien olevan voitollisia, vaikka yhtiö ei niitä raportoikaan.

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

Liiketoimintamallin viitekehys on tyypillinen pohjoismaiselle konepajalle

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

Raute nojaa räätälöityihin tuotteisiin

Raute räätälöi tuotteensa suurelta osin projektikohtaisesti, mikä tarkoittaa käytännössä laitteiden suunnittelua melko varhaisesta vaiheesta asiakkaan tarpeisiin ja vaatimuksiin.

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

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

Asiakkaat vaihtuvat projektien mukana

Kuten todettua, pääosa Rauten liikevaihdesta tulee projektitoimituksista, jotka muodostuvat suurista tehdasprojekteista, erillisistä tuotanto-linjoista tai yksittäisistä koneista ja laitteista.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Projektien kysyntä vaihtelee voimakkaasti vuodesta toiseen alan investoinneista riippuen. Investointeja ajavat suhdanteille herkäät rakennus- ja investointihyödykesektorit. Rauten suurimmat asiakkaat myös vaihtuvat vuosittain projektien mukana eikä yhtiöllä ole merkittäviä yksittäisiin suurin asiakkaisiin liittyviä riskejä (esim. vuonna 2018 yhtiöllä oli yhteensä 330 asiakasta). Pidemmällä tähtäimellä samojen avainasiakkaiden projektit toki tyypillisesti toistuvat, mutta vaneri- ja LVL-sektorien hajanaisen rakenteen vuoksi asiakasriskit ovat pieniä. Teknologiapalveluissa yhtiöllä on toistuvampaa myyntiä tietyille avainasiakkaille, mutta arviomme mukaan yksittäiset asiakkaat eivät dominoi myöskään Rauten palveluliikevaihdon kertymää.

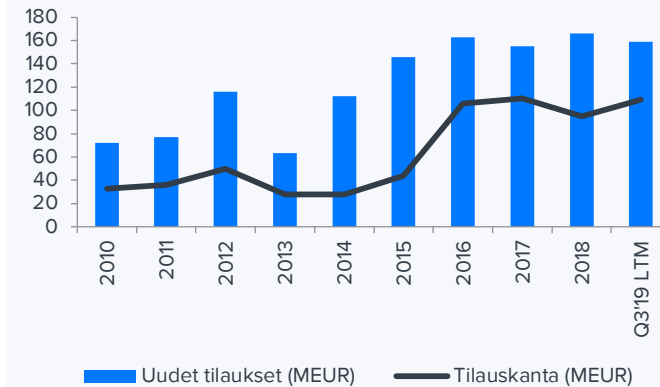
Tilaukskannan tarjoama näkyvyys vaihtelee, mutta kulurakenne joustaa rajallisesti

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

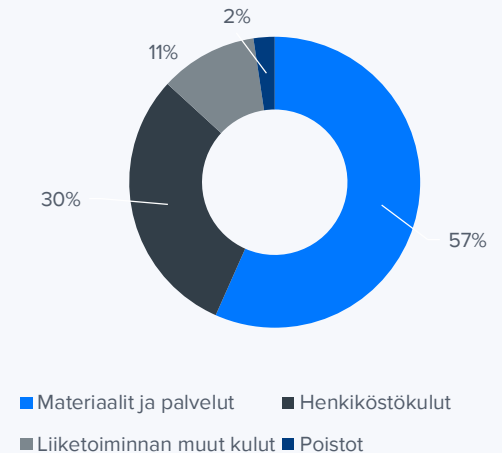
Raute on varautunut kysynnän syklistyyteen ulkoistamalla karkeasti puolet suunnittelusta ja tuotannosta alihankkijoille. Alihankinnan suhteellinen osuus on arviomme mukaan kasvanut viime vuosina selvästi yhtiön liikevaihdon mukana, sillä liiketoiminnan syklistyyden tiedostava Raute ei ole lähtenyt kasvattamaan omaa tuotantokapasiteettiaan (ts. kiinteitä kuluja) samassa suhteessa kasvun kanssa (täysin kiinteiden kulujen nousulta ei ole kuitenkaan voinut välttyä). Tämä on mielestämme ollut täysin oikea valinta liiketoiminnan logiikka huomioden.

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

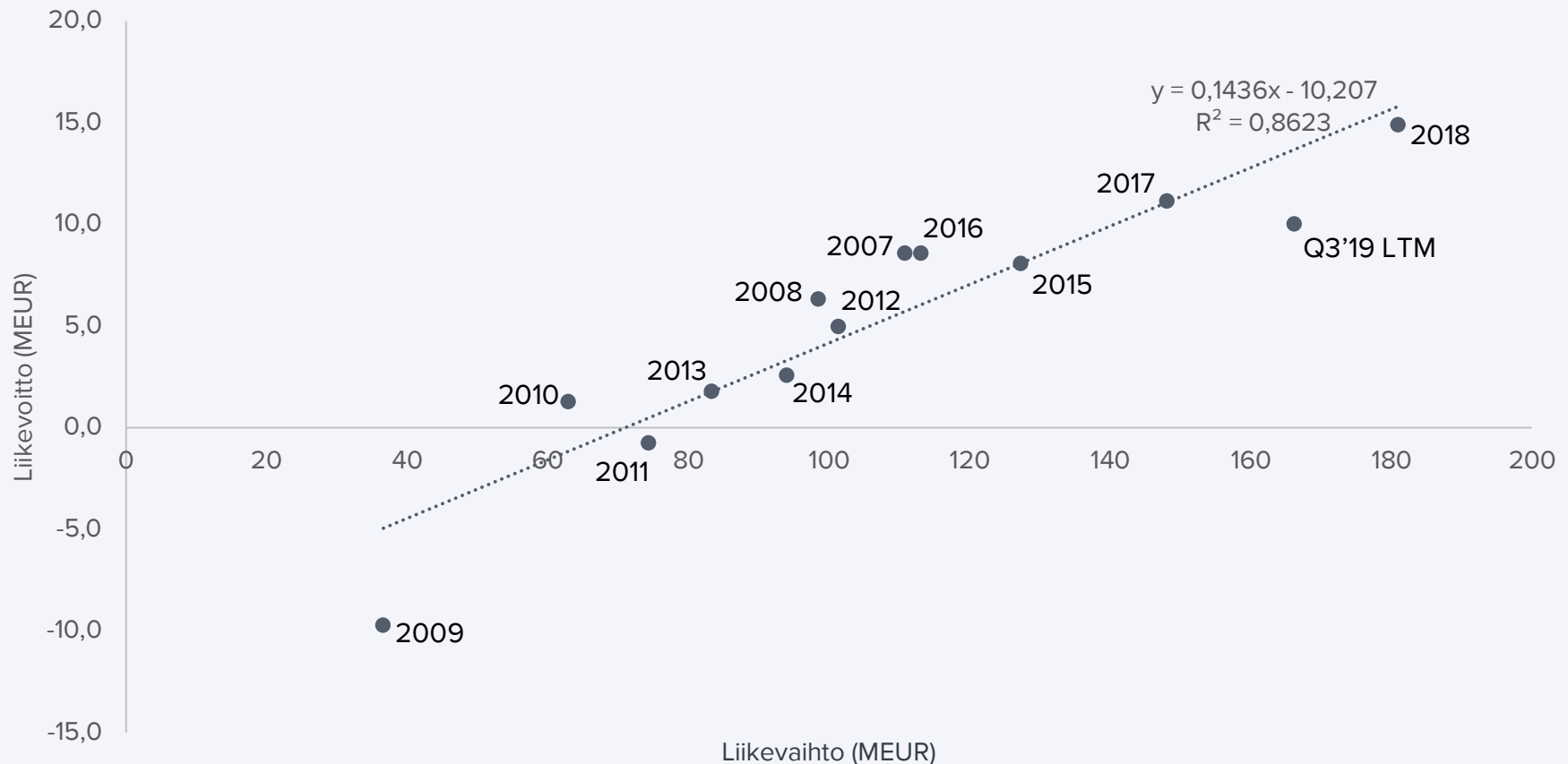
Rauten uudet tilaukset ja tilaukskanta 2010- Q3'19 LTM



Rauten kulurakenne Q3'19 LTM



Rauten liikevaihto ja liikevoitto 2008-Q3'19 LTM



Rauten liiketoiminnalle on tyypillistä korkea tulosvipu. Regressiossa Rauten liikevoitto kasvaa esimerkiksi 2,5x liikevaihdon kasvun verran, kun liikevaihto nousee 120 MEUR:sta 140 MEUR:oon ja 2,0x kasvun verran, kun liikevaihto nousee 140 MEUR:sta 160 MEUR:oon. Tulosvipu toimii liikevaihdon laskiessa päinvastoin. Tulosvipu on tyypillistä melko korkean tuotekatteen liiketoiminnalle, jossa kiinteiden kulujen osuus kokonaiskuluista on huomattava. Arviomme mukaan Rauten kuluista 30-35 % on kiinteitä. Tulosvipu ei ole täysin symmetrinen varsinkaan liikevaihtoalueen päissä, sillä alihankinnan suhteellisen osuuden muutokset rajaavat käytännössä ”katto- ja pohjamarginaaleja” (ts. kalliimpaa alihankintaa käytetään suhteessa paljon korkean liikevaihtotason aikaan ja päinvastoin). Lisäksi suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttaa myös muita tekijöitä, kuten tuotejakauma, laadun hallinta ja työkuorman tasaisuus.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Kilpailuasemaa puolustetaan tuotekehityksellä

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

Arviomme mukaan nämä kehityspanostukset riittävät pitämään Rauten toimialan teknologisen kehityksen aallon harjalla. Yleisesti ottaen toimiala on myös varsin kypsä eikä merkittäviä teknologiasia murroksia ole näköpiirissä, joten pidämme yhtiön tulevaisuuden panostuksia myös tässä suhteessa riittävinä.

Pääoman sitoutuminen on kohtuullista

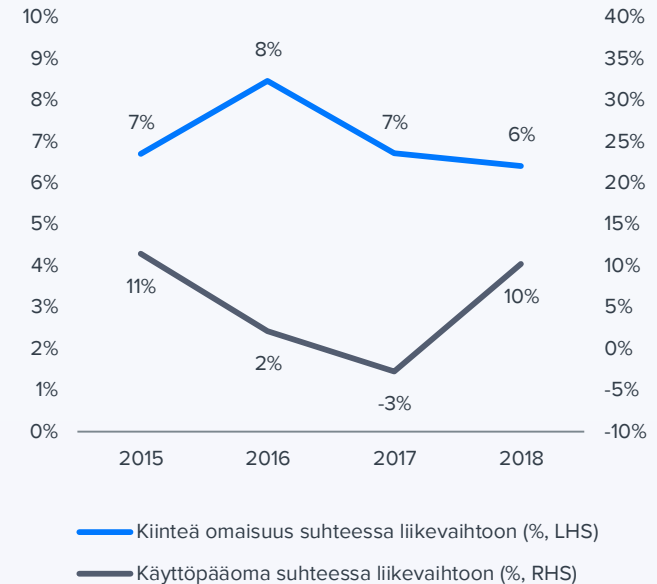
Teknologiayhtiönä Raute ei ole erityisen altis sitomaan pääomaa kiinteään omaisuuteen, vaikka yhtiön liikevaihdosta pääosa kertyykin tavarapohjaisista lähteistä. Esimerkiksi Q3'19:n lopussa yhtiön kiinteän omaisuuden (sis. IFRS 16 vuokaravastuut) suhde edellisen 12 kk:n rullaavaan liikevaihtoon oli kohtuullinen 12 %. Tämä johtuu konepajaliiketoiminnan luonteesta, joka ei edellytä massiivisia koneita vaan osaamista. Lisäksi pääomavaatimuksia laskee entisestään tiettyjen tuotannon osakokonaisuuksien ulkoistaminen alihankkijoille. Arviomme mukaan yhtiön omat

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

Kiinteän omaisuuden lisäksi Raute sitoo tyypillisesti vähän käyttöpääomaa projektien etumaksupainotteisten aikataulujen takia, joskin käyttöpääoman määrä voi heitellä voimakkaasti projektisykliä mukana. Käyttöpääoman suhde liikevaihtoon oli vuoden 2018 lopussa 10 %. Sen sijaan Teknologiapalveluissa käyttöpääoma on käytännössä aina positiivinen. Tästä syystä koko konsernin käyttöpääoma painuu harvemmin negatiiviseksi, vaikka projektiliiketoiminnan maksupositit ovatkin selvästi etupainotteisia.

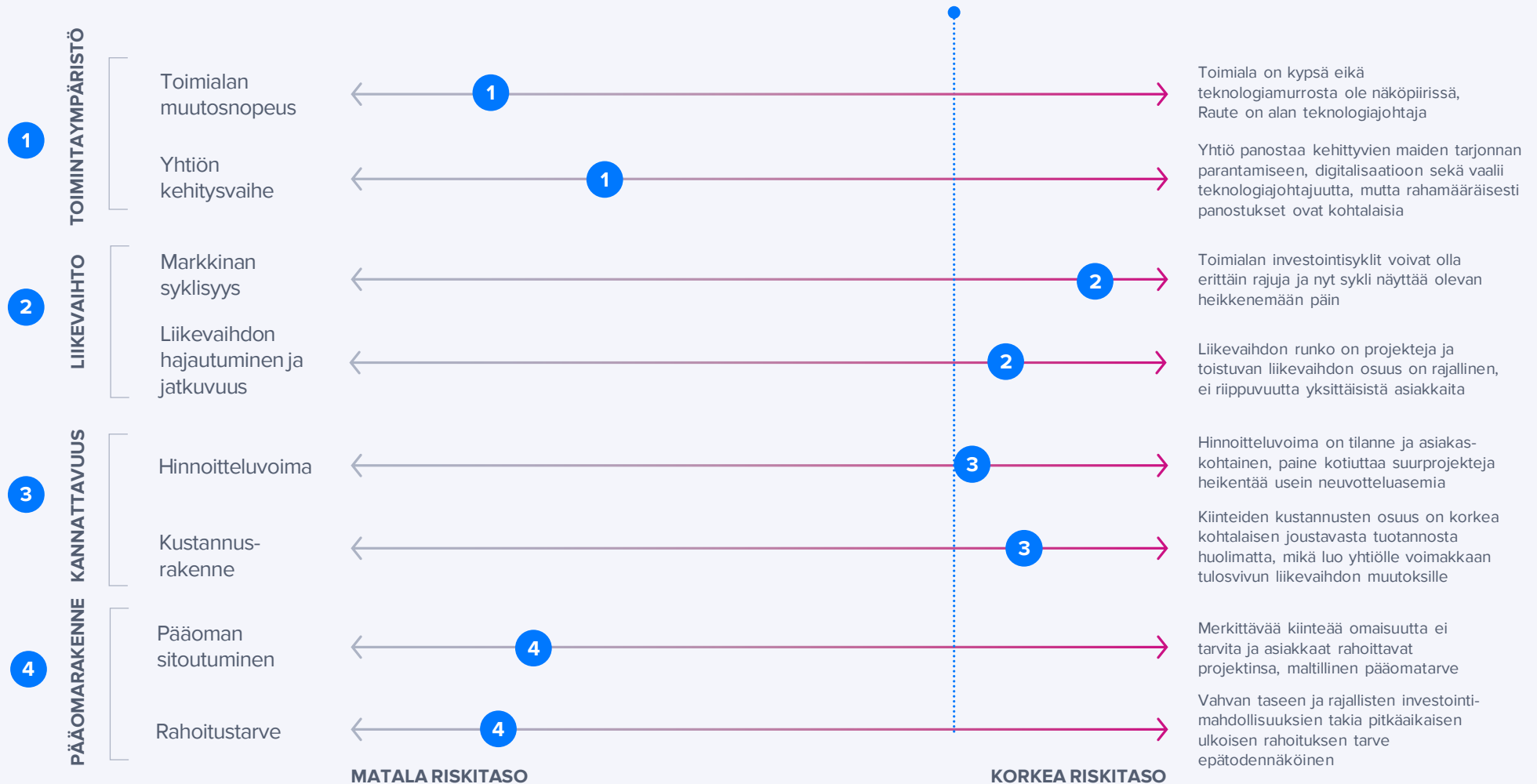
Maltillinen pääomien sitoutuminen kiinteään omaisuuteen ja käyttöpääomaan on sijoittajien kannalta ehdottomasti positiivinen asia, sillä kevyen taserakenteen ansiosta Rautella on edellytyksiä tehdä erinomaista tuottoa etenkin sijoitetulle pääomalle varsin kohtuullisellakin kannattavuudella. Oman pääoman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

Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Rauten liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili 1/2

Rautelle on vaikea luoda selvää profiilia

Rautelle on mielestämme vaikea luoda selvää sijoittajaprofiilia, kun huomioidaan lähtökohtaisesti noin BKT:n vauhtia pitkällä aikavälillä kasvava markkina, hyvä markkinaosuus ja historiallisesti avokätinen mutta jossain määrin epätasainen osingonjako. Liiketoiminnan voimakkaan syklisyyden takia Raute edellyttää sijoittajilta korkeaa riskinsietokykyä.

Positiiviset arvoajurit ja vahvuudet:

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

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

liikevaihdon ja tuloksen kestävästi uusille tasoille. Lisäksi läpimurto Kiinassa siirtäisi Rauten sijoitusprofiilin painopistettä kasvuyhtiön suuntaan, mikä voisi tukea hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Rauten näytöt Kiinaan murtautumisen suhteen ovat kuitenkin toistaiseksi heikot ja Kiinan varaan on vaikea laskea tässä vaiheessa merkittävästi.

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

Kannattavuuden parantaminen. Raute on yltänyt viime vuosina 7-8 %:n liikevoittomarginaalitasoille, mikä ei ole korkean volyymin aikana poikkeuksellisen hyvä taso korkean teknologian konepajayhtiölle. Näin ollen Rautella on mielestämme tilaa nostaa suhteellista kannattavuuttaan ainakin syklin huipulla, vaikka samalla yhtiön on pidettävä huolta, ettei tämä tapahtuisi kulurakennetta jäykistämällä ja siten syklin pohjakannattavuutta heikentämällä. Arviomme mukaan kannattavuuden parantaminen

edellyttäisi korkean volyymitason säilyttämisen vuoksi etenkin tiukempaa hinnoittelua, projektimarginaalien parantamista tuotteiden valmistuskustannuksien laskemisen kautta, laatu- ja kustannusten alentamista ja palveluliiketoiminnan kasvun jatkumista.

Vahva tase. Rauten taserakenne on konservatiivinen, mikä on tarpeen yhtiön liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden. Vahvan taseensa ansiosta Rauten riskiprofiili säilyy siedettävänä heikommassakin syklissä ja lisäksi taseessa on periaatteessa osinkoreserviä heikompienkin tulosvuosien varalta.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Syklinen kysyntä ja yhtiön riippuvuus suurprojekteista. Tämä on mielestämme Rauten suurin riski sijoittajien kannalta. Asiakkaiden päätöksistä viime kädessä riippuvien tilauksien ajoitusten ennakoiminen on käytännössä mahdotonta, sillä myyntiprosessit voivat venyä suurprojekteissa jopa 1-2 vuoteen ja investointien ajoitus riippuu aina yleisestä ilmapiiristä lopputuote- ja rahoitusmarkkinoilla. Asiakkaista tuntuva osa on myös pieniä lyhyehköillä tähtäimellä liiketoimintaansa ohjaavia pelureita, joiden investointiprosessit eivät ole vakiintuneet, ja niiden ennakoiminen on siten vaikeaa. Volyymin heiluminen on näkynyt historiallisesti yhtiön tuloksen rajuna heiluntana. Syklit voivat olla pitkiäkin, mihin yhtiö joutuu varautumaan erittäin vahvalla taseella ja tämä taas nostaa Rauten pääoman kustannusta. Siten syklisyys on sijoittajien kannalta negatiivista ja se laskee Rautelle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Sijoitusprofiili 2/2

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

Kehitysriskit. Uusien tuotteiden ja teknologioiden ensitoimituksiin sekä kasvuaihioiden kehittelyyn liittyy aina selviä riskejä. Tästä konkreettisenä esimerkkinä olivat vuosille 2014 ja 2015 kirjatut kuluvaraukset ja arvonalentumiset (1,7 MEUR Q3'14:lla ja 1,2 MEUR Q4'15:lle). Yhtiön kilpailuedun turvaamiseksi jatkuvat kehitystoimet ovat välttämättömiä emmekä pidä Rauten riskiprofiilia tässä suhteessa muita sektorin yhtiöitä korkeampana.

Alasegmentin rajallinen (hinta)kilpailukyky.

Rauten keskimäärin kallis ja myös preemiohinnoittelua vaativa tarjoama vähintään hidastaa Kiinaan ja muille kehittyville markkinoille murtautumista ja tekee lisäksi yhtiön riippuvaiseksi syklisistä suurprojekteista ja kehittyneistä markkinoista. Arviomme mukaan kohdennetuilla

tuotekehityspanostuksilla kohtuuhintaisten ja helppokäyttöisten laitteiden tarjoamaan riskiä voisi olla mahdollista alentaa ja tähän yhtiö on myös arviomme mukaan panostamassa.

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

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

on suhteellisen keskittynyt, sillä suvun jäsenet omistavat myös Rauten A-osakkeita.

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

Sijoitusprofiili

1.

Puurakentamisen taustalla vahvat ja kestävät kasvuajurit

2.

Kehittyvien markkinoiden (etenkin Kiina) ja palvelumyynnin kasvu

3.

Sektorin äärisyklinen investointikysyntä

4.

Kannattavuuspotentiaalin realisointi

5.

Vahva tase ja osinkoa historiallisesti painottanut pääoman allokointi

Potentiaali



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

Riskit



- Projektikysyntä on äärisyklistä ja nyt sykli näyttää olevan menossa alaspäin
- Suuriin projekteihin ja tuotekehitykseen liittyvät riskit
- Alasegmentin toistaiseksi rajallinen kilpailukyky
- Lyhyen ajan kysynnän painopisteen siirtyminen Rauten kilpailuedun ytimestä kohti vahvuusalueiden ulkokehää

Strategia ja taloudellinen potentiaali 1/4

Strategian perustana ovat kestävät kilpailuedut

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

Teknologiset kilpailuedut korostuvat vaativissa projekteissa

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

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

Kilpailuetua vaalitaan kehityspanostuksilla

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

Pidämme yhtiön valitsemia painopistealueita järjestyksessä ja arviomme mukaan panostusten taso riittää säilyttämään Rauten yläsegmentin kilpailuedun sekä luomaan yhtiölle aseman toimialan digitaalisena edelläkävijänä. Sen sijaan kehittyvien markkinoiden tarjonnan paraneminen ja sitä kautta saavutettava läpimurto uusille

kasvualueille ei mielestämme ole vielä varmaa, vaikka yhtiö nostaisikin alueelle allokoitavia kehityspanostuksia.

Raute tavoittelee käytännössä aina hintapremiötä

Teknologijahtajana Raute on tarjouskilpailuissa lähes poikkeuksetta kallein vaihtoehto asiakkaille ja hintapremion saavuttaminen on yhtiön kulurakenteen huomioiden hyvän kannattavuuden edellytys. Rauten kulurakennetta nostaa globaalin toimintamallin ja osin korkean kulurakenteen maissa olevan tuotannon lisäksi jossain määrin myös yhtiön räätälöityihin tuotteisiin pohjautuva toimintamalli, jonka myötä jokainen projekti on suurelta osin uniikki eikä projektikuluja päästä alentamaan projektien toistettavuuden kautta. Tämän strategisen valinnan yhtiö on kuitenkin mielestämme joutunut tekemään osin olosuhteiden pakosta, sillä vaneri- ja LVL-linjojen koot, käytettävät raaka-aineet, automaatiotarpeet ja muutamat muut tekijät poikkeavat toisistaan niin huomattavasti, että toistettavuuden mahdollistavaa modulaarista tuotetarjoamaa on mielestämme vaikea sektorilla rakentaa.

Raute on pitkäjänteinen strategian toteuttaja

Yhtiö itse on määrittänyt strategiansa päätavoitteiksi seuraavat asiat:

- 1) Kannattavuuden parantaminen
- 2) Parempi suhdannevaihteluihin sopeutuminen
- 3) Hallittu kasvu

Strategia ja taloudellinen potentiaali 2/4

Pidämme kaikkia mainittuja tavoitteita, joita yhtiö ei muuttanut syksyn 2019 strategian villauksen yhteydessä, sijoittajien kannalta tärkeinä. Historiallisesti Rauten strategia on ollut hyvin pitkäjärteinen ja sitä on toteutettu myös heikkoina aikoina määrätietoisesti. Pitkäjärteisyyden taustalla olennainen tekijä on mielestämme Rauten omistajarakenne (sukuyhtiö). Erityisen aggressiivisena emme strategiaa kuitenkaan pidä, mitä mielestämme kuvaa myös se, että päätavoitteissa ei ole mainittu lainkaan Kiinaa, jota pidämme Rauten suurimpana mahdollisuutena pitkällä aikavälillä. Pitkäjärteisyyden lisäksi tietty maltillisuus on sukuyhtiöille tyyppistä.

Arviomme mukaan Raute on pyrkinyt strategiaan päätavoitteisiinsa viime vuosina etenkin tiettyjen toimien ulkoistamisen ja yhteistyöverkoston laajentamisen, laatu- ja palvelu- myynnin kasvattamisen ja tuotekehitys- panostusten kautta. Tämä on toiminut hyvin, sillä Rauten menestys etenkin suurissa tehdas- ja linjamittakaavan projektien tarjouskilpailuissa onkin ollut erinomaista vuosina 2014-2019. Lähivuosina odotamme yhtiön panostavan kannattavuuden parantamisessa etenkin laatu- ja palvelu- myyntiin ja keski- ja alasegmentin tuotteisiin (Grow), joiden kustannusrakenteita keventämällä yhtiö voisi parantaa kilpailukykyään projektiliiketoimintojen kilpailuetunsa kovimman ytimen (Power) ulkopuolella. Myös Metrixin ja palveluiden (Basic Services) tasaisella kasvulla on arviomme mukaan lähivuosina tärkeä rooli. Tätä kautta yhtiön riippuvuus kehittyneistä markkinoista ja suurprojekteista voisi pienentyä, mikä taas voisi vähentää liikevaihdon volatiliiteettia sekä ylläpitää

liikevaihdon viime vuosien korkeahkoa tasoa.

Kiinassa eteneminen on ollut hidasta

Kiinassa Raute ei ole päässyt viime vuosina käytännössä eteenpäin. Raute vaikuttaa jatkavan melko kärsivällisesti Kiinan markkinan evoluution odottamista (ts. länsimaisten laatuvaatimusten yleistymistä), vaikka myös vuoden 2019 aikana yhtiö teki jälleen lieviä muutoksia Kiinan markkinoiden pelikirjaansa. Raute on kuitenkin muokannut lähestymistapaansa yksittäisistä tuotteista kokonaisprosessin hallintaan painottuvaksi ja kaventanut fokustaan suurempiin tehdasmittakaavan investointikyvyn omaaviin yhtiöihin. Pidämme perusteltuna, sillä tuotelähtöisen lähestymistavan tulokset jäivät laihoiksi. Malti ja kärsivällisyys Kiinan suhteen ovat sinällään perusteltua, mutta vuosien hitaan etenemisen takia sijoittajien kärsivällisyys Kiinan suhteen voi alkaa olla jo lujilla.

Yhtiö on säilyttänyt globaalin toimintamallinsa kaikissa suhdanteissa

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

ilmansuunnista, mikä edellyttää globaalia toimintamallia. Tämä toimintamalli on mielestämme keskeinen osa yhtiön kilpailuetua.

Selvä epäorgaaninen kasvu on vaikeaa

Kuten myös hallitun kasvun tavoittelu indikoi, Raute ei ole ollut perinteisesti aktiivinen yritysostoissa. Viime vuosina yhtiö on tehnyt vain yhden yritysoston, kun Raute osti keväällä 2017 amerikkalaisen viulun lujuusajitteluteknologiaan keskittyneen Metriguardin. Metriguard teki vuonna 2016 4,6 MUSD:n liikevaihdolla 0,8 MUSD:n liikevoiton. Raute maksoi yhtiöstä perusskenaarion lisäkauppahinta-oletuksella noin 3,4 MEUR eli noin 4 MUSD silloisella valuuttakurssilla. Kauppahinta vastasi siis Metriguardin 2016 luvuista laskettuna EV/S-kerrointa 0,9x ja EV/EBIT-kerrointa 5x. Arvostus on matala, mutta arviomme mukaan Raute on joutunut investoimaan Metriguardiin pääomia ja volatiilissa liiketoiminnassa yhden vuoden tuloksen varaan on vaikea nojata. Lyhyen ajan numeroita tärkeämpää on strateginen yhteensopivuus ja kilpailuedun vahvistuminen ja nämä kriteerit kauppa on mielestämme täyttyneet.

Mielestämme kauppa kuvaa hyvin yritysostojen roolia Rauten strategiassa. Yhtiö on valmis tekemään tuotetarjoamaa parantavia yritysostoja ja Metriguardin lujuusajitteluteknologian (parantaa raaka-aine tehokkuutta) lisääminen portfolioon vahvistaa yhä Rauten kilpailuetua yläsegmentissä. Lisäksi Metriguard tarjoaa teknologiaansa myös sahoille. Laajempia strategisia suunnitelmia emme usko yhtiöllä olevan sahojen suhteen ainakaan lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä.

Strategia ja taloudellinen potentiaali 3/4

Rauten nykyinen tuote- ja teknologiaportfolion laatu huomioiden yhtiön tarjoamaa selvästi parantavia kohteita on kuitenkin hyvin rajallisesti tarjolla, kun taas ilman tuotannollista tai teknologista näkökulmaa yritysostoja on vaikea perustella. Myös markkina-aseman vahvistaminen alasegmenteissä yritysostoilla on haasteellista (ml. esim. henkilö- ja toimintatapariskit) eikä yrityskaupoista ole ollut apua myöskään Kiinan kasvupyrkimyksissä, vaikka uskommekin yhtiön kartoittaneen yrityskauppoja vaihtoehtona maan markkinoille murtautumisessa.

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

Taloudelliset tavoitteet jäävät abstrakteiksi

Rauten taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

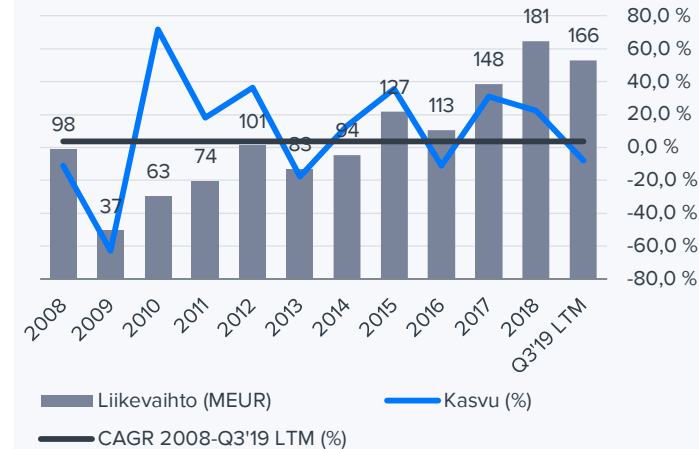
- 1) Hyvä kannattavuus kaikissa suhdannetilanteissa
- 2) Markkinoita nopeampi kasvu
- 3) Hyvä vakavaraisuus

4) Sijoittajille kilpailukykyinen tuotto

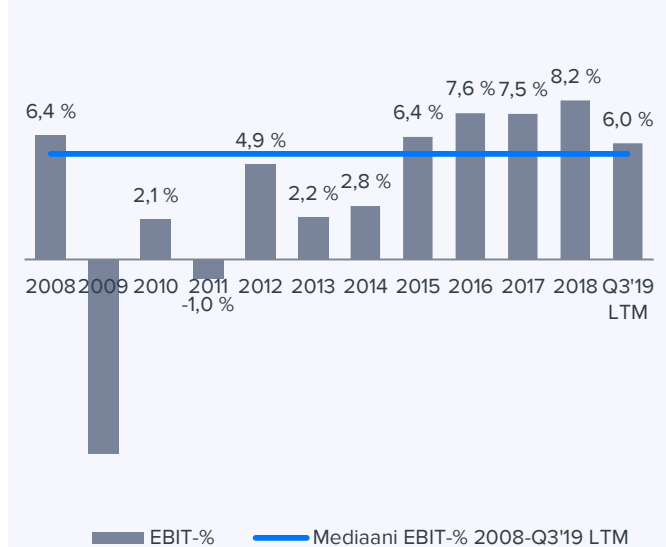
Sanalliset tavoitteet jättävät yhtiön taloudelliset ambitiot abstrakteiksi. Arviomme mukaan konepajaliiketoiminnassa Rauten kaltaiset korkeaan teknologiaan fokuoituneet niche-pelurit voisi tavoitella noin 6-9 %:n liiketulosmarginaalia normaalissa suhdanteessa (ts. liikevaihto 110-130 MEUR). Tähän haarukkaan yhtiö on viime vuosina yltänyt korkeammalla volyyminä. Ainakin hyvässä syklissä yhtiöllä on mielestämme potentiaalia vielä tätä parempaan tulokuntoon (esim. EBIT-% yli 10 %), jos muut suhteelliseen kannattavuuteen vaikuttavat asiat, kuten työkuorman tasaisuus, tuotemix, tuotelaatu ja hinnoittelukuri olisivat suotuisia. Siten Raute ei mielestämme ole viime vuosien erittäin hyvästä syklisestä huolimatta yltänyt täyteen marginaalipotentialiinsa.

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

Liikevaihto ja kasvu 2008-Q3'19 LTM



Kannattavuus 2008-Q3'19 LTM



Strategia ja taloudellinen potentiaali 4/4

Nykymallilla suhdanne vaikuttaa marginaaleihin

Kaikissa suhdanteissa hyvää kannattavuutta emme usko Rauten nykyisellä toimintamallillaan saavuttavan, sillä se edellyttäisi suhdannevaihteluiden rajuus huomioiden joustavampaa kulurakennetta, mitä Rauten globaali myynti- ja palveluverkosto, merkittävä oma tuotanto ja pitkälle räätälöidyt tuotteet eivät mahdollista. Rauten kannalta tärkeää on pitää liikevoiton vuositason break-even piste niin alhaalla, että yhtiö ei vajoa raskaalle tappiolle ainakaan vuoden 2009 kaltaisia poikkeusoloja lukuun ottamatta. Tämä on mielestämme realistinen tavoite nykyiselläkin toimintamallilla ja uskomme yhtiön myös edenneen joustavuuden suhteen viime vuosina.

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

Raute on osinkoystävällinen yhtiö

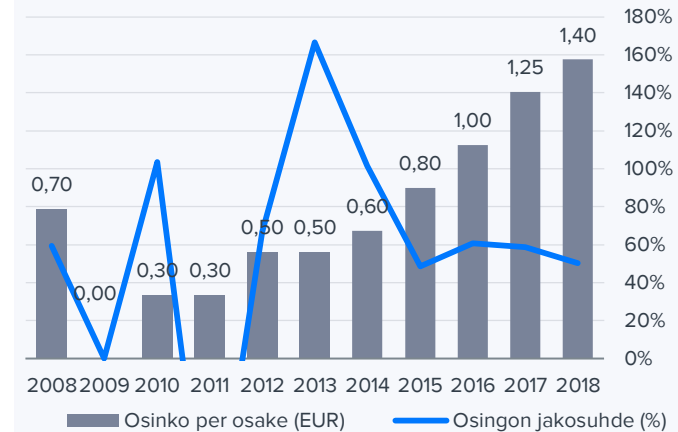
Myös osinkopolitiikan osalta yhtiö on avoin, sillä Raute noudattaa aktiivista osinkopolitiikkaa, joka ei ole suoraan sidottu vuositulokseen. Tämä ja yhtiön pyrkimys tarjota sijoittajille kilpailukykyinen tuotto linjaavat mielestämme osinkojen olevan yhtiön prioriteettillisella korkealla (historiallisesti osinko on ollut pääosa Rauten koko osaketuotosta), mitä

tukee myös Rauten sukuyhtiötausta. Mahdollisesti rajujenkin syklien takia mitään osinkotasoa ei voida mielestämme pitää Rautelle kiveen hakattuna, mitä myös aktiivinen osinkopolitiikka indikoi. Yhtiön näyttää pyrkineen säästämään osinkoreserviä hyvinä vuosina, mikä voi antaa hieman heikompina yksittäisinä vuosina liikkumavaraa pitää osinko stabiilina tai jopa kasvattaa sitä hieman tulokunnosta riippumatta (ts. yhtiö on maksanut osinkoa yli tuloksensa 6 vuotena 2000-luvulla). Raju suhdanteen heikentyminen tai useat heikot vuodet söisivät kuitenkin osinkoreservit nopeasti ja näissä skenaarioissa osinko joutuisi arviomme mukaan tulinjalle (osinkoa on laskettu 2000-luvulla 4 kertaa). Nollaosingot ovat kuitenkin yhtiölle harvinaisia ja osingotta yhtiön omistajat ovat jääneet 2000-luvulla vain kerran (2009).

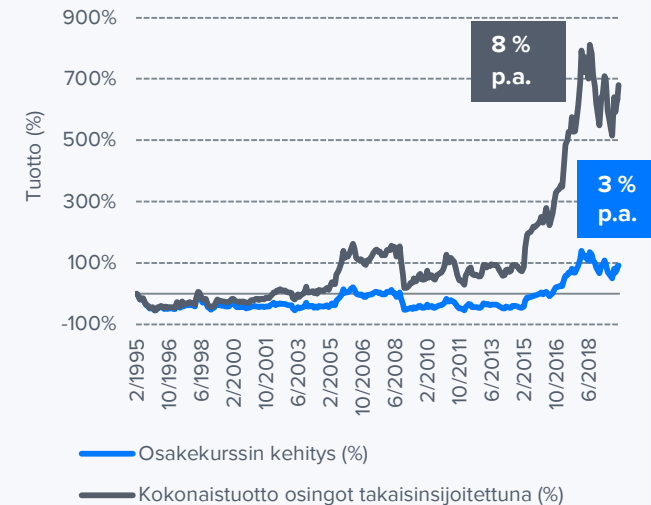
Rauten pitkän ajan tuotto on jäänyt indeksistä

Rauten koko pörssihistorian kokonaistuotto osingot takaisin sijoitettuna on yltänyt noin 8 %:iin. Tämä on mielestämme kohtuullinen taso, vaikka tuotto onkin saavutettu korkealla riskitasolla (volatiliteetilla) ja ajallisesti tuottokertymä on ollut epätasainen, sillä viime vuosien kurssirallissa takaisinsijoitettujen osinkojen korkoa korolle -ilmiö on nostanut voimakkaasti pitkän aikavälin tuottoa. Pelkkää kurssinousua on kertynyt vajaan 25 vuoden aikana reilut 90 % eli vajaat 3 % vuodessa, mikä korostaa jälleen osingon merkittävää roolia Rauten kokonaistuotossa. Raute kurssimuutos ja tuotto osingot takaisinsijoitettuna on jäänyt OMXH-vertailuindeksiin noin 11 % heikommaksi, joten tavoitteensa mukaiseen kilpailukykyiseen tuottoon sijoittajille yhtiö ei mielestämme ole aivan yltänyt (viime vuosina tuotto on ylittänyt indeksituoton).

Rauten osingon ja jakosuhteen kehitys



Rauten tuotto sijoittajille 2/1995-1/2020



Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Vaneri- ja LVL-laitteet ovat niche-markkina

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

Laiteinvestointimarkkinan lisäksi Rautelle relevanttia on koneiden huoltoon ja kunnossapitoon liittyvä markkina. Tämän palvelumarkkinan kokoa on erittäin vaikea määrittää, sillä esimerkiksi suuri osa laitteiden huollosta tehdään asiakkaiden itsensä toimesta. Siten on vaikea sanoa, mikä osa palvelumarkkinasta olisi edes teoreettisesti Rauten saatavilla. Lähtökohtaisesti arviomme kuitenkin, että vaneri- ja LVL-sektorin palvelumarkkina on vähintään yhtä suuri kuin laiteinvestointimarkkina, kuten monilla muilla vastaavia investointihyödykkeitä tuottavilla teollisuuden aloilla on havaittu. Näin ollen palvelumarkkina tarjoaa yhtiölle näkemyksemme mukaan toistaiseksi lähes rajattoman kasvupotentiaalin, kun huomioidaan, että Rauten vuotuinen palvelumyynti on toistaiseksi reilun 60 MEUR:n (sis. myös modernisointeja) kokoluokassa. Numeerista tukea arviollemme on kuitenkin vaikea löytää.

Palvelut- ja projektit kulkevat käsi kädessä

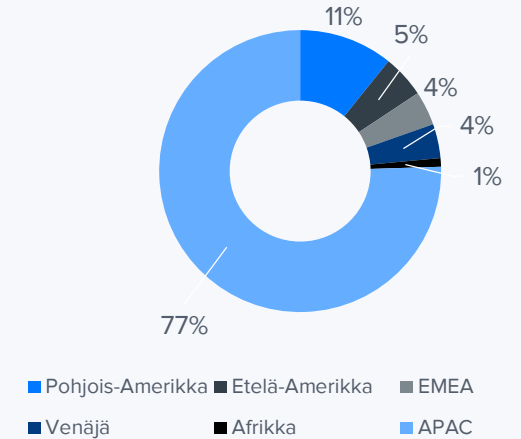
Rauten näkökulmasta jälkimarkkinassa piilee erittäin suuri potentiaali, joka kasvaa aina uusien projektitoimitusten mukana. Siten projektitoimitukset ovat Rauten kannalta tukijalka, joka avaa uusia mahdollisuuksia palvelupuolelle tulevaisuudessa. Tämä siitäkkin huolimatta, että Raute pystyy toimittamaan palveluja ja varaosia muidenkin valmistajien toimittamiin koneisiin.

Palveluliiketoiminnan kehityskaari etenee eri vaiheissa maantieteellisesti. Kehittyneillä markkinoilla kunnossapidon ”ulkoistamisaste” on jo kohonnut asiakkaiden keskittyessä yhä voimakkaammin ydinprosesseihinsa eli tuotantoon sekä lopputuotteiden markkinointiin ja myyntiin. Tämän trendin voi olettaa etenevän myös kehittyvillä markkinoilla tulevaisuudessa aiempaa voimakkaampana, minkä lisäksi kehittyvien markkinoiden asiakkailla tulee tarve kehittää prosessejaan entistä kilpailukykyisemmiksi pitkällä tähtäimellä väistämättömän kustannusinflaation takia. Nämä tekijät lisäävät arviomme mukaan ulkoistamisia huollossa ja kunnossapidossa, minkä uskomme tukevan Rauten palvelumyyntiä pitkällä tähtäimellä. Siten pidämme Rauten palvelumyynnin pitkän ajan kasvukuvaa hieman laiteprojekteja parempana.

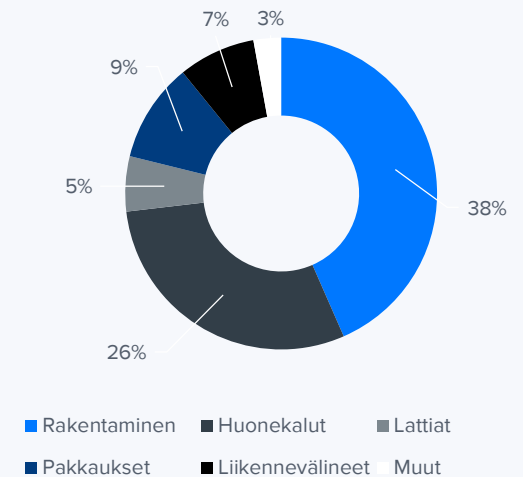
Etenkin rakennussektorin ajama tuotteiden loppukysyntä on ajuri investointien takana

Rautelle tärkeä laiteinvestointien kysyntä riippuu luonnollisesti sen tuotantoteknologialla valmistettujen tuotteiden kysynnän kasvusta.

Vanerin tuotannon jakautuminen 2018



Vanerin kulutus loppukäyttökohteittain



Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

Vanerin ja LVL:n kysyntää ajaa etenkin rakennussektori, sillä maailman vanerista noin 70 % käytetään rakennuksissa, huonekaluissa ja lattioissa, kun taas loput menevät kuljetussektorille sekä pakkausmateriaaleiksi ja erilaisiin niche-sovelluksiin. Lisäksi valtaosa maailman LVL:stä menee rakennusten rakennemateriaaliksi (palkit, tolpat ja rungot) ja pieni osa huonekalusektorille. Rakennussektori on syklinen ja sen on nyrkkiääntönä katsottu korreloivan vipukertoimella 1,5x suhteessa BKT-kasvuun. Vanerin ja LVL:n kaltaiset puutuotteet voittavat markkinaosuutta muilta rakennusmateriaaleilta niiden uusiutuvuuden, kierrätettävyyden ja hiilidioksidineutraaliuden ansiosta, joten puutuotteiden vipu voi ylöspäin olla sektorin keskiarvoa voimakkaampi. Investointivetoiset kuljetus- ja pakkaussektorit taas korreloivat maailmankaupan ja BKT-kasvun kanssa suhteellisen hyvin.

Siten Rauten syklisyyden juurisyyt löytyvät sen asiakkaiden syklisyydestä, joskin Rauteen kohdistuu vielä toinen vipu investointien syklisyydestä. Syklisesti Rauten asiakkaiden markkinatilanne on ollut vuonna 2016 alkaneen globaalin talouden elpymisen ansiosta suhteellisen hyvä viime vuosina, vaikka globaalissa mittakaavassa rakentaminen ei ole elpynytäkään finanssikriisiä edeltäneille tasoille. Vuoden 2019 aikana alkanut globaalin talouden heikkeneminen alkoi kuitenkin näkyä myös Rauten asiakkaiden markkinatilanteissa ja viime kvartaaleilla markkinatilanne onkin ollut viilenemään päin.

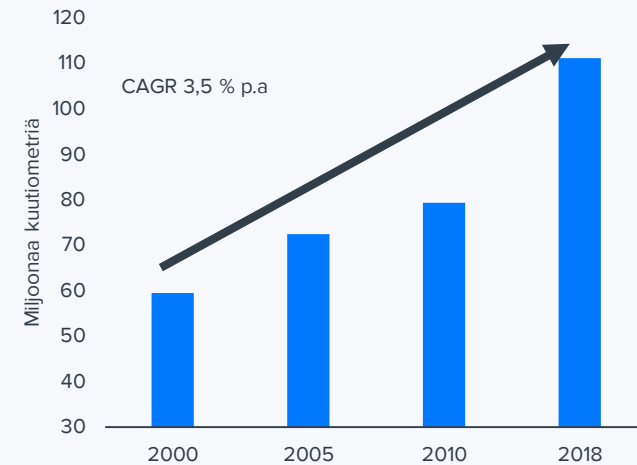
Vanerin kulutus kasvaa noin BKT:n tahtia

Kuten todettua, puutuotetoimialan taustalla on mielestämme tiettyjä positiivisia trendejä pitkällä aikavälillä. Siten myös puutuotteiden kysynnän on odotettu kasvavan hieman yleistä talouskasvua nopeammin. 2000-luvulla vanerin kulutus on kasvanut keskimäärin reilut 3 % vuodessa, mikä on ollut käytännössä yksistään Kiinan kulutuksen kasvun ansiota. Finanssikriisin jälkeen Kiinan buumi on rauhoittunut ja myös kasvu on hieman hidastunut, mutta mainittujen puutuotteita tukevien trendien takia pidämme vähintään BKT:n tasoista kasvuodotusta vanerille järkevänä myös jatkoa ajattelen.

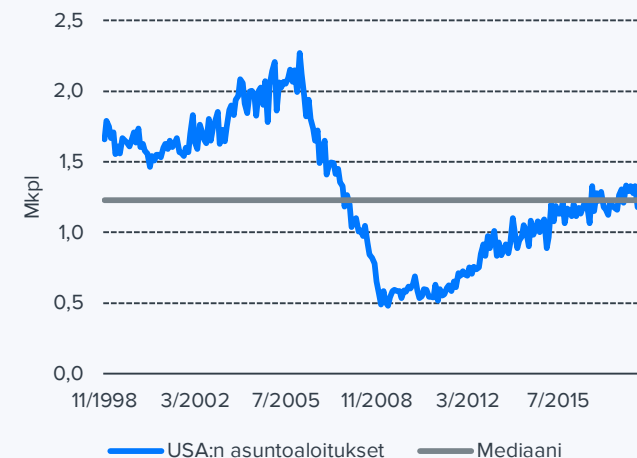
LVL:n kasvunäkymä vaneria parempi

LVL:n osalta kaikki viittaa siihen, että markkina tulee kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti perinteistä vanerimarkkinaa nopeammin, kun rakentaminen lisääntyy ja kestävän kehityksen periaatteita tukeva LVL voittaa markkinaosuutta muilta materiaaleilta. Lisäksi LVL:llä on selkeää kasvupotentiaalia myös maantieteellisesti, sillä LVL on perinteisesti merkittävä rakennusmateriaali erityisesti USA:ssa ja myös tietyissä Euroopan maissa (ml. Skandinavia ja Iso-Britannia). Nämä ajurit voisivat mielestämme johtaa yli 5-7 %:n keskimääräiseen vuosittaiseen LVL:n kysynnän kasvuun lähivuosina. Tämä tosin vaatii sitä, että USA:n talouden hyvä veto ajaisi myös jatkossa maan asuntoaloitukset ylös, sillä LVL-markkina on yhä varsin riippuvainen USA:n asuntomarkkinoista (vrt. LVL-tuotannon romahdus finanssikriisin jälkimainingeissa).

Globaali vanerin kulutus 2000-2018



USA:n asuntoaloitukset 11/1998-11/2019



Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Raute on globaali markkinajohtaja

Rauten markkina-asema on vahva ja yhtiö on markkinajohtaja toimialallaan. Absoluuttisesti pienestä koostaan huolimatta Raute on myös selvästi alan suurin yhtiö. Rauten projektiliikemaihto ja markkinakoko huomioiden Rauten markkinaosuus vaneri- ja LVL-investoinneista on karkeasti arvioiden globaalisti noin 15-20 %. Yläsegmentissä puhutaan kuitenkin huomattavasti korkeammista osuuksista (jopa yli 50 %), kun taas alasegmentin markkinaosuudet ovat pienempiä. Erityisen vahva markkina-asema Rautella on LVL:ssä, sillä noin puolet maailman viilupalkeista tuotetaan Rauten toimittamilla koneilla.

Kilpailijat ovat paikallisia ja osaprosesseihin fokuoituneita

Rauten kilpailijakentässä ei ole kilpailijoita, jotka voisivat tarjota vastaavan globaalin sekä kokonaisia tuotantolinjoja ja tehtaita sisältävät tuote- ja palvelukokonaisuuden. Viime aikoina päätään on kilpailussa on kuitenkin nostanut venäläinen MPT, joka pystyy kokoamaan tehtaan yksittäisiä laitteita tarjoavien kumppaniensa laitteista. Yksinoikeutta tarjota kumppanien laitteista MPT:llä ei käsityksemme mukaan kuitenkaan ole. Tämäntyyppinen kilpailu ei kuitenkaan ole alalla uutta eikä se ole arviomme mukaan uhannut olennaisesti Rauten asemaa viime aikoina. Suuressa kuvassa Rauten kohtaama kilpailu kohdistuu silti edelleen enemmän yksittäisiin tuotteisiin ja toisaalta eri markkina-alueisiin, joiden dynamiikka on hieman erilainen riippuen esimerkiksi tuotannossa käytettävistä puulajeista,

kustannustasosta, asiakassuhteista ja investointimielityksistä.

Kuten todettua Rauten markkina-asema on paras korkeiden laatu- ja tehokkuus vaatimusten länsimarkkinoilla ja etenkin Euroopassa, jossa yhtiö kilpailee etenkin Angelo Cremonan, Bielen, Dieffenbacherin kanssa. USA:n markkina on luonteeltaan hyvin samantyyppinen, mutta siellä paikalliset kilpailijat ovat muutaman pykälän paremmassa asemassa suhteessa Rauteen, sillä Pohjois-Amerikassa asiakkaat eivät tyypillisesti edellytä yhdeltä toimittajalta kokonaistoimitusta.

Kehittyvistä markkinoista Rauten asema on vahva Venäjällä ja hyvä Etelä-Amerikassa (vahva Chilessä ja tyydyttävä Brasiliassa), joihin myytävät koneet ovat suhteellisen kehittynyttä teollista teknologiaa. Kiinan ulkopuolisessa Aasiassa sekä Oseaniassa Raute kilpailee etenkin japanilaisten Taihein, Meinanin ja Hashimoton kanssa melko tasavertaisesti. Kiinassa taas markkina on paikallisten pienien ja erittäin hintakilpailukykyisten pelureiden hallussa eikä Rautella ole vielä käytännössä markkina-asemaa maassa. Sen sijaan Afrikassa relevanttia markkinaa ei vielä ole, mutta alue on pitkässä juoksussa potentiaalinen osin teollisesti hyödyntämättömien paikallisten puuvarojensa ansiosta. Arviomme mukaan Raute kärkeä Afrikan markkinan avautumista etujoukoissa, mistä yksi osoitus on mm. etelä-afrikkalaisen York Timberin kanssa vuoden 2016 lopussa solmittu yhteistyösopimus. Isoa myyntipotentiaalia Afrikka ei kuitenkaan Rautelle lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä arviomme mukaan tarjoa.

Rauten kilpailijoita



Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

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

Pieni markkina ei houkuttele isoja konepajoja

Koska Rauten kannalta relevantin globaalin kokonaismarkkinan koko on karkeasti vain 1,5 miljardia euroa vuodessa (ml. investoinnit ja palvelut) eikä markkina tarjoa poikkeuksellisen houkuttelevaa kasvuprofiilia, se ei riitä

houkuttelemaan suurempia konepajoja apajille. Toisaalta vaneri- ja LVL-sektorilla käytössä oleva teknologia on monimutkaista (ml. automaatio ja konenäkö) ja sektorikeskeistä, joten tulokynnys toimialalle on korkea täysin uudelle toimijalle. Siten pidämme uuden suuremman ja resurssiltaan vahvemman haastajan alalle tuloa epätodennäköisenä. Tämä on Rauten kannalta positiivinen asia ja mielestämme se rajoittaa yhtiön kohtaamia kilpailu-uhkia selvästi.

Rauten selkein pitkän ajan kilpailu-uhka on mielestämme nykyisten kilpailijoiden kasvavat panostukset (mm. konsolidaatio ja R&D) Rauten

kilpailuedun ytimeen, mutta tämäkään ei näytä lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä todennäköiseltä. Mainituista syistä ja omistusrakenteesta johtuen Raute tuskin kiinnostaa myöskään vahvasta markkina-asemasta ja selvistä kilpailueduistaan huolimatta teollisia ostajia, vaikka rakenteellisesti Rauten liiketoiminta voisi sopia täydentäväksi osaksi esimerkiksi johonkin suurempaan ja/tai eri sektoreilla operoivaan teollisuusyhtiöön. Siten yrityskauppakortista ei arviomme mukaan pääse muodostumaan Rauten osakkeen arvostusta tukevaa tekijää.

Markkinat yhteenveto

Korkea > 30 % Keskitaso 10-30 % Matala <10 %	Projektiliiketoiminnat (Markkina 600-750 MEUR/a, Rautella 15-20 %:n markkinaosuus)					Teknologiapalvelut (Markkina > 650 MEUR/a, Rautella ei merkittävää markkinaosuutta)		
	Eurooppa	Venäjä	Pohjois-Amerikka	Etelä-Amerikka	Aasia	Modernisoinnit	Varaosat	Kunnossapito- ja kehityspalvelut
Markkinakoko (MEUR)	80-110	50-70	110-130	50-70	300-350	> 300	> 300	> 150
Kasvupotentiaali p.a (%)	1-2 %	2-4 %	1-2 %	2-4 %	3-5 %	3 %	3-5 %	> 5 %
Rauten markkina-osuus	Korkea	Korkea	Alempi keskitaso	Ylempi keskitaso	Matala	Matala	Matala	Matala

Taloudellinen asema 1/2

Tase on kevyt kiinteän omaisuuden osalta

Rauten tase on kevyt pitkäaikaisen omaisuuden osalta. Kiinteää omaisuutta taseessa on sidottu etenkin Suomen tuotantolaitoksiin lähinnä Nastolassa. Muissa maissa Raute ei omista tehtaitaan, mutta IFRS 16 kirjanpidossa muiden maiden toimipisteisiin liittyvä käyttöoikeusomaisuus on kirjattu pitkäaikaisen omaisuuden puolelle. Kiinteän omaisuuden tarvetta vähentää yhtiön osin alihankintaverkolle ulkoistettu tuotanto ja alihankkijoita Rautella on etenkin Baltian maissa ja Aasiassa. Kiinteää omaisuutta taseessa oli 11,9 MEUR:lla ja käyttöoikeusomaisuutta 7,4 MEUR:lla Q3'19:n lopussa. Aineettoman omaisuuden määrä oli Q3'19:n lopussa maltillinen 2,4 MEUR ja liikearvoa taseessa oli vain 1,0 MEUR Metriguard-kauppaan liittyen.

Rauten suurimmat tase-erät vastaavien puolella liittyvät lyhytaikaiseen omaisuuteen, jossa merkittävämpiä ovat käyttöpääomaeriin kuuluvat myyntisaamiset (Q3'19: 27 MEUR) ja varasto (Q3'19 14 MEUR). Rahat ja pankkisaamiset olivat Q3'19:n lopussa 23 MEUR. Likvidit varat heiluvat projektien kulukertymien ja maksupostien eriaikaisuuden takia, nämä tekijät heiluttavat myös muita taseen käyttöpääomaeriä. Rautella on käytössä lyhyen aikavälin rahoitustarpeisiin 23 MEUR:n luottoliimittisopimus, josta oli Q3'19:n lopussa käytössä vain marginaalinen osa. Lisäksi konsernilla on 10 MEUR:n käyttämätön yritystodistusohjelma. Siten yhtiön lyhyen aikavälin maksuvalmius on erittäin hyvä. Taseen loppusumma oli Q3'19:n lopussa 90 MEUR, mikä on Rautelle korkeahko taso. Tämä johtuu arviomme mukaan etenkin hetkellisesti kohollaan

olleista saamisista ja kassasta sekä lisäksi IFRS 16 käyttöönnotosta, joka on nostanut rakenteellisesti taseen loppusummaa hieman vuonna 2019.

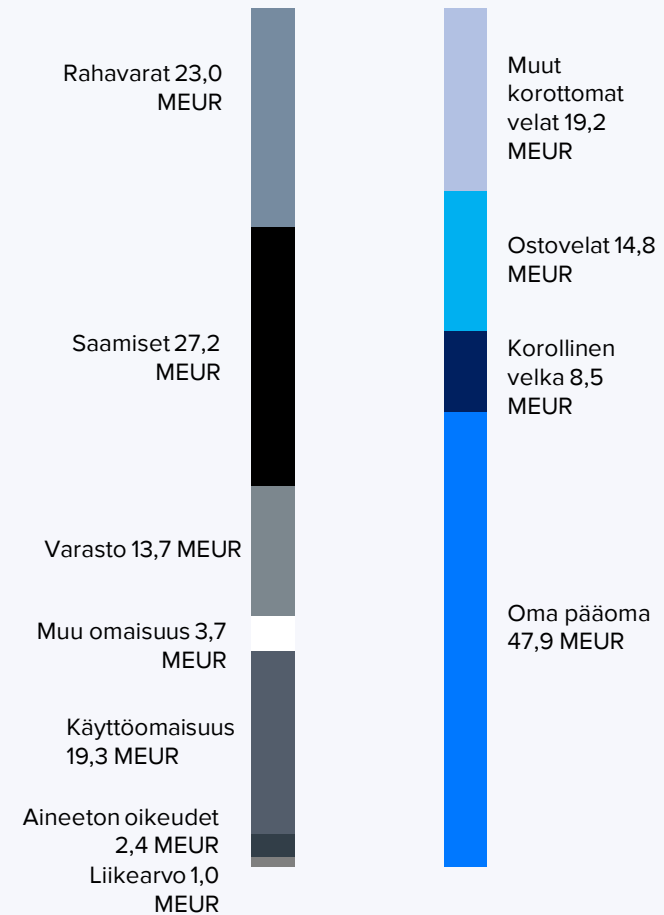
Vastattavat koostuvat valtaosin omasta pääomasta ja korottomista vastuista

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q3'19:n lopussa 48 MEUR, kun taas korollisia velkoja oli vain 8,6 MEUR (kaikki lyhytaikaista). Valtaosa korollisista veloista on arviomme mukaan IFRS 16 liitännäisiä vuokravastuita. Pieni osa korollisesta velasta liittyy arviomme mukaan kuitenkin Kiinan tytäryhtiön rahoittamiseen, sillä paikallisessa valuutassa oleva korollinen velka on ainut realistisesti mahdollinen rahoitusvaihtoehto Kiinassa. Korottomia vastuita taseessa oli Q3'19:n lopussa 34 MEUR (sis. pääosin ennakoita ja ostovelkoja).

Projektiliiketoiminta sitoo vähän käyttöpääoma ja heiluttaa rahavirtaa

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

Rauten Taserakenne Q3'19:n lopussa



Taloudellinen asema 2/2

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

Tase on erittäin vahva

Q3'19:n lopussa Rauten nettovelkaantumisaste oli -30%. Tämä on melko normaali taso Rautelle, kun huomioidaan IFRS 16:n nettovelkaantumisastetta rakenteellisesti nostanut vaikutus. Nettovelkaantumisaste voi kuitenkin lyhyellä tähtämellä heilua selvästi rahavirran mukana. Tase on lähes nettovelaton myös ennakkomaksuista (ts. asiakkaiden rahoista) oikaistuna. Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'19:n lopussa 65%, joten tase on kiistatta vahva tästäkin perspektiivistä.

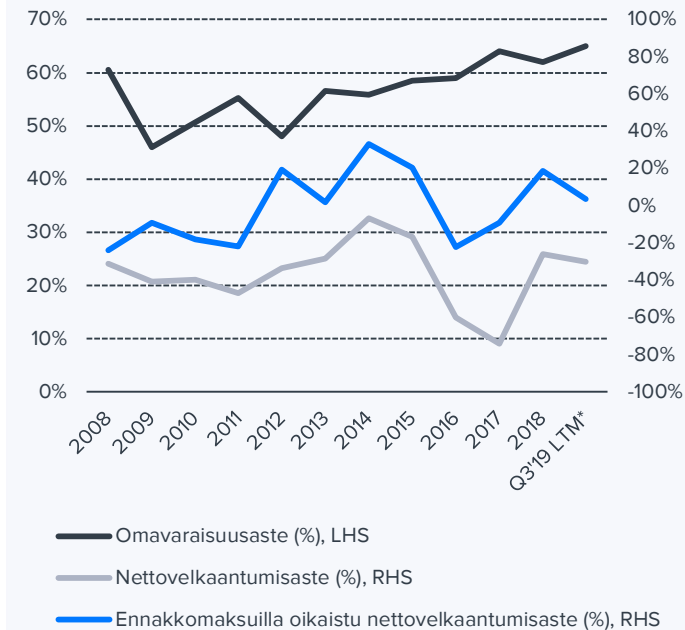
Vahva tase on kuitenkin välttämättömyys

Vaikka Rauten tase vaikuttaa normaalissa tilanteessa ylikapitalisoituneelta, mielestämme täytyy muistaa ennakkomaksujen (ennakot eivät ole yhtiön omaa rahaa) lisäksi yhtiön tuotteiden vahvasti syklinen kysyntä. Siten Raute tarvitsee huomattavia puskureita taseeseensa, ettei se ajaudu ongelmiiin, vaikka tilauskirja sulaisi (ts.

ennakot pienensivät), liikevaihto laskisi, kannattavuus heikkenisi ja matala-suhdanne pitkittyisi. Pidämmekin Rauten vahvaa tasetta positiivisena asiana sijoittajien kannalta, vaikka se heikentää pääoman tuottoa ja painaa oman pääoman tuoton rakenteellisesti sijoitetun pääoman tuottoa heikommaksi. Rauten tase on mielestämme myös kaikilta osin kurantti eikä taseeseen liity mielestämme oleellisia alaskirjauriskejä.

Vahvan taseensa takia yhtiön rahoitustilanne ja velanhoidokyky ovat hyvällä tasolla ja netto-rahoituskulujen voidaan mielestämme olettaa olevan lähellä nollatasoa lähivuosina, joskin mainitut valuuttakurssierot voivat aiheuttaa lievää heiluntaa rahoituskuluihin lyhyellä tähtämellä. Rauten vahva tase mahdollistaa osinkovirran ylläpitämisen myös yksittäisinä tuloksellisesti heikompina vuosina, mikä voi antaa osakkeen arvostukselle tukea myös liiketoiminnassa hiljaisempina aikoina. Pitkittyvän matalasuhdanteen aikana nykyisen osinkotason säilyttäminen ei kuitenkaan onnistuisi tasepuskureiden voimin.

Rauten taseen kehitys 2008-Q3'19 LTM



Ennusteet 1/4

Ennustemalli

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

Tilaukanta hyvä lyhyen ajan indikaattori

Rauten tilaukanta on hyvä tulevaisuuden indikaattori lyhyellä tähtämellä sen nopean kierron takia. Rauten projektitoimituksien tilaukanta on ollut viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin noin 6-12 kuukautta. Jos oletamme yhtiön palveluliiketoiminnan tuottavan vuosittain karkeasti 50-70 MEUR:n liikevaihtoa modernisointiaktiiviteetista riippuen, yhtiö tarvitsisi projektitilauksia noin 60-80 MEUR:lla päästäkseen 120-140 MEUR:n liikevaihtotasolle. Tällä tasolla yhtiön pitäisi kulurakenteensa ja sen säätövaran valossa pystyä tekemään hyvää tulosta, jos ylimääräisiä kannattavuusrasitteita ei ole.

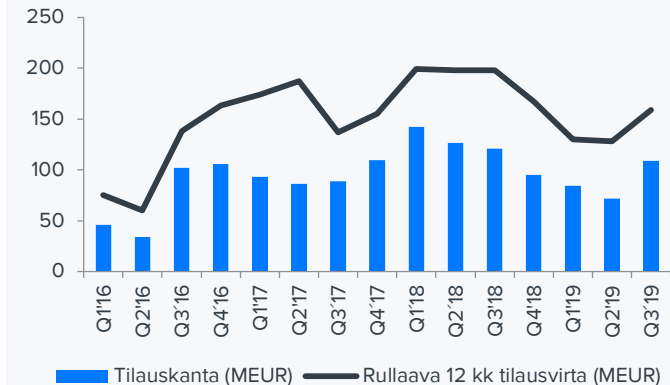
Q3'19:n lopussa Rauten tilaukanta oli hyvällä tasolla 109 MEUR:ssa. Tilaukannan rakenne on kuitenkin jossain määrin poikkeuksellinen, sillä tilaukantaa dominoi Rauten aivan Q3:n lopussa kotiuttama 59 MEUR:n vaneritehdastilaus Segezhalle Venäjälle (Rauten historian suurin tilaus). Tehtaan tuotannon on määrä käynnistyä vuonna 2021, joten arviomme mukaan valtaosa

Rauten toimituksista ajoittuu vuodelle 2020. Arviomme mukaan tilaukannan katerakenne ei yksittäisen suuren projektin dominoinnin takia ole optimaalinen (suurissa projekteissa myyntikattemarginaalit ovat keskimäärin pieniä projekteja alemmat), mutta toisaalta projektin aikataulu antaa Rautelle laajoja vapausasteita eikä kannattavuutta tyypillisesti rasittavia (esim. ylityötarve) ruuhkahuippuja pitäisi siten syntyä tänä vuonna. Terve tilaukanta antaa mielestämme Rautelle hyvän näkyvyyden vuoden 2020 volyymiin, kunhan palvelumyynnin ja pienempien projektien kysyntä säilyy siedettävänä maailman talouden myötä hidastumaan päin olevassa markkinassa.

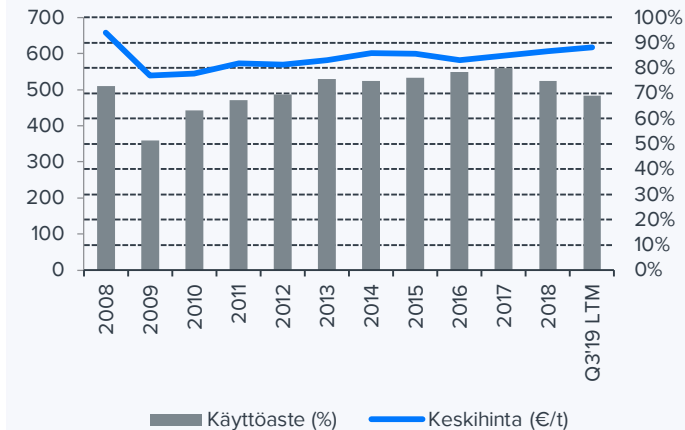
Heikkouden merkkejä on alkanut näkyä

Rauten Q3'19:n lopun taaksepäin katsovan 12 kuukauden rullaavat tilaukset olivat vielä hyvällä tasolla 159 MEUR:ssa, mutta erittäin vahvoista vertailuluvuista taso jäi jo 20 %. Kun vielä huomioidaan Venäjän jättimäisen tehdaskaupan rullaavaa tilauskertymää dominoiva vaikutus, on Rauten markkinatilanne ollut mielestämme heikentymään päin viime aikoina. Heikentymisen taustalla on arviomme mukaan maailman talouden kasvun hidastuminen sekä useat poliittiset epävarmuustekijät (esim. kauppasota, Brexit), jotka ovat olleet omiaan heikentämään investointi-ilmapiiiriä ja -kysyntää. Tämä on arviomme mukaan näkynyt etenkin pienten ja keskisuurien projektien sekä palveluiden puolella modernisaatioiden kysynnässä. Sen sijaan Rauten asiakkaiden pääosin yhä terveet käyttöasteet ovat arviomme mukaan pitäneet varaosakaupan kasvussa

Rauten tilaukanta ja rullaava 12 kk tilausvirta Q1'16-Q3'19



UPM Plywoodin käyttöasteet ja keskihinnat 2008-Q3'19 LTM



Ennusteet 2/4

ja myös suuria strategisia projekteja yhtiöllä on arviomme mukaan relevantissa tarjouskannassa kohtuullisesti. Heikkenemään päin oleva ja epävarmuuden rasittama kysyntä nostaa mielestämme jossain määrin Rauteen liittyviä riskejä vuoden 2020 osalta. Suurempi vaikutus on vuodelle 2021 osalta, sillä vuodelle 2021 tilauskantaa ei vielä juurikaan ole. Rauten laitteiden kysyntä on tyyppillisesti jälkisyklistä, joten talouskasvun elpymisestä investointien käynnistymiseen kuluu tietty viive. Lisäksi globaalien talouskasvun ei odoteta elpyvän oleellisesti vuosina 2020-2021 vuoden vaisuhkosta 2019 kasvuvauhdista.

Venäjä, Venäjä, Venäjä

Viime vuosina Rauten tilausvirtaa on maantieteellisesti dominoinut Eurooppa, jossa on alkanut poikkeuksellisen monta uutta kapasiteettia luonutta vaneri- ja LVL-projektia vuosina 2014-2018. Tätä heijastelleen Rauten tilausvirran painopiste on siirtymässä muille markkinoille, sillä Euroopan isojen investointien jatkuminen johtaisi ylikapasiteettiin, joka olisi pitkässä juoksussa myös Rautelle ongelmallinen tilanne. Pidämme suurten investointien näkökulmasta potentiaalisimpina Venäjää, vaikka maahan on tullut viime vuosina uutta kapasiteettia ja hankkeita on jo päätetty. Venäjällä raaka-aineen saatavuus on potentiaalisesti hyvä ja nykyisellä ruplan kurssilla (tuotantokustannukset ovat pääosin ruplissa) vientivetoinen strategia voi olla hyvinkin kannattava. Myös Pohjois-Amerikan LVL voisi olla potentiaalinen alue, jos USA:n talous (ts. asuntoaloitukset) vetää ja joku toimija onnistuu varmistamaan raaka-aineen saatavuuden. Rauten

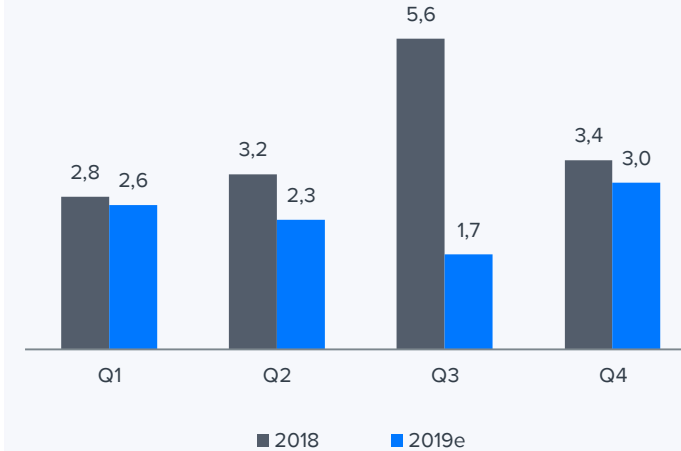
markkina-asema Venäjällä ja LVL:ssä on vahva, joten luotamme yhtiön saavan niistä tilauksia markkinaosuutensa mukaisesti, jos projekteja etenee. Myös Etelä-Amerikan piristyminen usean hiljaisemman vuoden jälkeen on mahdollista ja myös Kiinassa on nähty ensimmäiset heikot merkit länsimaisten standardien mukaisen vanerin kysynnästä. Kiinan tavoin myös muu Aasia on jokerin roolissa. Näin ollen Rautella on projektipotentialia useammalla markkinalla, mutta yhtiön kilpailuedun kovimmasta ytimestä (Eurooppa ja LVL) kauemmas siirryttäessä myös riski hävityistä tarjouskilpailuista kasvaa väistämättä.

Tulosparannustrendi katkesi vuonna 2019

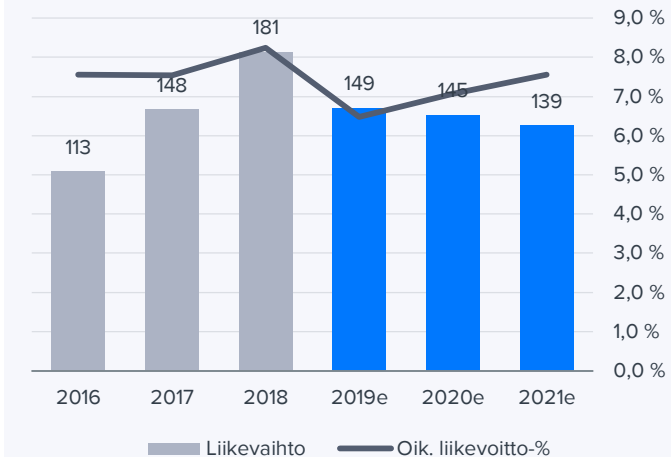
Etenkin H1'19:lla laskenut tilauskanta käänsi Rauten liikevaihdon ja sitä kautta tuloksen lasku-uralle vuoden 2019 alkupuolella. Yhtiö joutuiikin kesällä 2019 antamaan negatiivisen tulosvaroituksen, jonka yhteydessä Raute ohjeisti liikevaihtonsa laskevan ja liiketuloksensa heikkenevän vuodesta 2018 vuonna 2019 (Q2- ja Q3-raporteissa ohjeistus on toistettu). Kun huomioidaan kolmen kvartaalin luvut, sanamuotojen taustalla todennäköisesti olevat leveät haarukat ja Q3-raportissa annetut kommentit vahvasta Q4:sta, odotamme yhtiön saavuttaneen ohjeistuksensa viime vuonna.

Odotamme Rauten liikevaihdon laskeneen viime vuonna 18 % 149 MEUR:oon ja liikevoiton 35 % 9,6 MEUR:oon. Suhteellisen kannattavuuden (2019e: EBIT-% 6,5 %) arviomme jääneen viime vuonna vaisuksi, mitä selitti liikevaihtotason laskun lisäksi tietyt ongelmat projektien toteutuksessa ja jossain määrin epätasainen työkuorma vuoden aikana.

Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 3/4

Projektiuongelmien mittakaavaa tai tarkkaa syytä yhtiö ei ole avannut, mutta arviomme mukaan laatuuperäiset virheet ovat rasittaneet viime vuonna tulosta yli miljoonalla eurolla. Näin ollen vuosi 2019 ei mennyt Rautelta operatiivisesti läheskään tyydyttävästi. Q4'19:sta odotamme kuitenkin kannattavuuden ja tuloksen osalta vuoden parasta kvartaalia, sillä projektiuongelmien negatiivisten vaikutusten pitäisi olla jo takana ja kvartaalille on osumassa arviomme mukaan melko korkea liikevaihto. Q4'19:n ennusteemme ovat pysyneet vakaina.

Odotamme nousevaa osinkoa tulostrendin käännteestä huolimatta

Rauten rahoituskulujen ja veroasteen arvioimme olevan tänä vuonna positiiviset (Taustalla PHP Holding Oy:n osinko) ja veroasteen normaalilla noin 20 %:n tasolla. Siten ennustamme kuluvan vuoden EPS:n asettuvan hyvälle tasolle 1,90 euroon. Ennustamme Rauten nostavan osinkoa 1,45 euroon osakkeelta (2018: 1,40 euroa/osake) ensi keväänä yhtiön vahvan taseen, kohtuullisten investointitarpeiden ja hyvällä tasolla pysyvän tilauskannan takia. Odotuksiamme vaisumpi tilauskannan kehitys Q4:lla ja/tai tilausnäkymien heikentyminen voisi kuitenkin pitää osingon vakaana. Sen sijaan osingon leikkausta pidämme laskevasta tuloksesta huolimatta epätodennäköisenä ja se vaatisi mielestämme näkymien selvää heikentymistä. Taseen suhteen oleellisia muutoksia ei ole näköpiirissä.

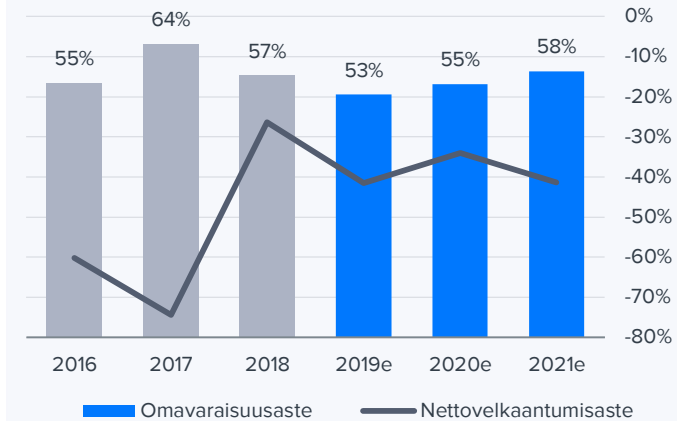
2020 odotamme vakaata kehitystä

Rauten näkymät vuoteen 2020 ovat kohtuulliset, sillä odotamme yhtiön pääsevän lähtemään ensi

vuoteen Q4:llä myytävien pienten projektien (tiedotuskynnyksen ylittäneitä kauppoja yhtiö ei saanut Q4'19:lla) ja terveen palvelukysynnän ansiosta hyvällä reilun 90 MEUR:n tilauskannalla. Siten vuoden 2020 liikevaihtonäkymät ovat kasvaneesta epävarmuudesta huolimatta kohtuulliset, kunhan äkkijarrutusta kysynnässä (ts. tilausvirrassa) ei tapahdu. Myös tilausnäkyvät ovat mielestämme yhä siedettävät, joskin ennustettavuus on heikko ja epävarmuus korkea. Markkinatilanteen kokonaiskuvaan peilattuna Rautella pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä kerätä noin 55 MEUR:n palvelumyynti ja vähintään 65-80 MEUR:n projektikaupat ensi vuonna. Tämä vaatii 1-2 suuremman projektikaupan voittamista.

Hyvää aloittavaa tilauskantaa ja kohtalaisia näkymiä heijastellen ennustamme Rauten liikevaihdon laskevan vuonna 2020 vuoden 2019 hyvästä tasosta 3 % 145 MEUR:oon. Ensi vuoden liikevaihtoennusteemme on kuitenkin yhtiön pitkän aikavälin mediaaneihin nähden varsin korkea. Liiketuloksen ennustamme paranevan 7 % 10,3 MEUR:oon liikevaihtotasoa, tilauskannan katerakennetta, yhtiön nykyistä kulumassaa ja projektiuongelmien poistumista heijastellen. Tämä vastaa tyydyttävää 7,1 %:n liikevoittomarginaalia. Periaatteessa ennustamallamme liikevaihdolla yhtiöllä pitäisi olla eväitä parempaakin, mutta odotamme käytännössä vakaata tulosta, sillä arvioimme yhtiön kiihdyttävän panostuksia (R&D ja myynti- sekä markkinointi) kehittyvien markkinoiden tarjontaan ja toisaalta suuren Segezhan projektin merkittävä liikevaihto-osuus voi myös painaa katetta tänä vuonna.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 4/4

Vuoden 2020 EPS:n ennustamme olevan 1,81 euroa nollatason rahoituskulujen ja noin 20 %:n veroasteen jälkeen. Vuoden 2020 osingon arvioimme nousevan maltillisesti 1,50 euroon osakkeelta yhtiön korkeaa osingonjakovaraa heijastellen ja yhtiön taseaseman odotamme pysyvän vahvana. Emme ole tehneet oleellisia ennustemuutoksia vuodelle 2020.

Vuodelle 2021 näkyvyyttä ei juurikaan ole

Vuodelle 2021 Rauten nykyinen tilauskanta ei näkyvyyttä anna vaan vuoden 2021 näkymät riippuvat vuoden 2020 ja H1'21:n tilauskertymistä. Vuoden 2020 aikana odotamme Rauten markkinatilanteen tasaantuvan talouskasvun rauhoittumisen ansiosta ja mielestämme yhtiöllä pitäisi olla eväitä saavuttaa 120-130 MEUR:n tilauskertymä vuoden 2020 aikana. Tämä tosin vaatii 1-2 suuremman tehdas- tai linjakaupan kotiuttamista sekä vakaata 50-60 MEUR:n palvelumyyntiä.

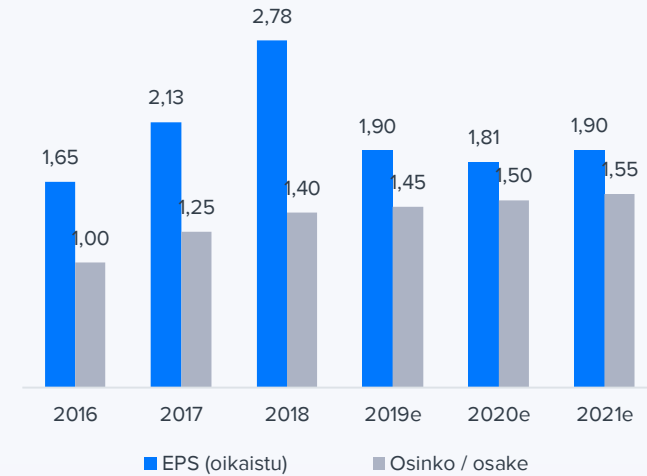
Vuonna 2021 odotamme Rauten yltävän 139 MEUR:n liikevaihtoon, kun taas liiketuloksen ennustamme pysyvän käytännössä vakaana 10,5 MEUR:ssa, kun liikevaihdon lievä lasku sekä kasvupanostusten rauhoittuminen ja myyntimixin lievä paraneminen tukevat maltillisesti kannattavuutta. Nollatason rahoituskulujen ja verojen jälkeisen EPS:n ennustamme olevan vuonna 2021 1,90 euroa osakkeelta ja arvioimme Rauten korottavan vuonna 2021 osinkoaan edelleen 1,55 euroon osakkeelta. Taserakenteessa emme odota tapahtuvan oleellisia muutoksia. Vuoden 2021 ennusteemme ovat pysyneet lähes ennallaan.

Pitkän tähtäimen ennusteet

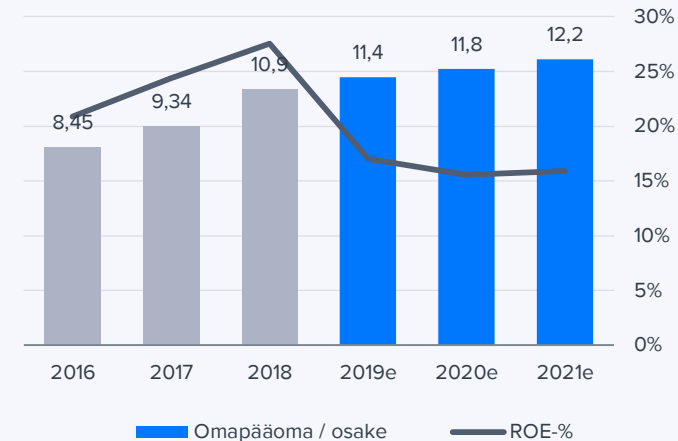
Vuodesta 2022 alkaen arvioimme Rauten liikevaihdon kasvavan vanerin ja LVL:n kysyntää ajavien vahvojen kasvuajurien ja Rauten hyvän kilpailukyvyyn sekä markkina-aseman tukemina noin 3 % vuodessa. Syklisyyden emme kuitenkaan usko poistuvan vaan Raute tulee myös jatkossa kokemaan rajuja liikevaihdon nousuja ja pudotuksia talous- ja investointisykliin mukana. Niiden ajoittumista on kuitenkin pidemmällä aikavälillä mahdotonta arvioida.

Pitkällä aikavälillä keskimääräisesti positiivisen liikevaihtokehityksen ja kestävien kilpailuetujen myötä uskomme Rauten pystyvän luomaan tervettä taloudellista lisäarvoa. Vuosien 2022-2027 ei-sykliset liikevoittomarginaaliennusteemme ovat 6-8 %. Kulurakenteen suhteen emme odota suuria muutoksia, sillä arvioimme mukaan yhtiön pitäisi pystyä kantamaan rakenteensa puitteissa karkeasti 200 MEUR:n liikevaihtokuorma ilman merkittäviä lisäpanostuksia, kun taas vuositasen liikevoiton break-even piste on lyhyen ajan säästövarat huomioiden arvioimme mukaan nyt karkeasti 100 MEUR:n liikevaihdossa. Ennustamme myös yhtiön pitävän taseensa erittäin vahvana sektorin liiketoimintadynamiikan takia, minkä ansiosta uskomme rahoituskulujen pysyvän noin nollatasolla pitkällä aikavälillä. Pitkän aikavälin veroasteen arvioimme olevan 22-23 %. Pitkän aikavälin ennusteiden merkitys voimakkaasti sykliselle yhtiölle on mielestämme rajallinen ja olemmekin käyttäneet niitä lähinnä lyhyen ajan ennusteiden tukena DCF-mallissa.

EPS:n ja osingon kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	148	35,3	43,7	47,9	54,2	181	41,3	37,6	33,1	37,0	149	145	139	139
Konserni	148	35,3	43,7	47,9	54,2	181	41,3	37,6	33,1	37,0	149	145	139	139
Käyttökate	13,8	3,4	3,8	6,2	4,0	17,4	3,5	3,3	2,6	3,9	13,3	14,1	14,8	14,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,6	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-2,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-3,8	-4,3	-4,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,2	2,8	3,2	5,6	3,4	14,9	2,6	2,3	1,7	3,0	9,6	10,3	10,5	10,6
Liikevoitto	11,2	2,8	3,2	5,6	3,4	14,9	2,6	2,3	1,7	3,0	9,6	10,3	10,5	10,6
Konserni	11,2	2,8	3,2	5,6	3,4	14,9	2,6	2,3	1,7	3,0	9,6	10,3	10,5	10,6
Nettorahoituskulut	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	11,1	2,9	3,1	5,5	3,4	14,9	2,7	2,3	1,7	3,5	10,3	10,3	10,5	10,6
Verot	-2,1	-0,7	-0,7	-1,2	-0,5	-3,1	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-2,3	-2,6	-2,4	-2,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	9,0	2,3	2,4	4,3	2,9	11,8	2,1	1,9	1,3	2,7	8,0	7,7	8,1	8,2
EPS (oikaistu)	2,13	0,53	0,56	1,01	0,68	2,78	0,50	0,44	0,31	0,62	1,88	1,81	1,90	1,92
EPS (raportoitu)	2,13	0,53	0,56	1,01	0,68	2,78	0,50	0,44	0,31	0,62	1,88	1,81	1,90	1,92

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	30,9 %	-3,6 %	24,6 %	29,3 %	37,6 %	22,2 %	17,1 %	-13,8 %	-30,9 %	-31,7 %	-17,7 %	-2,7 %	-4,1 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	30,5 %	2,8 %	139,3 %	36,2 %	11,4 %	33,6 %	-5,6 %	-25,9 %	-69,5 %	-12,0 %	-35,4 %	6,4 %	2,3 %	1,0 %
Käyttökate-%	9,3 %	9,7 %	8,7 %	13,0 %	7,4 %	9,6 %	8,6 %	8,7 %	7,9 %	10,5 %	8,9 %	9,7 %	10,7 %	10,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,5 %	7,8 %	7,2 %	11,7 %	6,3 %	8,2 %	6,3 %	6,2 %	5,2 %	8,1 %	6,5 %	7,1 %	7,6 %	7,6 %
Nettotulos-%	6,1 %	6,4 %	5,4 %	9,0 %	5,3 %	6,5 %	5,2 %	5,0 %	3,9 %	7,2 %	5,4 %	5,3 %	5,8 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 1/3

Raute hinnoitellaan tulos pohjaisesti markkinoilla

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

Emme hyväksy yhtiölle korkeita kertoimia, vaikka hyväksyttävä arvostus onkin nousussa

Mielestämme etenkin seuraavat tekijät painavat ja tukevat Rauten arvostusta:

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

Vahva tase ja maltillisesti pääomaa sitova liiketoimintamalli mahdollistavat melko korkean vapaan kassavirran ja pääomien voimakkaan allokoinnin osinkoon.

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

Liiketoiminnan voimakas syklisyys pitää sijoittajan riskit korkealla ja edellyttää selkeitä turvamarginaaleja etenkin syklisesti hyvässä vaiheessa.

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

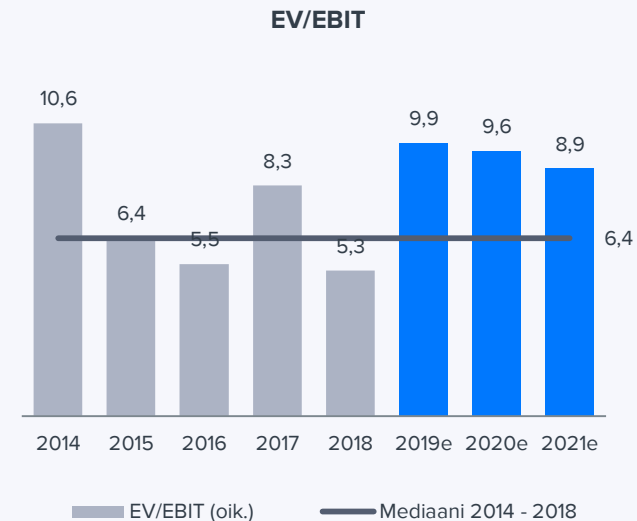
Lähivuosien tulokasvuodotukset ovat perusskenaariossa rajalliset historiallisesti korkean lähtötason ja hidastumaan päin olevan markkinatilanteen takia, kun taas yleisesti konepajayhtiöiden tulokasvuodotukset ovat hieman positiiviset tai ainakin vakaat.

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

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

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	27,1	27,1	27,1
Osakemäärä, milj. kpl	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	115	115	115
Yritysarvo (EV)	95	98	94
P/E (oik.)	14,3	15,0	14,2
P/E	14,3	15,0	14,2
P/Kassavirta	5,6	37,4	10,7
P/B	2,4	2,3	2,2
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,6	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	7,1	7,0	6,3
EV/EBIT (oik.)	9,9	9,6	8,9
Osinko/tulos (%)	76,3 %	83,0 %	81,4 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,5 %	5,7 %

Lähde: Inderes



Lähde: Raute, Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/3

on tukenut osaltaan tulevaisuudessa hyväksyttävää arvostusta jossain määrin.

Suhteessa vastaavalla liiketoiminnalla operoivaan ydinverrokkiryhmään (Helsingin Pörssin pienet ja/tai investointitavaravetoiset konepajat) nähden Raute tulisi mielestämme hinnoitella syklin vaiheesta riippuen noin 10-30 % alennuksella keskimäärin korkeamman riskiprofiilin takia. Yhtiön tarjoaman osinkotuoton taas tulisi mielestämme olla kilpailukykyinen suhteessa riskittömään korkoon ja/tai Helsingin pörssin keskimääräiseen osinkotuottoon.

Lähivuosien arvostuskertoimet ovat haarukoidemme ylälaidoilla

Vuoden 2019 ja 2020 ennusteidemme mukaiset EV/EBIT-kertoimet ovat noin 10x, kun taas vastaavat P/E-luvut ovat 14x ja 15x. Näin ollen yhtiö on arvostushaarukoidemme ylälaidoilla molempien vuosien kertoimilla eikä osake ole siten mielestämme erityisen edullisesti hinnoiteltu. Arvostuskuva on samansuuntainen myös vuoden 2021 kertoimilla, mutta kuten todettua, näkyvyyttä vuoteen 2021 ei tässä vaiheessa vielä juurikaan ole ja arviomme mukaan Rauten hinnoittelu perustuu tässä vaiheessa pääosin vuoden 2020 kertoiimiin. Tulevana keväänä ja lähivuosina ennusteidemme mukaan hitaasti nousevan osingon myötä arviomme Rauten tarjoavan sijoittajille 5-6 %:n osinkotuottoa. Nämä tasot ovat noin yhtiön historiallisella tasolla ja pidämme osinkoa hyvänä pohjatuottona sijoittajille. Mielestämme osinko myös rajaa osakkeen laskuvaraa, kunhan yhtiön lähivuosien tulostulokset eivät heikkene nykytasolta selvästi. Riskeihin nähden riittävän korkeaa tuotto-odotusta

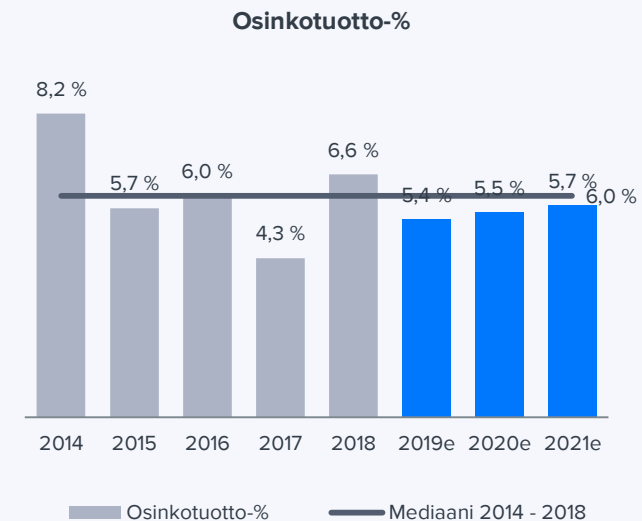
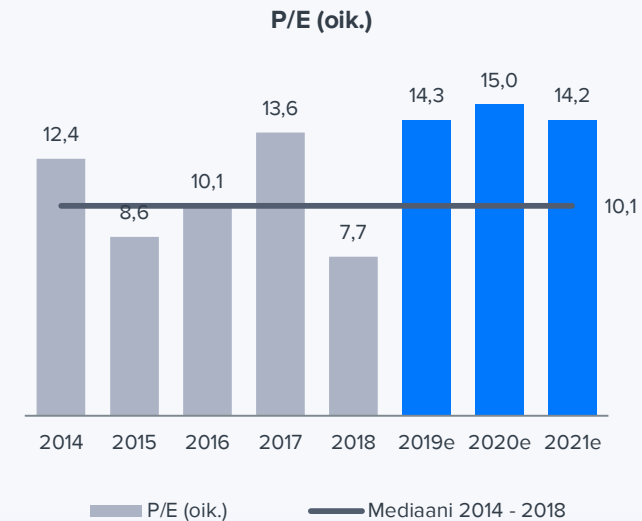
osinko ei kuitenkaan mielestämme yksin tarjoa.

Rauten arvostuksen tiettyä haastavuutta heijastelee osin yhtiön P/B-luku, joka on noussut historiallista tasoaan korkeampaan lukemaan 2,3x (2019e). Korkea P/B-arvostus on mielestämme perusteltua yhtiön hyvä tuloskunto huomioiden, mutta erityisen matala tasearvostus ei mielestämme ole suhteessa yhtiön lähihistorian oman pääoman tuottoon (2013-2019e: ROE-% 18,5 %). Suhteessa yhtiön 2000-luvun noin 14 %:n oman pääoman mediaanituottoon tasearvostus on haastavampi. Mielestämme osake ei myöskään saa tasearvostuksesta tukea syklin mahdollisesti edelleen jatkuvaa heikentymistä vastaan, mikä osaltaan korottaa Rauten tällä hetkellä tehtävän sijoituksen riskiprofiilia.

Verrokkiryhmäarvostus on indikatiivinen

Rauten osakkeelle on käytännössä mahdotonta luoda järkevää verrokkiryhmää, koska vastaavia yhtiötä ei ole olemassa eikä kilpailijoista löydy listattuja yhtiötä. Siten suhteellisen arvostustason ja arvostuserojen sokea seuraaminen voi olla harhaanjohtavaa ja pidämme suhteellista arvostusta lähinnä indikatiivisena mittarina Rautelle. Olemme sisällyttäneet verrokkiryhmään Helsingin Pörssien pienet konepajat ja suuremmista pohjoismaisista konepajoista teollisuuden investointitavarahyödykkeissä operoivat konepajat. Tämäntyyppiset yhtiöt ovat mielestämme jollain tavoin peilattavissa Rauten samantyyppisten liiketoiminta-ajureiden takia.

Vertailuryhmän mediaanikertoimet vuosille 2019 ja 2020 ovat P/E-luvut 16x ja 14x ja EV/EBIT-kertoimet 13x ja 10x.



Arvonmääritys ja suositus 3/3

Mielestämme yleisesti verrokkiyhtiöt ovat arvostettu markkinoilla jokseenkin neutraalisti, kun huomioidaan myös verokkiryhmän yleiseen taloustilanteeseen nähden jossain määrin vaativat vuoden 2020 tuloskasvuodotukset. Näin ollen Raute on arvostettu noin 10-25 %:n alennuksella suhteessa vertailuryhmään tulos pohjaisesti vuoden 2019 ennusteillamme, kun taas vuoden 2020 ennusteilla aliarvostus on enää pieni (P/E-arvostus on jo preemiolla vuoden 2020 ennusteilla). Tase pohjaisesti Raute on arvostettu yli verokkiryhmän mediaanin tasolle, ja yhtiön tarjoama osinkotuotto on selvästi verokkiryhmää korkeampi. Siten pidämme myös indikaatiivista suhteellista arvostusta täyteen hinnoiteltuna, kun huomioidaan Rauten maltillista alennushinnoittelua edelleen puoltavat tekijät.

DCF-arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) suhteellisen pienen painoarvon, koska rahavirtamalli on herkkä erityisesti terminaalijakson muuttujiin nähden. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on noin 27 euroa, mikä tukee muiden mallien indikoimaa osakkeen täyteen hinnoittelua. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu asettuu pitkällä aikavälillä 2-3 %:iin ja EBIT-marginaali noin 6-8 %:iin liikevaihdosta. Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullinen alle 50 %, joten kaukaisessa tulevaisuudessa olevat kassavirrat eivät saa mallissa erityisen suurta painoa. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % ja oman pääoman

kustannus on riskiprofilia heijastellen korkeahkoa 9,9 %. Riskitön korko on 3,0 %, likviditeettipreemio 0,25 %, markkinan riskipreemio 4,75 % ja beta 1,4. Tavoiteltu velka-aste on 10 % ja velan pitkän aikavälin kustannus 4 %.

Kokonaistuotto-odotus on osingon varassa

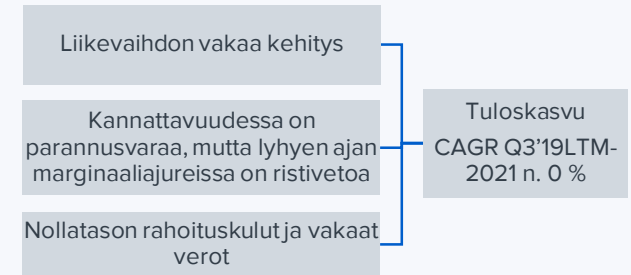
Arviomme mukaan Rauten kokonaistuotto-odotus lähivuosille on vain lievästi positiivinen. Tuotto-odotus tulee puhtaasti osingosta, sillä emme toistaiseksi usko yhtiön saavuttavan hidastuvassa kysyntätilanteessa oleellista tuloskasvua ja myös yhtiön arvostuskertoimetkin ovat näkemyksemme mukaan täyteen hinnoitellut suhteessa hyväksyttäviin tasoihin.

Osingon varassa oleva 12 kuukauden tuotto-odotus ei mielestämme ole riittävä korvaus syklisen osakkeen riskeistä, vaikka pitkällä tähtäimellä pidämmekin Rautea houkuttelevana sijoituskohteena yhtiön kestävästä kilpailuedun ansiosta. Siten vetäydymme toistaiseksi odottelemaan parempia ostopaikkoja (ts. matalampaa arvostusta tai tuloskasvunäkymän kirkastumista) Rauten suhteen.

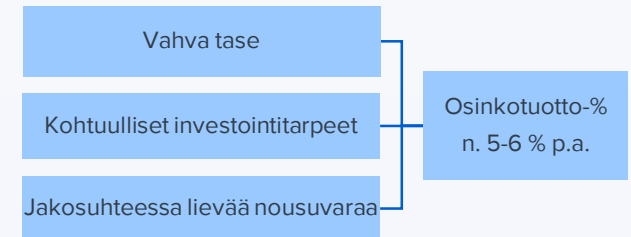
Osaketuoton ajurit Q3'19 LTM-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

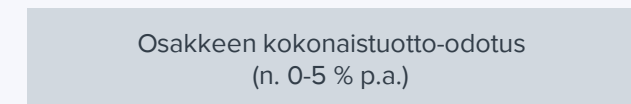
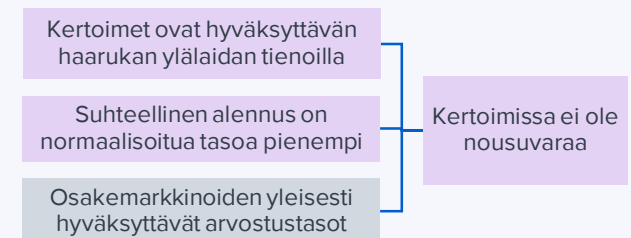
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



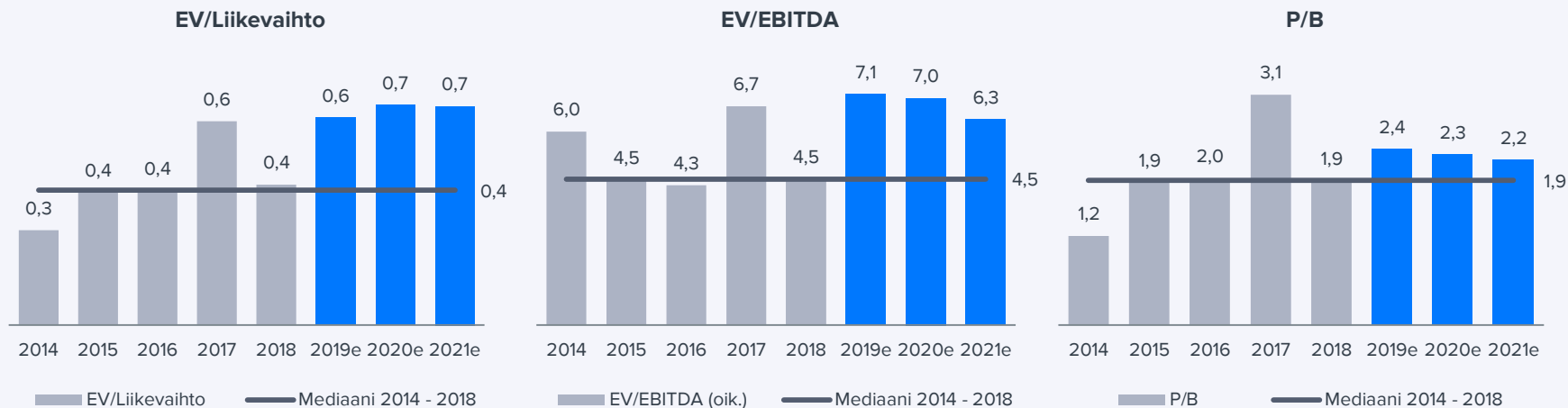
Arvostuskertoimien ajurit



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,30	14,1	16,7	29,0	21,3	27,1	27,1	27,1	27,1
Osakemäärä, milj. kpl	4,00	4,04	4,05	4,22	4,26	4,26	4,26	4,26	4,26
Markkina-arvo	29	57	68	122	91	115	115	115	115
Yritysarvo (EV)	28	52	47	93	78	95	98	94	93
P/E (oik.)	12,4	8,6	10,1	13,6	7,7	14,3	15,0	14,2	14,1
P/E	12,4	8,6	10,1	13,6	7,7	14,3	15,0	14,2	14,1
P/Kassavirta	neg.	11,2	3,7	9,8	neg.	5,6	37,4	10,7	15,4
P/B	1,2	1,9	2,0	3,1	1,9	2,4	2,3	2,2	2,2
P/S	0,3	0,4	0,6	0,8	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4	0,6	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,0	4,5	4,3	6,7	4,5	7,1	7,0	6,3	6,2
EV/EBIT (oik.)	10,6	6,4	5,5	8,3	5,3	9,9	9,6	8,9	8,8
Osinko/tulos (%)	101,6 %	48,6 %	60,6 %	58,7 %	50,3 %	76,3 %	83,0 %	81,4 %	81,6 %
Osinkotuotto-%	8,2 %	5,7 %	6,0 %	4,3 %	6,6 %	5,4 %	5,5 %	5,7 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Glaston	1,20	100	141	16,7	12,2	10,7	6,5	0,7	0,6	39,7	11,9	2,1	3,1	1,3
Ponsse	32,00	898	952	11,3	10,5	8,8	8,3	1,2	1,2	16,3	15,6	3,0	3,1	3,8
Kesla	5,00	13	23	13,0	8,7	5,2				10,3	8,9	4,0		1,3
Outotec	6,07	1073	1095	12,6	8,6	8,6	6,4	1,0	0,8	16,7	11,9	0,7	1,7	3,1
Valmet	21,72	3261	3308	11,0	10,2	8,3	7,8	0,9	0,9	16,1	14,1	3,4	3,8	3,1
Metso	35,84	5265	5701	12,6	10,9	10,8	9,4	1,5	1,4	16,9	15,0	3,7	3,9	3,5
Konecranes	27,60	2176	2870	12,8	10,0	8,7	7,0	0,9	0,8	12,8	11,6	4,4	4,6	1,7
Sandvik	182,70	21647	23312	12,9	11,8	9,5	9,3	2,2	2,2	17,2	16,4	2,5	2,7	3,6
FLS Midth	254,50	1818	2178	10,8	9,7	7,6	7,1	0,7	0,7	14,9	13,5	3,2	3,4	1,5
Raute (Inderes)	27,10	115	95	9,9	9,6	7,1	7,0	0,6	0,7	14,3	15,0	5,4	5,5	2,4
Keskiarvo				12,6	10,3	9,5	7,7	1,1	1,0	17,9	13,2	3,0	3,3	2,5
Mediaani				12,6	10,2	8,8	7,5	0,9	0,9	16,3	13,5	3,2	3,1	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-22 %	-6 %	-19 %	-6 %	-29 %	-20 %	-13 %	11 %	67 %	79 %	-3 %

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

DCF-malli

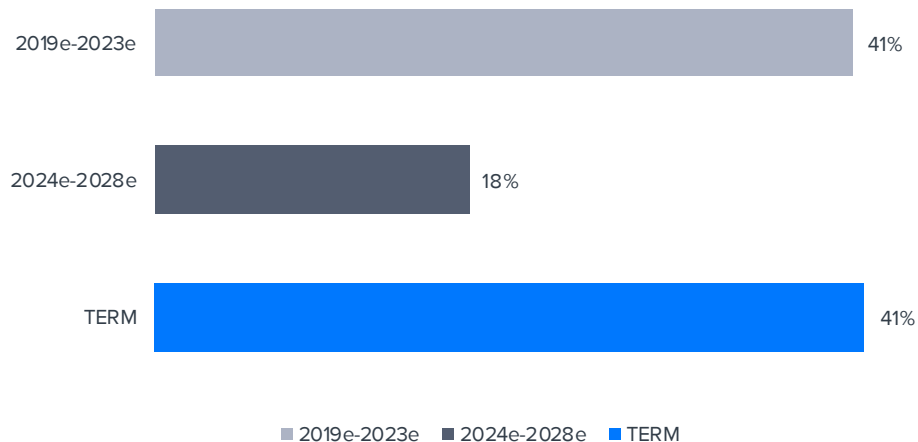
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	14,9	9,6	10,3	10,5	10,6	10,8	11,1	10,7	10,2	9,7	9,9	
+ Kokonaispoistot	2,5	3,7	3,8	4,3	4,3	4,2	4,1	4,3	4,4	4,5	4,6	
- Maksetut verot	-2,8	-2,4	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2	-2,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-22,5	13,2	-4,1	1,9	-2,1	0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	-7,9	24,3	7,3	14,3	10,4	12,8	13,1	12,2	11,9	11,7	12,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,4	-11,0	-4,3	-3,5	-2,9	-4,1	-4,7	-4,8	-4,9	-5,0	-5,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-12,3	13,4	3,1	10,8	7,5	8,7	8,4	7,4	7,0	6,6	7,0	
+/- Muut	0,0	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-12,3	20,6	3,1	10,8	7,5	8,7	8,4	7,4	7,0	6,6	7,0	99,8
Diskontattu vapaa kassavirta		20,7	2,8	9,1	5,8	6,2	5,4	4,4	3,8	3,3	3,2	45,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		110	89,2	86,3	77,3	71,5	65,4	59,9	55,6	51,8	48,5	45,3
Velaton arvo DCF		110										
- Korolliset velat		-1,1										
+ Rahavarat		13,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,0										
Oman pääoman arvo DCF		116										
Oman pääoman arvo DCF per osake		27,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,25 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Ennusteiden yhteenveto ja ennustemuutokset

Lyhennetty tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	94,0	127	113	148	181	149	145	139	139
Käyttökate (EBITDA)	4,6	11,6	10,9	13,8	17,4	13,4	14,1	14,8	14,9
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	2,6	8,1	8,6	11,2	14,9	9,6	10,3	10,5	10,6
Liikevoitto (EBIT)	2,6	8,1	8,6	11,2	14,9	9,6	10,3	10,5	10,6
Tulos ennen veroja	2,8	8,1	8,2	11,1	14,9	10,2	10,3	10,5	10,6
Nettotulos	2,4	6,7	6,7	9,0	11,8	8,1	7,7	8,1	8,2
Osakekohtainen tulos	0,6	1,6	1,65	2,13	2,78	1,90	1,81	1,90	1,92
Vapaa kassavirta	-3,0	5,1	18,1	12,5	-12,3	20,6	3,1	10,8	7,5

Avainluvut	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	12,9 %	35,4 %	-11,1 %	30,9 %	22,2 %	-17,7 %	-2,7 %	-4,1 %	0,0 %
Käyttökate-%	4,9 %	9,1 %	9,6 %	9,3 %	9,6 %	9,0 %	9,7 %	10,7 %	10,7 %
Oik. liikevoitto-%	2,8 %	6,4 %	7,6 %	7,5 %	8,2 %	6,5 %	7,1 %	7,6 %	7,6 %
Liikevoitto-%	2,8 %	6,4 %	7,6 %	7,5 %	8,2 %	6,5 %	7,1 %	7,6 %	7,6 %
ROE-%	9,9 %	24,6 %	20,9 %	24,4 %	27,6 %	17,0 %	15,6 %	15,9 %	15,5 %
ROI-%	9,8 %	27,8 %	25,0 %	28,6 %	33,8 %	18,4 %	17,6 %	17,5 %	17,2 %
Omavaraisuusaste	54,5 %	55,3 %	55,4 %	64,1 %	57,1 %	52,9 %	55,3 %	58,0 %	60,6 %
Nettovelkaantumisaste	-6,9 %	-16,8 %	-60,3 %	-74,4 %	-26,4 %	-41,5 %	-34,1 %	-41,4 %	-41,8 %

Osakelukuja	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EPS (oikaistu)	0,59	1,64	1,65	2,13	2,78	1,90	1,81	1,90	1,92
Kassavirta / osake	-0,76	1,27	4,46	2,97	-2,90	4,85	0,73	2,53	1,75
Osinko / osake	0,60	0,80	1,00	1,25	1,40	1,45	1,50	1,55	1,57
Omapääoma / osake	6,08	7,35	8,45	9,34	10,9	11,4	11,8	12,2	12,6

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	149	149	0 %	145	145	0 %	140	139	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,6	9,6	0 %	10,5	10,3	-3 %	10,7	10,5	-2 %
Liikevoitto	9,6	9,6	0 %	10,5	10,3	-3 %	10,7	10,5	-2 %
Tulos ennen veroja	10,3	10,3	0 %	10,5	10,3	-3 %	10,7	10,5	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,88	1,88	0 %	1,86	1,81	-3 %	1,94	1,90	-2 %
Osakekohtainen osinko	1,45	1,45	0 %	1,50	1,50	0 %	1,55	1,55	0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	14,9	16,4	24,0	24,4	23,6
Liikearvo	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Aineettomat hyödykkeet	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Käyttöomaisuus	9,9	11,6	19,1	19,6	18,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,9	1,2	0,9	0,9	0,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,0	0,4	0,4	0,4
Vaihtuvat vastaavat	72,1	80,1	79,9	78,3	77,8
Vaihto-omaisuus	11,0	14,4	10,4	11,6	10,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	30,4	52,3	40,2	40,6	36,8
Likvidit varat	30,7	13,4	29,2	26,1	30,5
Taseen loppusumma	87,0	96,4	104	103	101

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	39,4	46,5	48,6	50,2	51,9
Osakepääoma	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Kertyneet voittovarot	14,3	18,2	20,4	21,9	23,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	16,8	20,0	20,0	20,0	20,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,8	0,6	7,8	7,8	7,8
Laskennalliset verovelat	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Varaukset	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	7,0	7,0	7,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	46,8	49,3	47,4	44,8	41,7
Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	1,1	2,0	2,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	43,2	45,6	43,2	40,6	37,5
Muut lyhytaikaiset velat	2,2	2,6	2,2	2,2	2,2
Taseen loppusumma	87,0	96,4	104	103	101

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.5.2017	Lisää	24,00 €	22,48 €
2.8.2017	Vähennä	25,00 €	25,29 €
4.10.2017	Lisää	25,00 €	22,99 €
1.11.2017	Lisää	26,50 €	24,97 €
29.12.2017	Vähennä	28,00 €	29,00 €
16.2.2018	Vähennä	29,00 €	30,50 €
30.4.2018	Lisää	32,00 €	30,50 €
1.8.2018	Lisää	32,00 €	30,30 €
18.9.2018	Vähennä	32,00 €	30,90 €
1.11.2018	Lisää	27,00 €	25,00 €
12.12.2018	Lisää	27,00 €	23,80 €
16.1.2019	Vähennä	26,00 €	25,70 €
15.2.2019	Vähennä	27,00 €	25,80 €
6.5.2019	Vähennä	25,00 €	25,50 €
26.6.2019	Vähennä	22,50 €	23,50 €
1.8.2019	Vähennä	22,50 €	21,80 €
2.10.2019	Lisää	26,00 €	24,70 €
31.10.2019	Lisää	26,00 €	23,80 €
15.1.2020	Vähennä	26,00 €	27,10 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä 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.**